COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

企業調査レポート

日本アジア投資

8518 東証 1 部

企業情報はこちら >>>

2019 年 12 月 17 日（火）

執筆：客員アナリスト
柴田郁夫
FISCO Ltd. Analyst **Ikuo Shibata**

FISCO
FISCO Ltd.
http://www.fisco.co.jp

目次

■要約 01
1. 会社概要 01
2. 中期経営計画 01
3. 2020 年 3 月期上期決算の概要 01
4. 2020 年 3 月期の業績見通し 02
■会社概要 03
1. 事業概要 03
2. 沿革 07
3. 企業特徴 07
■決算動向 09
1. 業績を見るためのポイント 09
2. 過去の業績推移 09
3. 2020 年 3 月期上期決算の概要 13
■活動実績 16
1. PE 投資事業 16
2. プロジェクト投資事業 17
■業績見通し 18
■中期経営計画 19
1. 各事業の方向性 19
2. 財務的な目標 20
■株主還元 21

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

要約

2020 年 3 月期上期業績（ファンド連結基準）は増収により損失幅は縮小。通期業績（従来連結基準）については第 4 四半期での株式売却等により、大幅な営業増益を見込む

1. 会社概要

日本アジア投資 <8518> は、日本とアジアにまたがる独立系の総合投資会社として、プライベートエクイティ投資（以下、PE 投資）や再生可能エネルギー等のプロジェクト投資を手掛けている。1981 年に（公社）経済同友会を母体として設立され、豊富な投資経験とブランド、ネットワーク、人材、事業パートナーなどの事業基盤に強みがある。革新的な技術やビジネスモデルを持ち、高い成長力を有するベンチャー企業及び中堅・中小企業等への投資や成長支援を通じて、日本とアジアの両地域における産業活性化や経済連携の拡大などに貢献をしてきた。同社グループが管理運用等を行っているファンド運用残高は 15,948 百万円（10 ファンド）、同社グループの自己資金及び運用ファンドによる投資残高は 14,678 百万円となっている（2019 年 9 月末現在）。PE 投資事業については、VC 業界を取り巻く環境が変化するなかで、新たなファンド設立に苦戦しており、ファンド運用残高の縮小とともに、投資残高も減少傾向にある。ただ、足元ではプロジェクト投資が順調に積み上がってきたほか、プロジェクト投資のパートナー企業への戦略投資（PE 投資）でも成果を上げている。

2. 中期経営計画

同社は、2019 年 3 月期より 3 ヶ年の中期経営計画を推進中である。環境変化への対応や課題解決に向けて、投資方針（本体投資分）の抜本的な見直しを行い、収益拡大に向けた足掛かりを築く内容となっている。特に、ファンドでの投資は、現状のファンドの投資方針を継続する一方、本体投資は、取り組むべき事業テーマを明確に持ち、そのテーマを軸に「企業への投資」（PE 投資）と「事業への投資」（プロジェクト投資）を組み合わせる戦略的投資を推進する方針である。すなわち、今後は事業テーマに基づくプロジェクト投資（再生可能エネルギーのほか、スマートアグリやヘルスケア）の積み上げにより、安定収益の確保と財務バランスの強化を図るとともに、PE 投資（本体投資分）についても、事業テーマに関連するパートナー企業への戦略投資にシフトする方向性と言える。

3. 2020 年 3 月期上期決算の概要

2020 年 3 月期上期の業績（ファンド連結基準）※は、営業収益が前年同期比 13.8% 増の 1,353 百万円、営業損失が 216 百万円（前年同期は 390 百万円の損失）となった。

※ 同社は 2007 年 3 月期より、「投資事業組合に対する支配力基準及び影響力基準の適用に関する実務上の取扱い」を適用し、同社グループが管理運用する投資事業組合等を連結範囲に加えるファンド連結基準に移行している。ただ、ファンド連結基準は同社以外の外部出資者の持分が含まれていることやファンドごとの財務方針が反映されるところに注意する必要がある。同社では、投資家からの要望に応じて従来連結基準も同時に開示しているが、弊社でも、より実態を示しているとの判断から従来連結基準による分析を行っている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

従来連結基準では、営業収益が前年同期比 3.5% 減の 691 百万円、営業損失が 421 百万円（前年同期は 465 百万円の損失）と減収ながら損失幅は縮小した（損失となったのは、前期同様、下期偏重の利益計画によるもの）。プロジェクト投資事業はプロジェクト資産の売却がなかったことで減収減益となったが想定内である。一方、PE 投資事業については、予定していた株式売却の後ろ倒しが利益の下振れ要因となったものの、国内上場株式や海外未上場株式の売却により増収を確保するとともに、評価損の減少が大幅な損益改善につながった。また、中期経営計画の進捗についても、パートナー企業への戦略投資の実行に加え、植物工場（第 1 号案件）の販路開拓やアジアネットワークの強化などで成果を残した。

4. 2020 年 3 月期の業績見通し

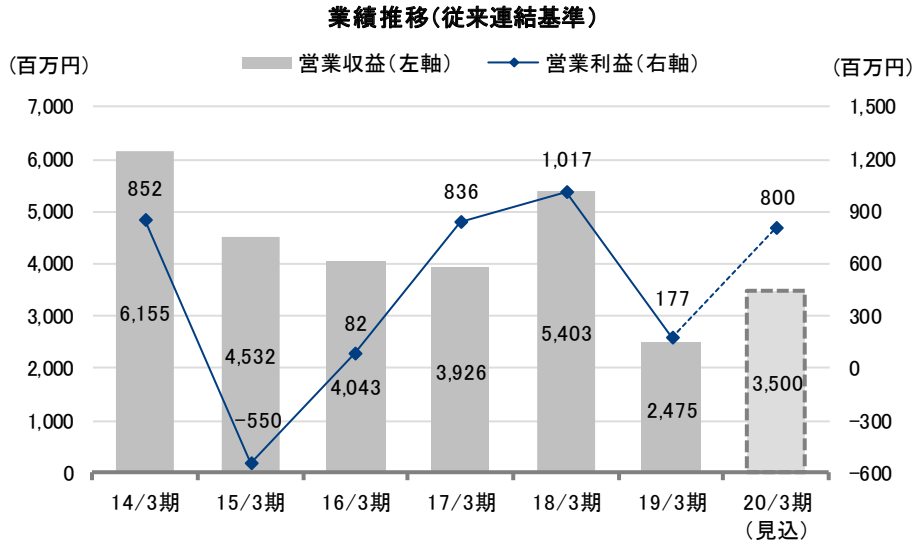
同社は、業績予想（ファンド連結基準）について、株式市場等の変動要因による影響が極めて大きく、合理的な業績予想が困難である事業特性であることから公表を行っていない。ただ、2020 年 3 月期については、ある一定の前提を元に策定した「従来連結基準による見込値」を参考情報として開示している。

同社の「従来連結基準による見込値」によれば、営業収益を前期比 41.4% 増の 3,500 百万円、営業利益を同 350.9% 増の 800 百万円と大幅な増収増益を見込んでおり、期初の見込値からの変更はない。第 4 四半期での株式売却などが大幅な増収及び営業増益に寄与する想定となっているが、同時に、株式市場や経済情勢の不確実性等に備え、プロジェクト資産の売却による収益の底支え（及び、成長のための再投資資金の確保）についても念頭に置いているようだ。

Key Points

- 2020 年 3 月期上期（ファンド連結基準）は増収により損失幅は縮小。予定していた株式売却の後ろ倒しがあったものの、評価損の減少等により損益改善を実現
- 戦略投資の実行や植物工場の販路開拓、アジアネットワークの強化などでも成果を残した
- 2020 年 3 月期通期（従来連結基準）は、第 4 四半期での株式売却等により大幅な増収及び営業増益を見込む（期初の見込値からの変更なし）
- 3 ヶ年の中期経営計画を推進中。事業テーマに基づく戦略 PE 投資への入れ替えやプロジェクト投資資産の積み上げにより財務基盤の強化を図る方針

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.



