

日本アジア投資

8518 東証 1 部

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

2016 年 12 月 16 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が必要がある。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。

■ 17/3 期上期は大幅な営業増益で着地

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 36,758 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 18,547 百万円となっている（2016 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（以下 FE）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ってきた。

2017 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 30.3% 減の 1,905 百万円と減収となったものの、営業利益が同 547.3% 増の 172 百万円と大幅な営業増益となった。

2017 年 3 月期上期の業績（従来連結基準）でも、営業収益が前年同期比 15.7% 減の 1,649 百万円、営業利益が 215 百万円（前年同期は 146 百万円の損失）と減収ながら大幅な営業（及び経常）増益となり、営業（及び経常）損益段階での黒字転換を実現した。メガソーラープロジェクトにかかる一過性の要因にて特別損失を計上したが、それ以外ではおおむね計画どおりの進捗と言える。資産の入れ替えが進んだことによる投資損益の改善や売電収入の拡大が営業増益に寄与した。ただ、最大の課題となっているファンド設立については、上期において実現することができず、下期以降に持ち越しとなった。

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いる。上期業績がおおむね計画どおりの進捗となったことから、期初見通しを据え置いており、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に加え特別損失や税金費用の発生を見込んでいるため、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となっている。

弊社でも、下期において大型の未上場株式の売却のほか、メガソーラープロジェクトの一部売却を予定しており、売却に向けた交渉が順調に進んでいることから同社の業績予想は達成可能とみている。ただ、投資案件の売却が第 4 四半期に集中していることには注意が必要である。

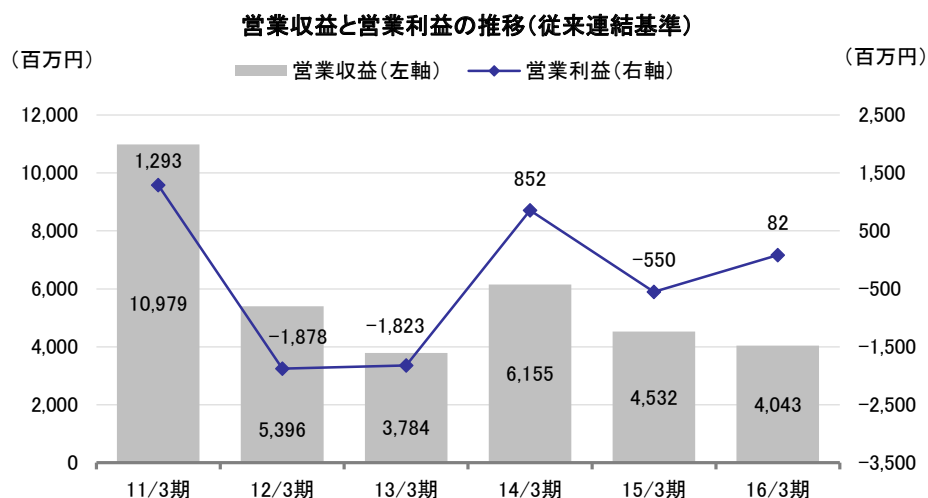
同社は、今後の事業計画のテーマとして、1) 国内投資の更なる推進、2) FE との協業推進、3) 再生可能エネルギー投資拡大、4) 既存ポートフォリオの価値向上（VA）の 4 つを掲げており、事業拡大に向けて舵を切る方針である。特に、2020 年 3 月期までにはファンド運用残高を増加させる計画であり、財務基盤の健全性や安定収益を確保しつつ、優良資産の積み上げを図っていく構えである。

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。上期においては、ファンド設立に遅れがみられたが、豊富な実績や幅広いネットワークを持つ FE 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行っていく方針へと見直したが、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追い風と言えるだろう。

Check Point

- ・日本とアジアにまたがる独立系の総合投資会社
- ・投資採算改善やメガソーラープロジェクトの収益拡大で営業総利益が大幅増益
- ・更なる優良資産の積み上げを図り、成長を加速していく



■ 事業概要

日本とアジアにまたがる独立系の総合投資会社

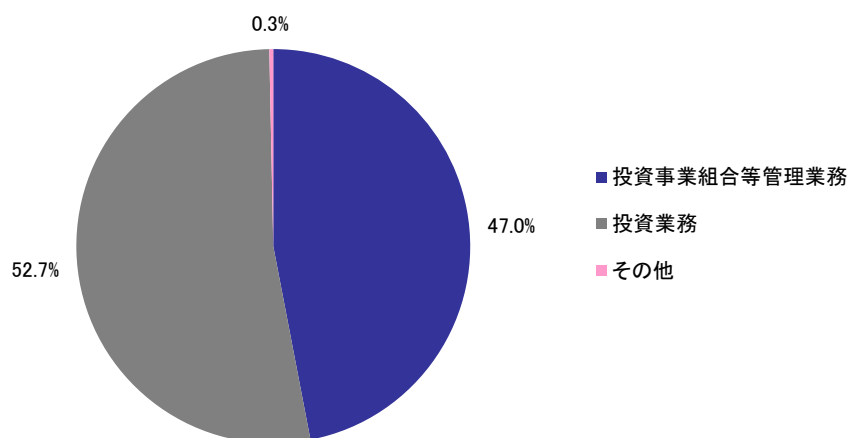
○事業内容

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投資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 36,758 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 18,547 百万円の規模となっている（2016 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 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

