

フューチャーベンチャーキャピタル

(8462・JASDAQスタンダード) 2011年3月3日

JASDAQアナリストレポート・プラットフォーム<ベーシックレポート>

地方への展開に積極的なベンチャーキャピタル

モーニングスター(株)
藤井 知明

会社概要

所在地	京都市中京区
代表者	川分 陽二
設立年月	1998/09
資本金	1,984百万円 (2010/12/31現在)
上場日	2001/10/10
URL	http://www.fvc.co.jp/
業種	証券、商品先物取引業

主要指標 2011/03/01 現在

株 価	10,000円
発行済株式数	46,869株
売買単位	1株
時価総額	468百万円
予想配当 (会社)	未定
予想EPS (アナリスト)	-5,975.62円
実績PBR	1.13倍

■ 4期連続当期純損失も、赤字額は縮小傾向に

代表取締役である川分氏の個人創業による独立系ベンチャーキャピタル。京都を地盤に、地方への展開を積極的に進めていることが特徴となっている。地方では都市部より投資対象となる案件数は少ないものの、競合によって投資価格が高くなるといったことは少ない。このため、地方で埋もれている優良企業を発掘できれば、株式上場（以下IPO）時に高いリターンが期待できると考えられる。

しかし、業績面では10年3月期まで通算して4期連続の当期純損失を計上しており、11年3月期についても第3四半期連結累計実績で174百万円の純損失を計上。2006年のライブドア・ショックや2008年のリーマン・ショックによる影響を受け、株式市場やIPO市場の低迷が続き、思うような投資成果が挙げられていない。ただ、連結業績については、当社が管理運用するファンドを全て子会社として取り込んでおり、営業損失などは当社の出資割合（10年9月末で15%程度）に比べ大きな金額となっている。このため、連結決算だけでなく、個別決算の状況もみて実態を判断すべきだろう。

一方、足元の状況としては、減損や投資損失引当金繰入額などは減少傾向。株式市場でもIPOがやや増え始めており、今後は当社の投資先からもIPOが増加する可能性がある。

【業績動向】

		売上高	前年比	営業利益	前年比	経常利益	前年比	当期純利益	前年比	EPS
		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円
2010/3	実績	362	-13.7	-3,977	赤縮	-4,033	赤縮	-599	赤縮	-16,311.33
2011/3	会社予想 (未定として発表)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	アナリスト予想	390	7.7	-1,990	赤縮	-2,030	赤縮	-280	赤縮	-5,975.62
2012/3	アナリスト予想	500	28.2	-910	赤縮	-950	赤縮	-130	赤縮	-2,774.39

会社概要

➤ 会社概要

京都を地盤とするベンチャーキャピタル（以下 VC）。同業界では珍しく代表取締役の川分氏が個人で創業した独立系 VC であり、その戦略としては、地方への展開を積極的に進めていることが第一の特徴となっている。都市部の場合、投資対象となる案件数は多いが、競合する VC も多い。一方、地方では都市部より案件数は少ないものの、埋もれている優良企業もある。競合する VC が少ないことから、競合によって投資価格が高くなるといったことも少なく、株式上場（以下 IPO）時に高いリターンが期待できるといった点もメリットと考えられる。当社では、地方自治体や地域の金融機関などのネットワークを形成することで、有望なベンチャー企業を発掘・育成するために不可欠な豊富な情報収集網を構築している。なお、京都の本社以外の事務所は、金沢、東京、岩手、三重、山形、神戸、愛媛、堺、青森の 9 拠点となっている。

また、事業基盤が未だ整っていないアーリーステージの企業への投資に積極的な点も特徴の一つ。アーリーステージの企業は信用力が低いために資金の確保が課題となるが、当社では、信用力がなくても豊かな成長性を秘めている企業に資金提供することが、VC に期待されていることだと考え、積極的に対応している。ちなみに、10 年 9 月末の投資残高金額（13,594 百万円）でみると、設立 3 年未満が 27%（金額ベース）、3 年以上 5 年未満が 15%（同）、5 年以上 7 年未満が 13%（同）となっており、投資残高全体の 53%（同）が設立から 7 年未満の企業に投資されている。

一方、当社が投資する際には、リードインベスターとして支援できるかも重視。リードインベスターとは、ベンチャー企業に投資している VC の中で、資金面や経営支援の面で中心的な役割を果たす VC。当社では、経営上のアドバイスや当社が保有するネットワークを活用した経営支援を行っているが、それには経営者との信頼関係を構築するとともに、他の VC よりも経営上の発言権を持つ必要があると考えているためである。実際、10 年 9 月末の投資残高社数（180 社）でみると、68%（初回投資時点を基準に算出）の企業は、当社がリードインベスターとして投資している案件となっている。