出所：決算短信よりフィスコ作成

会社概要

日本とアジアにまたがる独立系の総合投資会社

1. 事業概要

同社は、日本とアジアにまたがる独立系の総合投資会社として、PE 投資のほか、再生可能エネルギーなどプロジェクト投資も手掛けている。豊富な投資経験とブランド、ネットワーク、人材、事業パートナーなどの事業基盤を生かしながら、革新的な技術やビジネスモデルを持ち、高い成長力を有するベンチャー企業及び中堅・中小企業等への投資や成長支援を通じて、日本とアジアの両地域における産業活性化や経済連携の拡大などに貢献をしてきた。

同社グループは、自己資金（自己勘定）による投資のほか、金融機関等の出資者からの出資及び同社グループ自身の出資により組成される「投資事業組合（ファンド）」からの投資を行っている。同社グループが管理運用等を行っているファンド運用残高は 15,948 百万円（10 ファンド）、同社グループの自己資金及び運用ファンドによる投資残高は 14,678 百万円の規模となっている（2019 年 9 月末現在）。

事業セグメントは投資事業の単一であるが、投資種類別には、「PE 投資事業」と「プロジェクト投資事業」の大きく 2 つに区分される。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

投資種類別の概要は以下のとおりである。

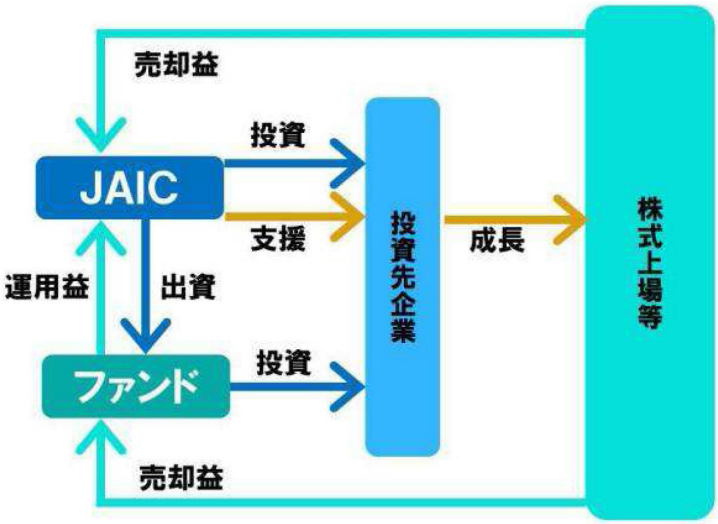
（1）PE 投資事業

日本及びアジア（特に中華圏）における成長企業等に対して、自己勘定及び同社グループが管理運営するファンドからの投資（PE 投資）を行うとともに、投資先企業に対しては、同社が持つ様々なリソースやネットワークを活用し、投資先企業と一体となって事業拡大に取り組み、キャピタルゲイン（投資差益）等の獲得を目指すものである。また、同社グループが組成した投資事業組合（ファンド）からの管理運営報酬等※も収益源となっている。なお、各投資先企業が事業を拡大し利益が計上された場合でも、同社の業績に直接的な影響を与えることはなく、投資先企業の株式売却時にキャピタルゲインとなって初めて影響を与える点に注意が必要である。

※ 経常的な管理・運営に対する管理報酬のほか、ファンドの運用成果（パフォーマンス）に応じて受領する成功報酬の 2 種類がある。

2019 年 9 月末のファンド運用残高は 15,948 百万円（10 ファンド）、同社グループの自己資金及び運用ファンドによる PE 投資残高は 8,260 百万円（103 社）となっている。VC 業界を取り巻く環境が変化するなかで、新たなファンド設立には苦戦しており、ファンド運用残高及び投資残高は既存ファンドの満期到来等により年々縮小傾向にある。今後は、投資方針（本体投資分）の抜本的な見直しにより、既存の資産から事業テーマ（詳細は後述）に関連するパートナー企業への戦略投資へと入れ替えを進めていく方針である。

投資業務（プライベートエクイティ）



出所：会社資料より掲載

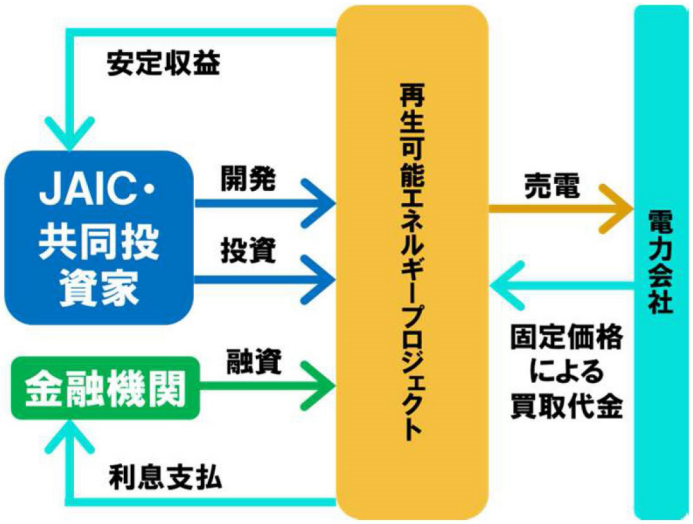
（2）プロジェクト投資事業

メガソーラープロジェクトを中心とした「再生可能エネルギー」（バイオマス、バイオガス、風力等も展開）のほか、新規事業テーマである「スマートアグリ」（植物工場）や「ヘルスケア」（介護・医療）などのプロジェクトに対して、プロジェクトファイナンスの活用によりレバレッジを効かせた投資を行うものである。売電収益などプロジェクトからの安定収益を得ることができる上、状況に応じて途中売却による売却益の実現も期待できる。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

2019 年 6 月末の同社が運営するプロジェクト総額は約 290 億円の規模に上るが、そのうち同社出資見込額（プロジェクト投資残高）は 37 億円となっており、残りは金融機関からのプロジェクトファイナンス等で調達することでレバレッジ効果により収益性を高めている。今後も、積極的な投資を行いながら、売却は限定的に行い、その残高を積み上げて安定収益を拡大していく方針である。

