

## 日本アジア投資

8518 東証 1 部

<http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

2016 年 6 月 24 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

[企業情報はこちら >>>](#)

※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。

## ■ 投資損失の一巡と海外ファンドの収益寄与により黒字転換を達成

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 39,335 百万円 (17 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 18,783 百万円となっている (2016 年 3 月期末現在)。

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 月期の業績 (ファンド連結基準) ※は、営業収益が前期比 33.7% 減の 4,596 百万円と減収となったものの、総合的な収益力を示す親会社株主に帰属する当期純利益は 707 百万円 (前期は 731 百万円の損失) と黒字転換を達成した。売却案件の小型化により減収となったものの、投資損失の一巡や海外ファンドの収益寄与により大幅な損益改善となった。また、ファンド運用残高は前期末比 10.3% 減の 39,335 百万円と縮小傾向が続いているものの、3 年振りに 2 つのファンド (合計で 5,201 百万円) を新設しており、中身の入れ替えを伴う運用資産の拡大に向けて最初の一步を踏み出したと言える。

2016 年 3 月期の業績 (従来連結基準) は、営業収益が前期比 10.8% 減の 4,043 百万円と減収となったものの、親会社株主に帰属する当期利益は 597 百万円 (前期は 850 百万円の損失) と、営業利益以下のすべての利益段階で大幅な増益、及び黒字転換を実現している。

2017 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。ただ、今期については、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おり、営業収益を前期比 26.1% 増の 5,100 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 37.2% 減の 375 百万円と見込んでいる。成功報酬などの不確実性の高い収益を織り込んでいないことから親会社株主に帰属する当期純利益は減益の格好となるが、2 期連続での黒字を確保する見通しである。弊社でも、同社の業績見込値の前提には合理性があることから、投資案件の売却が計画どおりに進捗すれば十分に実現可能であるとみている。

同社は、今後の事業計画のテーマとして、(1) 国内投資実行、(2) First Eastern との提携推進、(3) 再生可能エネルギー投資拡大、(4) 既存ポートフォリオの価値向上 (VA) の 4 つを掲げており、事業拡大に向けて舵を切る方針である。特に、2018 年 3 月期までに 100MW 超の売電を開始するとともに、2020 年 3 月期までにはファンド運用残高を増加させる計画であり、財務基盤の健全性や安定収益を確保しつつ、優良資産の積み上げを図っていく構えである。

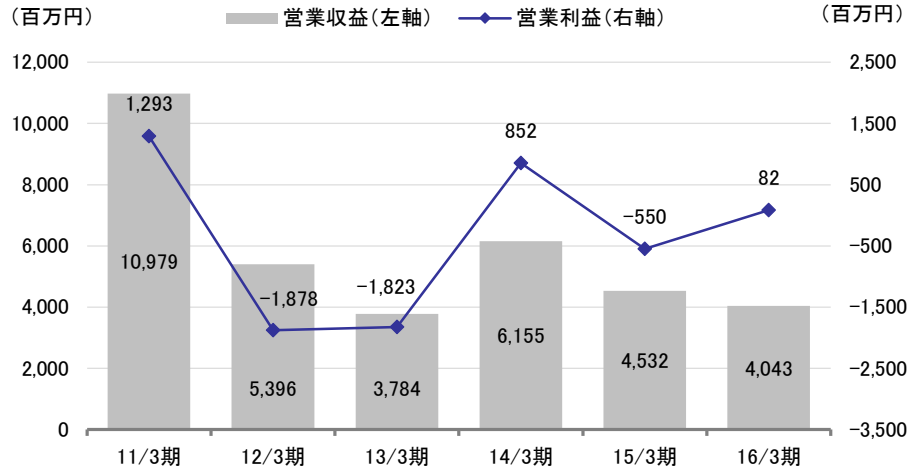
弊社では、これまでの課題であった財務体質の改善に一定のめどが立ったことや安定収益の確保を目的として取り組んできたメガソーラー事業も順調に進展していることから、これからの運用資産拡大に向けた動きに注目している。特に、豊富な実績や幅広いネットワークをもつ First Eastern グループとの連携がカギを握るものとみており、今後の動向をフォローしていきたい。

また、メガソーラー事業については、上場インフラファンド市場の開設など、計画当初と比べて外部環境が大きく変化していることを受け、投資案件の一部売却も視野に入れる方針へと見直しを行っているが、投資案件の含み益の拡大や、それを実現する機会が増えていることは同社にとって大きなアドバンテージになるものとみている。

## Check Point

- ・ 2016 年 3 月期の投資先 IPO 実績は国内 6 社、海外 2 社に
- ・ 損失処理の一巡と好調な海外ファンドの収益寄与により最終黒字化を実現
- ・ 従来連結基準では増収・2 期連続の黒字を見込む

営業収益と営業利益の推移(従来連結基準)



出所: 会社資料からフィスコ作成

## ■ 事業概要

### 日本とアジアでの豊富な投資経験とブランド、ネットワークなど事業基盤を有する

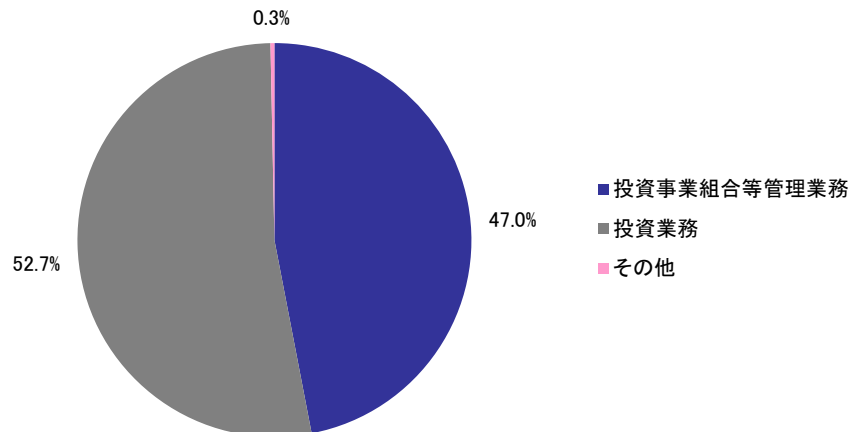
#### (1) 事業内容

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 39,335 百万円（17 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 18,783 百万円の規模となっている（2016 年 3 月期末現在）。

