

フューチャーベンチャーキャピタル

(8462・JASDAQスタンダード) 2014年9月26日

事業環境好転を追い風に早期黒字化を目指す

ベーシックレポート

(株)ティー・アイ・ダヴリュ
堀部 吉胤

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 | 2,051百万円 (2014/06/30 現在) |
| 上場日 | 2001/10/10 |
| URL | http://www.fvc.co.jp/ |
| 業種 | 証券業 |

主要指標 2014/09/24 現在

| | |
|------------------|----------------------|
| 株価 | 190円 |
| 年初来高値 | 368円 (2014/04/23) |
| 年初来安値 | 105円 (2014/03/27) |
| 発行済株式数 | 6,153,400株 |
| 売買単位 | 100株 |
| 時価総額 | 1,169百万円 |
| 予想配当 (会社) | 未定 |
| 予想EPS (アナリスト) | 0.33円 |
| 実績PBR | 4.93倍 |

個人創業の独立系ベンチャーキャピタル

日本アジア投資(8518)出身の川分 陽二氏により1998年に京都に設立された独立系ベンチャーキャピタル(以下、VC)。2011年に今庄現社長の出身会社であるカネカ(4118)などに対する第三者割当増資を実施し、カネカが筆頭株主に。伝統的なVC業務に特化。投資先は国内企業限定で、地方のアーリーステージの製造業が多いのが特徴。また、分散投資よりもベンチャー企業の経営に積極関与するハンズオンによる厳選投資方針。現在までの累計IPO(新規株式公開)社数は20社(平均初値投資倍率4.9倍)。リーマンショック後のIPO市場低迷などにより経常赤字が継続してきたが、外部環境の好転もあり、早期黒字化を目指す。

15/3期1Qは小幅の赤字が継続

07/3期以降、支配力基準により投資事業組合(以下、ファンド)が原則総て連結されている。実態を捉えるのに適している個別決算で見ると14/3期まで8期連続の経常赤字と厳しい状況が続いている。ただし、新たな投資損失引当金繰入や減損の減少を主因に13/3期以降、赤字は小幅にとどまっている。15/3期1Q(4-6月)は14/3期に上場したジェイエスエス(JASDAQ:6074)の残り50万株を売却し売上高が膨らんだが、投資時期がリーマンショック前でバリュエーションが高かったことなどから小幅の売却損となり、小幅の赤字が継続した。

新規のファンド組成が喫緊の最重要課題

15/3期通期業績は、今後のIPO次第の面があり、予想が困難だが、IPO市場は活況を呈していることなどからスマッシュヒットになるIPOがあるとTIWではみており、個別決算では営業利益段階から若干ながら黒字化するとみている。喫緊の課題は、新規のファンド組成。コミットメント総額100億円(当社の出資比率41%)の旗艦ファンドの満期が2015年12月に迫っており、2年の延長が決定しているものの、管理報酬を維持するために法人版エンジェル税制を活用するなどし、20億円以上のファンドを複数組成することが期待される。

| 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 |
|----------------------------|------------|----------|-------------|----------|-------------|----------|--------------|----------|----------|
| 2014/3 実績 | 505 | 10.7 | -335 | 赤縮 | -360 | 赤縮 | -94 | 赤転 | -15.39 |
| 2015/3 会社予想 (2014年5月発表) | 非開示 | | | | | | | | |
| 2015/3 アナリスト予想 | 1,100 | 2.2倍 | -140 | 赤縮 | -160 | 赤縮 | 2 | 黒転 | 0.33 |
| 2016/3 アナリスト予想 | 1,000 | -9.1 | -130 | 赤縮 | -145 | 赤縮 | 8 | 4.0倍 | 1.30 |

会社概要

会社概要

● 会社概要

日本アジア投資出身の川分 陽二氏により 1998 年に設立された独立系 VC。バイアウト、PIPEs（上場企業の私募増資引受）などは行わず、伝統的な VC 業務に特化。投資先は国内企業限定。累計投資社数 340 社、投資先 IPO 実績 20 社（9 頁に一覧を掲載）。自治体や地銀との連携により地方のアーリーステージのベンチャー企業にリード投資し、経営に積極関与するハンズオンに積極的なのが特徴。

創業わずか 3 年で上場を果たしたが、2006 年 1 月のライブドア・ショック、J-SOX 導入などに伴う上場コスト増、2008 年 9 月のリーマン・ショックなどによる IPO 市場の長期低迷を受け、経常赤字が継続。上場維持のため 2008 年から 2011 年にかけて 4 度の第三者割当増資等を実施。2011 年の第三者割当増資では今庄現社長の出身会社であるカネカから 1 億円の出資を仰ぎ、カネカが筆頭株主に。アベノミクスなどによる事業環境好転を背景に、早期黒字転換を目指す。

経営者

● 経営者

2011 年 6 月に創業者の後を受け、今庄 啓二氏が取締役から代表取締役社長に就任。同氏は 1961 年生まれで滋賀県出身。京都大学工学部合成化学科卒。慶應義塾大学大学院経営管理研究科修了（MBA）。鐘淵化学工業（現カネカ）での 10 年余りの勤務を経て、2001 年に当社入社。創業者の川分 陽二氏と出身地、出身大学が同じだが、単なる偶然で血縁関係等はない。

設立経緯

● 設立経緯

川分 陽二氏が 1998 年 9 月に京都に設立。同氏は 1953 年生まれ。滋賀県出身。京都大学法学部卒業後、住友銀行（現三井住友銀行）で 12 年、日本アジア投資で 9 年半勤務（退職時は取締役）。「資金さえあれば大きく成長する素質を持ちながら、金融機関の及び腰の対応のために、芽の出ない企業が数多い」と痛感し、長年のベンチャーキャピタリストとしての経験を地方の埋もれた優良企業に活かそうとの思いから起業したという。1998 年 11 月施行の中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律（通称：ファンド法）により、民法上の任意組合（NK）において無限責任だった組合員（投資家）が有限責任となったことも VC 設立の追い風になった（NK では組合規約に借入は一切行わないという条項を入れ、実質的に有限責任にしていた）。

京都に設立されたのは、京セラ、オムロン、村田製作所、日本電産、ロームなどを生んだベンチャー企業のイメージの強い地であることや（VC 第一号の京都エンタープライズ・デベロップメントも京都発祥）、川分氏が日本アジア投資で大阪支店長だったことなどによるとみられる。

会社概要

企業理念

● 企業理念

「創発的革新によりベンチャー企業と自らの成長と幸せを実現する」
「創発」とは、個々の組み合わせにより単純な総和以上の結果を生むこと。

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：カネカ及び個人2名に対し、第三者割当増資14,390株（発行価額8,910円）を実施。カネカが筆頭株主に。

2013年10月1日：1：100の株式分割を実施し、単元株数を1株から100株に変更。

沿革

● 沿革

| | | |
|-------|-----|---|
| 1998年 | 9月 | 川分 陽二氏により京都市に当社設立 |
| | 11月 | 第一号ファンドのフューチャー一号投資事業有限責任組合を設立 |
| 1999年 | 12月 | 投資顧問業免許取得 |
| 2000年 | 12月 | 投資先のネクストウェア（株）が大証ナスダック・ジャパン（現東証 JASDAQ）に上場（投資先の上場第1号） |
| 2001年 | 10月 | 大証ナスダック・ジャパン上場 |
| | 11月 | 東京都中央区に東京支店を設立 |
| 2002年 | 5月 | 岩手県盛岡市に岩手事務所を設立 |
| | 8月 | 第三者割当増資により、京セラ、三井物産、村田機械、日本新薬が株主に |
| 2004年 | 4月 | 三重県津市に三重事務所を設立 |
| 2005年 | 7月 | 山形県山形市に山形事務所を設立 |
| | 8月 | 初の機関投資家向け大型ファンドの FVC グロース投資事業有限責任組合を設立 |
| 2006年 | 9月 | 東京支店を千代田区に移転 |
| | 9月 | 愛媛県松山市に愛媛事務所を設立 |
| 2007年 | 3月 | 大阪府堺市に堺事務所を設立 |
| | 6月 | 青森県青森市に青森事務所を設立 |
| 2008年 | 9月 | 第三者割当増資により資本金が19.1億円に増加 |
| 2009年 | 12月 | 第三者割当増資により資本金が19.6億円に増加 |
| 2010年 | 3月 | 第三者割当増資により資本金が19.7億円に増加 |
| 2011年 | 9月 | 第三者割当増資により資本金が20.4億円に増加 |
| | 12月 | 東京支店を港区に移転し、東京事務所に改組 |

（出所）有価証券報告書、会社資料

会 社 概 要

大 株 主

● 大株主（2014年3月31日現在）

| | 株主 | 所有株式数 (株) | 所有比率 (%) |
|----|------------|--------------|-------------|
| 1 | (株) カネカ | 1,102,400 | 17.9 |
| 2 | 古川 令治 | 257,000 | 4.2 |
| 3 | 古我 知史 | 224,400 | 3.6 |
| 4 | 江平 文茂 | 222,000 | 3.6 |
| 5 | 関西サービス (株) | 180,000 | 2.9 |
| 6 | 乾 敏行 | 156,000 | 2.5 |
| 7 | JCW (株) | 147,700 | 2.4 |
| 8 | (株) SBI証券 | 134,400 | 2.2 |
| 9 | 藤原 洋 | 130,000 | 2.1 |
| 10 | 坂本 友群 | 127,600 | 2.1 |
| | 上位10位計 | 2,681,500 | 43.6 |

