

# フューチャーベンチャーキャピタル

(8462・JASDAQ スタンダード) 2016年4月22日

## 大型 IPO 待ちの状態が続く

### 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	松本 直人
設立年月	1998/09
資本金	2,416百万円 (2015/12/31 現在)
上場日	2001/10/10
URL	<a href="http://www.fvc.co.jp/">http://www.fvc.co.jp/</a>
業種	証券業

#### 主要指標 2016/04/21 現在

株価	1,380円
年初来高値	3,635円 (16/01/12)
年初来安値	1,277円 (16/04/18)
発行済株式数	7,104,600株
売買単位	100株
時価総額	9,804百万円
予想配当 (会社)	未定
予想EPS (アナリスト)	1.27円
実績PBR	11.67倍

### 地方のベンチャー企業への投資を重視する独立系 VC

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)。伝統的な VC 業務に特化。投資先は国内企業がほとんどで、地方のアーリーステージの製造業が多い。分散投資よりもハンズオンによりベンチャー企業の経営に積極関与する投資方針。2015年末までの累計投資社数は349社、累計 IPO(新規株式公開)社数は22社(平均初値投資倍率4.7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。2011年に今庄現会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。16/3期2Q累計(4-9月)決算で9期ぶりに黒字化。黒字定着を目指す。

### 16/3期業績は大型 IPO がなく、水面近辺にとどまったとみる

16/3期3Q累計(4-12月)決算は、実態を捉えるのに適している個別ベースで、売上高3.59億円(前年同期比28.7%減)、純利益0.34億円(前年同期は▲0.91億円)。利益水準は低いものの黒字化した。期中2社のIPOがあり、これらのキャピタルゲイン、成功報酬、また、ファンド設立に伴う設立報酬が牽引した。大型 IPO により業績は急回復するとみていたが、当期にはなく、通期業績は水面近辺にとどまったとみられる。昨年12月に第三者割当による新株予約権の権利行使が完了し約7億円を調達したため、当面の事業活動に支障はない。

### 新体制ではビジネスモデルの転換を目指す

16/3期に想定していた大型 IPO は、上場審査の厳格化や年初からの株式市場の急落を受け遅れているとみられるが、17/3期には IPO を果たし、業績は急回復するとみる。中期的にはもう1件有望な IPO 候補があるとの見方にも変わらない。今回から本文の説明と平仄を合わせるために下記の業績動向を個別決算ベースとした。連単とも純利益はほぼ同じになる。事業継続に目処が付いたことから1月に社長が交代。新体制では、ホームラン案件の僥倖に頼ることなく、上場企業として業績が安定するようにビジネスモデルの転換を図っていく方針。

業績動向(個別)		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
2015/3	実績	601	30.1	-147	赤拵	-173	赤拵	-182	赤拵	-29.67
2016/3	会社予想 (2015年5月発表)	非開示								
	アナリスト予想	450	-25.1	35	黒転	11	黒転	9	黒転	1.27
2017/3	アナリスト予想	3,545	7.9倍	3,040	87倍	3,022	275倍	2,694	299倍	379.26

## 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。投資先は国内企業がほとんど。2015 年 12 月末時点の累計投資社数は 349 社（累計投資金額 244 億円）、投資先 IPO 実績は 22 社（10 頁に一覧）。地方自治体や地銀との連携により大手 VC の資金が入りにくい地方のアーリーステージのベンチャー企業（メーカーの比率が高い）にリード投資し、ハンズオンにより経営に積極関与するのが特徴。

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、07/3 期以降、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会長の出身会社であるカネカから 1 億円の出資を仰ぎ、カネカが筆頭株主となった。

IPO 環境の好転などにより、16/3 期 3Q 累計（4-12 月）では小幅ながら黒字化しており、今後は、黒字定着を目指す。

### 経営者

#### ● 経営者

2016 年 1 月に今庄 啓二氏の後を引継いで取締役投資部長だった松本直人氏が代表取締役社長に就任した。今庄氏は代表取締役会長に就任した。

今回の社長交代は、黒字化に目処が付いたこと、2015 年 5 月に発行した第三者割当による新株予約権の権利行使が同年 12 月に完了し 7 億円弱の資金を得て当面の事業資金に余裕ができたこと、を機に経営体制の刷新を図ったものとみられる。今庄氏は当社が土壇場に追い込まれていた 2011 年 6 月に創業者の後を受け、代表取締役社長に就任し、経営の立て直しを図ってきた。

新社長の松本氏は、1980 年生れで現在 36 歳。大阪府出身。神戸大学経済学部卒。2002 年に新卒として当社に入社以来、ファンド企画、募集からベンチャー企業への投資実行、育成支援まで VC 業務全般を経験し、2011 年 6 月に取締役（西日本投資部長）に就任した。

## 会社概要

### 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年生れ。京都大学法学部卒業後、旧住友銀行で12年、日本アジア投資で9年半勤務（退職時は取締役）。NOVAなどの投資育成に携わった。「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）。

京都に設立したのは、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日本のシリコンバレーといえるような地であることや（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。

### 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

#### ● コーポレートアクション

2011年9月8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8月22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。

2015年5月11日：第三者割当による新株予約権を発行。割当先はマイルストーン・キャピタル・マネジメント、行使価格は830円（詳細は2015年11月4日付レポート4頁）。

# 会社概要

## 沿革

## 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
2005年	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	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	7月	起業家向けシェアオフィス「share KARASUMA」を開設
	9月	第三者割当増資により資本金が 20.4 億円に増加、カネカが筆頭株主に
	12月	東京支店を港区に移転し、東京事務所に改組
2013年	4月	起業家向けシェアオフィス「share YODOYABASHI deck」を開設
2015年	5月	第三者割当による新株予約権を発行

（出所）有価証券報告書、会社資料

# 会社概要

## 大株主

### ● 大株主（2015年9月30日現在）

	株主	所有株式数 (株)	所有比率 (%)
1	(株) カネカ	1,102,400	17.24
2	日本証券金融(株)	246,700	3.86
3	(株) SBI証券	197,900	3.09
4	小川 忠久	89,700	1.40
5	松井証券(株)	86,100	1.35
6	マイルストーン・キャピタル・マネジメント(株)	72,100	1.13
7	古我 知史	60,800	0.95
8	三菱UFJモルガン・スタンレー証券(株)	60,000	0.94
9	中澤 敦	59,200	0.93
10	則元 敦	57,100	0.89
	計	2,032,000	31.78