➤ 経営者及び設立の経緯

代表取締役の川分氏は、1977 年に住友銀行（現・三井住友銀行）入行後、1989 年に日本アセアン投資（現・日本アジア投資（株））に入社。投資部長、大阪支店長、審査部長、業務推進部長等を経て 1997 年 6 月取締役就任。大阪支店長在任中（1992 年より 4 年間）に、関西圏の未公開企業 28 社に対して約 30 億円を投資し、9 社が公開・上場を達成した。

その後、1998 年にフューチャーベンチャーキャピタル（株）を設立し、代表取締役に就任。日本で初めての投資事業有限責任組合（フューチャー一号投資事業有限責任組合）を設立している。

➤ 企業理念

創業の理念は「信用がないために資金を調達できないが、資金さえあれば大きく成長できる企業にリスクマネーを提供し、経営者の夢の実現を応援したい」。返済期限も担保もない、本当のリスクマネーを提供し、名実共にベンチャー企業経営者のパートナーという立場で、経営の支援を行っている。

会社概要

➤ 沿革

1998年9月	京都市にフューチャーベンチャーキャピタル株式会社(FVC)設立
1998年11月	日本初の投資事業有限責任組合(フューチャー一号投資事業有限責任組合)を組成
1999年12月	投資顧問業免許取得
2001年2月	石川県金沢市に金沢事務所を開設
2001年10月	ナスダック・ジャパン(現・大証JASDAQ)に上場
2001年11月	東京支店を開設
2002年5月	岩手県盛岡市に岩手事務所を開設
2004年4月	三重県津市に三重事務所を開設
2005年7月	山形県山形市に山形事務所を開設
2005年8月	兵庫県神戸市に神戸事務所を開設
2005年8月	機関投資家向け大型ファンドであるFVCグロース投資事業有限責任組合を組成
2006年9月	愛媛県松山市に愛媛事務所を開設
2006年9月	大証ヘラクレス市場 グロース銘柄からスタンダード銘柄に所属変更
2007年3月	大阪府堺市に堺事務所を開設
2007年6月	青森県青森市に青森事務所を開設
2009年7月	コンサルティング業務の強化を目的として、FVCアドバイザーズ株式会社を設立
2010年10月	ヘラクレスとJASDAQの市場統合により、当社の上場区分がヘラクレスからJASDAQスタンダードに移行

(会社資料よりモーニングスター作成)

➤ 大株主

(10年9月30日現在)

氏名又は名称	所有株式数 (株)	所有株式数の割合 (%)
川分 陽二	2,859	6.1
TOTAL NETWORK HOLDINGS LIMITED (常任代理人 松本 甚之助)	2,700	5.8
古川 令治	2,570	5.5
賀川 正宣	1,802	3.8
関西サービス	1,800	3.8
藍澤証券	1,620	3.5
JCW	1,477	3.2
坂本 友群	1,351	2.9
藤原 洋	1,300	2.8
ヤマカワ	1,250	2.7

(四半期報告書よりモーニングスター作成)

事業概要

➤ 事業の内容

豊かな成長性を有し、株式の上場を目指す、いわゆるベンチャー企業への投資を行っている。その投資資金獲得のために投資事業組合（以下、ファンド）を組成し、当社がその無限責任組合員又は業務執行組合員となって投資先の選定、並びに育成支援を行っており、これに伴う管理報酬を当該ファンドより得ている。

投資先企業に対しては、定期訪問によるモニタリングを基本とし、営業協力や人材紹介、専門家の斡旋、様々な経営課題解決への助言等の育成支援施策を講じるとともに、企業価値を高める合併・買収の斡旋等を行っている。また、子会社のFVCアドバイザーズ株式会社では、業種や規模によらず幅広く企業経営者向けにコンサルティングサービスを提供している。なお、当社が運営・管理しているファンドは26組合、出資金総額（コミットメント総額）は30,203百万円（10年12月31日現在）。

➤ 投資スタンスについて

当社の投資スタンスとしては、まず企業の将来性を重視している。その企業が有する「将来性」を厳格に吟味し、大きな可能性を秘めている企業であれば、たとえ現状が芳しくなくても投資を行うというスタンスだ。また、経営者・経営陣の能力を見極めることにも注力。これらを総合的に判断し、企業の真の姿をしっかりと見極め、必要なリスクについては果敢に取っていく方針である。

一方、投資先企業の支援に対しては、積極的に経営者・経営陣に様々な提案や支援を行っている。そのため、経営者・経営陣との信頼関係を構築することを重視しており、投資担当者一貫制を採用。一社につき発掘から株式公開まで一人の担当者とそれをサポートするアドバイザーに任せている。また、サポートについては現場主義を掲げており、時間を惜しまずに経営者とのコミュニケーションをとる（最低月1回）ように指導している。