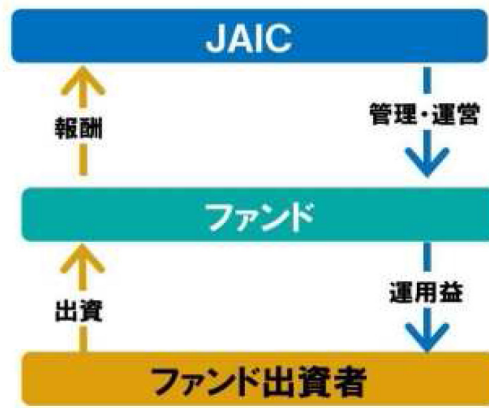


業務別の概要は以下のとおりである。

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 9 月末のファンド運用残高は 36,758 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



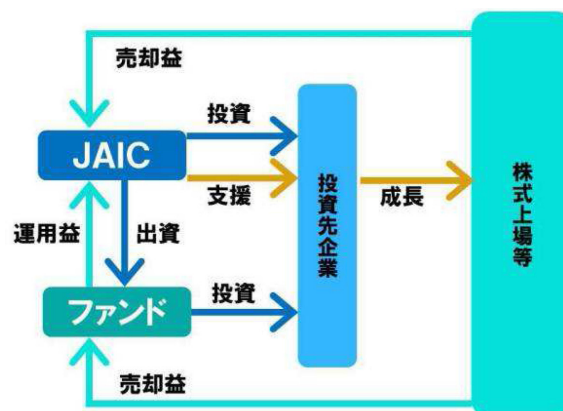
出所：会社資料より掲載

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。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、直接日本アジア投資の業績に影響を与えることは無く、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。

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 9 月末の投資残高は合計 18,547 百万円（215 社）であるが、そのうち自己勘定が 94 億円、ファンド勘定が 91 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：会社資料より掲載