(出所) 半期報告書

(注) 4位の小川 忠久氏は旧住友銀行出身で、現在、当社の監査役。

6位のマイルストーン・キャピタル・マネジメントは2015年5月に発行した第三者割当による新株予約権の引受先。2015年12月3日に権利行使は完了しており、既に保有はなくなっている筈である。

7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。

9、10位は一般の投資家。

# 事業概要

## 事業の内容

- 事業の内容

投資事業有限責任組合（ファンド）の企画・管理運営、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。投資先は国内のベンチャー企業がほとんど（近年は海外企業への投資もある）。VC 業務に付随したコンサルティング業務なども手掛けている。

## 部門別事業内容

- 部門別事業内容

VC 業務のみの単一セグメント。

## 拠点網

- 拠点網

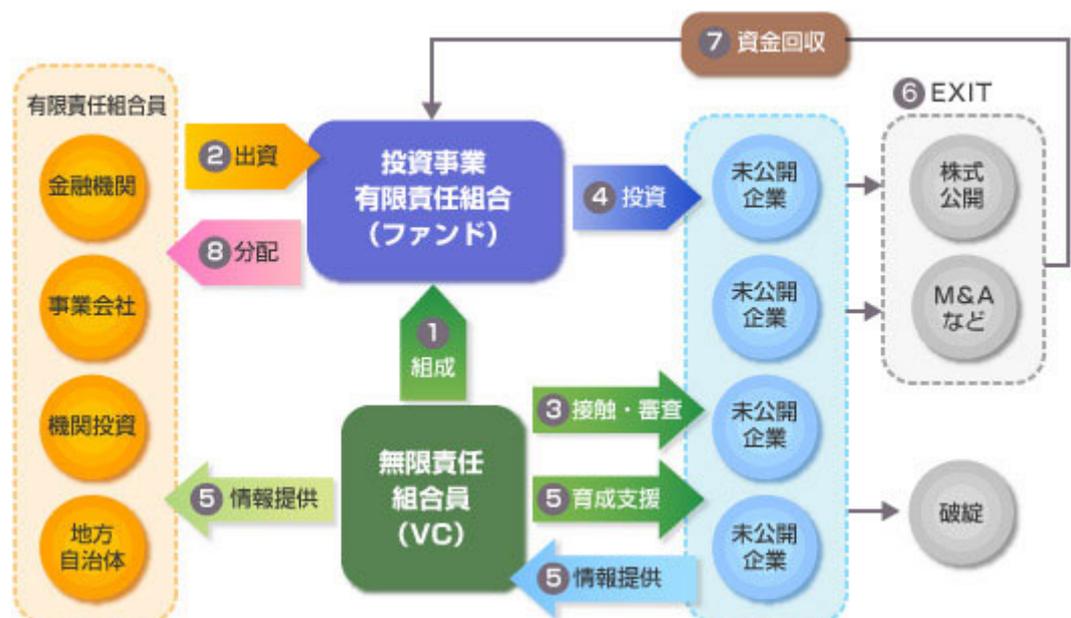
地方重視の投資方針を反映し、京都本社のほかに、現在、東京、岩手、愛媛、青森に事務所を構えている。出張対応に比べ、地方自治体、地域金融機関と密接な関係を持つことができるほか、投資先企業のフォローをきめ細かく行える利点がある。

15/3 期末の従業員数は、22 名（前期末比 1 名減）。うち本社に 12 名、東京に 3 名、残りの各事業所に 1~2 名配置されている。

## 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募集し、ファンドを組成する。当社もファンド法の要請及びLPとリスクを共有していることを示すため、セიმボート出資を行う。ファンドの性質などによりセიმボート出資の多寡はまちまちだが、当社が運営するファンド全体に対する当社の出資持分は2015年9月末時点で23.8%となっている。

ファンドの運用期間は、IPOを前提とするファンドの場合、一般的に10年が多い。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。延長期間は通常、最大2年。

ファンド設立から概ね3~4年の間に投資するベンチャー企業をファイナディング、選定し、投資を実行する。有望な投資先には追加投資を行うこともある。普通株式の引受けによる投資が一般的であるが、一部、社債等の引受による投資を行うこともある。近年の傾向としては、投資リスク軽減のために企業による買戻しを前提にした種類株式による投資が増えている。なお、ファンドとの利益相反を避けるため、他のほとんどのVC同様、プリンシパル投資（本体投資）は基本的に行っていない（ファンドのクローズ時にやむなく、本体で引受けることはある）。

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に注力しており、15社に対しては非常勤取締役を派遣している。

IPO、トレードセール、経営者・関係者などによる買戻し、2次買取ファンドなど他のファンドへの売却などにより投資資金の回収を行う。当社はファンドの運営責任者としてリターンを最大化する責任を負っている。回収した資金は出資者に分配し、最終的にファンドは清算される。

EXITの理想は、一般的にはIPOである。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。これまでの実績は、IPOが22社、上場企業の株式交換によるM&Aも複数ある。2015年末時点の累計投資社数は349社。投資残高として66社あるため、実績の上場確率は7.8%となる。

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。近年はベンチャー企業のM&Aに対する抵抗感が薄れているため、トレードセールは今後、増加していくとみられる。

## 事業概要

業況が低迷したまま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が多い。この場合、投資額に対する回収金額は通常、非常に少ない。

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ある。過去の実績では法的整理の確率は1割弱のもよう。

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、設立報酬、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11頁の収益構造の項を参照）。

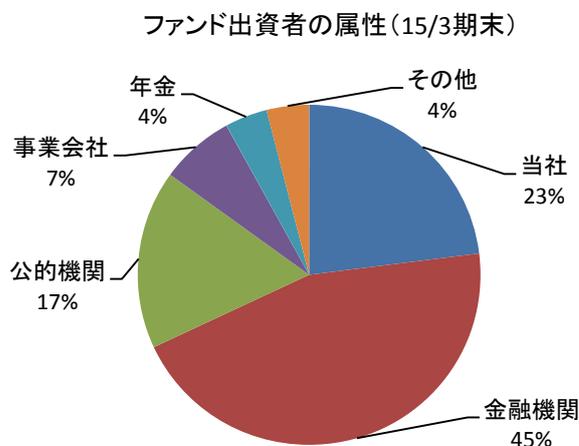
特徴として、地方、  
アーリーステージ、  
製造業の投資が多い

### ▶ 当社が運営するファンドの特徴

分散投資よりも集中投資する方針であり、15/3 期末時点では、投資先の78%（件数ベース）でリードインベスター（複数のVCが投資している場合、その中でトップシェアのVC）となっており、積極的なハンズオンを行っている。

