フューチャーベンチャーキャピタル

（8462・JASDAQ スタンダード）2017 年 2 月 7 日

増資資金を活用し、周辺事業、海外事業への展開を急ぐ

ベーシックレポート

㈱アイフィスジャパン
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	500 百万円
（2016/09/30 現在）	
上場日	2001/10/10
URL	http://www.fvc.co.jp/
業種	証券業

主要指標 2017/02/03 現在	
株価	1,631 円
年初来高値	3,635 円（2016/01/12）
年初来安値	1,277 円（2016/04/18）
発行済株式数	8,879,600 株
売買単位	100 株
時価総額	14,482 百万円
予想配当（会社）	未定
予想 EPS（アナリスト）	-40.77 円
実績 PBR	21.1 倍

地方のベンチャー企業に積極投資する独立系 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）。投資先は他の VC との競合が少ない地方のアーリーステージの製造業が多い。2016 年 9 月末までの累計投資社数は 376 社、累計 IPO（新規株式公開）社数は 22 社。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、カネカが筆頭株主となった。

これまで伝統的な VC 業務に特化してきたが、市況に左右されない安定した経営基盤を構築するため、周辺事業の M&A や海外事業への展開に向け動き出している。

待望の ZMP の上場が延期に

当社運営ファンドの投資先である ZMP の上場がようやく昨年 11 月に承認されたが、直後の個人情報流出問題からまさかの上場延期となった。ZMP は社内管理体制を整備した後、早期に再度上場を目指す方針だが、今期中の上場は無理な状況。ZMP 以外の IPO も今期はなさそう。一方、ファンド募集や海外事業展開のため販管費が急増し、17/3 期の赤字はやや大きくなろう。ZMP は社内管理体制の整備に 1 年はかからないとしており、18/3 期中の上場に期待したい。ZMP に投資しているファンドは昨年末に償還を迎えたが、2 年延長となっている。

海外事業への取組みを本格化

昨年 9 月に第 8 回新株予約権を発行。昨年 11 月末までに行使が完了し 28.8 億円を調達。自己資本は一気に拡充された。調達資金のうち約 20 億円を事業シナジーが見込まれる企業の M&A に、約 5 億円を海外事業に振り向ける方針。残りで借入金を繰り上げ返済し、昨年末には無借金となった。昨年 1 月から管理報酬などの安定収益で固定費を賄えなくなっており、M&A により IPO がなくても黒字を確保できるようになることが期待される。海外事業では米コロラド州で現地のエンジェル投資家ネットワークを活用し、投資、ファンド設立を行っていく。

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
2016/3	実績	417	-30.5	10	黒転	-11	赤縮	-21	赤縮	-3.21
2017/3	会社予想（2016 年 5 月発表）	非開示								
	アナリスト予想	330	-20.9	-340	赤転	-360	赤拡	-362	赤拡	-40.77
2018/3	アナリスト予想	3,100	9.4 倍	2,255	黒転	2,253	黒転	2,008	黒転	226.17

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。バイアウトなどは行わず、伝統的なVC業務に特化し、投資先はほぼ国内のベンチャー企業（VB）に限ってきた。2016年9月末時点の累計投資社数は376社（累計投資金額247億円）、投資先IPO実績は22社（9頁に一覧）。地方自治体や地域金融機関と数多く提携し、大手VCの資金が入りにくい地方のアーリーステージのメーカーへの投資が多い。リードインベスターの比率が高く、ハンズオンにより投資先企業の経営に積極関与し、バリューアッドを図っている。

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によるキャピタルゲインの依存度の高い伝統的な国内VC事業では上場企業として安定的な利益を上げることが困難なため、2016年1月の社長交代を機に、国内ではIPOをしなくても投資資金を回収できる地方創生ファンドの設立に努めるとともに、昨年9月の新株予約権の発行により調達した28.8億円を事業シナジー効果が見込める国内外企業のM&Aや米コロラド州でのVC投資などに振り向ける方針。

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（同年6月に代表権を返上）。

今庄氏は当社が存続の危機に陥っていた2011年6月に創業者の後を受け代表取締役社長に就任し、経営の立て直しに尽力してきた。黒字化の道筋がみえてきたこと、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。

新社長の松本氏は、1980年3月生れで現在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）、川分氏が京大出身であり、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

「100 年継続企業を創る」

VC 事業を中核としながらも、これまでに培ったエクイティノウハウやネットワークを融合し、企業が今後 100 年継続するために必要な様々な機能を提供することにより、社名が示すように未来型 VC として社会から必要とされる存在になりたいという思いが込められている。

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

・2015 年 4 月 23 日：第三者割当による第 7 回新株予約権を発行。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。同年 12 月 3 日に全ての権利行使が完了し、7 億円を調達。交付株式数は 84 万株。

・2016 年 9 月 8 日：第三者割当による第 8 回新株予約権を発行。割当先は EVO FUND（米国の機関投資家）。平均行使価格は 1,606 円。同年 11 月 30 に全ての権利行使が完了し、28.8 億円を調達。交付株式数は 177.5 万株。

（注）日付はいずれも決議日

会　社　概　要

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
2016 年	3 月	東京事務所を中央区に移転
	8 月	欠損補填を目的に減資を実施
	9 月	第三者割当による新株予約権を発行
	9 月	海外展開を本格化するため米現地法人を設立
2017 年	1 月	米国におけるシェアオフィス事業を開始

（出所）有価証券報告書、会社資料

会　社　概　要

大　株　主

● 大株主（2016 年 9 月末現在）

	株主	所有株式数（株）	所有比率（%）
1	カネカ	766,400	10.79
2	SBI 証券	246,200	3.47
3	日本証券金融	166,100	2.34
4	BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG(FE-AC)	75,800	1.07
5	今庄　啓二	69,100	0.97
6	楽天証券	54,600	0.77
7	古我　知史	53,000	0.75
8	小川　忠久	50,700	0.71
9	福島工業（株）	50,000	0.70
10	CHASE MANHATTAN BANK GTS CLIENTS ACCOUNT ESCROW	49,666	0.70
計		1,581,566	22.26