※「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。

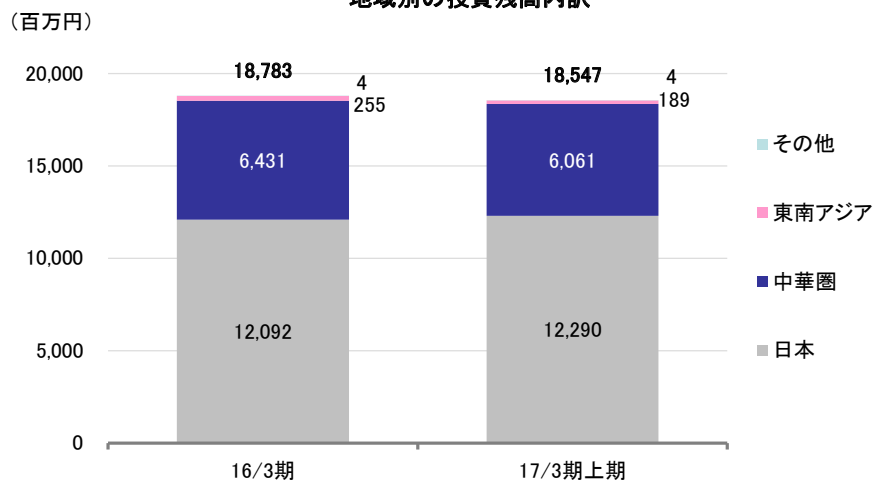
投資業務（再生可能エネルギープロジェクト）



出所：会社資料より掲載

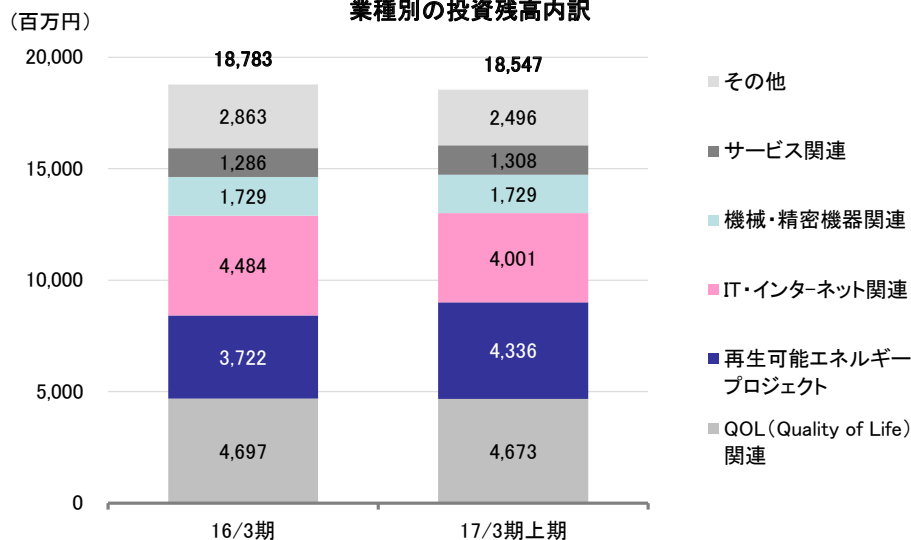
地域別の投資残高は、日本が 66.3%、中華圏（中国、香港、台湾）が 32.7% である。業種別では、プライベートエクイティでは、注力する「QOL（Quality of Life）関連」※のほか、「IT・インターネット関連」「機械・精密機器関連」「サービス関連」「その他」と多岐にわたっている。加えて、「再生可能エネルギープロジェクト」の投資残高も、事業拡大に伴い増加している。

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



日本アジア投資

8518 東証 1 部

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

2016 年 12 月 16 日（金）

■ 事業概要

主な投資先企業



天津安科運送航空服務股份有限公司

航空会社と旅行会社間の独立中間プラットフォームとしての航空チケット販売

投資実行日（手続完了日）：2016年10月28日



株式会社J-ARM

ペット向けの細胞治療・再生医療導入支援、
培地・培養技術(細胞培養)の研究開発

投資実行日：2016年8月25日



MTE&S Co., Limited

MTエネルギー&ソリューションズ

MTエネルギー&ソリューションズ
株式会社

IoTによるエアコン制御システムの販売、
エネルギーマネジメントシステム事業

投資実行日：2016年8月10日



食譜社群網

愛料理

Polydice, Inc.

台湾No.1オンラインレシピメディア「愛料理」の運営

投資実行日：2016年6月8日



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



FacePeer

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



eltes

Exploring Limitless Talents for e-Solutions

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



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



株式会社ピー・ピーシステムズ

参加型VRシアター「4D王」の製造・販売、
クラウドシステム構築

投資実行日：2016年9月14日



格冠科技
GeGuanTechnologies

瀋陽格冠科技發展有限公司

瀋陽市の中小病院・民営病院向け、経営管理システム
のクラウドサービス

投資実行日：2016年8月17日



ワンダープラネット株式会社

スマートデバイス向けフルネイティブアプリ・ゲーム
の企画・開発・運営・販売

投資実行日：2016年6月29日



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



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



Global Trust Networks

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



MICS 株式会社ミックスネットワーク

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



RENEWABLE JAPAN

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

日本アジア投資

8518 東証 1 部

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

2016 年 12 月 16 日（金）



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



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



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

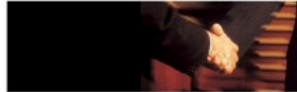


瀋陽邁思医療科技有限公司
医療機器（呼吸器・酸素発生器）の開発・製造・販売
投資実行日：2014年8月20日、9月5日



株式会社洸陽電機
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



投資実行事例のうちExitした企業



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）」ミド
ルウェアの開発・販売

投資実行日：2015年2月10日
投資Exit年月：2016年5月



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



Genomix Co Ltd
世界初「再生誘導医療」の実現を目指して

株式会社ジェノミックス
再生誘導医療の研究開発

投資実行日：2015年1月19日



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

投資実行日：2014年9月10日



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



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



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
投資Exit年月：2015年9月



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・新サーバーシステムの開発・販売

投資実行日：2014年11月28日
投資Exit年月：2016年9月

出所：同社 HP より掲載

国内投資については有望企業 8 社に対し投資を実行

(1) 国内投資の更なる推進

国内投資については、厳選した有望企業 8 社に対して 403 百万円（前年同期は 7 社に対して 394 百万円）を実行しており、おおむね計画どおりの進捗となった。600 万ダウンロードを達成したゲームなどスマートデバイス向けのアプリやゲームを手掛ける企業や、ペット向けの再生医療支援を手掛ける企業などが投資対象となっている。また、上記とは別に、需要拡大が見込まれている都心の複合型高齢者施設※¹への投資も行っている。

ただ、最大の課題となっているファンドの設立については、2017 年 3 月期中にベンチャーファンド（50 億円）の組成を目指しているものの、上期においては達成することができなかった。有力候補先からのファンド出資が実現しなかったことが理由である。CVC※²の台頭や特定分野（IT やバイオなど）への特化型 VC ファンドなどの設立が続く中で、資金を集めにくくなっていることも背景となっているようだ。同社では、早期実現に向けて、新たな出資候補先の開拓を行っていくとともに、同社の特長や実績を生かした訴求（アジアとの接点を必要としている企業への投資など）をさらに打ち出していく方針のようである。