ファンドの出資者（投資家）の属性をみると、地方自治体、地銀などの地域金融機関、事業会社が比較的多い。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得ること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。



(出所)会社資料

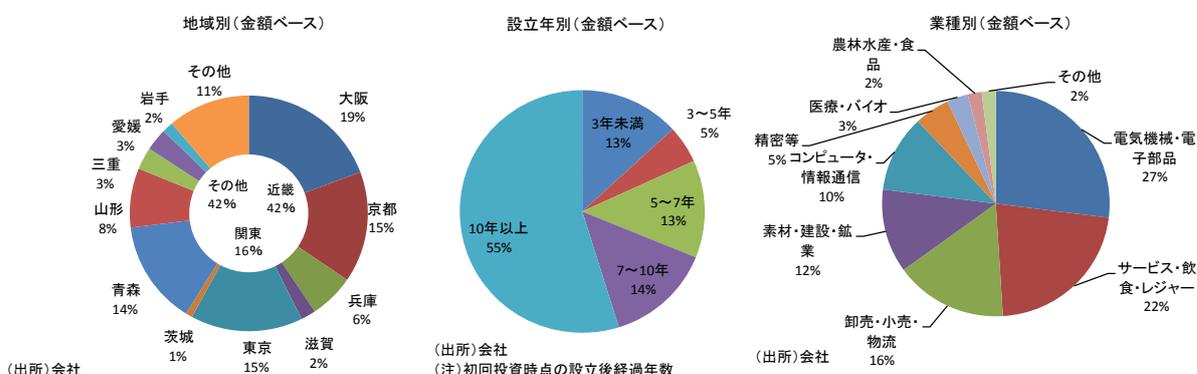
(注)政府系金融機関は公的機関に分類

# 事業概要

15/3 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、地盤の近畿をはじめ、大手 VC との競争を避けるなどの理由で地方の比率が高く、VC の主戦場である東京の比率は低い。

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、メーカーの比率が 15/3 期末で 55% と高い。

設立年別の投資では、設立 10 年以上が 55% と高くなっているが、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。

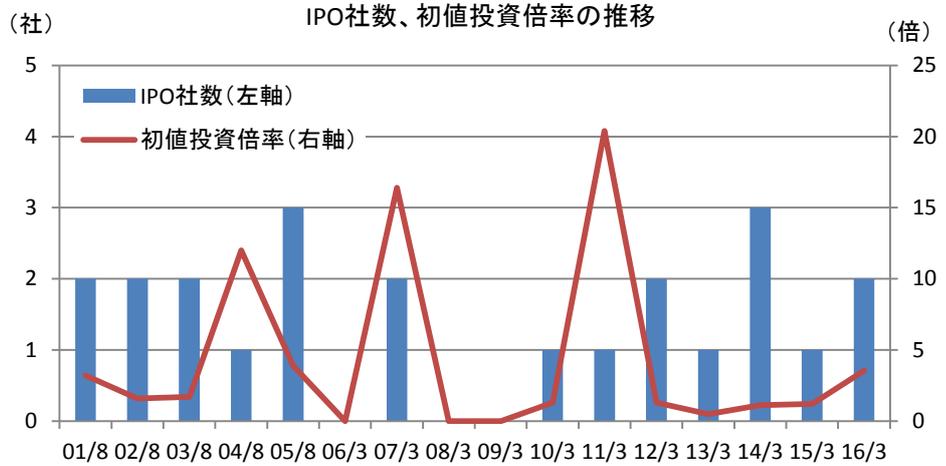


過去のファンドのパフォーマンスは芳しくない

これまでに投資先で IPO を果たした 22 社の平均初値投資倍率は 4.7 倍と低調。IT 関連、バイオ関連の投資比率が低いことが影響しているといえる。

ファンドのパフォーマンス実績は、第一号ファンドの「フューチャー一号ファンド」(1998 年 11 月組成、2005 年 8 月清算完了)が IRR18.41%、最終投資倍率 2.67 倍と好パフォーマンスだった。それ以降のファンドのパフォーマンスの開示はないが、新興市場の厳しい環境が続いたことを受け、クレステック (7812) の IPO が寄与した「しずおかベンチャー育成ファンド」(出資金総額 3.6 億円)を除いて、最終投資倍率はマイナスだったとみられる。このことが長期に亘り赤字が継続してきた原因になっている。

# 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

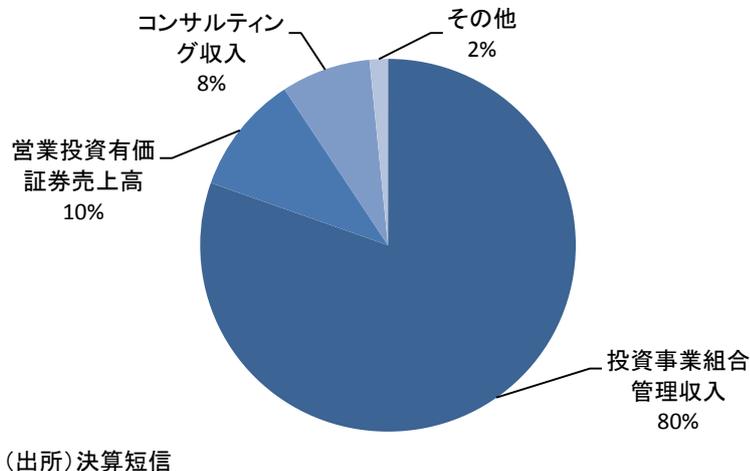
社名	コード	上場年	月	市場	本店所在地	業種分類	備考
1 ネクストウェア	4814	2000	12	ナスダック・ジャパン	大阪市	情報・通信	
2 ソディックプラスチック	6401	2001	8	店頭JASDAQ	横浜市	機械	2012年7月にソディック(6143)に吸収合併され上場廃止
3 ジェイホーム	2721	2001	11	日本証券業協会(店頭)	新宿区	卸売	持株会社に移行し、現社名はジェイホールディングス
4 セイクレスト	8900	2001	12	日本証券業協会(店頭)	大阪市	不動産	2011年5月に破産申請し、上場廃止
5 ビービーネット	2318	2002	9	ナスダック・ジャパン	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 モック	2363	2003	4	東証マザーズ	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 ケア21	2373	2003	10	大証ヘラクレス	大阪市	サービス	初値投資倍率12.0倍
8 ワイズマン	3752	2004	10	JASDAQ	岩手県	情報・通信	2014年1月にMBOにより上場廃止
9 カワムラサイクル	7311	2004	10	東証マザーズ	兵庫県	輸送用機器	2013年3月にTOBによりマックス(6454)の完全子会社になり上場廃止
10 21LADY	3346	2004	10	名証セントレックス	千代田区	小売	
11 夢の街創造委員会	2484	2006	6	大証ヘラクレス	大阪市	情報・通信	初値投資倍率21.7倍
12 パワーアップ	3044	2006	7	大証ヘラクレス	愛媛県	小売	2009年6月にMBOにより上場廃止
13 テ・ウエストン・セラピクス研究所	4576	2009	10	JASDAQ NEO	名古屋市	医薬品	三重大学発創薬ベンチャー
14 ビーエスシー	3649	2011	3	JASDAQスタンダード	愛媛県	情報・通信	初値投資倍率20.4倍。ファインデックスに社名変更
15 スリー・ディー・マトリクス	7777	2011	10	JASDAQクロス	千代田区	精密機器	ハイオベンチャー
16 ベルグアース	1383	2011	11	JASDAQスタンダード	愛媛県	水産・農林	
17 ありがとうサービス	3177	2012	11	JASDAQスタンダード	愛媛県	小売	
18 ジェイエスエス	6074	2013	6	JASDAQスタンダード	大阪市	サービス	再生投資的な案件
19 アドメテック	7778	2013	9	TOKYO PRO Market	愛媛県	医薬品	愛媛大学発医療機器ベンチャー
20 ダイキアクシス	4245	2013	12	東証2部	愛媛県	化学	
21 中村超硬	6166	2015	6	東証マザーズ	大阪府	機械	
22 クレステック	7812	2015	7	JASDAQスタンダード	浜松市	その他製品	