(出所) 有価証券報告書

(注) 1位のカネカは今庄社長の元勤務先企業で、2011年9月の第三者割当増資により筆頭株主に。

2位の古川 令治氏はマーチャント・バンカーズ (3121) 代表取締役社長。

3位の古我 知史氏はベンチャー・キャピタリストで、京都に本社を置く独立系VCの(株)チームクールジャパンの代表取締役。2011年9月の第三者割当増資の際、カネカに次ぐ割当先だった。古我氏とシンジケート投資する場合もあるが、それを目的にした資本提携ではないとのこと。

4位、6位は一般の個人投資家。

5位は創業来の株主で、個人の資産管理会社のもよう。

7位のJCWはマーチャント・バンカーズの大株主。旧アセット・マネジャーズ・グループの海外部門の要職にあった万分莉氏が海外事業、不動産流動化事業等に関するコンサルティング会社として2009年に設立した会社。

9位の藤原 洋氏はインターネット総合研究所 (現在非上場) の創業者で現代表取締役、ブロードバンドタワー (JASDAQ: 3776) 代表取締役会長兼社長CEO。2014年6月に当社の社外取締役就任。

10位の坂本 友群氏はアミューズメント事業を営む(株)チェーズ・アミューズメント・クリエーション代表取締役。

事業概要

事業の内容

- 事業の内容

投資事業組合の企画・運営、未上場企業投資業務といった伝統的な VC 業務全般を行っている。過去にプリンシパル投資（本体投資）を行ったことがあるが、投資残高はほとんどなく、新規のプリンシパル投資は行わない方針。VC 業務に付随したコンサルティング業務なども手掛ける。

部門別事業内容

- 部門別事業内容

VC 業務のみであり、セグメントの分類はない。

店舗網等

- 店舗網及び従業員数

京都本社のほかに、東京、岩手、三重、山形、愛媛、堺、青森に計 7 事務所がある。

14/3 期末の従業員数は、23 名（前期末比 3 名減）。うち本社に 13 名、各事業所に 1~2 名配置されている。23 名のうち 6 名が管理部門で、残りが投資担当者。従業員以外に常勤の役員が 4 名いる。

ビジネスモデル

- ビジネスモデル

➢ ベンチャーファンドの仕組み



(出所) 会社 HP

(注) 無限責任組合員 (VC) が当社に当たる。上図では示されていないが、ファンドに対してセイムポート出資を行う。

事業概要

▶ ベンチャーファンドにおける当社の役割

当社は、無限責任組合員・業務執行者（GP）として、未上場企業に投資するベンチャーファンドを企画し、LP（有限責任組合員）、すなわち機関投資家や事業会社などの投資家を集め、ファンドを組成する。当社もLPとセイムポートに乗っていることを示すため、少額の出資を行う。

ファンドの運用期間は通常10年。LPの3分の2の承諾を前提にファンドの償還期限が延長されることがある。通常、延長期間は最大2年。

14/3 期末のファンドに対する当社の出資持分は24.2%であるが、近年設立したファンドへの出資比率は数%にとどめている。投資してからIPOなどによるEXITまで時間を要し当初は費用先行となるため（いわゆるJカーブ効果）、出資比率を高めることは、現状の当社の業績、体力では厳しい。尚、米国のVCでは、通常、GPの出資比率は1%内外に過ぎない。

ファンド設立から概ね3~4年の間に投資先のベンチャー企業を選定し、投資を実行する。有望な投資先には追加投資を行っていく。

EXITの理想は、一般的にはIPOであり、上場企業の株式交換によるM&AもIPOに近い形態といえる。これまでの実績では、IPOが20社、上場企業の株式交換によるM&Aも複数ある。6月末までの累計投資社数340社。このうちEXITした228社に対する上場確率は約1割となる。VCとしては一般的な水準といえよう。

事業上のシナジー効果などを狙った上場・未上場企業に相対で株式を売却するトレードセールも有力なEXIT手段である。このほか、ファンドの償還が迫り、当社から依頼して創業者やその近親者、取引先などに買戻してもらうことも多い。稀に経営への関与を嫌い創業者から買戻しの依頼がくる場合もある。ファンドの償還期限までにはIPOが難しいが、将来的には可能性があるような場合には、2次買取ファンドなど他のファンドに売却することもある。

経営基盤が脆弱なベンチャー企業だけに当然、倒産など法的整理に至ることも少なくない。過去の実績では法的整理の確率は2割程度。

ファンドのパフォーマンスを上げるためには、有望なベンチャー企業を発掘し、その後、ハンズオンにより成長を促し上場確率を上げる、その中でも高い投資倍率となるホームランを飛ばす、トレードセールでも回収率を高める、倒産確率を減らすといったことなどが必要になる。ファンドのパフォーマンスを上げ、良好なトラック・レコードを残すことは、新たなファンド組成に影響を与えることもあり重要である。

ファンドの運営による当社の主な収入は、ファンドの管理報酬、成功報酬、そして出資持分に関わるキャピタルゲインとなる（詳細は10頁の収益構造の項を参照）。

事業概要

特徴として、地方、
アーリーステージ、
製造業の投資が多い

▶ 当社のファンドの特徴

分散投資よりも集中投資する方針であり、14/3 期末時点では、投資先の 73% (件数ベース) でリードインベスターとなっている。尚、リードインベスターとは複数の VC が投資している場合、その中でトップシェアであることをいう。この比率は上昇傾向にある。投資実行後は、投資先企業の成長を助けるため経営に深く関与するハンズオンを積極的に行っており、12 社に対しては非常勤取締役を派遣している。

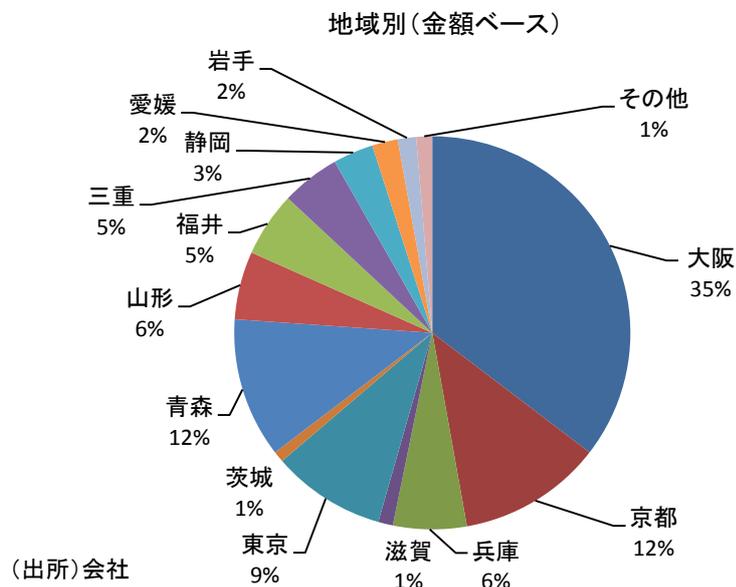
LP は地方自治体、地銀、事業会社が多い。地銀の場合、2 人組合となることが多い。地銀の大半は、貸出先企業が乏しく預貸率が非常に低いという構造的問題を抱えているが、創業間もない赤字企業には融資しにくいいため VC ファンドを通じて資金供給し、将来の融資先に育てようとの意図がある。

近年は、特定の事業会社と組んだ CVC (コーポレート・ベンチャーキャピタル) に注力中。CVC では、事業会社が事業上のシナジーを主目的にするため、投資対象を絞ったコンセプトファンドとなることが多い。

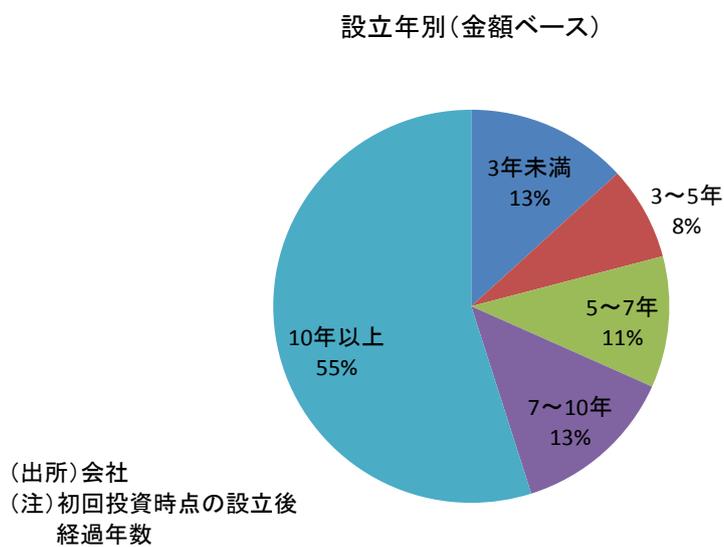
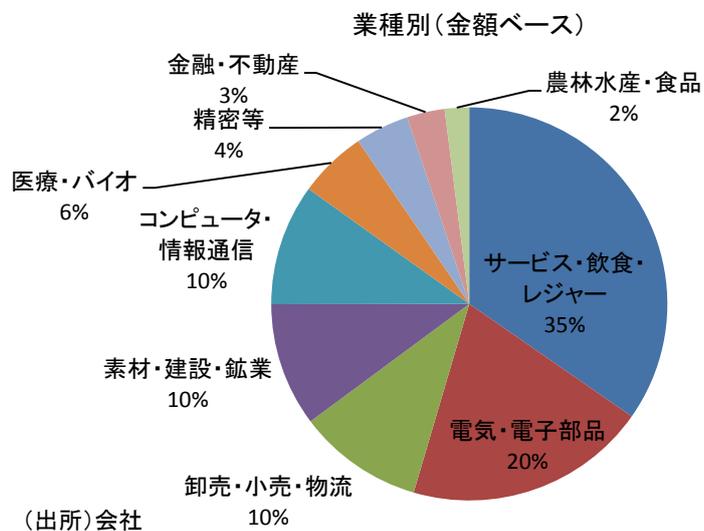
14/3 期末時点の投資先のポートフォリオは下図の通り。地域別では、地方自治体や地銀との連携が多いため、地方が多く、東京は 10% 弱に過ぎない。また、本社を構える関西は大阪を中心に 54% と過半を占める。