2017 年 3 月期上期の主な投資実績（投資先の概要）

ワンダープラネット  600万ダウンロード突破アプリ 『クラッシュフィーバー』	プラスワン・マーケティング  FREETEL 「FREETEL」ブランドの SIMフリー端末、MVNO
J-ARM  ペット向け細胞治療・再生医療導入支援	ピー・ビーシステムズ  参加型VRシアター「4D王」
MTエネルギー&ソリューションズ  IoTによるエアコン制御システム	セカンダリー案件1社 投資後1か月で上場企業と株式交換

出所：会社資料より掲載

(2) FE との協業推進

2015 年 12 月に締結した香港の大手投資グループ FE との資本業務提携は、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ものである。2017 年 3 月期は、その第 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グローバルファンドの設立（100 億円）を計画している。また、中国でも共同ファンド設立を企画（設立目標額は 5 億人民元）しており、FE が中国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、中国国内の投資家からファンドを募集する方針である。ただ、こちらも出資候補者との条件面での交渉が難航しており、当初見込みから遅れが生じている。FE との提携によるポテンシャルの高さに見込み違いはないものの、立ち上がりまでにはやや時間を要する状況とみられる。

日本アジア投資

8518 東証 1 部

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

2016 年 12 月 16 日（金）

※¹ 東京都心初の大規模複合型高齢者施設（定員 100 名以上の有料老人ホーム、複数の診療所を集めた医療モール、スーパーマーケットを一体化した施設）の開発プロジェクト「勝どき駅前複合ビル計画」への出資。

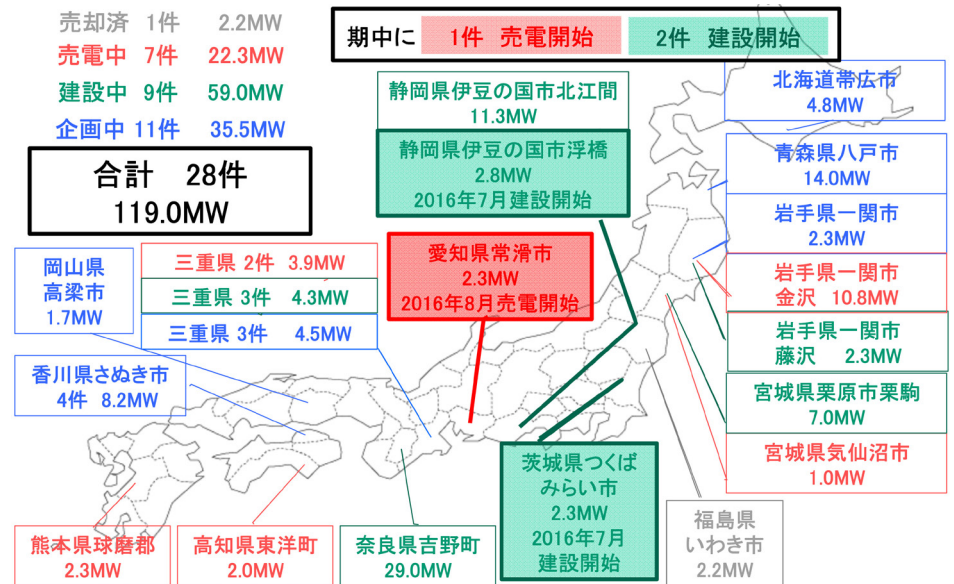
※² コーポレートベンチャーキャピタルの略。事業会社が事業シナジー等を目的として設立するベンチャーキャピタルのこと。

(3) 再生可能エネルギー投資拡大

既に建設中のプロジェクトを含め、10 件に対して 794 百万円（前年同期は 7 件に対して 628 百万円）の投資実行を行った。中止を決定したプロジェクトが 1 件発生（詳細は決算動向を参照）したものの、2016 年 9 月末時点においては企画中的のものを含めて 28 件（119.0MW）が積み上がっている。その内訳は、売却済が 1 件（2.2MW）、売電中が 7 件（22.3MW）、建設中が 9 件（59.0MW）、企画中が 11 件（35.5MW）となっているが、そのうち上期において売電を開始したものが 1 件、建設を開始したものが 2 件と順調に進捗している。

なお、メガソーラー事業投資については、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捉えて、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選択肢に入れつつ、更なる事業規模の拡大を目指す方針に見直しを行った。2017 年 3 月期については、売電中のうち 5 件（17.7MW）を下期（第 4 四半期）に売却する予定である。また、FIT（政府による固定買取の権利）の期限となる 2017 年 3 月末までに、新規案件の事業化（企画中の 11 件など）に着手するとともに、引き続き既存案件の推進を図る方針である。

メガソーラー事業投資の進捗状況（2016 年 9 月末現在）



出所：会社資料より掲載

(4) 既存ポートフォリオのバリューアッド（VA）

2017 年 3 月期上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を含め、国内 2 社（前年同期は 3 社）となった。なお、下期においては 4 社程度の上場を見込んでいる（そのうち、11 月末時点で 2 社が上場済）。