(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（16/3 期 3Q 累計の個別決算）



### 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。

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（実際は内部取引の処理などにより若干異なることがある。15/3 期は連結が▲1.90 億円、個別が▲1.82 億円だった）。

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。

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

## 事業概要

安定収益で固定費を賄える体制になっている

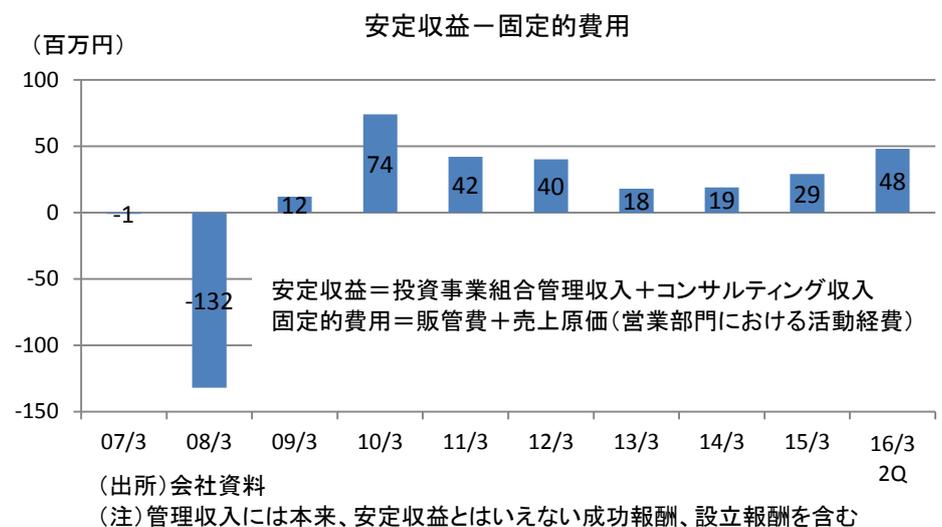
投資事業組合管理収入は、管理報酬、設立報酬、成功報酬に細分される。管理報酬は当社がGPとしてファンドを管理・運営することに対する報酬としてファンドから運用期間（当初の設定は通常10年）に亘り、毎年支払われるフィーであり、安定収益といえる。赤字が続いてきたが、経費削減努力により、管理報酬を中心とする安定収益で固定費を賄える体制にはなっている（下図参照）。

当社の会計処理では、当社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している。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。2015年12月末のファンドのコミットメント総額は、232億円（25ファンド）となっている。

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負担が重いため、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、延長期間はフィー料率が引き下げられることが多い。

ファンドの設立時のコスト負担が重かった場合などには、設立時に設立報酬を得られることもある。

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%程度を成功報酬として受領することになっている組合契約が多い。中にはコミットメント額を超過しなくても個別案件ごとに受領できるものもある。一方、そもそも成功報酬がないものもある。

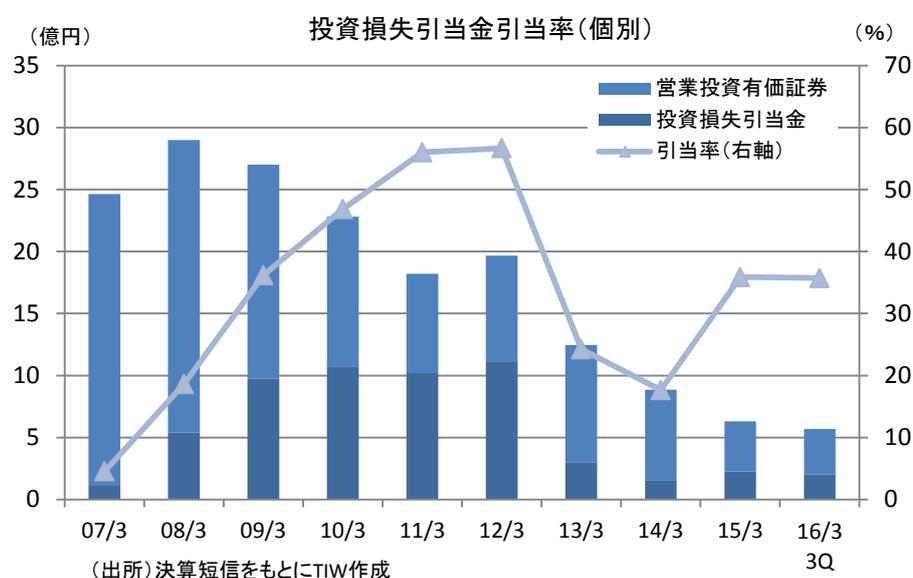


## 事業概要

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売却した場合の売却額や配当金、社債からの受取利息のうち、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あるいはキャピタルロスとなる。

