

日本アジア投資

8518 東証 1 部

2016 年 1 月 8 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
柴田 郁夫

■主力はベンチャー投資、新規投資分野にも注力

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、主力のベンチャー投資のほか、グロース投資やメガソーラー事業投資などの新規投資分野にも注力している。1981 年に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や中堅・中小企業等への投資を通じて、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 411 億円（18 ファンド）、同社の自己資金及び運用ファンドによる投資残高は 186 億円となっている（2015 年 9 月末現在）。

経済情勢や株式市場等の影響を受けやすい事業特性から業績は不安定な状況で推移してきたが、有利子負債の返済やコスト削減に取り組み、財務体質の改善に一定のめどが立ってきた。また、安定収益の拡大などを目的として参入したメガソーラー事業投資も順調に立ち上がっている。2015 年 12 月には香港の大手投資グループ First Eastern グループとの資本業務提携と成長資金調達のための新株予約権の発行も行っており、同社は新たな成長フェーズに入るものとみられる。

2016 年 3 月期上期（2015 年 4 月－9 月）の業績（ファンド連結基準）は、営業収益が前年同期比 13.2% 増の 2,735 百万円、営業利益が 26 百万円（前年同期は 438 百万円の損失）と増収及び 8 年ぶりに上期の当期利益が黒字に転換した。投資先の IPO（新規上場）は大型案件の延期等から若干減少したものの、未上場の投資先の相対取引（トレードセール）や既上場株式の売却を進めたことが増収に寄与した。また、前期業績の足を引っ張った特殊要因（投資先の経営破綻による評価損）の影響が解消されたことにより大幅な損益改善となった。

2016 年 3 月期の業績予想について同社は、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。弊社でも、下期の業績は株式市場等の動向に大きく左右されるものとみているが、上期の実績等から勘案して、下期の売却が計画通り進捗し、また、前期のような特殊要因がなければ、大幅な損益改善を達成できるものと見込んでいる。

同社の事業戦略の柱は、(1) 注力分野への投資とファンドの早期設立、(2) インカムゲイン志向型投資の拡大、(3) 既存ポートフォリオの価値向上、(4) 財務体質の強化の大きく 4 つである。(1) については 2015 年 12 月に国内大手金融機関からの出資を受け 25 億円規模のベンチャー企業向けファンドの設立を決定したほか、後続ファンドの設立に注力している。また、(2) についてはメガソーラー事業投資を中核に据えており、2018 年 3 月期までに 100MW のプロジェクトを完成させ、売電を開始する計画である。長年の課題となっていた安定収益の拡大を始め、さらに大きく発展させることで証券化ビジネスへの展開や関連する投資分野とのシナジー創出も視野に入れているようだ。2015 年 8 月には再生可能エネルギーの発電事業等を手掛けるベンチャー企業への投資を行うとともに、11 月にはメガソーラープロジェクト向けファンドの設立を決定するなど、着々と事業の進展を図っている。(3)については、同社が有望先と期待しているベンチャー企業の育成に注力する。

2016 年 1 月 8 日（金）

加えて、特筆べきは、2015 年 12 月に発表された香港の大手投資グループ First Eastern グループとの資本業務提携と、成長資金調達に向けた新株予約権の発行である。

First Eastern グループは香港を代表する投資グループであり、製造業、金融関係、航空産業、ホテル事業、インフラ事業等の幅広い分野において、全世界で約 200 社へ投資をした実績を持つ。日本では、ANAホールディングス株式会社と共同で格安航空会社の Peach Aviation（ピーチ・アビエーション）株式会社を設立している。同グループの代表者である Victor Chu 氏は、世界経済フォーラム（ダボス会議）理事や、香港 EU ビジネス協力委員会の議長、ロンドン市長国際ビジネス評議会のメンバー等の要職を務める人物である。

First Eastern グループは現在も同社の大口借入先であるが、今回の資本提携は同社にとって 835 百万円の借入金金が資本に振り替わる結果となるため、債務の圧縮と自己資本の増強により財務体質が強化される。また、成長資金調達のため新株予約権の発行も同時に行っており、予約権の行使が進捗するにつれ財務体質は今後も強化される見込みである。

また、同社は、First Eastern グループとの業務提携の第 1 弾として、2016 年 6 月を目途に 100 億円から 200 億円規模で日本の成長企業を投資対象としたファンドの設立を目指している。後に述べる通り、First Eastern グループと同社は、2015 年 8 月に、同社のメガソーラー事業のパートナー企業であるリニューアブル・ジャパン株式会社への共同投資の実績がある。今後も、新設予定のファンドに向けの投資候補となる有望企業の開拓に注力する。同社は、その他にも、M&A 及び不動産投資に関する助言業務や、アジアでの投資、インフラ及びエネルギーに関連する投資など広範に亘る業務提携を行う計画であり、今後の同社の事業ポートフォリオの多様化を示唆している。

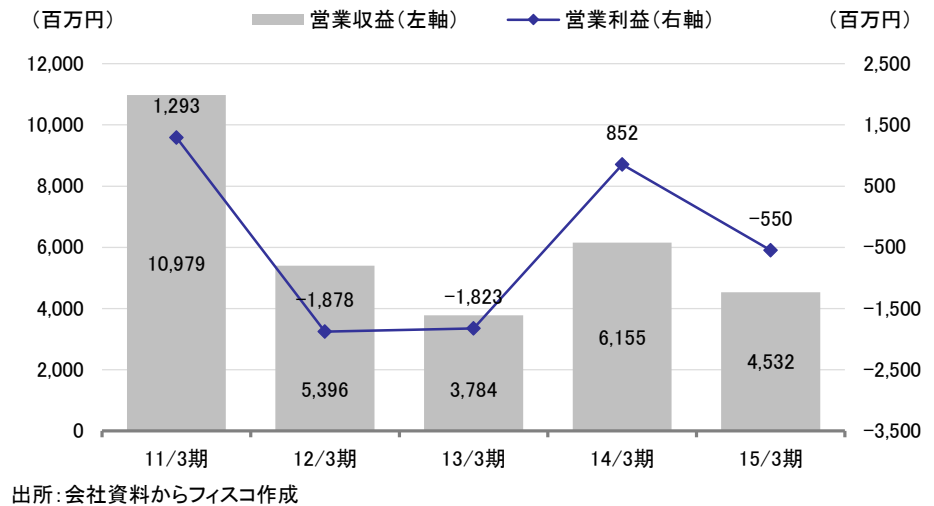
弊社では、今後の進捗状況をフォローするとともに、同社ならではの価値創出をどのような形で実現していくのかに注目していきたい。