また、ITバブルに代表されるように、一時的に高い注目を受けてブーム化している業種への投資はリスクが高いと考え、投資対象を特定の業種に特化することは避けている。幅広い業種の企業に分散投資を行うことで適切なリスク管理を行い、安定的なリターンを目指している。なお、現状ではメーカーを重視した投資を行っており、投資先の半分はメーカーとなっているようだ。

➤ 売上高の構成

当社の売上高の構成としては、以下のように、投資事業組合等管理収入、営業投資有価証券売上高、コンサルティング収入などがある。

◇投資事業組合等管理収入

投資事業組合等管理収入は、ファンドの設立時にファンド総額の一定の割合に乗じて算定される設立報酬、ファンドの運用と管理業務の対価としてファンド総額の一定の割合に乗じて算定される管理報酬、およびファンドの運用成績により算定される成功報酬より構成されている。

事業概要

このうち、設立報酬は、ファンドの設立及びファンド出資者の新規加入に際して、ファンド総額の1%程度を受け取るが、ファンドによっては設立報酬のないファンドもある。

管理報酬は、毎年定期的に受け取る報酬であって、その金額は一般的にファンド総額の年2~3%程度。これは、ファンドの管理費用のほか、ベンチャー企業への投資・育成費用の活動費をまかなうためのものであり、ファンドによってはファンド存続期間の途中からは、管理報酬の割合が低く設定されていることがある。これは、ベンチャー企業の発掘・投資、そして、投資直後の新規ビジネス立ち上げ支援など、投資育成活動の中で最も注力が必要な部分はファンド存続期間の前半に集中しているという考えからである。このため、現状の出資金額に対する管理報酬の比率は2%に近い水準で推移している。

また、成功報酬とは、ファンドが収益を上げた場合に、運営者である当社がファンドの運用に成功した報酬として受け取るもの。成功報酬の一般的な割合は、ファンドがあげた収益に対して20%程度となっている。

◇営業投資有価証券売上高

営業投資有価証券売上高として計上されるのは、当社及び当社が運営するファンドの保有する株式等（営業投資有価証券）を売却した際の売却額と、投資先企業の株式からの配当、社債からの受取利息、および、営業投資目的で取得した社債の償還益などである。なお、保有する株式等の売却方法については、株式公開後に市場で売却する以外に、事業会社等他社への売却、投資先ベンチャー企業の経営陣などへの売り戻しなどがあり、必ずしも株式を公開してから売却するだけではなく、未公開のまま売却することもある。ただ、市場での売却以外の場合、投資元本以上の確保は難しいと考えられる。

◇コンサルティング収入

コンサルティング収入には、主に他社が運営するファンドに対する投資助言業務や、地方自治体による産業振興などに対するコンサルティング業務の報酬が含まれている。当社がこれまでに蓄積したノウハウから派生した業務からの収入となっている。なお、2009年7月17日に、経営コンサルティング業務等を行うFVCアドバイザーズ株式会社（100%子会社）を設立。同社において経営コンサルティング、企業再生に係るコンサルティング業務等を推進することで、ベンチャーキャピタル業務以外の収益軸の強化を図っている。

事業概要

➤ 収益構造

当社の売上高は、投資事業組合等管理収入、営業投資有価証券売上高、コンサルティング収入などから構成されているが、このうち営業投資有価証券売上高以外は比較的安定した収益源となっている。利益の源泉となるのは、営業投資有価証券の売買による差益、いわゆるキャピタルゲインと、この差益が大きくなった場合の成功報酬である。つまり未上場のベンチャー企業に投資し、支援を行うことで株式を公開させ、未上場段階で投資した金額以上の成果を獲得できるかがポイントとなる。費用については人件費など固定的なコストが多いため、キャピタルゲインが大きくなれば、好業績が見込まれる収益構造となっている。

ただ、実際には投資活動の結果が出るまでには時間が必要で、短くても3年、長ければ10年近く、株式等有価証券を保有する。しかし、その過程で経営が悪化するなど、投資金額の回収に不安のある企業も出てくる。こうした場合、当社の決算では、「将来の損失に備える引当金」として「投資損失引当金」が計上される。ここ数年は、経済環境が厳しかったこともあり、当社でも多額の投資損失引当金を費用（売上原価）として計上している。営業投資有価証券の売買についても、未上場の段階での売却が多く、結果として売買差損を計上しており、営業損益の赤字が続いている。

もともと、既に投資損失引当金を計上していた銘柄を売却した場合、その引当金が戻し入れられ、費用から控除される。当社では、個別の企業の状況を分析・判断して投資損失引当金を計上しており、保守的な会計処理が行われている。実際、10年3月末時点では、営業投資有価証券残高14,275百万円に対し投資損失引当金は7,060百万円となっており、引当率は49.5%に達している。

