フューチャーベンチャーキャピタル

（8462・JASDAQ スタンダード）2019 年 11 月 7 日

ファンド募集に勢いが出てきた

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	1,943 百万円
（2019/06/30 現在）	
上場日	2001/10/10
URL	http://www.fvc.co.jp/
業種	証券業

主要指標 2019/11/05 現在	
株価	666 円
年初来高値	862 円（19/10/04）
年初来安値	521 円（19/05/14）
発行済株式数	8,902,600 株
売買単位	100 株
時価総額	5,929 百万円
予想配当（会社）	未定
予想 EPS（アナリスト）	-11.57 円
実績 PBR	2.27 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（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。19/3 期末時点の累計投資社数は 526 社、投資残高は 35.1 億円（184 社）。投資先の IPO（新規株式公開）実績は 23 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。

米国事業から完全撤退し、国内 VC 事業に特化

20/3 期 1Q（4-6 月）業績は、売上高 83 百万円（前年同期比 60.6%減）、純利益▲20 百万円（同変わらず）。営業投資有価証券の売却がなく大幅減収だが、安定収益の管理報酬の着実増、持分法投資利益の拡大などにより最終赤字は抑えられた。19/3 期に米国事業の整理により米国資産は簿価で既にゼロになっていたが、今 2Q（7-9 月）に米国子会社を売却し、米国事業から完全撤退（追加損失を 6 百万円計上する見込み）。国内 VC 事業に経営資源を集中する。足元までに投資先の IPO はなく、下記業績予想では今期には ZMP の IPO を織り込まなかった。

22/3 期には管理報酬などの安定収益だけで黒字化できよう

ZMP に投資する FVC グロース二号ファンドの延長期限は 2020 年 12 月。下記業績予想では 21/3 期に ZMP の IPO を織り込んだ。

ファンド設立は、20/3 期上期で 5 ファンド、ファンド総額約 23 億円と 19/3 期通期の約 24 億円（7 ファンド）に近い線に達している。地方創生ファンドの認知度向上などによりファンド規模の大型化の傾向がみられるなどファンド募集に勢いが出てきた。このペースが続けば、22/3 期からはファンドの管理報酬を中心とする安定収益だけで固定的費用を賄えるとみられ、安定的な黒字定着の道筋が見えてきた。

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
2019/3	実績	573	-24.2	-161	赤拡	-125	赤拡	-244	赤縮	-27.51
2020/3	会社予想（2019 年 5 月発表）	非開示								
	アナリスト予想	428	-25.3	-162	赤拡	-87	赤縮	-103	赤縮	-11.57
2021/3	アナリスト予想	3,143	7.3 倍	2,513	黒転	2,603	黒転	1,269	黒転	142.58

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。バイアウトなどは行わず、伝統的な VC 業務に特化している。19/3 期末時点の累計投資社数は 526 社（累計投資金額 278 億円）、投資先 IPO 実績は 23 社。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ベンチャー企業への投資が多い。

創業 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 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た）。

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へ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。増資により調達した資金は、新規設立ファンドへのセイムボート出資や、事業シナジー効果が見込める企業の M&A に振り向け、安定収益の拡大、黒字化を図っていく方針。2016 年から米国コロラド州で VC 事業の展開を図ったが、経営資源の集中のため 2019 年に完全撤退。

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。今庄氏は会社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。著書に「地方創生ファンド」（東洋経済新報社、2019 年 3 月発行）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想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

● 沿革

1998 年	9 月	川分 陽二氏により京都市に当社設立
	11 月	当社第一号ファンドとなる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（現 JASDAQ 市場）に上場
	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
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
	8 月	京都市に子会社（株）IoT Sohatsu Ventures を設立
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
	7 月	（株）IoT Sohatsu Ventures を（株）FVCP に商号変更
	11 月	（株）ﾃﾞｼﾞｱﾗﾎｰﾙﾃﾞｨﾝｸﾞｽを株式取得により持分法適用関連会社化

会　社　概　要

2018 年	8 月	子会社（株）FVCP を FVC Tohoku に商号変更し、本社を盛岡市に移転
2018 年	12 月	持分法適用会社のあおもりクリエイトファンドの出資持分取得により連結子会社化
2019 年	9 月	米国子会社の FVCA Holdings,LLC 及びその連結子会社の FVC Americas,LLC の全株式を譲渡し、米国事業から完全撤退