なお、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。

Check Point

- ・アジアでの実績と圧倒的なブランド力
- ・第 2 四半期は増収・大幅な損益改善
- ・環境・エネルギーなど注力分野へ投資

営業収益と営業利益の推移



■ 事業概要

豊富な投資経験とネットワークやパートナーなど事業基盤を生かした投資を展開

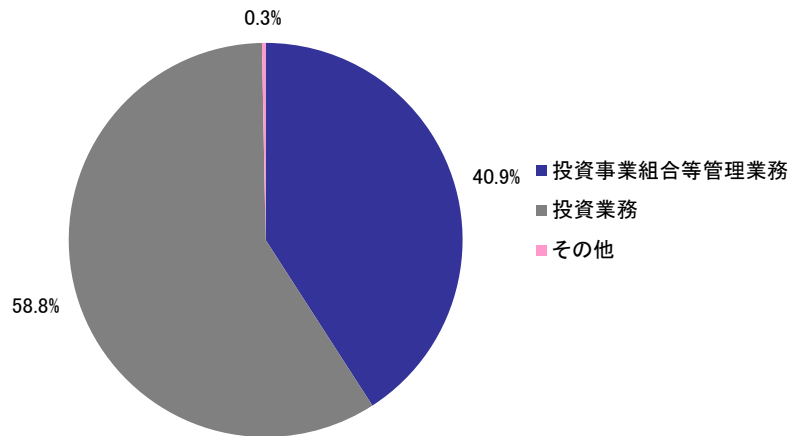
(1) 事業内容

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、主力のベンチャー投資のほか、グロース投資やメガソーラー事業などの新規投資分野にも注力している。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や中堅・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。最近では、安定収益の拡大や関連する投資分野とのシナジー創出などを目的としてメガソーラー事業投資にも参入している。

同社グループは、自己資金（自己勘定）による投資のほか、機関投資家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 411 億円（18 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 186 億円の規模となっている（2015 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、業務別には、「投資事業組合等管理業務」「投資業務」「その他」の 3 つに区分している。営業総利益の構成比率は、投資事業組合等管理業務（運営報酬）が 40.8%、投資業務（投資損益等）が 58.8% となっている（2016 年 3 月期上期実績）。

業務別の営業総利益構成比

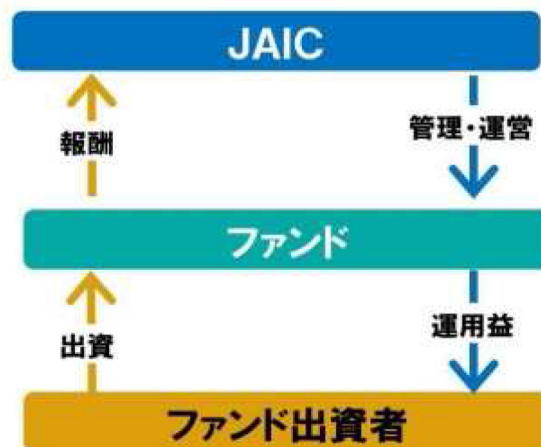


業務別の概要は以下のとおりである。

a) 投資事業組合等管理業務

同社グループが組成した投資事業組合（ファンド）の管理運用等により運営報酬を受領している。運営報酬には、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。2015 年 9 月末のファンド運用残高は 411 億円（18 ファンド）となっている。

●投資事業組合等(ファンド)の管理業務



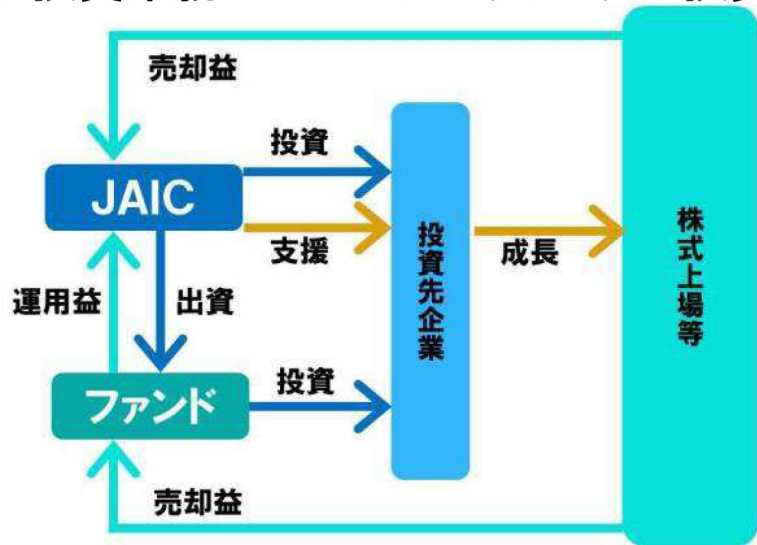
出所：会社資料

b) 投資業務

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）の獲得を目指している。また近年では、メガソーラープロジェクトなど、インカムゲイン（配当等）の獲得を目指した投資も拡大している。2015 年 9 月末の投資残高は合計 186 億円（233 社）であるが、そのうち自己勘定が 54 億円（111 社）、ファンド勘定が 132 億円（159 社）となっている。

