

2013年3月29日（金）

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this
document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
佐藤 謙

■保証残高×保証料が売上高となるストックモデル

企業間取引の際に発生する売上債権を中心とした各種債権に対する信用リスク保証サービス事業を手掛ける。保証残高×保証料が売上高となるストック型のビジネスモデルであり、創業以来の増収増益を続けている。信用リスク保証サービス事業が順調に拡大中だ。業績動向を示す重要指標となる信用保証残高は右肩上がりで拡大しており、2012年12月末は前年同期比15%増の1,813億円となった。ここ1~2年強化してきた、低リスク市場（信用力が高い大企業向け）の開拓や販売チャネルの拡大が順調に進んでいるのが主因だ。

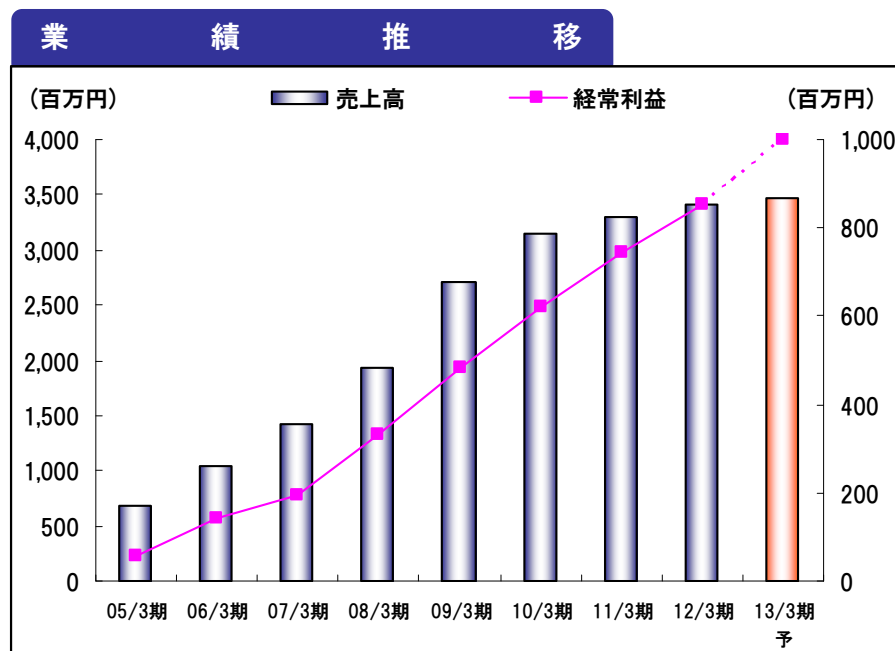
2013年3月期の連結業績は第3四半期（2012年4-12月期）累計までの進捗率から判断すると、営業利益ベースで会社計画を上回る公算が大きく、前期比では2割以上の増益が見込まれる。第3四半期累計までの営業利益の進捗率が83%と過去3期間の平均である75%よりも上回って推移していること、第4四半期（2013年1-3月期）においても市場環境に大きな変化はなく、特段の費用増項目もないためだ。

2014年3月期以降も増収増益基調が続く見通し。金融円滑化法の終了（2013年3月）による倒産件数の動向は流動的要素となるが、信用リスク保証サービスに対する市場認知度がまだ十分ではなく、提携金融機関からの顧客紹介もあって、需要は引き続き旺盛な状況が続くとみられるためだ。また、今後はリスク移転手法の多様化を進めるなかで、高リスクゾーンに関してもファンドへの流動化強化を図り、引受力の拡大を目指していく方針だ。収益性の安定化を図るため、金融機関との連携による売上債権買取りサービスや海外向け輸出債権保証サービスなど周辺サービスの強化も進めていく。同社では経営指標として売上高営業利益率で20%超の水準を一つの目安として収益拡大を進めていく方針で、信用リスクの受託・流動化事業の拡大に必要と判断される場合には、戦略的資本提携やM&Aなどの検討も行っていく。

なお、会社側では3月1日付で1:2の株式分割を実施。期末配当に関しては業績が好調に推移していることから、4期連続での増配（12.5円→17.5円）と株主優待制度の導入（Quoカード1,500円相当分）を発表している。

■Check Point

- ・信用リスクを保証する国内唯一の上場企業として事業を拡大
- ・事業領域の市場の規模は国内で約200兆円とまだまだ膨大
- ・今期予想に対しては利益進捗率83%で会社計画を上回る公算も



■ 会社概要

信用リスクを保証する国内唯一の上場企業として事業を拡大

(1) 会社沿革

現代表取締役社長の江藤公則氏が伊藤忠商事<8001>入社3年目に社内カンパニーの子会社として立ち上げた。当初はインターネット上でのB to Bビジネスにおける売上債権（受取手形、売掛金等）の未回収リスクをヘッジするサービスを目的に事業化したが、当初想定よりも需要が少なかったため、インターネットを介さないリアルな企業間商取引における売上債権の信用リスク保証サービスへと展開していった。

企業間取引における信用リスクを保証するサービスを行う企業は当時国内に無く、米国でも政府発行債や公社債に関する保証サービスがある程度であった。同社は国内において、売上債権の貸倒れリスクをヘッジするサービスを求める需要が必ずあると判断、特に当初はニーズが高いとみられた中小企業の売上債権を対象に事業を拡大していった。

信用リスクを保証するというサービスは今まで無かったため、事業は順調に拡大を続けており、創業来の増収増益が続いている。2007年3月にはジャスダック証券取引所に株式上場を果たし（2012年12月に東証第1部に上場）、2008年には企業の信用リスクに投資するファンドを初めて組成し、自社でも出資を行っている。従来は引き受けた信用リスクに関しては、リスク度に応じて細分化し、全てを金融機関に移転を行っていたが、新たにファンドを組成することで収益機会の多様化並びに引受リスクの拡大も進めている。現在は2本のファンドが連結子会社として運用されているが、いずれもリスク度の低いファンドとなっている。

同社では地方展開において段階的に支店並びに事務所を構えてきたほか、販売チャネルとして地方銀行やリース会社などと販売提携を結ぶことによって、顧客の紹介などを受けながら事業を拡大させてきた。地方銀行にとっては、信用リスクを自社で負うことがないため、同社と提携することによって顧客サービスの向上に繋がるといったメリットが生じることになる。



■会社概要

2012年1月にはフランスの大手信用保険会社であるコファスグループの日本国内におけるファクタリング事業を買収。特に輸出債権の保証に関するノウハウを吸収し、経営基盤の拡大と商品開発力の強化を進めた。また、同年4月には電子記録債権の割引、買取、流動化事業を行う電子債権アクセプタンスをNECキャピタルソリューションと合併で設立した(出資比率34%)。電子記録債権は2008年の電子記録債権法施行後に個別銀行ごとにサービスが行われていたが、2013年2月より「でんさいネット」(注)にて全国的な金融機関で利用可能なサービスが開始されており、今後本格的な利用拡大が見込まれている。