➤ 連結決算と個別決算の差異について

以前のVCの決算では、各ファンドの財務諸表数値のうち、その持分の割合を財務諸表に取り込む方法が取られてきた。しかし、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」が適用され、当社が管理運用するファンドを全て子会社とする連結決算を行うようになった。

この結果、連結決算と個別決算では、次頁のような違いが出ている。売上高については、ファンドからの報酬である投資事業組合等管理収入が、連結決算では子会社との内部取引とみなされるため、相殺されている。営業投資有価証券売上高も、個別決算ではファンドの当社持分のみ取り込んでいたが、連結ではファンド全体の売上高を取り込むため、金額が大きくなる。これは営業投資有価証券売上原価や投資損失引当金繰入額も同様で、連結決算ではファンド全体の金額を取り込むため、個別決算に比べかなり大きくなる。コスト面でも、同様の処理が行われているため、経常利益までは連結決算と個別決算で差異が生じやすい。ただ、当期純損益については当社持分以外の出資者持分に係る損益が控除されるため、連結決算と個別決算の金額がほぼ一致する。

事業概要

2010年3月期決算の損益計算書 (単位:百万円)

	個別	連結	差異の理由
売上高	652	362	
(投資事業組合等管理収入)	554	-	ファンドからの管理報酬・成功報酬は、連結では内部取引となるため相殺。
(営業投資有価証券売上高)	41	285	個別ではファンドの当社持分のみ取り込むが、連結ではファンド全体の売上高を取り込む。
(コンサルティング収入・その他)	56	78	
売上原価	955	4,101	
(営業投資有価証券売上原価)	430	2,995	個別ではファンドの当社持分のみ取り込むが、連結ではファンド全体の原価・引当金繰入を取り込む。
(投資損失引当金繰入額)	91	780	
(その他の売上原価)	432	326	ファンドの管理報酬費用等について、連結では内部取引となるため相殺。
売上総損益	-302	-3,738	
販売費及び一般管理費	219	238	ファンドの監査費用などの費用が、連結ではファンド全体の金額を取り込む。
営業損益	-522	-3,977	
経常損益	-581	-4,033	
税引前当期純損益	-591	-4,043	
少数株主損益	-	-3,456	上記からファンドの当社持分以外の出資者持分に係る損失を控除。
当期純損益	-601	-599	純損失の額は、基本的に個別と連結で一致。