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 47.0%、投資業務（投資損益等）が 52.7% となっている（2016 年 3 月期実績）。

業務別の営業総利益構成比

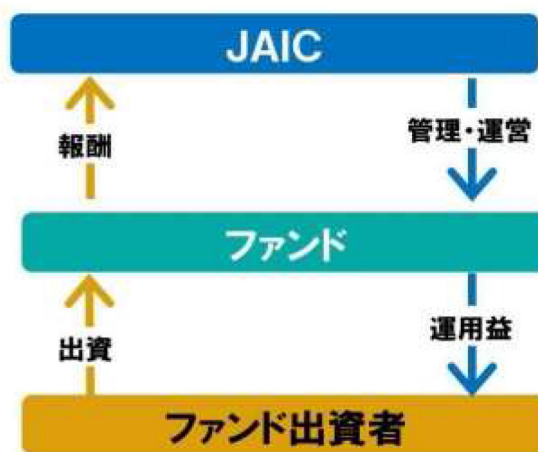


業務別の概要は以下のとおりである。

#### 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。2016 年 3 月期末のファンド運用残高は 39,335 百万円（17 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



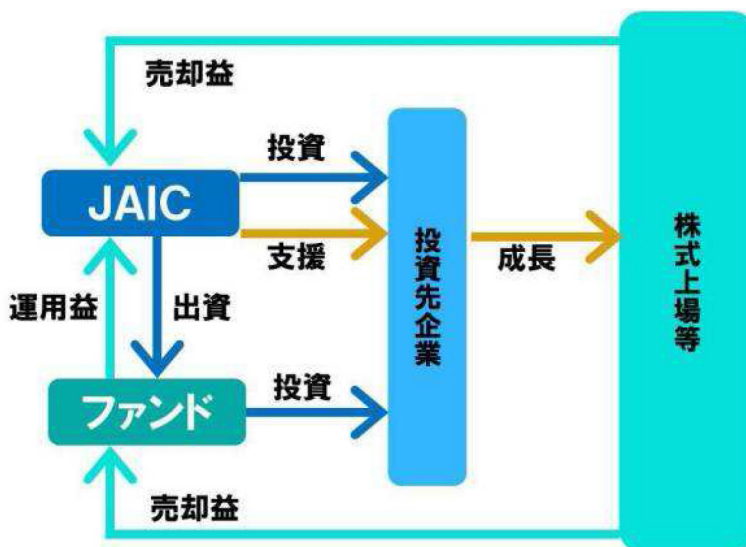
出所：会社資料

地域別投資残高は日本 64%、中華圏 34%、業種は多岐にわたる

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による売電収入を含め、安定収益の獲得を目指した投資も拡大している。2016 年 3 月末の投資残高は合計 18,783 百万円（223 社）であるが、そのうち自己勘定が 89 億円、ファンド勘定が 98 億円となっている。