業種別では、東京での投資が少ないこともあり、いわゆる IT 関連企業が少ない一方、地方ではものづくりを得意とする企業が多いため、製造業が多いのが特徴といえる。純粋な IT 関連は少ないものの、IT とものづくりが融合した IOT (Internet of Things) 分野は有望な投資先である。

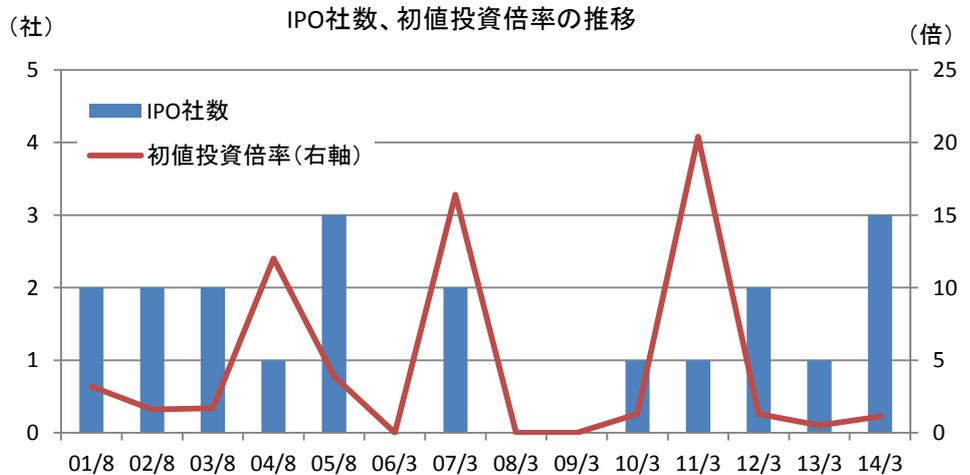
設立年別の投資では、設立 10 年以上が過半を占めるが、これは金額ベースで見るとエクспанション、レーターステージではバリュエーションが高くなることなどによるもので、件数的にはアーリーステージの投資が多い。



事業概要



事業概要



(出所)会社資料、会社ヒアリング
(注)06/3期は7カ月の変則決算

投資先のIPO一覧

| 順位 | 上場年 | 月 | 社名 | 市場 | コード | 本店所在地 | 業種分類 | 備考 |
|----|------|----|------------------|------------------|------|-------|-------|---|
| 1 | 2000 | 12 | ネクストウェア | ナスダック・ジャパン | 4814 | 大阪市 | 情報・通信 | |
| 2 | 2001 | 8 | ソディックプラステック | 店頭JASDAQ | 6401 | 横浜市 | 機械 | 2012年7月にソディック(6143)に吸収合併され上場廃止 |
| 3 | 2001 | 11 | ジェイホーム | 日本証券業協会(店頭) | 2721 | 新宿区 | 卸売 | 持株会社に移行し、現社名はジェイホールディングス |
| 4 | 2001 | 12 | セイクレスト | 日本証券業協会(店頭) | 8900 | 大阪市 | 不動産 | 2011年5月に破産申請し、上場廃止 |
| 5 | 2002 | 9 | ビービーネット | ナスダック・ジャパン | 2318 | 大阪市 | 情報・通信 | 2012年7月に民事再生法適用を申請し上場廃止 社名変更をしており、破綻時の社名はクレスト・インベストメンツ |
| 6 | 2003 | 4 | モック | 東証マザーズ | 2363 | 名古屋市 | サービス | 2009年5月に経営悪化により上場廃止(同年7月に破産) |
| 7 | 2003 | 10 | ケア21 | 大証ヘラクレス | 2373 | 大阪市 | サービス | 初値投資倍率12.0倍 |
| 8 | 2004 | 10 | ワイズマン | JASDAQ | 3752 | 岩手県 | 情報・通信 | 2014年1月にMBOにより上場廃止 |
| 9 | 2004 | 10 | カワムラサイクル | 東証マザーズ | 7311 | 兵庫県 | 輸送用機器 | |
| 10 | 2004 | 10 | 21LADY | 名証セントレックス | 3346 | 千代田区 | 小売 | 2013年3月にTOBIによりマックス(6454)の完全子会社になり上場廃止 |
| 11 | 2006 | 6 | 夢の街創造委員会 | 大証ヘラクレス | 2484 | 大阪市 | 情報・通信 | |
| 12 | 2006 | 7 | パワーアップ | 大証ヘラクレス | 3044 | 愛媛県 | 小売 | 2009年6月にMBOにより上場廃止 |
| 13 | 2009 | 10 | テ・ウエストン・セラピクス研究所 | JASDAQ NEO | 4576 | 名古屋市 | 医薬品 | 三重大学発創業ベンチャー |
| 14 | 2011 | 3 | ビーエスシー | JASDAQスタンダード | 3649 | 愛媛県 | 情報・通信 | アーリー投資で初値投資倍率は20.4倍の高倍率に |
| 15 | 2011 | 10 | スリー・ディー・マトリックス | JASDAQグロース | 7777 | 千代田区 | 精密機器 | バイオベンチャー |
| 16 | 2011 | 11 | ベルグアース | JASDAQスタンダード | 1383 | 愛媛県 | 水産・農林 | |
| 17 | 2012 | 11 | ありがとうサービス | JASDAQスタンダード | 3177 | 愛媛県 | 小売 | |
| 18 | 2013 | 6 | ジェイエスエス | JASDAQスタンダード | 6074 | 大阪市 | サービス | 再生投資的な案件 |
| 19 | 2013 | 9 | アドメテック | TOKYO PRO Market | 7778 | 愛媛県 | 医薬品 | 愛媛大学発医療機器ベンチャー |
| 20 | 2013 | 12 | ダイキアクシス | 東証2部 | 4245 | 愛媛建 | 化学 | |

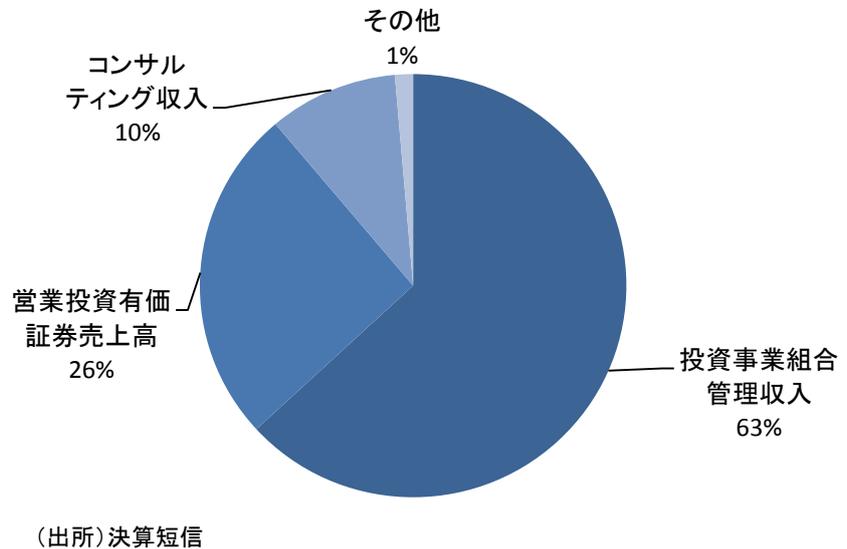
(出所)会社資料、各社資料などをもとにTIW作成

(注)市場は上場時。上場廃止銘柄のコードは上場していた当時のもの。

事業概要

売上構成

● 売上構成（14/3 期個別）



収益構造

● 収益構造

ライブドア事件においてファンドを不正に活用し粉飾決算が行われていたことを契機にファンドの決算処理に対する議論が活発となり、2006 年秋に ASB（企業会計基準委員会）が「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」を公表。これに基づき、07/3 期決算より当社が GP となっているファンドは、出資比率に関係なく支配力基準に基づき全て子会社として連結されている。尚、14/3 期末の当社のファンドへの出資比率は全体で 24.2%。

経営の実態を捉えるには個別決算が適している

ファンド連結により、ファンドからの管理報酬や成功報酬は内部取引とみなされ連結消去される。一方、営業投資有価証券売上高は、ファンド全体の売上高が計上される。

他社出資持分に係る損益は、少数株主損益として控除される。結果、純利益段階では、原則、連結と個別の数値は同一になる（実際はファンドと当社の決算期のずれから若干異なることがある。14/3 期は連結、個別とも▲0.94 億円で同じだった）。