※「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」「メガソーラープロジェクトへの投資」「その他 QOL 関連」によって構成されている。

●投資業務：ベンチャーキャピタル投資

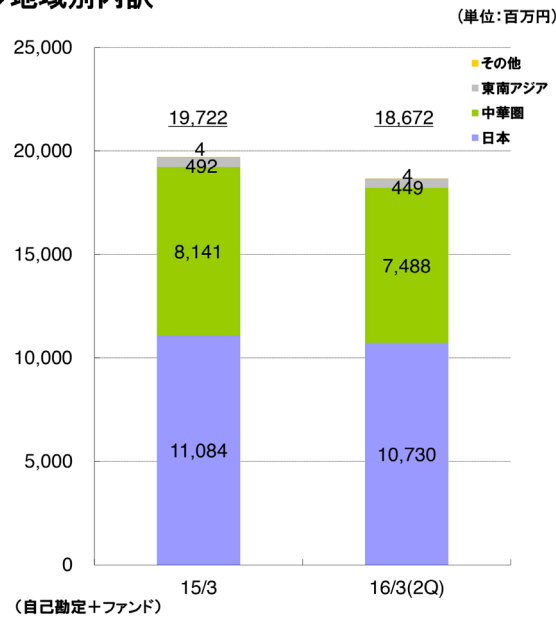


出所：会社資料

地域別の投資残高は、日本が 58%、中華圏（中国、香港、台湾）が 40% である。業種別では、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・自動車関連」「サービス関連」「その他」と多岐にわたっている。

投資残高地域別内訳

◆地域別内訳



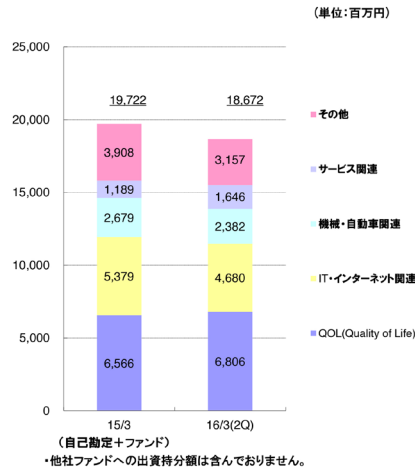
・他社ファンドへの出資持分額は含んでおりません。

出所：会社資料

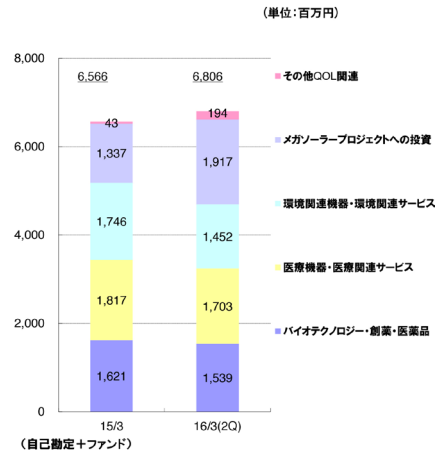
2016 年 1 月 8 日 (金)

投資残高業種別内訳

◆業種別内訳



◆QOL(Quality of Life)関連 内訳



出所：会社資料

主な投資先企業

分野	企業名	事業内容
環境・エネルギー	株式会社洗陽電機	ESCO、メガソーラーEPC、省エネ支援サービス等
	リニューアブル・ジャパン株式会社	太陽光・風力・地熱・小水力発電事業、関連器材輸入事業、金融商品取引業、コンサルティング事業
	株式会社レノバ	再生可能エネルギー、メガソーラー、プラスチックリサイクル、アジア環境ビジネス、カーボンオフセット、調査・コンサルティング
	株式会社ナガオカ<6239>	石油精製・石油化学プラント用内部装置、取水用スクリーン、水処理装置、高速海底浸透取水システム装置
インターネット関連	リファインバース株式会社	廃棄物を原料とした素材メーカー、精密加工技術による使用済みタイルカーペットからの合成樹脂再生素材「リファインパウダー」の製造・販売
	株式会社エルテス	リスク検知に特化したビッグデータ解析によるソリューションの提供
	株式会社アクセスブライト	スマートフォンを中心としたモバイルゲームの中国パブリッシング事業
	株式会社リッチメディア	美容健康領域におけるインターネットメディアの運営
ものづくり新技術・新サービス	株式会社ウェブレッジ	Webサービスに関する第三者品質検証・測定事業、モバイル品質検証事業、クラウドソーシング型検証事業、その他検証事業
	株式会社ミックスネットワーク	Webサイト運営の基盤ツール「SITE PUBLIS(サイト・パブリス)」シリーズの提供
	株式会社ネットマーケティング	アフィリエイトエージェント事業、トレーディングデスク事業、自社メディア運営事業、ライセンス事業
	株式会社PEZY Computing	プロセッサ、PCBボード、システム、ソフトウェアの開発と販売
医療・介護・バイオ・ヘルスケア	株式会社ExaScaler	大規模な省力化・省スペース化を可能にするスーパーコンピュータ・新サーバーシステムの開発・販売
	株式会社ロゼッタ<6182>	次世代オンライン自動翻訳「熟考」の開発・運営、IT技術による革新的翻訳受託サービス
	瀋陽鋭易特軟件技術有限公司	「エンタープライズ・サービス・バス(ESB)」ミドルウェアの開発・販売
	プラスワン・マーケティング株式会社	SIMフリー端末の企画、開発、販売、MVNO(仮想移動体サービス事業者)
	スキューズ株式会社	FA(ファクトリーオートメーション)事業、ロボット事業、ソリューション事業
	瀋陽泉輝国際老年康復有限公司	介護・リハビリ施設運営
	株式会社メガカリオン	ヒトiPS細胞由来となる血小板製剤の研究開発
	株式会社ジェノミックス	再生誘導医薬の研究開発
	瀋陽邁思医療科技有限公司	医療機器(呼吸器・酸素発生器)の開発・製造・販売
	天津市塑料研究所有限公司	医療用プラスチック製品の研究開発、製造、販売
	iHeart Japan株式会社	ヒトiPS細胞由来の心血管系細胞を用いた革新的次世代医療の研究開発
	株式会社レグイミューン	免疫、アレルギー疾患の根治療養開発
	株式会社グリーンベプタイド<4594>	がん免疫治療薬の研究、開発、製造、販売
	Sinomed Holding Limited	北京を拠点にしたインプラント医療機器の製造販売

