

2011年12月12日（月）

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 譲

■積極的なM&Aで一段の収益拡大を狙う

法規制強化などによって経営環境が厳しくなり、経営破たんが相次いでいるノンバンク業界において、逆に企業買収によって同業他社を傘下におさめ事業規模の拡大に成功している会社が今回取り上げるJトラスト<8508>だ。

同社は元々、事業者向け貸金業者で業界4位の企業であったが、2008年に現在の代表取締役社長である藤澤信義氏が筆頭株主になって以降、積極的なM&A戦略をとり、2011年3月期の連結営業収益では3年前と比較し約5倍、総資産額で約3倍の規模にまで拡大することに成功している。もちろん、利益の水準に関してもここ数年で格段に向上している。

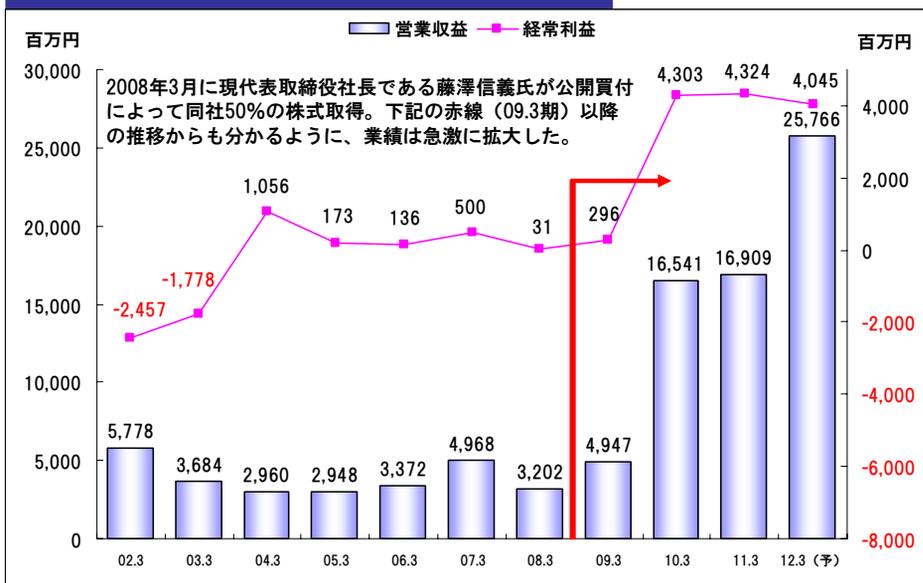
企業買収の才覚と買収後の効率的なグループ経営の遂行力に優れていることが窺われるが、2012年3月期においても8月に楽天<4755>からクレジットカード事業を手がけるKCカードを買収し、一段の事業規模拡大を進めている。

同社の今後の戦略としては、融資業務の比率を下げ、信用保証事業、債権買取回収事業やクレジットカード事業並びに韓国における消費者金融事業に注力し、収益拡大を進めていく。M&Aについても引き続き前向きに検討を進めていく方針であり、閉塞感が漂うノンバンク業界において、今後の同社の動向が一段と注目される。

■Check Point

- ・ 藤澤氏が経営に参画して以降はM&Aの事業拡大にシフト
- ・ 閉塞感の強いノンバンク業界において相対的な業績の堅調さが目立つ
- ・ リスクの低い事業へのシフトや海外進出で更なる拡大を志向

藤澤信義氏株式取得後の業績推移



■会社概要・沿革

業界環境は相次ぐ法規制強化によって悪化

同社は事業者・消費者向け貸付事業、信用保証事業、クレジットカード事業、債権回収事業などの金融事業をメインに不動産事業やITシステム事業など関連子会社合計11社を統括するホールディングカンパニー。

1977年3月に中小企業及び個人事業主向け貸金業を目的とした一光商事を大阪に設立したのが起源となっており、1991年3月に会社名をイッコーに変更、1998年9月に大阪証券取引所2部に株式上場した。事業者向け貸金業界では第4位に位置していた。2005年8月には、子会社のマスワーク（現キーノート）が貸金業から撤退し、中古不動産販売業を開始。同年10月に西京銀行と保証業務提携を行い、信用保証事業にも参入している。