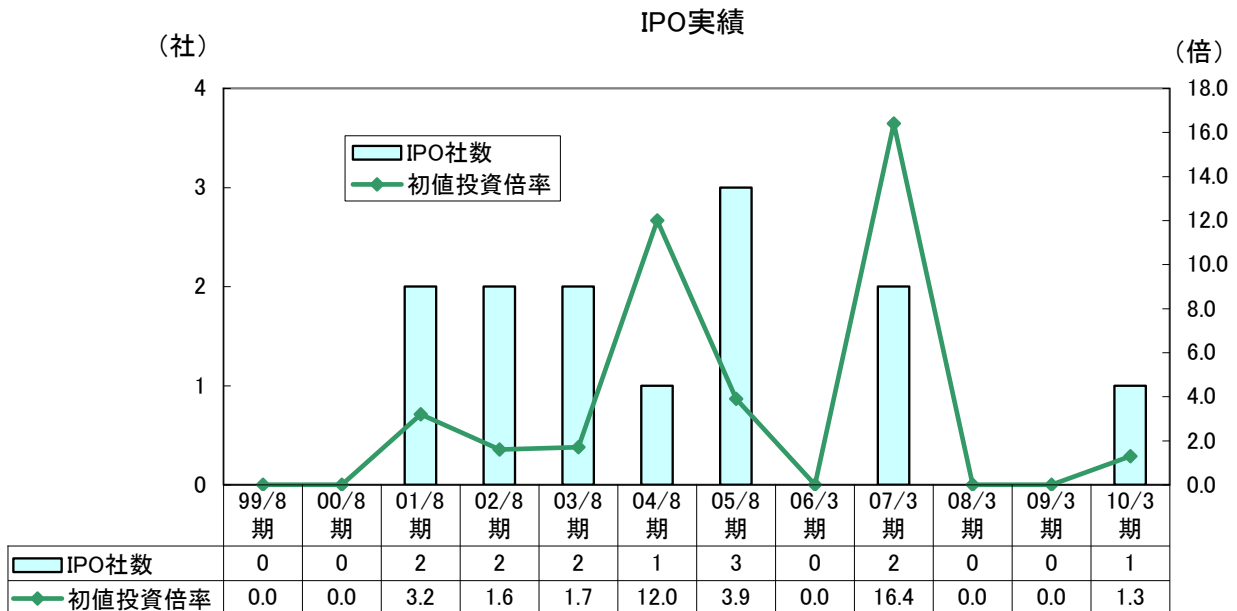
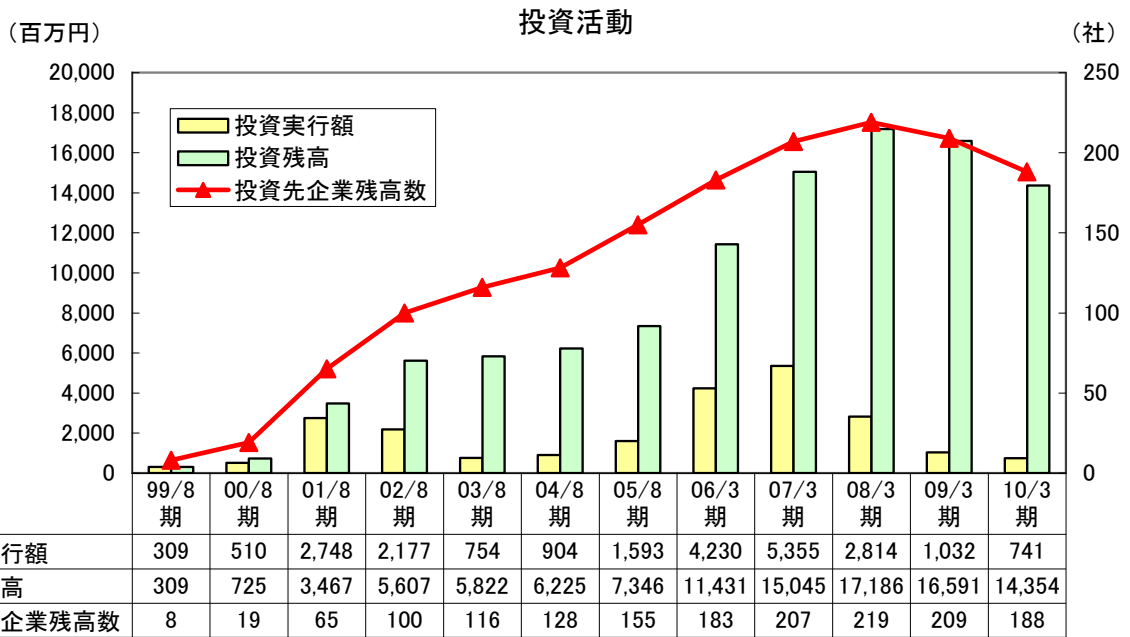
(会社資料よりモーニングスター作成)

このため、連結決算においては、本来はVCの安定収益である投資事業組合等管理収入が計上されず、営業投資有価証券売上高が売上高の中心となっている。この結果、08年3月期から10年3月期までの決算においては、個別決算より連結決算の売上高が少ないという特殊な状況に陥っている。売上原価についても、ファンド全体の営業投資有価証券売上原価や投資損失引当金繰入額の影響が大きくなっており、大幅な営業赤字となっている。ただ、ファンド総額に対する当社の出資割合は10年9月末で15%程度であり、連結決算だけでなく、個別決算の状況もみて実態を判断すべきだろう。

事業概要

➤ 投資の実績

創業から2010年3月期までの投資活動とIPO実績はグラフの通りである。2006年のライブドア・ショックや2008年のリーマン・ショックによる影響を受けており、投資残高については2009年3月期以降が減少傾向にある。IPO実績も過去3期間で1社と低調となっている。



(会社資料よりモーニングスター作成)

競合分析

▶ ジャフコと日本アジア投資との比較

VC 業界の競合で上場しているジャフコ（8595）及び日本アジア投資（8518）と比較すると、営業投資有価証券の残高（10年3月期末）はジャフコが当社の6.2倍、日本アジア投資が同3.5倍となっている。ただ、売上高の規模は連結・個別とも営業投資有価証券の倍率以上に差がある。

その要因の一つとして、IPO実績が挙げられる。10年3月期はリーマン・ショックの翌年でもあり、株式市場を取り巻く環境は厳しかったものの、IPO実績についてはジャフコが国内8社・海外2社で計10社、日本アジア投資が国内4社・海外5社で計9社と着実な実績を示す中、当社のIPO実績は国内1社のみにとどまった。この違いが、投資有価証券の売却額（営業投資有価証券売上高）の差に繋がっている。

ただ、営業損益については、未上場株式の売却による損失や投資損失引当金繰入額などの影響から、両社の赤字額は当社より大きくなっている。規模の大小については、プラスとマイナスの両方の側面があり、評価が難しい。

フューチャーベンチャーキャピタル(8462) (単位:百万円)