2016 年 1 月 8 日（金）

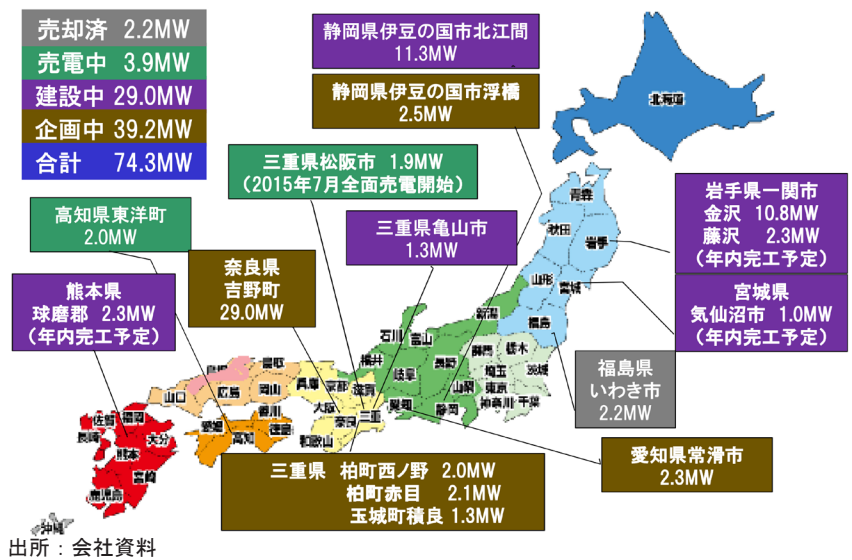
※ 再生可能エネルギーで発電した電気を、電力会社が一定の価格で買い取ることを国が保証する制度

安定収益の拡大に向け、メガソーラー事業投資に参入

(2) メガソーラー事業投資への参入

同社は、2012 年 7 月に「再生可能エネルギーの固定価格買い取り制度」※が導入されたことを契機として、長期的に安定した収益が見込まれるメガソーラー事業投資にも参入した。長年の課題であった安定収益の拡大のほか、同社の注力投資分野である「環境・エネルギー」とのシナジー創出（関連するベンチャー企業の発掘や育成など）や、ファンド化及び証券化ビジネスへの展開等も視野に入れているようだ。2018 年 3 月期までに 100MW のプロジェクトを完成させ、売電を開始する計画である。2015 年 2 月には丸紅グループとの協業による第 1 号案件（福島プロジェクト）の売電が開始され、前期（2015 年 3 月期）にも 4 件の新規プロジェクトで建設に着手するなど順調に実績を積み上げている。また、2014 年 12 月にはプロジェクトへの投資資金調達のために新株予約権を発行し、累計で 15 億円の調達を行った。2015 年 9 月末現在で企画段階を含めて合計 74.3MW のプロジェクトを獲得している。

メガソーラー事業投資の進捗状況（2015 年 9 月末現在）



2015 年 8 月には、日本全国各地でメガソーラーを中心とする再生可能エネルギー発電所の開発を手掛けるリニューアブル・ジャパン（株）へのベンチャー投資も前述の First Eastern グループと共同で行っている。同社のメガソーラー事業投資のパートナーでもあることから、メガソーラー事業投資からの安定収益のみならず、ベンチャー投資及び成長支援によるキャピタルゲインの獲得にも狙いがあるとみられる。

また、2015 年 11 月には、再生可能エネルギー発電所の開発会社及び国内大手金融機関とともに、メガソーラープロジェクトを投資対象とするファンドを設立することを決定した。ファンド総額は 32 億円の予定であるが、発電所の建設にかかる総工費の 80% 程度を金融機関からプロジェクトファイナンスにより調達する方針としており、今回設立したファンドからは、総額 180 億円のメガソーラープロジェクトの投資を行う予定となっている。

2016 年 1 月 8 日（金）

■ 沿革

前身は経済同友会を母体として設立

同社の前身である日本アセアン投資（株）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 月には東京証券取引所市場第 1 部へ上場を果たすと、2009 年からは日本とアジアにまたがるグロース投資事業を拡大し、2012 年には安定収益の拡大のためメガソーラー事業などの新規事業も開始した。

■ 企業特長

キャピタルゲイン、インカムゲイン、ファンド運営報酬が収益源

(1) 収益モデル

同社の収益源は、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に分類される。そのうち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ものである。したがって、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残高を増やすこと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。なお、売却の手段には、IPO（新規上場）企業や上場済み企業の株式を株式市場で売却するほか、トレードセール（相対取引）などがある。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うえに、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る。したがって、キャッシュフロー（利益）が安定して増加している企業（事業）に対する投資残高を積み上げることが安定的な収益の拡大につながり、ミドルリスク・ミドルリターン型の収益と言える。同社が新たに参入したメガソーラー事業投資に関する収益もこのタイプに属している。