しかし、貸金業者を取り巻く経営環境は2000年以降の相次ぐ法規制強化によって悪化の一途をたどり、同社もその波に飲み込まれるように経営状況が悪化していった。そうしたなか、2008年3月に現在の代表取締役社長である藤澤信義氏が株式公開買付によって50%の株式を取得。同社の筆頭株主となり、経営再建が進められた。なお、藤澤氏は顧問に就任（2008年4～6月）以降、代表取締役会長（～2010年6月）を経て2011年6月より現在の職責に就いている。

2009年7月には社名をイッコーからJトラストに変更。ちなみに、Jトラスト（J Trust）は、同社の企業理念を实践するうえでの、行動理念の頭文字となっている。なお、2011年1月に本社機能を京都から東京に移転している。

企業理念

お客様のため、株主様のため、私たち自身のため、
いかなる時も迅速に、誠実にチャレンジし続け皆様と共に日本の未来を創造いたします。

行動理念

J (Justice)	公正な企業経営を行います。
T (Teamwork)	経営の根幹である「人」の個性を活かした組織を作ります。
R (Revolution)	常に革新志向で価値創造を行います。
U (Unique)	当社の独自性を大切にします。
S (Safety)	お客様、ステークホルダーの皆様に安心いただけるよう努めます。
T (Thankful)	感謝の気持ちを忘れません。



藤澤氏が経営に参画して以降はM&Aの事業拡大にシフト

藤澤氏が経営に参画して以降は、業界環境の逆風が続くなかでM&Aを積極的に行う経営戦略にシフト。この3年間で6件の企業買収を実施し、同社の業務は現在、ホールディングカンパニーに移行している。M&Aの流れは以下のとおり。

2008年8月にかざかファイナンスから、かざか債権回収（現パルティール債権回収）を、2009年3月に阪急電鉄からステーションファイナンス（Jトラストフィナンシャルサービスに社名変更し、現在はロプロに吸収合併）の全株式をそれぞれ取得。2010年3月には西京銀行から西京カードの50%の株式を追加取得し（2009年に30%、合計80%）子会社化。同年9月には経営破綻していた事業者向け貸金大手のロプロの全株式を取得。2011年4月には韓国で消費者金融を行うネオラインクレジット貸付の全株式をネオラインホールディングスから取得し、同年8月には楽天からKCカードの98%の株式を取得、子会社化した。

なお、この間の同社の動きとしては、2009年5月に社内の情報システム部門を分割し、Jトラストシステムを設立。2010年5月にJトラストの貸金業務を吸収分割方式により、Jトラストフィナンシャルサービス（現ロプロ）に承継し、貸金業者を廃業した。また、同年7月には東京スター銀行と保証業務提携を結び、10月には同業務をJトラストフィナンシャルサービス（現ロプロ）に承継したことによって、ホールディング業務に特化する体制を整えた。2011年2月には信用保証業務拡充のため同業務に特化した子会社、日本保証を新たに設立している。