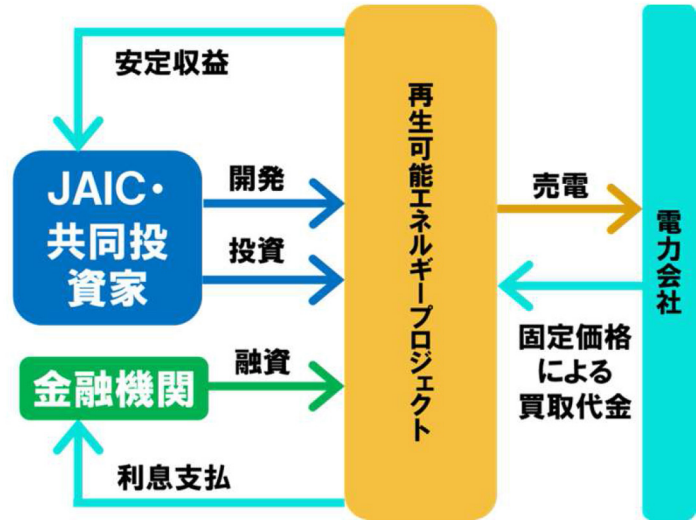
投資業務（プライベートエクイティ）



出所：会社資料

※「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。

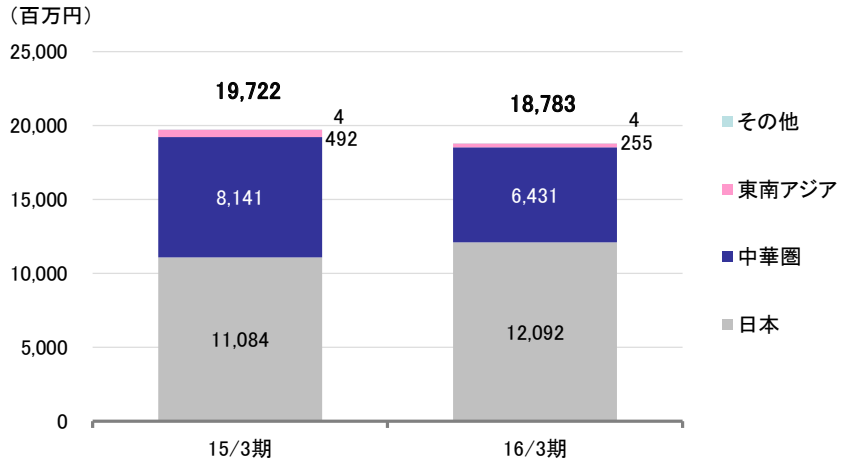
投資業務（再生可能エネルギープロジェクト）



出所：会社資料

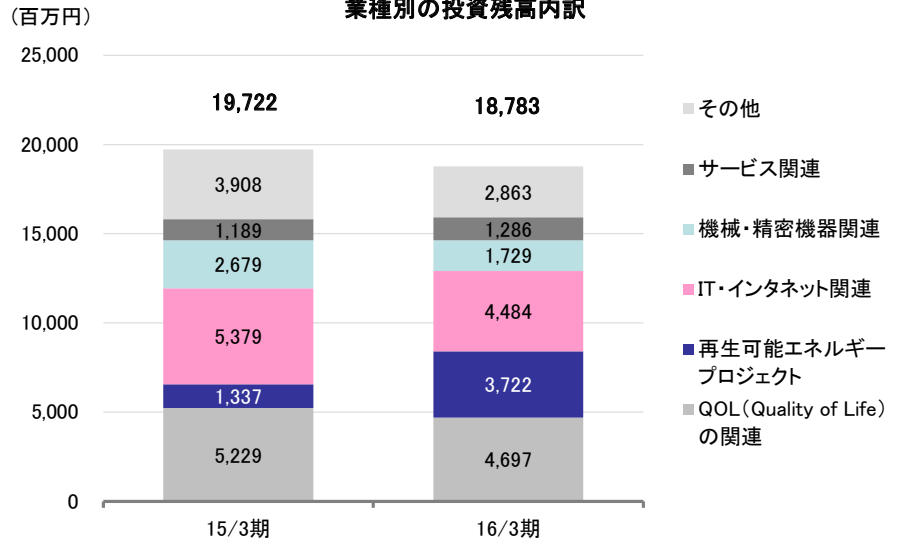
地域別の投資残高は、日本が 64.3%、中華圏（中国、香港、台湾）が 34.2% である。業種別では、プライベートエクイティでは、注力する「QOL（Quality of Life）関連」※のほか、「IT・インターネット関連」「機械・自動車関連」「サービス関連」「その他」と多岐にわたっている。加えて、再生可能エネルギープロジェクトの投資残高も、事業拡大に伴い増加している。

地域別の投資残高内訳

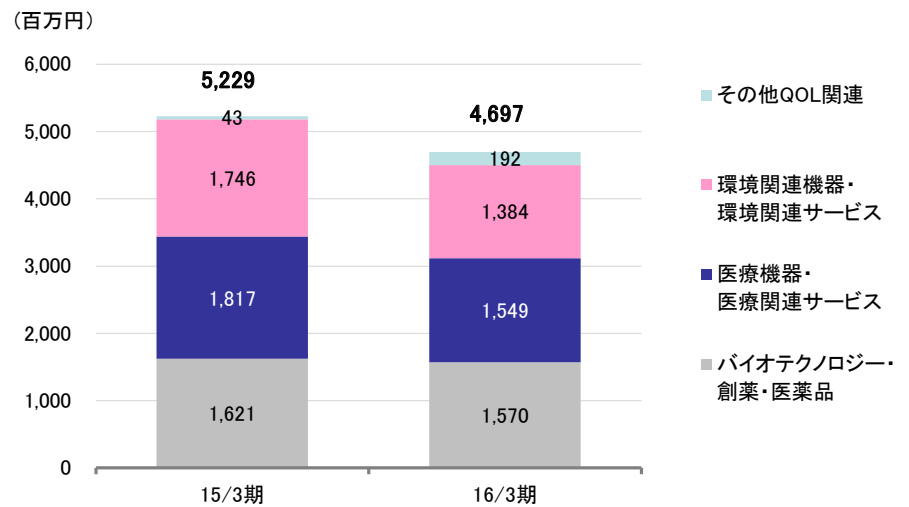


注:他社ファンドへの出資持分額を含まない

業種別の投資残高内訳



QOL (Quality of Life) 関連の内訳





主な投資先企業

<p>株式会社リグア                  接骨院・整骨院に特化したCRM（患者情報管理ソフト）、経営支援コンサルティング                  投資実行日：2016年3月30日</p>	<p>株式会社TORICO                  「漫画全巻ドットコム」の運営、マンガアプリ「スキマ」の運営等、マンガ事業、インターネット事業                  投資実行日：2016年3月10日</p>
<p>株式会社ワンダーリーグ                  賞金イベント連動型のスマホゲーム「モバイルスポーツ™」のプラットフォームの提供                  投資実行日：2016年2月29日</p>	<p>FacePeer株式会社                  Web上でのFace to Faceコミュニケーションプラットフォーム「FaceHub（フェイスハブ）」の設計・開発・販売及び運用                  投資実行日：2016年2月26日</p>
<p>株式会社グローバルトラストネットワークス                  外国人に特化した家賃保証、不動産賃貸仲介、携帯電話（MVNO）事業、アルバイト・職業紹介、人材派遣                  投資実行日：2016年2月8日</p>	<p>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                  投資実行日：2015年10月2日</p>
<p>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                  投資実行日：2015年9月17日</p>	<p>株式会社葵                  日本最大級の中高生向けライブ学習サービス「スマホ学習塾アオイゼミ」の運営                  投資実行日：2015年8月25日</p>
<p>リニューアブル・ジャパン株式会社                  太陽光発電事業・風力発電事業・地熱発電事業・小水力発電事業、関連器材輸入事業、コンサルティング事業、金融商品取引業                  投資実行日：2015年8月7日</p>	<p>瀋陽泉輝国際老年康復有限公司                  介護・リハビリ施設運営                  投資実行日：2015年5月8日</p>
<p>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                  投資実行日：2015年3月23日</p>	<p>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                  投資実行日：2015年2月26日</p>
<p>瀋陽銳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）」モデルウェアの開発・販売                  投資実行日：2015年2月10日</p>	<p>株式会社ジェノミックス                  再生誘導医薬の研究開発                  投資実行日：2015年1月19日</p>
<p>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ー・新サーバシステムの開発・販売                  投資実行日：2014年11月28日</p>	<p>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                  投資実行日：2014年9月22日</p>
<p>ブラスワン・マーケティング株式会社                  SIMフリー端末の企画、開発、販売                  投資実行日：2014年9月10日</p>	<p>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                  投資実行日：2014年8月20日、9月5日</p>
<p>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                  投資実行日：2014年9月1日</p>	<p>Twenty Five Miles Limited                  中国にてフリーマーケット携帯アプリ「小交易」を運営                  投資実行日：2014年7月10日</p>
<p>株式会社 光陽電機                  ESCO、メガソーラー-EPC、省エネ支援サービス等                  投資実行日：2014年5月30日                  出所：同社 HP</p>	<p>FANGDD NETWORK GROUP LTD                  不動産仲介サイト「房多多」等の不動産サービス                  投資実行日：2014年5月8日</p>

## ■ 主な活動実績

### 大型ファンド組成と投資活動の共同のため香港大手投資グループ FE 社と資本業務提携

#### (1) First Eastern グループとの資本業務提携を締結

2015 年 12 月に、香港の大手投資グループ First Eastern (Holdings) Limited (以下、FE 社) と大型ファンドの組成と投資活動を共同で行うことを目的とした資本業務提携を締結した。FE 社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、ホテル産業、インフラ事業等の幅広い分野において、全世界で約 200 社への投資実績を持つ。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。