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。

アジアでの実績と圧倒的なブランド力

(2) 同社の強み

同社の強みは、a) アジアでの実績、b) 日本でのブランド力、c) パートナー及びネットワーク、d) 柔軟な投資方針の 4 つに集約できる。

a) アジアでの実績

設立以来 30 年にわたり、日本とアジアの経済交流に貢献するとともに、海外 IPO が累計 98 社、海外投資実績が累計 1,300 億円超と実績を積み上げてきた。これらの実績のもと、クロスボーダーでの成長支援ができることが大きな差別化要素となっている。

b) 日本でのブランド力

経済同友会を母体として設立されたことや東証 1 部上場企業であることから、国内の独立系ベンチャーキャピタルにおいて圧倒的なブランド力があると考えられる。また、国内 IPO が累計 195 社、国内投資実績が累計 1,900 億円超となっており、数々の優良企業を育て上げてきたことも同社のブランド力を高めている。

c) パートナー及びネットワーク

豊富な投資経験を通じて、日本及び中華圏に事業パートナーを擁しており、強力なネットワークを構築しているところも強みであり、投資先の成長支援やファンド運営にも活用されている。

d) 柔軟な投資方針

ベンチャー投資を原点としながらも、柔軟な投資方針により企業ステージや業種に拘らず広範な収益機会を獲得している。また、新規投資分野として、再生可能エネルギー事業投資にも参入しており、インカムゲイン志向型投資の拡大に取り組んでいる。

業績推移

業績指標として営業総利益に注目することが妥当

(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、配当収入（インカムゲイン）や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い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配当収入（インカムゲイン）、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っていることにも注意する必要がある。

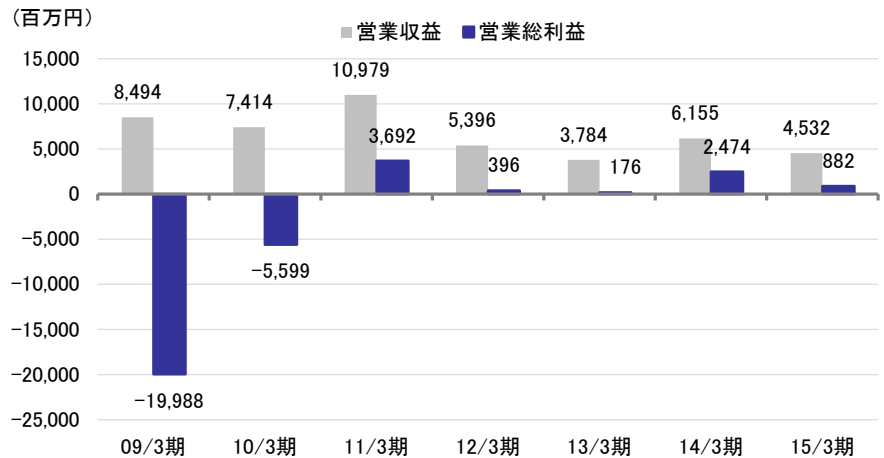
2016 年 1 月 8 日（金）

変動幅が大きい投資損益、財務体質の改善を進める

(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、2009 年 3 月期の営業総利益が大きく落ち込んでいるのは、リーマンショックによる世界同時不況の影響によるものである。株式市場の低迷によりキャピタルゲインの確保に苦戦したことに加え、株価の下落や投資先の経営破綻に対する多額の評価損を計上したことが業績の足を引っ張った。2011 年 3 月期には、株式市場の回復等により一旦立ち直ったものの、その後も東日本大震災や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、投資先である白元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。

営業収益及び営業総利益の推移



営業総利益の内訳を見ると、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ものの、比較的安定的に推移している。また、投資業務におけるインカムゲインも規模は小さいながら収益貢献してきた。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、プラスからマイナスの大きな変動幅の中で不安定に推移してきた。

営業総利益の内訳の推移

	09/3 期	10/3 期	11/3 期	12/3 期	13/3 期	14/3 期	15/3 期
営業総利益	-19,988	-5,599	3,692	396	176	2,474	882
運営報酬	1,827	1,755	1,383	1,050	852	865	634
管理報酬	1,559	1,294	1,088	966	815	733	571
成功報酬	268	461	295	84	37	132	63
投資損益	-22,503	-7,731	1,573	-847	-1,012	1,042	178
実現キャピタルゲイン	181	249	1,904	526	1,025	2,523	1,883
営業投資有価証券評価損	-15,069	-2,829	-627	-394	-174	-45	-1,233
投資損失引当金繰入額	-7,615	-5,151	296	-978	-1,863	-1,435	-471
インカムゲイン等	304	275	584	66	132	425	24
その他	382	101	151	126	204	139	44