実態を捉えるのには、連結決算よりも自社持分のみを計上する個別決算が適しているため、以下では個別決算の会計処理に基づき説明する。

事業概要

売上高は、①投資事業組合管理収入、②営業投資有価証券売上高、③コンサルティング収入、④その他に分けられる

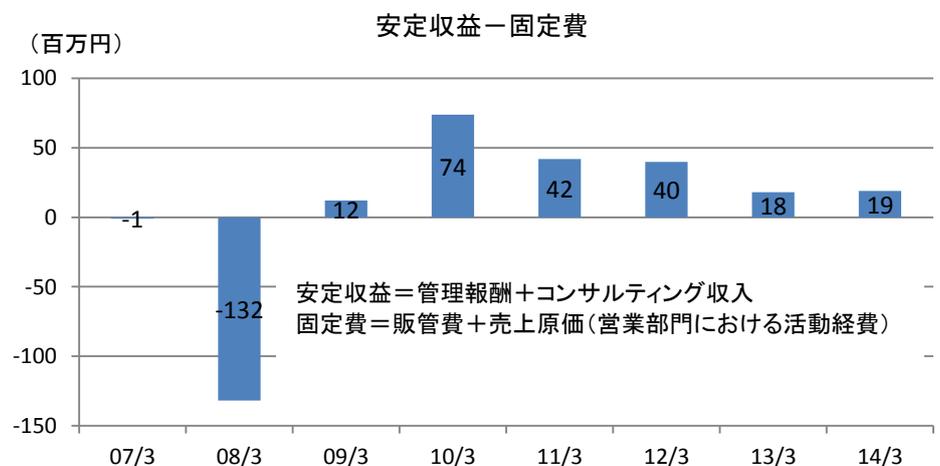
安定収益で固定費を賄える体制になっている

投資事業組合管理収入は、さらに管理報酬と成功報酬に細分される。管理報酬は当社がGPとしてファンドを管理・運営することに対する報酬としてファンドからファンドの運用期間（当初の設定は通常10年）に亘り、毎年支払われるフィーであり、安定収益といえる。厳しい事業環境を受け、赤字が続いてきた中、経費削減努力により、管理報酬を中心とする安定収益で固定費を賄える体制になっている（下図参照）。

当社の出資分に対するフィー収入も売上高に含まれており、この分は売上原価に両建てされる。管理報酬のフィー料率は、ファンドのコミットメント総額の概ね2%（IPOなどで資金を回収した場合は、その都度、組合員に分配され投資残高は減少していくが、あくまで当初のコミットメント総額に対して支払われる。満期までに清算した場合は、当然、清算後は支払われない）。ファンドの設立当初は、投資企業の発掘、投資実行等のコストが重いため、最初5年は3%、残り5年は1.5%といったように前半に厚く設定されることが多い。また、延長期間は通常、フィー料率が引き下げられる。

IPOなどによりEXITし、キャピタルゲインを得た場合、当初設定したコミットメント額の超過部分の20%を成功報酬として受け取る。

14/3期の投資事業組合管理収入は、2.9億円（成功報酬はなし）。管理報酬の対象となるファンドのコミットメント総額は、232億円（20ファンド）。



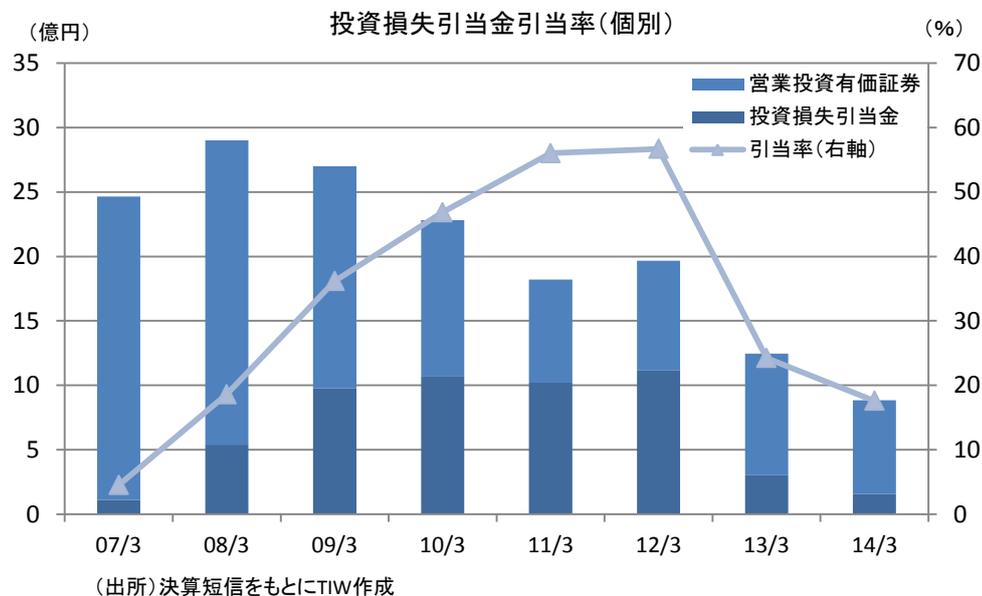
（出所）会社資料

事業概要

営業投資有価証券売上高は、当社が管理・運営するファンドの保有する株式等を売却した場合の売却額や配当金、社債からの受取利息、社債の償還益のうち、当社の出資割合に応じた分を計上する。

株式のEXITとしては、先述のようにIPOやM&A、トレードセールなどがある。売却額と簿価の差額が、狭義のキャピタルゲインであり、VCの本源的利益といえる。IPOを果たしても、投資時期において株式市場が活況で未上場企業のバリュエーションが割高になっていたり、IPO時の株式市場が低迷していたりした場合などは、IPOしたもののキャピタルロスになることもある。

投資先企業は、経営基盤の不安定なベンチャー企業であり、回収可能性が低下した場合には、投資損失引当金を引当てたり、破綻したり回収可能性が著しく低下したような場合には、減損処理をする場合もある（減損の場合は、簿価が引下げられる）。投資損失引当金の引当対象企業の株式を売却した場合には、投資損失引当金が戻入れされる。当社では、個別企業毎に回収可能性を検討して引当てを行っている。ジャフコ（8595）のように個別引当てに加え、個別引当対象企業以外の未上場投資残高に対する一括引当は行っていない。



VC市場の動向

2013年度のVC投資は海外向けが牽引し前年度比70%増と急回復

2013年度の日本のVCの年間投資額（バイアウト投資は含まず）は、一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（VEC）の調べによると1,748億円（前年度比70%増）。2012年度はリーマンショック以前に組成されたファンドの投資が2011年度までにほぼ実行されてしまったことや、新規のファンドの組成環境が厳しかったことを受け、緩やかな回復傾向から一旦、減少したが、リーマンショック前の2007年度に近い水準まで急回復した。ただし、国内向け投資額が618億円（同21%増）、海外向け投資額が1,077億円（同2.1倍）と牽引したのは主に海外向け（これらの数値は速報値のため、合計値は上記1,748億円と若干合わない）。海外向けは中国などアジアでの投資が活発だった。ファンド組成から投資完了までに3~4年程度かかるため、国内株式市場の回復や政府のベンチャー振興策の効果は2013年度ではまだ限定的だったといえよう。

2014年度1Q（4-6月）のVC投資額は約266億円（前年同期比57億円増、前四半期比322億円減）。例年、4Q（1-3月）が多く、1Qは少ないという季節性があり、趨勢としては回復傾向が続いている。国内向け投資が約129億円（119社、1社当たり約1.1億円）、海外向け投資が約137億円（59社、1社当たり約2.3億円）だった。

米国に比べるとVC投資額は20分の1程度しかない

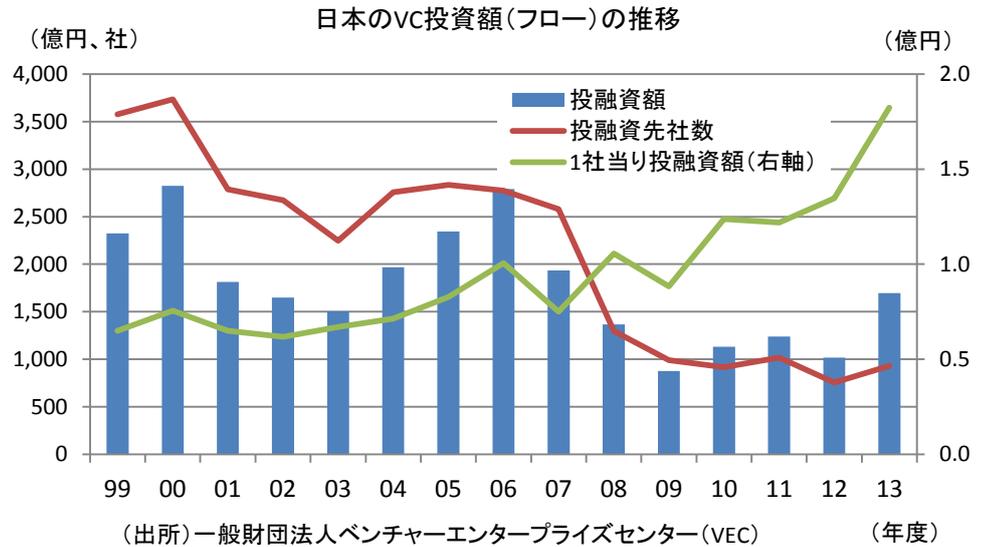
回復基調とはいえ、日本のVCの年間投資額は、概ね米国の20分の1程度しかない。これは、国際的にみても際立って低い開業率（注）を受け、そもそも国内に有望なベンチャー企業の絶対数が少なく投資機会が乏しいうえに、1件当りの投資規模が小さいことによるといえよう。

開業率が低い原因として、長期のデフレ（デフレ下では創業資金の実質負担が重くなるほか、安値競争に陥りやすい）、日本の雇用慣習などから失敗した場合の社会復帰が難しい、既得権益者を守る規制の多さ、起業関連の行政手続きが煩雑など、起業意欲を阻害する要因が多いことが考えられる。1社当りの投資金額が小さいのは、シード、アーリーステージの比率が比較的高いといった面もあるが、日本の株式市場の長期低迷などを受けたVCファンドの低パフォーマンスから投資資金が集まりにくく、ファンド規模が小さいことによるとみられる。