投資業務（再生可能エネルギープロジェクト）

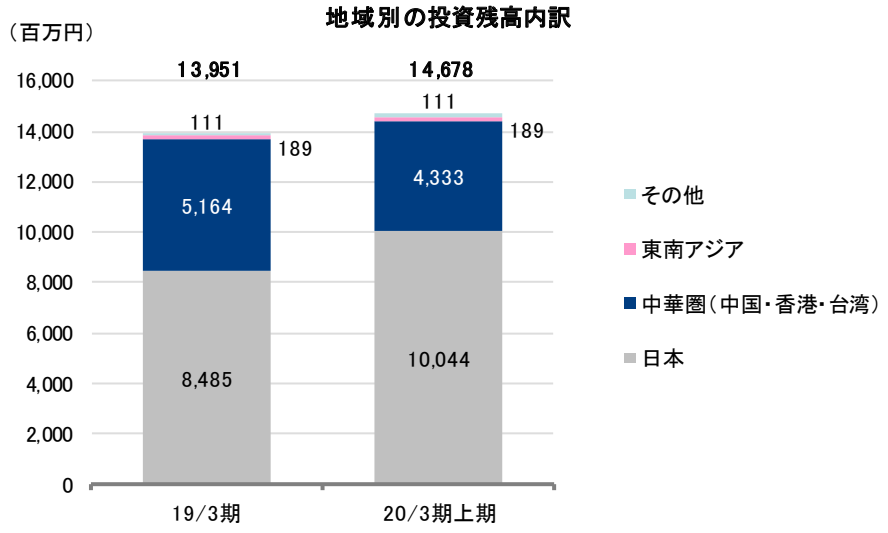


出所：会社資料より掲載

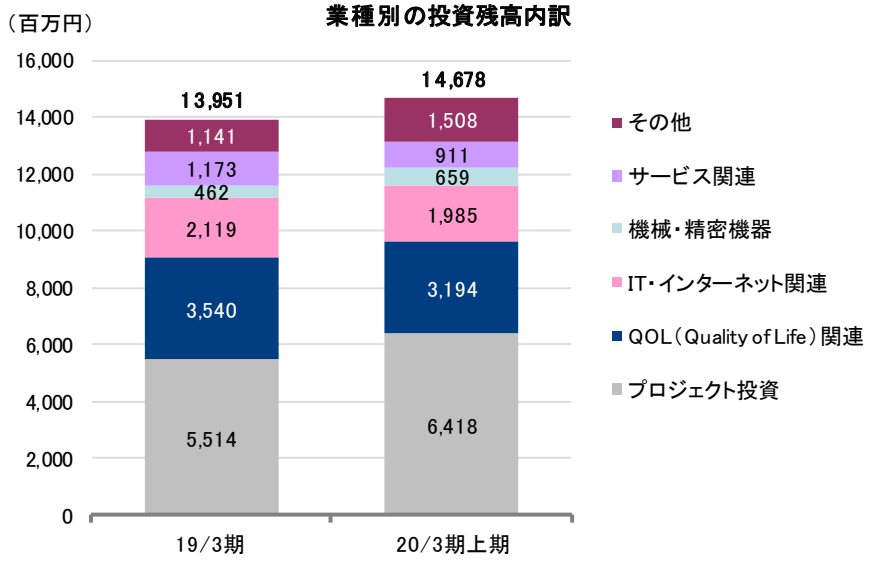
地域別の投資残高は、日本が 68.4%、中華圏（中国、香港、台湾）が 29.5% である。業種別では、プライベートエクイティでは、注力する「QOL（Quality of Life）関連」※のほか、「IT・インターネット関連」「機械・精密機器」「サービス関連」「その他」と多岐にわたっている。加えて、再生可能エネルギー等の「プロジェクト投資」の投資残高も、事業拡大に伴い増加している。

※「バイオテクノロジー・創薬・医薬品」「医療機器・医療関連サービス」「環境関連機器・環境関連サービス」「その他 QOL 関連」によって構成されている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.



注：他社ファンドへの出資持分額を含まない
出所：決算短信よりフィスコ作成



注：他社ファンドへの出資持分額を含まない
出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

1981 年に経済同友会を母体として設立

2. 沿革

同社の前身である日本アセアン投資株式会社は、1981 年 7 月に経済同友会を母体として設立された。日本と ASEAN 間の民間投資を促進することが設立の経緯である。1985 年 12 月には、海外経済協力基金（OECF）の資本参加により、半官半民の体制となった（ただし、1989 年 10 月に OECF による保有株式は民間企業へ売却されている）。

1988 年頃からは、当時の政府が公約した「貿易黒字の資金還流」の一翼を担うべく、ASEAN 各国に拠点を設立して ASEAN での投資事業を開始した後、1991 年 6 月には、現在の日本アジア投資株式会社に商号変更し、次第に ASEAN に限定していた投資対象地域を、日本・台湾・韓国にも拡大した。その後も順調に業績を拡大すると、1996 年 9 月に日本証券業協会に店頭売買銘柄として株式を登録した。2005 年からは中国での投資事業に本格参入し、2007 年 12 月には中国子会社を設立した。2008 年 6 月に東京証券取引所市場第 1 部へ上場を果たした後、2012 年には安定収益の拡大のため再生可能エネルギープロジェクトへの投資も開始した。

プロジェクト投資による安定収益を確保しながら、PE 投資によるアップサイドを狙う複合的な収益構造

3. 企業特徴

（1）収益モデル

同社の収益構造は、「PE 投資事業」と「プロジェクト投資事業」と 2 つの異なるタイプの投資によって構成されているところに大きな特徴がある。そのうち「PE 投資事業」の収益源は、大きく「実現キャピタルゲイン」と「インカムゲイン」「ファンドの運営報酬」の 3 つに分類されるが、「実現キャピタルゲイン」による業績インパクトが一番大きい。なお、「実現キャピタルゲイン」については、投資額を上回る金額で回収（売却）することによって得られるため、キャピタルゲインの拡大のためには、成長性のある企業への投資や投資先に対する成長支援に加えて、スムーズな売却が不可欠となる。投資先は経営基盤の未熟なベンチャー企業であることから、経済情勢の影響を受けやすい上に、スムーズな売却のためには IPO 環境を含めた株式市場の動向に大きく左右されるため、ハイリスク・ハイリターン型の収益と言える。一方、「インカムゲイン」については、投資先からの配当収入のほか、出資しているファンドの持分利益などによるものであり、ミドルリスク・ミドルリターン型の収益となっている。また、「ファンドの運営報酬」は、管理報酬と成功報酬によって構成されており、管理報酬はファンドの運用残高におおむね連動するが、成功報酬は運用成果（パフォーマンス）に応じて増減するものである。管理報酬が収益の下支えとなっていることから、こちらもミドルリスク・ミドルリターン型の収益と言える。「PE 投資事業」の本来の目的は、「実現キャピタルゲイン」の獲得にあり、業績へのインパクトも一番大きいことから、「PE 投資事業」全体で見れば、ハイリスク・ハイリターン型の投資事業とみなすことができる。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

一方、ここ数年、注力している「プロジェクト投資事業」の収益源についても、「実現キャピタルゲイン」と「インカムゲイン」などに分類されるが、「プロジェクト投資事業」の本来の目的は、売電収益などプロジェクトからの安定的な「インカムゲイン」を積み上げていくところにある。もっとも、長期で保有するだけでなく、プロジェクトの一部を短・中期で途中売却することにより、利益と資金を確保しながら資産の拡大を図っていくことも重要な投資戦略となっているが、その場合の「実現キャピタルゲイン」については、将来にわたる「インカムゲイン」（含み益）の前倒し的な実現に近い。したがって、「プロジェクト投資事業」全体では、ミドルリスク・ミドルリターン型の投資事業とみなすことができる。

以上から、全体を俯瞰すれば、「インカムゲイン（配当収入や売電収益等）」や「ファンドの運営報酬」などの安定収益に加えて、「プロジェクト投資資産」の一部売却により基礎となる利益を確保しながら、「PE 投資資産」の売却によりアップサイドの「実現キャピタルゲイン」を狙う複合的な収益構造と言うことができる。