連結	07/3期	08/3期	09/3期	10/3期
売上高	1021	376	420	362
営業損益	-729	-3,718	-4,943	-3,977
経常損益	-731	-3,769	-4,984	-4,033
少数株主損益	-619	-3,105	-4,117	-3,457
当期損益	-120	-676	-899	-599
個別	07/3期	08/3期	09/3期	10/3期
売上高	893	807	756	652
営業損益	-50	-736	-739	-522
経常損益	-66	-788	-790	-581
当期損益	-75	-800	-821	-601
連結	07/3期	08/3期	09/3期	10/3期
営業投資有価証券	15,045	17,186	16,591	14,275
投資損失引当金	-706	-3,111	-6,280	-7,060
引当率	4.7%	18.1%	37.9%	49.5%

日本アジア投資(8518) (単位:百万円)

連結	07/3期	08/3期	09/3期	10/3期
売上高	26,921	21,444	9,454	8,474
営業損益	12,427	5,172	-31,382	-11,710
経常損益	12,263	4,392	-32,696	-12,679
少数株主損益	3,651	1,082	-3,667	-2,198
当期損益	4,942	1,512	-34,899	-10,889
個別	07/3期	08/3期	09/3期	10/3期
売上高	17,274	18,280	7,011	6,753
営業損益	7,152	4,926	-27,836	-9,890
経常損益	7,101	4,667	-28,542	-10,774
当期損益	3,654	3,257	-35,920	-11,133
連結	07/3期	08/3期	09/3期	10/3期
営業投資有価証券	79,048	78,605	60,522	50,313
投資損失引当金	-4,897	-2,239	-9,605	-12,495
引当率	6.2%	2.8%	15.9%	24.8%

ジャフコ(8595) (単位:百万円)

連結	07/3期	08/3期	09/3期	10/3期
売上高	50,434	67,937	21,432	16,667
営業損益	13,666	12,813	-9,360	-4,965
経常損益	14,745	13,396	-8,648	-4,671
少数株主損益	-539	1,436	0	-11
当期損益	9,465	7,684	-16,965	-2,175
個別	07/3期	08/3期	09/3期	10/3期
売上高	33,959	37,196	19,373	15,402
営業損益	13,550	8,182	-9,976	-5,354
経常損益	15,099	9,011	-9,278	-3,702
当期損益	9,508	5,613	-17,190	-715
連結	07/3期	08/3期	09/3期	10/3期
営業投資有価証券	244,754	98,305	93,218	88,155
投資損失引当金	-37,530	-21,028	-30,094	-33,462
引当率	15.3%	21.4%	32.3%	38.0%

10年3月期第3四半期累計の連結業績 (単位:百万円)

連結	ジャフコ	アジア投資	フューチャー
売上高	12,430	7,602	208
営業損益	-2,400	-6,315	-2,071
経常損益	-1,972	-7,145	-2,101
当期損益	-1,103	-6,021	-287

11年3月期第3四半期累計の連結業績 (単位:百万円)

連結	ジャフコ	アジア投資	フューチャー
売上高	10,830	8,006	325
営業損益	1,951	875	-1,351
経常損益	2,464	7	-1,377
当期損益	1,748	-641	-174

(各社決算資料よりモーニングスター作成)

競 合 分 析

しかし、11年3月期の第3四半期累計の業績についてみると、ジャフコと日本アジア投資は営業損益が黒字となっているのに対し、当社は赤字が続いている。第3四半期までのIPO実績としては、ジャフコが国内4社・海外4社で計8社、日本アジア投資が国内1社・海外2社で計3社となっているのに対し、当社はゼロ。両社はこのIPOによるキャピタルゲインなどが営業損益の黒字に寄与している格好だ。11年3月期は株式市場の状況が徐々に好転しつつあることもあり、投資規模が大きい方がプラスとなっている。

なお、07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」（企業会計基準委員会 平成18年9月8日 実務対応報告第20号）を適用したため、VC各社は同期より投資事業組合（ファンド）を連結子会社とした。

ただ、日本アジア投資は同社グループで運営している投資事業組合等の一部を新規に連結の範囲に加えたため、連結決算上でも投資事業組合等管理収入が一部計上されている。このため、当社のような連結決算と個別決算の逆転現象は起きていない。

一方、ジャフコについては、この変更で07年3月期と08年3月期は連結の売上高が急拡大（連結したファンド全体の営業投資有価証券売上高などを取り込んだため）したが、08年3月期からは急減している。これは、同社が2007年12月7日付で、金融商品取引法上の第二種金融商品取引業者及び投資運用業者としての登録を完了したため、これに伴い、投資事業組合財産の分別管理態勢を再構築したことなどにより、同社グループが管理運営する投資事業組合については、09年3月期より、連結の範囲から除外されたためである。一方で、09年3月期からは連結決算上でも投資事業組合等管理収入が計上されている。10年3月期の実績では、ジャフコが6,331百万円、日本アジア投資が905百万円、投資事業組合等管理収入を計上している。こうした会計処理の違いも、売上高の差に繋がっている。

