

|| 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 >>>](#)

2021 年 6 月 8 日 (火)

執筆：客員アナリスト

柴田郁夫

FISCO Ltd. Analyst **Ikuo Shibata**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 会社概要	01
2. 2021年3月期の業績	01
3. 今後の方向性（新中期経営計画の概要）	02
4. 2022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	06
3. 企業特徴	06
■ 決算動向	08
1. 業績を見るためのポイント	08
2. 過去の業績推移	08
3. 2021年3月期決算の概要	12
■ 活動実績	14
1. PE投資	14
2. プロジェクト投資	15
■ 今後の方向性	17
1. 前中期経営計画の振り返り	17
2. 新中期経営計画について	18
3. 弊社による注目点	21
■ 業績見通し	21
■ 株主還元	22

■ 要約

**2021 年 3 月期は株式売却の期ずれ等により計画を下回る着地。
新たに 3 ヶ年の中期経営計画を公表。
前中計の投資方針をさらに推し進め、
SDGs を強く意識した投資活動に取り組む**

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 16,450 百万円（11 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融資残高は 12,855 百万円となっている（2021 年 3 月期末現在）。PE 投資については、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、投資残高も減少傾向にある。ただ、ここ数年はプロジェクト投資に積極的に取り組み、パートナー企業への戦略投資（PE 投資）でも成果をあげている。

2. 2021 年 3 月期の業績

2021 年 3 月期の業績（ファンド連結基準）※は、営業収益が前期比 6.1% 減の 3,709 百万円、営業損失が 163 百万円（前期は 716 百万円の利益）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。

従来連結基準では、営業収益が前期比 11.9% 増の 3,089 百万円、営業利益が同 19.2% 減の 214 百万円と増収ながら減益となった。また、期初見込値に対しては、営業収益、利益ともに下回る着地となっている。営業収益は、海外での株式売却が進捗したことで増収となった。ただ、期初見込みに対しては、新規上場の延期などにより予定していた株式の売却が期ずれし、その分をカバーすべくメガソーラープロジェクトの売却を進めたものの、若干下回る結果に終わった。また、損益面については、売却したメガソーラープロジェクトの開発コストが前期に比べて高かったことから売却益が減少したことや、他社が運営する PE 投資で損失が発生したことなどから減益となった。

要約

3. 今後の方向性（新中期経営計画の概要）

同社は、新たに 2024 年 3 月期までの新中期経営計画を公表した。投資活動のコアバリューを「ベンチャー投資と特色有るアジアのネットワークを活用した日本とアジアの未来に貢献する SDGs 投資」と位置付け、今後、少子高齢化とポストコロナの日本の未来社会で生み出されるイノベーションから創出される事業を見出し、投資活動を通じて成長を支援する方針である。もっとも、基本的な投資方針に大きな変更はなく、戦略投資とプロジェクト投資によりバランスシートの早期改善と安定した収益の造成を図るとともに、ベンチャー投資により高い収益性の確保を目指す内容となっている。最終年度となる 2024 年 3 月期にはフィー収益(約 2.5 億円)とプロジェクトの収益(約 9 億円)で管理コストを賄うとともに、変動の大きな PE 投資の収益により超過利益(アップサイド)を狙うシナリオであり、営業総利益で 22 億円、最終利益で 8.5 億円を計画している。

4. 2022 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、2022 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。

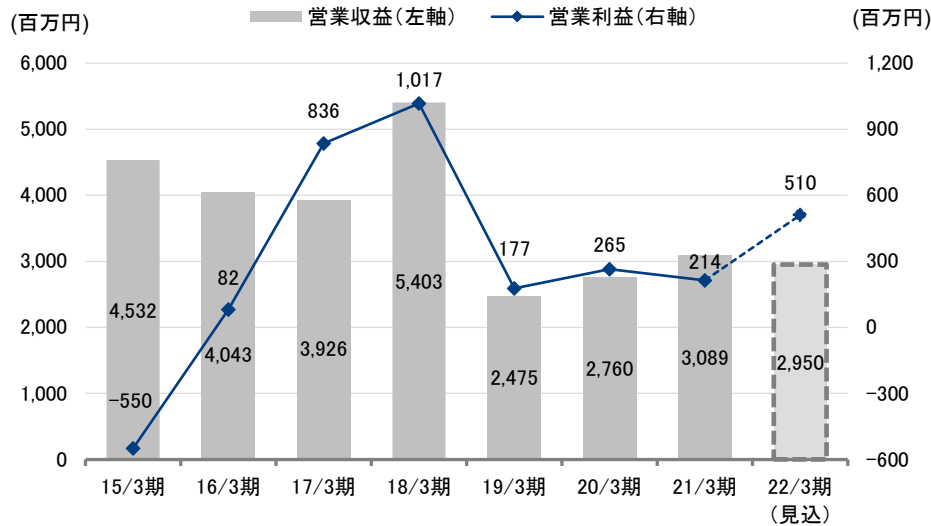
同社の「従来連結基準による見込値」によれば、営業収益を前期比 4.5% 減の 2,950 百万円、営業利益を同 137.8% 増の 510 百万円と減収ながら大幅な営業増益を見込んでいる。営業収益については、前期からの期ずれ分を含め、株式の売却を積極的に進めていく方針であるが、プロジェクト投資分の売却が前期と比べて減少することで減収となる。また、損益面では、株式の売却益が増益に大きく寄与する想定となっている。なお、株式の売却やプロジェクト投資分の売却の大半は第 4 四半期に実行する計画のため、第 3 四半期までは損失計上の見込みとなっていることには注意が必要である。

Key Points

- ・ 2021 年 3 月期の業績(従来連結基準)は増収ながら減益となり、期初見込み値を若干下回る着地
- ・ 海外での株式売却が進捗したものの、予定していた株式売却の期ずれ等が未達となった要因
- ・ 新たな 3 ヶ年の中期経営計画では、前中計の投資方針をさらに推し進めるとともに、SDGs を強く意識した投資活動に取り組む方向性
- ・ 2022 年 3 月期の業績(従来連結基準)については減収ながら株式の売却益により大幅な増益を見込んでいる

要約

業績推移(従来連結基準)