それでも、近年、1社当りの投資金額は上昇傾向にある。これは、海外向け投資比率の上昇によるだけでなく、各VCが分散投資よりも集中投資をして大きく育てようとする傾向にあること、海外展開などを見据えベンチャー企業の資金需要が増加していること、国内株式市場回復に伴い投資時のバリュエーションが上昇していることなどによるとみられる。

（注）開業率：前年度末の事業者数に対するその年度に新規開業した事業者数の割合。2012年で4.6%と欧米の半分以下。

VC市場の動向



政府の起業支援政策もあり、起業環境は改善傾向

2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略 JAPAN is BACK」(アベノミクスの第3の矢である成長戦略)では、ベンチャービジネスの振興が重要な柱に据えられ、5%に満たない開業率を欧米並みの10%台にすることが目標に掲げられた。ベンチャービジネスの振興は、産業の新陳代謝の促進、新たな雇用の創出にとって重要との認識によるものである。

これまでの成果として、①2013年12月成立の産業競争力強化法により、2014年4月から国立大学が子会社としてVCを設立することが可能になった、②同法により民間企業によるベンチャー投資を促す税制が創設された(2014年4月法律施行)、③投資型クラウドファンディングの利用促進のための金融商品取引法の改正(2014年5月法改正)などが挙げられよう。

上記①の国立大学のVC参入については、この9月に大阪大学、京都大学が子会社VC設立の認定を受け、東京大学、東北大学もVC設立準備を進めている。これら4大学には総額1,000億円の出資金が交付されており、リスクマネーの供給という点ではプラスではあるが、既存のVCにとっては民業圧迫の面もある。また既に、大学発の民間VC(京大の場合、みやこキャピタル)があり、これとの棲み分けも不明瞭である。

②のいわゆる法人版エンジェル税制では、企業がベンチャーファンドに出資する場合、出資額の80%を上限に損失準備金を積み立て、その事業年度に損金算入でき、最長10年間課税が繰り延べられることになった。企業にとっては出資時における資金繰りの改善に資するほか、将来、準備金を取崩して益金に算入する際に法人税率が下がっていればその分の節税効果が生まれるなどのメリットがある。内部留保を多く抱えキャッシュリッチな大企業とベンチャー企業の連携を深めようという狙いであり、次頁で詳述するCVCにとって追い風となる。

VC市場の動向

法人版エンジェル税制の適用は、ベンチャー企業への直接投資では受けることができず、VCファンドに出資しなければならないため、VCを支援する目的もある。株式市場の低迷によるファンドのパフォーマンス悪化、バーゼルⅢをはじめとする金融機関への各種運用規制の強化などからVCファンドの組成環境は厳しい状況が続いており、今後はリスクマネーの供給者として資金余剰の大手事業法人に期待がかかる。ただし、この優遇税制を受けるには、ファンドのコミットメント総額が20億円以上必要などの条件があり、使い勝手の面で課題があるとされ、どれだけ効果があるかはまだ見通せない。

2014年6月に閣議決定された「日本再興戦略の改定」では、追加のベンチャー振興策として、①今秋を目処とするベンチャー創造協議会（仮称）の創設などによるベンチャー企業と大企業との連携、マッチングの促進、②官公需法見直しによる政府調達におけるベンチャー企業の参入の促進や、創業に伴う生活の不安定化の懸念の解消（従業員として勤務したまま創業を可能とする兼業・副業・創業休業の促進など）といった支援環境の整備、③国民意識の改革と起業家教育（初等中等教育段階からの起業家教育など）が打ち出された。

生産労働人口が減少していく中で、開業率を引き上げていくことは容易ではないと思われるが、開業率が国際的にみて著しく低いのは、保守的で安定志向の強い国民性に根差すところが大きいとみられ、一見迂遠ではあるが教育改革の重要性は高いだろう。

これまで述べた政府の起業支援策にどれだけ効果があるかはまだ不透明だが、アベノミクスなどによるデフレ脱却は起業にとって追い風であり、起業環境が好転していることは間違いないだろう。また、株式市場の回復を受け、ファンドの組成環境も好転している。

CVCの存在感が増している

日本のVCは、証券系、銀行系、保険会社系、商社系、事業会社系、独立系などに分けられる。米国では独立系が多いのに対し、日本では歴史的に金融機関系が多い。VC専門の上場企業としては、証券系でVC最大手のジャフコ、日本アジア投資、当社がある。主要事業の一つとしてVCを手掛ける上場企業としては、子会社のSBIインベストメントで展開するSBIホールディングス(8473)、経営コンサルタントが主力のドリームインキュベータ(4310)などがある。近年は事業会社が、本業とのシナジーや新規事業開発のために子会社としてVCを設立したり、外部のVCと組んで大口LPとして出資することが増えている。これがCVCである。VCの主目的がキャピタルゲインの追及であるのに対し、CVCではキャピタルゲインよりも事業戦略が重視される。このため、CVCでは通常、グループ外の資金は入らない。

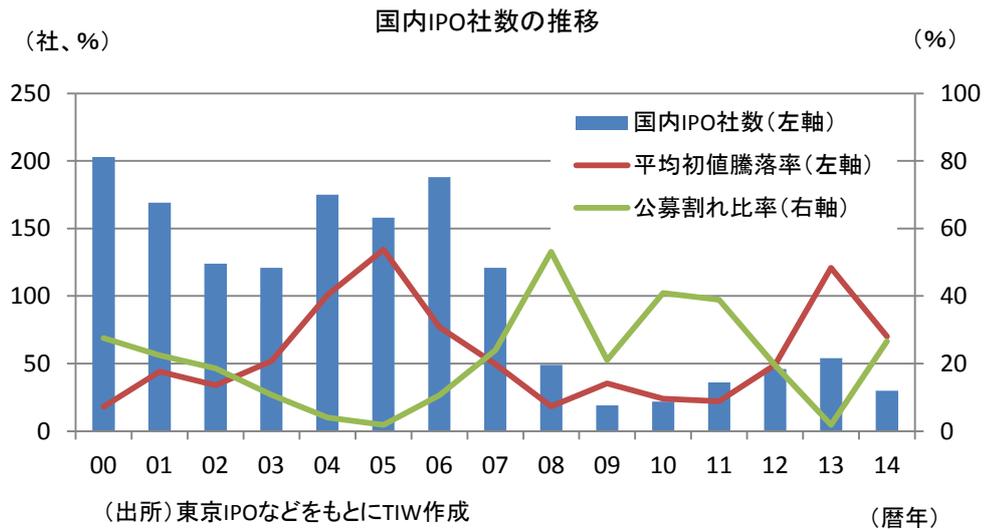
VC市場の動向

株式市場回復を受け、EXITの環境は好転

CVCを積極展開している大手事業会社としては、KDDI(9433)、NTTドコモ(9437)、サイバーエージェント(4751)、デジタルガレージ(4819)、KLab(3656)、ディー・エヌ・エー(2432)、ヤフー(4689)、グリー(3632)、電通(4324)、フジ・メディア・ホールディングス(4676)、TBSホールディングス(9401)などがある。これらの企業名からもわかるようにCVCによる投資分野はIT関連に偏っている感が否めない。

リーマンショック以降、急激に冷え込んだIPO市場は徐々に回復し、下図のようにIPO社数は増加傾向に転じている。2014年1-8月のIPO社数は30社(前年同期比4社増)。8月はIPOがなかったものの、9月は既に上場したものを含め8社が上場予定。2014年通年では70社程度(2013年は54社)になるとみられる。株式市場の回復を受けベンチャー企業経営者のIPO意欲は高まっているとみられることなどから、2015年も緩やかな回復傾向が続こう。東京証券取引所では当面、年100社を目指したいとしている。

公募価格に対する初値の平均上昇率についても、下図のように2013年は121%(2.2倍)と非常に活況を呈した。初値が公募価格を下回ったのは1社だけだった。2014年は株式市場が膠着状態となり2013年ほどの過熱感こそ薄れたもののIPO市場は引続き良好。VCはロックアップ期間(通常6カ月)が設けられるなどし、初値で総て売却できるわけではないものの、キャピタルゲインを得やすい環境になっているといえよう。



14/3 期は前の期のような特殊な特別利益がなく、再び最終赤字に

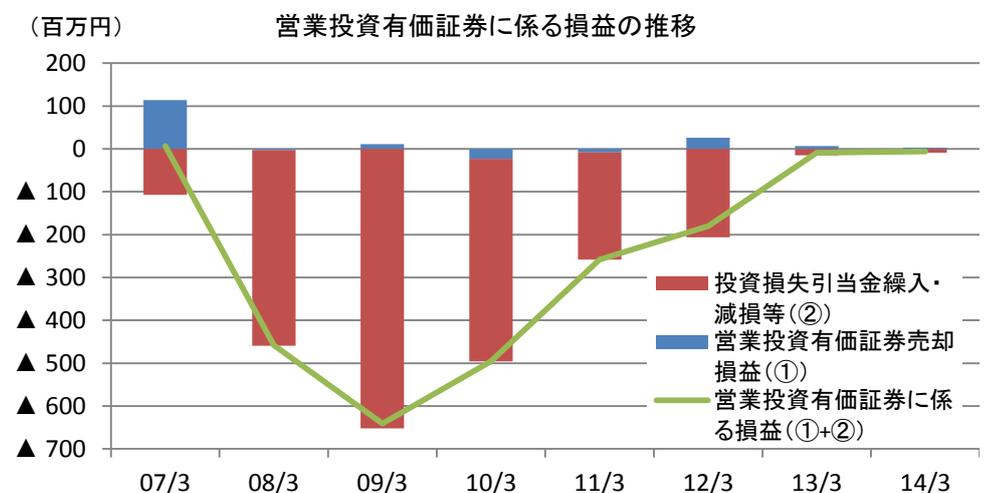
新たな投資損失引当金繰入は僅少で粗利段階は黒字

● 14/3 期業績解説

14/3 期業績を振り返っておくと、実態を捉えるのに適している個別ベースで、売上高 4.62 億円（前期比 12.0%増）、営業利益▲0.60 億円（前期は▲0.52 億円）、経常利益▲0.86 億円（同▲0.83 億円）、純利益▲0.94 億円（同 0.43 億円）。13/3 期は特別利益に出資持分譲受益（連結決算では負ののれん発生益）1.99 億円を計上したことにより、最終黒字となったが、14/3 期は特段の特別利益がなく、最終赤字となった。