(注) でんさいネット：正式名称は(株)全銀電子債権ネットワーク。2010年6月に電子記録債権の記録・流通を目的に全国銀行協会が100%出資し設立した。電子記録債権のインフラ提供機関となる。電子記録債権とは、売上債権(受取手形、売掛金等)の問題点を克服した新たな金銭債権となる。手形の紛失や二重譲渡などトラブル発生リスクが無くなるほか、電子データでの送受信のみで完結するため、振込料や印紙税などの諸費用が発生しないといったメリットを持つ。

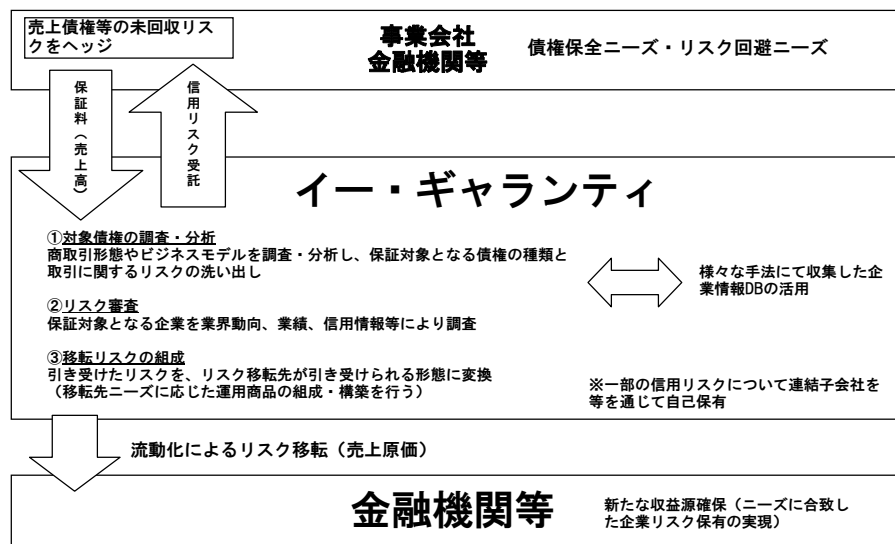
年月	主な沿革
2000年 9月	伊藤忠商事の金融・不動産・保険・物流カンパニーの子会社として、主に電子商取引における決済サービスにおいてファクタリング会社が保有する金融債権の保証を目的として設立
2001年11月	通常取引分野における企業間取引に伴う売上債権を包括的に保証する「包括保証サービス」を事業会社向けに提供開始
2004年 2月	1社からでも個別企業ごとの売上債権を保証する「個別保証サービス」を開始
2004年 8月	ファクタリング会社以外の金融法人向け保証サービスを本格開始
2005年 4月	大阪支店を開設
2006年 5月	東京本社を恵比寿ガーデンプレイスタワーに移転
2007年 3月	ジャスダック証券取引所に株式を上場
2007年 5月	九州支店を開設
2007年12月	名古屋支店を開設
2008年 8月	企業の信用リスクに投資するファンドを初めて組成(クレジット・クリエイション1号匿名組合)
2009年 9月	企業の資金繰りニーズに応える手形買取サービスの取り扱いを開始
2009年11月	企業の信用リスクに投資する2つ目のファンドを組成(クレジット・インベストメント1号匿名組合)
2011年 7月	北海道支店を開設
2011年 8月	岡山オフィス開設
2011年12月	東京証券取引所市場第2部の上場
2012年 1月	フランス系大手信用保険グループの日本における一部事業を買収
2012年 4月	電子記録債権に関する割引買取、ファクタリング及び流動化事業を行う会社、電子債権アクセプタンスをNECキャピタルソリューションと合併で設立
2012年12月	東京証券取引所市場第1部の上場

ストック型の安定成長で保証残高の拡大が成長の鍵

(2) 事業概要

同社の事業は企業間取引に際に発生する売上債権等の信用リスクを保証するサービスを主に手掛けている。以下に事業の流れを説明する。

同社の事業の流れ



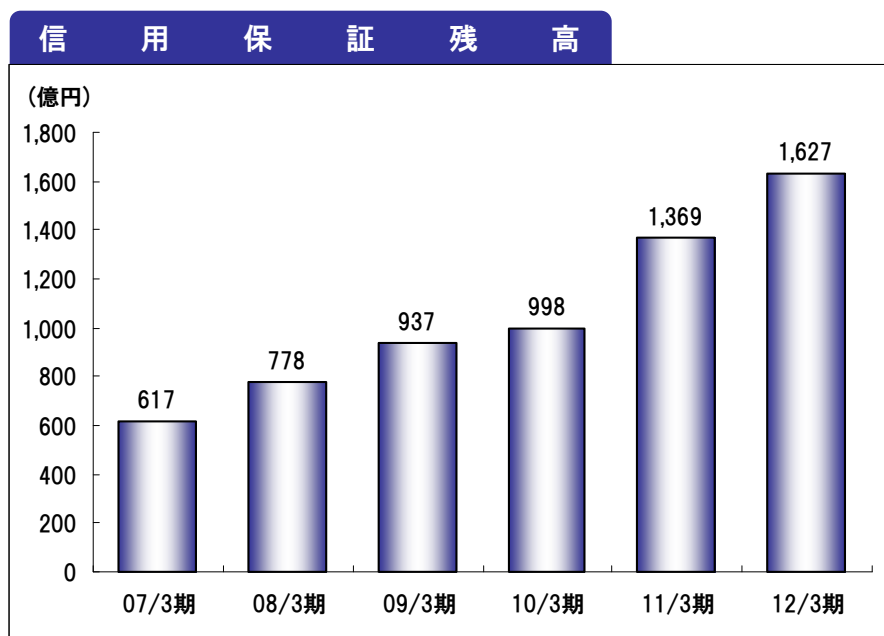
注) 有価証券報告書よりフィスコ作成



■会社概要

まず、同社は事業会社や金融機関などの企業間取引で発生した売上債権等に関する未回収リスクを「保証」という形で事業会社または金融機関などから受託契約し、債務不履行が発生した場合には契約時に定められた保証額を契約企業に支払う格好となる。契約企業にとっては売上債権等の未回収リスクを一定の保証料を支払うことにより、最小限に抑えることができるといったリスクヘッジ機能を果たすこととなる。契約は大半が1年間毎となっており、原則として全額前払いとなるが、同社ではこれを12分割して毎月計上しているため季節変動による売上高の振れはない。