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

2015年度の国内IPO社数は市場の想定の下限程度だったといえよう

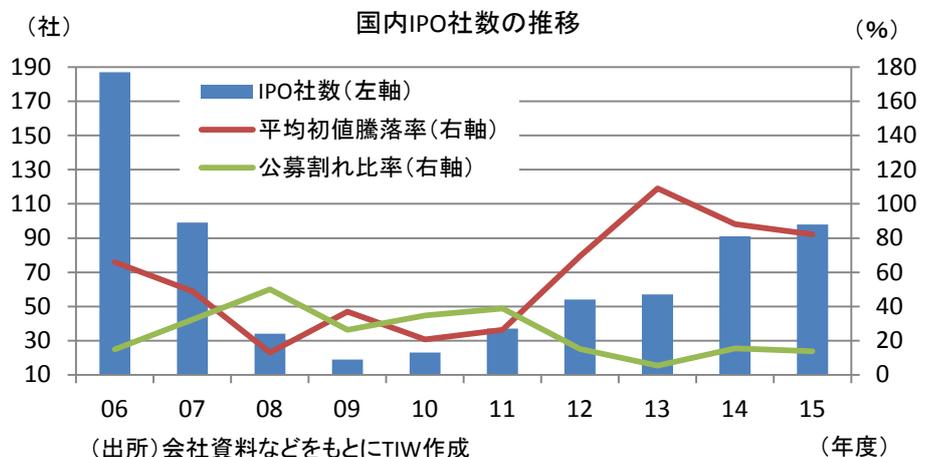
2015年度の国内IPO社数はTOKYO PRO MarketへのIPOを含め98社（前年度比7社増）。2009年度を底に回復傾向が続いた。2014年12月に東証1部に直接上場したgumi（3903）が上場2ヶ月半で業績予想を黒字から赤字に下方修正した‘gumiショック’などの不祥事を受け、2015年3月31日に東京証券取引所が証券会社や監査法人に上場審査の強化を要請する事態となった。加えて、昨年夏と年初に世界的な金融資本市場の波乱があり、IPOの環境は悪化した。市場では2015年度の国内IPO社数は100社を超えとの見方もあったため、これらの影響によるIPOの遅延、延期は多少あったとみられる。2016年度に入って国内株式市場は再び不安定になっており、2016年度の国内IPO社数は見通しにくい状況。

初値騰落率は前年度並みの高水準を維持

2015年度のIPO銘柄の初値騰落率は80%強と前年度に近い水準を保った。公募割れ比率も10%強と前年度並みにとどまった。ただし、公募価格がやや低めに決まるようになったことが寄与しているとみられ、アベノミクス初期の2013年度ほどの熱狂はなかった。また、いつものことではあるが、上場直後は買われても時間の経過とともに売りに押されて下げる銘柄が多かった。

国内ベンチャーへのリスクマネーの供給は潤沢

2015年の国内未上場ベンチャーの資金調達額は1,500億円を超えたもようであり前年比1割以上増加。活況だった2006年の水準をもやや上回った。1社当りの資金調達額の大型化が寄与している。オープンイノベーションの流れに乗りCVCが相次ぎ設立されたほか、超低金利の継続により金融機関の投資が活発だった。政府が支援する国立大のVCも本格始動した。結果、投資競争は引続き激しく、投資時のバリュエーションは高止まりしている。



# 業 績

クレストックの IPO  
などにより黒字化

## ● 16/3 期 3Q 累計（4-12 月）業績解説

16/3 期 3Q 累計業績は、実態を捉えるのに適している個別ベースで、売上高 3.59 億円（前年同期比 28.7%減）、営業利益 0.60 億円（前年同期は▲0.62 億円）、経常利益 0.43 億円（同▲0.83 億円）、純利益 0.34 億円（同▲0.91 億円）。前年同期比減収ながら黒字化した。

減収となったのは、前年同期にジェイエスエス（6074）の株式の残りを売却したことによる反動。ジェイエスエスには出資割合の高いファンドから投資していたため個別の売上高に 2.0 億円寄与していた。ただし、若干のキャピタルロスになっていた。

次頁の表のように期中 2 件の IPO があり、これらのキャピタルゲインと 2Q（7-9 月）に計上した成功報酬 0.44 億円、また、3Q（10-12 月）にはファンドの設立報酬があったとみられ、これらが増益に寄与した。成功報酬はクレストック上場に伴うものと推測される。クレストックのキャピタルゲインは連結ベースで 2.57 億円。ファンドへの出資割合は 14.2%であり、個別ベースでのキャピタルゲインは 0.36 億円だった。中村超硬（6166）は投資額が小さく、投資倍率やファンドへの出資割合も低かったため、業績への寄与は軽微だった。未上場株式の売却・減損を含めると 0.25 億円のキャピタルロスとなったが、投資損失引当金の戻入れ 0.23 億円でほぼ相殺された。

四半期損益計算書（個別）

（単位）百万円

	14/3				15/3				16/3		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
売上高	165	94	89	115	298	93	112	98	86	143	130
投資事業組合管理収入	74	72	74	72	74	76	74	77	77	118	94
営業投資有価証券売上高(①)	82	14	7	16	214	7	27	5	1	14	22
コンサルティング収入	7	6	7	25	7	9	8	10	7	9	11
その他	2	2	1	1	2	2	3	6	1	1	3
売上原価	158	71	82	86	295	97	90	155	69	62	74
営業投資有価証券売上原価(②)	100	106	37	25	223	26	21	16	4	28	30
投資損失引当金繰入額	▲ 10	▲ 100	▲ 21	▲ 15	4	6	0	59	▲ 1	▲ 9	▲ 13
その他	68	65	66	76	69	65	68	80	65	44	57
売上総利益	7	23	6	29	3	▲ 4	22	▲ 57	17	80	56
販管費	33	32	30	30	29	28	27	28	30	32	31
営業利益	▲ 26	▲ 9	▲ 24	▲ 1	▲ 26	▲ 32	▲ 5	▲ 85	▲ 12	47	25
営業外収益	1	1	1	3	0	1	0	0	4	1	0
営業外費用	8	8	7	9	7	9	6	6	10	5	7
経常利益	▲ 33	▲ 16	▲ 30	▲ 7	▲ 32	▲ 41	▲ 11	▲ 91	▲ 18	43	18
特別利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
特別損失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
税金等調整前当期純利益	▲ 33	▲ 16	▲ 30	▲ 6	▲ 33	▲ 41	▲ 11	▲ 91	▲ 18	42	18
法人税等	3	2	2	1	3	2	3	0	2	3	3
当期純利益	▲ 36	▲ 19	▲ 32	▲ 8	▲ 35	▲ 43	▲ 14	▲ 91	▲ 21	41	15
キャピタルゲイン(①-②)	▲ 18	▲ 92	▲ 31	▲ 8	▲ 8	▲ 19	5	▲ 11	▲ 3	▲ 14	▲ 8