FE 社グループは同社の大口借入先であるが、今回の資本提携によって 835 百万円の借入金が資本に振り替わったため、債務の圧縮と自己資本の増強による財務体質の強化が図られた。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、FE 社グループとの業務提携の第 1 弾として、インバウンド関連等の国内企業を投資対象とした 100 億円規模のグロースファンド設立を目指しており、投資候補となる有望企業の開拓に注力している。

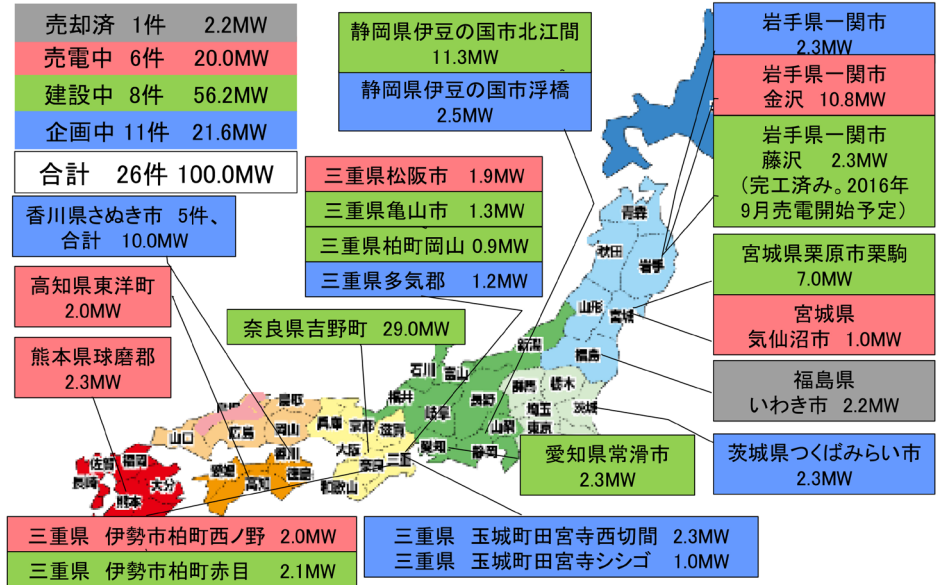
### メガソーラー事業は企画段階を含めて既に合計 100MW のプロジェクト

#### (2) メガソーラー事業投資の進捗

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、ファンド化も展開している。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) の売電を開始し、その他にも順調に実績を積み上げてきた。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。前期も 27 億円の投資を行っており、2016 年 3 月末現在で企画段階のものを含めると既に合計 100MW (26 件) 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 (2016 年 3 月末現在)



出所：会社資料

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 FE 社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、2016 年 2 月には、リニューアブル・ジャパン (株) 及びあおぞら銀行 <8304> 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した。三菱 UFJ リース <8593> からも出資を受け、ファンド総額は設立時点で 32 億円となった。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 140 億円のメガソーラープロジェクトの投資を行う計画となっている。

ただ、メガソーラー事業については、資金調達力や運営実績などの面で同社の優位性が高まっていることから、相対的に採算性の高いプロジェクト※への投資機会が集まる傾向にある一方、メガソーラープロジェクトを投資対象とする上場 REIT が設立されるなど、投資したプロジェクトを継続的に保有するだけでなく途中で売買するための制度基盤が整備されつつあり、計画当初と比べて外部環境は大きく変化している。

同社では、外部環境の変化を前向きにとらえて、今後は中長期的な安定収益に加え、投資案件の一部売却による短期的な収益への貢献も視野に入れつつ、さらなる事業規模の拡大を目指す方針に見直しを行った。

※ 相対的に高い固定買取り価格 (32 円 /kwh 以上) で認定を受けている案件など

## 2016 年 3 月期の投資先 IPO 実績は国内 6 社、海外 2 社に

### (3) 投資先の IPO (新規上場) 実績

2016 年 3 月期における投資先の IPO (新規上場) 実績は、上場企業との株式交換 (海外 2 社) を含め、国内 6 社、海外 2 社の合計 8 社 (2015 年 3 月期は国内 4 社、海外 1 社の合計 5 社) と増加した。なお、国内 6 社については、フェニックスバイオ <6190> (東証マザーズ)、ヒロセ通商 <7185> (東証 JASDAQ)、ロゼッタ <6182> (東証マザーズ)、グリーンペプタイト <4594> (東証マザーズ)、エスケーホーム <1431> (福証 Q-Board)、ナガオカ <6239> (東証 JASDAQ) となっている。

#### 前期における IPO 実績 (国内 6 社)

	会社名 / 概要	証券コード	公開市場
1	 <b>(株)フェニックスバイオ</b> PXBマウスを用いた受託試験サービス	6190	東証マザーズ
2	 <b>ヒロセ通商(株)</b> 外国為替証拠金取引事業	7185	JASDAQスタンダード
3	 <b>(株)ロゼッタ</b> 自動翻訳サービス事業、翻訳、通訳事業、企業向け語学研修事業	6182	東証マザーズ
4	 <b>(株)グリーンペプタイト</b> がん免疫治療薬の研究、開発、製造、販売	4594	東証マザーズ
5	 <b>(株)エスケーホーム</b> 注文住宅の企画、設計、販売、施工、監理を主な事業内容とする戸建住宅事業及び付随する不動産販売事業等	1431	福証Q-Board
6	 <b>(株)ナガオカ</b> 石油精製・石油化学プラント用の内部装置、取水用スクリーン、水処理装置の製造販売、高速海底浸透取水システム装置の研究開発	6239	JASDAQスタンダード

出所：会社資料

## 3 年振りに 2 つのファンドを新設

### (4) 2 つのファンドを新規設立

2016 年 3 月期は 3 年振りに 2 つのファンド (合計 5,201 百万円) の新設も達成した。1 つは、前述したメガソーラープロジェクト向けである。もう 1 つは、2016 年 2 月に国内大手金融機関とともに設立した国内ベンチャー企業向けである。こちらは、ファンド総額 20 億円であり、主に他社運営ファンドからのポートフォリオ買取り (セカンダリー投資) などを行っているようだ。

## ■ 沿革

### 前身は日本と ASEAN 間の民間投資促進を目的に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

### 「実現キャピタルゲイン」「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、一般的にキャッシュフロー（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係る収益もこのタイプに属している。