売上高は「保証残高×保証率」で決まるため、ストック型のビジネスモデルとなる。保証率に関しては短期で大きく変動しないことから、保証残高をいかに積み上げていくことができるかが、売上成長の鍵を握ることになる。2012年3月期末の保証残高は1,627億円と順調に拡大しており、保証残高の積み上げが収益拡大に繋がっているとみることができる。



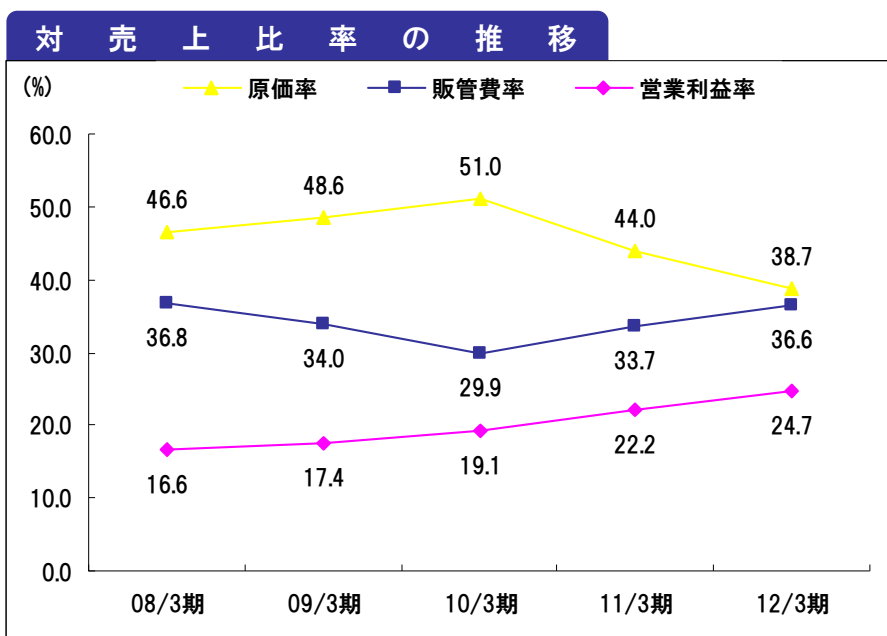
一方、保証率に関しては個々の契約ごとに異なっている。それぞれのケースで未回収リスクや保証額が違うためだ。実際には契約対象となる債権の調査・分析を行い、保証対象となる企業の業績動向や信用調査などリスク審査も行ったうえで保証率を決めている。また、保証率に関しては毎月見直し作業も行っている。日々発表される経済指標や企業倒産件数の動向、過去の経験則に基づいた未回収リスクの発生確率など様々なデータを参考にし、最新の経済情勢に合わせたものを算出している。企業の倒産件数が増加傾向にあるときは、信用リスクも高まるため、保証率も上昇する傾向にある。保証率に関しては業界内での決まりがなく自由に設定できるものの、リスクヘッジに見合った保証率でないと契約に結び付かないため、ユーザーニーズと合致した範囲内で決められることになる。

引き受けた信用リスクに関しては、リスク度合いに応じて細分化し、金融機関やファンド等のニーズに適應した金融リスク商品としてポートフォリオを再組成して移転（流動化）している。低リスクの金融商品に関しては保険会社など安定性を選好する運用先が、高リスクの金融商品に関してはパフォーマンス選好型のファンドなどが主な移転先となってくる。信用リスクの移転に伴って発生する支払保証料や支払手数料などが売上原価の大半を占めることになる。



■会社概要

このため、同社が顧客と契約する保証率と同社が移転先に支払う保証率のギャップが原価率の変動要因となる。同社では2008年より子会社でもこうしたリスク商品の受託を行っているほか、移転手法の多様化、高度化を進めることによって原価率の低減を進めている。ちなみに、子会社のファンドのリスク規模は2012年3月期の信用保証残高ベースで約9%の水準となっており、内容的には低リスク商品のものを扱っている。子会社としてファンドを組成することにより、支払保証料の社外流出を抑えることができるといったメリットも生じる。



顧客数は数千社規模で対象先の保証先企業は数万社

(3) 商品別売上高

同社の事業は契約先及び契約の種類によって、グラフの通り4分類に分けて公表されている。事業法人向けでは包括保証と個別保証に分けられる。包括保証とは、顧客の取引先について、「売上順位」や「取引条件」等の基準でグルーピングした10社程度以上の取引先の信用リスクを一括して包括的に引き受ける契約となる。多数の取引先の信用リスクを受託することでリスク分散が図られ、取引先個社単位で保証を行うよりも保証コストが大きく抑えられるメリットがある。また、包括的な保証契約を結ぶことで、顧客にとっては取引先への与信管理業務を軽減することにも繋がる。

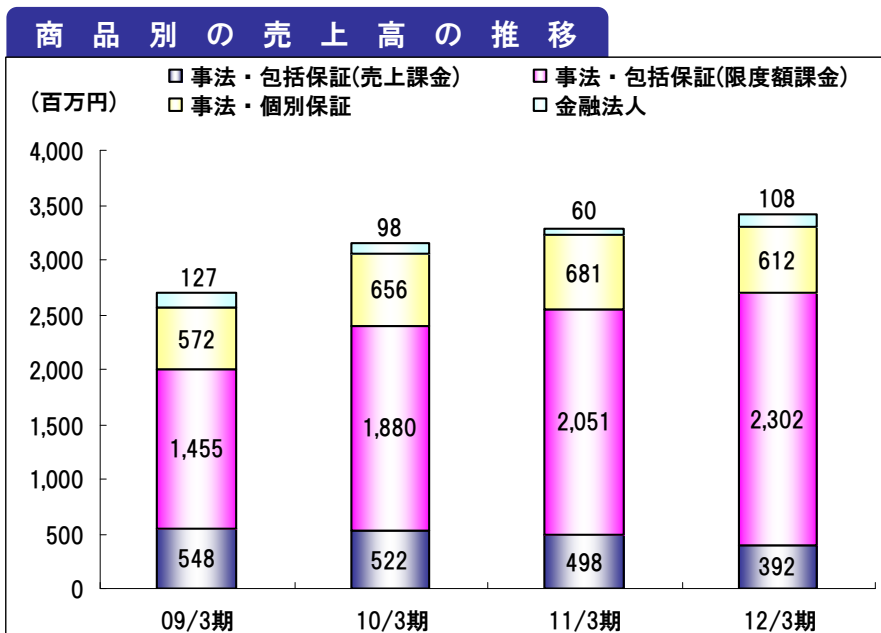
包括保証のうち売上課金方式とは、取引先の毎月の売上高実績に対して、取引先ごとに設定した保証料率にて課金を行うもので、季節によって繁閑の差が大きい企業の保証に適している。一方、限度額課金方式は実際の取引金額と関係なく、あらかじめ設定した保証限度額に対して、年率で保証料の課金を行うもの。現在は同契約が主流となっており、2012年3月期の売上高構成比では67%の水準となっている。