連結子会社の概要については下表のとおり。

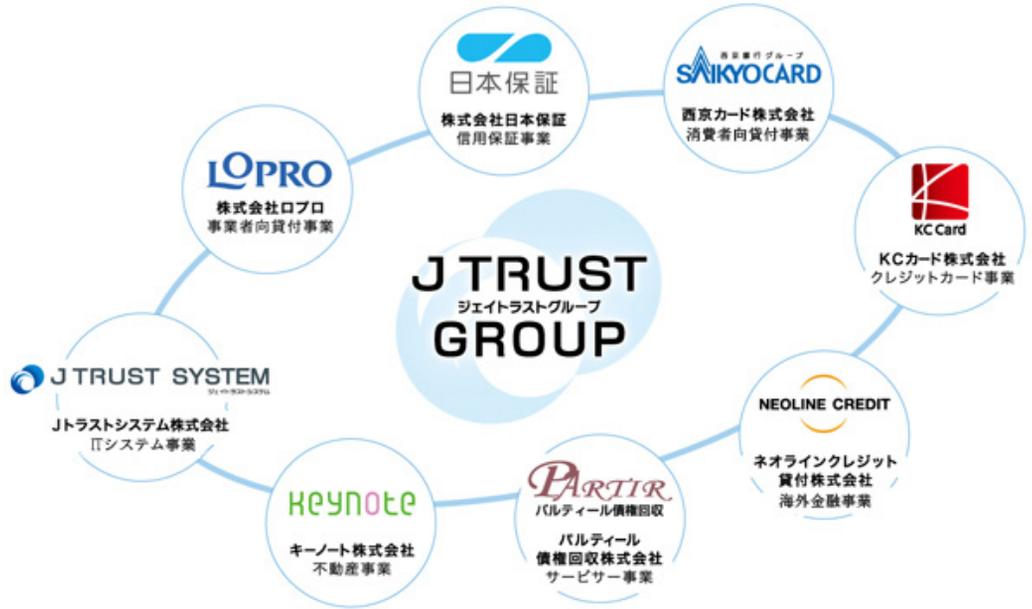
連結子会社の概要

会社名	設立年月 (子会社化)	資本金 (百万円)	出資 比率	事業内容	事業規模 (2010年度)
金融事業					
パルティール債権回収 (旧かざか債権回収)	2007/8 (2008/8)	500	100%	特定金銭債権の買取・管理・回収 及び、管理・回収受託業務	営業収益1,609百万円 営業利益255百万円
西京カード	1994/4 (2010/3)	60	80%	個別信用購入あっせん業務、 融資業務	営業収益323百万円 営業利益30百万円
ロプロ*	1970/3 (2010/9)	300	100%	事業者向け・消費者向け貸付、 信用保証業務、債権買取業務	営業収益7,025百万円 営業利益724百万円
日本保証	2011/2	300	100%	事業者向け・消費者向け信用保証業務	
ネオライン クレジット貸付	2009/10 (2011/4)	100億 ウオン	100%	消費者金融業務	
KCカード (旧楽天KC)	1963/4 (2011/8)	3,055	98%	クレジットカード事業、貸金業等	
不動産事業					
キーノート (旧マズワーク)	1996/7	30	100%	不動産売買、中古住宅再生事業	営業収益3,093百万円 営業利益371百万円
ITシステム事業					
Jトラストシステム	2009/5	80	100%	コンピュータの運用管理業務の請負、ソフト ウェア受託開発、運用指導等	営業収益865百万円 営業利益40百万円

