

フューチャーベンチャーキャピタル

(8462・JASDAQ スタダード) 2019 年 4 月 23 日

米国事業から撤退し、国内 VC 事業に経営資源を集中へ

ベーシックレポート

(株)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	1,943 百万円 (2018/12/31 現在)
上 場 日	2001/10/10
U R L	http://www.fvc.co.jp/
業 種	証券業

主要指標 2019/04/19 現在

株 価	607 円
年 初 来 高 値	756 円 (19/02/15)
年 初 来 安 値	550 円 (19/01/04)
発行済株式数	8,902,600 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	5,403 百万円
予 想 配 当 (会 社)	未定
予 想 E P S (ア ナ リ ス ト)	-24.83 円
実 績 P B R	1.97 倍

地方のベンチャー企業への投資に重点を置く独立系 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 (VC)。大手 VC との競合が少ない地方のアーリーステージのベンチャー企業への投資が多い。2018 年 9 月末時点の累計投資社数は 478 社、累計 IPO (新規株式公開) 社数は 23 社、投資残高 24.4 億円 (145 社)。リーマンショック後の IPO 市場低迷などにより赤字が常態化しているが、2015~2016 年の 2 回の新株予約権発行による 35.8 億円の調達により財務内容を回復させ、当面の事業運営資金を確保。安定的な黒字体質への転換を目指し、EXIT を必ずしも IPO に依存しない地方創生ファンドや CVC ファンドの設立に注力しているほか、安定収益を生む企業の M&A を模索中。

ZMP に投資するファンドの期限を 2 年間再延期

当面の当社の最大の注目点である投資先の ZMP の IPO は 19/3 期もなかった。2016 年 12 月の上場延期から既に 2 年半近くが経過。ZMP に投資する FVC グロース二号ファンドは 2018 年 12 月末に 2 年間の延長期間が終了したが、LP (投資家) の承認が得られ 2020 年 12 月末までさらに 2 年延長された。ZMP 株を未上場株のまま安値で売却せざるを得ないような事態はひとまず回避された。引続き ZMP の早期 IPO が待たれる。19/3 期には投資先のアザース (9276) が IPO を果たしたが、市場が流動性のない TOKYO PRO Market のため、業績への寄与はなかった。

米国事業から撤退し、19/3 期に関連特損を計上へ

3 月に米ベンチャーファンドへの出資金や直接投資をしている米ベンチャー企業 2 社の株式を譲渡すると発表。直接投資の 2 社のうち譲渡益が見込まれていた 1 社の譲渡は延期になり、19/3 期は 74 百万円の譲渡損を特損計上見込み。2015~2016 年の 2 度のエクイティファイナンスで調達した資金を使って米コロラド州で VC 事業を模索したが、人的リソースなどで難しい面が多く、見切りを付け国内 VC 事業に経営資源を集中する。2017 年 9 月にコロラド州で展開していたコワーキング施設の運営事業から撤退しており米国事業からの撤退は既定路線。

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
2018/3	実 績	756	2.1 倍	-62	赤縮	-67	赤縮	-293	赤縮	-32.97
2019/3	会 社 予 想	非開示								
	アナリスト予想	493	-34.8	-147	赤拡	-104	赤拡	-221	赤縮	-24.83
2020/3	アナリスト予想	3,173	999.9	2,513	黒転	2,563	黒転	1,206	黒転	135.53

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 年に京都に設立された独立系 VC。パ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。2018 年 9 月末時点の累計投資社数は 478 社（累計投資金額 266 億円）、投資先 IPO 実績は 23 社（11 頁に一覧）。地域金融機関や地方自治体と数多く提携し、大手 VC の資金が入りにくい地方のアーリーステージのベンチャー企業への投資が多い。

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、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、赤字が常態化。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社長（当時）の出身会社であるカネカ（4118）から 1 億円の出資を受け、カネカが筆頭株主となった（2017 年 9 月末時点でカネカは大株主から外れている）。

2015 年年初からの株価急騰を捉えた 2015～2016 年の 2 回の新株予約権の発行・行使により、計 35.8 億円を調達。無借金になるなど財務内容を一気に回復させるとともに、当面の事業展開に必要な資金を確保した。

IPO によるキャピタルゲインの依存度の高い伝統的な VC 事業では安定的に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、IPO を前提としなくても投資資金を回収できる地方創生ファンド、CVC ファンドの新規設立に注力している。新株予約権発行により調達した資金は、新規設立ファンドへのセイムポート出資に充てるほか、事業シナジー効果が見込める国内外企業の M&A などに振り向け、安定収益の拡大、黒字化を図っていく方針。

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。今庄氏は代表取締役会長に就任後、2017 年 6 月に退任。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。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るべく若い松本氏に社長交代した。

松本社長は、1980 年 3 月生まれ。大阪府堺市出身。神戸大学経済学部卒。2002 年に新卒として当社に入社以来、ファンドの企画・募集からベンチャー企業への投資実行、リードインベスターとしてのハンズオン支援、EXIT まで VC 業務全般を経験した後、2011 年の取締役就任を経て、2016 年に社長就任。これまでに 50 社以上のベンチャー企業に投資してきた。近著に「地方創生ファンド」（東洋経済新報社）がある。

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）、川分氏が滋賀県彦根市出身、京大卒、日本アジア投資で大阪支店長の経験があるなど関西に地縁があったことによるとみられる。

企業理念

● 企業理念

事業コンセプトとして「100年継続企業を創る」を掲げる。老舗の多い京都に本社を置くからこそ、他のVCとは違い長く継続する企業をつくり出したいという思いが込められている。

そのために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100年継続するために必要な様々な機能を提供するという未来型VCを志向している。

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日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

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
	10 月	米コロラド州の EnConnect Holdings LLC.（現連結子会社）を買収し、現地法人 FVC Americas として運営開始
2017 年	2 月	米コロラド州に連結子会社 FVCA Holdings LLC. を設立
	11 月	（株）デジアルホールディングスを株式取得により持分法適用関連会社化

（出所）有価証券報告書、会社資料

会 社 概 要

大 株 主

● 大株主（2018 年 9 月 30 日現在）

	株主	所有株式数 (株)	所有比率 (%)
1	SBI 証券	276,900	3.11
2	松井証券	85,800	0.96
3	BARCLAYS CAPITAL SECURITIES Ltd.	80,000	0.90
4	日本証券金融	70,200	0.79
5	野村証券（常任代理人 三井住友銀行）	61,642	0.69
6	GMO クリック証券	61,300	0.69
7	土師 裕二	60,000	0.67
8	野村証券	58,200	0.65
9	ライブスター証券	57,000	0.64
10	細川 雅史	53,500	0.60
	計	864,542	9.71

（出所） 半期報告書

（注） 7 位、10 位は当社事業と関係のない個人投資家

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だが、CVC ファンドでは一部、海外企業への投資を行っている。周辺事業としてコンサルティング事業、コワーキング事業も手掛けている。

部門別事業内容

● 部門別事業内容

ベンチャーキャピタル事業のみの単一セグメント。18/3 期にコワーキング事業を独立させ、2 セグメント制にしたが、コワーキング事業は企業支援の一機能でありベンチャーキャピタル事業と一体的に捉えるべきとして 19/3 期から再統合された。

➤ ベンチャーキャピタル事業

基本的に国内で事業展開している。海外では 2017 年 3 月に米コロラド州のスタートアップ企業に投資する当社初の海外ファンドであるロッキーズベンチャーファンド（ファンド総額約 5 億円）を設立し、連結子会社の FVCA Holdings LLC. が GP（無限責任組員・業務執行者）法人の構成メンバーの 1 社に入るとともに、LP（有限責任組員）として当該ファンドに投資していたが、2019 年 3 月に当該出資金を譲渡した。事業シナジーを狙ってプリンシパル投資（本体投資）をしていたコロラド州所在の 2 企業の株式も合わせて売却ないし売却予定で、米国の VC 事業からは撤退する。

伝統的な VC 事業に加え、2017 年 7 月には海外機関投資家と組んで国内中堅上場企業を対象にした PIPEs ファンドを設立。当社は案件のソーシングなどを担っているが、これまでの投資は中村超硬（東証マザーズ：6166）1 社にとどまっている。

周辺事業として、起業家向けにコワーキング施設の運営事業を京都市、大阪市、盛岡市の 3 ヶ所で行っており、スペースの提供にとどまらず、会員間のマッチングなど起業家向けに様々なサポートを行っている。2017 年 1 月に米コロラド州でも施設運営を開始したが、同年 9 月に撤退した。

当初は国内 3 施設とも運営受託だったが、2017 年 4 月から京都の施設は自社運営（当社がスペースを賃借し、サブリースする形態）となっている（これが 18/3 期にセグメントとして独立させた理由）。コロラドの施設も自社運営だった。

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、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（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。ファンドの性格などによりセ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 18/3 期末で 23.8%。近年設立のファンドは 1~3% 程度が多い。

ファンドの運用期間は、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、近年、積極的に設立している地方創生ファンドでは投資リスク軽減のために取得請求権付株式（発行会社に戻しを請求する権利が付与されている種類株式の一種）による投資が増えている。一部、社債等の引受による投資を行うこともある。

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、プリンシパル投資は原則、行っていない（ファンドのクローズ時などにやむなく、本体で引受けることはある）。

従来、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きたが、松本社長体制になってからは、ハンズオンには必ずしもこだわらなくなっており、集中投資よりも分散投資を志向している。

IPO、トレードセール、投資先企業・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。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。2018 年 9 月末時点の累計投資社数 478 社の中で IPO を果たしたのは 23 社。このほか上場企業の株式交換による M&A が複数ある。

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ことや、CVC ファンドの設立が増加しているため、トレードセールは今後、増加していくとみられる。上述のように地方創生ファンドでは、投資先企業による買戻しが基本となる。

事業概要

投資先企業の業況が低迷したままファンドの償還が迫った場合、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、出資持分に係るキャピタルゲインとなる。

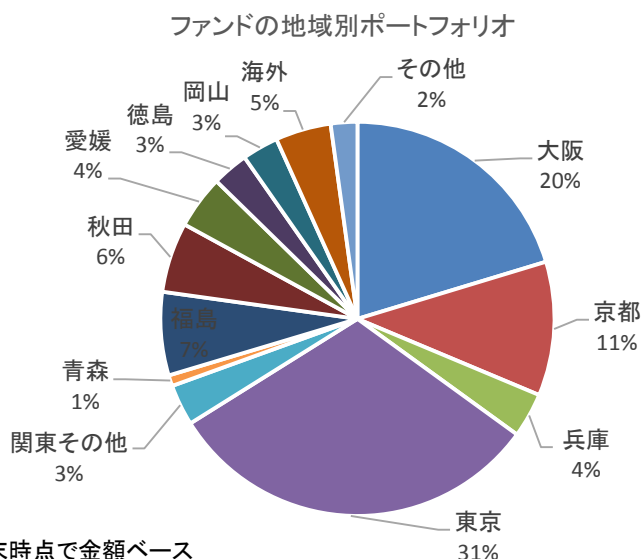
ファンドの特徴として、地方、アーリーステージの投資が多い

➤ 当社が運営するファンドの特徴

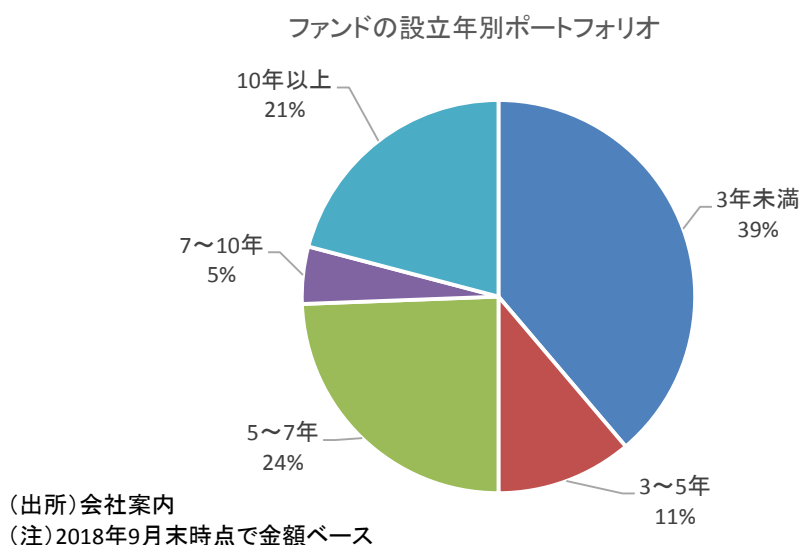
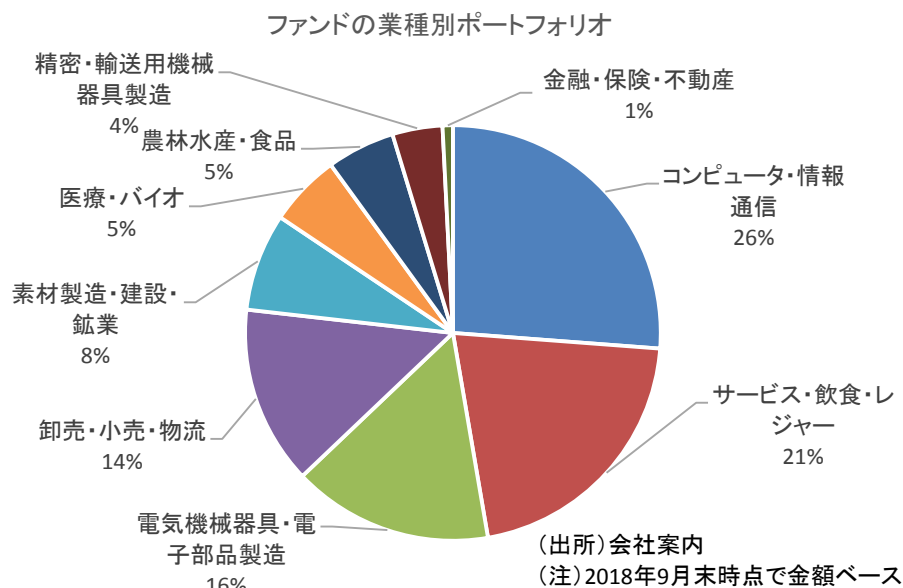
2018 年 9 月末時点のファンドのポートフォリオをみると、地域別の投資残高（金額ベース）は、地盤の近畿が 35.3%、関東が 34.8%、その他の地方 25.3%、海外 4.6%。地域金融機関や地方自治体と組んだ地域創生ファンドが多いことや大手 VC との競争を避けるなどの理由で地方の比率が高く、VC の主戦場である東京の比率は比較的低い。

業種別では東京での投資が比較的小さいこともあり、IT 関連や医療・バイオの比率が比較的低い一方、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 30.6%（金額ベース）と比較的高い。ただし、以前から比べると IT 関連やバイオなどへも業種分散が進んできた。

設立年別では近年設立の中心となっている地方創生ファンドの性格もあって、スタートアップ、アーリーステージへの投資を進めてきた結果、設立 3 年未満が金額ベースで 38.8%と高くなっている。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り金額が膨らむにもかかわらず、設立 7 年以上は金額ベースで 25.6%にとどまっている。



事業概要



ファンドの出資者（投資家）の構成比をみると、18/3 期末時点で金融機関が 51.2%、当社 23.8%、事業会社 19.4%、公的機関（地方自治体など）4.9%、その他 0.7%となっている。

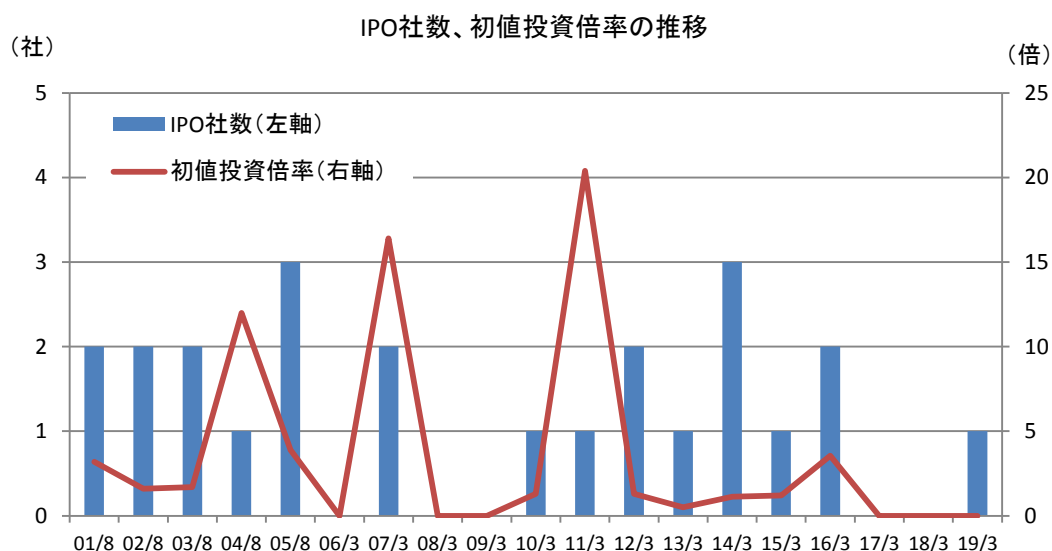
金融機関では地域金融機関が大半。地域金融機関は貸出先企業が乏しく預貸率が非常に低いという構造的問題を抱えており、創業間もない赤字企業には融資しにくいいため VC ファンドを通じて資金供給し、将来の融資先に育てたいとの意図がある。

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）ファンドの設立に注力中。このため事業会社の比率が上昇傾向にある。

事業概要

これまでに投資先で IPO を果たした 21 社（TOKYO PRO Market の 2 社を除く）の平均初値投資倍率は 4.7 倍にとどまっている。IT 関連、バイオ関連の投資比率が低かったことや、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が、クレストック（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。



（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

初値投資倍率はTOKYO PRO Market上場の2社を除く（19/3期はゼロとしている）

事業概要

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	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	初値投資倍率14.6倍。2014年1月にMBOにより上場廃止
9 カウムラサイクル	7311	2004	10 東証マザーズ	兵庫県	輸送用機器	2013年3月にTOBI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 ティ・ウエスト・セラピクス研究所	4576	2009	10 JASDAQ NEO	名古屋	医薬品	三重大学発創業ベンチャー
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グロース	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	
23 アザース	9276	2018	9 TOKYO PRO Market	愛媛県	小売	

(出所)会社資料、各社資料などをもとにIFIS作成

(注)市場、社名は上場時。上場廃止銘柄のコードは上場当時のもの。

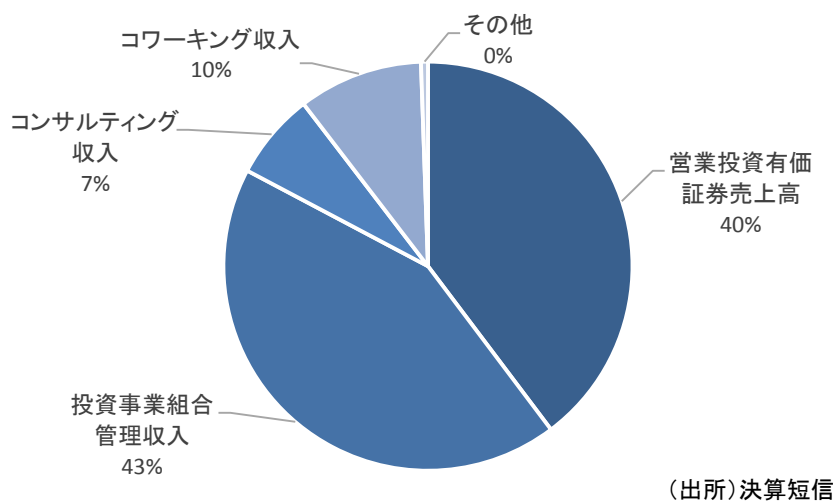
拠点網

● 拠点網

京都本社、東京事務所（中央区日本橋）のほかに、地方重視の投資方針を反映し、愛媛県松山市に事務所、岩手県盛岡市に100%子会社のFVC Tohokuがある。地方に拠点を構えることで、地方自治体、地域金融機関との関係を密にしているほか、地方の投資先企業のバリュアードをきめ細かく行っている。なお、岩手県は当初、事務所で展開していたが、2018年10月にFVC Tohokuに業務移管した（もりおか起業ファンドなど5ファンドを移管）。地域密着の姿勢を示すことはファンド募集に資するとの考えによる。

売上構成

● 売上構成（19/3期 3Q 累計）



(出所)決算短信

事業概要

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 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。これを受け 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。

ファンドを連結した場合、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、他社出資持分に係る損益は、非支配株主に帰属する純利益として控除される。結果、純利益段階では、連結と個別の数値はほぼ同一になっていた。

2017 年 1 月から
出資比率の低いフ
ァンドを子会社から
持分法適用に変更

2017 年 1 月に実態を捉えやすいように、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し、連結除外すると公表。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された（後者は ZMP に投資しているファンド）。みなし異動日は 2016 年 12 月末であり、連結 B/S 上は 17/3 期 3Q 末から反映されており、非支配株主持分が 16.47 億円減少した（にもかかわらず 19 頁の表で 17/3 期 2Q 末から純資産が逆に増加しているのは新株予約権の行使があったため）。連結 P/L 上は 17/3 期 4Q（1-3 月）決算から反映している。なお、この会計処理変更による個別財務諸表への影響はない。

2016 年 1 月から
安定収益で固定的
経費を賄えなくなっ
ている

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コワーキング収入、④その他、に分けられている。

① 投資事業組合管理収入

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収入。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、固定的経費を賄えなくなっている（なお、引続き連結されている FVC グロースファンド、FVC グロース二号ファンドの管理報酬は連結では売上高に計上されないが、既に清算期間、延長期間に入りこれらの管理報酬はわずかとなっているため、連単差は軽微になっている）。

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。

事業概要

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（延長期間入りしたファンドを除く）の概ね 2%。IPO など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。2018 年 12 月末のファンドのコミットメント総額は、206 億円（27 ファンド）となっている。ここには清算期間中の FVC グロースファンド（出資金総額 100 億円）が含まれており、実態は 106 億円である。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、延長期間は通常、フィー料率が大幅に引き下げられる。

ファンドレイズに伴うコスト負担に対し、設立時に設立報酬を得られることもある。近年設立されたファンドではほとんど設立報酬が設定されているようであり、フィー料率は概ねファンドのコミットメント総額の 1% 程度とみられる。

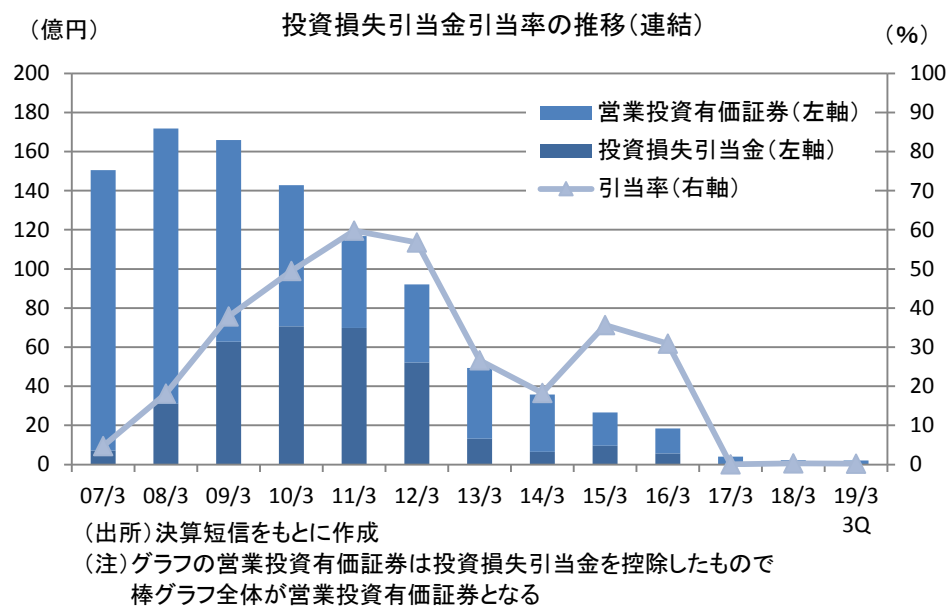
IPO などにより EXIT し、キャピタルゲインを得た場合、当初設定したコミットメント額の超過部分の 20% 程度を成功報酬として受領することになっている組合契約が多い。中にはコミットメント額を超過しなくても個別案件ごとに受領できるものもある。一方、そもそも成功報酬がない組合契約もある。

② 営業投資有価証券売上高

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（連結されているファンドについては全額が計上される）。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、簿価が切下げられる）。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。

下図のように 17/3 期から投資損失引当金がほぼゼロ（引当率も 19/3 期 3Q 末で 0.2%とほぼゼロ）になっているのは、主力ファンドの償還に伴い売却を進めたことや減損処理を進めてきたこと、近年設立したファンドの出資比率が低く営業投資有価証券の残高自体が少ないことなどによる。



③ コンサルティング収入

他社ファンドの管理受託や、企業（投資先企業に限らない）に対する様々なコンサルティングによりフィー収入を得ている。継続的なものとスポットのものがある。コワーキング施設のうち運営受託形式の 2 施設に関する受託フィーは、コワーキング収入ではなく、コンサルティング収入に計上されている。

④ コワーキング収入

自社運営のコワーキング施設の会員から会費（利用料）をコワーキング収入として計上している。コロラド州のコワーキング事業から撤退したため、現状、京都の 1 施設に関する収入のみとなっている。施設の賃借料が売上原価に計上される。安定収益と位置付けられる。

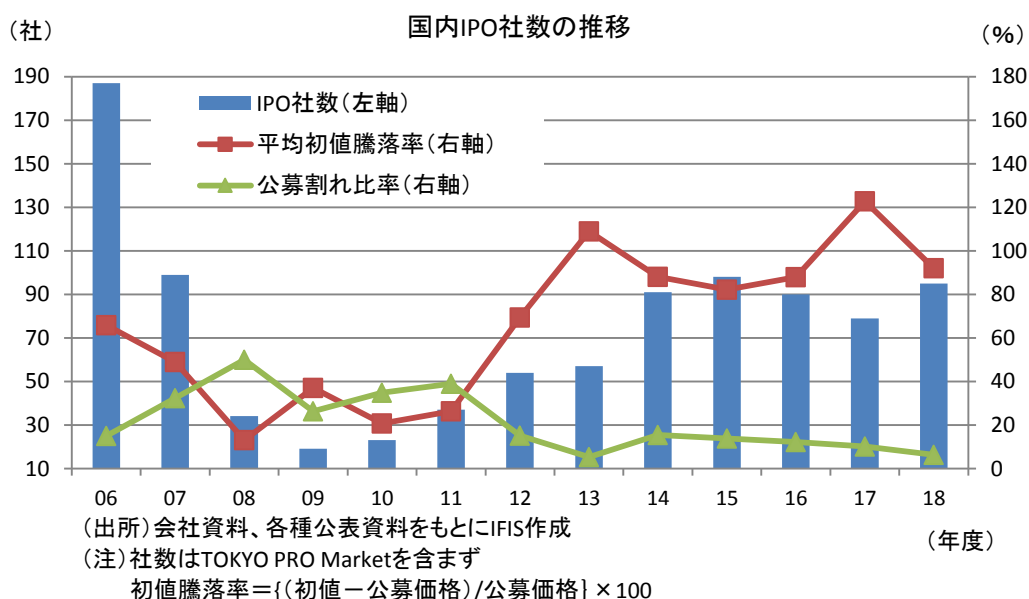
VC市場の動向

2018年度のIPO社数、初値騰落率は概ね順調

2018年度（4-3月）のIPO社数は95社（前年度比16社増）。下図のように2014年度以降、90社前後で推移している。2017年度がやや少なかったのは、2018年1月末から米国の長期金利上昇などを受け株式市場が急落したことを受けIPO時期の先送りがあったためとみられる。2018年度のIPOがやや多かったのは、これら期ずれ案件もあったからとみられる。95社のほかにTOKYO PRO Marketに9社が上場した。

95社の初値騰落率は+92.0%。2017年度の2.2倍には及ばなかったが、2016年度を若干上回り高水準を維持したといえよう。個別銘柄の初値騰落率の最高は、昨年4月に上場した将棋対戦アプリ「将棋ウォーズ」を運営するHEROZ（東証マザーズ4382）の10.9倍。これは1997年にブックビルディング方式に移行して以降でも最高。四半期別の初値騰落率をみると1Q（4-6月）がHEROZの寄与により170.6%と最も高かった。逆に3Q（10-12月）は最も低く60.3%にとどまった。例年12月はIPO社数が多い中（2018年度は19社）、米中貿易摩擦への懸念などから12月に株式市場が急落したことが響いたとみられる。年明け以降株式市場が持ち直したことを受け、4Q（1-3月）は85.5%と回復した。公募割れは前年度と同じ8社で、公募割れ比率は6.3%（前年度比3.8pt減）と非常に低位にとどまった。引続きIPO市場は活況といえよう。

2019年度のIPO社数は、大きく増減するとは考えにくく、引続き90社程度になるとみられる。



VC市場の動向

2018 年度下期の IPO 一覧

2018年度下期IPO一覧(上期IPOの44社は前回レポート参照)

2018年度(上期)上場20社平均					2018年度(下期)上場51社平均				
	上場年月日		市場	コード	社名	公募価格 (円)	初値(円) (円)	初値騰落率 (%)	
45	2018	10	3	マザーズ	7039	ブリッジインターナショナル	2,310	4,920	113.0
46			10	マザーズ	7041	CRGホールディングス	1,120	1,832	63.6
47			12	マザーズ	4598	Delta-Fly Pharma	4,770	4,385	▲ 8.1
48			12	マザーズ	4420	イーソル	1,680	4,000	138.1
49			18	JQS	7805	プリントネット	1,400	2,041	45.8
50			19	JQS	4421	ディ・アイ・システム	1,280	3,300	157.8
51			19	マザーズ	9279	ギフト	2,090	3,710	77.5
52			23	マザーズ	3497	リーガル不動産	1,380	1,972	42.9
53			30	マザーズ	4422	VALUENEX	1,840	4,300	133.7
54			2018	11	6	JQS	7042	アクセスグループ・ホールディングス	1,340
55	28	マザーズ			3498	霞ヶ関キャピタル	3,240	6,240	92.6
56	12	11		マザーズ	7043	アルー	1,370	2,010	46.7
57		11		マザーズ	7044	ピアラ	2,550	5,030	97.3
58		12		東1	4423	アルテリア・ネットワークス	1,250	1,190	▲ 4.8
59		13		東2	7670	オーウエル	750	855	14.0
60		13		アビシヤス	1449	FUJIジャパン	740	907	22.6
61		17		JQS	2970	グッドライフカンパニー	1,600	1,951	21.9
62		17		JQS	7045	ツクイスタッフ	2,630	4,030	53.2
63		18		マザーズ	7046	テクノステータサイエンス・エンジニアリング	3,200	6,350	98.4
64		18	JQS	1450	田中建設工業	2,400	2,570	7.1	
65		19	マザーズ	4425	Kudan	3,720	14,000	276.3	
66		19	東1	9434	ソフトバンク	1,500	1,463	▲ 2.5	
67		20	マザーズ	4424	Amazia	1,320	1,756	33.0	
68		20	マザーズ	7671	AmidAホールディングス	1,460	1,552	6.3	
69		21	マザーズ	7037	テクノホールディングス	1,920	2,400	25.0	
70		21	マザーズ	4427	EduLab	3,200	3,270	2.2	
71		21	マザーズ	6232	自律制御システム研究所	3,400	2,830	▲ 16.8	
72	21	マザーズ	7047	ポート	1,480	930	▲ 37.2		
73	25	マザーズ	7048	ベルトラ	384	514	33.9		
74	25	マザーズ	4428	リンク	3,580	7,620	112.8		
75	2018	2	22	マザーズ	7049	識学	1,800	4,550	152.8
76			26	マザーズ	4429	リックソフト	4,000	9,050	126.3
77			27	東2	4430	東海ソフト	1,500	2,872	91.5
78			28	マザーズ	7050	フロンティアインターナショナル	2,410	2,715	12.7
79			28	マザーズ	4431	スマレジ	1,370	3,225	135.4
80	2019	3	5	東1	1887	日本国土開発	510	624	22.4
81			12	東2	7673	ダイコー通産	1,540	1,732	12.5
82			13	マザーズ	4434	サーバーワークス	4,780	18,000	276.6
83			14	JQS	7057	エヌ・シー・エヌ	800	1,214	51.8
84			15	マザーズ	4435	カオナビ	1,980	3,970	100.5
85			18	JQS	7058	共栄セキュリティサービス	2,100	2,866	36.5
86			19	マザーズ	7059	コプロ・ホールディングス	2,090	2,395	14.6
87			19	マザーズ	4436	ミンカブ・ジ・インフォノイド	1,050	1,400	33.3
88			19	東2	1451	KHC	850	832	▲ 2.1
89			20	マザーズ	7060	ギークス	1,930	2,900	50.3
90			25	マザーズ	4437	gooddaysホールディングス	2,280	5,200	128.1
91			28	マザーズ	7674	NATTY SWANKY	3,270	3,930	20.2
92			28	マザーズ	7062	フレアス	1,850	4,045	118.6
93			28	マザーズ	7061	日本ホスピスホールディングス	1,000	1,466	46.6
94			29	マザーズ	7063	エードット	1,110	2,453	121.0
95	29	マザーズ	4438	Welby	5,200	18,030	246.7		
1Q(4-6月)上場20社平均									170.6
2Q(7-9月)上場24社平均									71.9
3Q(10-12月)上場30社平均									60.3
4Q(1-3月)上場21社平均									85.5
上期(4-9月)上場44社平均									116.8
下期(10-3月)上場51社平均									70.7
2018年度(4-3月)上場95社平均									92.0

(出所)各社データをもとにIFIS作成

(注)TOKYO PRO Marketは含まず

約 3 年ぶりとなる
投資先の IPO があ
った

● 19/3 期 3Q 累計（4-12 月）連結業績解説

19/3 期 3Q 累計連結決算は、売上高 367 百万円（前年同期比 35.5%減）、営業利益▲120 百万円（同 87 百万円の赤字拡大）、経常利益▲86 百万円（同 65 百万の赤字拡大）、純利益▲129 百万円（同 22 百万円の赤字縮小）。

期中の投資先の IPO は昨年 9 月のアザース（9276）の 1 社だった。投資先の IPO は 2015 年 7 月のクレストック（JASDAQ：7812）以来約 3 年ぶりとなる。ただし、流動性のない TOKYO PRO Market への上場であり、公募・売出しはなく、前年同期同様、上場株式の売却はなかった。

前年同期に ZMP
株の一部を売却し
た反動で営業赤字
幅が拡大

売上高が大幅減となり赤字が拡大したのは、前期 2Q（7-9 月）に FVC グロース二号ファンド（出資割合 52.6%）で保有する虎の子の ZMP 株の 4 分の 1 に相当する 60 万株を 1 株当たり 500 円で売却し（売上高 300 百万円）、キャピタルゲインを 298 百万円（実質的な個別ベースでは 156 百万円）計上した反動による。

19/3 期も期日の迫っているファンドで未上場株式の流動化を進め、ZMP 株の一部売却によるキャピタルゲインには及ばなかったが、145 百万円の売却額に対し 65 百万円のキャピタルゲインを計上した（個別のキャピタルゲインは 27 百万円）。未上場株の流動化としては比較的大きなキャピタルゲインを得られたのは、過去に減損処理をして簿価が下がっていたり、IPO が視野に入っていたような比較的希望な投資先の売却があったためと推測する。19 頁の四半期業績推移表の通り 19/3 期の未上場株式の売却は 1Q に集中しており、期日の迫ったファンドの未上場株式の流動化は峠を越したとみられる。

2Q、3Q には業績面でこれといったイベントはなく、ファンドの管理報酬等の安定収益で固定的経費を賄い切れず、それぞれの四半期で 60 百万円前後の営業赤字となった。

持分法適用のデ
ジアラ社の業績は
好調に推移

営業外損益の改善により経常利益段階では営業利益段階よりも前年同期比の赤字拡大幅が小さくなった。主な要因は、持分法投資利益が 29 百万円（前年同期比 19 百万円増）と拡大したこと。2017 年 11 月末に持分法適用関連会社としたデジアラホールディング社（以下、デジアラ社）の通期寄与によるもの。デジアラ社の業績は好調に推移しており、のれんの償却を上回る利益を上げている。デジアラ社の持分法適用関連会社化は、2015~2016 年の 2 度のエクイティファイナンスの調達資金の資金使途の一つとしていた安定収益獲得などを目的とした M&A の一環であり、投資額は 6.5 億円程度。業績への寄与はまだ限定的ながら成功した M&A といえよう。

延長期間入りした
あおりファンドの
他社出資持分の一
部を譲り受け子会
化

また、営業外収益には負ののれん発生益 1 百万円を計上した。あおりクリエイティブファンド（以下、あおりファンド）に出資する LP のうち 1 社の出資持分 45.1% を昨年 12 月に 101 百万円で買取り、あおりファンドを連結子会社化したことに伴うもの（当社の出資割合は当初分と合わせ 50.5% となった）。次頁表で営業投資有価証券が 2Q から 3Q にかけて 64 百万円増加しているのは主にこのため。あおりファンドは 10 年間のファンドの期日が到来し 2 年間延長することになったが、LP のうち 1 社が当初の期日での清算を希望したことにより買取るようになったもので、特に何か問題が発生したわけではない。あおりファンドのファンド総額は 1,772 百万円と当社としては大きな方だが、取得金額が 101 百万円に過ぎないのは延長期間入りする段階であり、これまでに分配が進み投資残高が小さくなっていたため。負ののれん発生益は些少であるため、特別利益ではなく営業外収益として処理した。

3Q には営業投資有価証券の売却や減損がほとんどなかったにもかかわらず、上記のように 2Q 末から 3Q 末にかけて営業投資有価証券は 64 百万円しか増えていないことから、あおりファンドは現金比率が高くなっていることが推測され、追加出資した 101 百万円の回収可能性はかなり高いと考える。あおりファンドは延長しただけあって有望な投資先が残っているようであり、延長期間中に投資先の IPO があれば出資比率の上昇により業績寄与が大きくなることが期待される。

経常利益段階までは赤字幅が拡大したにもかかわらず、純利益段階で逆に縮小した主因は、非支配株主に帰属する純利益が前年同期の 106 百万円から 38 百万円に減少したこと。ZMP に投資している FVC グロース二号ファンド（出資割合 52.6%）は連結子会社のため、前年同期の ZMP 株売却に伴うキャピタルゲインのうち他社出資持分（47.4%）が社外流出した。

大型ファンドの設立はなく、引続き小粒のファンドを積み上げた

19/3期のファンドレイズは、地方創生ファンド5ファンド、CVCファンド1ファンドの計6ファンドとなった。3Q累計時点では2ファンド、ファンド総額6億円にとどまっていたが、4Qに一気に進捗した。下表の通り、2ファンドのファンド総額が非開示だが、地方創生ファンドは1ファンド当り2～3億円程度であることが多いため、6ファンド合計のファンド総額は23億円前後になったと推測され、18/3期の29億円には及ばなかったとみられる。20～30億円規模の比較的大型のファンドレイズを模索しているとみられるが、時間を要しており、引続き小粒のファンドの積み上げにとどまった。とはいえ、ウィルグループ（6089）と3件目となるCVCファンド（ファンド総額10億円）を設立できたのは、これまでの投資実績が評価されたためとみられ、明るい材料といえよう。

なお、びわこ・みらい活性化ファンドのファンド総額1億円は当初金額で増額の可能性がある。また、新規設立のほかに、こうべしんきんステップアップファンドで35百万円の追加出資があった。

17/3期以降のファンドレイズ（追加出資を含まず）

設立日	ファンド名称	ファンドの種類	ファンド総額 (百万円)	当社出資 (百万円)	運用期間 (年)	有限責任組員 (LP)
2016/4/28	京都市スタートアップ支援	地方創生	260	10	約10	京都信金、京都中央信金、京都リサーチパーク
2016/6/1	ふくしま夢の懸け橋	地方創生	200	2	約8.5	福島信金
2016/7/27	こうべしんきんステップアップ	地方創生	50	1	15	神戸信金
2017/1/30	信用組合共同農業未来(注1)	地方創生	360	2	15	第一勧業など全国の9信組、日本政策金融公庫
2017/3/1	イノベーション創出	CVC	500	5	na	阿波製紙
17/3期合計			1,370	20		—
2017/5/1	ウィルグループHRTech	CVC	1,000	10	約10	ウィルグループ
2017/9/29	おおさか社会課題解決	地方創生	500	10	10	大阪信金
2017/10/31	トマト創業支援	地方創生	300	3	約8	トマト銀行
2018/1/12	かんしん未来2号(注2)	地方創生	300	3	約10	第一勧業信組、全国信用協同組合連合会
2018/3/1	あなぶきスタートアップ支援	CVC	500	5	約10	穴吹興産
2018/3/30	えひめ地域活性化(注3)	地方創生	300	10	約10	愛媛銀行、ゆうちょ銀行
18/3期合計			2,900	41		—
2018/6/29	びわこ・みらい活性化	地方創生	100	5	10	関西アーバン銀行
2018/8/31	イノベーションC	地方創生	500	na	約10	京都信用金庫
2019/1/11	秋田再生可能エネルギー	地方創生	210	na	8	秋田県信組
2019/1/17	城南創業支援(注4)	地方創生	na	na	約10	城南信金、全国信用協同組合連合会、ほか
2019/2/7	日高見の国地域振興	地方創生	na	na	8	北上信金
2019/3/29	ウィルグループHRTech2号	CVC	1,000	na	na	ウィルグループ
19/3期合計			na	na		—

(出所) 決算短信、有価証券報告書、当社及び有限責任組員のニュースリリース、新聞記事をもとにIFIS作成

(注1)、(注2) 両ファンドとも恒信サービス(第一勧業信組の100%出資会社)との共同GP

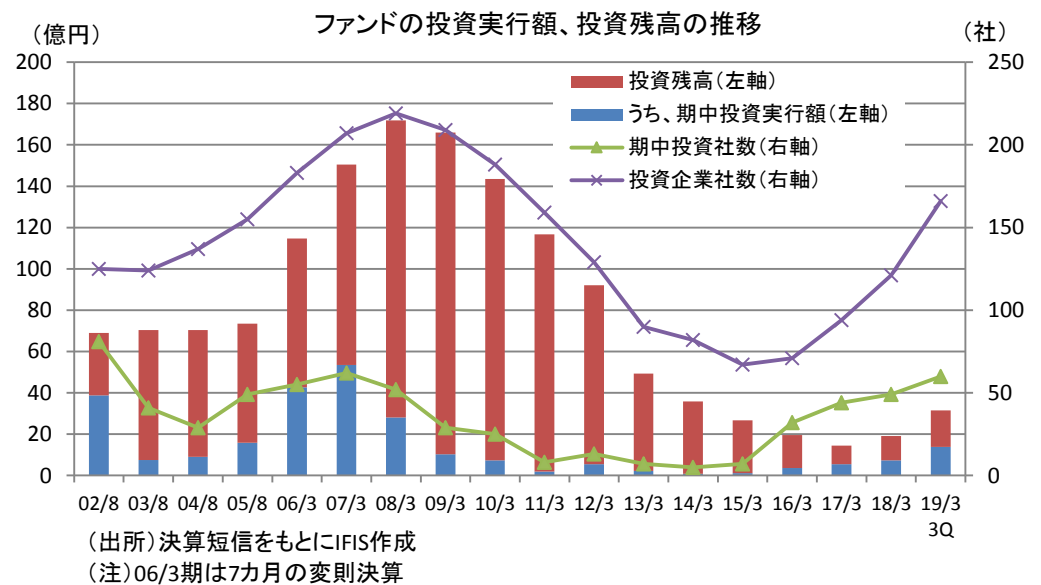
(注3) ひめぎんリース(愛媛銀行の子会社)との共同GP

(注4) 城南未来ファンドとの共同GP

投資実行は好調に進捗

3Q 累計の投資実行は、60 社（前年同期比 26 社増）に対し 1,379 百万円（同 965 百万円増）と好調に進捗した。近年、小粒ながらファンド設立を積み上げてきた結果、ファンドの投資残高は 17/3 期末を底に下図のように回復傾向が続いている。1 社当りの平均投資実行額は 2,298 万円（同 1,217 万円増）と大幅上昇。1 社当り投資実行額が大きくなりがちな CVC ファンドで投資が進んだためと考えられる。

具体的な投資先として、プロバスケットボールチームの運営などを手掛ける TRY H00P（地方創生ファンドのトマト創業支援ファンドからの投資で投資額 15 百万円）、断熱材開発のティエムファクトリ（本社東京都港区）、AI を使った採用支援サービスを行う scouty（本社渋谷区、CVC ファンドからの投資）、宇宙飛行機開発の PD エアロスペース（本社名古屋市）などがメディア報道などから確認できる。



米国の VC 事業から撤退し、再度国内 VC 事業に特化へ

● 19/3 期業績予想

4Q のイベントとして、3 月に米国事業からの撤退に伴う特損 74 百万円の発生が開示されている。特損の内訳は、①米コロラド州に設立したスタートアップ企業を投資対象とするロッキーズベンチャーファンドへの出資金（簿価 68 百万円）の譲渡損 38 百万円（譲渡価格 29 百万円）、②米国現法を通じ本体投資をしていたクラウドファンディングのプラットフォーム提供企業の CFE（本社コロラド州）の譲渡損 36 百万円（簿価 44 百万円に対し譲渡価格 7 百万円）。譲渡先は米国の事業法人等。

当初、CFE のほかに本体投資をしていたフィンテック企業の P2Binvestor（本社コロラド州）も譲渡し、譲渡益 33 百万円を計上し、特損益は合計で 41 百万円の損失になると開示されていたが、一部譲渡先との売買が最終合意に至らず中止となった。引続き同じ相手と売却交渉を続ける方針。P2Binvestor は 18/3 期末に減損処理（全損）により特損 103 百万円を計上し簿価がゼロになっているため、追加損失が発生することはなく、20/3 期以降に譲渡できれば多少なりとも譲渡益が発生しよう。

米国事業では 2017 年 9 月末にコロラド州で展開していたコワーキング施設の運営から撤退し（会員募集に苦勞し赤字が続いていた）、18/3 期に事業撤退損・固定資産売却損 66 百万円を計上している。当社の事業規模で、米国で本格的に事業展開するのは人的リソースなどの面で困難であり、再び国内 VC 事業に集中する姿勢を示していたことから、今回、米国事業に完全に見切りを付けたことに関しサプライズはない。

結局、米国事業での損失は通算で 2 億円強程度と計算される。コロラド州の米国現法の事務所は存続させ、CVC ファンドの投資先の発掘などの拠点として利用するとみられる。

4Q には ZMP を含め投資先の IPO はなく、米国事業からの撤退関連特損を除いて業績面で大きなイベントはなかったとみる。ファンドの期日が迫っているファンドにおける未上場株式の流動化は 1Q で峠を越えたとみられるため、4Q の投資有価証券売却はあったとしても大きな額ではないとみる。

4Q にはファンド設立が多かったため、設立報酬などにより 4Q のファンドの管理収入は前四半期比増加しただろう。コンサルティング収入も 4Q は多くなる傾向がある。以上を踏まえて、IFIS 業績予想を前回から修正した。大幅下方修正の最大の要因は、大前提としていた ZMP の IPO がなかったことである。

ZMP に投資するフ
ァンドの運用期間
は再延長された

ZMP に投資する FVC グロース二号ファンドは 2018 年 12 月末で 2 年間の延長期間の期日を迎えたが、LP の承認をもとに 2020 年 12 月末まで再度 2 年間延長された。これにより、未上場株式のまま安値で売却せざるをえない事態は当面回避された。

引続き業績は ZMP
の IPO の有無次第

● 20/3 期業績予想

ZMP は 2016 年 12 月に顧客情報流出を理由に上場延期となってから既に 2 年半近くも経過。仕切り直しの IPO が予想以上に遅れているが、IPO した場合の業績の目安を示すために引続き ZMP の IPO 大前提とした業績予想を行うこととする。キャピタルゲイン、成功報酬とも全て当期に計上される前提にしている。既に自動運転は株式市場のテーマとして陳腐化した感が否めないが、これまでも過大な期待をこめた業績予想は行っていないつもりであることから、公募価格や上場後の株価など従来の前提条件を継続した予想とする。

また、先述の延期となった米国の P2Binvestor の譲渡に関しては若干の特別利益を織り込んだ。安定収益のファンド管理報酬は 19/3 期 4Q のファンドレイズが多かったことによる通期寄与や新規ファンドレイズにより増加し、回復基調が続こう。

延長期間中のファンドの投資先の IPO 候補は減ってはいるものの ZMP 以外にまだ複数あるもようである。IFIS 業績予想には特に織り込んでいないが、期待したいところではある。また、当社は安定収益獲得などのために M&A に 1,227 百万円を振り向ける予定だが、この可能性も織り込んでいない。

ZMP もその他の投資先の IPO もなかった場合はファンドの管理報酬等で固定的経費を賄い切れず、赤字となることは避けられないだろうが、赤字幅は限定的で事業上支障はない。

大型ファンド設立
や安定収益を生む
M&A の実現が引
続き待たれる

● 21/3 期以降の業績見通し

現状の固定的経費は年間 5～5.5 億円程度であり、ファンドの管理報酬を中心とする安定収益でこれを賄うためには、あと 100 億円程度のファンドレイズが必要と試算される。2～3 億円規模の地方創生ファンドの積み上げでは時間を要するため、比較的規模の大きい CVC ファンドに加え、IPO を前提とする 20～30 億円規模の通常のベンチャーファンドの設立を引続き期待したい。ファンドレイズの加速、大型化のためにも ZMP の早期 IPO が望まれる。

2 度のエクイティファイナンスで得た資金を使った M&A も当初見込みから大幅に遅れており、3 月 14 日に発表された資金使途の変更に関するリリースでは M&A に投じる資金の支出予定期限はさらに 1 年延長され 2020 年 3 月となった。デジアラ社に続く安定収益を生む企業の M&A の早期実現も期待したい。

業 績

損益計算書

(単位)百万円

	11/3	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3E	20/3E	
	個別							連結			
売上高	598	475	412	462	601	417	278	365	756	493	3,173
営業投資有価証券売上高(①)	117	52	68	118	253	47	70	243	399	155	2,780
投資事業組合管理収入	444	383	309	291	300	322	161	73	224	240	290
コンサルティング収入	20	29	26	45	33	38	40	41	46	47	50
コワーキング収入	-	-	-	-	-	-	-	-	52	48	50
その他	16	11	8	6	13	8	6	6	33	3	3
売上原価	695	510	332	397	637	279	423	737	463	390	390
営業投資有価証券売上原価(②)	423	532	1,037	267	285	81	317	1,010	151	90	70
投資損失引当金繰入額(▲は戻入)	▲ 50	▲ 302	▲ 963	▲ 146	69	▲ 27	▲ 198	▲ 555	0	0	0
その他	321	279	259	275	281	226	301	282	312	300	320
人件費	161	130	132	131	135	136	152	na	na	-	-
経費	160	149	127	144	146	90	149	na	na	-	-
売上総利益	▲ 96	▲ 34	79	64	▲ 35	137	▲ 144	▲ 372	292	103	2,783
販管費	171	160	132	125	111	127	228	278	355	250	270
営業利益	▲ 268	▲ 194	▲ 52	▲ 60	▲ 147	10	▲ 373	▲ 650	▲ 62	▲ 147	2,513
営業外収益	7	3	3	5	1	5	0	0	2	43	50
営業外費用	42	40	33	30	27	27	29	36	7	0	0
支払利息	40	36	31	28	24	18	11	11	0	0	0
その他	2	4	2	2	3	8	18	25	7	0	0
経常利益	▲ 303	▲ 232	▲ 83	▲ 86	▲ 173	▲ 11	▲ 401	▲ 686	▲ 67	▲ 104	2,563
特別利益	-	330	199	0	0	0	0	0	239	0	15
特別損失	14	3	63	0	0	3	40	35	343	74	5
税金等調整前当期純利益	▲ 318	95	52	▲ 86	▲ 174	▲ 14	▲ 442	▲ 721	▲ 170	▲ 178	2,573
法人税等	10	10	9	8	8	7	4	4	17	5	279
非支配株主に帰属する純利益	-	-	-	-	-	-	-	▲ 234	104	38	1,087
当期純利益	▲ 328	84	43	▲ 94	▲ 182	▲ 21	▲ 446	▲ 491	▲ 293	▲ 221	1,206
営業投資関連損益(①-②-③)	▲ 256	▲ 178	▲ 6	▲ 3	▲ 101	▲ 7	▲ 49	▲ 211	248	65	2,710

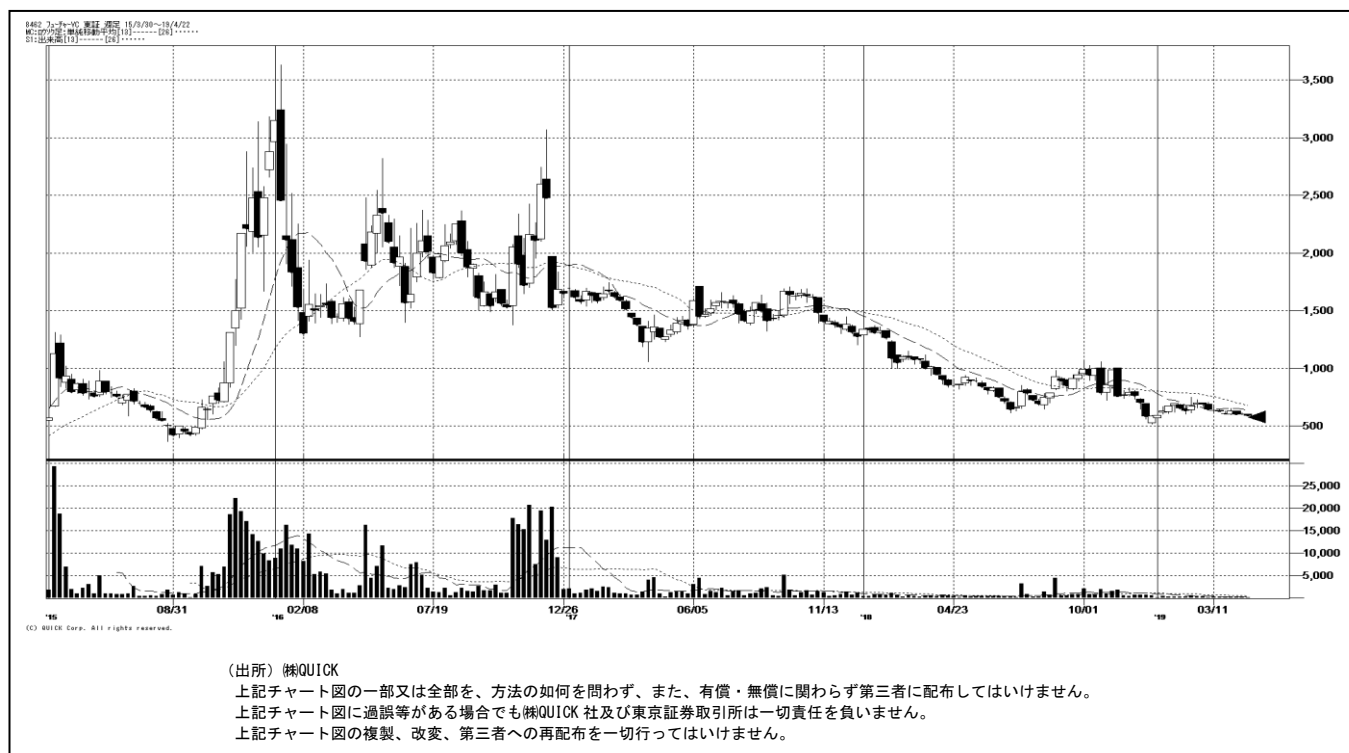
要約貸借対照表

(単位)百万円

		11/3	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3		18/3	19/3E	20/3E
		個別						連結				
総資産		1,381	1,446	1,458	1,154	878	1,419	3,365	3,584	3,224	2,900	4,126
現預金		498	516	439	347	403	1,034	2,867	2,902	2,201	1,810	2,996
営業投資有価証券		1,821	1,966	1,246	886	630	501	178	394	216	230	240
投資損失引当金		▲ 1,020	▲ 1,114	▲ 302	▲ 156	▲ 226	▲ 198	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0
投資その他の資産		34	28	28	27	28	49	223	226	778	850	880
負債		1,278	1,129	1,099	958	776	637	133	153	183	80	100
有利子負債		1,099	959	874	781	596	511	0	0	0	0	0
短期		75	85	92	85	85	85	0	0	0	0	0
長期		1,024	874	782	696	511	426	0	0	0	0	0
純資産		103	316	359	196	102	782	3,231	3,431	3,041	2,820	4,026
(自己資本比率)(%)		7.5	20.7	23.5	15.8	11.3	54.9	96.0	88.8	89.1	90.7	93.0

(出所)決算短信、会社資料

(注)EはIFIS予想



			2016/3	2017/3	2018/3	2019/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株価 (年間高値)	円	3,635	3,075	1,715	-
	株価 (年間安値)	円	369	1,277	940	-
	月間平均出来高	百株	281,759	217,702	56,590	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	1,055	365	756	493
	営 業 利 益	百万円	81	-650	-62	-147
	経 常 利 益	百万円	61	-686	-67	-104
	当 期 純 利 益	百万円	-25	-491	-293	-221
	E P S	円	-3.92	-62.68	-32.97	-24.83
	R O E	%	-5.8	-24.8	-9.7	-8.3
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	3,276	3,326	2,440	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	53	258	783	-
	資 産 合 計	百万円	3,330	3,584	3,224	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	146	113	152	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	461	39	30	-
	負 債 合 計	百万円	608	153	183	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	781	3,170	2,879	-
キャッシュフ ロー計算書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百万円	2,722	3,431	3,041	-
	営業活動によるCF	百万円	475	-390	72	-
	投資活動によるCF	百万円	64	-240	-586	-
	財務活動によるCF	百万円	239	2,921	-186	-
現金及び現金同等物の期末残高		百万円	1,981	2,902	2,201	-

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 18/3 期末で従業員数が 35 人（前期末比 2 人増）と少なく、ファイナディング、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。

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。
- リスクとは意味が異なるが、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 ⇒ <https://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/index.html>