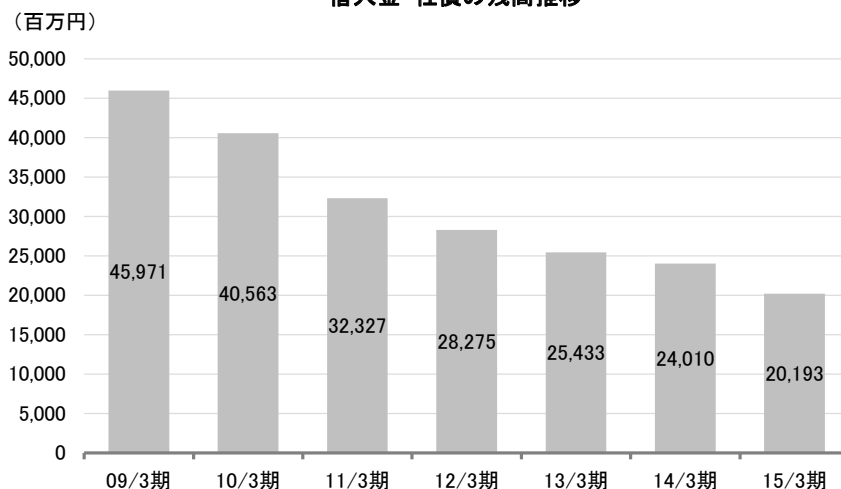
出所：決算説明資料

2016 年 1 月 8 日（金）

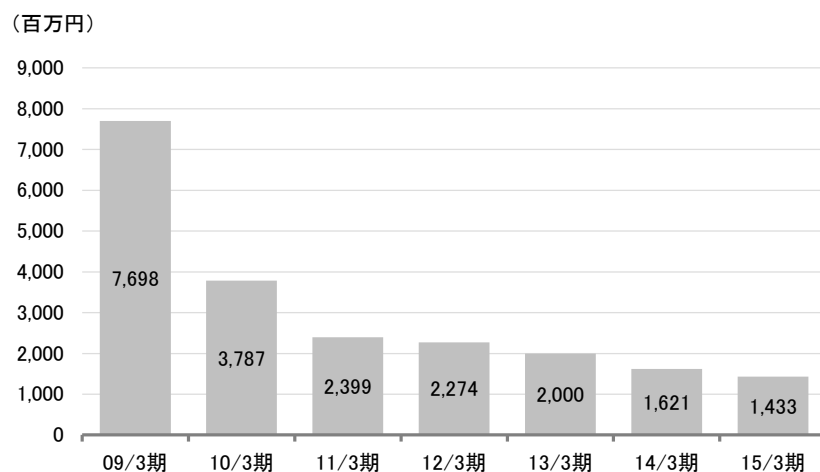
■業績推移

一方、2009 年 3 月期におけ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）は年々減少しており、販管費（特に人件費や賃借料）の削減も進めてきた。有利子負債残高は 2009 年 3 月期の 459 億円から 2015 年 3 月期には 201 億円と約 56% の削減を実現しており、販管費も縮小傾向をたどってきた。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改善の傾向にある。特に 2015 年 3 月期に自己資本比率が大きく改善したのは、メガソーラー事業投資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）などによるものである。

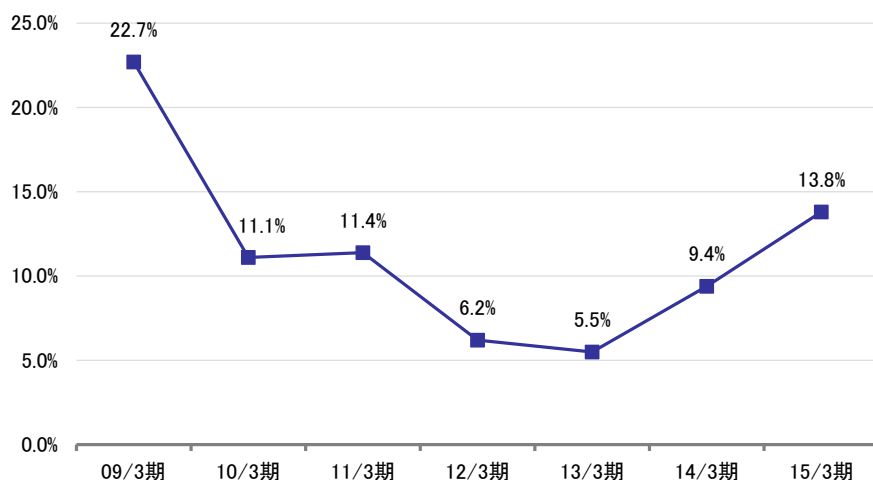
借入金・社債の残高推移



販管費の推移

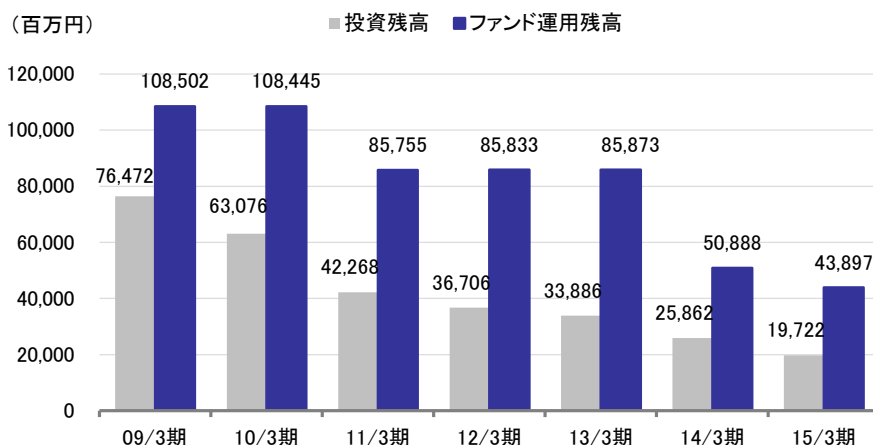


自己資本比率の推移



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、年々縮小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、2014 年 3 月期以降、新たな設立がないことから、既存ファンドの満期到来に伴って大きく縮小してきた。もともと、財務体質の改善に一定のめどが立ったことやメガソーラー事業投資が順調に立ち上がったことなどから、今後は再び拡大基調に入るものとみられる。

ファンド運用残高及び投資残高の推移



■決算動向

第 2 四半期は増収・大幅な損益改善

(1) 2016 年 3 月期第 2 四半期累計決算の概要

2016 年 3 月期第 2 四半期累計の業績（ファンド連結基準）は、営業収益が前年同期比 13.2% 増の 2,735 百万円、営業利益が 26 百万円（前年同期は 438 百万円の損失）、経常損失が 56 百万円（前年同期は 599 百万円の損失）、純利益が 36 百万円（前年同期は 977 百万円の損失）と増収及び大幅な損益改善により、8 年ぶりに上期の純利益が黒字に転換した。

また、従来連結基準でも、営業収益が前年同期比 10.4% 増の 1,956 百万円、営業損失が 146 百万円（前年同期は 666 百万円の損失）、経常損失が 202 百万円（前年同期は 789 百万円の損失）、純損失が 148 百万円（前年同期は 986 百万円の損失）と営業黒字への転換には届かなかったものの、増収及び大幅な損失幅の縮小を実現している。