（出所）半期報告書

（注）第 8 回新株予約権の行使に伴う発行済株式数の増加により、足元の各大株主の所有比率は低下している。筆頭株主のカネカの所有比率は10%を下回り、主要株主ではなくなっている。

5 位の今庄 啓二氏は当社取締役会長。

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。

8 位の小川　忠久氏は旧住友銀行出身で、現在、当社取締役（監査等委員）。

9 位の福島工業は大阪本社の東証 1 部上場企業（6420）。

4 位、10 位はカストディアン。

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だったが、海外企業への投資に本格的に乗り出している。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

京都本社、東京事務所のほかに、地方重視の投資方針を反映し、岩手、愛媛に事務所を構えている。これにより地方自治体、地域金融機関との関係を密接にしているほか、地方の投資先企業のバリューアッドをきめ細かく行っている。

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、セイムボート出資を行う。ファンドの性質などによりセイム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 2016 年 9 月末時点で 24.9%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 年程度が多い。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ンディング、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）。

事　業　概　要

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、2016 年 6 月末時点で 7 社に非常勤役員を派遣している。

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。2016 年 9 月末時点の累計投資社数 376 社に対し、これまでの IPO 実績は 22 社。上場企業の株式交換による M&A も複数ある。

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。

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。

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 10 頁の収益構造の項を参照）。

ファンドの特徴として、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

他の VC との競合の少ない地方企業への投資が多いため、2016 年 6 月末時点で投資先の 81%（件数ベース）でリードインベスターとなっている（他の VC がいない単独投資が多い）。

ファンドの出資者（投資家）の属性をみると、地銀などの地域金融機関が最も多く、次いで地方自治体、事業会社が多い。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。

事　業　概　要

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

2016 年 6 月末時点のファンドのポートフォリオ（金額ベース）をみると、地域別では地盤の近畿が 40.8%（京都 20.1%、大阪 13.7%など）、関東が 21.2%（東京 20.8%など）、その他 38.0%（福井 11.1%、青森 8.2%など）となっている。大手 VC との競合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。

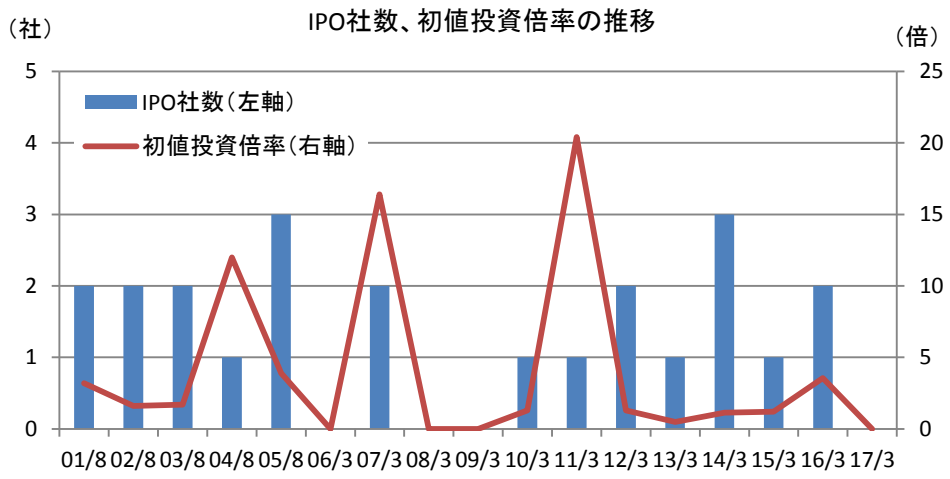
業種別では東京での投資が少ないこともあり、IT 関連が 14.3%、医療・バイオが 3.6%と低い一方、地方ではものづくりを得意とする企業が多いため、メーカーの比率が 53.4%と高い。

設立年別では設立 10 年以上が 47.0%とかなり高いが、エクスパンション、レーターステージではバリュエーションが高くなり金額が膨らむことや、第二創業的な企業も含まれるためで、件数的にはアーリーステージが多い。

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（初値/簿価）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や、バリュエーションが高騰していた時期の投資が多かったことが要因と考えられる。

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。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。17/3期は2017年1月末時点

投資先のIPO一覧

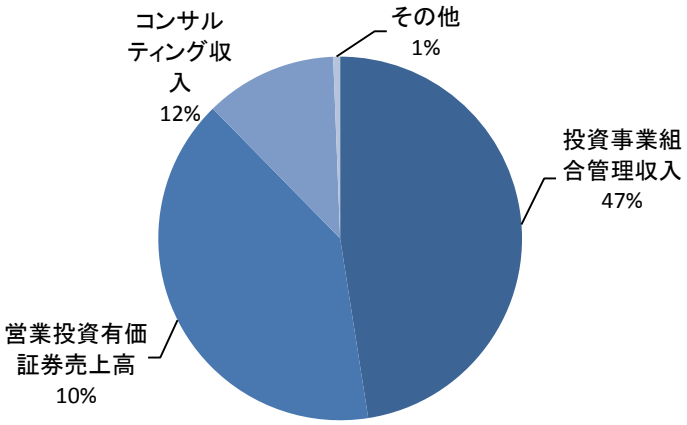
	社名	コード	上場年月		市場	本店所在地	業種分類	備考
1	ネクストウェア	4814	2000	12	ﾅｽﾀﾞｯｸ･ｼﾞｬﾊﾟﾝ	大阪市	情報・通信	
2	ソディックプラステック	6401	2001	8	店頭JASDAQ	横浜市	機械	2012年7月にソディック（6143）に吸収合併され上場廃止
3	ジェイホーム	2721	2001	11	日本証券業協会（店頭）	新宿区	卸売	持株会社に移行し、現社名はジェイホールディングス
4	セイクレスト	8900	2001	12	日本証券業協会（店頭）	大阪市	不動産	2011年5月に破産申請し、上場廃止
5	ビービーネット	2318	2002	9	ﾅｽﾀﾞｯｸ･ｼﾞｬﾊﾟﾝ	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	東証ﾏｻﾞｰｽﾞ	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	東証ﾏｻﾞｰｽﾞ	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	ﾃﾞ･ｳｴｽﾀﾝ･ｾﾗﾋﾟﾃｸｽ研究所	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	ピーエスシー	3649	2011	3	JASDAQｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ	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・マトリックス	7777	2011	10	JASDAQｸﾞﾛｰｽ	千代田区	精密機器	バイオベンチャー
16	ベルグアース	1383	2011	11	JASDAQｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ	愛媛県	水産・農林	
17	ありがとうサービス	3177	2012	11	JASDAQｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ	愛媛県	小売	
18	ジェイエスエス	6074	2013	6	JASDAQｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ	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	愛媛建	化学	
21	中村超硬	6166	2015	6	東証ﾏｻﾞｰｽﾞ	大阪府	機械	
22	クレステック	7812	2015	7	JASDAQｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ	浜松市	その他製品	