■会社概要

個別保証契約とは顧客が希望する取引先について1社単位で信用リスクを受託する契約のことで、限度額課金方式のみとなる。金融法人向け保証サービスとは、金融機関等の保有する各種債権における信用リスクを受託するサービスとなる。同サービスには、金融機関自らが行う信用保証業務を再保証する信用リスク受託業務のほか、債権流動化等の各種金融サービスを提供する際に発生する立替払い債権やその他金融債権の信用リスク受託もしている。

現在、同社の顧客数は数千社規模となっており、対象となる保証先企業でみれば数万社となっている。



なお、同社の筆頭株主である伊藤忠商事<8001>（出資比率25.3%）グループ向けの売上高は、2012年3月期実績で7.8%となっており、直近5期間でも6~8%の間での推移となっており、依存度は低いと言える。また、第3位株主である帝国データバンク（出資比率7.1%）とは特に営業上の取引関係はなく、設立時の出資者として残っている。ただ、同社の創業時には企業情報におけるデータマイニングの方法などの指導を受けており、現在のリスク審査などに役立っている。

中小企業を多く顧客として持つ地方銀行43行と業務提携を締結

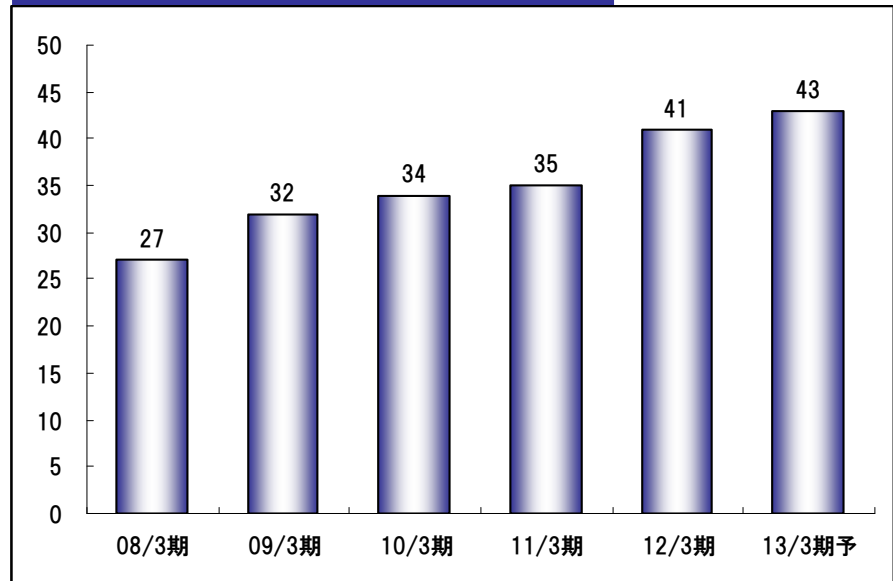
(4) 営業体制

同社は全国展開するにあたって、東京本社のほか大阪、福岡、愛知、北海道、岡山に支店または事務所を開設してきた。自社の営業拠点としては当面、今の体制を維持していく計画だ。一方、顧客開拓のため地方銀行やリース会社などその他金融会社、商社なども業務提携を結んでおり、こうした提携企業から新規顧客の紹介を受けることも多い。とりわけ、地方の中小企業を多く顧客として持つ地方銀行43行と業務提携を結んだことで、ほぼ全国の主要エリアはカバーできたとみており、日本国内においては顧客開拓のための販売チャネルは確立されたと言える。



■会社概要

地方銀行との業務提携数の推移



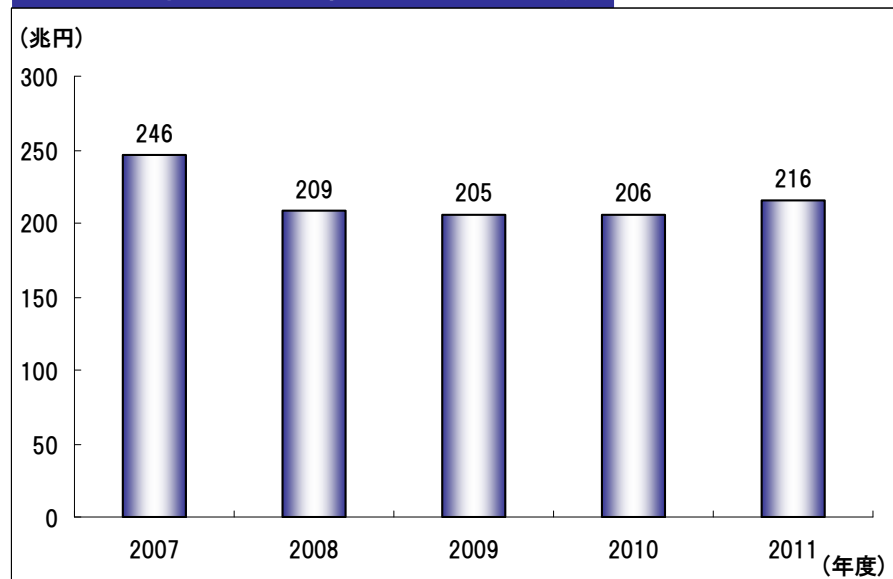
事業領域の市場の規模は国内で約200兆円とまだまだ膨大

(5) 市場規模と競合状況

同社が主にサービスを展開する売上債権の市場規模は国内で約200兆円の規模となっており、ここ数年はデフレ経済下で横ばいの水準が続いている。こうした企業の売上債権がすべて信用リスク保証のサービスが必要となるわけではないが、市場としてはまだまだ膨大と言えよう。

また、競合先として同社のように事業会社の売上債権に関する信用リスク保証を専門で手掛けている企業は殆ど無く、かつて大手商社の子会社が一部で行っていたに過ぎない。売上債権に関する信用リスク保証サービスで先駆者となった同社であるが、まだ市場は成長局面が続いている段階であり、信用受託のリスク管理ノウハウやポートフォリオの組成ノウハウなど、まだまだ同業他社が追い付くには時間がかかるとみられ、当面は市場が拡大する中で、先行者利益を享受できる可能性が高いと言える。