## 日本アジア投資

8518 東証 1 部

<http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

2016 年 6 月 24 日 (金)

「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概ね連動するが、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。

### (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 198 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、安定収益の拡大に取り組んでいる。

## ■ 業績推移

### 同社の業績指標として営業総利益に注目

#### (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。

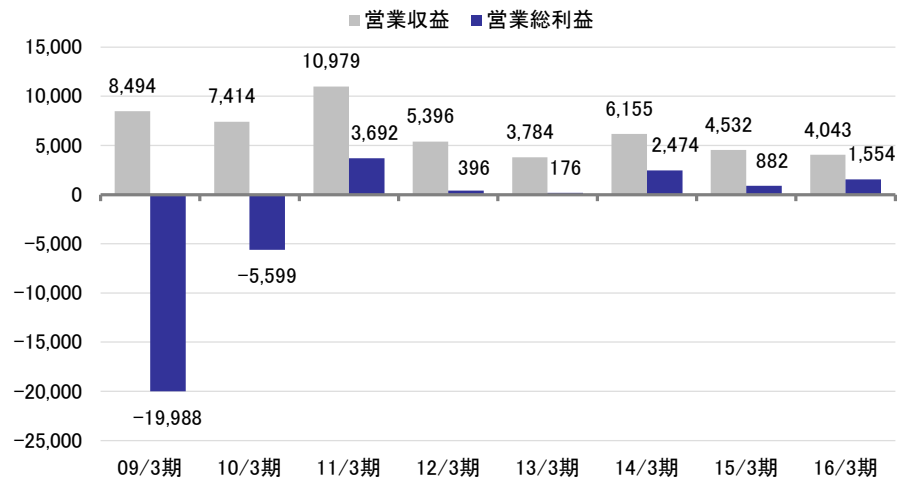
したがって、同社の業績指標としては、取得原価などを差し引いた投資損益やインカムゲイン（利息・配当収入や組合持分利益）、運営報酬などを足し合わせた営業総利益に注目するのが妥当であると考えられる。なお、営業総利益は、投資先の業績悪化や株式市場の低迷による「営業投資有価証券評価損」や「投資損失引当金繰入額」を反映しているため、それらが期間損益の大きな下振れ要因となっていることにも注意する必要がある。

## リーマンショック後に入れ替えた運用資産が良質に推移

## (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。ただ、2016年3月期は、損失処理の一巡等により大幅な損益改善を図り、黒字転換を達成した。

## 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。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。一方、引当金繰入額が、足元で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）に入れ替わってきたことを反映しており、今後は巡航速度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

(単位：百万円)

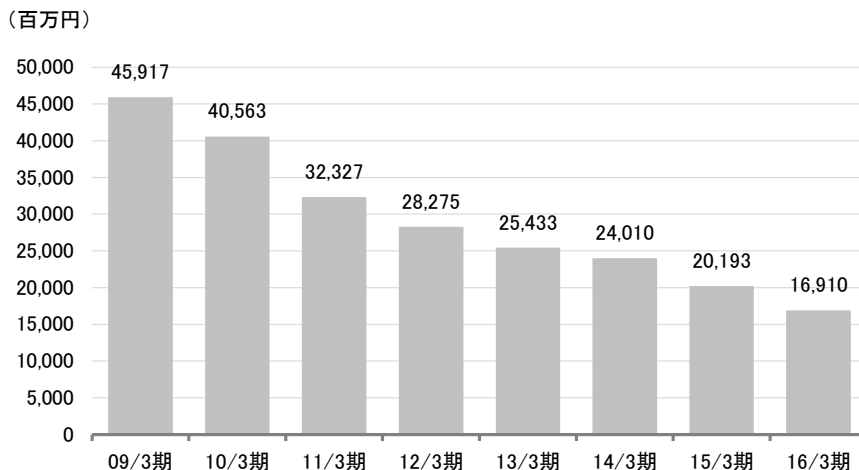
	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期
営業総利益	-19,988	-5,599	3,692	396	176	2,474	882	1,554
運営報酬	1,827	1,755	1,383	1,050	852	865	634	729
管理報酬	1,559	1,294	1,088	966	815	733	571	441
成功報酬	268	461	295	84	37	132	63	288
投資損益	-22,503	-7,731	1,573	-847	-1,012	1,042	178	520
実現キャピタルゲイン	181	249	1,904	526	1,025	2,523	1,883	1,090
営業投資有価証券評価損	15,069	2,829	627	394	174	45	1,233	10
投資損失引当金繰入額	7,615	5,151	-296	978	1,863	1,435	471	559
インカムゲイン等	304	275	584	66	132	425	24	297
その他	382	101	151	126	204	139	44	5

出所：2016年3月期決算説明資料

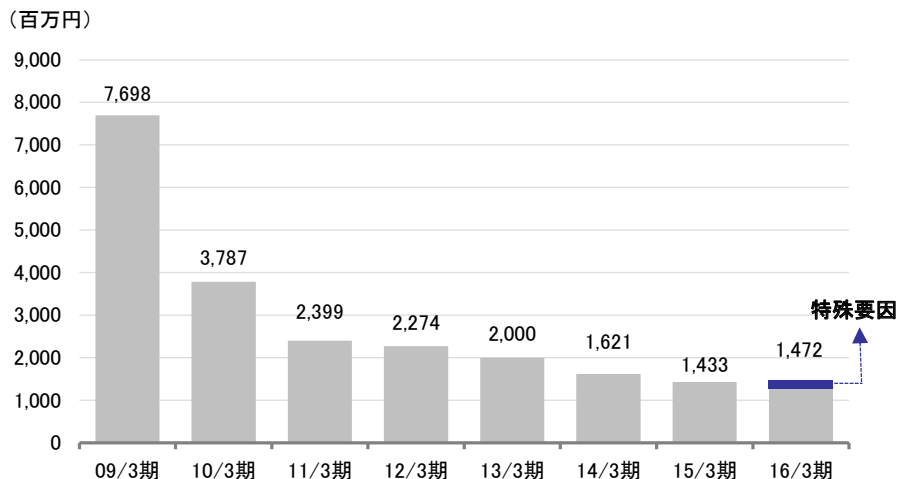
2016 年 6 月 24 日 (金)