13/3 期の出資持分譲渡益とは、旗艦ファンドである FVC グロースファンド（コミットメント総額 100 億円）の LP2 社が財務政策上の理由から出資持分（全体の 10%）を譲渡したいとの申し出があったことに応じ、当該出資持分の評価額 2.27 億円に対し 0.23 億円で譲り受けたことによるもの。これにより当社の当該ファンドに対する持分割合は 41%となった。尚、12/3 期も同様に当該ファンドの LP の出資持分（全体の 15%）の譲受があり、特別利益に出資持分譲受益 3.29 億円を計上し、最終黒字となった。

売上総利益段階では 0.6 億円（前期比 0.1 億円減）と 2 期連続でわずかながら黒字を確保した。営業投資有価証券の売却損益は 3 百万円（13/3 期は 7 百万円）と引続き寂しい水準だったものの、投資損失引当金繰入・減損等が 9 百万円（13/3 期は 0.15 億円）にとどまったことによる。新規の投資損失引当金繰入・減損等が少なく済んだのは、これまでに引当・減損が進んだこと、新規のファンド組成が少なく投資残高が減少していること、経済環境の好転などによる。期末の引当率は 17.6%（12 頁グラフ参照）とやや低く感じられる水準に低下したが、これは上記旗艦ファンドの期限が迫る中、回復可能性評価により減損を進めたことによるもので懸念は乏しい。



（出所）会社資料をもとにTIW作成

（注）①＝営業投資有価証券売却高－売却原価＋売却に係る投資損失引当金戻入額

②＝投資損失引当金繰入額(▲)＋減損等(▲)＋減損等に係る投資損失引当金戻入額

投資事業組合管理収入は、2.91 億円（前期比 0.18 億円減）と微減。成功報酬はなく、総てが管理報酬。満期を迎えるファンドがある一方、新規のファンド組成が余り進んでいないため、08/3 期の 6.82 億円をピークに年々、減少傾向にある（23 頁参照）。ただし、コンサルティング収入が 0.45 億円（同 0.19 億円増）と増加し、安定収益全体では横ばいを維持した。営業投資有価証券売上高は 1.18 億円（同 0.50 億円増）と全体の増収を牽引したが、先述の通りほとんど売却益が出ず、利益には結びつかなかった。

安定収益で固定費を賄えるようになってきていることや、投資損失引当金繰入等が僅少になったため、営業利益段階では 13/3 期に続き小幅の赤字にとどまった。

3 社の IPO があったが、投資倍率が低調で利益貢献はなかった

期中の IPO 社数は、ジェイエスエス、アドメテック、ダイキアクシスの 3 社（前期比 2 社増）と株式市場の急回復を受け増加した（9 頁の IPO 一覧参照）。ただし、初値投資倍率は順に、1.2 倍、0.8 倍、0.5 倍（3 社加重平均 1.1 倍）と低調だった。投資時期がリーマンショック前でバリュエーションが高かったことなどによる。13/3 期に上場したありがとうサービスも初値投資倍率は 0.5 倍と低調だった（上場後株価は大幅に上昇しているが、投資時の株価 2,500 円にはまだ届いていない）。

14/3 期の営業投資有価証券売却高 1.18 億円のうち昨年 6 月に上場したジェイエスエスが 0.81 億円と上場株のほとんどを占めた。主に旗艦ファンドから投資していたジェイエスエス株は 70 万株の保有のうち 20 万株を IPO 時の売出で売却した。取得単価 1,000 円に対し売出価格は 950 円となり、若干の損失となった。なお、残りの未上場株の売却については、売上高が売上原価を下回ったが、売却損を若干上回る投資損失引当金が積み重なっていたため、引当金の戻入を考慮した売却損益は若干のプラスとなった。結果、先述の通り、営業投資有価証券全体の売却益は 3 百万円となった。

新規のファンド組成は低調だった

14/3 期中の新規のファンド設立は、えひめベンチャーファンド 2013 のみ。愛媛銀行（8541）との 2 人組合で、コミットメント総額 5 億円、運用期間 10 年。当社の出資比率は 5%（2,500 万円）。えひめベンチャーファンド 2004（今年 8 月に全財産を分配し清算）の後継ファンドとして設立された。えひめベンチャーファンド 2004 は、投資先企業 11 社中、上記のアドメテック、ダイキアクシスなど 6 社が IPO を果たすという非常に IPO 確率の高いファンドとなり、後継ファンドの設立につながった。地銀は地元での信用力が高いため、地銀と組んだファンドは投資実行が円滑に進みやすいという利点がある。愛媛県の GDP は全国のおよそ 1% を占め 1% 経済といわれるが、上場社数はこれに比してまだ少ないため上場企業が出る潜在力は高いといえよう。

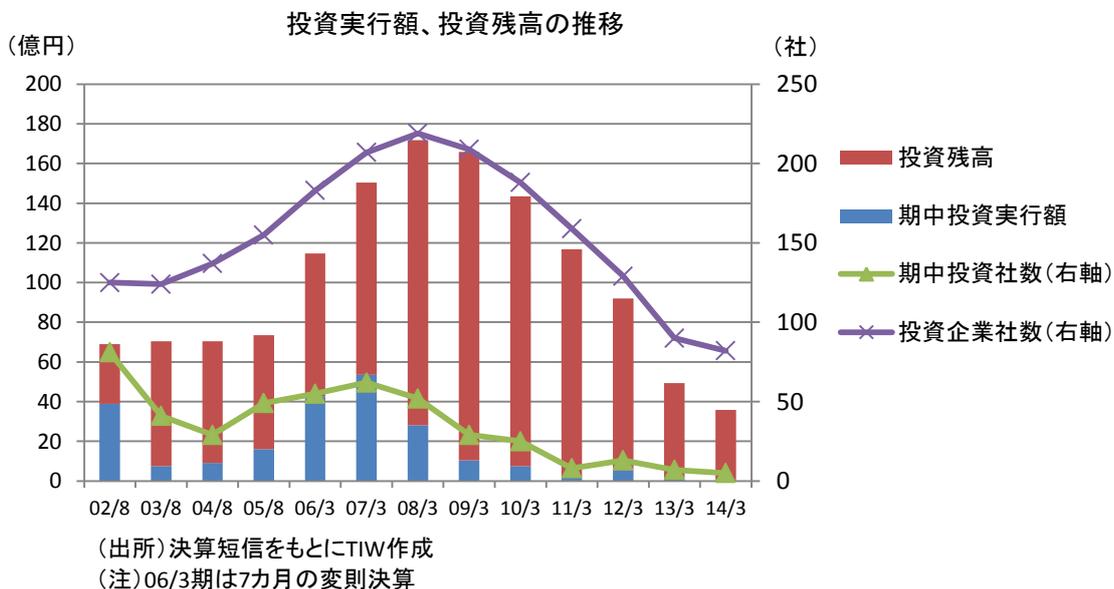
新設ファンド以外に、昨年6月にもりおか起業ファンドで追加出資0.5億円があった。当ファンドは2012年8月に盛岡信用金庫、盛岡市、滝沢村と共に当初コミットメント総額0.5億円で設立され、最終的に1億円に増額する予定だった。

新規のファンド組成及び追加出資は小粒だった一方、期間満了、分配完了により石川県ベンチャーファンドなど6ファンド、コミットメント総額49.4億円を清算した結果、14/3期末の管理・運営ファンドは20ファンド、コミットメント総額232億円（前期末比43.9億円減）となった。

投資実行も非常に低調

近年の新規のファンド設立が低調だったことを受け、14/3期の投資実行は、5社に対し、わずか0.79億円（うち社債等0.31億円）にとどまった。13/3期は7社に対し、2.22億円（同0.69億円）だった。

一方、回収が進んだことから、14/3期末の投資残高は35.7億円（前期末比13.5億円減）となった。



ジェイエスエス株の
残りの売却により
大幅増収も、利益
貢献はなし

● 15/3 期 1Q (4-6 月) 業績解説

15/3 期 1Q 決算は個別ベースで、売上高 2.98 億円(前年同期比 80.9%増)、営業利益▲0.25 億円(前年同期は▲0.26 億円)、経常利益▲0.32 億円(同▲0.33 億円)、純利益▲0.35 億円(同▲0.36 億円)。大幅増収ながら前年同期とほぼ同額の小幅赤字となった。