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 16,450 百万円（11 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融資残高は 12,855 百万円の規模となっている（2021 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、投資種類別には、「PE 投資」と「プロジェクト投資」の大きく 2 つに区分される。

会社概要

投資種類別の概要は以下のとおりである。

(1) PE 投資

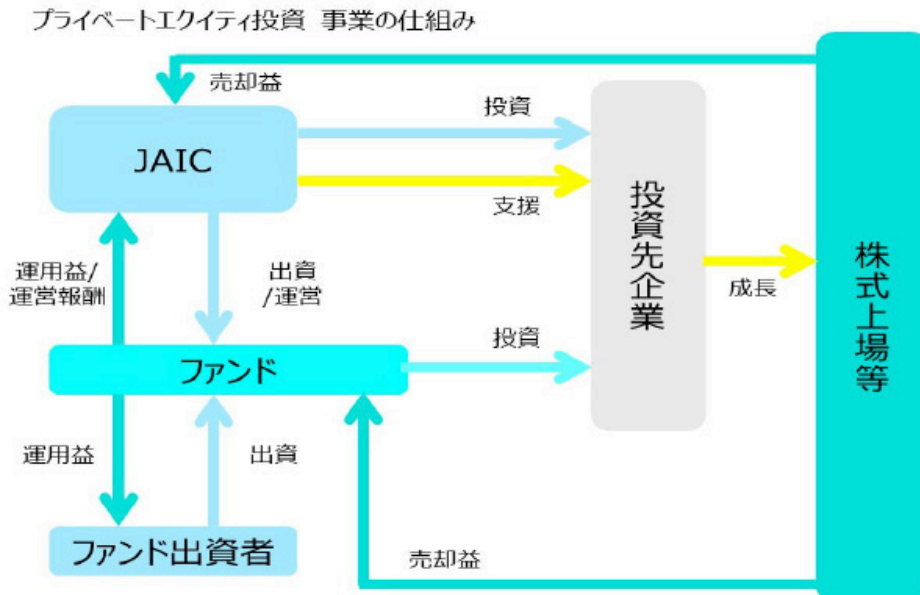
日本及びアジア（特に中華圏）における成長企業等に対して、自己勘定及び同社グループが管理運営するファンドからの投資（PE 投資）を行うとともに、投資先企業に対しては、同社が持つ様々なリソースやネットワークを活用し、投資先企業と一体となって事業拡大に取り組み、キャピタルゲイン（投資差益）等の獲得を目指すものである。また、同社グループが組成した投資事業組合（ファンド）からの管理運営報酬等[※]も収益源となっている。なお、各投資先企業が事業を拡大し利益が計上された場合でも、同社の業績に直接的な影響を与えることはなく、投資先企業の株式売却時にキャピタルゲインとなって初めて影響を与える点に注意が必要である。

[※] 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。

2021年3月期末の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6,767百万円（88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。もっとも、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[※]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る。

[※] 同社が取り組むべき事業テーマとして、再生可能エネルギー、ヘルスケア（介護施設・障がい者グループホーム）、スマートアグリ（植物工場）、ディストリビューションセンター（物流施設）などを選定し、後述するプロジェクト投資を推進するとともに、プロジェクトの開発や運営を手掛けるパートナー企業へのPE投資（戦略投資）にも注力している。

投資業務（プライベートエクイティ投資）



出所：期末決算補足資料より掲載

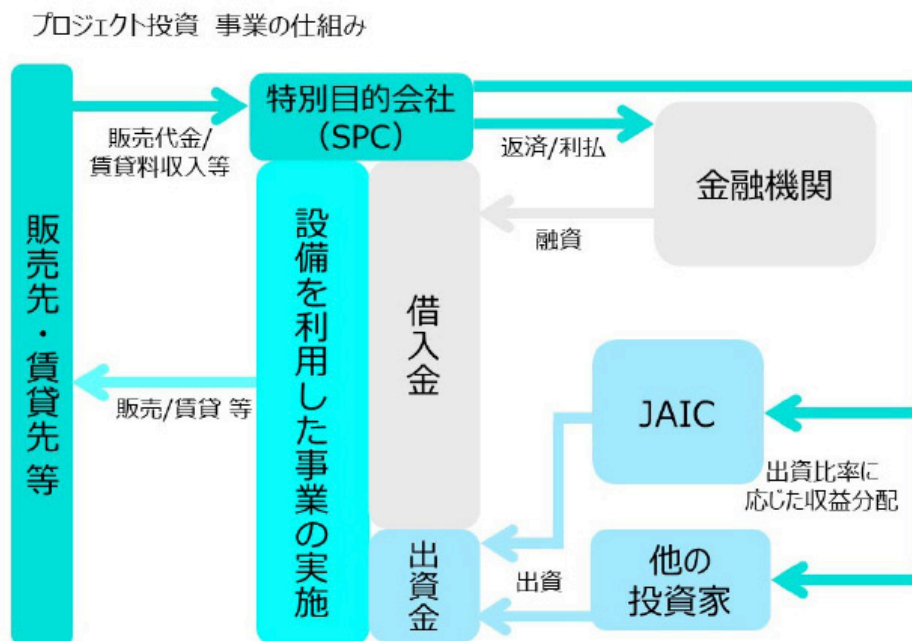
会社概要

(2) プロジェクト投資

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）に加え、ヘルスケア（介護施設、障がい者グループホーム）、スマートアグリ（植物工場）、ディストリビューションセンター（物流施設）等のプロジェクトへ投資を行っている。発電所、工場、住居施設、倉庫といった設備を保有するSPC（特別目的会社）に対して投資を行い、これらの設備を建設し、完成後の設備の運営により生み出される利益から投資に対する分配を受けるほか、完成後に設備を売却して利益を得ることもある。

2021年3月期末の同社グループの自己資金及び運用ファンドによるプロジェクト投融資の残高は6,088百万円となっている。これらのプロジェクトでは、同社及びその他投資家からの出資金に加えて、金融機関からのプロジェクトファイナンス等でも資金調達をしており、同社はレバレッジ効果により投資した資金の収益性を高めている。また、プロジェクトの企画や開発に精通したベンチャー企業とパートナーシップを組んでいるところも特徴的である。これまでは長期保有による安定収益獲得を目的としたプロジェクトを中心に積み上げてきたが、今後は、短期での売却を前提としたプロジェクト投資に軸足を移し、長期と短期の厚みのある収益構造の確立を目指していく方針である。