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 2009 年 3 月期の 45,917 百万円から 2016 年 3 月期には 16,910 百万円と約 63% の削減を実現しており、販管費も前期の特殊要因（他社運営ファンド向けの支払成功報酬 209 百万円）を除くと実質的に縮小傾向をたどっている。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）が寄与した。また、前期も同新株予約権の残りが行使されたことに加え、FE 社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% に大きく改善した。

有利子負債残高の推移

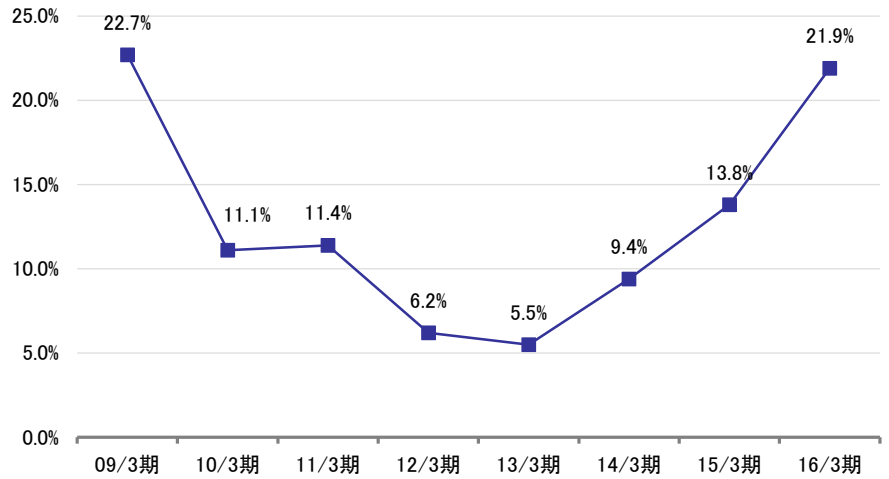


販管費の推移



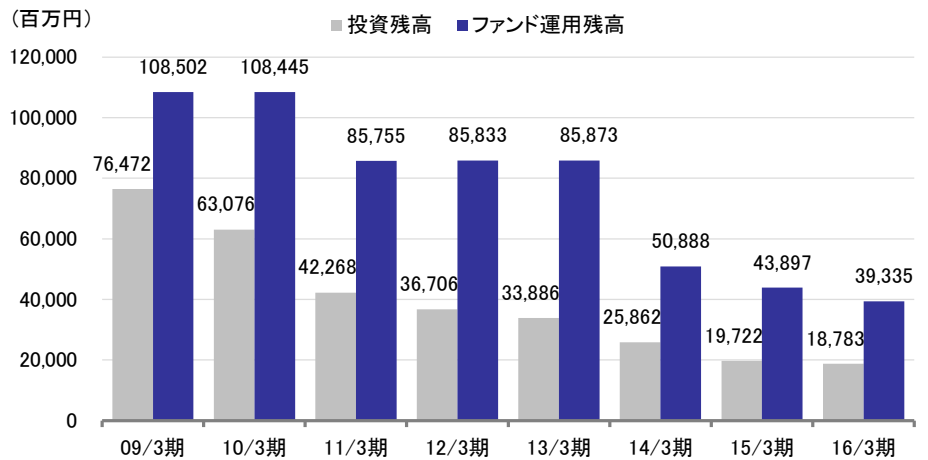


### 自己資本比率の推移



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、既存ファンドの満期到来に伴って大きく縮小してきた。ただ、前期は3年振りに2つのファンドを新規設立しており、財務体質の改善に一定のめどが立ったことから、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



※ 2015 年 3 月期は、経営破たんした(株)白元に対し評価損 839 百万円を計上した

## ■ 決算動向

### 損失処理の一巡と好調な海外ファンドの収益寄与により最終黒字化を実現

#### (1) 2016 年 3 月期決算の概要

2016 年 3 月期の業績(ファンド連結基準)は、営業収益が前期比 33.7%減の 4,596 百万円、営業損失が 123 百万円(前期は 533 百万円の利益)、経常利益が前期比 13.8%減の 335 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が 707 百万円(前期は 731 百万円の損失)と減収になったものの、総合的な収益力を示す当期純損益は黒字転換を達成した。

また、従来連結基準でも、営業収益が前期比 10.8%減の 4,043 百万円、営業利益が 82 百万円(前期は 550 百万円の損失)、経常利益が 612 百万円(同 610 百万円の損失)、当期純利益が 597 百万円(同 850 百万円の損失)と減収になったものの、すべての利益段階(営業利益以下)で大幅な増益、及び黒字転換を実現しており、同社業績は順調に回復したと言えるだろう。

従来連結基準による業績の概要は以下のとおりである。

IPO を 8 社(前期は 5 社)実現するとともに、IPO 以外での未上場企業の売却(M&A 等)や既上場株式の売却を進めたことにより一定の売却高を確保したものの、比較的小規模の売却案件が多かったことから営業収益は減収となった。

一方、営業総利益が大きく増益となったのは、投資損益の大幅な改善によるものである。実現キャピタルゲインは売却高の減少に伴い減益となったものの、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」(投資先の経営破たんによる特殊要因)※の影響が解消されたことが損益改善に大きく寄与した。また、メガソーラー事業における売電収入(「組合持分利益等」に含まれる)も約 1 億円の利益貢献があった。

営業利益も、販管費が一過性の特殊要因(他社運営ファンド向け支払成功報酬 209 百万円)により僅かに増加したものの、前述した投資損益の大幅な改善等により黒字に転換した。

なお、経常利益が、とりわけ大きく増益となっているのは、主に投資有価証券に該当する海外ファンドから受領した受取配当金 700 百万円が営業外収益に計上されたものである。

従って、総合的な収益力を示す当期純損益が大幅な増益により黒字転換したのは、損失処理の一巡と海外ファンドの収益寄与によるものと総括することができる。

2016 年 6 月 24 日 (金)

## 2016 年 3 月期決算の概要

(単位：百万円)

	2015 年 3 月期 ファンド連結 実績		2016 年 3 月期 ファンド連結 実績		増減	
		構成比		構成比		増減率
営業収益	6,935		4,596		-2,339	-33.7%
営業原価	5,034	72.6%	3,098	67.4%	-1,936	-38.5%
営業総利益	1,901	27.4%	1,498	32.6%	-403	-21.2%
販管費	1,368	19.7%	1,621	35.3%	253	18.5%
営業利益	533	7.7%	-123	-2.7%	-656	-
経常利益	389	5.6%	335	7.3%	-54	-13.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	-731	-10.5%	707	15.4%	1,438	-