従来連結基準による業績の概要は以下のとおりとなっている。

営業収益は、投資先の IPO（新規上場）は大型案件の延期等から減少したものの、未上場の投資先の相対取引（トレードセール）や既上場株式の売却を進めたことが増収に寄与した。

一方、営業総利益が大きく増益となったのは、投資損益の黒字転換によるものである。実現キャピタルゲインは IPO の減少等により若干減少したものの、前期業績の足を引っ張った多額の営業投資有価証券評価損（投資先の経営破綻による特殊要因）の影響が解消されたことから大幅な損益改善となった。

営業損益も、販管費が組合持分（成功報酬の支払い等）の増加により拡大したことなどから、営業黒字への転換には届かなかったものの、大幅な損失幅の縮小を実現した。なお、当該成功報酬を除いた経常的な販管費では、ほぼ前年同期並みの水準を維持している。

また、特別損益として、関係会社の売却に伴う投資有価証券売却益などを計上したこと、最終的な四半期純損失も大きく改善している。

財務面では、総資産が借入金の返済等に伴う現預金の減少や投資資産の回収による営業投資有価証券の減少等により 23,019 百万円（前期末比 5.6% 減）と縮小した一方、自己資本は新株予約権が行使されたことにより 3,700 百万円（前期末比 9.7% 増）に大きく増加したこと、自己資本比率は 16.1%（前期末は 13.8%）に改善された。また、有利子負債残高も 18,460 百万円（前期末比 8.6% 減）に削減しており、引き続き財務体質の改善が図られている。

2016 年 3 月期決算の概要

（単位：百万円）

	2015 年 3 月期上期 ファンド連結 実績		2016 年 3 月期上期 ファンド連結 実績		増減	
		構成比		構成比		増減率
営業収益	2,416		2,735		319	13.2%
営業原価	2,200	91.1%	1,665	60.9%	-535	-24.3%
営業総利益	216	8.9%	1,069	39.1%	853	394.9%
販管費	654	27.1%	1,043	38.1%	389	59.5%
営業利益	-438	-	26	1.0%	464	-
経常利益	-599	-	-56	-	543	-
四半期純利益	-977	-	36	1.3%	1,013	-



日本アジア投資

8518 東証 1 部

2016 年 1 月 8 日（金）

（単位：百万円）

	2015 年 3 月期上期		2016 年 3 月期上期		増減	
	従来連結	実績 構成比	従来連結	実績 構成比	増減	増減率
営業収益	1,772		1,956		184	10.4%
営業原価	1,758	99.2%	1,220	62.4%	-538	-30.6%
営業総利益	14	0.8%	736	37.6%	722	5157.1%
販管費	680	38.4%	882	45.1%	202	29.7%
営業利益	-666	-	-146	-	520	-
経常利益	-789	-	-202	-	587	-
純利益	-986	-	-148	-	838	-

（単位：百万円）

	2015 年 3 月期上期		2016 年 3 月期上期		増減	
	従来連結	実績	従来連結	実績	増減	増減率
営業総利益	14		736		722	5157.1%
投資事業組合等管理業務	271		300		29	10.7%
管理報酬等	268		241		-27	-10.1%
成功報酬	3		58		55	1833.3%
投資業務	-290		433		723	-
投資損益	-365		354		719	-
実現キャピタルゲイン	613		544		-69	-11.3%
営業投資有価証券売却高	1,373		1,557		184	13.4%
営業投資有価証券売却原価	-759		-1,013		254	33.5%
営業投資有価証券評価損	-861		-36		-825	-95.8%
投資損失引当金繰入額	-118		-152		34	28.8%
インカムゲイン	66		40		-26	-39.4%
組合持分利益等（ネット損益）	9		37		28	311.1%
その他	32		2		-30	-93.8%

（単位：百万円）

	2015 年 3 月末		2015 年 9 月末		増減	
	従来連結		従来連結		増減	増減率
総資産	24,396		23,019		-1,377	-5.6%
自己資本	3,373		3,700		327	9.7%
自己資本比率	13.8%		16.1%		2.3	-
有利子負債残高	20,193		18,460		-1,733	-8.6%
投資残高	19,722		18,672		-1,050	-5.3%
ファンド運用残高	43,897		41,106		-2,791	-6.4%

業務別の業績は以下のとおりである。

a) 投資事業組合等管理業務

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は、新たな設立等がなかった一方、満期を迎えたファンドについて着実に清算を進めた結果、18 ファンドで 411 億円（前期末は 21 ファンド、438 億円）と減少した。一方、運営報酬は 300 百万円（前年同期比 10.7% 増）と好調に推移した。運営報酬のうち管理報酬についてはファンド運用残高の減少に伴って減少したものの、成功報酬の発生が運営報酬の伸びに寄与した。

b) 投資業務

重点業種である「環境・エネルギー」や「IT・インターネット関連」「医療・介護・バイオ・ヘルスケア」「ものづくり新技術・新サービス」などを中心に 15 億円の新規投資を実行したが、投資残高は 186 億円（前期末 5.3% 減）に減少した。一方、投資損益では、投資先の IPO が大型案件の延期等から 3 社※（前年同期は 4 社）にとどまったものの、中国の環境関連の投資先と中国上場企業との M&A を実現させるなど、IPO 以外の売却機会の創出に取り組んだことや既上場株式の売却を進めたことから、一定の売却高やキャピタルゲインを確保できた。また、前期業績の足を引っ張った特殊要因（投資先の経営破綻による評価損 839 百万円）による影響が解消したことから大幅な投資損益の改善となった。

※ IPO3 社のうち、国内企業は（株）ナガオカと（株）エスケーホームの 2 社

2016 年 1 月 8 日（金）

特殊要因がなければ通期の営業黒字転換も可能

(2) 2016 年 3 月期の業績見通し

2016 年 3 月期の業績予想について同社は、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。

弊社でも、下期の業績は株式市場等の動向に左右されるものとみているが、上期の実績等から勘案して、前期のような特殊要因がなければ、大幅な損益改善を達成できるものと見込んでおり、従来連結基準での営業黒字転換も可能であろうと判断している。