（出所）会社資料、各社資料などをもとに作成
（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（17/3 期 2Q 累計の個別）



（出所）決算短信

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るようになった。

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場合がある）。

出資比率の低いファンドは連結子会社から持分法適用関連会社に変更

2017 年 1 月に実態に鑑み、出資比率の低い 17 ファンドを連結子会社から持分法適用関連会社に変更すると発表。出資比率の高い FVC グロースファンド（出資比率 41.0%）、FVC グロース二号ファンド（同 52.6%）は引続き連結子会社とする。みなし異動日は 2016 年 12 月末であり、17/3 期 3Q 累計（4-12 月）決算から反映される。これにより連結の総資産、純資産は減少することになる。個別財務諸表には影響ない。

会計方針の変更により今後は連結決算と個別決算の乖離がこれまでよりも縮小することにはなるが、業績の実態を捉えるには、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ことに変わりない。

事　業　概　要

以下では個別決算の会計処理を説明する。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その他に分けられている。

2016 年 1 月から安定的収益で固定的経費を賄えなくなっている

投資事業組合管理収入は、管理報酬、設立報酬、成功報酬から成る。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、毎年支払われる安定的なフィー。これで固定的経費を賄えるのが望ましいが、旗艦ファンドの FVC グロースファンド（出資金総額 100 億円）が 2015 年 12 月に償還を迎え延長期間に入って料率が低下したことや新規のファンド設立の遅れから 2016 年 1 月以降、このバランスが崩れている。

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、同額が売上原価に両建てされている。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。2016 年 9 月末のファンドのコミットメント総額は、200 億円（22 ファンド）となっている。

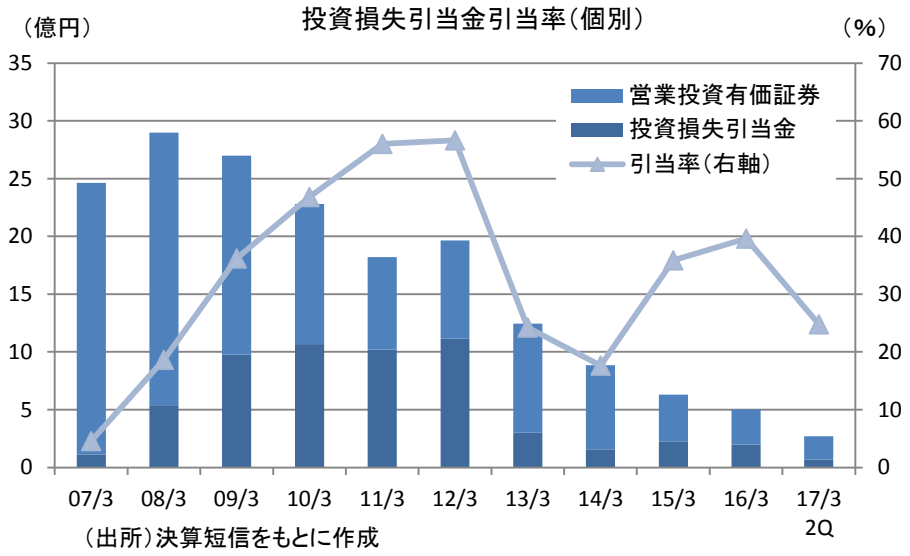
ファンドの設立当初は、投資企業の発掘、投資実行等のコスト負担が重いため、最初 5 年は 3%、残り 5 年は 1.5%といったように前半に厚く設定されることが多い。また、延長期間はフィー料率が引き下げられることが多い。ファンドの設立時のコスト負担が重かった場合などには、設立時に設立報酬を得られることもある。

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契約もある。

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のうち、当社の出資割合に応じた分を計上する。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 VB 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る。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。

事　業　概　要



（出所）決算短信をもとに作成

ＶＣ市　場　の動　向

2016 年の株式市場は年末のトランプラリーを除くと総じて低調だった

2016 年の国内株式市場は年初からの人民元安・中国株式市場急落をきっかけに円高に振れたことなどから急落スタートとなり、その後も 6 月の Brexit を受け急落するなど総じて冴えない動きとなっていたが、11 月の米大統領選後の米長期金利急騰を受けた円安進行などにより年末に急回復した。2017 年に入ってトランプの保護主義的な発言などにより円高に振れると上昇基調は一服し、冴えない展開となっている。