（出所）決算短信をもとにTIW作成

## 業 績

### 小粒ながらファンド 組成は活発

期中のファンド組成は、小粒なファンドが中心となったものの、下表のように7ファンド設立と活発だった。7ファンドを性質によって分類すると、地域金融機関と連携したファンドが4件、CVCファンドが2件、特定テーマに絞ったファンドが1件（IoTファンド）だった。地域金融機関と連携した4ファンドのうち3ファンドは地域金融機関の子会社との共同GPであり、ファンドは連結子会社ではなく、持分法適用関連会社となる。

### 注目のIoTファンド は単独事業に

昨年9月に設立された注目のIoTファンド（下表のsohatsu1号）は、当初、GPをブロードバンドタワー（3776）との合弁会社としていたが、今年1月5日に合弁は解消された。ブロードバンドタワーが有する海外のインターネット関連企業のネットワークやIoT分野の知見を活用する予定だったが、当初想定したリソースを相互に充当、融合できていないことから合弁解消に至ったとしている。ブロードバンドタワーの当ファンドへの出資1億円も解消された。

昨年5月の第三者割当による新株予約権の発行に当たり、資金使途に関し、約6億円をIoTファンドなど新規設立ファンドへのセムポート出資に充てるとし、支出予定を今年3月までとしていた。すなわち3月までに目標コミットメント総額50億円の募集を終える予定だった。しかし、ファンド募集の進捗は芳しくないようで、支出予定を来年3月まで延期すると3月29日にリリースされた。合わせてセムポート出資に充てるとしていた約6億円のうち、約1.4億円はファンド募集推進のために東京事務所の移転拡大、PR活動を含む営業体制の強化に充てるとされた。

TIWでは、16/3期に広義のIoT関連の大型IPOにより業績が急回復し、それに伴いVCとしての知名度、信用力が高まり、IoTファンドの募集に弾みが付くとみていた。しかし、大型IPOは現時点でも実現しておらず、それがファンド募集にも響いているとみている。

3月29日には、地域特化型ファンドの設立に関し、京都市、京都信用金庫、京都中央信用金庫などと協定を締結した。4月下旬のファンド設立を予定し、ファンド総額は2.1億円以上とする計画。

16/3期のファンドレイズ

設立日	ファンド名称	ファンド総額 (百万円)	当社出資額 (百万円)	運用期間 (年)	無限責任組員 (GP)	有限責任組員 (投資家)	備考
6/1	ウィルグループファンド	300	10	約10	FVC	ウィルグループ、エース証券	CVCファンド
9/1	sohatsu1号	100	100	na	(株)IoT Sohatsu Ventures(注1)	FVC、外部投資家は2017年3月目処に募集中	最終コミットメント総額50億円目標
10/1	あきた創業	100	1	8	FVC	秋田信用金庫、秋田市など7市町村	
10/15	秋田元気創生ファンド	200	2	8	FVC、けんしん元気創生(株)(注2)	秋田信用組合、全国信用協同組合連合会	共同GP、ファンドは持分法適用関連会社
10/15	磐城国地域振興	300	3	8	FVC、いわしんRITAハートナース(株)(注3)	いわき信用組合、全国信用協同組合連合会	共同GP、ファンドは持分法適用関連会社
11下旬	フェニックス	300	3	9	FVC	フジインコーポレーテッド	CVCファンド。2年を超えない範囲で延長有
12月1日	かんしん未来	300	3	8	FVC、恒信サービス(注4)	第一勧業信用組合、全国信用協同組合連合会	共同GP、ファンドは持分法適用関連会社
	合計	1,600	116				

(出所)当社等のニュースリリースをもとにTIW作成

(注1)当初、ブロードバンドタワー(BBT)との合弁会社で資本金1,000万円、出資比率はFVC51%、BBT49%だったが、2016年1月5日に合弁解消。BBTの保有株式はFVCが取得

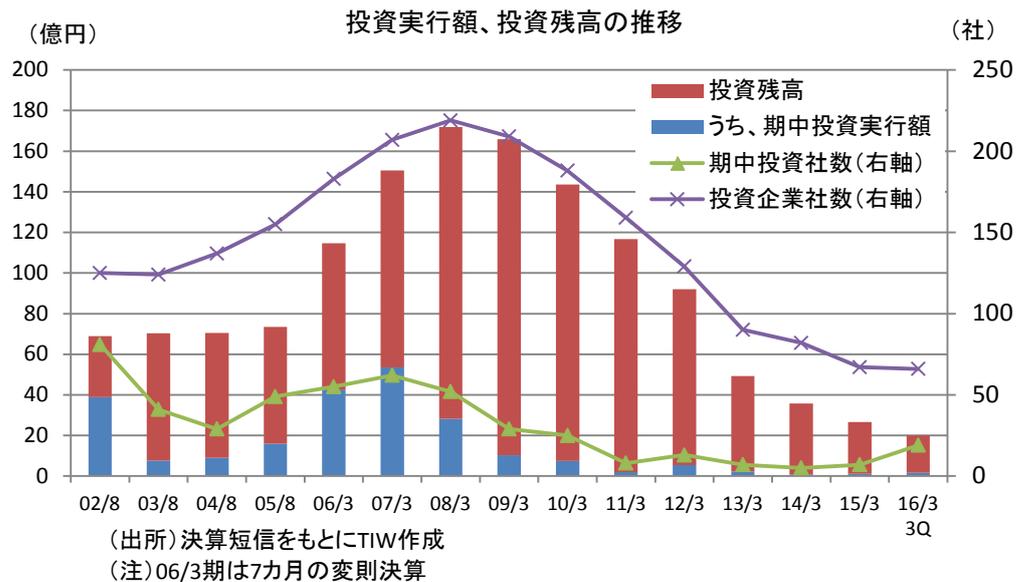
(注2)秋田信用組合の子会社

(注3)いわき信用組合の子会社

(注4)第一勧業信用組合の子会社

投資実行額は少ないながら上向き

16/3 期 3Q 累計の投資実行額は、19 社（前年同期比 14 社増）で 1.65 億円（同 75.6%増）。ここ 2 年ほど小粒ながらも新規ファンド設立を積み重ねてきた結果、投資実行は上向いている。投資残高はファンド期限に向けた売却促進により、減少傾向が続いているが、漸く下げ止まりつつある。



新株予約権の行使は昨年 12 月に完了

昨年 5 月に発行した第三者割当による新株予約権は昨年 12 月 3 日に権利行使が完了。約 7 億円を調達し、当面の事業活動に必要な資金に不安はなくなった。また、15/3 期末にはわずか 1.0 億円まで減少していた純資産（個別）は 8.3 億円まで回復した。