	2015 年 3 月期 従来連結 実績		2016 年 3 月期 従来連結 実績		増減	
		構成比		構成比		増減率
営業収益	4,532		4,043		-489	-10.8%
営業原価	3,650	80.5%	2,488	61.5%	-1,162	-31.8%
営業総利益	882	19.5%	1,554	38.4%	672	76.2%
投資事業組合等管理業務	634	72.0%	729	47.0%	95	15.0%
投資業務	203	23.0%	818	52.7%	615	303.0%
その他	44	5.0%	5	0.3%	-39	-88.6%
販管費	1,433	31.6%	1,472	36.4%	39	2.7%
営業利益	-550	-	82	2.0%	632	-
経常利益	-610	-	612	15.1%	1,222	-
親会社株主に帰属する当期純利益	-850	-	597	14.8%	1,447	-

## 新株予約権行使や転換社債の転換により自己資本を増強、財務体質の改善も進む

財務面（従来連結基準）では、総資産が借入金の返済等に伴う「現金及び預金」の減少や投資資産の売却による「営業投資有価証券」の減少等により前期末比 7.0% 減の 22,680 百万円に縮小した一方、自己資本は FE 社との資本業務提携に伴う転換社債の転換や新株予約権の行使等により前期末比 47.5% 増の 4,976 百万円と大幅に増加したことから、自己資本比率は 21.9%（前期は 13.8%）に大きく改善した。

また、有利子負債残高も前期末比 16.3% 減の 16,910 百万円に減少しており、引き続き財務体質の改善が図られている。

## 2016 年 3 月期の財政状態

(単位：百万円)

	2015 年 3 月末 従来連結 実績		2016 年 3 月末 従来連結 実績		増減	
						増減率
総資産	24,396		22,680		-1,716	-7.0%
自己資本	3,373		4,976		1,603	47.5%
自己資本比率	13.8%		21.9%		0	-
有利子負債残高	20,193		16,910		-3,283	-16.3%
投資残高	19,722		18,783		-939	-4.8%
ファンド運用残高	43,897		39,335		-4,562	-10.4%

※ 中国の環境関連の投資先と中国上場企業との M&A を実現させるなどの実績があった

業務別の業績は以下のとおりである。

### 1) 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、満期を迎えたファンドについて着実な清算を進めた結果、17 ファンドで 39,335 百万円（前期末は 21 ファンドで 43,897 百万円）に縮小した。ただ、課題となっていたファンドの新規組成については、3 年振りに 2 ファンド（合計で 5,201 百万円）の新設を達成しており、これまでの縮小傾向の一辺倒から、中身の入れ替えを伴う運用残高の拡大に向けて最初の一步を踏み出したと言える。

一方、当該業務に係る損益（運営報酬）については、前期比 15.0% 増の 729 百万円と好調に推移した。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縮小に伴って減少したものの、好調であった海外ファンドの成功報酬が増加したことが寄与した。

### 2) 投資業務

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は、メガソーラープロジェクトへの投資を含めて前期比 50.0% 増の 4,093 百万円（35 社）と拡大したものの、投資回収も進んだことから投資残高は前期末比 4.8% 減の 18,783 百万円（223 社）に縮小した。なお、メガソーラープロジェクトを除くと、「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」などを中心に 13 億円（17 社）の投資を行っている。

一方、投資業務に係る営業総利益については、前述したとおり、投資先の IPO が 8 社（前期は 5 社）に増加したことに加え、IPO 以外での売却機会の創出※や既上場株式の売却を進めたものの、大型案件が多かった前期に比べて、案件が小型化したことから売却高及び実現キャピタルゲインともに減少した。ただ、評価損及び引当金繰入額が、良質な営業投資資産への入れ替えにより大きく減少したことから、営業総利益は 818 百万円（前期は 203 百万円の利益）に大きく改善した。特に、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」の影響が解消されたことが営業総利益の改善に大きく寄与した。

## 従来連結基準では増収・2 期連続の黒字を見込む

### (2) 2017 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、今期については、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、営業収益は前期比 26.1% 増の 5,100 百万円、営業利益は同 747.5% 増の 700 百万円、経常利益は同 10.2% 減の 550 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 37.2% 減の 375 百万円と増収及び 2 期連続の黒字となる見通しである。

なお、営業収益 5,100 百万円の内訳は、組合運営報酬が 450 百万円（前期比 38.3% 減）、投資業務に係る収益が 4,500 百万円（前期比 36.4% 増）、その他に係る収益が 150 百万円（前期は 13 百万円）となっている。なお、組合運営報酬については成功報酬（前期は 288 百万円）を見込んでいない。また、投資業務に係る収益には、未上場中心とした売却（3,800 百万円）のほか、メガソーラープロジェクトの一部売却益（600 百万円）を予定するとともに、メガソーラーの稼働に伴う売電収入も含まれているようだ。

営業総利益は、売却高の増加に伴う実現キャピタルゲインの拡大等により前期比 28.7% 増の 2,000 百万円を見込んでいる。一方、評価損・引当金繰入額については、営業資産の健全化が進んでいることから前期比 12.3%減の 500 百万円を織り込んでいる。

営業利益も、営業総利益の増加のほか、販管費の削減を図ることにより大幅な増益を見込んでいる。もっとも、販管費の削減（前期比 11.7%減）については、前期における一過性の特殊要因が解消することによる影響が含まれているため、その分を考慮すると無理のない計画と言える。

一方、経常利益及び親会社株主に帰属する当期純利益については、前期の受取配当金のような営業外損益を織り込んでいないことから減益の格好となるが、2 期連続での黒字を確保する見通しである。

従って、同社の業績見込値の達成に向けては、メガソーラープロジェクト関連の一部売却を含む投資案件の売却によるところが大きいが、それ以外では、評価損・引当金繰入額の妥当性や、成功報酬などの不確実性のある収益を織り込んでいないことなどから判断して合理的な前提と言える。弊社では、投資案件の売却が計画どおりに進捗すれば、同社の業績見込値は十分に実現可能であるとみている。

## 2017 年 3 月期の業績見込み

(単位：百万円)