2016 年 11 月までの IPO 実績（株式交換 1 社を除く）

 Exploring Limitless Talents for e-Solutions 株式会社エルテス 証券コード：3967 事業内容： 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 上場市場：東証マザーズ 上場日：2016年11月29日	 WASHハウス株式会社 証券コード：6537 事業内容： コインランドリー「WASHハウス」のチェーン本部としてフランチャイズシステムの提供等 上場市場：東証マザーズ、福証Q-Board 上場日：2016年11月22日
日本を、資源大国にしよう。  リファインバース株式会社 証券コード：6531 事業内容： 廃棄物に再資源化処理を行うことで合成樹脂を製造し販売する再生樹脂製造販売事業、産業廃棄物の収集運搬・中間処理を行う産業廃棄物処理事業 上場市場：東証マザーズ 上場日：2016年7月28日	

出所：会社資料より掲載

また、引き続き投資先に対する顧客候補先紹介や資金調達交渉支援などを実施するとともに、11 月には大手事業会社とベンチャー企業のビジネスマッチングの機会を創出するイベント「経営者倶楽部」を開催した（2013 年 12 月より継続実施）。

沿革

1981 年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

アジアでの実績、ブランド力に強み

(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かか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。

(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。

日本アジア投資

8518 東証 1 部

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

2016 年 12 月 16 日（金）

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 199 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かかわ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

リーマンショック以降、有利子負債と販管費の削減に努める

(1) 業績を見るためのポイント

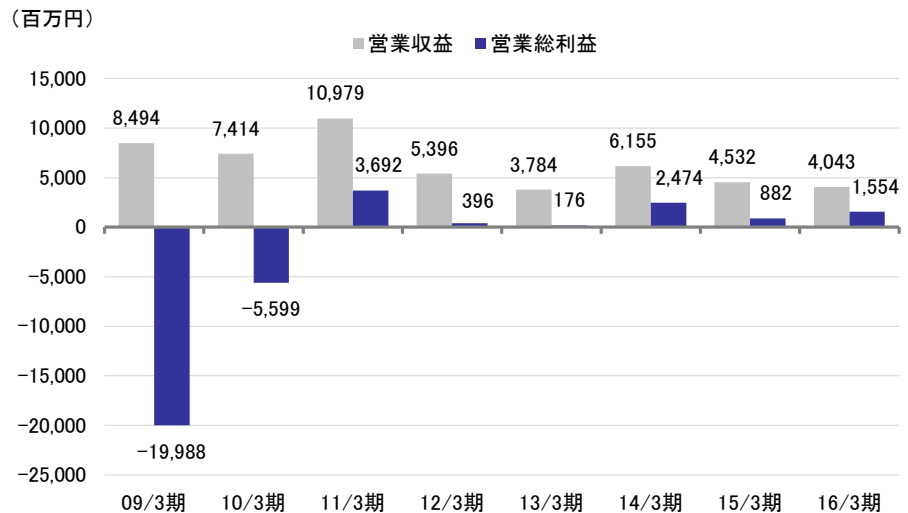
一般の事業会社の売上高に当たるものが営業収益であり、投資業務における回収額（営業投資有価証券売却高）のほか、利息・配当収入や組合持分利益（インカムゲイン）に加えファンド業務における運営報酬などによって構成される。ただ、その大部分を占めている営業投資有価証券売却高は、投資額（取得原価）を上回ってこそ利益が創出されるものであるため、営業収益が増えたからといっても必ずしも業績が向上しているとは限らない。

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。

(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（株）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