投資業務（プロジェクト投資）



出所：期末決算補足資料より掲載

地域別の投融資残高は、日本が約76%、中華圏（中国、香港、台湾）他が約24%である。投資種類別では、再生可能エネルギー等の「プロジェクト投資」の投融資残高が約47%、未上場企業に投資を行う「PE投資」が約53%である。PE投資は、業種別では、「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。

*「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。

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 (OECD) 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 OECD 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。その後、ヘルスケア (介護施設・障がい者グループホーム)、スマートアグリ (植物工場)、ディストリビューションセンター (物流施設) と、投資をするプロジェクトの種類を多様化してきている。

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」と「プロジェクト投資」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」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」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」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。

会社概要

一方、ここ数年、注力している「プロジェクト投資」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」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」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することができる。

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、40 年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。

■ 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

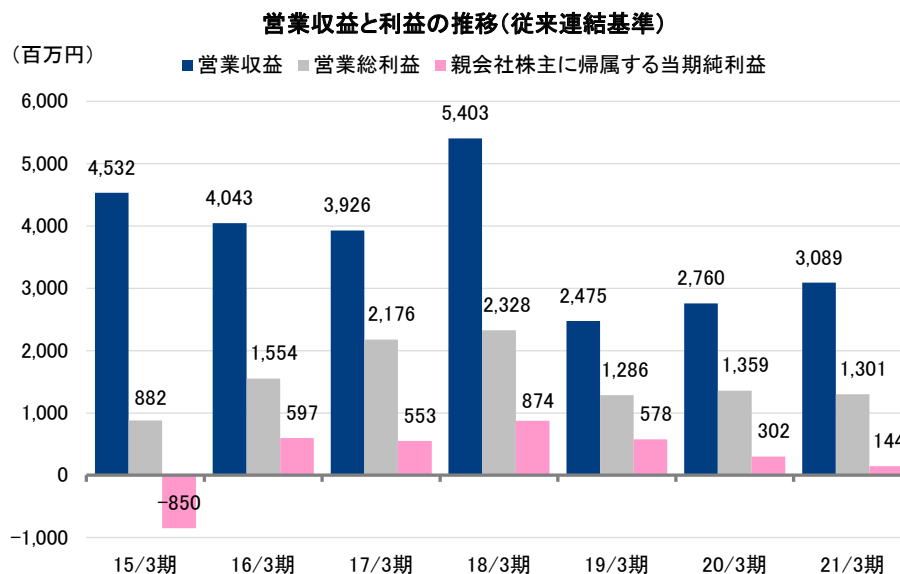
1. 業績を見るためのポイント

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による収益貢献等により、6期連続の黒字決算を達成している。



決算動向

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たのは、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等のプロジェクト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)

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期
営業総利益	882	1,554	2,176	2,328	1,286	1,359	1,301
運営報酬	634	729	466	364	241	199	169
管理報酬	571	441	364	277	241	199	169
成功報酬	63	288	101	86	0	0	0
投資損益	178	520	577	187	613	1,137	777
実現キャピタルゲイン	1,883	1,090	852	749	1,192	1,383	972
営業投資有価証券評価損・投資損失引当金繰入額	-1,704	-569	-274	-562	-579	-245	-194
インカムゲイン等	24	297	1,112	1,640	380	-12	312
その他	44	5	19	136	51	34	42

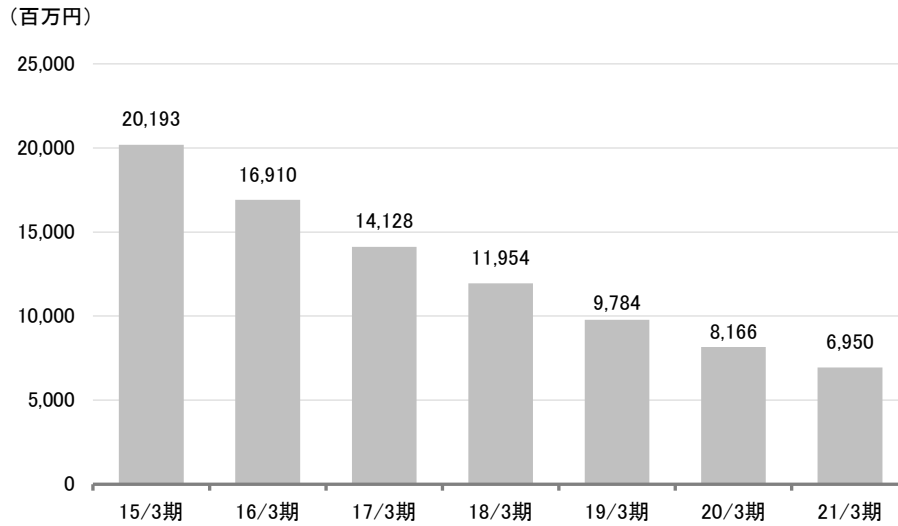
出所：決算短信、期末決算補足資料よりフィスコ作成

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2015年3月期の20,193百万円から2021年3月期には6,950百万円と約65%の削減を実現しており、販管費も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投資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。その後新株予約権の行使や内部留保により改善を続け、2021年3月期には50%を超える水準に到達している。

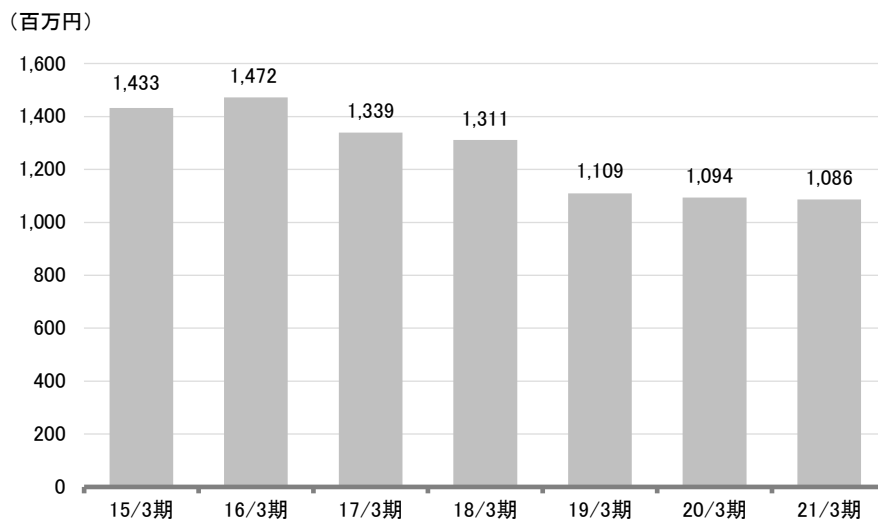
決算動向

有利子負債残高の推移(従来連結基準)