権利行使により発行済株式数は 840 千株増加した。

## 業 績

### 16/3 期に大型 IPO はなかった

#### ● 16/3 期業績予想

前々回のレポートから 16/3 期には大型 IPO があるとの大前提で業績予想を行っていたが、結局、当期における大型 IPO はなかった。このため、前回予想から大幅下方修正となる。足元でも大型 IPO 案件の上場承認の公表はない。‘gumi’ ショックによる上場審査の厳格化、年初からの株式市場の急落が影響しているとみる。

4Q（1-3 月）には成功報酬や設立報酬の計上はない筈であり、また、4Q に 4 ファンド、出資金総額 34.2 億円のファンドのクローズがあったため、4Q は固定費用を賄い切れず、若干の赤字になったとみる。結果、通期では水面近辺の業績にとどまったとみられる。

### 大型 IPO により業績、財務は急回復するとの見方を継続する

#### ● 17/3 期業績予想

16/3 期に見込んでいた大型 IPO が当期にあるとの大前提で表記のように業績予想を行った。当該 IPO 案件は当期中に全株売却し、成功報酬は当期には計上されないと仮定した。税務上の繰越欠損金があるため税負担は軽微。

前回予想から上方修正になっているのは、単に 16/3 期に一部織り込んでいた当該 IPO に係るキャピタルゲインが当期にずれ込んだことによる。このほかでは、IoT ファンドの募集が遅れていることなどを考慮し、多少の微修正を行った。

次頁のように 17/3 期末の純資産の予想を 35.1 億円とした。前回予想よりも増加しているのは、新株予約権の行使が進んだことによるもの。

大型 IPO が当期に実現するとしても、公募・売価、上場後の株価の動向、売却のタイミングや巧拙などで業績が大きく左右されるのはいうまでもない。業績予想は上下いずれにも大きく乖離する可能性がある。

### 18/3 期以降の業績の見方も前回レポートから特に変わらない

#### ● 18/3 期以降の業績の見方

前回レポート時よりも国内株式市場の環境は不安定になっているが、18/3 期以降の業績の基本的な見方については前回レポートから特に変わらない。2015 年末の投資残社数 66 社からみて IPO のパイプラインは数社あるとみられ、その中には 17/3 期に見込んでいる大型 IPO 案件ほどではないにしても有望な投資先がまだ 1 社あると推測している。

長期に赤字が継続し、稀にホームラン案件があった期だけ利益が膨らむという経営は上場企業として好ましいものではなく、新経営体制の下では安定性をより重視した経営を行っていく方針のようである。買取請求権の付いた種類株式の活用により投資資金の回収の確実性を高めることは、方策の一つである。

# 業績

## 地方重視の投資方針は継続

これまでは必ずしも好結果をもたらしたとはいえないが、当社の特徴である地方重視の投資方針は継続する。人口の都市集中、高齢化の進展、生産拠点の海外移転などによりほとんどの地方は衰退の一途を辿ってきたが、ここに来てインバウンド需要の高まり、TPP や海外での日本食ブームにより、観光、農業といった切り口で地方創生に希望がみえてきた。

こうした分野において、必ずしも IPO を目指さないベンチャーの創業を支援するファンドや、少子高齢化の進展により後継者難の中小零細企業の事業承継を支援するファンドの設立を行っていく方針。日銀のマイナス金利導入により、収益環境が一段と厳しさを増している地域金融機関とのタイアップを一層強化し、複数の地方金融機関と組んで県の垣根を越えた広域の地域ファンドの設立も目指す。ファンドの組成を伴わない新たな収益の確保も模索していく。

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	15/3	16/3E	17/3E
売上高	488	892	807	755	652	598	475	412	462	601	450	3,545
投資事業組合管理収入	391	627	682	622	554	444	383	309	291	300	360	330
営業投資有価証券売上高(①)	12	151	33	56	41	117	52	68	118	253	40	3,160
コンサルティング収入	73	101	77	69	47	20	29	26	45	33	40	45
その他	11	12	14	7	8	16	11	8	6	13	10	10
売上原価	291	638	1,211	1,217	955	695	510	332	397	637	285	365
営業投資有価証券売上原価(②)	43	236	64	241	430	423	532	1,037	267	285	70	130
投資損失引当金繰入額(▲は戻入)	▲ 4	▲ 100	384	449	91	▲ 50	▲ 302	▲ 963	▲ 146	69	▲ 30	▲ 10
その他	251	501	762	526	432	321	279	259	275	281	245	245
人件費	134	303	380	276	209	161	130	132	131	135	135	145
経費	117	198	382	250	223	160	149	127	144	146	110	100
売上総利益	197	254	▲ 404	▲ 461	▲ 302	▲ 96	▲ 34	79	64	▲ 35	165	3,180
販管費	144	304	332	276	219	171	160	132	125	111	130	140
営業利益	53	▲ 49	▲ 736	▲ 738	▲ 522	▲ 268	▲ 194	▲ 52	▲ 60	▲ 147	35	3,040
営業外収益	2	6	8	4	9	7	3	3	5	1	6	2
営業外費用	19	22	59	55	68	42	40	33	30	27	30	20
支払利息	5	21	52	46	44	40	36	31	28	24	20	18
その他	14	1	7	9	24	2	4	2	2	3	10	2
経常利益	35	▲ 66	▲ 788	▲ 789	▲ 581	▲ 303	▲ 232	▲ 83	▲ 86	▲ 173	11	3,022
特別利益	-	0	0	0	0	-	330	199	0	0	0	0
特別損失	-	0	-	19	10	14	3	63	0	0	1	0
税金等調整前当期純利益	35	▲ 66	▲ 788	▲ 809	▲ 591	▲ 318	95	52	▲ 86	▲ 174	10	3,022
法人税等	3	8	12	11	10	10	10	9	8	8	1	328
当期純利益	32	▲ 74	▲ 800	▲ 821	▲ 601	▲ 328	84	43	▲ 94	▲ 182	9	2,694
キャピタルゲイン(①-②)	▲ 31	▲ 85	▲ 31	▲ 185	▲ 389	▲ 306	▲ 480	▲ 969	▲ 149	▲ 32	▲ 30	3,030