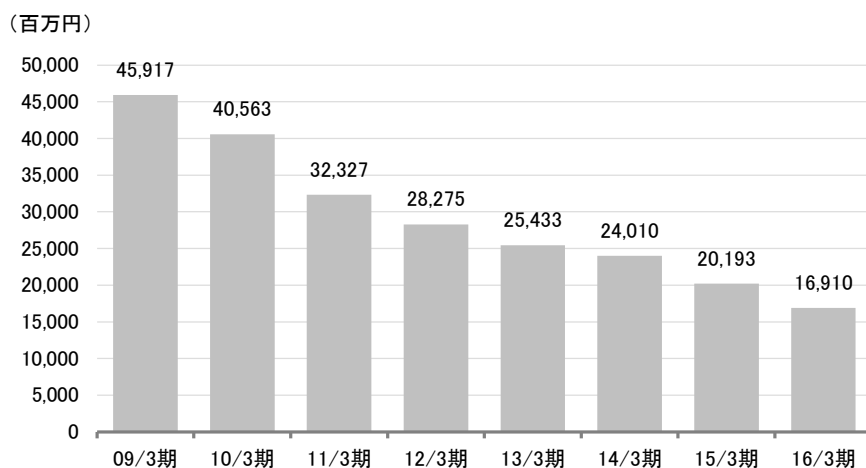
（単位：百万円）

	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

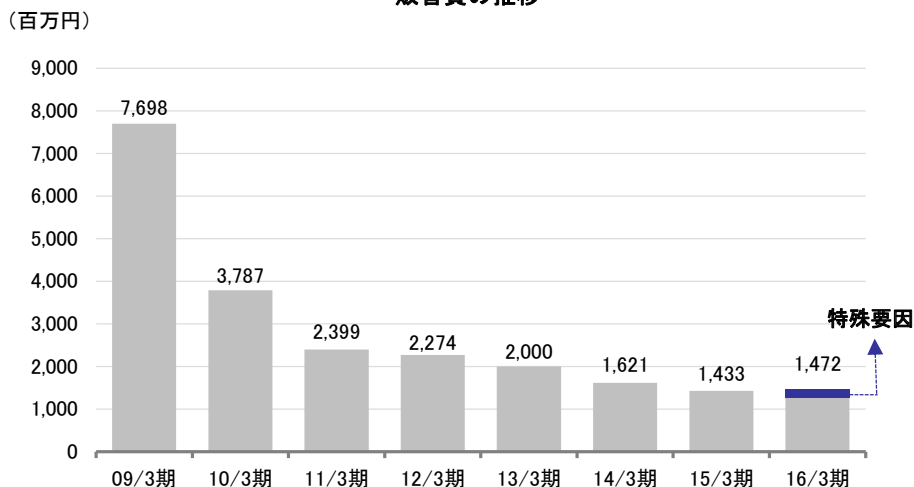
出所：決算説明資料よりフィスコ作成

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 2016 年 3 月期の特殊要因（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、2016 年 3 月期も同新株予約権の残りが行使されたことに加え、FE 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。

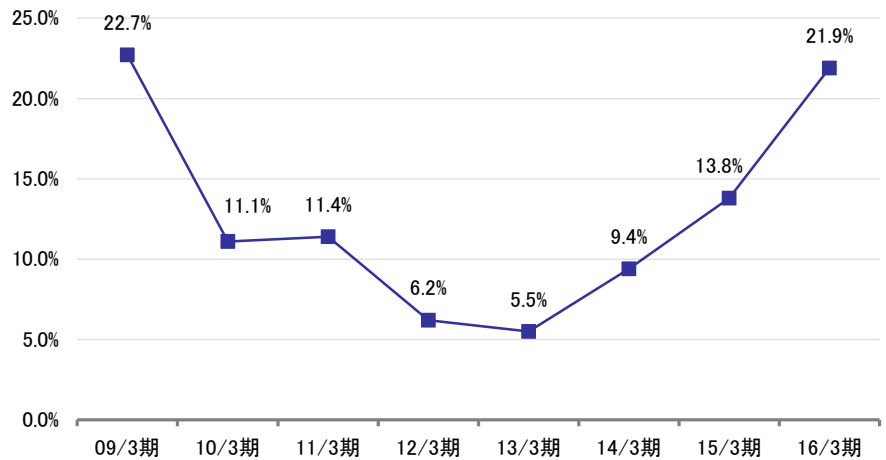
有利子負債残高の推移



販管費の推移

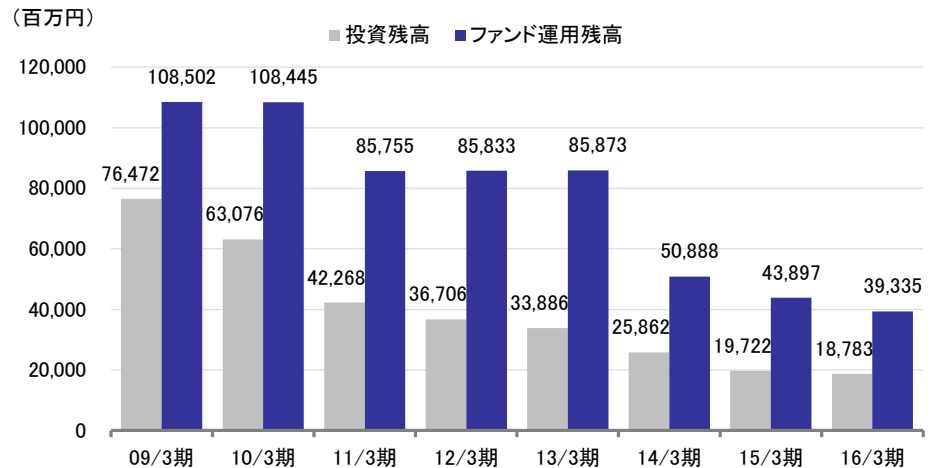


自己資本比率の推移



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、2016 年 3 月期は 3 年ぶりに 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。

投資残高及びファンド運用残高の推移



※ 1 上場企業との株式交換 1 件を含む

※ 2 前年同期では他社運営ファンドにおける支払成功報酬が発生。

※ 3 長期前払費用 130 百万円の減損処理。

■ 決算動向

投資採算改善やメガソーラープロジェクトの収益拡大で営業総利益が大幅増益

(1) 2017 年 3 月期上期決算の概要

2017 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 30.3% 減の 1,905 百万円、営業利益が同 547.3% 増の 172 百万円、経常利益が 20 百万円（前年同期は 56 百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純損失が 94 百万円（同 36 百万円の利益）と減収ながら大幅な営業増益となった。

また、従来連結基準でも、営業収益が前年同期比 15.7% 減の 1,649 百万円、営業利益が 215 百万円（前年同期は 146 百万円の損失）、経常利益が 109 百万円（同 202 百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純損失が 64 百万円（同 148 百万円の損失）と減収ながら大幅な営業（及び経常）増益となり、営業（及び経常）損益段階での黒字転換を実現した。また、下期偏重型の通期計画に対してもおおむね計画どおりに進捗しているようだ。

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、投資先の IPO が 2 社※¹（前年同期は 3 社）にとどまったことや、国内未上場株の売却（M&A 等）を進めたものの、比較的大型案件が少なかったことから、営業投資有価証券売却高が減少した。

一方、営業総利益が大きく増益となったのは、1) 投資損益の改善と、2) メガソーラープロジェクト売電収入の拡大によるものである。1) 投資損益の改善は、国内未上場株を中心とした案件ごとの利幅が拡大したことと、損失処理の一巡（評価損及び繰入額の合算で減少）が寄与した。また、2) メガソーラープロジェクトについては 7 件 / 22.3MW（前年同期は 2 件 / 3.9MW）の稼働により売電収入を含め約 250 百万円を獲得することができた。

加えて、販管費が一過性の特殊要因※²により増加した前年同期に比べて減少したことから大幅な営業増益となり、黒字転換を実現した。

ただ、最終的に純損失（ただし、前年同期比で損失幅は縮小）となったのは、福島県におけるメガソーラープロジェクトの中止を決定したことにより特別損失※³を計上したことが理由である。電力会社への支払が必要な工事負担金が想定よりも高額となり、これによって当初想定していた投資採算が得られない可能性が高まったことが背景となっている。なお、本件については、メガソーラープロジェクトに参入した当初の案件であり、自社で開発を進めてきたものであるが、現在は開発業者と組むことにより開発段階で発生するリスクを軽減する仕組みとなっていることから、今後は同様の損失が発生する可能性は小さいものと考えられる。



日本アジア投資

8518 東証 1 部

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

2016 年 12 月 16 日（金）

2017 年 3 月期上期決算の概要

（単位：百万円）

	16/3 期上期 ファンド連結 実績		17/3 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	2,735		1,905		-830	-30.3%
営業原価	1,665	60.9%	1,058	55.6%	-607	-36.5%
営業総利益	1,069	39.1%	846	44.4%	-223	-20.9%
販管費	1,043	38.1%	673	35.3%	-370	-35.5%
営業利益	26	1.0%	172	9.1%	146	547.3%
経常利益	-56	-	20	1.0%	76	-
親会社株主に帰属する四半期純利益	36	1.3%	-94	-	-130	-

	16/3 期上期 従来連結 実績		17/3 期上期 従来連結 実績		増減	
		構成比		構成比		増減率
営業収益	1,956		1,649		-307	-15.7%
営業原価	1,220	62.4%	747	45.3%	-473	-38.8%
営業総利益	736	37.6%	902	54.7%	166	22.6%
投資事業組合等管理業務	300	40.8%	177	19.6%	-123	-41.0%
投資業務	433	58.9%	716	79.6%	283	65.4%
その他	2	0.3%	7	0.8%	5	250.0%
販管費	882	45.1%	686	41.6%	-196	-22.2%
営業利益	-146	-	215	13.1%	361	-
経常利益	-202	-	109	6.6%	311	-
親会社株主に帰属する四半期純利益	-148	-	-64	-	84	-

注：営業総利益の各構成比は営業総利益に対する比率

財務面（従来連結基準）では、自己資本が為替や株価の変動に伴う「その他有価証券評価差額金」の減少により前期末比 8.0% 減の 4,577 百万円に縮小した一方、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 12.6% 減の 19,826 百万円に縮小したことから、自己資本比率は 23.1%（前期末は 21.9%）に若干改善した。また、有利子負債残高も前期末比 13.4% 減の 14,652 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。

17/3 期上期末の財政状態

（単位：百万円）

	16/3 期末 従来連結 実績		17/3 期上期末 従来連結 実績		増減	
						増減率
総資産	22,680		19,826		-2,854	-12.6%
自己資本	4,976		4,577		-399	-8.0%
自己資本比率	21.9%		23.1%		1.2	-
有利子負債残高	16,910		14,652		-2,258	-13.4%
投資残高	18,783		18,547		-236	-1.3%
ファンド運用残高	39,335		36,758		-2,577	-6.6%