1Q では IPO はなかった。大幅増収になったのは、ジェイエスエス株の残り 50 万株を 5 月にニチイ学館(9792)に市場外の相対取引により 4.75 億円で売却したことによる。ジェイエスエスはニチイ学館の持分法適用会社となった。連結の営業投資有価証券売上高 5.83 億円(うち上場株の売却額 5.05 億円)のうち、この売却が大半を占めた。50 万株は旗艦ファンドの FVC グロースファンド(当社出資比率 41.0%)及び FVC リテールファンド(同 62.5%)と出資比率の高いファンドで保有していたため、個別決算でも増収寄与が大きくなった。5 月の本取引公表時のジェイエスエスの株価は 600 円程度と上場初値の 1,200 円の半値水準に下落していたが、公募・売出価格と同じ 950 円で売却することができた。結局、1 株当たり取得価格 1,000 円に対し、70 万株全てを 950 円で売却したことになる。若干の売却損となったものの、今回の 50 万株の売却で当社は 2.0 億円のキャッシュを回収することができ、今後のファンド組成の際のセიმボート出資に充てることのできるという点で意義深いディールになったといえよう。

昨年 12 月に上場したダイキアクシスも 1Q に売却を完了した。上場初値は 1,351 円で初値投資倍率は 0.5 倍と厳しい状況だったが、5 月 13 日の同社の 1Q(1-3 月)決算及び中計発表を契機に株価が急騰したことを捉え売却したため、小幅損失にとどめることができた(ダイキアクシスは 4 月 25 日に 1:2 の株式分割を実施している)。

結果、営業投資有価証券売却損益(投資損失引当金戻入は含まず)は 809 万円の損失となった(前年同期は 0.17 億円の損失)。ファンド管理収入は前年同期比横ばいの 0.74 億円(成功報酬はなし)となり、引続き固定費を賄うことができた。投資損失引当金繰入額は 369 万円(前年同期は 975 万円の戻入)だった。売却損益、投資損失引当金繰入がゼロ近辺で、小幅赤字にとどまった構図は 14/3 期同様である。

ファンド設立はやや
活発になってきた

6 月にブリッジベンチャーファンド 2014 を設立。事業会社との 2 人組合による CVC ファンドで、コミットメント総額は 3 億円。当社の出資比率は 1%(300 万円)。事業会社名は明らかにしていないが、メーカーとしている。当該事業会社の事業戦略に沿った投資を行っていく。CVC は有望な分野であり、また、IPO を最終目的とするものではないため、当社の収益構造の安定化につながるため、今後も CVC ファンド設立に注力していく方針。

CVCファンドと同様に IPO に依存しない起業ファンドの設立にも注力

2Q (7-9月) に入って、9月におおさか創業ファンドを設立。大阪信用金庫との2人組合の地域ファンドで、コミットメント総額は3億円。当社の出資は100万円。日本政策金融公庫も投資先の経営支援や融資などで協力する。ファンド名の通り起業支援を目的にしたファンドで、一定期間後に会社に株式の買取を請求できる株式取得請求権などが付与された種類株で投資する。必ずしもEXITをIPOに依存しない点はCVCと同様であり、株式市場、IPO市場に左右にされずにEXITを図れる。収益構造の安定化のためにCVCファンドに加え、こうした起業ファンドの設立にも今後、注力していく方針。

いずれも小粒なファンドであるが、5月に組織改編をし、社長自身がファンド営業体制を直接統括するなど新規のファンド組成を当社の最優先課題として注力しており、堅調な株式市場など外部環境も良好なものと相まって徐々に成果が現れ始めているといえよう。

投資実行は引き続き低調

1Qの投資実行は1社、300万円(うち社債等243万円)。四半期の短いタームでみるのは余り意味がないにしても、寂しい数字となった。前年同期は3社、0.38億円だった。2012年末からの株式市場の急騰を受け、未上場企業のバリュエーションも上昇しているため、他のVCも国内投資は慎重に行っているようだ。

今後のIPO次第では小幅黒字化の可能性があらう

● 15/3期業績予想

業績は株式市場の影響を強く受けるなど合理的な業績予想は困難なため、他の上場VCや証券会社と同様、業績予想を開示していない。

国内のIPO社数は前年度比増加が見込まれており、当社が運営するファンドからも1~2社はIPOを果たすとTIWではみている。IPO市場は9月に上場した企業の初値騰落率(上場初値/公募価格)をみると再び極めて活況を呈している。14/3期のIPOは資金回収にとどまったが、今期は当社の出資比率の高いファンドからスマッシュヒットが出ることを期待したい。

14/3期に上場した3社の中では、アドメテックの売却が残っている。上場市場が流動性の乏しいTOKYO PRO Marketであるため、EXITは他市場への市場変更後かM&Aを想定しており、今期中の売却は難しいとみる。

今期にIPOを果たしても、ロックアップの契約条件により、今期業績に余り寄与しない場合もあり、業績予想は極めて困難であるが、管理報酬で固定費は賄えているほか、投資損失引当金繰入・減損等は低位で推移するとみられることから、小幅黒字に浮上する可能性はあると考える。ひとまず、TIW業績予想では個別の営業利益段階から若干黒字化すると予想した(23頁参照)。

新規のファンド設
立の動向が最大の
注目点

● 16/3 期業績の見方

当面の課題は、2015年12月に100億円の旗艦ファンドのFVCグロースファンドが満期を迎えること。満期が近いこと設立当初に比べ管理報酬のフィー料率が下がっている可能性があるほか、当社の出資比率は41%のため実質的な管理報酬の対象となるファンド規模は59億円にとどまるとはいえ、それでも実質的な管理報酬に占めるウエイトは相当に大きい。当ファンドは2年の延長が決定しており、当面の影響は限定的だが、固定費を賄えるだけの管理報酬を維持するため新規のファンド設立は喫緊の最重要課題である。市場環境や当社の信用リスクなどから近年の設立ファンドは3~5億円の小粒のものが多い。この規模の積み重ねで旗艦ファンドの穴を埋めるのは大変であり、法人版エンジェル税制の恩恵を受けられる20億円以上のCVCファンドの設立が待たれる。

当社は、ベンチャー支援による産業の活性化、衰退する地方の創生というアベノミクスの重要政策の一翼を担っている企業であり、一段の政策支援にも期待したい。

業 績

損益計算書(個別)

(単位)百万円

| | 06/3変 | 07/3 | 08/3 | 09/3 | 10/3 | 11/3 | 12/3 | 13/3 | 14/3 | 15/3E | 16/3E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 売上高 | 488 | 892 | 807 | 755 | 652 | 598 | 475 | 412 | 462 | 740 | 635 |
| 投資事業組合管理収入 | 391 | 627 | 682 | 622 | 554 | 444 | 383 | 309 | 291 | 290 | 280 |
| 営業投資有価証券売上高 | 12 | 151 | 33 | 56 | 41 | 117 | 52 | 68 | 118 | 380 | 260 |
| コンサルティング収入 | 73 | 101 | 77 | 69 | 47 | 20 | 29 | 26 | 45 | 60 | 80 |
| その他 | 11 | 12 | 14 | 7 | 8 | 16 | 11 | 8 | 6 | 10 | 15 |
| 売上原価 | 291 | 638 | 1,211 | 1,217 | 955 | 695 | 510 | 332 | 397 | 590 | 480 |
| 営業投資有価証券売上原価 | 43 | 236 | 64 | 241 | 430 | 423 | 532 | 1,037 | 267 | 330 | 230 |
| 投資損失引当金繰入額(▲は戻入) | ▲ 4 | ▲ 100 | 384 | 449 | 91 | ▲ 50 | ▲ 302 | ▲ 963 | ▲ 146 | ▲ 10 | ▲ 20 |
| その他 | 251 | 501 | 762 | 526 | 432 | 321 | 279 | 259 | 275 | 270 | 270 |
| 人件費 | 134 | 303 | 380 | 276 | 209 | 161 | 130 | 132 | 131 | 130 | 130 |
| 経費 | 117 | 198 | 382 | 250 | 223 | 160 | 149 | 127 | 144 | 140 | 140 |
| 売上総利益 | 197 | 254 | ▲ 404 | ▲ 461 | ▲ 302 | ▲ 96 | ▲ 34 | 79 | 64 | 150 | 155 |
| 販管費 | 144 | 304 | 332 | 276 | 219 | 171 | 160 | 132 | 125 | 115 | 120 |
| 営業利益 | 53 | ▲ 49 | ▲ 736 | ▲ 738 | ▲ 522 | ▲ 268 | ▲ 194 | ▲ 52 | ▲ 60 | 35 | 35 |
| 営業外収益 | 2 | 6 | 8 | 4 | 9 | 7 | 3 | 3 | 5 | 4 | 5 |
| 営業外費用 | 19 | 22 | 59 | 55 | 68 | 42 | 40 | 33 | 30 | 27 | 24 |
| 支払利息 | 5 | 21 | 52 | 46 | 44 | 40 | 36 | 31 | 28 | 25 | 22 |
| その他 | 14 | 1 | 7 | 9 | 24 | 2 | 4 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 経常利益 | 35 | ▲ 66 | ▲ 788 | ▲ 789 | ▲ 581 | ▲ 303 | ▲ 232 | ▲ 83 | ▲ 86 | 12 | 16 |
| 特別利益 | - | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 330 | 199 | 0 | 0 | 0 |
| 特別損失 | - | 0 | - | 19 | 10 | 14 | 3 | 63 | 0 | 1 | 0 |
| 税金等調整前当期純利益 | 35 | ▲ 66 | ▲ 788 | ▲ 809 | ▲ 591 | ▲ 318 | 95 | 52 | ▲ 86 | 11 | 16 |
| 法人税等 | 3 | 8 | 12 | 11 | 10 | 10 | 10 | 9 | 8 | 9 | 8 |
| 当期純利益 | 32 | ▲ 74 | ▲ 800 | ▲ 821 | ▲ 601 | ▲ 328 | 84 | 43 | ▲ 94 | 2 | 8 |