全産業売上債権の推移

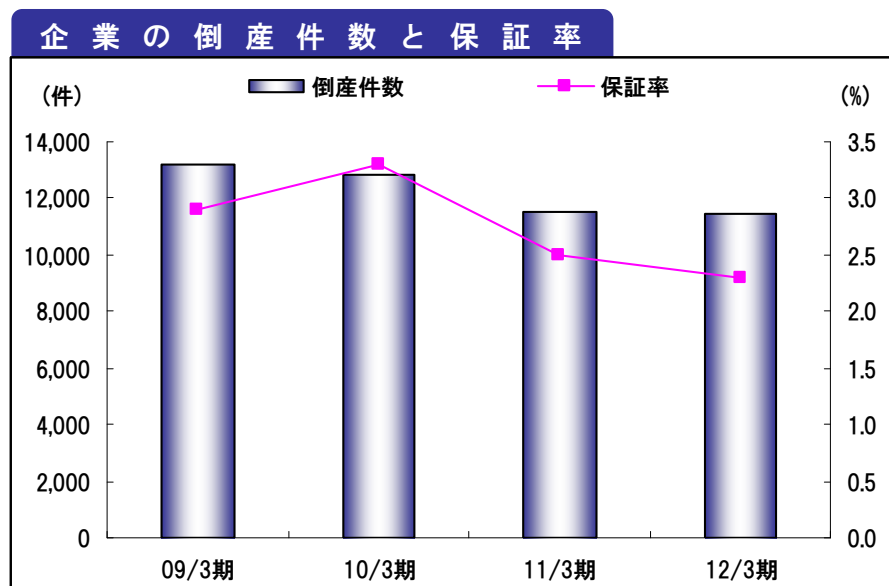


出所：財務省「法人企業統計」

■会社概要

なお、保証率に影響する企業の倒産件数の動向に関しては、グラフの通り最近では減少傾向にある。ただ、これは2009年12月に施行された中小企業金融円滑化法など各種支援策の効果も含まれているものと考えられる。金融円滑化法に関しては今3月に期限が到来するため、これまで金利減免措置を受けていた中小企業の倒産が増加する可能性はある。

倒産件数の増加により保証率が上昇すれば単純に売上高の増加要因となり契約件数も伸びる可能性があるが、一方で支払い保証額が増加する可能性もあり、現段階ではどちらに作用するのか流動的と言える。ちなみに、同社の過去の平均保証率をみると、リーマン・ショックの年（2008年度）とその翌年度においては保証率が上昇している。同期間の売上高成長率をみると、2009年3月期は前期比40.0%増、2010年3月期は同16.8%増とそれぞれ2ケタ増収を記録している。また、営業利益も2009年3月期は46.9%増、2010年3月期は同28.3%増となっており、保証料率の上昇はプラスに影響したと言える。



出所：倒産件数は帝国データバンク、保証率＝売上高÷(期首-期末)平均保証算高で算出

■業績動向

3Qでは信用保証額残高が順調に積み上がり増収大幅増益

(1) 2013年3月期の第3四半期累計業績

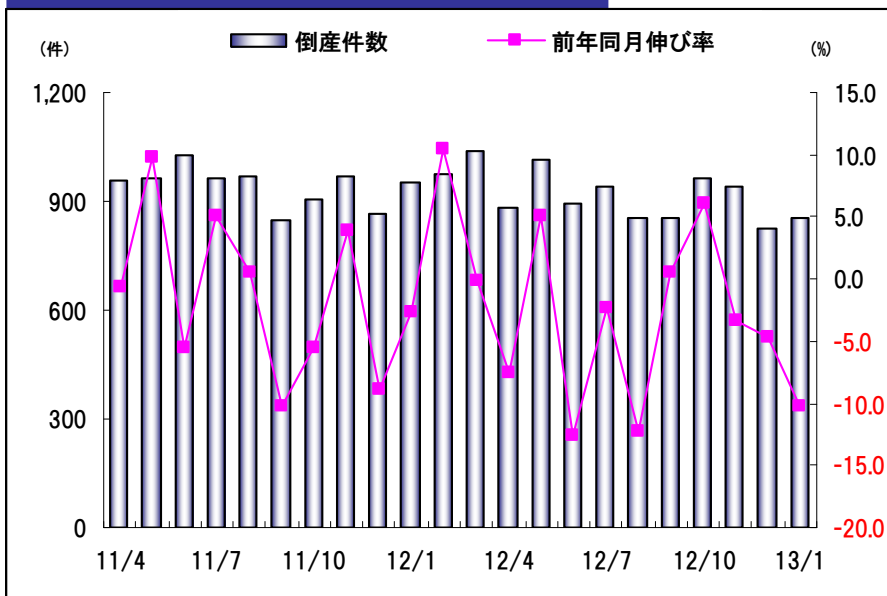
1月30日付で発表された2013年3月期の第3四半期（2012年4-12月期）累計業績は、売上高が前年同期比5.9%増の2,703百万円、営業利益が同27.2%増の813百万円、経常利益が同27.5%増の825百万円、四半期純利益が同35.9%増の453百万円となった。

企業の倒産件数は引き続き減少傾向が続く中で、今後の倒産件数の増加なども見込んで大企業からの低リスク引受けを強化していることに加え、販路拡大による地方での新規顧客開拓などで信用保証額残高が順調に積み上がっていることが背景だ。2012年12月末段階の信用保証残高は前年同月比15%増の1,813億円と右肩上がりでも拡大している。商品別売上高では事業法人向け保証サービスが前年同期比5.9%増の2,615百万円、金融法人向け保証サービスが同4.2%増の87百万円とそれぞれ堅調に推移した。また、収益性に関しては、リスクに見合った価格設定を可能とするための流動化手法の多様化、高度化を進めた結果、原価率の改善が進み、営業利益率で30.1%と前年同期比5.1ポイントの上昇をみせている。