業 績

▶ 11年3月期第3四半期累計実績について

11年3月期第3四半期累計の連結業績は、売上高が325百万円（前年同期比56.2%増）、営業損益が1,351百万円の赤字（前年同期は2,071百万円の赤字）となった。営業投資有価証券の売却が進んだことなどにより営業投資有価証券売上高は274百万円（前年同期は154百万円）と増加したものの、このうち250百万円は未上場の営業投資有価証券の売却。その原価は955百万円と大幅なマイナスとなっている。但し、この原価に係る投資損失引当金戻入額が761百万円となっており、営業投資有価証券売上原価は200百万円（前年同期は222百万円）と売上高を下回った。

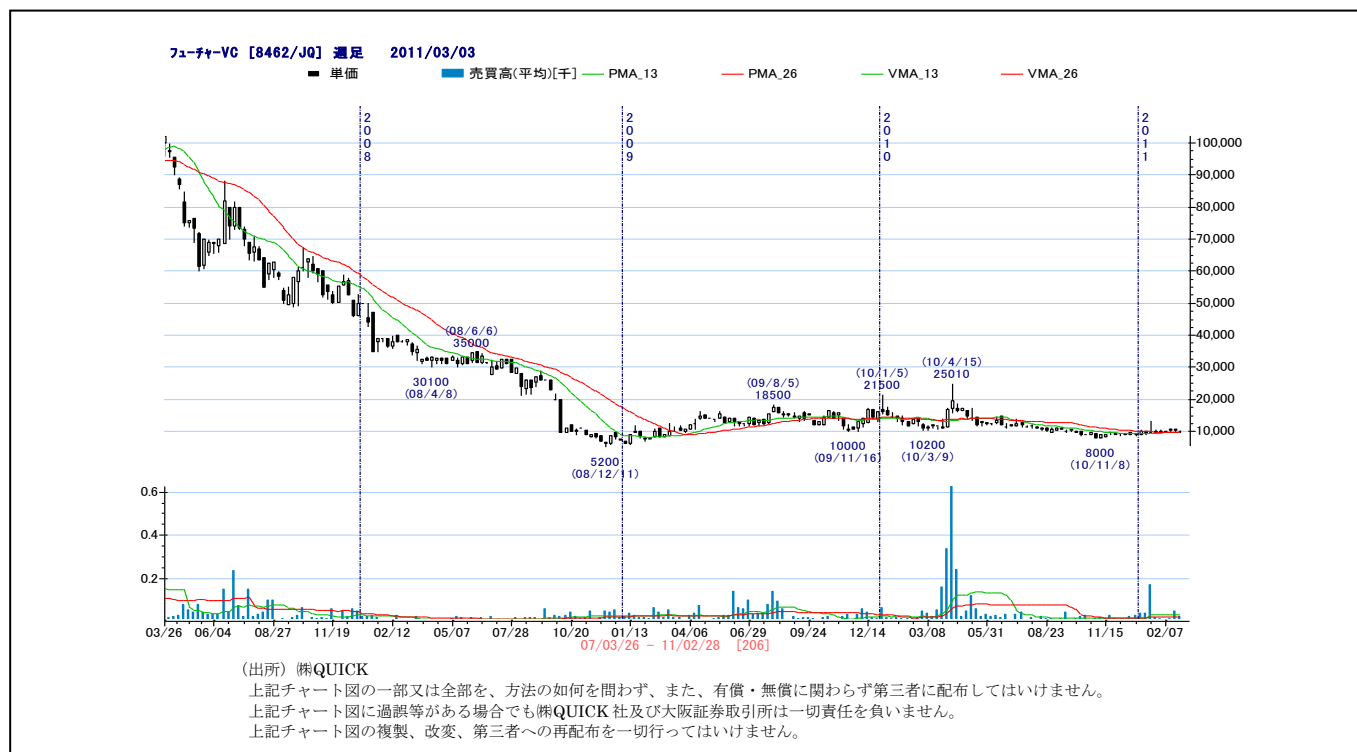
一方、減損等で289百万円（係る投資損失引当金戻入額が199百万円）、投資損失引当金繰入額で1,039百万円を計上しており、営業投資関連損失は1,055百万円となった。もともと、前年同期は減損等で1,297百万円（係る投資損失引当金戻入額が1,204百万円）、投資損失引当金繰入額で1,545百万円を計上しており、減損・投資損失引当金繰入額とも前年より減少傾向にある。販売費及び一般管理費も139百万円（前年同期は173百万円）と抑制されており、収益面では良い傾向が見えている。ただ、投資先のIPO実績については第3四半期までゼロとなっている。