一方、トップラインである営業収益（特にキャピタルゲイン）の拡大のためには、同社が積極的に取り組んでいる IPO 以外の売却（トレードセール）をどこまで積み上げるかがポイントになるとしており、その進捗にも注目したい。

■今後の事業戦略

環境・エネルギーなど注力分野へ投資

同社の事業戦略の柱は、(1) 注力分野への投資とファンドの早期設立、(2) インカムゲイン志向型投資の拡大、(3) 既存ポートフォリオの価値向上、(4) 財務体質の強化の大きく 4 つである。

(1) 注力分野への投資とファンドの早期設立

同社は、日本と中国を重点投資地域にするとともに、同社が強みを持つ「環境・エネルギー」「QOL（医療・介護・ヘルスケア・バイオ）」のほか、成長性のある「情報通信技術」「新技術・新サービス」を重点業種として投資を行う方針である。特に「環境・エネルギー」は、再生可能エネルギー投資（メガソーラー事業投資等）とのシナジーによる投資先支援ができる分野であり、「QOL」についても、社内に専門性とネットワークを持つ人材を抱えているほか、パートナーとの協業が期待できる。

ファンドの新規設立については、前述のとおり、2015 年 11 月以降、同社が新たな成長フェーズに入るための要となる実績が現れてきている。

まず、同社の重点業種に対する投資実績や投資先支援の実績が国内大手金融機関から評価を受け、2015 年 12 月には、25 億円規模のベンチャー企業向けファンドの設立を決定した。今後も、更なる優良投資先の獲得に生かすとともに、後続となる国内ベンチャー企業向けファンドの設立も目指している。加えて、2015 年 12 月に資本業務提携した香港の大手投資グループ First Eastern グループとともに、2016 年 6 月を目途に 100 億円から 200 億円規模で日本の成長企業を投資対象としたファンドの設立を目指している。なお、メガソーラープロジェクト向けファンドについてもファンドの新規設立を決定しており、大きな進展を図った。ファンド運用残高は減少傾向をたどっており、今後も既ファンドの満期到来により清算が進んでいくものの、ファンドの新規設立を促進することで、5 年後には現在の運用残高を上回る規模を確保することを目指している。

なお、First Eastern グループとの業務提携内容は日本でのファンドの設立に留まらず、M&A 及び不動産投資に関する助言業務や、アジアでの投資、インフラ及びエネルギーに関連する投資など広範に亘り、今後の同社の事業ポートフォリオの多様化を示唆している。

2016 年 1 月 8 日（金）

メガソーラー事業投資など安定収益を目指した投資を拡大

(2) インカムゲイン志向型投資の拡大

ベンチャー投資やプライベートエクティ投資によるハイリスク・ハイリターン型の収益への依存度を是正するため、安定収益の拡大を目指しているが、その中核にあるのは、メガソーラー事業投資である。前述のとおり、2018 年 3 月期には 100MW のプロジェクトを完成させ、売電を開始する計画であるが、さらに 2020 年 3 月期までには、販管費を安定収益（ファンドの運営報酬とインカムゲイン）でカバーする体制を目指している。

一方、懸念材料としては、今後開発する案件において固定買取価格の低下に対応した採算性の確保が挙げられる。同社は、発電所の設計コスト削減や、プロジェクトに対する金融機関から調達資金の割合（レバレッジ）を増やすなど、採算性を高める手法を探っていく方針であり、プロジェクトファイナンスのアレンジ能力やノウハウ、各パートナーとの協業が生かせる同社にとっては、むしろ真骨頂を発揮できるところと言えよう。また、メガソーラー以外の再生可能エネルギー投資（地熱・風力・バイオマス）への取り組みも検討しているようだ。

充実した支援により投資先の価値向上に注力

(3) 既存ポートフォリオの価値向上

同社が有望投資先企業と期待している前述の企業に加え、今後も、厳選した有望企業にまとまった金額を投資して一定のシェアを確保することで、充実した支援（販売支援、提携交渉支援、資金調達支援、資本政策支援など）を行い、投資先の価値向上に注力する方針である。積極的なバリューアッドにより、株式市場の影響を受けやすい IPO 以外の売却機会を作り出し、キャピタルゲインを獲得するところに狙いがある。

資本業務提携により更なる財務体質の強化を図る

(4) 財務体質の強化

同社は、前述のとおり、財務状況の悪化を受けて、有利子負債の返済やコスト削減に優先的に取り組んできたことから、財務体質の改善に一定のめどが立ってきた。今後は、攻めの費用や投資がある程度発生する見込みであるが、安定収益の拡大などによって黒字を定着化し、累積損失の解消を目指すとともに、既存ポートフォリオの売却による有利子負債の返済と期間利益の積み上げによる自己資本の増強を着実に進める方針である。将来的には D/E レシオ 1 倍未満（2015 年 9 月末現在では 5.1 倍）を目指している。

なお、前述のとおり 2015 年 12 月に発表した First Eastern グループとの資本業務提携と、成長資金調達のための新株予約権の発行により、今後更なる財務体質の強化が期待できる。

弊社では、事業戦略の目玉であるメガソーラー事業投資や新設した国内ベンチャーファンドの状況、First Eastern グループとの事業提携の進捗状況をフォローするとともに、中期的な視点から同社ならではの価値創出をどのような形で実現していくのかに注目していきたい。

■株主還元

財務体質の改善と安定収益拡大に向けた投資を優先

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、メガソーラー事業投資などが安定収益の柱に育ってくれば、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。

ディスクレーマー（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、株式会社東京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・表示したのですが、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、企業との電話取材等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