■業績動向

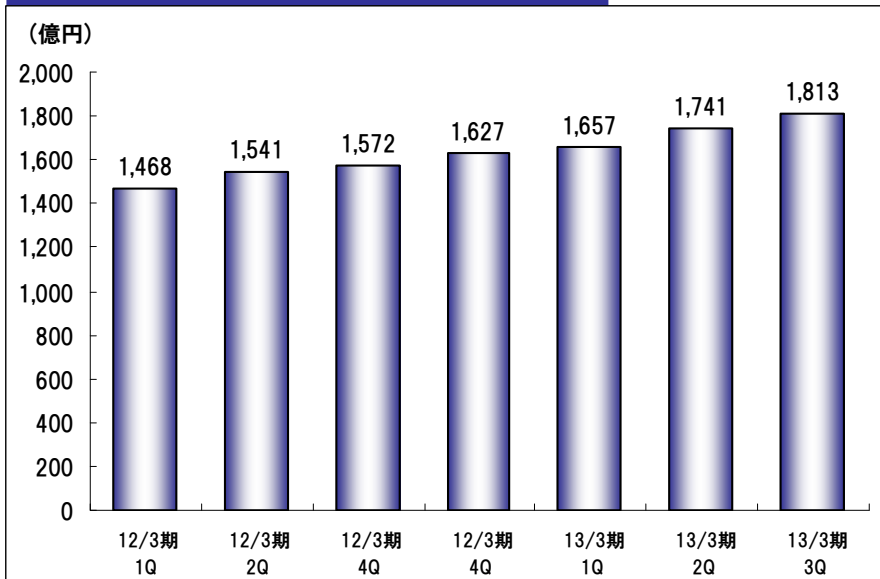
同社では新規顧客開拓のための施策として販売提携先からの出向を受け入れているが、同施策の効果も予想以上にでてきているようだ。現在2行からの出向を受け入れているが、顧客紹介件数など効果は大きいという。同社では今後も提携先との人事交流を進めることで新規顧客の開拓を加速していく方針だが、リスク審査など内部処理にかかる能力的な問題もあり、一気に受入先を拡大することは考えていない。足元も旺盛な需要が続いているため、リスク審査など能力面で限界があるためだ。同社では人材などの能力拡大を着実に進めていく計画で、今年7月には既存の本社オフィスも能力拡張を背景に移転する予定となっている。なお、人員の増強計画については現在100名程度の人員を、年間10~20名ペースで新卒を採用し拡大していく方針だ。

月次倒産件数の推移



出所：倒産件数は帝国データバンク、保証率=売上高÷(期首-期末)平均保証算高で算出

信用保証残高の推移



出所：有価証券報告書



■業績動向

損益計算書

(単位：百万円、%)

	12/3期 3Q累計	13/3期 3Q累計	伸び率	増減要因
売上高	2,553	2,703	5.9	信用保証残高の拡大により増収継続
売上原価	987	946	-	リスク移転手法の多様化、高度化で原価率低下
(対売上比)	38.7	35.0	-	
販管費	927	943	-	人件費増加を増収効果で吸収し販管費は低下
(対売上比)	36.3	34.9	-	
営業利益	639	813	27.2	利益率は30%台まで上昇
(対売上比)	25.0	30.1	-	
経常利益	647	825	27.5	
(対売上比)	25.4	30.5	-	
当期利益	333	453	35.9	実効税率の低下により増益率拡大
(対売上比)	13.1	16.8	-	

今期予想に対しては利益進捗率83%で会社計画を上回る公算も

(2) 2013年3月期見通し

2013年3月期の会社側連結業績見通しは、売上高が前期比6.5%増の3,640百万円、営業利益が同16.3%増の980百万円、経常利益が同17.0%増の1,000百万円、当期純利益が同13.1%増の530百万円となっている。

ただ、会社側の業績見通しは期初計画を据え置いたままとなっており、第3四半期（2012年4-12月期）累計までの業績を考慮すれば、利益ベースでは計画を上回る公算が大きい。第3四半期累計業績の通期計画に対する進捗率は売上高が74.3%、営業利益が83.0%となっており、これに対して直近3期間における第3四半期累計業績の平均進捗率は売上高が74.4%、営業利益が75.5%となっている。

前述したように、季節変動要因は殆どないこと、第4四半期に入ってから市場環境並びに同社の保証残高の増加ペースに変化はみられないことから、売上高はほぼ会社計画通りの着地が予想され、営業利益は計画比で数千万円程度の上積みが可能であろう。

なお、会社側では3月1日付で1:2の株式分割を実施している。期末配当に関しては業績が好調に推移していることから、4期連続での増配（12.5円→17.5円）を発表している。

■業績動向

財務状況は安全性、収益性ともに良好

(3) 財務状況

同社の財務状況は表の通り、安全性、収益性ともに良好な状況にあると言える。2013年3月期の第3四半期末の財務状況でみれば、総資産は前期末比で894百万円増加している。この内訳としては保証残高の拡大に伴う前払い費用の増加(+409百万円)と投資有価証券の増加(+330百万円)が主となっており、事業規模及び利益の拡大に伴う増加と言える。

一方、負債側では有利子負債が296百万円計上されたのが大きな変化となっている。これは「従業員持株会支援信託ESOP」の契約を目的とした長期借入金となっている。D/Eレシオでみると10%以下の水準であり、問題の無い水準と言える。これに対応する格好で自己株式が284百万円増加している(減産項目)。また、10月末に子会社の「クレジット・リンク・ファンド1号匿名組合(旧クレジット・クリエイション1号匿名組合)」で追加出資を行ったことで、少数株主持分が451百万円増加した。

貸借対照表

(単位:百万円、%)

	11/3期	12/3期	13/3期 3Q	増減要因
流動資産	4,778	5,874	6,506	保証残高の拡大による前払費用の増加(+409百万円)
(現預金)	4,293	4,617	4,742	
固定資産	782	757	1,018	投資有価証券の増加(+330百万円)
総資産	5,561	6,631	7,525	
流動負債	2,385	2,282	2,409	「従業員持株会支援信託ESOP」の契約に伴う借入金
(前受金)	1,795	1,833	1,829	
固定負債	63	65	312	
(有利子負債)	0	0	296	
負債合計	2,449	2,348	2,721	
株主資本	2,540	3,667	3,738	利益増による
資本金	1,048	1,418	1,432	
資本準備金	458	828	842	
利益準備金	1,033	1,421	1,748	
自己株式	0	-0	-284	「従業員持株会支援信託ESOP」の取得による
有価証券評価				
少数株主持分+新株予約権	571	615	1,065	追加出資で少数株主持分が増加(+451百万円)
純資産合計	3,112	4,283	4,804	
負債純資産合計	5,561	6,631	7,525	
(安全性)				
流動比率	200.3%	257.4%	270.1%	
自己資本比率	45.7%	55.3%	49.7%	
D/Eレシオ	-	-	7.9%	
(収益性)				
ROA	14.3%	14.0%	-	
ROE	18.2%	15.1%	-	
売上高営業利益率	22.2%	24.7%	30.1%	

■成長戦略

成長段階の市場で今後も拡大トレンドが続く可能性

前述したように、同社が展開している企業の信用リスク保証サービスは、まだ市場が立ち上がって10年余りで成長段階にあると言え、そのなかで「販売網の拡大」「保証対象債権の拡大・多様化」「専門性の向上及びマーケティング機能の強化」を経営戦略として掲げ（表参照）、同分野において確固たる地位を築き上げてきた。現在の市場環境からすれば、当面は同社の業績も成長トレンドが続く可能性が高いと言えよう。以下、同社の今後の成長戦略についてまとめてみた。