出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

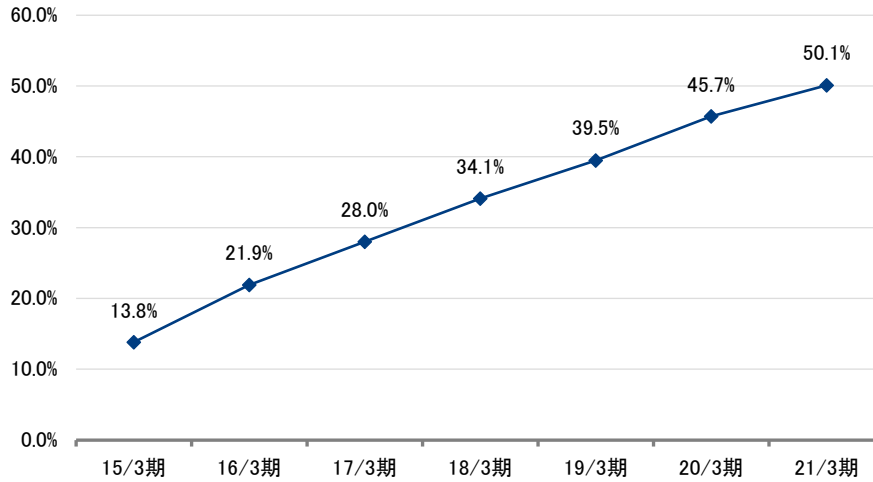
販管費の推移(従来連結基準)



出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

決算動向

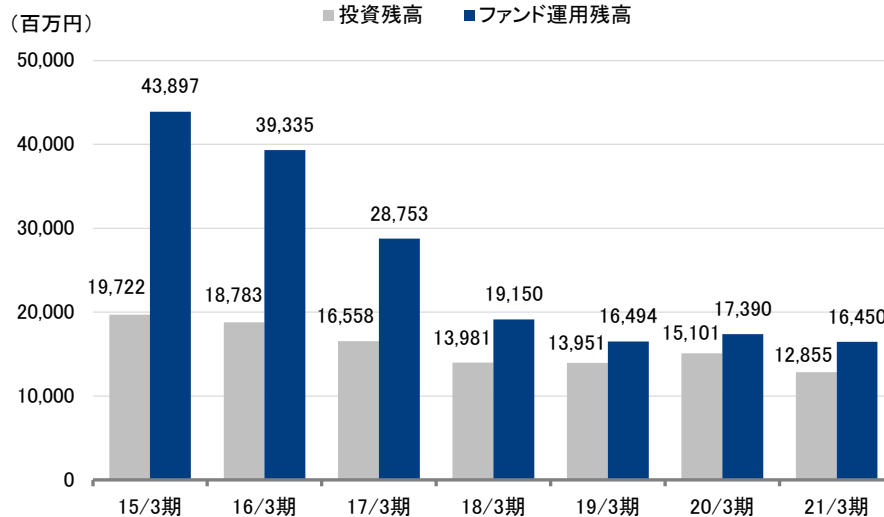
自己資本比率の推移(従来連結基準)



出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

投資残高は、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たが、プロジェクト投資資産の増加により、2020年3月期は増加に転じた。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が、2020年3月期は一旦増加している。

投資残高及びファンド運用残高



出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

3. 2021 年 3 月期決算の概要

2021 年 3 月期の業績（ファンド連結基準）は、営業収益が前期比 6.1% 減の 3,709 百万円、営業損失が 163 百万円（前期は 716 百万円の利益）、経常損失が 399 百万円（同 441 百万円の利益）、親会社株主に帰属する当期純利益が 33 百万円（前期比 90.3% 減）となった。

従来連結基準では、営業収益が前期比 11.9% 増の 3,089 百万円、営業利益が同 19.2% 減の 214 百万円、経常利益が同 23.5% 増の 173 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 52.1% 減の 144 百万円と増収ながら減益となった。また、期初見込値に対しては、営業収益、利益ともに下回る着地となっている。

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、海外での株式売却が進捗し、投資金額の大きな未上場株式の売却も実現できたことで増収となった。ただ、期初見込みにに対しては、新規上場の延期などにより予定していた株式の売却が期ずれし、その分をカバーすべくメガソーラープロジェクトの売却を進めたものの、若干下回る結果に終わった。また、損益面（営業総利益）については、売却したメガソーラープロジェクトの開発コストが前期に比べて高かったことから売却益が減少したことや、他社が運営する PE 投資で損失が発生したことなどから減益となった。

財務面（従来連結基準）では、株式の売却に伴う営業投資資産の減少等により総資産が前期末比 7.2% 減の 14,657 百万円に縮小した。借入金も同 14.9% 減の 6,950 百万円と順調に減少している。なお、営業投資資産の動き（内訳）を見ると、「戦略投資」は着実に伸びている一方、「フィナンシャル投資（戦略投資以外の PE 投資）」は減少。また、「プロジェクト投資」については、メガソーラープロジェクトの売却があったものの、新規投融資の実行により若干プラスを確保した。財務健全性に目を向けると、自己資本は内部留保の積み増しにより同 1.6% 増の 7,338 百万円に増加し、自己資本比率は 50.1%（前期末は 45.7%）に改善。同社が重視する財務バランス（「現金及び預金」と流動性の高い「プロジェクト投資」の合計が借入金を上回る状態）もプラス幅が拡大している。