アジアでの歴史、情報収集力に強み

（2）同社の強み

同社の強みは、a）アジアでの歴史、b）最先端の業界情報収集力、c）ベンチャー企業とのネットワーク、d）ファイナンススキーム構築力の 4 つに集約できる。

a）アジアでの歴史

1981 年に経済同友会を母体として設立以来、35 年以上にわたり日本とアジアの経済交流に貢献し、アジアでの高い知名度を有している。

b）最先端の業界情報収集力

投資候補となる企業やプロジェクトの発掘を通じて、専門性の高い、業界の最先端の動向を把握している。

c）ベンチャー企業とのネットワーク

国内外で 300 社超の上場実績を有し、これまでの投資活動を通じて、多数のベンチャー企業と親密な関係を構築している。そのネットワークを、投資先企業の支援や同社が新規事業テーマを開拓する際のアライアンスに活用している。

d）ファイナンススキーム構築力

国内外で 3,300 億円の累計投資実績を有している。プロジェクト投資事業では、同社からの投資資金だけでなく、プロジェクトファイナンスなどの融資資金も交えた調達スキームを構築している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

決算動向

メガソーラープロジェクトが足元業績をけん引

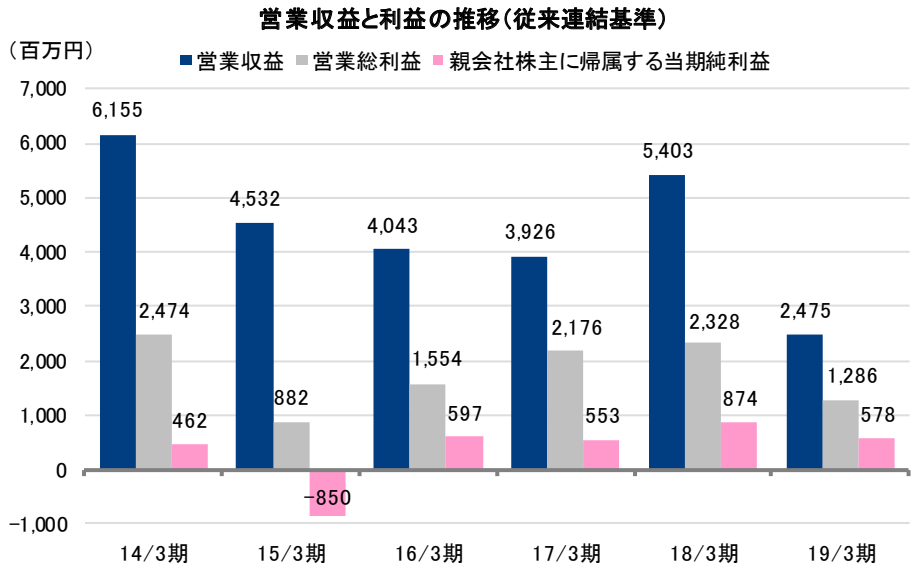
1. 業績を見るためのポイント

一般の事業会社の売上高に当たるものが営業収益であり、投資業務における回収額（営業投資有価証券売却高）のほか、利息・配当収入や組合持分利益（インカムゲイン）に加えファンド業務における運営報酬などによって構成される。ただ、その大部分を占めている営業投資有価証券売却高は、投資額（取得原価）を上回ってこそ利益が創出されるものであるため、営業収益が増えたからと言っても必ずしも業績が向上しているとは限らない。

したがって、同社の業績指標としては、取得原価などを差し引いた投資損益やインカムゲイン（利息・配当収入や組合持分利益）、運営報酬などを足し合わせた営業総利益に注目するのが妥当であると考えられる。なお、営業総利益は、投資先の業績悪化や株式市場の低迷による「営業投資有価証券評価損」や「投資損失引当金繰入額」を反映しているため、それらが期間損益の大きな下振れ要因となり得ることにも注意する必要がある。

2. 過去の業績推移

過去の業績（従来連結基準）を振り返ると、リーマンショックによる世界同時不況や東日本大震災、為替相場の変動などによる影響を受けながら不安定な状況で推移してきたと言える。2015 年 3 月期もキャピタルゲインは一定の水準を確保したものの、投資先の経営破綻により評価損を計上したことから減益決算（営業損失）となった。ただ、2016 年 3 月期以降は、メガソーラープロジェクトの収益貢献等により大幅な損益改善を図り、4 期連続の黒字決算を達成している。



出所：決算短信補足情報よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

安定収益である運営報酬はファンド運用残高の縮小に伴って減少傾向にある。一方、投資損益（実現キャピタルゲインに評価損及び投資損失引当金を加味したもの）は、不安定に推移してきた。特に注目すべきは、評価損及び引当金繰入額が投資損益を圧迫してきたところである。ただ、2016 年 3 月期以降、比較的落ち着いた動きとなってきているのは、運用資産の中身がリーマンショック後に積み上げた良質の資産（より適正価格で取得できたもの）や再生可能エネルギープロジェクトへの投資資産に入れ替わってきたことを反映しており、今後は巡航レベルの範囲内で推移するものとみている。

営業総利益の内訳推移（従来連結基準）

（単位：百万円）

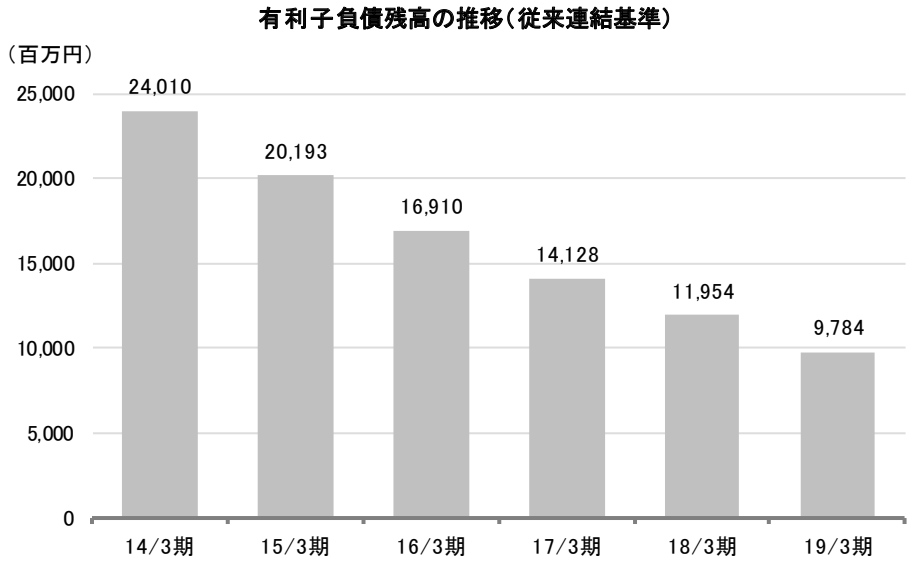
	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期
営業総利益	2,474	882	1,554	2,176	2,328	1,286
運営報酬	865	634	729	466	364	241
管理報酬	733	571	441	364	277	241
成功報酬	132	63	288	101	86	-
投資損益	1,042	178	520	577	187	613
実現キャピタルゲイン	2,523	1,883	1,090	852	749	1,192
営業投資有価証券評価損・投資損失引当金繰入額	-1,480	-1,704	-569	-274	-562	-579
インカムゲイン等	425	24	297	1,112	1,640	380
その他	139	44	5	19	136	51