要約貸借対照表(個別)

(単位)百万円

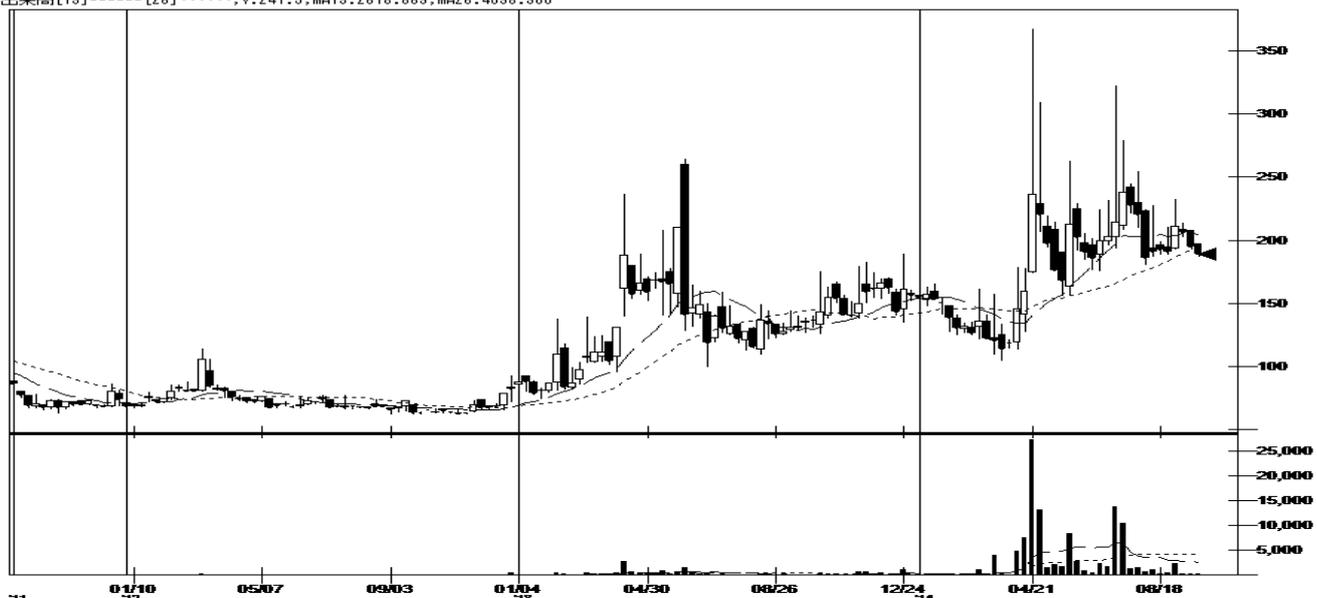
| | 06/3 | 07/3 | 08/3 | 09/3 | 10/3 | 11/3 | 12/3 | 13/3 | 14/3 | 15/3E | 16/3E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 総資産 | 3,237 | 3,923 | 4,049 | 2,565 | 1,896 | 1,381 | 1,446 | 1,458 | 1,154 | 1,100 | 1,110 |
| 現預金 | 1,335 | 1,282 | 1,110 | 632 | 557 | 498 | 516 | 439 | 347 | 400 | 350 |
| 営業投資有価証券 | 1,927 | 2,463 | 2,900 | 2,700 | 2,282 | 1,821 | 1,966 | 1,246 | 886 | 700 | 750 |
| 投資損失引当金 | ▲ 212 | ▲ 112 | ▲ 540 | ▲ 977 | ▲ 1,069 | ▲ 1,020 | ▲ 1,114 | ▲ 302 | ▲ 156 | ▲ 150 | ▲ 140 |
| 負債 | 722 | 1,474 | 2,402 | 1,693 | 1,491 | 1,278 | 1,129 | 1,099 | 958 | 860 | 860 |
| 有利子負債 | 496 | 1,074 | 1,903 | 1,393 | 1,243 | 1,099 | 959 | 874 | 781 | 700 | 650 |
| 短期 | 300 | 680 | 1,796 | 146 | 130 | 75 | 85 | 92 | 85 | 50 | 50 |
| 長期 | 196 | 394 | 107 | 1,247 | 1,113 | 1,024 | 874 | 782 | 696 | 650 | 600 |
| 純資産 | 2,514 | 2,448 | 1,647 | 871 | 405 | 103 | 316 | 359 | 196 | 240 | 250 |
| (自己資本比率)(%) | 77.7 | 62.4 | 40.7 | 34.0 | 21.4 | 7.5 | 20.7 | 23.5 | 15.8 | 21.8 | 22.5 |

(出所)決算短信、会社資料

(注)EはTIW予想。06/3期は7カ月の変則決算

個別決算のため表記の業績予想とは異なる(純利益予想は同じ)

8462 フェアVC 東証 週定 11/9/20~14/9/22
 日付:14/09/25 始:131 高:194 安:189 現値:189.01 出来高:72.8
 MC:ロソク足:単純移動平均[13]-----[26]-----,MA13:204.85,MA26:195.27
 S1:出来高[13]-----[26]-----,V:241.5,MA13:2618.869,MA26:4098.900



(C) QUICK Corp. All rights reserved.

(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 社及び東京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けません。

| | | | 2012/3 | 2013/3 | 2014/3 | 2015/3 予 (アナリスト) |
|-------------------------------------|--------------------------------|-------|--------|--------|--------|---------------------|
| 株 価 推 移 | 株 価 (年 間 高 値) | 円 | 141 | 140 | 265 | - |
| | 株 価 (年 間 安 値) | 円 | 63 | 62 | 96 | - |
| | 月 間 平 均 出 来 高 | 百 株 | 1,259 | 2,852 | 17,877 | - |
| 業 績 推 移 | 売 上 高 | 百 万 円 | 454 | 456 | 505 | 1,100 |
| | 営 業 利 益 | 百 万 円 | -1,139 | -431 | -335 | -140 |
| | 経 常 利 益 | 百 万 円 | -1,173 | -461 | -360 | -160 |
| | 当 期 純 利 益 | 百 万 円 | 95 | 49 | -94 | 2 |
| | E P S | 円 | 17.54 | 8.09 | -15.39 | 0.33 |
| | R O E | % | 47.6 | 14.8 | -33.9 | 0.8 |
| 貸 借 対 照 表 主 要 項 目 | 流 動 資 産 合 計 | 百 万 円 | 6,395 | 5,461 | 4,457 | - |
| | 固 定 資 産 合 計 | 百 万 円 | 38 | 36 | 40 | - |
| | 資 産 合 計 | 百 万 円 | 6,434 | 5,498 | 4,498 | - |
| | 流 動 負 債 合 計 | 百 万 円 | 233 | 132 | 119 | - |
| | 固 定 負 債 合 計 | 百 万 円 | 903 | 811 | 723 | - |
| | 負 債 合 計 | 百 万 円 | 1,136 | 944 | 843 | - |
| | 株 主 資 本 合 計 | 百 万 円 | 309 | 359 | 271 | - |
| キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目 | 純 資 産 合 計 | 百 万 円 | 5,297 | 4,554 | 3,655 | - |
| | 営 業 活 動 に よ る CF | 百 万 円 | -504 | -226 | 131 | - |
| | 投 資 活 動 に よ る CF | 百 万 円 | 31 | 122 | 144 | - |
| | 財 務 活 動 に よ る CF | 百 万 円 | -413 | -310 | -441 | - |
| | 現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高 | 百 万 円 | 1,888 | 1,474 | 1,308 | - |

リスク分析

事業に関するリスク

● 事業に関するリスク

- ▶ 14/3 期で 8 期連続の営業損失を計上しており、継続前提に関する重要事象が存在している。ただし、損失の主因は、営業投資有価証券売却損や投資損失引当金繰入、減損といったキャッシュアウトを伴わないものであり、資金繰りに懸念はないため、継続企業の前提に関する重要な不確実性は存在しない（継続企業の前提に関する注記が付されているわけではない）。
- ▶ 赤字継続による信用リスクの増大を受け、新規ファンド設立、募集が困難になる恐れ。
- ▶ ファンドの運用成績が芳しくなく、新規ファンドの設立、募集が困難になる恐れ。
- ▶ 新規のファンド設立が進まない一方、ファンドが満期を迎え、ファンド残高が減少すると、安定収益である管理報酬が減少するほか、投資実行が減少し、将来のキャピタルゲインに影響する。
- ▶ 継続的なリストラなどの結果、14/3 期末で従業員数が 23 人まで減少しており、ハンズオンなど VC 事業推進のためのマンパワーに限界があること。
- ▶ 株式市場が下落、低迷した場合、投資先ベンチャー企業の IPO が困難になったり、投資倍率が低下する恐れ。
- ▶ 株式市場が活況になり、上昇すると EXIT にはプラスだが、株式市場の上昇に連れ、通常、未上場企業のバリュエーションも上昇するため、投資実行にはマイナスとなる。
- ▶ 上場審査基準が厳格化された場合は、IPO が困難になる恐れがある。
- ▶ さらに赤字が継続し、第三者割当増資などエクイティファイナンスを実施した場合は、株式価値の希薄化が生じる。

ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「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、東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、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社ティール・アイ・ダヴリュ（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、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東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、東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、東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東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、東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、東京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.tse.or.jp/listing/analystreport/index.html>