	2016 年 3 月期 従来連結 実績		2017 年 3 月期 従来連結 同社見込値		増減	
		構成比		構成比		増減率
営業収益	4,043		5,100		1,057	26.1%
ファンド報酬	729	18.0%	450	8.8%	-279	-38.3%
投資業務	3,300	81.6%	4,500	88.2%	1,200	36.4%
その他	13	0.3%	150	2.9%	137	1053.8%
営業原価	2,488	61.5%	3,100	60.8%	612	24.6%
売却原価	1,863	46.1%	2,500	49.0%	637	34.2%
評価損・引当	570	14.1%	500	9.8%	-70	-12.3%
その他	54	1.3%	100	2.0%	46	85.2%
営業総利益	1,554	38.4%	2,000	39.2%	446	28.7%
販管費	1,472	36.4%	1,300	25.5%	-172	-11.7%
営業利益	82	2.0%	700	13.7%	618	753.7%
経常利益	612	15.1%	550	10.8%	-62	-10.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	597	14.8%	375	7.4%	-222	-37.2%

2016 年 6 月 24 日（金）

## ■ 今後の事業計画

### 短期の売却益を狙うセカンダリー投資と有望企業へのリードインベスター投資を積極化

同社は、今後の事業計画のテーマとして、(1) 国内投資実行、(2) FE 社との提携推進、(3) 再生可能エネルギー投資拡大、(4) 既存ポートフォリオの価値向上 (VA) の 4 つを掲げるとともに、それぞれの施策に取り組む方針である。

#### (1) 国内投資の実行

短期（3 年程度）の売却益を狙うセカンダリー投資を積極化するとともに、将来の収益源となる「有望企業」の発掘及び支援にも注力することで、短期及び中長期の収益バランスをとることにより収益源の分散と業績の安定を目指す。

特に、将来の収益源となる「有望企業」については、一定のまとまった金額の投資を行うことにより、リードインベスターとして積極的に成長支援を行うとともに、追加の成長資金の投資についても積極的に行うことで企業価値を増大させる方針である。

また、そのような「有望企業」に対する集中投資資金を確保するため、新規ファンドの設立を目指しており、今期については 50 億円を予定している。投資対象については、企業ステータジや業種を特定せず、ファンド毎に出資者のニーズに合わせる方針であり、投資領域についても、ベンチャーキャピタルだけに限らず、新興市場の上場企業に対するグロース投資や小型のバイアウト投資へも拡大することを検討しているようだ。

#### (2) FE 社との提携推進

FE 社の持つ投資実行及びファンド設立実績や、高い知名度、信用力、グローバルなネットワークを活用し、投資先の支援体制の強化や同社単独では難しい大型ファンドの設立を目指す。今期は、業務提携の第 1 弾として、前述のとおり、インバウンド関連等の国内企業を投資対象としたグローバルファンドの設立（100 億円）を予定している。

また、中国でも共同ファンド設立を企画しており、設立目標額は 5 億円人民元としている。FE 社が中国内で保有する政府や大手企業とのネットワークを活用し、中国内の投資家からファンドを募集する方針である。

#### (3) 再生可能エネルギー投資拡大

メガソーラー事業については、前述のとおり、売電収入を基にした中長期的な安定収益を獲得するために一定規模の投資を継続すると同時に、一部のプロジェクトについては REIT などへの売却によって売却益を獲得することを目指す。今期についても、メガソーラープロジェクト関連の一部売却を予定している。また、風力やバイオマスなど、他の再生可能エネルギー投資事業についても、試験的に開始する計画である。

#### (4) 既存ポートフォリオの価値向上 (VA)

引き続き、既存投資先へのより積極的な成長支援（営業支援、海外展開支援、資金調達支援など）を実施することで、投資先の IPO（新規上場）の実現や売却益の拡大を目指す。特に、FE 社やファンド出資者、取引金融機関等の外部リソースを積極活用する方針である。



2016 年 6 月 24 日（金）

※ 借入金を純資産で割り算した数値であり、小さいほうが財務基盤の安定性が高い

## ■ 目指す姿

### 財務体質改善にめど、投資資産の入れ替えや優良資産の積み上げで投資事業拡大へ

同社は、財務体質の改善に一定のめどが立ったことから、今後はリスクやコストを一定の範囲内にコントロールしながら、営業投資資産の入れ替えや優良資産の積み上げによる投資事業拡大に向けて舵を切る方針である。特に 2020 年 3 月期までには、これまで縮小傾向にあったファンド運用残高の増加を目指すとともに、メガソーラープロジェクトについても、引き続き、2018 年 3 月期までに 100MW 超の売電開始を実現する構えである。

一方、2020 年 3 月末のバランスシート（従来連結基準）のイメージについては、借入金の返済と内部留保の積み増しによってデット・エクイティ・レシオ※1 倍（2016 年 3 月末実績は 3.38 倍）を目安にするとともに、比較的风险の小さい再生可能エネルギー（メガソーラープロジェクト）を除く投資残高（営業投資有価証券等）をエクイティ（純資産）の範囲内に抑える方針としている。

また、2020 年 3 月期の損益の状況（従来連結基準）についても、安定収益である再生可能エネルギー関連利益（3 億円）と管理報酬（10 億円）で、固定費（販管費）13 億円を賄うとともに、不確実性が比較的高いキャピタルゲインでアップサイドの利益を狙う安定的な収益構造への変革を目指している。

弊社でも、これまでの課題となってきた財務体質の改善に一定のめどが立ったことや、安定収益の確保を目的として取り組んできたメガソーラー事業も順調に進展していることから、これからの運用資産拡大に向けた動きに注目している。特に、前期における管理報酬の約 60%は満期まで 4 年未満のファンドからのものであり、この穴を埋めていくことはもちろん、さらなる優良資産の積み上げを図ることが同社成長にとっては大きな課題と言える。豊富な実績や幅広いネットワークをもつ FE 社との連携がカギを握るものとみており、今後の動向をフォローしていきたい。

一方、メガソーラー事業については、プロジェクトの一部売却も視野に入れた方針への転換を行っているが、外部環境の変化等を背景として含み益が拡大していることや、それを実現できる機会が増えていることは同社にとって追い風と言えよう。経営判断の選択肢が広がることに加えて、損益面でのバッファーとなるとは大きなアドバンテージになるものと考えられる。また、有利な条件での売却機会を得ることにより業績が上振れる可能性にも注意が必要である。

## ■ 株主還元

### 安定収益の柱が育てば復配、安定配当の可能性

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