日本アジア投資 | 2021年6月8日(火)
 8518 東証1部 | <https://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

決算動向

2021年3月期決算の概要

(単位：百万円)

	20/3期 ファンド連結		21/3期 ファンド連結		増減	
	実績	構成比	実績	構成比	増減	増減率
営業収益	3,950		3,709		-241	-6.1%
営業原価	1,956	49.5%	2,516	67.8%	560	28.6%
営業総利益	1,993	50.5%	1,192	32.2%	-801	-40.2%
販管費	1,277	32.3%	1,355	36.5%	78	6.1%
営業利益	716	18.1%	-163	-4.3%	-879	-
経常利益	441	11.2%	-399	-10.8%	-840	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	343	8.7%	33	0.9%	-310	-90.3%

	20/3期 従来連結		21/3期 従来連結		増減	
	実績	構成比	実績	構成比	増減	増減率
営業収益 (A)	2,760		3,089		329	11.9%
PE投資	1,104	-	1,638	-	534	48.4%
プロジェクト投資	1,656	-	1,451	-	-205	-12.4%
営業原価 (B)	1,401	50.8%	1,788	57.9%	387	27.6%
PE投資	760	-	1,090	-	330	43.4%
プロジェクト投資	640	-	697	-	57	8.9%
営業総利益 (A) - (B)	1,359	49.2%	1,301	42.1%	-58	-4.3%
PE投資	343	-	547	33.4%	204	59.5%
プロジェクト投資	1,015	-	754	52.0%	-261	-25.7%
販管費	1,094	39.6%	1,086	35.2%	-8	-0.7%
営業利益	265	9.6%	214	6.9%	-51	-19.2%
経常利益	140	5.1%	173	5.6%	33	23.5%
親会社株主に帰属する 当期純利益	302	10.9%	144	4.7%	-158	-52.1%

出所：決算短信、期末決算補足資料よりフィスコ作成

2021年3月期の財政状況等

(単位：百万円)

	20/3 期末 従来連結		21/3 期末 従来連結		増減	
	実績	構成比	実績	構成比	増減	増減率
総資産	15,800		14,657		-1,143	-7.2%
うち、現金及び預金	3,920		3,699		-221	-5.6%
うち、プロジェクト投資資産	5,437		5,583		146	2.7%
うち、戦略投資資産	1,005		1,155		150	14.9%
うち、PE投資資産（戦略投資以外）	4,282		3,111		-1,171	-27.3%
自己資本	7,223		7,338		115	1.6%
自己資本比率	45.7		50.1		4.4pt	-
借入金	8,166		6,950		-1,216	-14.9%
投融資残高	15,191	131社 / 件	12,855	121社 / 件	-2,336	-15.4%
ファンド総額	17,390	11件	16,450	11件	-940	-5.4%

出所：決算短信、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（ディスクレーム）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

決算動向

投資種類別の業績は以下のとおりである。

(1) PE 投資

営業収益は前期比 48.4% 増の 1,638 百万円、営業総利益は同 59.5% 増の 547 百万円と増収増益となった。営業収益は、新規上場の延期などにより予定していた株式の売却が期ずれしたほか、株式市場の低迷等を背景として上場株式の売却が予定どおりに進捗しなかった一方、海外での大型の未上場株式の売却を実現したことにより増収となった。損益面でも、他社ファンドからの損失発生による影響を受けたものの、これを補って増益を確保した。

(2) プロジェクト投資

営業収益は前期比 12.4% 減の 1,451 百万円、営業総利益は同 25.7% 減の 754 百万円と減収減益となった。

前期と同様、7 件のメガソーラープロジェクトを売却したものの、そのうち 3 件については、売却方法の違いから、売却高に含めず売却益のみを計上する会計処理※を行ったことにより減収となった。損益面では、売却したプロジェクトの開発コストが前期に比べて高かったことから売却益が減少した。なお、植物工場への先行費用については、販路拡大（売上増）により負担減となっている。

※ 売却価格から売却原価を差し引いた売却益相当額が「組合持分利益等」に計上されている。したがって、営業収益には計上されないものの、営業総利益に対する影響はない。

■ 活動実績

プロジェクト投資における各事業が着実に進展。 中堅中小企業グローバル化支援ファンドの新設でも一定の成果

1. PE 投資

(1) ファンド運用残高（ファンド新設の進捗）

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 11 件で 16,450 百万円（前期末は 11 件で 17,390 百万円）と減少した。一方、地域金融機関向けに募集を開始した中堅中小企業の海外進出を支援するファンドについては、その成果の 1 つとして「北海道地域中小企業グローバル化支援投資事業有限責任組合」（151 百万円）の新設を実現するに至った。

活動実績

(2) 投資実績（戦略投資の実行、及び既存資産の流動化の進捗）

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5社に対して合計322百万円（前期は12社に対して合計1,224百万円）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が2件含まれており、戦略投資残高は1,155百万円（前期末は1,005百万円）と中期経営計画の目標（10億円）を上回ったうえで着実な伸びを継続している。一方、中期経営計画に従って進めてきた既存資産の売却及び流動化については、株式売却の期ずれ等の影響を一部受けたものの、海外での大型の投資回収を実現したことにより一定の成果をあげることができ、戦略投資以外のPE投資残高は前期末比24.2%減の5,612百万円に減少した。それらの結果、PE投資全体の投資残高は88件で6,767百万円（前期末は98件で8,405百万円）となっている。

(3) IPOの実績

IPOの実績は国内2社となった。2020年12月25日にファンペップ<4881>^{※1}、12月28日にクリングルファーマ<4884>^{※2}がともに東証マザーズ市場に上場している。

※1 機能性ペプチドを用いた医薬品等の研究開発事業。

※2 HGF（肝細胞増殖因子）タンパク質を用いた難治性疾患の治療薬の研究開発。

(4) アジアネットワークの強化

2020年9月には、ベトナム全土に280支店を展開するマリタイムバンク（商業銀行）と業務協力協定を締結した。本件により、クロスボーダービジネスの展開やベトナム企業とのM&Aニーズを持つ日系のアジア企業などに対して、銀行サービスやその他の資本提携機会を提供していく方針である。特に、既述した地域金融機関との連携強化（中堅中小企業のグローバル化を支援するファンド）と融合させ、新しいビジネス機会の創造に結び付けていく戦略を描いている。