出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

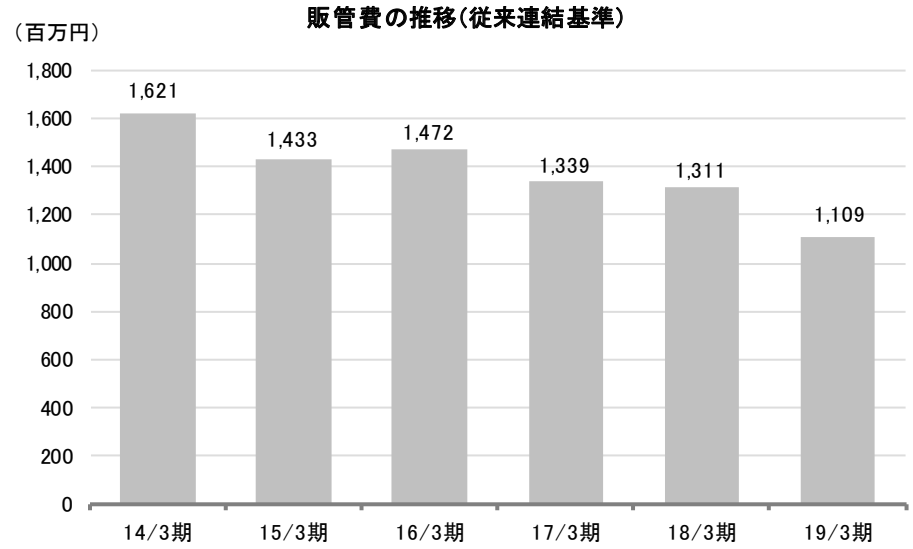
一方、リーマンショックの影響等による業績の落ち込みと財務状況の悪化を受け、財務体質の改善と収益力の強化に取り組んできたことから、有利子負債残高（借入金・社債、新株予約権付社債）は年々減少するとともに、販管費（特に人件費や賃借料）の削減にも努めてきた。有利子負債残高は 2014 年 3 月期の 24,010 百万円から 2019 年 3 月期には 9,784 百万円と約 60% の削減を実現しており、販管費も特殊要因（他社運営ファンド向けの支払成功報酬）を除くと実質的に縮小傾向をたどっている。もっとも、販管費については、ファンド設立やプロジェクト資産の積み増しなど、今後の事業拡大に向けて、人件費等を中心に若干増加する方向へ転換する可能性もある。

また、有利子負債の削減に伴って、財務基盤の安定性を示す自己資本比率も大きく改善してきた。2015 年 3 月期はメガソーラー投資プロジェクトへの投資資金調達のために発行した新株予約権の一部が行使されたこと（約 6 億円）が寄与した。また、2016 年 3 月期も新株予約権が行使されたことに加え、First Eastern との資本業務提携に伴う自己資本の増強及び債務の圧縮（約 8.3 億円）によって自己資本比率は 21.9% に大きく上昇。その後も新株予約権の行使や内部留保により改善を続け、2019 年 3 月期には 39.5% の水準に到達している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

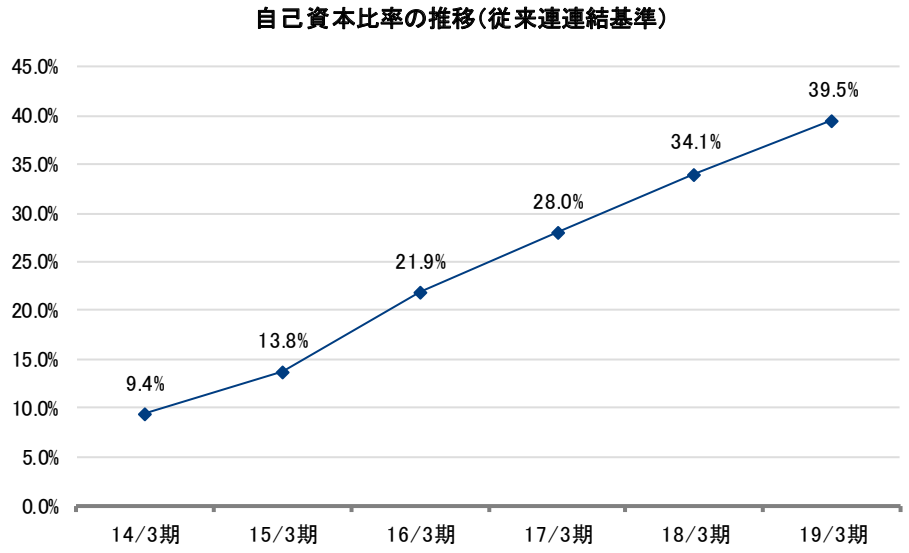


出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成



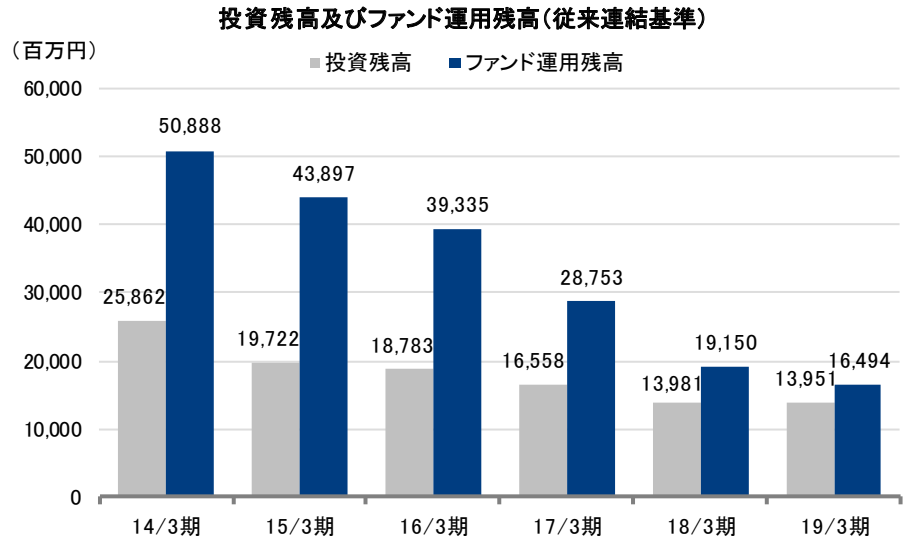
出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.