*ステーションファイナンス（2009年3月子会社化）を2010年12月吸収合併

■会社概要・沿革

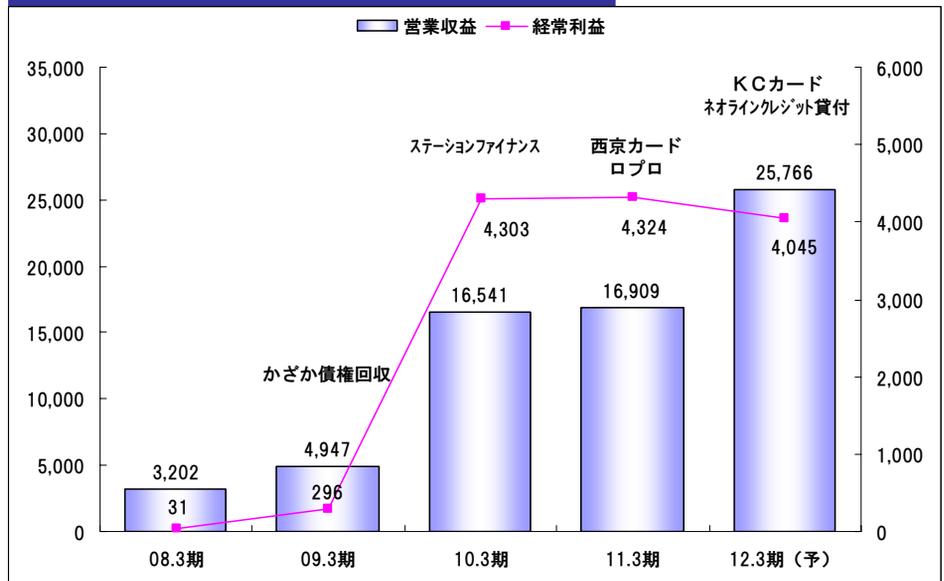
グループの関連図



楽天からのKCカード買収で営業収益に加えて総資産も拡大

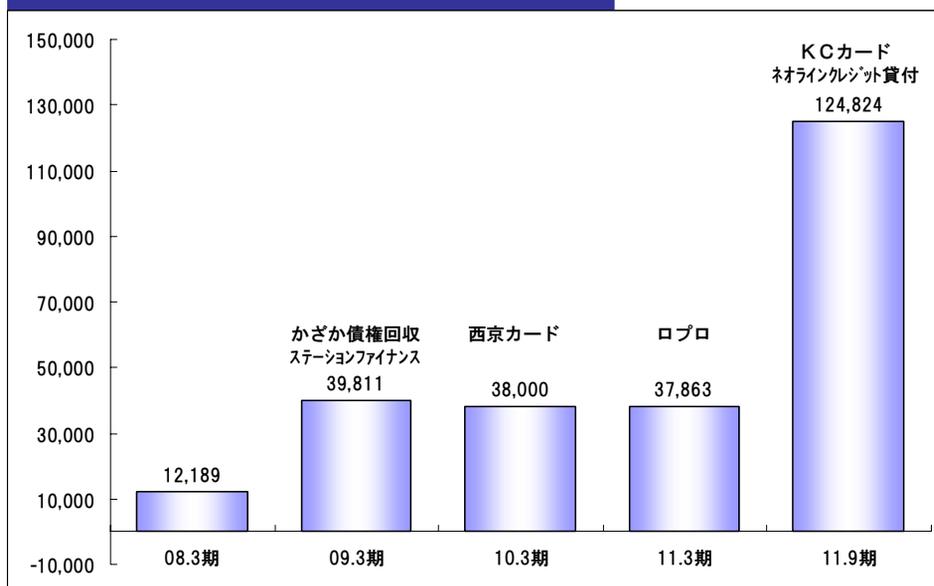
同社の業績は藤澤氏が資本参加して以降のM&A戦略によって、グラフにみられるように、2010年3月期以降に大きく拡大している。また、今年8月に楽天<4755>からKCカードを買収したことで、営業収益規模だけでなく、総資産額も大きく拡大している。

連結業績の推移（単位：百万円）



■会社概要・沿革

連結総資産の推移（単位：百万円）



■決算動向

KCカード買収に伴う負ののれん発生益で純利益は大幅増

2011年11月10日に発表された2012年3月期の第2四半期連結累計期間（4-9月）における営業収益は前年同期比18.6%増収の10,106百万円、営業利益は同29.4%減の1,958百万円、経常利益は同53.6%減の1,288百万円、四半期純利益は同15.5倍増の30,307百万円となった。

営業収益については、債権買取業務におけるその他の金融収益が前年同期比で1,691百万円減少したものの、8月にKCカードを買収した効果で割賦立替手数料が2,223百万円増加したほか、4月にネオラインクレジット貸付を買収した効果で消費者向け貸付金利息が220百万円、買取債権回収高が681百万円増加したことなどにより、2桁増収となった。

一方、営業利益が減益となったのは、事業規模の拡大に伴い人件費が990百万円（従業員数は10.9期474名から9月末は873名に増加）、その他経費が1,210百万円、貸倒関係費用が270百万円増加したことによる。また、経常利益の減益幅が大きくなっているのは、営業外収支で円高ウォン安が進んだことによる為替差損734百万円が発生（ネオラインクレジット貸付）したことが響いた。なお、四半期純利益が大幅に増えているのは、KCカード買収に伴う負ののれん発生益（株式取得対価と純資産の差額）29,444百万円を特別利益として一括計上したためだ。

ちなみに、今期に新規連結したKCカード、ネオラインクレジット貸付の収益を単純に除いたベースでみると、営業収益は前年同期比22.4%減の6,609百万円、営業利益は同71.4%減の791百万円となり、その他の金融収益の減収が足を引っ張った格好となっている。