2. プロジェクト投資
(1) 投資実績

投融資実行額は、14件（そのうち、追加投資7件）に対して合計1,445百万円（前期は11件に対して合計2,240百万円）となった。他方、稼働済みのメガソーラープロジェクト7件を売却したことにより、2021年3月期末の投融資残高は33件で6,088百万円（前期末は33件で6,786百万円）に減少している。そのうち、16件がメガソーラープロジェクト、5件がメガソーラー以外の再生可能エネルギープロジェクト、12件がその他のプロジェクト（スマートアグリ、ヘルスケア、商業ビル、物流施設）となっている。

(2) 各事業の進捗
a) メガソーラー

稼働済みのプロジェクト7件（合計18.3MW）を売却（一部売却を含む）したことにより、2021年3月期末のプロジェクト数は16件（18発電所）で合計70.5MWとなった。そのうち、売電中のプロジェクトは10件（12発電所）で合計37.9MWとなっている。

活動実績

b) メガソーラー以外の再生可能エネルギー

木質バイオマス発電 1 件 (2.0MW/ 売電中)、バイオガス発電 3 件※ (合計 1.13MW/ 売電中)、風力発電 1 件 (最大 25.2MW/ 建設・企画中) の合計 5 件となっている。そのうち、2021 年 3 月に売電を開始した羽村バイオガス発電所 (1.1MW) については、食品廃棄物からバイオガスを生成して、発電に再利用する食品リサイクル事業を営む (株) 西東京リサイクルセンターがオペレーションを手掛けている。近年では、フードロスの削減が進められているが、食品廃棄物を完全にゼロにすることは現時点で困難であることから、廃棄物をそのまま処分するのではなく、再生可能エネルギーとしてリサイクルするこの事業は、持続可能な社会の発展に大きく寄与するものとして注目されている。

※ そのうち 1 件は、バイオガス発電所のオペレーターに対する投資。

c) スマートアグリ (植物工場)

篠山工場 (レタス) については、大手コンビニエンスストア向けの販路開拓に成功。無農薬で栽培したサラダ用のレタス販売に加え、コロナ禍により拡大した中食需要も獲得し、黒字化に道筋をつけることができた。また、2021 年 3 月にはレタス 2 号工場の建設にも着手している。一方、戦略投資先の MD-Farm (エムディーファーム) (株) が手掛ける工場栽培のイチゴ※については、販売候補先の開拓に取り組んだものの、実現には至らなかった。

※ MD-Farm は、閉鎖型の植物工場で、国産のイチゴ品種を通年にわたり安定的に栽培している。工場でのイチゴ栽培は、長年の間技術的に困難とされてきたが、独自に開発した技術により実現にこぎ着けた。高品質で鮮度が高く、しかも完全無農薬で栽培された安全なイチゴを通年で提供することで、大きな潜在需要の獲得を見込んでいる。

d) ヘルスケア

2020 年 8 月に 2 件の障がい者グループホーム (静岡県浜松市、広島県広島市) の営業を開始するとともに、下期にはさらに 2 件の障がい者グループホーム (栃木県宇都宮市、埼玉県加須市) の新規融資を実行した。グループホームの運営は、戦略投資先であるソーシャルインクルー (株) が担っている。日本アジア投資 (株) は、この事業を金融機関から融資を受けることのできる事業として取り組んでおり、今後も地域金融機関との連携により、規模を拡大するためのスキームを検討しながら、建設数を増加させていく方針である。足元では地域金融機関と提携した新規案件の開発が加速しており、さらに 6 件の案件を進めている。また、高齢者向け施設でも 1 件の投資実績 (港区南青山) をあげている。

e) ディストリビューションセンター (物流施設)

既に投資した 2 件のプロジェクト (埼玉県越谷市、神奈川県厚木市) については、売却候補先の開拓に努めたものの、実現には至らなかった。また、案件の開発が遅れたため、新規投資についても 1.5 億円 (計画は 12 億円) にとどまった。もっとも、コロナ禍のもと、新しい生活様式や巣ごもり消費による e コマースの拡大に伴って、物流施設の需要はひっ迫しており、今後は投資が進捗していく見通しである。なお、プロジェクトの開発は、戦略投資先の KIC ホールディングス (株) が行っている。日本アジア投資 (株) では、プロジェクトの初期段階に投資する開発型プロジェクトとして、完成後の売却を予定している。

日本アジア投資 | 2021年6月8日(火)
8518 東証1部 | <https://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

活動実績

戦略投資先（各プロジェクトのパートナー）

 リニューアブル・ジャパン株式会社 メガソーラープロジェクトのパートナー企業 初回投資時期：2015年	 スマートソーラー株式会社 メガソーラープロジェクトのパートナー企業 初回投資時期：2017年	 ソーシャルインクルー株式会社 障がい者グループホームプロジェクトのパートナー企業 初回投資時期：2019年
 株式会社森久エンジニアリング スマートアグリ（野菜）プロジェクトのパートナー企業 初回投資時期：2019年	 MD-Farm株式会社 スマートアグリ（イチゴ）プロジェクトのパートナー企業 初回投資時期：2019年	 KICホールディングス株式会社 ディストリビューションセンター（物流施設）投資のパートナー企業 初回投資時期：2020年

出所：期末決算補足資料より掲載

■ 今後の方向性

新たに3ヶ年の中期経営計画を公表。 前中計の投資方針をさらに推し進め、 SDGsを強く意識した投資活動に取り組む

1. 前中期経営計画の振り返り

同社は、2019年3月期より3ヶ年の中期経営計画を推進してきた。「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た。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※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していく。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段階の戦略となっており、前中期経営計画は第1段階として位置付けられていた。

※ 本体投資分については、「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。

今後の方向性

ただ、結果について振り返ると、投資先企業からの IPO 件数が想定ほど伸びず株式売却が遅れたため、「既存資産の早期流動化・収益化」が大幅な未達となり、それに伴って、「プロジェクト投資残高」の積み上げにも影響が出たことから、投資資産の入れ替えが計画どおりに進捗せず、当初の数値目標（収益及び財務）も達成することはできなかった（戦略投資の積み上げのみ達成）。しかしながら、新たな投資方針に従って明確な方向性を示したことや、メガソーラー以外のプロジェクト投資でもいくつかの軸となり得る分野で案件が動き出したところは、次のステージに向けて評価できるポイントと言える。