▶ 11年3月期の業績予想について

11年3月期の通期の連結業績予想については会社側では開示していない。株式市場の影響を受けることや、投資損失引当金繰入額などを事前に想定することは難しいためである。外部からこうした数字を予想するのはさらに困難だが、モーニングスターでは売上高390百万円（前期比7.7%増）、営業損益が1,990百万円の赤字（前期は3,976百万円の赤字）と予想した。第4四半期も若干の営業投資有価証券の売却が進むと想定したほか、投資損失引当金繰入額も第3四半期累計より増加を見込んだ。なお、投資先のIPOについては、ピーエスシー（3649）が3月23日にジャスダックへ上場予定だが、この保有分には90日間のロックアップ（売却の制限）がかかっており、11年3月期の業績予想には影響を考慮していない。

▶ 12年3月期の業績予想について

12年3月期の通期の連結業績予想については、モーニングスターでは売上高500百万円、営業損益が910百万円の赤字と予想した。傾向としては、減損や投資損失引当金繰入額などは減少が続くと見ており、営業投資有価証券売上高についても損益は改善すると見ている。売却分に対する投資損失引当金戻入額の状況次第では、赤字額はもう少し減少する可能性がある。なお、投資事業組合管理収入も計上される個別決算においては、12年3月期は営業損益が黒字化する公算があると見ている。株式市場ではIPOがやや増え始めており、当社の投資先からもピーエスシー以外にIPOが増加する可能性がある。ただ、モーニングスターの予想では、IPOの影響は保守的に考慮している。



			2008/3	2009/3	2010/3	2011/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	99,800	35,000	21,500	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	31,000	5,200	9,700	-
	月 間 平 均 出 来 高	株	813	429	761	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	376	420	362	390
	営 業 利 益	百万円	-3,717	-4,942	-3,977	-1,990
	経 常 利 益	百万円	-3,769	-4,983	-4,033	-2,030
	当 期 純 利 益	百万円	-676	-899	-599	-280
	E P S	円	-20,914.54	-26,813.66	-16,311.33	-5,975.62
	R O E	%	-32.8	-69.1	-93.3	-
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	20,015	15,114	10,937	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	214	156	73	-
	資 産 合 計	百万円	20,230	15,270	11,011	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	2,532	660	414	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	177	1,303	1,156	-
	負 債 合 計	百万円	2,710	1,964	1,570	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	1,723	874	405	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	-2,368	-1,382	-954	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	2	32	36	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	3,061	218	-164	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	5,903	4,773	3,690	-

リスク分析

➤ 継続企業の前提に関する重要事象の存在

当社は10年3月期まで通算して4期連続の当期純損失を計上し、11年3月期についても第3四半期連結累計実績で174百万円の純損失を計上しており、当社が将来にわたって事業活動を継続する前提に重要な疑義を生じさせる状況が存在している。しかし、当社が計上した損失の主な要因は、当社が管理・運営するファンドにおいて発生している営業投資有価証券売却損失及び投資損失引当金繰入等であり、これらの損失及び費用は、ファンドにおいて発生しているため、資金流出を伴わない。このため、継続企業の前提に関する重要な不確実性は存在しないと会社側では考えている。ただ、ファンドにおいて発生しているこれらの損失及び費用は、自己資本の毀損を通じて当社の信用力や上場維持、今後の事業展開等に悪影響を及ぼす可能性がある。

➤ 株式市場の下落とIPO市場の低迷

株式上場した投資先企業の株式売却によって得られる当社の収益は、株式市場の動向等に大きく影響を受ける。株式市場が下落した場合やIPO市場が低迷した場合には、保有する上場株式に評価損が発生し、当社の業績及び財政状態に悪影響を及ぼす可能性がある。

➤ 投資損失引当金の計上及び減損処理の実施

当社の投資先企業の多くは、新しいビジネスを営んでいる未上場企業であり、著しい業績悪化、資金繰りの悪化、又は破綻の可能性がある。その場合、当該投資先企業の有価証券について、投資損失引当金の繰入れもしくは強制評価損等を計上することになり、当社の業績及び財政状態に悪影響を及ぼす可能性がある。

ディスクレマー

1. 本レポートは、株式会社大阪証券取引所（以下「大証」といいます。）が実施する「JASDAQアナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、大証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が大証に支払った金額に大証からの助成金を加えたうえでモーニングスター株式会社（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、大証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、大証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、大証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、大証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を大証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、大証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

< 指標の説明について >

本レポートに記載の指標に関する説明は、大阪証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.ose.or.jp/jasdaq/5578>