連結営業収益の内訳（単位：百万円）

	10.9期	11.9期	増減額
貸付金利息・受取割引料	1,730	2,001	271
消費者向け	1,598	1,818	220
事業者向け	132	183	51
買取債権回収高	734	1,415	681
不動産事業売上高	1,351	1,145	-206
割賦立替手数料	380	2,603	2,223
その他	4,328	2,941	-1,387
受取手数料	173	177	4
受取保証料	253	314	61
預金利息	2	5	3
その他の金融収益	3,620	1,929	-1,691
その他	280	518	238
営業収益合計	8,522	10,106	1,584
営業費用	2,022	1,938	-84
販売管理費	3,727	6,210	2,483
営業利益	2,774	1,958	-816
経常利益	2,777	1,288	-1,489
四半期純利益	1,955	30,307	28,352

■決算動向

セグメント別でみた収益状況は下表の通り。

セグメント別の収益（単位：百万円）

	10.9期	11.9期	増減率
金融事業			
営業収益	6,962	7,900	13.5%
営業利益	2,576	2,023	-21.5%
（営業利益率）	37.0%	25.6%	-
不動産事業			
営業収益	1,351	1,145	-15.2%
営業利益	236	61	-74.3%
（営業利益率）	17.5%	5.3%	-
海外事業			
営業収益	-	906	-
営業利益	-	104	-
（営業利益率）	-	11.5%	-
その他			
営業収益	210	155	-26.2%
営業利益	31	61	97.7%
（営業利益率）	14.8%	39.4%	-

(1) 金融事業

金融事業に関しては、債権買取業務にかかる買取債権回収高の増加やKCカードの業績寄与などにより営業収益は前年同期比で13.5%増収となったものの、その他の金融収益が減少したこと、事業規模の拡大による販売管理費の増加などにより、営業利益は21.5%減益となった。なお、事業別の貸付残高については下表のとおりとなっている。

事業別の貸付残高（単位：百万円）

	10.9期	11.9期	コメント
消費者向け貸付残高	14,967	8,814	主にロプロ、西京カードでの取り扱い。貸倒リスクのある営業貸付金は信用保証事業の推進により、貸付残高は減少傾向。
無担保貸付	14,102	7,924	
有担保貸付（不動産担保）	865	890	
事業者向け貸付残高	4,590	4,298	主にロプロで取り扱い。中長期戦略として貸倒リスクの低い商業手形の残高積み上げを推進する一方で、営業貸付残高は信用保証事業の推進により減少傾向。
商業手形割引	1,515	2,066	
無担保貸付	1,286	966	
有担保貸付	1,789	1,266	
割賦立替金	2,542	89,535	クレジットカード・信販業務。主にKCカード、ロプロ、西京カードで取り扱い。KCカードの子会社化により大幅に増加。
債務保証残高	8,321	12,931	信用保証業務。主に日本保証、ロプロ、KCカードで取り扱い。注力分野で、西京銀行、東京スター銀行との保証業務提携により順調に残高を積み上げ。
有担保保証	3,205	8,076	
無担保保証	5,116	4,855	
買取債権残高	4,688	3,000	パルティール債権回収、ロプロなどで取り扱い。新たな債権についても積極的に買取を行っているが、債権回収ペースがそれを上回って推移しているため、債権残高は減少。

■決算動向

(2) 不動産事業

不動産事業においては、東日本大震災の影響で第1四半期（4-6月期）に営業収益が前年同期比で半減となるなど大きく落ち込んだ影響で減収減益となっているが、第2四半期（7-9月期）だけでみると増収増益となっており、収益は回復傾向となっている。

(3) 海外事業

2011年4月にネオラインホールディングスから買収した韓国のネオラインクレジット貸付の収益にあたる。同社は韓国内で消費者金融事業を展開しており、ソウル市内のほか、大田（テジョン）、大邱（テグ）、釜山（プサン）、仁川（インチョン）に支店を開設するなど着実に規模を拡大中。貸付利息の上限が39%と高く、日本のような過払金返還請求などの問題もないため、事業面では今後も積極的に拡大していく方針。2011年9月末の営業貸付金残高は4,842百万円となっている。

(4) ITシステム事業

同事業はJトラストシステムによるJトラストグループ内のシステム開発、及び運用・管理業務を主に、グループ外のシステム開発も手掛けている。

2012年3月期の見通しに関して、会社側では営業収益が前期比52.4%増の25,766百万円、営業利益が同4.6%減の4,124百万円、経常利益が同6.4%減の4,045百万円、当期純利益が同908.1%増の32,596百万円と発表している。下期においても引き続きKCカードやネオラインクレジット貸付など新規連結した子会社の収益上乘せが貢献する見通し。

KCカードが8-9月の2ヶ月間で1,050百万円の営業利益を稼ぎ出していることからすると、やや保守的な業績見通しとなっているが、同社では「KCカードが楽天グループから離れたことにより、今後カード会員数やキャッシング残高などが減少する可能性を織り込んだ数値」としている。

■ 中長期戦略

リスクの低い保証事業への転換や海外進出で拡大を図る

今後の事業展開をみるうえで、代表取締役社長の藤澤氏が同様に代表を務めるネオラインホールディングス傘下のネオラインキャピタル（未上場）との関係がどのようになるかについても注目が集まるところだ。

というのも、ネオラインキャピタルも同社と同様に、複数のノンバンク金融会社を買収し、子会社として保有しているためだ。ただ、藤澤氏の構想として金融事業に関しては、今後Jトラストを中核にしていく考えを持っているようにみえる。ネオラインクレジット貸付の株式が2011年4月にネオラインホールディングスから同社に売却されたこと、藤澤氏が同年6月にJトラストの代表取締役社長に就任したこと、同年8月にKCカードを同社が買収したことで総資産規模でも同社がネオラインキャピタルを上回ったこと、などがその背景だ。また、企業買収を行っていくうえでは、上場企業というステータスが有利に働くという側面もある。このため、今後ネオラインキャピタル傘下の金融会社も同社グループに順次統合されていく可能性もゼロではない。

商工ローンや消費者金融など貸金業界を取り巻く環境は2000年以降、悪化の一途を辿っている。2000年の出資法改正に伴い、貸付上限金利が従来の40%から29.2%にまで引き下げられたことに端を発し、貸金業法改正により貸金業者に対する法規制の強化が進められたこと、そして2006年1月に支払利息の過払金返還請求に関する最高裁判決が出たことが決定打となり、経営状態が一気に悪化していった。事業者金融で最大手だったSFCG（旧商工ファンド）が2009年に、消費者金融で最大手だった武富士が2010年に相次いで経営破たんしたことは記憶に新しい。過払金の返還請求に関してはピークを過ぎた感はあるものの、今なお続いているのも事実で、経営負担になっているのは間違いない。一方で貸付の拡大についても借入総額が年収等の3分の1に制限される総量規制によって難しくなり、結果、多くの貸金業者は廃業に追い込まれるといった構図だ。

こうしたなかで、同社は今後も国内では貸倒リスクの高い消費者向け貸付業務は縮小し、リスクの低い信用保証業務、買取債権回収業務を強化していく方針で、そのための債権の買取やM&Aに関しては引き続き積極的な姿勢で臨む方針だ。また、海外事業においても当面は韓国市場での消費者金融の業務拡大を進め、将来的にはその他アジア地域への進出も狙っている。

主要子会社における今後の戦略を以下に紹介する。

(1) ロプロ

事業者向け貸付業務がメインだったが、今後は貸倒れリスクの低い不動産担保ローンと商業手形割引に加えて買取債権回収、信用保証業務に注力していく方針。また、消費者向け貸付に関しては縮小方向で、再貸付は行わず回収を進めていく。融資が可能な顧客に関しては提携先である西京銀行、東京スター銀行を紹介し、代わりに信用保証料で収益を得るビジネスモデルに移行していく。2011年9月期における業績は債権買取業務にかかるその他の金融収益の減少が響いて、営業収益は前年同期比14%減の3,095百万円、営業利益は同88%減の80百万円であった。

■中長期戦略

(2) 日本保証

同社グループの金融事業で、今後の収益の柱の一つとして位置づけられている信用保証業務に特化した会社で、2011年2月に新たに設立された。西京銀行や東京スター銀行など提携銀行で事業者や消費者が融資を受ける際の信用保証業務を主に同社が担う。有担保貸付の信用保証業務においてはノウハウが必要であり、グループ内で個人向け、事業者向けに事業展開を行っている同社にとって、収益を拡大していく環境は整っていると言えよう。2011年9月期の営業収益は29百万円、営業利益は9百万円。債務保証残高は9月末で1,647百万円とグループ全体(12,930百万円)から占める比率はまだ小さいが、今後はグループ内での統合なども含めて一段の事業規模拡大を目指していく方針だ。

(3) パルティール債権回収

銀行など金融会社からの特定金権債権の買取、債権管理、回収、管理・回収受託などを行っている。今後の同社グループの注力分野の一つである。人員増強により営業力を強化したことで、グループ外からの債権買取も増加傾向となってきた。2011年9月期の営業収益は前年同期比2.1倍増の845百万円、営業利益は同5.8倍増の209百万円となった。同事業は債権の回収力だけでなく、営業力も必要となる事業であるだけに、現在業界で30位程度に留まっている同社の成長余地は大きいと言える。ちなみに、同事業分野ではオリックス債権回収が業界トップ企業となっている。

(4) KCカード

楽天から株式取得したKCカードは8月時点の資産規模として、総資産額が93,500百万円、純資産額35,069百万円と同社グループ(総資産額37,863百万円、純資産13,962百万円)よりも規模が大きい会社であったが、楽天が過払い請求による事業リスクが続く子会社の整理を進めたいとの意向から、今回同社への事業売却が決まったものだ。同社グループは、金融事業のなかで今後の展開で欠かせないクレジットカード事業を持っていなかったため、KCカードの買取によって同事業のノウハウ及び人材を手に入れることが出来た格好。買収費用として株式取得費用4,450百万円を含めて総額で415億円となったが、今後クレジットカード事業を自社グループの他事業でも活用できるようになれば、グループ全体でのシナジー効果も期待できるとして買取を決断した。現在KCカードの稼働会員数は100万件程度と想定されるが、楽天カードから切り離されたことにより、一時的に会員数の減少が懸念されるものの、今後はEC(電子商取引)を活用したマーケティングノウハウを活用し、ショッピング機能をインフラとして、物販などBtoCビジネスを行う事業会社との提携等により、新たな会員向けビジネスの分野への進出も期待でき事業規模の拡大は可能とみられる。なお、消費者向けキャッシング事業に関してはグループの方針と同様、今後は縮小していく方針で信用保証業務へシフトしていく。

(5) ネオラインクレジット貸付

前述したとおり、韓国内における消費者金融市場は国内に比べて安定しており、貸付利息の上限も39%と高水準で優良市場と位置づけられている。実際、同社は設立後、2年目で黒字化を果たしている。日本が2000年以降行ってきた規制強化の動きが韓国でも始まれば、もちろんリスク要因とはなるものの、現段階ではまだその兆しは見えておらず、当面は収益拡大期待が大きい。なお、為替リスクを軽減するため、今後は資金調達を日本からだけでなく、韓国内での調達も推進する予定だ。

■中長期戦略

以上、みてきたように同社グループは2008年以降の積極的なM&A戦略によって事業規模を拡大させてきた。貸金業界を取り巻く市場環境は逆風が続き、経営破たんする企業やリストラで事業売却をする企業が相次ぐ中で、同社のこのような動きは注目の的ともなっている。同社では今後、事業リスクの大きい無担保貸付事業の比率を下げつつ、信用保証、債権買取回収、クレジットカード、不動産などの各事業を強化し、M&Aも絡ませながら事業規模の拡大を進めていく方針だ。

株主還元策として、配当政策は安定配当を継続していく方針。株式の指定替えについては、次のステップを目指しているもよう。また、投資家への広報・IR活動においても、個人投資家向けの会社説明会や機関投資家向けミーティングを積極的に実施しているほか、自社ホームページ上のIR情報の充実を図る等の取り組みを見せており、情報開示に関して前向きな姿勢に変わってきていることも評価されよう。

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