前中期経営計画の当初目標と実績

(単位：億円)

【収益構造】	1年目	2年目	最終年度	最終年度 21/3期 当初目標	達成状況
	19/3期 実績	20/3期 実績	21/3期 実績		
親会社株主に帰属する当期純利益	5.7億円	3.0億円	1.4億円	7.0億円	×
ROE	8.6%	4.3%	2.0%	9.0%	×
【財務バランス】					
プロジェクト投資資産残高	55億円	54億円	55億円	90億円	×
プロジェクト投資資産の累計利益の合計額	70億円	58億円	除外	200億円	-
現金及び預金とプロジェクト投資資産の合計額と借入金のバランス	+13億円	+11億円	+23億円	+56億円	×
戦略投資等以外の資産の早期流動化・収益化	残高47億円 (引当後)	残高42億円 (引当後)	残高31億円 (引当後)	残高10億円 (引当後)	×
新規投資用ファンド設立/戦略投資の実行	残高3.7億円	残高10億円	残高11億円	残高10億円	○

注：「プロジェクト投資資産の累計利益の合計額」については21/3期より目標から除外されている
 出所：会社資料よりフィスコ作成

2. 新中期経営計画について

同社では、新たに3ヶ年の中期経営計画を公表した。前述のとおり、前中計からの第2段階として位置付けられる。主な内容は以下のとおりとなっている。

(1) 全体像

投資活動のコアバリューを「ベンチャー投資と特色有るアジアのネットワークを活用した日本とアジアの未来に貢献するSDGs投資」と位置付け、今後、少子高齢化とポストコロナの日本の未来社会で生み出されるイノベーションから創出される事業を見出し、投資活動を通じて成長を支援する方針である。もっとも、基本的な投資方針に大きな変更はなく、戦略投資とプロジェクト投資によりバランスシートの早期改善と安定した収益の造成を図るとともに、ベンチャー投資により高い収益性の確保を目指していく方向性である。また、SDGsを強く意識した投資活動に取り組むほか、日本とアジアをつなぐ投資活動も継続していく考えだ。

(2) SDGsへの取り組み

事業テーマに沿って取り組むべき課題を特定し、具体的な投資機会へと結び付けていく考えである。

a) プロジェクト投資

・再生可能エネルギー

プロジェクトのパートナー企業への投資と、プロジェクト投資を通じて環境負荷の軽減に貢献していく。

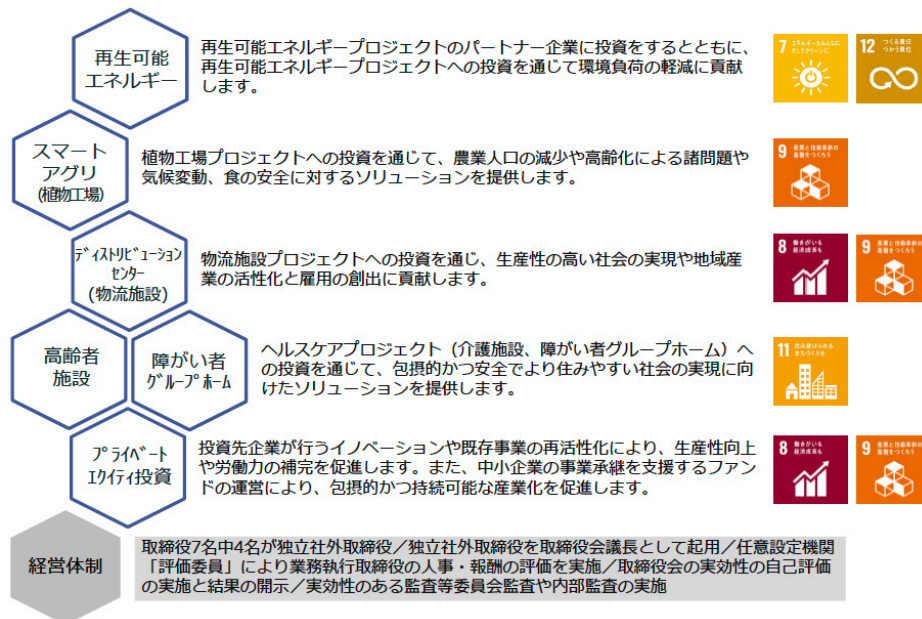
今後の方向性

- ・スマートアグリ（植物工場）
農業人口の減少や高齢化による諸問題、気候変動、食の安全、水資源の有効活用に対するソリューションを提供していく。
- ・ディストリビューションセンター（物流施設）
生産性の高い社会の実現や地域産業の活性化と雇用の創出に貢献していく。
- ・ヘルスケア
包摂的かつ安全でより住みやすい社会の実現に向けたソリューションを提供していく。

b) PE 投資

投資先企業が行うイノベーションや既存事業の再活性化により、生産性向上や労働力の補完を促進し、技術革新の拡大と働き甲斐のある新規事業を創出する。また、中小企業の事業承継を支援するファンドの運営により、包摂的かつ持続可能な産業化を促進していく。

SDGs への取り組み



出所：期末決算補足資料より掲載

(3) 事業戦略

a) PE 投資

PE 投資のうち、フィナンシャル投資（戦略投資以外の PE 投資）では、引き続き、既存の資産を流動化し、資産の入れ替えを完了させる一方、新たな投資方針に基づく 3 本のファンドを組成する計画である。また、戦略投資では、既存の投資先を成長させ売却益を得るとともに、新規分野でのパートナー企業への戦略投資も行っていく。

b) M&A 仲介等

国内外のパートナーと連携し、FA 業務 (M&A 仲介) のパイプラインを積み上げ、収益を拡大していく。

c) プロジェクト投資

・ ディストリビューションセンター (物流施設)

重点分野として投資残高を増やす計画である。また、プロジェクトの初期段階に投資し、その後のミドルリスク・ミドルリターン志向のレイターステージの投資家を呼び込むことで、同社の採算性を向上させる戦略を描いている。