出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

投資残高についても、有利子負債の返済を優先的に進めてきたことなどから、年々減少傾向をたどっている。また、同社グループが管理運用等を行っているファンドの運用残高についても、既存ファンドの満期到来に伴って大きく縮小してきた。今後は、ファンド設立に向けた活動を継続するとともに、プロジェクト投資資産の積み上げなどにより、減少に歯止めがかかるものとみられる。



出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

3. 2020 年 3 月期上期決算の概要

2020 年 3 月期上期の業績（ファンド連結基準）は、営業収益が前年同期比 13.8% 増の 1,353 百万円、営業損失が 216 百万円（前年同期は 390 百万円の損失）、経常損失が 364 百万円（同 481 百万円の損失）、親会社株主に帰属する四半期純損失が 462 百万円（同 535 百万円の損失）となった。

従来連結基準では、営業収益が前年同期比 3.5% 減の 691 百万円、営業損失が 421 百万円（前年同期は 465 百万円の損失）、経常損失が 483 百万円（同 460 百万円の損失）、親会社株主に帰属する四半期純損失が 481 百万円（同 534 百万円の損失）と減収ながら、経常損失を除き損失幅は縮小した。各段階利益で損失計上となっているのは、前期同様、下期偏重の利益計画によるものである。一方、期初見込値に対しては、営業収益が上回ったものの、利益面では下回っている。

従来連結基準による業績の概要は以下のとおりである。

営業収益は、PE 投資事業が微増を確保したものの、プロジェクト投資事業が減少したことで全体としては減収となった。プロジェクト投資事業の減少はプロジェクト資産の売却がなかったことが理由であり想定内。一方、PE 投資事業については、予定していた株式売却の後ろ倒しがあったものの、国内上場株式の売却が増加したことや、計画に入っていなかった海外未上場株式の売却等により、期初見込値を上回る微増収を確保した。

一方、営業総利益が前年同期比 39.2% 増の 108 百万円と増益となったのは、前年同期において一時的に膨らんだ営業投資有価証券評価損※の減少によるものである。

※ 前年同期は、海外投資先企業に対して多額の評価損が発生した。

また、販管費についても前年同期比 2.4% 減の 530 百万円に削減。したがって、営業投資有価証券評価損の減少と販管費の削減が営業損失の縮小につながったものと言える。一方、利益面で期初見込値を下回ったのは、前述のとおり、予定していた株式売却の後ろ倒しが主な理由である。

財務面（従来連結基準）では、「親会社株主に帰属する四半期純損失」の計上により自己資本が前期末比 4.9% 減の 6,507 百万円に減少。一方、総資産については、プロジェクト投資の拡大により「営業投資有価証券」が増加したものの、それ以上に「現金及び預金」の減少が大きかったことから同 8.9% 減の 15,761 百万円に縮小し、その結果、自己資本比率は 41.3%（前期末は 39.5%）に改善した。また、有利子負債（借入金）残高も 8,689 百万円（前期末比 1,095 百万円減）に減少しており、引き続き、プロジェクト投資を拡大しながら有利子負債の削減を図っているところは評価すべきポイントと言える。特に、「現金及び預金」と流動性の高い「プロジェクト投資」の合計が有利子負債（借入金）残高を超過する状態となっており、財務健全性の目標としている財務バランスを維持している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

2020 年 3 月期上期決算の概要

（単位：百万円）

	19/3 期上期 ファンド連結		20/3 期上期 ファンド連結		増減	
	実績	構成比	実績	構成比		増減率
営業収益	1,189		1,353		164	13.8%
営業原価	897	75.4%	917	67.8%	20	2.2%
営業総利益	292	24.6%	435	32.2%	143	49.0%
販管費	682	57.4%	652	48.2%	-30	-4.4%
営業利益	-390	-32.8%	-216	-16.0%	174	-
経常利益	-481	-40.5%	-364	-26.9%	117	-
親会社株主に帰属する四半期純利益	-535	-45.0%	-462	-34.1%	73	-

	19/3 期上期 従来連結		20/3 期上期 従来連結		増減	
	実績	構成比	実績	構成比		増減率
営業収益（A）	716		691		-25	-3.5%
管理運営報酬等	129	-	107	-	-22	-17.1%
営業投資有価証券売却高（B）	196	-	406	-	210	107.1%
組合持分利益等	367	-	155	-	-212	-57.8%
その他営業収益	22	-	20	-	-2	-9.1%
営業原価（C）	638	89.1%	582	84.2%	-56	-8.7%
営業投資有価証券売却原価（D）	205	-	356	-	151	73.7%
営業投資有価証券評価損・投資損失引当金繰入額　合計（E）	420	-	160	-	-260	-61.9%
組合持分損失等	8	-	61	-	53	662.5%
その他営業原価	3	-	2	-	-1	-33.3%
営業総利益（A）-（C）	78	10.9%	108	15.8%	30	39.2%
販管費	543	75.8%	530	76.7%	-13	-2.4%
営業利益	-465	-64.9%	-421	-60.9%	44	-
経常利益	-460	-64.2%	-483	-69.9%	-23	-
親会社株主に帰属する四半期純利益	-534	-74.6%	-481	-69.6%	53	-
実現キャピタルゲイン（B）-（D）	-8		50		58	-
投資損益（B）-（D）-（E）	-429		-110		319	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

2020 年 3 月期上期末の財政状況等

（単位：百万円）

	19/3 期末 従来連結	20/3 期上期末 従来連結	増減	
				増減率
総資産	17,305	15,761	-1,544	-8.9%
うち、現金及び預金	5,564	2,825	-2,739	-49.2%
うち、プロジェクト投資資産	5,514	6,667	1,153	20.9%
うち、戦略投資資産	373	745	372	99.9%
うち、PE 投資資産（戦略投資以外）	4,765	4,577	-188	-4.0%
自己資本	6,840	6,507	-333	-4.9%
自己資本比率	39.5%	41.3%	1.8pt	-
借入金	9,784	8,689	-1,095	-11.2%
投資残高	13,951	14,678	727	5.2%
ファンド運用残高	16,494	15,948	-546	-3.3%

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

投資種類別の業績は以下のとおりである。

（1）PE 投資事業

営業収益は前年同期比 0.7% 増の 586 百万円、営業総利益は 54 百万円（前年同期は 39 百万円の損失）と微増収となり黒字に転換した。営業収益は、他社ファンドからの利益が減少したほか、予定していた国内未上場株式の売却が後ろ倒しとなったものの、国内上場株式や海外未上場株式の売却（流動化目的）により微増収を確保。また、利益面では、評価損の減少により黒字転換を実現した。

（2）プロジェクト投資事業

営業収益は前年同期比 21.8% 減の 104 百万円、営業総利益は同 53.8% 減の 54 百万円と減収減益となった。プロジェクトの売却がなかったこと（前年同期は 1 件の売却があった）に加え、植物工場への先行費用（50 百万円）が利益を圧迫した。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

活動実績

「植物工場」の販路開拓やアジアネットワークの強化でも成果を残す

1. PE 投資事業

（1）ファンド運用残高

同社グループが管理運営等を行っているファンドの運用残高は前期末比 3.3% 減の 15,948 百万円に縮小した。もっとも、ファンドの新設や清算等による増減はなく、為替の変動によるものである。引き続き、アジアをテーマとした 2 つのファンド※の企画が進行しており、2020 年 3 月期中の設立を目指す。

※ 具体的には、日本各地の中小企業のグローバル化支援（海外へのビジネス展開支援、及びインバウンド需要の取り込みによる成長支援）、及び中国市場での成長が期待される日本のハイテク企業の支援がテーマとなっている。

（2）投資実績

また、同社グループの自己勘定及び同社グループが管理運営等を行っているファンドからの投資実行額については 6 社に対して合計 824 百万円（前年同期は 2 社に対して 106 百万円）を行った。そのうち、プロジェクト投資のパートナー企業への戦略投資は 3 件※となっており、中期経営計画（詳細は後述）の進捗においても大きな成果を残すことができた。その一方で、国内上場株式の売却や海外未上場株式の売却（流動化）を進めたことから、2020 年 3 月期上期末の投資残高は前期末比 2.1% 減の 8,260 百万円と縮小した。

※ ソーシャルインクルー（障がい者向けグループホームプロジェクト）、森久エンジニアリング（植物工場）、スマートソーラー（メガソーラープロジェクト）。

（3）IPO の実績

2020 年 3 月期上期における国内 IPO 実績は 2 件となった。2019 年 8 月 9 日にステムリム <4599>※1 が東証マザーズに上場し、2019 年 9 月 12 日にはピー・ビーシステムズ <4447>※2 が福証 Q-Board に上場した。また、下期に入ってからは、2019 年 11 月 1 日にファンドゥードゥー・ネットワーク・グループ（Fangdd Network Group Ltd.）<DUO>※3 が NASDAQ グローバルに上場している。

※1 生体内に存在する幹細胞を活性化し、損傷組織の再生を誘導する医薬品・医療機器及び遺伝子治療等製品の研究、開発、製造、販売を行う。
※2 企業の基幹システムをクラウド化する「セキュアクラウドシステム事業」、VR シアター 4D 王の製造販売を行う「エモーショナルシステム事業」を展開。
※3 中国最大の不動産仲介サイト「房多多」を運営。

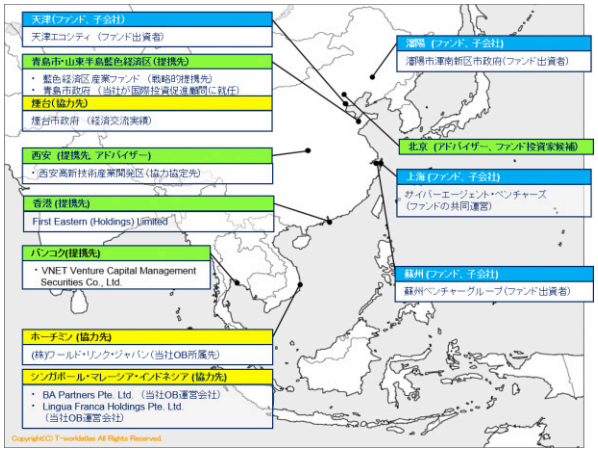
（4）アジアネットワークの強化

中国西安市ハイテク産業開発区※と協力協定を締結（2019 年 9 月）。今後も、中国の主要な市政府との提携を拡大する方針である。また、タイでは現地のベンチャーキャピタル等と協力協定を締結し、M&A 事業の立ち上げや投資先企業の支援に活用していく考えだ。

※ 1991 年 3 月に中国国務院の承認により設立された、産業技術の発展を目的とした行政区。2016 年には全国 146 の国家級ハイテク産業開発区の総合ランキングで第 4 位となったほか、中国陝西省自由貿易試験区の中心地でもある。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

アジアネットワークの状況



出所：会社ホームページより掲載

2. プロジェクト投資事業

（1）投資実績

既存プロジェクトへの追加投資を含め、6 件に対して合計 920 百万円（前年同期は 5 件に対して合計 1,353 百万円）の投資を実行した。そのうち、メガソーラープロジェクトへの投資実行は 4 件（新規 3 件、既存 1 件）である。その結果、2019 年 9 月末の保有プロジェクトは建設・企画中のものを含めて合計 24 件（99.8MW）※となっている。また、メガソーラー以外の再生可能エネルギーへの投資実行はバイオガス 1 件（既存）となっており、2019 年 9 月末の保有プロジェクトは、木質バイオマス 1 件（売電中）、バイオガス 2 件（売電中 1 件、建設中 1 件）、風力 1 件（企画中）の合計 4 件（最大 28.83MW）が進行中である。さらには、新規事業テーマである「スマートアグリ」（植物工場）についても、工場の操業資金を追加投資した。また、下期に入ってからは、2019 年 10 月に障がい者向けグループホームの建設プロジェクトを開始している（2020 年 5 月完成予定）。

※ 合計 24 件（99.8MW）のうち、売電中が 12 件（29.8MW）、建設・企画中が 12 件（70.0MW）という進行状況となっている。

（2）植物工場の状況

2019 年 3 月に操業をスタートした植物工場（兵庫県丹波篠山市）第 1 号案件※については、大手外食チェーン等の販路開拓に成功し、納品を開始した。また、食の展示商談会「第 14 回地方銀行フードセレクション」への出展などを通じて、大手コンビニチェーンとの商談も開始している。2020 年 3 月末までにフル稼働を実現し、単月黒字化を目指している。さらに第 2 号案件についても、2020 年 3 月期中の投資実現を目指して、建設予定地を選定中である。

※ リーフレタスや結球レタスなどを栽培。フル稼働での年間生産量は約 200t、年商は約 2 億円を見込んでいる。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

業績見通し

2020 年 3 月期は株式売却益の実現等により、大幅な増収及び営業増益を見込む

同社は、業績予想（ファンド連結基準）について、株式市場等の変動要因による影響が極めて大きく、合理的な業績予想が困難である事業特性であることから公表を行っていない。ただ、2020 年 3 月期については、ある一定の前提をもとに策定した「従来連結基準による見込値」を参考情報として開示している。

同社の「従来連結基準による見込値」によれば、営業収益を前期比 41.4% 増の 3,500 百万円、営業利益を同 350.9% 増の 800 百万円、経常利益を同 674.8% 増の 650 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 13.6% 減の 500 百万円と大幅な増収及び営業（経常）増益を見込んでおり、期初の見込値からの変更はない。なお、親会社株主に帰属する当期純利益が減益となるのは、2019 年 3 月期に計上された特別利益のはく落や税金費用の発生によるものである。

国内外での投資先の IPO を含む、株式売却が大幅な増収及び営業増益に寄与する想定であるが、株式売却益は第 4 四半期に集中するため、期初の段階から下期偏重の利益計画となっている。特に、上期実績（利益面）が見込値を下回ったものの、後ろ倒しとなった株式売却を第 4 四半期に実現することなどにより、通期見込み値を達成する見通しとなっている。また、株式市場や経済情勢の不確実性に備え、プロジェクト投資資産の売却による収益の底支え（及び、成長のための再投資資金の確保）も念頭に置いているようだ。

弊社でも、下期の株式売却が予定どおりに実現することを前提とすれば、同社の見込値の達成は可能であるとみている。また、外部環境の影響により株式売却等が予定どおりに進まない場合でも、プロジェクト投資資産の一部を売却する意向もあることから、総合的に判断して業績の下振れリスクは小さいと評価しても良いだろう。注目すべきは、植物工場（第 1 号案件）の収益化や後続案件の投資実行のほか、新たに開始した障がい者グループホームの建設プロジェクトなどプロジェクトの多様化を図りながら、いかに良質な資産を積み上げていくのか、今後の取り組みやその進捗にあると言える。また、引き続き、ファンド新設の動きについてもフォローしていきたい。

2020 年 3 月期の業績見込値（従来連結基準）

（単位：百万円）

	19/3 期 従来連結		20/3 期 従来連結		増減	
	実績	構成比	見込	構成比		増減率
営業収益	2,475		3,500		1,025	41.4%
営業原価	1,188	48.0%	1,600	45.7%	412	34.6%
営業総利益	1,286	52.0%	1,900	54.3%	614	47.7%
販管費	1,109	44.8%	1,100	31.4%	-9	-0.8%
営業利益	177	7.2%	800	22.9%	623	350.9%
経常利益	83	3.4%	650	18.6%	567	674.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	578	23.4%	500	14.3%	-78	-13.6%

出所：決算補足資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

中期経営計画

今後の収益拡大に向けた中期経営計画を推進中

同社は、2019 年 3 月期より 3 ヶ年の中期経営計画を推進中である。「日本とアジアをつなぐ投資会社として、少子高齢化が進む社会に安心・安全で質と生産性の高い未来を創ります」という新たな経営理念のもと、VC 業界を取り巻く環境変化への対応や課題解決に向けて、投資方針（本体投資分）の抜本的な見直しを行い、収益拡大に向けた足掛かりを築く内容となっている。すなわち、この 3 年間を第 1 段階と位置付け、次の第 2 段階で収益やキャッシュフローの安定化を実現し、更なる成長に向けた投資を拡大するシナリオである。

具体的には、第 1 段階として、1）収穫期に入る既存の PE 投資資産の売却により、利益・資金を確保するとともに、2）新たな投資方針（詳細は後述）による投資資産の入れ替えを行い、安定収益の拡大と財務健全性向上を目指す。また、3）金融機関への約定返済の削減と、プロジェクト投資事業でのプロジェクトファイナンスによる借入金の増加を図る。そして、第 2 段階として、4）安定した収益とキャッシュフローを基盤として、更なる成長投資を実施する、という 2 段構えの戦略となっており、本中期経営計画は第 1 段階として位置付けられる。

1. 各事業の方向性

（1）PE 投資事業

ファンドでの投資は、現状のファンドの投資方針を継続する一方、本体投資は、新たな経営理念や VC 業界を取り巻く事業環境の変化を踏まえ、投資方針を抜本的に見直す。すなわち、これまでの「大数の法則（確率論）」に従った散発的な投資から、「同社として取り組むべき事業テーマ」を明確に持ち、そのテーマを軸に「企業への投資」（PE 投資）と「事業への投資」（プロジェクト投資）を組み合わせる戦略的投資を推進する構えである。

なお、「取り組むべき事業テーマ」については、同社の強み・独自性や市場へのアクセスなどを踏まえ、既存の「再生可能エネルギー」のほか、新規事業として「スマートアグリ（植物工場）」や「ヘルスケア（介護・医療）」を選定している。したがって、今後、本体資金からの投資は、選定した事業テーマに沿った戦略投資※を実施していく。ただし、情勢に応じて柔軟なテーマ設定を継続する方針である（なお、ファンド資金による投資は、事業テーマに限らず、これまで同様、出資者ニーズに沿って投資）。

※ 事業テーマに基づく「事業への投資」（プロジェクト投資）を行ううえで、パートナーとなる企業へ出資する。これまでもメガソーラープロジェクトにおけるパートナー企業として、リニューアブル・ジャパン及びスマートソーラー、スマートアグリプロジェクトでは森久エンジニアリング、ヘルスケアプロジェクトではソーシャルインクルーへ戦略投資を行ってきた。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

（2）プロジェクト投資

安定収益確保のためメガソーラー投資を継続し、投資残高増加を目指すとともに、その成功ノウハウを生かし、他の再生可能エネルギー（バイオマス、バイオガス、風力等）や新規事業テーマである「スマートアグリ」等へも展開する。なお、メガソーラー投資資産については、これまで同様、期間損益や資金の状況に応じて中途売却も検討する方針である（長期保有による安定収益と短期売却による足元収益の獲得のバランスを取ることで厚みのある収益基盤の確立を目指す）。また、「スマートアグリ」についても、植物工場第 1 号案件を軌道に乗せるとともに、後続案件の早期実現を目指す。一方、「ヘルスケア」については、件数を追わず採算性を重視し、介護施設開発案件に選別的に投資する方針である。

2. 財務的な目標

（1）収益構造

メガソーラーを軸とした再生可能エネルギー投資資産も必要に応じて売却しながら、既存 PE 投資資産の早期流動化による収益を通じて、最終年度（2021 年 3 月期）の親会社株主に帰属する当期純利益 700 百万円（2019 年 3 月期は 578 百万円）、ROE 9%（同 8.6%）を目指す。

（2）財務バランス

相対的にリスクが低く流動性の高いプロジェクト投資資産を積極的に積み上げるとともに、PE 投資資産については、既存資産の早期流動化・収益化及び戦略投資の実行等により入れ替えを図る。具体的には、プロジェクト投資資産を 90 億円（2019 年 9 月末は 67 億円）、プロジェクト投資資産の含み益（割引前累計利益見込額）を 200 億円（同 83 億円）にまで拡大する。また、現預金とプロジェクト投資資産の合計額が借入金を 56 億円上回る財務バランスを実現する。一方、PE 投資資産（本体投資分）については、投資方針の見直しに従い、戦略的 PE 投資に入れ替えながら既存資産の（引当後）残高を 10 億円（2019 年 9 月末は 45 億円）にまで縮小する一方、新たな戦略投資等の残高（新ファンドの設立を含む）については 10 億円（同 7 億円）に増やす方針である。

弊社では、VC 業界を取り巻く環境が大きく変化しているなかで、投資方針の見直しを行ったことは、同社にとって大きな転機になるものとみている。特に、PE 投資事業において、ファンド運用残高が年々縮小傾向をたどり、今後も増加に転じる兆しが見えないなかで、事業テーマに基づくプロジェクト投資の拡大を図る戦略は極めて現実的で合理性が高いと評価できる。もっとも、これまでの主力であるベンチャー投資から離れてしまうわけではなく、ベンチャー投資を継続するために必要となる財務基盤を確立するという見方が妥当だろう。また、成長分野であり、かつ同社の強みが生かせる事業テーマの中から、優良なベンチャー企業を見つけ出し、さらには協業を通じてハンズオンを実行できる点においては、今後のベンチャー投資を優位に進めるためにもメリットが大きいと考えられる。さらに言えば、プロジェクト投資事業についても、単なる安定収益源にとどまらず、収益性にも優れているところは評価すべきポイントと言える。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

一方、財務的な目標である安定収益の拡大やプロジェクト投資資産の積み上げについては簡単なハードルとは捉えていない。特に、安定収益の拡大については、これまでの軸であった管理報酬がファンド運用残高の縮小に伴って減少する傾向にあることや、売電収益についても立ち上がりの費用などが重荷になることに注意が必要である。また、プロジェクト投資資産の積み上げについても、高採算のメガソーラー案件への投資機会には時限性があるため、中長期的にはメガソーラー以外のプロジェクトへの取り組みが重要な戦略テーマになるだろう。したがって、収益構造の変化やプロジェクト投資の進捗については、今後も注意深く見守る必要がある。

■株主還元

2009 年 3 月期以降、配当実績はない。
安定収益の底上げにより、将来的な復配の可能性に期待

同社は、業績の悪化に伴う累積損失を計上していることから、2009 年 3 月期以降、配当の実績はない。今後も有利子負債の削減による財務体質の改善と安定収益の拡大に向けた投資に取り組む方針であることから、しばらくは配当という形での株主還元は見送られる可能性が高いとみている。ただ、中期経営計画に従い、プロジェクト投資事業による安定収益の底上げが図られることで将来的には復配はもちろん、安定的な配当が可能となるものと期待できる。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

FISCO

免責事項（ディスクレーマー）

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・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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・表示したものですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■
〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9
株式会社フィスコ
電話：03-5774-2443（情報配信部）
メールアドレス：support@fisco.co.jp