経営戦略

<p><販売網の拡大></p> <ul style="list-style-type: none"> ・地域金融機関や有力企業と販売面で相互メリットのある提携を進め、全国的な販売網を構築し、販売力強化を目指す。 ・大手金融機関との提携関係を強化し、提携先金融機関のブランドによる保証サービスの拡大を目指す。
<p><保証対象債権の拡大・多様化></p> <ul style="list-style-type: none"> ・事業会社向けには売上債権の保証だけでなく、顧客ごとに料率をセグメント化するなど柔軟な信用リスクの受託を行うほか、高額リスク、長期リスク、債権債務以外のリスク等の引き受けに対応することで、保証対象債権の拡大・多様化を目指す。 ・金融機関向けには、新BIS規制やIFRS対応等を見据えた信用リスクエスクロージャーの最適化や債券流動化に関するリスクの引受け、また金融機関等が保証事業を行う際の再保証など、様々な形で信用リスク受託に取り組んでいく。 ・信用リスクの受託、流動化事業の拡大に必要と判断される場合には、戦略的資本提携やM&Aの機会も探り、一層の事業拡大を進めていく。
<p><専門性の向上及びマーケット機能の強化></p> <ul style="list-style-type: none"> ・従来の金融機関には引受け難い複雑で多様な信用リスクの受託、流動化に特化した企業を目指す。そのため、信用リスクの引受、分析、審査、流動化というビジネスプロセスの洗練に取り組み、その基盤となる審査力を強化しリスク分析能力を高めて行く。また、ノウハウの蓄積や専門性の高い社員の育成を通じて、高度なリスク分析力に基づいたリスクコントロールが可能となる体制を構築し、リスクの引受の拡大を図っていく。 ・過去の保証実績によるトラックレコード及び債権分析機能に基づいて集めたリスクを、金融機関等のニーズにあった形に変換した上で新たなリスク商品として組成し、引受けた信用リスクをより多くの金融機関に分散して流動化することでマーケット機能の強化を図っていく。 ・専業であること及びリスク移転の経験を活かして、債権保証に関する新分野のビジネスリスクに対し積極的に取組み、顧客の多様な債権及び商取引に関する保証ニーズにマッチする商品を開発し、対応していく。 ・経済発展の著しいアジアマーケットで企業間取引に対する与信機能を提供できるよう、海外金融機関等との提携を進め、グローバルな視点から審査データベースを構築し、海外の信用リスクを積極的に引き受けたいこと目指していく。

出所：HPよりフィスコ作成

流動化手法の多様化などでリスク引受力の拡大に注力

(1) リスク引受力の拡大

成長の源泉となる信用保証残高を積み上げるため、リスク引受力の拡大に注力していく。具体的には流動化手法の多様化とファンドへの流動化強化並びに流動化契約の長期化を進めていく。流動化手法に関しては、前述したように保証対象債権をリスクレベルに応じて細分化し、保証率が1%程度の低リスク商品、2%前後の中リスク商品、4~5%の高リスク商品に分類し、保険会社やノンバンク、ファンド等それぞれの運用機関のニーズに合致した商品の提供を継続していく。

リスク引受能力拡大のイメージ

リスク引受力の拡大

- リスクに見合う価格設定のための流動化手法の多様化（保険会社、ノンバンク、ファンド等）。
- 多様なリスク引受け実現のためにファンドへの流動化強化を図り、ハイリスクゾーン引受余力拡大。
- 長期での信用リスク引受けのための流動化契約の長期化。



出所：会社説明会資料

保証率に関しては、リスクを細分化し再組成すること、また保証額の規模を拡大することによって低価格化が可能となる。保証率を引き下げることによって新規契約が増加し、信用保証残高が更に拡大していくといった好循環が生まれることになる。同社では低リスク、中リスク、高リスクそれぞれのレンジで収益を拡大していく戦略だ。

なお、同社の子会社として運用しているファンド2本のうち1本を「クレジット・リンク・ファンド1号匿名組合」として規模を拡大しリニューアルしている。同社からの追加出資金600百万円を含め、2012年10月末に1,200百万円の追加出資を行い、預り金の規模を400百万円から1,600百万円に引き上げたことで、引受余力を拡大している。子会社のファンドでは低リスクの商品を扱っているが、これに加えて保険等を活用して、一定の利回りを下回らないようなリスクヘッジをし、最大損害額のコントロールを行っている。同社では引受力の拡大を進めることで、信用保証残高を当面、年率2桁のペースで拡大していく方針だ。

海外向け輸出債権保証は2～3年後を目途に収益化へ

(2) 海外向け輸出債権保証の強化

海外向け輸出債権の保証サービスの分野に関しても、今後強化していく方針だ。そのために、輸出債権保証業務のノウハウを持つフランス系大手信用保険グループのコファス・ジャパン・ファイナンスを2012年1月に買収した。

輸出債権の保証サービスに関しては、NEXI（独立行政法人 日本貿易保険）がサービスを行っているが、保証額の大きいサービスが中心となっている。中小企業に関しては、実際の取引として商社を介するケースが多く、信用保証サービスに関しては殆ど普及していないのが実態となっている。

同社ではニーズの強い韓国、台湾、中国などアジアを中心に海外金融機関とリスク流動化スキームに関する交渉を行っている段階だ。リスク移転先の保証率に関してはトラックレコードがないため、現時点では移転先である海外の金融機関が主導権を握っているが、今後契約件数が拡大しトラックレコードが積み重なってくれば、保証率の引き下げ交渉を進めることが可能となる。同社では当初は中小企業向けを中心に小規模な保証からスタートし、2～3年後を目途に収益化を実現していく計画だ。

資金調達環境の変化を予想し手形・債権買取サービスを強化

(3) 信用保証関連サービスの強化

現在の売上高の殆どは売上債権にかかる信用リスク保証サービスで占められており、収益の安定性という観点からみれば、その他のサービスも収益化していく必要があり、今後の同社の経営課題ともなっている。そこで、当社では金融機関等と連携して関連する周辺サービスを強化していく計画を立てている。

具体的には、「手形・債権買取サービス」「金融機関向け再保証サービス」「電子記録債権買取サービス」などが挙げられる。「手形・債権買取サービス」は、金融円滑化法期限の到来により、中小企業の資金調達環境の変化が予想され、売上債権の買取ニーズも増加すると予想されている。当社ではこうしたニーズに応えるため、保証対象先となる取引先が振出す手形等を、同社の提携先金融機関でいつでも一定の金利で割引可能とするサービスのことを言う。

「金融機関向け再保証サービス」とはファクタリング会社（注）やリース会社等が、同社の信用リスク分析を通じて企業に対する信用リスク保証を行い、当社が当該金融機関と再保証契約を行うというもの。いわゆる信用リスク保証サービスのOEM版となる。

「電子記録債権買取等サービス」は2012年4月に当社とNECキャピタルソリューションとの合併で設立した電子債権アクセプタンスで展開する。電子記録債権に関する割引買取、ファクタリング及び流動化事業を行う持分適用会社となる。

「電子記録債権」に関する取引は2008年の法律施行後、大手都銀などが個別に取り扱いをスタートさせていたが、2013年2月に「でんさいネット（全銀電子債権ネットワーク）」にて全国規模でのサービスが開始されたことで、本格的に市場が立ち上がるとみられている。全国銀行協会の100%子会社が運営するサービスとなっており、大手都銀から信用組合に至るまで全銀協に加盟する全ての金融機関での取引が可能となり、利便性が格段に上がるためだ。

これら周辺サービスの強化によって、同社の収益は安定基盤を固めながら成長を続けていく戦略となる。

なお、信用リスクの受託、流動化事業の拡大に必要と判断される場合には、戦略的資本提携やM&Aの機会も探り、一層の事業拡大を進めていく意向だ。具体的な中期経営目標は公表していないが、2007年の株式上場時に10年後に経常利益5,000百万円を達成したいと語っており、同数値が当面の経営目標となろう。

（注）ファクタリング会社：売上債権を債権者から割り引いて買い取り、債務者からその債権の回収を行うことで利鞘を得る金融サービス会社を指す。銀行やノンバンク系の会社が多い。

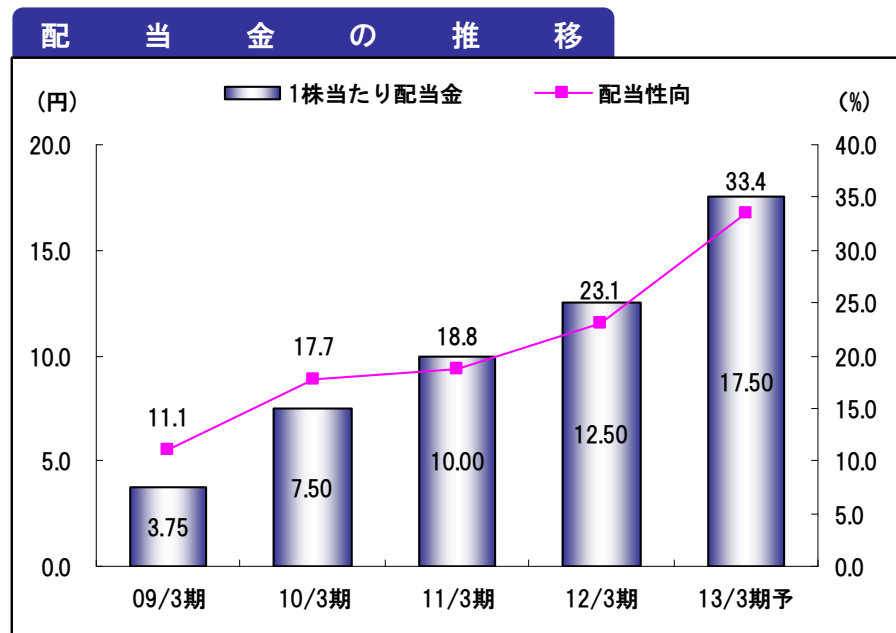
■株主還元策とリスク要因

4期連続増配を実施で配当政策にも注目

(1) 株主還元策

同社の配当政策は、財務体質の強化と積極的な事業展開に必要な内部留保の充実を勘案しながら、業績に応じた配当政策を実施することを基本方針としている。過去においてみると2009年3月期に配当金を実施してから2013年3月期の見込みまで連続して増配を続けている。業績の拡大に連動して増配を続けている格好となっていることから、2014年3月期以降に関しても、大きな投資案件などが出てこなければ業績見合いで増配が続く可能性が高いと弊社ではみている。

また、同社では株主数の拡大と長期安定保有を目的に、株主優待制度も2013年3月期から導入している。具体的には3月末現在で100株以上を保有する株主につき、一律でQuoカード(1,500円相当分)を贈呈するというもの。3月19日現在の株価(1,239円)を基準とした1単元保有の株主の総利回りは2.6%となる。



注) 過去の配当金は株式分割を考慮した数値で表記

■株主還元策とリスク要因

リスク要因はあるものの成長市場での事業拡大を見込む

(2) リスク要因

最後に同社の業績におけるリスク要因について触れておく。リスク要因となる主なものとしては以下の点が挙げられ、これらが顕在化した場合は収益性が悪化する可能性がある。

- ・景気の急速な悪化による企業倒産件数の拡大により、想定を超える保証履行が発生した場合、リスクの移転コスト上昇により、収益性が低下する可能性
- ・景気悪化時における保証率の引き上げによって、新規契約件数が減少し契約更新率が低下することで保証残高が減少する可能性
- ・新規参入企業が増えることによって競争が激化し、市場シェアが低下する可能性
- ・現在、信用リスク保証サービスに関しては、「保険業法」や「金融商品取引法」などの法的規制の対象となっておらず、今後法的規制が制定されれば、ビジネスモデルの変更が必要となってくる可能性

損益計算書

(単位：百万円、%)

	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期予
売上高	2,703	3,156	3,291	3,416	3,640
(対前期比)	40.0	16.8	4.3	3.8	6.5
売上原価	1,313	1,609	1,448	1,321	-
(対売上比)	48.6	51.0	44.0	38.7	-
販管費	918	943	1,110	1,251	-
(対売上比)	34.0	29.9	33.7	36.6	-
営業利益	470	603	732	842	980
(対前期比)	46.8	28.2	21.2	15.1	16.3
(対売上比)	17.4	19.1	22.2	24.7	26.9
経常利益	482	619	744	854	1,000
(対前期比)	45.9	28.2	20.2	14.8	17.0
(対売上比)	17.9	19.6	22.6	25.0	27.5
特別利益	0	0	0	31	0
特別損失	2	0	1	0	31
税引前利益	479	619	743	885	969
(対前期比)	45.0	29.0	20.0	19.2	9.4
(対売上比)	17.8	19.6	22.6	25.9	26.6
法人税等	214	272	303	358	386
(実効税率)	44.7	43.9	40.8	40.5	39.8
少数株主利益	-7	4	10	58	53
当期利益	272	342	429	468	530
(対前期比)	47.0	25.8	25.3	9.2	13.1
(対売上比)	10.1	10.8	13.0	13.7	14.6
発行済株式数(千株)	8,080	8,080	8,080	10,096	10,153
1株当たり利益(円)	33.7	42.3	53.1	46.4	52.2
1株当たり配当(円)	3.75	7.50	10.00	12.50	17.50

注) 2013年3月1日に1:2の株式分割を実施。過去の1株当たりの経営指標は分割後の数値に修正している。

ディスクレマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社大阪証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