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、ファンド数（17 ファンド）に動きはなかったものの、海外ファンドの円高による影響等により 36,758 百万円（前期末は 39,335 百万円）に縮小した。特に、課題となっているファンドの設立については、前述のとおり、2017 年 3 月期中に国内 2 件、海外 1 件の組成を目指しているものの、上期においては達成することができなかった。



日本アジア投資

8518 東証 1 部

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

2016 年 12 月 16 日（金）

そのため、当該業務にかかる損益（運営報酬）については、前年同期比 41.0% 減の 177 百万円と減少した。「管理報酬等」が運用残高の縮小に伴い前年同期比 26.6% 減の 177 百万円に減少するとともに、「成功報酬」を獲得できなかったこと（前年同期は 58 百万円）も影響した。

b) 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年同期比 8.4% 減の 1,402 百万円（20 件）にとどまったことや、投資回収も進んだことから投資残高は 18,547 百万円（前年同期末比 0.7% 減、前期末比 1.3% 減）に縮小した。なお、メガソーラープロジェクト向け（10 件 / 794 百万円）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 608 百万円（国内 8 社、海外 2 社）の投資を行っている。

一方、投資業務にかかる営業総利益については、前述のとおり、投資先の IPO が 2 社にとどまったことや大型の案件が少なかったことから売却高が減少したものの、案件ごとの投資採算改善（利幅の拡大）により実現キャピタルゲインがわずかに増加するとともに、損失処理についても、良質な営業投資資産への入れ替えを進めてきたことで減少（評価損及び引当金繰入額の合算で前年同期比 69 百万円の減少）し、投資損益は 443 百万円（前年同期比 25.1% 増）に改善した。加えて、売電収入を含むメガソーラープロジェクトによる収益（約 250 百万円）の業績寄与により営業総利益は 716 百万円（同 65.4% 増）に大きく増加した。

以上から、上期業績を総括すると、1) メガソーラープロジェクトに係る特別損失を計上したことや、2) ファンド設立が達成できなかったことがネガティブ要因となったものの、大幅な営業（及び経常）増益により黒字転換を実現するなど、業績は総じて好調に推移したと言えるだろう。特に、投資採算の改善や資産の入れ替えに伴う損失処理が一巡してきたことは、基礎体力がついてきたことの証左と評価できる。一方、2) については、やや将来に対する不安材料となった。

(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、2017 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。上期業績がおおむね計画どおりの進捗であったことから期初見通しからの変更はない。

なお、営業収益 5,100 百万円の内訳は、ファンド報酬が 450 百万円（前期比 38.3% 減）、投資業務にかかる収益が 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。したがって、投資業務にかかる収益による業績寄与が大きい。そこには 1) 未上場株式の売却のほか、2) メガソーラープロジェクトの一部売却益（5 件 / 17.7MW）、3) メガソーラープロジェクトによる売電収入が含まれている。特に、1) と 2) については第 4 四半期に集中する想定となっているようだ。

弊社では、下期偏重型の見通しとなっている上、ファンド組成の遅れによる影響は懸念されるものの、上記 1) 及び 2) による売却益の実現に向けて交渉が順調に進んでいることなどを勘案すれば、同社の業績予想の達成は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）

	16/3 期 従来連結 実績		17/3 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	747.5%
経常利益	612	15.1%	550	10.8%	-62	-10.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	597	14.8%	375	7.4%	-222	-37.2%

■ 今後の事業計画とその進捗

国内投資の更なる推進等で収益拡大を図る

同社は、今後の事業計画のテーマとして、(1) 国内投資の更なる推進、(2) FE との協業推進、(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んでいる。

(1) 国内投資の更なる推進

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、まずは国内ベンチャーファンド（50 億円）の設立に注力している。投資対象については、企業ステージや業種を特定せず、ファンドごと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。

(2) FE との協業推進

FE 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。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対象としたグローバルファンド（100 億円）のほか、中国における共同ファンド（5 億人民元）の設立に取り組んでいる。

(3) 再生可能エネルギー投資拡大

メガソーラー事業投資については、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。なお、今後については、FIT（政府による固定買取の権利）の期限となる 2017 年 3 月末に一旦節目を迎えることになるが、それ以降は、既存案件の事業化を推進するとともに、新たな案件については採算性を精査しながら取り組むことになりそうだ。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もあるようだ。

(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 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。

■ 目指す姿

更なる優良資産の積み上げを図り、成長を加速していく

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、事業規模の拡大を目指す構えである。

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、営業投資有価証券等のうち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（ベンチャー企業等への投資残高）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投資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、上期における管理報酬の約 40% 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、更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。上期においてはファンド設立に遅れがみられたが、豊富な実績や幅広いネットワークを持つ FE 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。

※ 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

一方、メガソーラー事業投資については、プロジェクトの一部売却も選択肢に加えた方針へと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る。経営判断の幅が広がることに加えて、損益面でのバッファーとなるところ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

09/3 期以降配当実績はなし

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