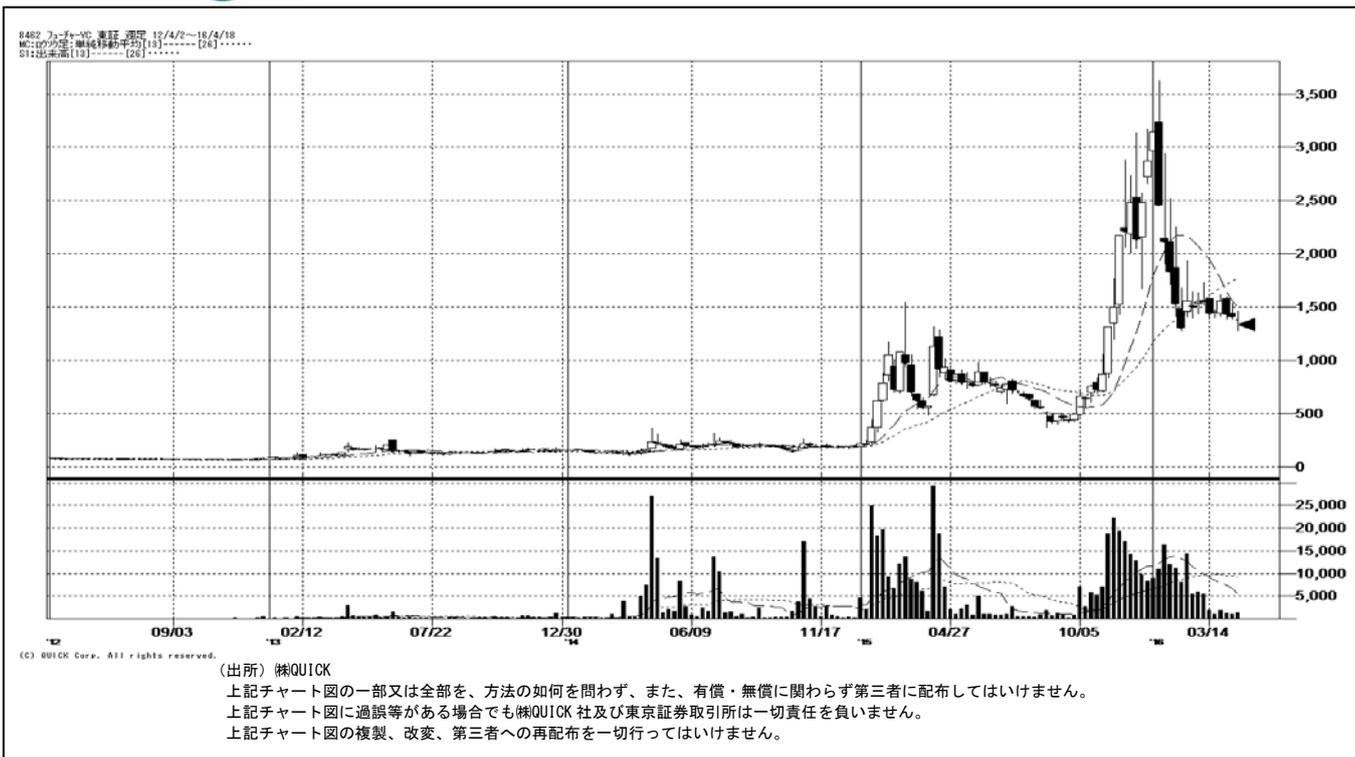
要約貸借対照表(単体)

(単位)百万円

	06/3	07/3	08/3	09/3	10/3	11/3	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3E	17/3E
総資産	3,237	3,923	4,049	2,565	1,896	1,381	1,446	1,458	1,154	878	1,450	5,291
現預金	1,335	1,282	1,110	632	557	498	516	439	347	403	1,000	4,817
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	630	550	600
投資損失引当金	▲ 212	▲ 112	▲ 540	▲ 977	▲ 1,069	▲ 1,020	▲ 1,114	▲ 302	▲ 156	▲ 226	▲ 196	▲ 186
負債	722	1,474	2,402	1,693	1,491	1,278	1,129	1,099	958	776	633	1,780
有利子負債	496	1,074	1,903	1,393	1,243	1,099	959	874	781	596	525	280
短期	300	680	1,796	146	130	75	85	92	85	85	85	80
長期	196	394	107	1,247	1,113	1,024	874	782	696	511	440	200
純資産	2,514	2,448	1,647	871	405	103	316	359	196	108	817	3,511
(自己資本比率)(%)	77.7	62.4	40.7	34.0	21.4	7.5	20.7	23.5	15.8	12.3	56.3	66.4

(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



			2013/3	2014/3	2015/3	2016/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	140	265	1,549	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	62	96	114	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	2,852	17,877	230,726	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	412	462	601	450
	営 業 利 益	百万円	-52	-60	-147	35
	経 常 利 益	百万円	-83	-86	-173	11
	当 期 純 利 益	百万円	43	-94	-182	9
	E P S	円	7.11	-15.40	-29.67	1.27
	R O E	%	12.1	-48.2	-179.1	1.1
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	1,422	1,116	836	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	36	38	42	-
	資 産 合 計	百万円	1,458	1,154	878	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	259	218	229	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	839	739	547	-
	負 債 合 計	百万円	1,099	958	776	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	343	255	99	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百万円	359	196	102	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	-226	131	478	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	122	144	113	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-310	-441	-698	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	1,474	1,308	1,202	-

(注) 業績推移、貸借対照表は個別。キャッシュフロー計算書は個別の開示がないため、連結を記載

## リスク分析

### 事業に関するリスク

#### ● 事業に関するリスク

- ▶ 15/3 期で 9 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が投資家から忌避され、新規ファンド設立、募集に支障を及ぼす恐れ。
- ▶ 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、成功報酬に影響する。
- ▶ 長期に亘る業績低迷により 15/3 期末で従業員数が 22 人（前期末比 1 人減）まで減少しており、ファイナンス、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。
- ▶ 株式市場が急落、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。
- ▶ 上場審査基準厳格化により、IPO が困難になったり、遅延する恐れ。2014 年 12 月に東証 1 部に直接上場した gumi (3903) が上場わずか 2 カ月半で業績予想を黒字から赤字に下方修正したいわゆる ‘gumi ショック’ などを受け、2015 年 3 月 31 日に東京証券取引所は証券会社などに上場審査の強化を要請している。

### 業界に関するリスク

#### ● 業界に関するリスク

- ▶ VC の業績は株式市場、特に新興市場の動向に大きな影響を受け、非常にボラタイルである。
- ▶ リスクとは意が異なるが、VC の問題点として、ファンドの投資家と株主との間の情報格差が挙げられよう。

## 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.jpx.co.jp/listing/reports/analyst-report/03.html>