2016 年の IPO 社数は 86 社と 7 年ぶりに減少

こうした中、2016 年の IPO 社数は TOKYO PRO Market に上場した 3 社を含め 86 社（前年比 12 社減）と 7 年ぶりの減少となった。当初の市場予想では 2015 年からほぼ横ばいの 100 社前後になるとみられていたが、届かなかった。ベンチャー企業の上場意欲は引続き旺盛だが、2015 年 3 月の「gumi ショック」を受けた取引所や証券会社、監査法人の上場審査厳格化の影響を受けたことや、Brexit などを受けて株式市場の不透明感が高まり上場を延期する企業があったとみられることなどが市場予想を下回った要因として挙げられよう。なお、年度ベースでみると 1 月末までの IPO 社数は 64 社。上場承認が下りているものを含めると足元で 72 社となっている。

VB の大型 IPO としては昨年 7 月に東証 1 部に直接上場し時価総額が一時 1 兆円を超えた LINE（3938）があった。市場の注目度の高かった ZMP は昨年 11 月に上場が承認されたが、まさかの上場延期となった（詳細は後述）。

初値騰落率｛(初値－公募価格）/公募価格｝×100 は 2016 年が 71.4%、2016 年度（4-1 月）が 84.5%と 2015 年度（4-3 月）の 82.2%から概ね横ばいで高水準を維持している。ただし、上場審査厳格化の影響や株式市場が総じて冴えなかったことを受け公募･売出価格のプライシングが抑え気味になっていることを考慮すると過熱感は薄れているといえよう。なお、4 月以降で最も初値騰落率が高かったのはグローバルウェイ（東証マザーズ 3936）で 373%。初値が公募割れとなったのは 9 社だった。

2017 年の IPO 社数は前年比概ね横ばいの見通し

2017 年の IPO 社数は 80～90 社程度と概ね横ばいになるとみられているようだ。引続き VB の上場意欲は旺盛であり、2016 年上場予定だった案件がずれ込んでくるとみられるが、上場審査の厳格化を受け大幅な増加は見込めない環境。

投資実行には厳しい環境が続く

EXIT の環境は過熱感が薄れているのに対し、ジャフコ（8595）がファンド総額 650 億円（うちジャフコ出資分 224 億円）の大型ファンドを昨年 11 月に設立したほか、CVC や大学系 VC によるリスクマネーの供給は活発。有力なベンチャー企業がそれほど増えていない中、VC 間の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

IPO がない中、将来に向け販管費を急増させたことから再び赤字に

● 17/3 期 2Q 累計（4-9 月）業績解説

17/3 期 2Q 累計業績（個別）は、売上高 1.63 億円（前年同期比 28.5%減）、営業利益▲2.09 億円（前年同期は 0.35 億円）、経常利益▲2.21 億円（同 0.25 億円）、純利益▲2.22 億円（同 0.19 億円）。前年同期は 2 社の IPO があり黒字化したが、今上期は IPO がなく上場株式のキャピタルゲインや成功報酬がない一方、販管費が 1.40 億円（同 0.78 億円増）と急増した結果、やや大きな赤字となった。販管費の増加は、①新規ファンド募集のための広告宣伝費の増加 0.68 億円、②海外事業進出に伴う調査費 0.14 億円などによる。

売上高の主な内訳をみると、ファンドの管理収入は 0.77 億円（前年同期比 1.17 億円減）。前年同期にはクレステックの IPO に伴う成功報酬 0.44 億円があった反動に加え、安定収益の管理報酬も旗艦ファンドの FVC グロースファンドが 2016 年 1 月から延長期間入りし料率が低下したことなどから 0.73 億円減とほぼ半減した。09/3 期以降、安定収益の管理報酬やコンサルティング収入で固定的費用（販管費及び営業原価に含まれる営業部門の活動経費）を賄える状況が続いていたが、このバランスが一気に崩れてしまった。大型ファンドの設立が待たれる。

営業投資有価証券売上高は 0.65 億円（前年同期比 0.50 億円増）。償還の近付いているファンドにおいて未上場株式の流動化を進めたことにより増加した。1.62 億円のキャピタルロスとなったが、概ね投資損失引当金でカバーされていた。

半期損益計算書（個別）　　（単位）百万円

	14/3		15/3		16/3		17/3
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期
売上高	258	204	391	210	228	190	163
投資事業組合管理収入	145	147	150	151	194	129	77
営業投資有価証券売上高（①）	95	24	221	32	15	32	65
コンサルティング収入	13	32	15	19	16	23	19
その他	3	3	4	10	2	7	1
売上原価	229	168	392	245	131	149	232
営業投資有価証券売上原価（②）	205	63	248	38	32	49	227
投資損失引当金繰入額	▲ 109	▲ 37	10	60	▲ 9	▲ 18	▲ 130
その他	133	143	133	149	108	118	135
売上総利益	29	36	▲ 1	▲ 35	97	41	▲ 68
販管費	64	61	56	56	62	65	140
営業利益	▲ 35	▲ 25	▲ 57	▲ 91	35	▲ 25	▲ 209
営業外収益	1	4	1	1	5	0	0
営業外費用	15	16	16	12	15	12	12
経常利益	▲ 49	▲ 37	▲ 72	▲ 102	25	▲ 36	▲ 221
特別利益	0	0	0	0	0	0	0
特別損失	0	0	0	1	0	3	0
税金等調整前当期純利益	▲ 49	▲ 37	▲ 73	▲ 102	24	▲ 38	▲ 221
法人税等	5	3	4	4	4	3	1
当期純利益	▲ 54	▲ 41	▲ 77	▲ 106	19	▲ 40	▲ 222

キャピタルゲイン（①－②）	▲ 110	▲ 39	▲ 27	▲ 6	▲ 17	▲ 17	▲ 162

（出所）決算短信をもとに作成

業　　績

17/3期のファンドレイズ

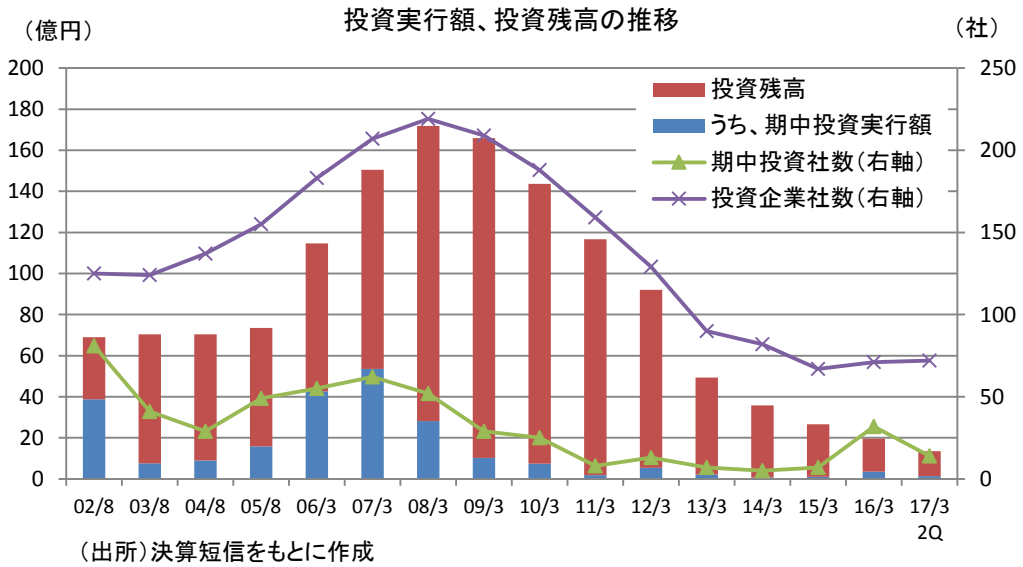
設立日	ﾌｧﾝﾄﾞ名称	ﾌｧﾝﾄﾞ総額（百万円）	当社出資額（百万円）	運用期間（年）	無限責任組合員（GP）	有限責任組合員（LP）	備考
2016/4/28	京都市スタートアップ支援	260	10	約10	FVC	京都信用金庫、京都中央信用金庫、京都ﾘｻｰﾁﾊﾟｰｸ	設立時2.1億円。京都ﾘｻｰﾁﾊﾟｰｸが0.5億円を追加出資
2016/6/1	ふくしま夢の懸け橋	200	2	約8.5	FVC	福島信用金庫	延長期間は最長2年
2016/7/27	こうべしんきんステップアップ	50	1	15	FVC	神戸信用金庫	追加出資の予定あり（注）
合計		510	13			―	

（出所）当社、有限責任組合員のニュースリリースをもとに作成
（注）17年度から20年度まで神戸信金の前年度純利益の5%（上限0.5億円）を毎年追加出資

投資実行額は低水準ながら増加

上期の投資実行は、14 社に対し 1.45 億円（前年同期比 0.41 億円増）。16/3 期は小粒ながらファンドの新規設立が活発だったことを受け増加した。

未上場株式の流動化が進捗した結果、2Q 末のファンドの投資残高は 72 社、13.57 億円（前期末比 5.97 億円減）と減少した。



（出所）決算短信をもとに作成
（注）06/3期は7カ月の変則決算

2015 年 5 月に続き、昨年 9 月に新株予約権を発行し 28.8 億円を調達

昨年 9 月 26 日に EVO FUND を引受先として第 8 回新株予約権を発行。新株式の発行は当初から 177.5 万株（直前の発行済株式数の 24.9%に相当）でコミットされており、行使期間は 4.5 ヶ月（昨年 12 月 8 日まで）と短期に設定された。さらに早期に資金を確保できるよう 11 月 1 日までに 71 万株（177.5 万株の 40%）の行使がコミットされていた。行使価額は VWAP から 10%のディスカウントで、毎週、行使価額が見直される行使価額修正条項が付された。当初行使価額は 1,668 円。行使価額には上限と下限が設定され、それぞれ 2,779 円、下限が 927 円だった（上限が 3,706 円を超えた場合、上限行使価額は撤廃されることになっていたが、行使期間中の行使価額が 3,706 円を超えることはなかった）。

新株式発行株数は当初から確定だが、調達金額は株価次第で変動するスキームだった。

業　　績

当社及び関係者はEVO FUNDに貸株を実施しておらず、EVO FUNDは10%ディスカウントで当社株式を取得できるものの、株価下落リスクを負っている。2015年5月に発行した第7回新株予約権と比べ、発行体に有利な発行条件となった。

昨年10月27日までに部分コミット分の71万株が行使され、11月末には全ての権利行使が完了。新株予約権の払込金額0.3億円と合わせ28.8億円（諸費用控除前）を調達した。行使価額は一時1,385円まで低下しここで一部行使されたが、昨年11月14日に投資先のZMPの上場が承認されたことを受け株価が上昇したことから最後の行使価格は1,969円まで上昇し、結局、平均行使価額は1,606円と当初発行価額1,668円に近い線となった。当初発行価額をもとにした当初の調達見込み額29.7億円（諸費用控除後）には若干届かなかったとはいえ、当社としては大きな資金を調達することができ、自己資本も一気に回復した（表記の実績PBRはこの増資を反映していない）。

2015年5月に発行した第7回新株予約権により調達した7.0億円により当面の資金繰りに問題はない中での再度の増資は疑問に思われたが、ZMPが上場寸前で上場延期になり、まとまった資金回収が先送りとなったため、株式市況に大きく影響を受けるIPOに依存しない強固なビジネスモデルの構築に向け早期に新規事業を立ち上げていくためには意義のある増資になったといえよう。

増資資金はM&Aや海外事業などに振り向ける予定

当初の調達見込み額29.7億円をもとにした資金の使途の内訳は、①M&Aに20.16億円、②海外事業への投資に5.0億円、③借入金の返済に4.54億円としている。IPOは不確実性が高いことからこの資金使途計画はZMPのIPOを前提として策定されておらず、このためZMPの上場延期による計画の変更はないとしている。当初の調達見込み額に近い調達となったため、概ね当初計画に沿った資金配分となろう。

想定しているM&Aの対象は、①ファンド組成につながるネットワークを有する企業、②投資先のバリューアッドに資するコンテンツ、機能を有する企業、③地方創生に係るソリューションとなるコンテンツ、機能を有する企業、④フィンテック分野、の4分野。国内企業、海外企業のいずれもあり得るという。候補先は複数あるもようで、17/3期末までのクロージングを目指しているが、現在のところ具体的なM&Aの開示はない。20億円を投資すれば、案件次第だが年間の営業利益への寄与は2～3億円程度期待できるとみる。

業　　績

海外事業は米コロラド州で展開

海外事業への投資見込み額5億円の内訳は、①米国のスタートアップ支援のコンサルティング会社エンコネクトホールディングス（本社コロラド州）の買収及び運営費用に約0.6億円（この会社を米国における現法とする）、②ソーシャルレンディングサービスを展開するP2B investor Inc.（本社コロラド州）への投資（昨年6月に増資に先行して自己勘定で投資済み）に約1億円（出資比率5.2%）、③寄付型のクラウドファンディングプラットフォームを提供するCommunity Funded Enterprises Inc.（本社コロラド州）への自己勘定投資に0.4億円（出資比率5.5%）、④昨年5月に業務提携したコロラド州でエンジェル投資家ネットワークの運営を行っているロッキーズベンチャークラブと共同で設立を計画しているベンチャーファンドをはじめとするファンド設立に際してのGP投資に約2.5億円、⑤コロラド州におけるシェアオフィスの出店費用約0.5億円。事業展開するコロラド州は人口当たり起業率が高く、優良なベンチャー企業が多いという。

②と③の2社は事業シナジーを主目的にした投資で投資有価証券に区分されるが、②の案件は将来、ユニコーンに化ける可能性を秘めているという。

④の業務提携先のロッキーズベンチャークラブは米国で最も歴史があるエンジェル投資家ネットワークで年間1,000社以上の投資案件情報が集まる。共同で設立を計画しているファンドは、シード、スタートアップステージのベンチャー企業に投資する。シリコンバレーと異なり数千万円の投資でリードインベスターになることができるという。米国ではM&AによるEXITが一般的なため1～2年の短期で収益寄与が期待できよう。ロッキーズベンチャークラブの投資案件情報を国内の大手事業会社に提供することでフィー収入を得たり、事業会社と共同でCVCを設立することも考えられよう。

待望の ZMP の上場が個人情報の流出問題を受け、まさかの延期に

● 17/3期業績予想

昨年11月14日に当社運営ファンドの投資先であるZMPの上場が承認され、昨年12月19日に東証マザーズに上場する予定だった（主幹事はSMBC日興証券）。しかし、上場が承認された14日に顧客リストの一部がインターネットに流出していることが判明（流出時期は昨年5月）。ZMPは事実関係を確認し、同月17日夜に顧客情報（顧客の氏名、勤務先、メールアドレスなど）9,124件が流出したと発表。12月8日には情報セキュリティ体制を見直すため上場を延期すると発表し、東京証券取引所も上場延期の申し出を受け同日上場承認を取り消すという事態となった。上場承認後の上場延期は2016年ではオークネット（MBO案件で再上場予定だった）、LS-LINKS（TOKYO PRO Market上場予定だった）に続いて3件目。なお、オークネットの上場中止は不祥事によるものではなく、株式市場の動向等としており、仮条件の価格が折り合わなかったためと推測される。

業　　績

ZMP は早期に再度上場を目指すとしているが、上場承認から上場まで 1 ヶ月程度はかかることからすると、今期中の IPO は無理な状況。2014 年末から ZMP の上場を織り込む形で当社の株価が急騰したことを踏まえ（株価急騰の要因としてはほかに地方創生関連とみなされたことがあったかもしれない）、2015 年 4 月発行のレポートから ZMP 上場を前提に業績予想を行ってきたが（当初は 16/3 期上場を想定していた）、さらに後ろ倒しとなる。VC 事業の不確実性の高さを改めて認識されることになった。ZMP の IPO は当社の業績を一気に立ち直らせるだけでなく、ファンド募集、人材募集などにも好影響を及ぼすと期待されたため残念な成り行きとなった。

ZMP 以外でも今期の IPO の候補があったとみるが、結局、今期の IPO はなさそうな状況。従って、下期もキャピタルゲイン、成功報酬はほぼ見込めない。ファンド設立はこれまでのところ小粒なものにとどまっており、安定収益の管理報酬の大幅な回復も見込めない。増資資金を使った M&A が期末までにクロージングしても今期業績への寄与は僅少だろう。

一方、販管費は CVC ファンドや地方創生ファンドのなどの新規ファンド設立のための募集経費などで増加している。従って、下期も上期に近い赤字が残るとみる。

不確実だが 18/3 期中に ZMP が上場するとの前提で業績予想する

● 18/3 期業績予想

18/3 期の業績は ZMP の上場が再承認され上場にこぎつけられるか否かで大きく左右される。ZMP の谷口社長はメディアのインタビューに対し、情報セキュリティ整備に 1 年はかからず、整備ができ次第再度上場申請するとしている。主幹事は引続き SMBC 日興証券が務める。

不確実性は高いが、当期に ZMP が上場し、且つ、ファンドが延長期間に入っていることから上場後は速やかに売却を進めるとみて当期中に売却を完了させるとの大前提を置いて業績予想を行った。繰越欠損金が 20 億円程度あるため税負担は軽い。

昨年 11 月の上場承認時の目論見書によると当社の運営する FVC グロース二号ファンド（当社の出資比率 52.6%）が保有する ZMP の株式は 240 万株、出資比率は IPO 時の公募による希薄化前で 6.2%。希薄化後で 5.8%となる見込みだった。国内 VC ではジャフコの運営する複数ファンドからの投資合計に次いで多い。FVC グロース二号ファンドは昨年 12 月末に償還時期を迎えたが、2 年延長（2018 年 12 月末まで）になったとしている。

昨年 11 月の上場承認時には、80 万株を IPO 時に売出す予定だった。残りの 160 万株のロックアップ条件は 90 日（ただし公募価格の 2 倍で解除）となっていた。

業　　績

ブックビルディングの仮条件は 760～1,040 円だった（目論見書における想定公募価格は 760 円）。上場延期にならなければ当然 1,040 円で決まっていた筈である。初値は 2,000 円を超えるとみていた市場関係者が多かったようだ。FVC グロース二号ファンドが保有する 240 万株の簿価は 0.48 億円（1 株当たり 20 円）と開示されており、初値投資倍率（初値/簿価）は 100 倍超になった可能性が高く、過去最高のホームラン案件になるところだった。

ZMP は今年 1 月 6 日に自動運転で業務提携していた DeNA（2432）との提携が解消されると発表。DeNA とは 2015 年 5 月に合弁会社ロボットタクシー（株）を設立し、実証実験を重ねてきたが、運営方針の違いを理由に上場延期が決定した矢先に提携解消の打診があったという。提携解消と上場延期は無関係としている。また、上場延期をきっかけに、2016 年までに上場しないと筆頭株主のインテルが出資を引き上げるとの株主間契約があるとの情報が流れたが、そのような株主間契約は全くなく、株主構成に変化の予定はないと ZMP の谷口社長は否定している（常識的に考えても現時点でインテルが出資を引き上げる合理性は何もない）。

再度上場が承認された場合、公募・売出株数、仮条件などは仕切り直しになるが、余り大きな変化はないとみる。個人情報流出や DeNA との業務提携解消はネガティブな印象を与えるが、公募・売出価格の決定や上場後の株価形成への影響は小さいと考える。公募・売出価格を 1,000 円、上場後の平均売却株価を 2,000 円、売出で 80 万株、上場後に 160 万株を売却するとの仮定を置いて業績予想を行った（平均売却株価は 1,666 円となる）。成功報酬も当期に織り込んだ。ZMP 以外の IPO は織り込まなかった。

増資資金のうち約 20 億円を使った M&A が 17/3 期末までに完了すれば、当期の業績にフル寄与するが、まだ具体的な案件の開示がないため、業績予想にはほとんど織り込まなかった。次頁の B/S の予想でも投資の可能性を考慮せず現金が積み上がる予想とした。

ZMP 関連収益の簡易的な求め方

蛇足だが、ZMP 関連の収益が個別決算ベースの粗利でいくらになるかを求める計算式は以下のようになる。

キャピタルゲイン＝（平均売却株価×240 万－4,800 万）×0.526

成功報酬＝（平均売却株価×240 万－4,800 万）×（1-0.526）×0.2

なお、ZMP の寄与を除くと FVC グロース二号ファンドのリターンはマイナスと考えられるため、成功報酬は上式より少なくなるとみる。

両式を足して、整理し、数字をラウンドすると、

キャピタルゲイン＋成功報酬＝平均売却株価×148 万－2,980 万

となる。

業　　績

早期に ZMP の投資回収を行い、新たな投資に振り向けたいところ

● 19/3 期業績の見通し

18/3 期に ZMP 関連の収益が全て取り込まれたとすると、19/3 期業績は今後の M&A やファンド新規設立の進捗にもよるが、目立った IPO がなければ、概ね水面線となろう。18/3 期に ZMP の投資回収が進めば、M&A や海外事業などにさらに資金を振り向けることができるため ZMP の一刻も早い上場に期待したい。