・ ヘルスケア

高齢者向け施設への投資は、採算性や立地環境を中心に案件を厳選して行っていく。また、障がい者グループホームでは、銀行やリース会社とファンドを組成し、50 棟の投資を実行する計画である。

・ 再生可能エネルギー

ベトナムでの屋根置きソーラーのほか、国内のバイオガスプロジェクトへの投資を拡大する方針である。国内のメガソーラープロジェクトは、順次売却して利益計上を図っていく。

・ スマートアグリ (植物工場)

レタス工場は大手コンビニエンスストアを軸に販売先を開拓し、まずは 4 号工場まで事業規模を拡大する計画である。

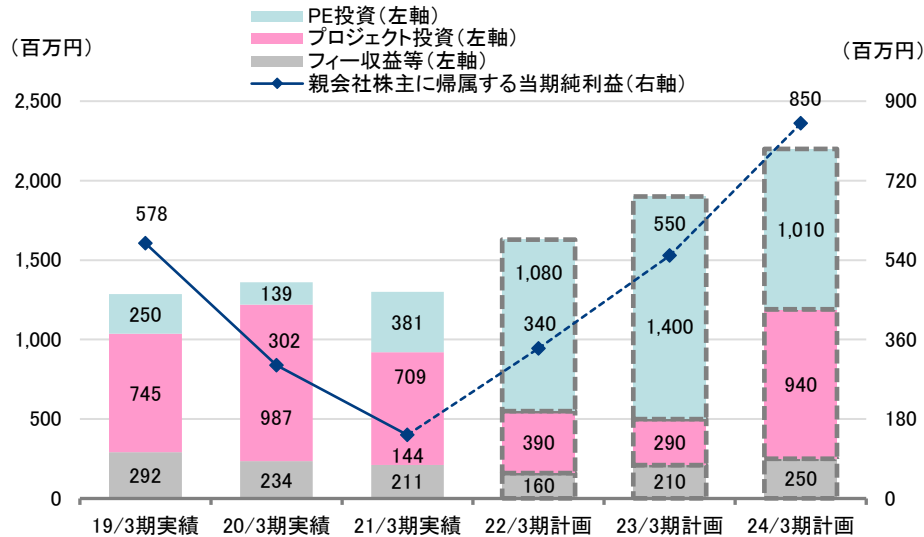
・ 新規事業開発

既存投資テーマの周辺分野やコロナ禍に対応した事業テーマから、将来の収益の柱となる新規事業を開発していく。

(4) 数値計画

FA 業務や短期売却を前提としたプロジェクトへの投資を拡大することにより、PE 投資に比べて比較的確実性の高いフィー収入やプロジェクトの収益を拡大し、持続可能な収益構造を目指す。ただ、この計画期間中は、前中計で達成できなかった既存資産の流動化を完了させるため、PE 投資の収益が中心となるが、最終年度の 2024 年 3 月期にはフィー収益 (約 2.5 億円) とプロジェクトの収益 (約 9 億円) で管理コストを賄い、変動の大きな PE 投資の収益により超過利益 (アップサイド) を目指すシナリオとなっており、営業総利益で 22 億円、最終利益で 8.5 億円を計画している。

今後の方向性

新中期経営計画


出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

3. 弊社による注目点

弊社でも、前中計については、株式市場の低迷等により数値目標には届かなかったものの、新たな投資方針を打ち出し、具体的に動き出したことは、収益基盤の強化に向けた第1段階として一定の評価をしても良いであろう。特に、新たな軸となり得るプロジェクト投資が立ち上がってきたことや、それに紐づく戦略投資の積み上げは、今後の収益拡大に向けた足掛かりとして評価できるポイントと言える。したがって、これからの3年間(第2段階)で、いかに本格的な軌道に乗せていくのが重要なテーマとなろう。これまでの資産の伸びや収益の下支えに貢献してきたメガソーラーに代わるプロジェクト投資資産の積み上げに注目したい。また、世界的に注目されているSDGsへの取り組みを、パートナー企業や各金融機関等と連携を図りながら成功させ、同社成長に取り込んでいく戦略が大きなカギを握るものと捉えている。

業績見通し

2022年3月期は株式売却の推進により大幅な増益を見込む

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、2022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。

業績見通し

同社の「従来連結基準による見込値」によれば、新中期経営計画の初年度となる2022年3月期について、営業収益を前期比4.5%減の2,950百万円、営業利益を同137.8%増の510百万円、経常利益を同147.2%増の430百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同134.8%増の340百万円と減収ながら大幅な増益を見込んでいる。

PE投資については、前期からの期ずれ分を含め、株式の売却を積極的に進めていく方針であり、売却高で23億円、売却益で13.4億円を見込んでいる※。一方、プロジェクト投資については、メガソーラー、ディストリビューションセンター、その他で合計4件を売却する計画となっている。したがって、減収となるのは、プロジェクト投資分の売却が前期と比べて減少することが理由である。

※そのうち、IPO（国内）に伴う売却高は7億円、売却益は5.8億円、未上場株式の売却高は16億円、売却益は7.6億円を見込んでいる。

損益面では、前述のとおり、株式の売却益が増益に大きく寄与する想定である。なお、株式の売却やプロジェクト投資分の売却の大半は第4四半期に実行する計画のため、第3四半期までは損失計上の見込みとなっていることには注意が必要である。

2022年3月期の業績見込み値（従来連結基準）

(単位：百万円)

	2021年3月期 従来連結		2022年3月期 従来連結		増減	
	実績	構成比	同社見込値	構成比	増減額	増減率
営業収益	3,089		2,950		-139	-4.5%
営業原価	1,788	57.9%	1,320	44.7%	-468	-26.2%
営業総利益	1,301	42.1%	1,630	55.3%	329	25.3%
販管費	1,086	35.2%	1,120	38.0%	34	3.0%
営業利益	214	6.9%	510	17.3%	296	137.8%
経常利益	173	5.6%	430	14.6%	257	147.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	144	4.7%	340	11.5%	196	134.8%

出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

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、新たにスタートした中期経営計画に従い、プロジェクト投資による安定収益の底上げにより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。

重要事項（ディスクレマー）

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 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp