

# フューチャーベンチャーキャピタル

(8462・JASDAQスタンダード)

2012年7月24日

## 地方への展開に積極的なベンチャーキャピタル

### ベーシックレポート

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	今庄 啓二
設立年月	1998/09
資本金	2,048百万円 (2012/03/31現在)
上場日	2001/10/10
URL	<a href="http://www.fvc.co.jp/">http://www.fvc.co.jp/</a>
業種	証券、商品先物取引業

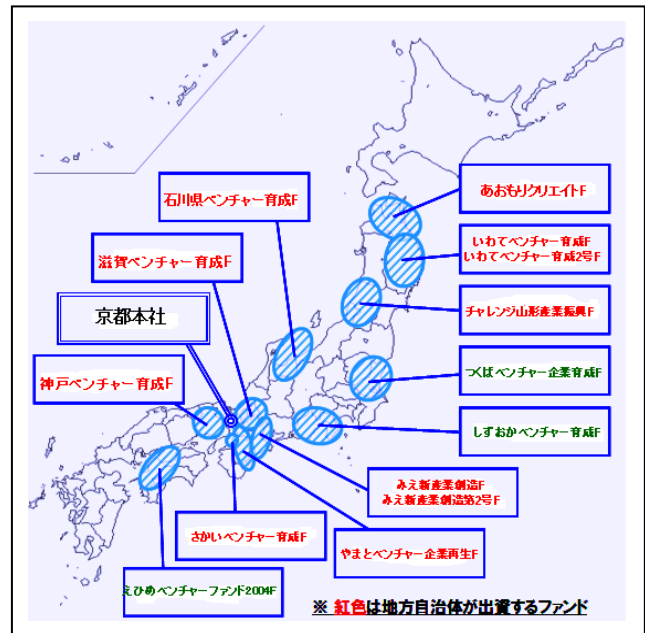
### 主要指標 2012/07/20 現在

株 価	6,800円
年初来高値	11,490円 (12/03/16)
年初来安値	6,660円 (12/01/06)
発行済株式数	61,259株
売買単位	1株
時価総額	416百万円
予想配当 (会社)	未定
予想EPS (アナリスト)	-1,632.73円
実績PBR	1.34倍

### 地域特化型ファンドが多いことも特徴

前代表取締役社長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、株式上場時に高いリターンが期待される。また、当社が運用している

ファンドには、地域特化型ファンド(地方自治体や地域金融機関等とタイアップした地域密着型ファンド)が多いのも特徴で、周辺地域の企業育成を目的に設立・運営されている。



### 12年3月期は営業損失の赤字額が減少

12年3月期の連結業績は、売上高が454百万円(前年比45.3%減)、営業損益が1,139百万円の赤字(前年は2,326百万円の赤字)となった。前年に比べると未上場投資先企業の売却額が減少し、売上高は減収となったが、投資損失引当金繰入額の減少などから、営業損失の赤字額は減少した。13年3月期も同様の傾向が続くようで、モーニングスターでは売上高600百万円、営業損益が500百万円の赤字と予想。より実態を表す個別決算では、営業損益が黒字となる可能性もありそうだ。

業績動向	売上高百万円	前期比%	営業利益百万円	前期比%	経常利益百万円	前期比%	当期純利益百万円	前期比%	EPS円	
2012/03 実績	454	-45.3	-1,139	赤縮	-1,173	赤縮	95	黒転	1,754.45	
2013/03	会社予想 (未定として発表)	-	-	-	-	-	-	-	-	
	アナリスト予想	600	32.2	-500	赤縮	-520	赤縮	-100	赤転	-1,632.73
2014/03	アナリスト予想	700	16.7	-200	赤縮	-220	赤縮	-40	赤縮	-653.09

## 会社概要

## 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）。同業界では珍しく前代表取締役の川分陽二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。

地域特化型  
ファンドが多い

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。このため、当社が運用しているファンドには、地域特化型ファンド（地方自治体や地域金融機関等とタイアップした地域密着型ファンド）が多いのも特徴で、青森県、岩手県、山形県、石川県、静岡県、三重県、滋賀県、奈良県、堺市、神戸市などにおいて、周辺地域の企業育成を目的に設立・運営されている。

アーリーステージの  
企業への投資に  
積極的

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、12 年 3 月末の投資残高金額（9,204 百万円）でみると、設立 3 年未満が 20%（金額ベース）、3 年以上 5 年未満が 16%（同）、5 年以上 7 年未満が 12%（同）となっており、投資残高全体の 48%（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、12 年 3 月末の投資残高社数（129 社）でみると、67%（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。

## 会社概要

## 経営者及び設立の経緯

## ● 経営者及び設立の経緯

前代表取締役社長の川分陽二氏は、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）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月取締役に就任。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を設立し、代表取締役社長に就任。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。

現代表取締役社長の今庄啓二氏は、1985年に鐘淵化学工業（現・カネカ）に入社し、研究所に6年間在籍。その後、本社の新規事業開発部門に異動し、10年間在籍したが、その間には専務直轄で全社の新規事業に関する企画開発も担当した。その際、米国でベンチャーキャピタリストと交流する機会があり、日本の大企業も米国のようにベンチャー企業と協力すべきだと感じたという。その後39歳になった時に、前代表取締役社長の川分陽二氏と面談し、2001年1月に当社へ入社。今庄氏は、日本のベンチャーキャピタルも、もっと深い情報を提供して大企業とベンチャー企業の協力や提携などを促し、双方の利益となるような活動をすべきだと考えており、独立系ベンチャーキャピタルである当社なら、そうしたことが可能と考えたようだ。その後は、執行役員投資二部長、取締役投資二部長、取締役営業推進本部長ファンドマネージャーを歴任し、2011年6月に代表取締役社長に就任した。

## 企業理念

## ● 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。

## コーポレートアクション

## ● 直近のコーポレートアクション

2011年9月27日払込で、第三者割当による株式の募集を行った。発行新株式数は14,390株、発行価額は1株につき8,910円で、発行価額の総額は1億2,821万円。割当先及び割当株数は、株式会社カネカが11,024株、古我知史氏が2,244株、中村亨氏が1,122株。募集の目的は、当社の自己資本を充実させることにより、上場維持を前提とした事業継続を可能にすること。なお、この募集により、株式会社カネカ（4118）が当社の筆頭株主となった。

## 会社概要

## 沿革

## 沿革

## ● 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
	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
	10月	ナスダック・ジャパン（現・大証JASDAQ）に上場
	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
	8月	機関投資家向け大型ファンドであるFVCグロ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 大証ヘラクレス市場グロ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
	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

## 会社概要

## ●大株主（12年3月31日現在）

## 大株主

	株主	所有株式数 (株)	所有比率 (%)
1	カネカ	11,024	18.0
2	川分 陽二	2,869	4.7
3	トータルネットワーク ホールディング スリミテッド（常任代理人 栗林総合法 律事務所）	2,691	4.4
4	古川 令治	2,570	4.2
5	古我 知史	2,244	3.7
6	賀川 正宣	1,808	3.0
7	関西サービス	1,800	2.9
8	坂本 友群	1,660	2.7
9	藍澤証券	1,620	2.6
10	JCW	1,477	2.4

（有価証券報告書よりモーニングスター作成）

## 事業概要

## 事業の内容

## ● 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員又は業務執行組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、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25組合、出資金総額（コミットメント総額）は29,051百万円（12年3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、12年3月末のポートフォリオでは、サービス・飲食・レジャーが20%、電気機械器具・電子部品製造が15%、医療・バイオが15%、コンピュータ・情報通信が14%、精密・輸送用機械器具製造が12%、卸売・小売・物流が11%、素材製造・建設・鉱業が7%、などとなっている。

企業の将来性や  
経営者の能力を  
見極めて投資

幅広い業種に分散  
投資を行うことで  
リスクを管理



## 事業概要

## 売上構成

## ● 売上構成

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。

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、その金額は一般的にファンド総額の年2~3%程度。ファンドの管理費用のほか、ベンチャー企業の投資・育成にかかる活動費をまかなうものであり、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。これは、ベンチャー企業の発掘・投資、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。なお、ここ数年は新規にファンドが設立されていないため、出資金額に対する管理報酬の比率は従来の2%近辺から低下傾向にある。

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なく、未上場のまま売却することもある。

## ◇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による収入となっている。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していたが、当社が保有する同社株式の一部を売却したことにより、同社は連結子会社に該当しないこととなり、12年3月期は第1四半期（11年4～6月期）の業績のみが連結業績に取り込まれている。

## 収益構造

投資した金額以上の成果を獲得できるかがポイント

## ●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。

もっとも、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、12年3月末時点では、営業投資有価証券残高9,204百万円に対し投資損失引当金は5,220百万円となっており、引当率は56.7%に達している。



## 事業概要

連結決算と個別  
決算では会計処理  
が異なる点に注意

### ● 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、例えば 2010 年 3 月期の連結決算と個別決算では、下表のような違いが出ていた。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。

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。

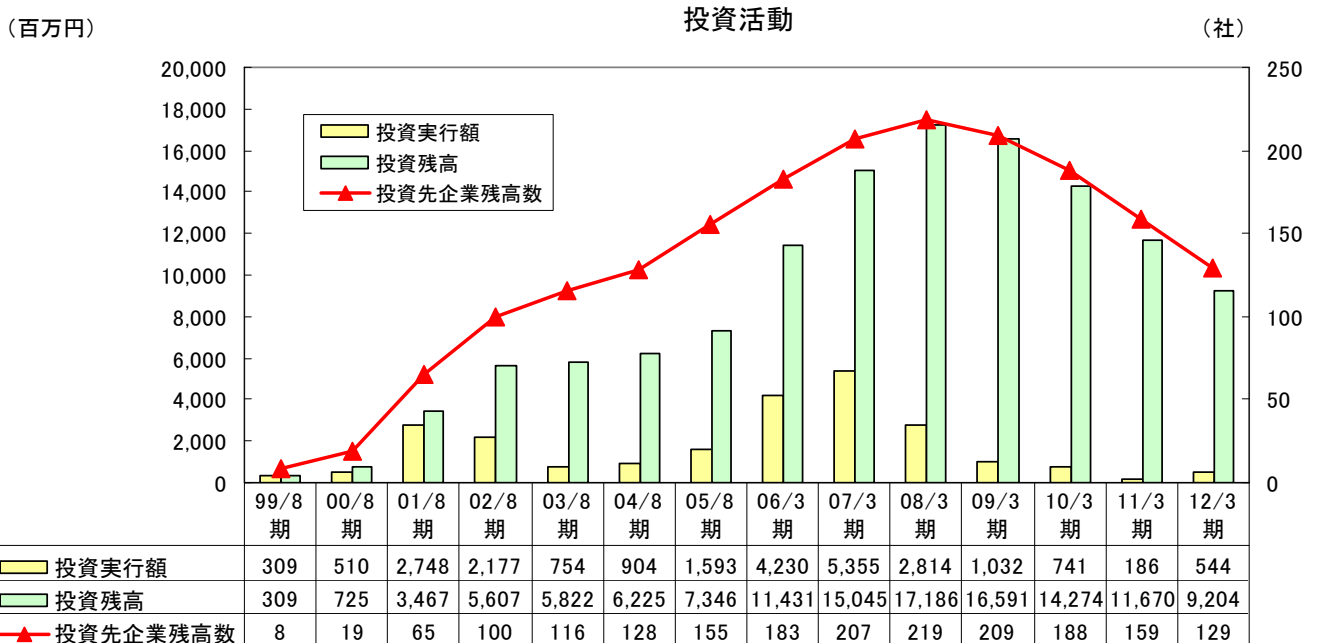
(会社資料よりモーニングスター作成)

事業概要

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た。11年3月期は営業投資有価証券売上高が増加したため、売上高の逆転現象は止まったが、売上原価については、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、個別決算に比べて連結決算の営業赤字が大きくなっている。なお、ファンド総額に対する当社の出資割合は12年3月末で18.6%であることを考えると、連結決算よりも個別決算の方がより実態を表していると思われる。

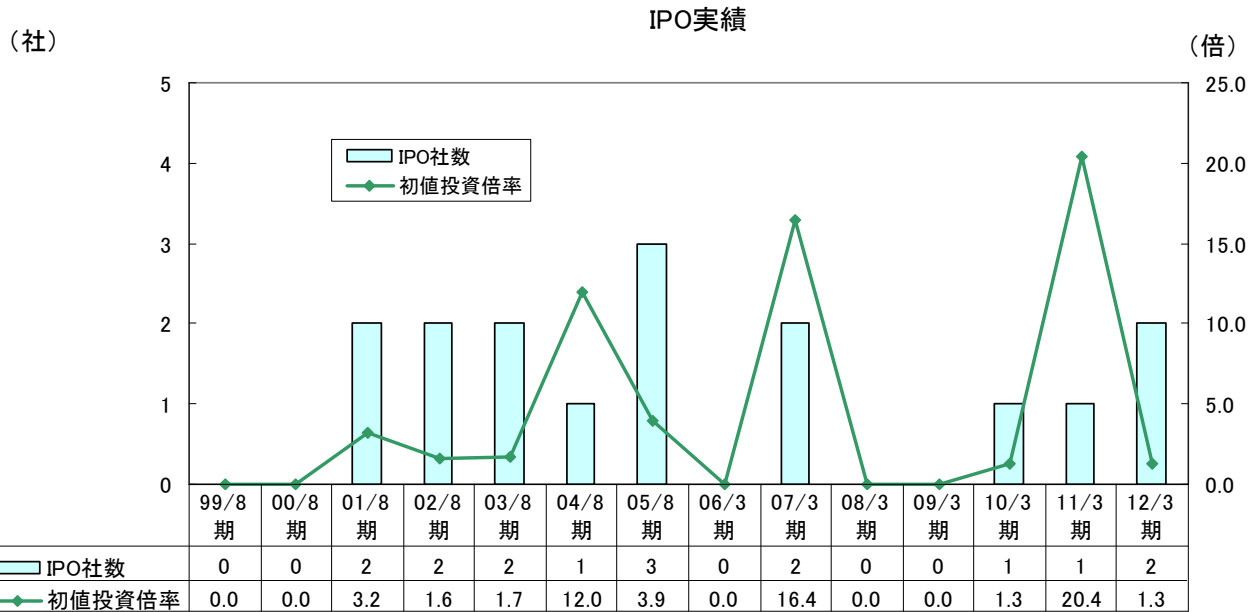
● 投資の実績

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（次頁）も過去3期間で4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)

事業概要



(会社資料よりモーニングスター作成)

# 競 合 分 析

## 規模感の異なる 競合 2 社

### ◇ジャフコと日本アジア投資との比較

競合分析については、ベンチャーキャピタル業界で上場しているジャフコ（8595）及び日本アジア投資（8518）と比較してみたい。まず、営業投資有価証券の残高（12年3月期末）は、ジャフコがフューチャーベンチャーキャピタル（以下FVC）の8.3倍、日本アジア投資が同3.2倍となっている。ただ、売上高の規模について比較すると、連結・個別とも営業投資有価証券の倍率以上に差がある。

フューチャーベンチャーキャピタル(8462)

(単位:百万円)

連結	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期
売上高	420	362	830	454
営業損益	-4,943	-3,977	-2,326	-1,139
経常損益	-4,984	-4,033	-2,358	-1,173
少数株主損益	-4,117	-3,456	-2,042	-953
当期損益	-899	-599	-333	95
個別	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期
売上高	756	652	598	475
営業損益	-739	-522	-268	-194
経常損益	-790	-581	-303	-232
当期損益	-821	-601	-328	84
連結	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期
営業投資有価証券	16,591	14,275	11,671	9,204
投資損失引当金	-6,280	-7,060	-6,975	-5,220
引当率	37.9%	49.5%	59.8%	56.7%

ジャフコ(8595)

(単位:百万円)

連結	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期
売上高	21,432	16,667	15,143	19,804
営業損益	-9,360	-4,965	2,847	2,086
経常損益	-8,648	-4,671	3,202	3,620
少数株主損益	0	-11	-2	-1
当期損益	-16,965	-2,175	2,329	6,106
個別	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期
売上高	19,373	15,402	13,766	18,439
営業損益	-9,976	-5,354	1,805	1,102
経常損益	-9,278	-3,702	2,141	2,622
当期損益	-17,190	-715	2,111	5,359
連結	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期
営業投資有価証券	93,218	88,155	87,896	76,583
投資損失引当金	-30,094	-33,462	-28,163	-19,701
引当率	32.3%	38.0%	32.0%	25.7%

日本アジア投資(8518)

(単位:百万円)

連結	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期
営業収益	9,454	8,474	11,764	6,860
営業損益	-31,382	-11,710	1,154	-2,449
経常損益	-32,696	-12,679	111	-3,111
少数株主損益	-3,667	-2,198	-137	-308
当期損益	-34,899	-10,889	-2,039	-3,078
個別	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期
営業収益	7,011	6,753	10,324	4,758
営業損益	-27,836	-9,890	898	-1,458
経常損益	-28,542	-10,774	164	-2,036
当期損益	-35,920	-11,133	-1,914	-2,227
連結	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期
営業投資有価証券	60,522	50,313	35,268	29,422
投資損失引当金	-9,605	-12,495	-7,973	-6,601
引当率	15.9%	24.8%	22.6%	22.4%

フューチャーベンチャーキャピタル(8462)

国内	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期
IPO社数(社)	0	1	1	2
初値投資倍率(倍)	0.0	1.3	20.4	1.3

日本アジア投資(8518)

国内	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期
IPO社数(社)	6	4	3	12
初値投資倍率(倍)	3.5	1.3	1.9	1.4
海外	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期
IPO社数(社)	6	5	3	3
初値投資倍率(倍)	0.9	1.6	0.6	1.9

ジャフコ(8595)

国内	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期
IPO社数(社)	9	8	4	18
初値投資倍率(倍)	0.9	1.1	2.0	1.0
海外	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期
IPO社数(社)	5	2	5	2
初値投資倍率(倍)	0.8	2.2	5.2	4.5

(各社決算資料よりモーニングスター作成)

その要因の一つとして、IPO実績が挙げられる。FVCは過去4期で合計4社に止まっているのに対し、競合2社は国内・海外の両方で各決算期とも安定したIPO実績を示している。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。

## 競 合 分 析

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、10年3月期などは両社の赤字額はFVCより大きくなっている。運用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。

**ジャフコの12年  
3月期は増収減益  
～実態は良好**

一方、各社の業績をみると、ジャフコの12年3月期の連結業績は、売上高が19,804百万円（前年比30.8%増）ながら、営業利益は2,086百万円（同26.7%減）と、増収減益となった。減益の主因となったのは、「成功報酬返戻引当金」の計上。現在運用中のファンドで過年度に受領した成功報酬について、引当金を2,491百万円計上した。成功報酬については、ファンドの運用成績が一定水準を下回った場合に、運用期間の途中で既に受領した成功報酬を、ファンドの満期のときに返還する条件となっているファンドがあり、12年3月期に、実際に成功報酬の返還が生じたことも踏まえ、保守的な観点から、同引当金を計上した。営業投資有価証券売上高とその原価を差し引いたキャピタルゲインは4百万円と、前年の2,689百万円のマイナスから大幅に改善。この成功報酬返戻引当金の影響がなければ、大幅な増収増益となったと考えられる。なお、同社は自己持分方式として、ファンドへの自己出資持分のみを反映した連結決算情報を開示しており、連結業績が実態を反映している。

**日本アジア投資の  
12年3月期は減  
収・営業赤字拡大**

日本アジア投資の12年3月期の連結業績は、営業収益が6,860百万円（前年比41.7%減）、営業損益が2,449百万円の赤字（前年は1,154百万円の黒字）となった。投資先からの新規上場会社数は国内外合計で15社と前年の6社を大幅に上回ったものの、営業投資有価証券売上高は5,803百万円（前年比41.5%減）と減少し、その原価を差し引いたキャピタルゲインが1,199百万円（同51.4%減）となった。また、営業投資有価証券評価損が802百万円（前年は892百万円）発生したほか、未上場投資先企業の財務内容悪化により投資損失引当金繰入額が1,365百万円（前年は377百万円の戻入）と損益が悪化したことから、営業損益は大幅な赤字となった。

なお、日本アジア投資は11年3月期より事業再構築の過程において取り扱いを変更したファンドを連結決算の開示対象外としており、その影響額は11年3月期末においてファンド運用残高11,562百万円、投資残高3,457百万円。このため、前頁の営業投資有価証券残高についても、11年3月期に大幅に減少している。また、11年3月期以降の連結業績については、ファンド連結基準としており、ジャフコ同様に連結業績が実態を反映していると考えられる。



競 合 分 析

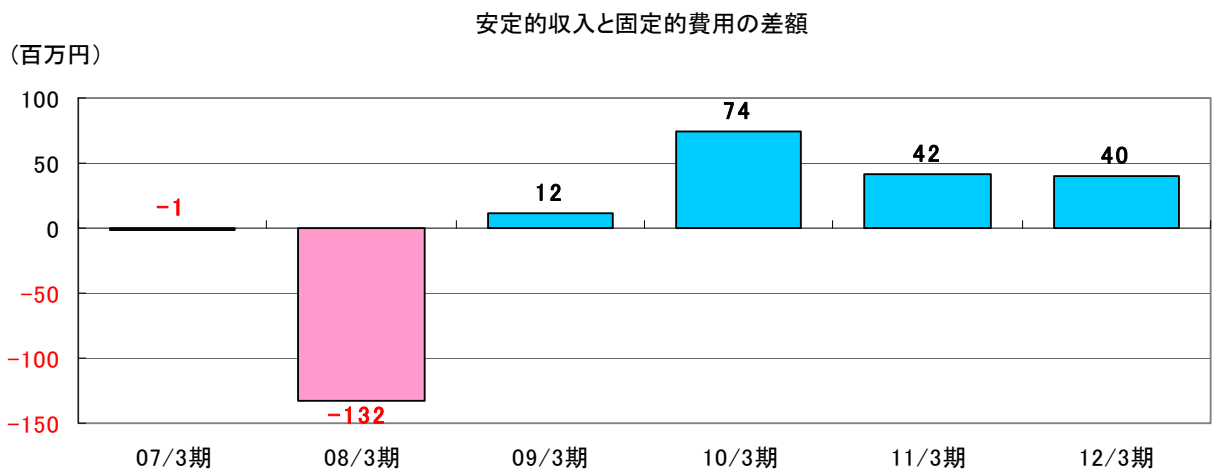
FVCの12年3月  
期は減収ながら  
営業赤字は縮小

これに対し、FVCの12年3月期の業績は、連結決算では売上高454百万円（前年比45.3%減）、営業損益1,139百万円の赤字（前年は2,326百万円の赤字）となっているが、個別決算では売上高475百万円（前年比20.5%減）、営業損益194百万円の赤字（前年は268百万円の赤字）となっている。前述のように、FVCの場合は個別決算の方が実態を反映していると考えられるため、個別決算について分析すると、売上高は投資事業組合管理収入が383百万円（前年比13.7%減）だったほか、投資有価証券売上高も52百万円（同55.6%減）となった。

ただ、投資有価証券売上原価が532百万円（前年は423百万円）となった一方、投資損失引当金戻入額が302百万円（前年は50百万円）となり、営業投資有価証券にかかる損益は改善。その他の売上原価や販売管理費も抑制されており、営業損益の赤字は前年より減少した。

個別決算の安定的  
な収支は改善傾向

なお、下のグラフはFVCが12年3月期決算説明資料で開示した安定的収入と固定的費用の推移である。安定的収入は投資事業組合等管理収入とコンサルティング収入の合計であり、固定的費用は販売管理費と売上原価（営業部門における活動経費）の合計となっている。07年3月期より安定的収入と固定的費用のバランスが悪化していたが、09年3月期以降は経費削減を進め、収支が改善傾向にある。ただ、投資事業組合等管理収入は減少傾向となっており、業績の本格的な回復には、営業投資有価証券売上高の増加と損益改善が必要だろう。



(会社資料よりモーニングスター作成)

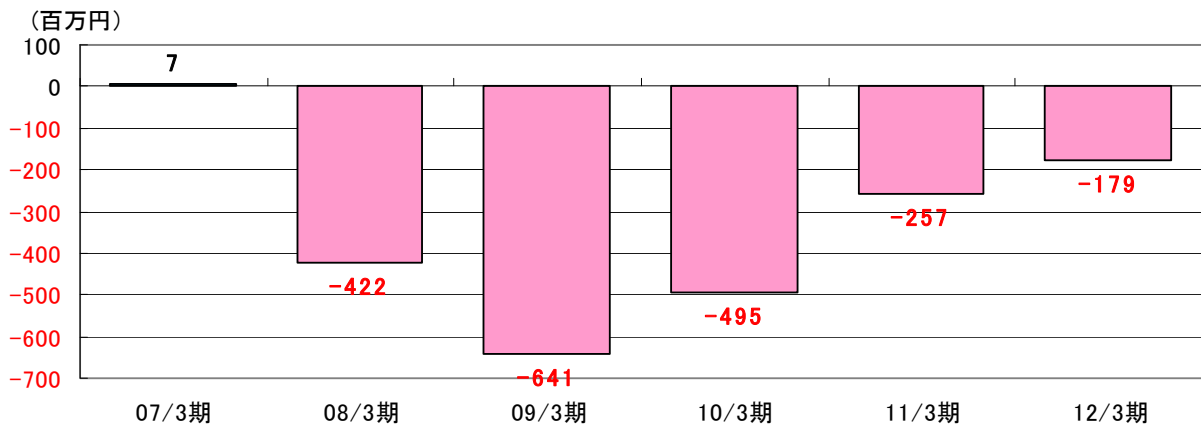
競 合 分 析

この営業投資有価証券にかかる損益の推移をまとめたのが下のグラフであり、その内訳としては、売却にかかる投資損益と減損等・引当金繰入に分けられる。売却にかかる投資損益については、営業投資有価証券売却高をその売却原価が上回る（損失を計上して売却）傾向が続いているものの、売却対象は投資損失引当金を計上しているものも多く、引当金の戻入額と合算すると12年3月期でも26百万円のプラスとなっている。

営業投資有価証券にかかる損益もマイナス幅は縮小

一方、減損等・引当金繰入については、減損等が増加傾向にあるものの、減損等にかかる引当金戻入額もほぼ同額計上されており、両者を合算すると若干のマイナスにとどまっている。マイナスが大きいのは投資損失引当金繰入額だが、これも09年3月期の626百万円から12年3月期の202百万円まで減少傾向にあり、結果として営業投資有価証券にかかる損益全体でもマイナス幅は縮小傾向にある。

営業投資有価証券にかかる損益



(会社資料よりモーニングスター作成)

業 績

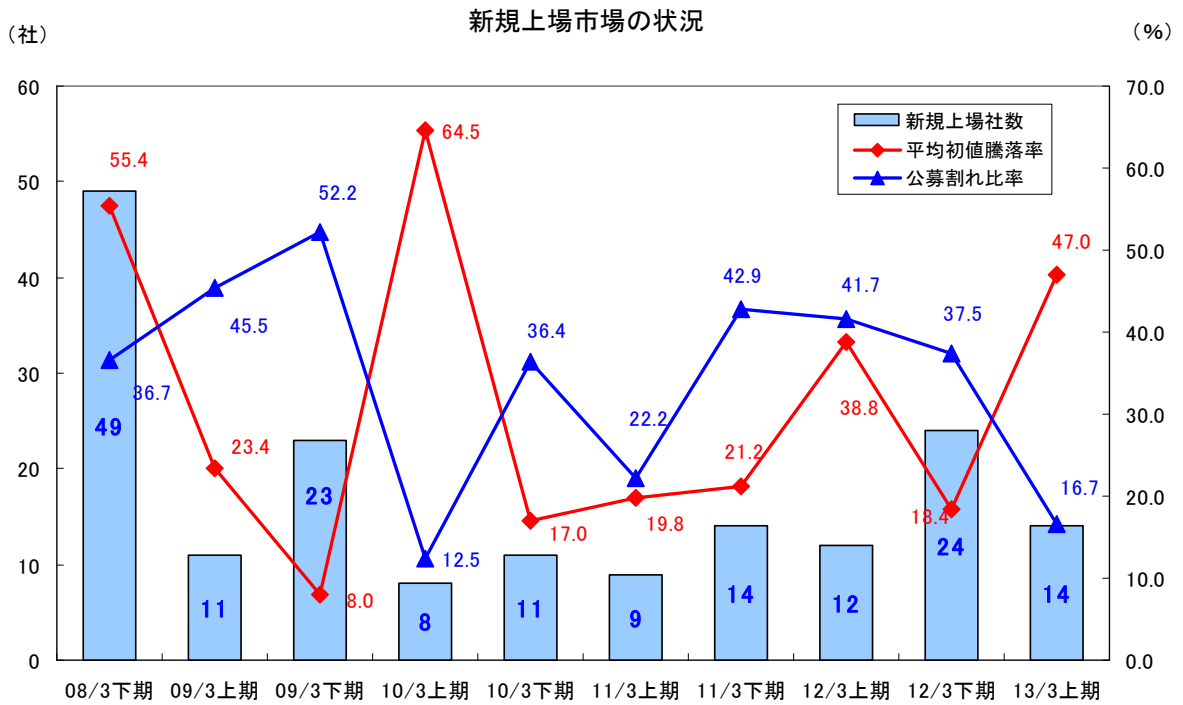
● 経営環境解説

当社の収益に大きな影響を与える新規上場市場の状況は、下のグラフのようになっている。ちなみに新規上場は、3月決算の企業が多いことから、上期（4～9月）より下期（10～3月）の方が多くなりやすい傾向にある。

新規上場銘柄に対する人気は一時よりも改善

新規上場社数については、09/3期の34社に対し、10/3期は19社、11/3期は23社と低迷したが、12/3期は上期で12社、下期が24社で、合計36社と増加した。株式市場の環境を考慮して上場を延期する企業も出たが、震災後の混乱があった割には、順調に推移した。13/3期も現時点で14社が公開予定（うち12社は公開済み）で、企業の上場意欲は回復傾向にある。平均初値上昇率がやや上昇傾向を示す一方、公募割れする銘柄が減少しており、足下の新規上場銘柄に対する人気は一時よりも良くなっている印象だ。

ただ、欧州債務問題や為替動向など依然として不透明な外部要因は多く、海外の株式市場が波乱となれば、日本の株式市場も影響を受けやすい。株式市場全体の需給が悪化した場合、新規上場銘柄は特に影響を受けやすいだけに、注意は必要だろう。



(会社資料よりモーニングスター作成)

12年3月期の  
連結業績は減収で  
営業赤字縮小

● 業績解説

12年3月期の連結業績は、売上高が454百万円（前年比45.3%減）、営業損益が1,139百万円の赤字（前年は2,326百万円の赤字）となった。主力のベンチャーキャピタル事業の売上高は442百万円（前年は798百万円）と減少。11年10月に当社の投資先であるスリー・ディー・マトリックス（7777）が新規上場し、投資事業組合が保有する株式を全株売却したため、営業投資有価証券売上高として154百万円を計上したほか、11年3月に上場したピーエスシー（3649）や、未上場投資先企業の株式等の売却を進めたが、前年に比べると未上場投資先企業の売却額が減少し、営業投資有価証券売上高は400百万円（前年は764百万円）となった。

ただ、営業投資有価証券原価は179百万円（前年は784百万円）と減少したほか、投資損失引当金繰入額も994百万円（同1,482百万円）と減少。減損等は1,741百万円（同815百万円）と増加したものの、その投資損失引当金戻入額が1,716百万円（同392百万円）とほぼ相殺する格好となっており、営業投資関連の損失は連結決算でも799百万円（前年は1,925百万円）と減少しており、これが営業損益の改善に繋がっている。

なお、今庄社長によると、これまでは業績が悪化した投資先企業等について、とりあえず投資損失引当金を繰り入れておいて回復を待つといった傾向が強かったが、見通しの厳しいものについては減損を進めるといったスタンスに変わりつつあるようだ。このため、12年3月期は減損等の金額が増加しているが、これにより実態が分かりやすくなるほか、競合に比べ高めだった投資損失引当金の引当率についても抑制したい考えだ。

投資実行は前年  
よりも増加

一方、12年3月期の投資実行の状況は、13社・544百万円（前年は8社、186百万円）となり、前年に比べ5社・357百万円増加した。ただ、投資残高は129社・9,204百万円（前年は159社・11,670百万円）と企業数が大幅に減少。見通しが厳しい投資先は売却を進め、その分を有望な企業に投資することで、投資回収を高めたい考えだ。

また、12年3月期の投資先の上場状況としては、スリー・ディー・マトリックス（7777）とベルグアース（1383）の2社が上場。スリー・ディー・マトリックスは投資時点株価750円、売却株価2,100円で、売却時投資倍率は2.8倍。一方、ベルグアースは投資時点株価1,750円、12年3月末株価1,147円で、投資倍率0.7倍（3月末時点では保有継続）となっている。

**13年3月期も  
営業損益の改善が  
続くと予想**

## ● 業績予想

13年3月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。外部から予想するのはさらに難しいが、モーニングスターでは売上高600百万円（前年比32.2%増）、営業損益が500百万円の赤字（前年は1,139百万円の赤字）と、営業損益の改善が続くと予想している。売上高については、13年3月期も投資先からのIPOが期待されるほか、未上場の営業投資有価証券の売却もある程度行われると想定。一方、営業損益については、投資損失引当金繰入額がさらに減少すると予想し、赤字の減少を見込んだ。

**個別決算では営業  
黒字の可能性も**

なお、個別決算については、前述のように安定的収入と固定的費用の差はプラスで推移しており、営業投資有価証券にかかる損益がプラスとなるかどうかのポイントだろう。13年3月期は投資損失引当金繰入額の減少が予想され、IPOである程度の売却益が計上されれば、営業損益が黒字となる可能性もありそうだ。



フューチャーVC [8462/JQ] 週足 2012/07/24



(出所) 株QUICK  
 上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。  
 上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び大阪証券取引所は一切責任を負いません。  
 上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2010/03	2011/03	2012/03	2013/03 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	21,500	25,010	14,100	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	9,700	6,600	6,350	-
	月 間 平 均 出 来 高	株	761	2,659	1,259	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	362	830	454	600
	営 業 利 益	百万円	-3,977	-2,326	-1,139	-500
	経 常 利 益	百万円	-4,033	-2,358	-1,173	-520
	当 期 純 利 益	百万円	-599	-333	95	-100
	E P S	円	-16,311.33	-7,132.52	1,754.45	-1,632.73
	R O E	%	-93.3	-135.2	47.6	-38.5
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	10,937	8,091	6,395	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	73	51	38	-
	資 産 合 計	百万円	11,011	8,143	6,434	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	414	344	233	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	1,156	1,079	903	-
	負 債 合 計	百万円	1,570	1,423	1,136	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	405	86	309	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百万円	9,440	6,719	5,297	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	-954	150	-504	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-763	210	31	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-164	-477	-413	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	2,890	2,775	1,888	-

## リスク分析

## 事業に関するリスク

## ● 事業に関するリスク

## ◇ 継続企業の前提に関する重要事象の存在

当社は11年3月期まで通算して5期連続の当期純損失を計上し、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。

このため、当社では11年9月に第三者割当により新株式を発行し、自己資本を増強。この調達資金は、財務リスク軽減を目的として一部借入金の返済に充当する金額を除き、当社の本業であるベンチャー投資事業を補強し、かつ市場環境の変化に過度に左右されない収益構造の実現に寄与する新規事業への投資に充当する予定としている。

## ◇ 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。

## ディスクレーム

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。

## &lt;指標の説明について&gt;

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>