なお、特定の期の EPS に注目しても余り意味がないので、下表の純資産の予想を参考にしてもらいたい。

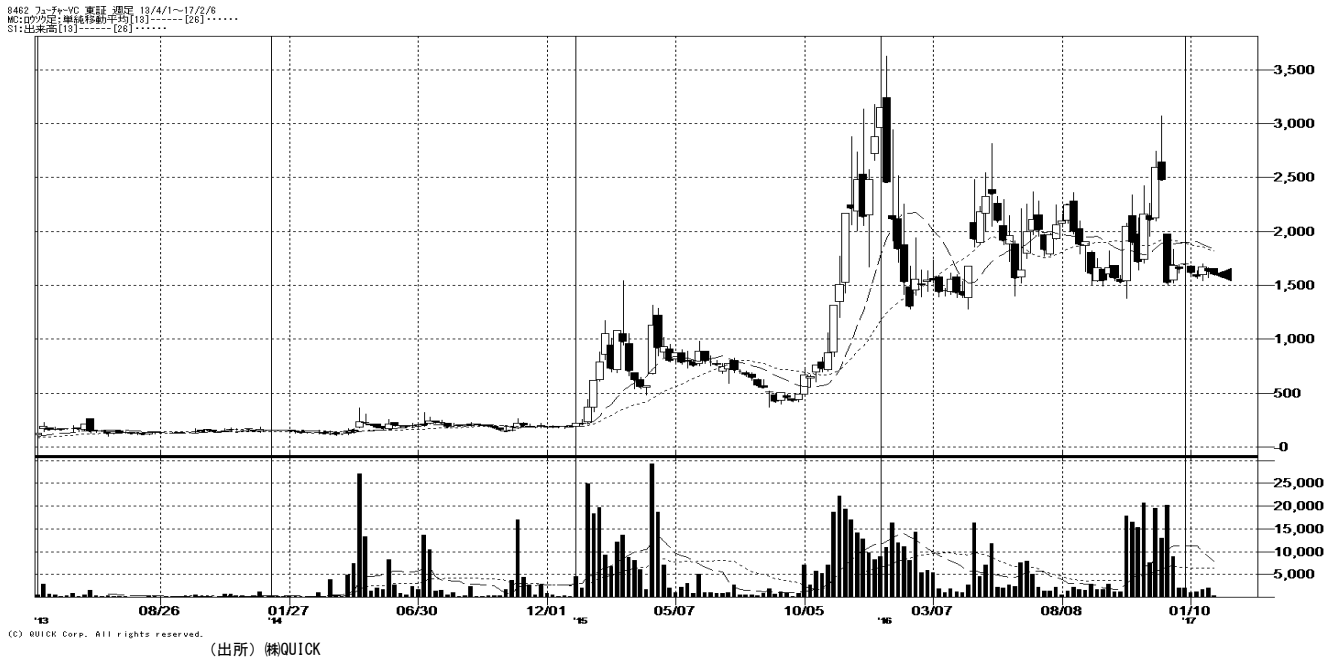
損益計算書（個別）　（単位）百万円

	09/3	10/3	11/3	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3E	18/3E
売上高	755	652	598	475	412	462	601	417	330	3,100
投資事業組合管理収入	622	554	444	383	309	291	300	322	160	546
営業投資有価証券売上高（①）	56	41	117	52	68	118	253	47	110	2,154
コンサルティング収入	69	47	20	29	26	45	33	38	50	100
その他	7	8	16	11	8	6	13	8	10	300
売上原価	1,217	955	695	510	332	397	637	279	390	545
営業投資有価証券売上原価（②）	241	430	423	532	1,037	267	285	81	300	75
投資損失引当金繰入額（▲は戻入）	449	91	▲ 50	▲ 302	▲ 963	▲ 146	69	▲ 27	▲ 180	0
その他	526	432	321	279	259	275	281	226	270	470
人件費	276	209	161	130	132	131	135	136	160	170
経費	250	223	160	149	127	144	146	90	110	300
売上総利益	▲ 461	▲ 302	▲ 96	▲ 34	79	64	▲ 35	137	▲ 60	2,555
販管費	276	219	171	160	132	125	111	127	280	300
営業利益	▲ 738	▲ 522	▲ 268	▲ 194	▲ 52	▲ 60	▲ 147	10	▲ 340	2,255
営業外収益	4	9	7	3	3	5	1	5	0	0
営業外費用	55	68	42	40	33	30	27	27	20	2
支払利息	46	44	40	36	31	28	24	18	12	0
その他	9	24	2	4	2	2	3	8	8	2
経常利益	▲ 789	▲ 581	▲ 303	▲ 232	▲ 83	▲ 86	▲ 173	▲ 11	▲ 360	2,253
特別利益	0	0	-	330	199	0	0	0	0	0
特別損失	19	10	14	3	63	0	0	3	0	0
税金等調整前当期純利益	▲ 809	▲ 591	▲ 318	95	52	▲ 86	▲ 174	▲ 14	▲ 360	2,253
法人税等	11	10	10	10	9	8	8	7	2	244
当期純利益	▲ 821	▲ 601	▲ 328	84	43	▲ 94	▲ 182	▲ 21	▲ 362	2,008
キャピタルゲイン（①－②）	▲ 185	▲ 389	▲ 306	▲ 480	▲ 969	▲ 149	▲ 32	▲ 34	▲ 190	2,079

要約貸借対照表（個別）　（単位）百万円

	09/3	10/3	11/3	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3E	18/3E
総資産	2,565	1,896	1,381	1,446	1,458	1,154	878	1,419	4,850	6,838
現預金	632	557	498	516	439	347	403	1,034	4,442	6,280
営業投資有価証券	2,700	2,282	1,821	1,966	1,246	886	630	501	250	400
投資損失引当金	▲ 977	▲ 1,069	▲ 1,020	▲ 1,114	▲ 302	▲ 156	▲ 226	▲ 198	▲ 50	▲ 50
負債	1,693	1,491	1,278	1,129	1,099	958	776	637	1,580	1,560
有利子負債	1,393	1,243	1,099	959	874	781	596	511	80	60
短期	146	130	75	85	92	85	85	85	70	50
長期	1,247	1,113	1,024	874	782	696	511	426	10	10
純資産	871	405	103	316	359	196	102	782	3,270	5,278
（自己資本比率）（%）	34.0	21.4	7.5	20.7	23.5	15.8	11.3	54.9	67.4	77.2

（出所）決算短信、会社資料
（注）EはIFIS予想



（出所）㈱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㈱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いけません。

			2014/3	2015/3	2016/3	2017/3 予（アナリスト）
株価推移	株価（年間高値）	円	265	1,549	3,635	-
	株価（年間安値）	円	96	114	369	-
	月間平均出来高	百株	17,877	230,726	281,759	-
業績推移	売上高	百万円	462	601	417	330
	営業利益	百万円	-60	-147	10	-340
	経常利益	百万円	-86	-173	-11	-360
	当期純利益	百万円	-94	-182	-21	-362
	EPS	円	-15.40	-29.67	-3.21	-40.77
	ROE	%	-48.2	-179.1	-2.7	-11.1
貸借対照表主要項目	流動資産合計	百万円	1,116	836	1,356	-
	固定資産合計	百万円	38	42	63	-
	資産合計	百万円	1,154	878	1,419	-
	流動負債合計	百万円	218	229	176	-
	固定負債合計	百万円	739	547	461	-
	負債合計	百万円	958	776	637	-
	株主資本合計	百万円	255	99	779	-
	純資産合計	百万円	196	102	782	-
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	131	478	475	-
	投資活動によるCF	百万円	144	113	64	-
	財務活動によるCF	百万円	-441	-698	239	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	1,308	1,202	1,981	-

（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

➢ ファンドの運用成績の低迷、赤字継続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。

➢ 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 16/3 期末で従業員数が 25 人と少なく、ファインディング、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’などの不祥事を受け、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。

➢ 海外事業の本格化に伴う為替リスク。

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。

ディスクレーマー

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、東証から株式会社アイフィスジャパン（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にお願いいたします。

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/ir-clips/analyst-report/02.html