（出所）有価証券報告書、会社資料、会社リリース

大　株　主

● 大株主（2019 年 3 月 31 日現在）

	株主	所有株式数（株）	所有比率（%）
1	SBI 証券	312,360	3.51
2	岩井コスモ証券	137,300	1.54
3	楽天証券	106,700	1.20
4	BNY・GCM クライアントアカウント JPRDISG（FE-AC）	74,262	0.83
5	松井証券	67,500	0.76
6	土師　裕二	60,000	0.67
7	三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券	56,400	0.63
8	細川　雅史	53,500	0.60
9	GMO クリック証券	52,500	0.59
10	福島工業	50,000	0.56
計		970,522	10.90

（出所）有価証券報告書

（注）4 位はカストディアン

6 位、8 位は当社事業と関係のない個人投資家

10 位は大阪本社の東証 1 部上場企業（銘柄コード 6420）で、当社が設立したファンドに LP として出資したことがある。

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、海外企業への投資も行っている。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

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（無限責任組合員・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（有限責任組合員）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企業の株式も合わせて売却。2019 年 9 月には FVCA Holdings を売却し、米国の VC 事業から完全は撤退した。

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。

事　業　概　要

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、セイムボート出資を行う。近年設立のファンドにおける出資比率は概ね 1～3%程度と低い。

ファンドの運用期間は、一般的に 10 年程度が多い。LP の承認が得られれば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、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（発行会社に買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。転換社債等による投資を行うこともある。

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。19/3 期末時点の累計投資社数 526 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収益は、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

地域金融機関や地方自治体と組んだ地方創生ファンドが多いことや大手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比較的低い。

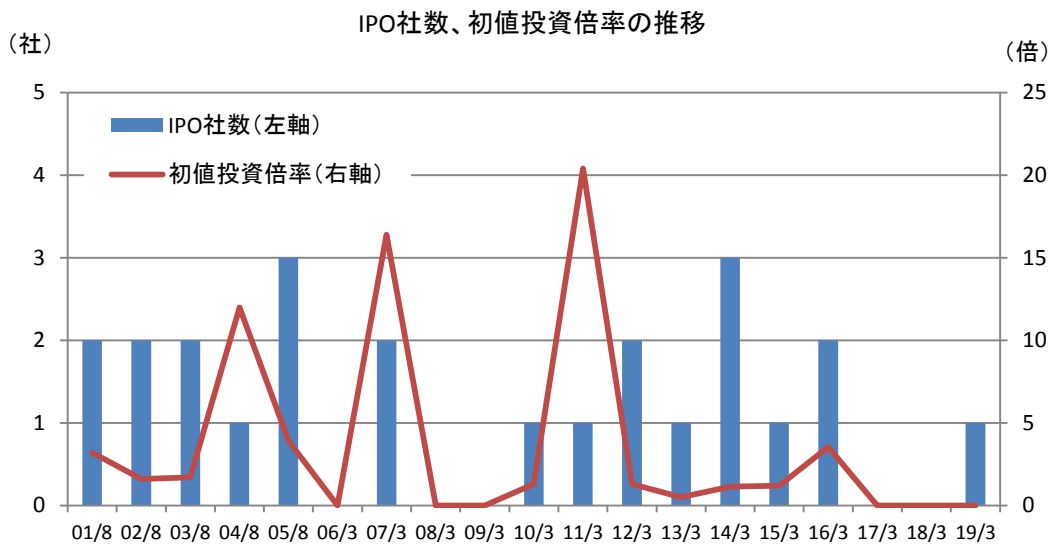
投資先の業種では、東京での投資が比較的少ないこともあり、IT関連や医療・バイオの比率が比較的低い。一方、地方ではものづくりを得意とする企業が多いためメーカーの比率が比較的高い。ただし、以前から比べるとIT関連やバイオなどへも業種分散が進んできている。

投資ステージは、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が多い。なお、エクスパンション、レーターステージの投資は、バリュエーションが高くなるため、件数に比べ金額ベースの比率が高くなる。

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による。

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。

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
初値投資倍率はTOKYO PRO Market上場会社を除く（19/3期はTOKYO PRO Market上場1社のみのためゼロとしている）

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	初値投資倍率14.6倍。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	
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。

事　業　概　要

拠　点　網

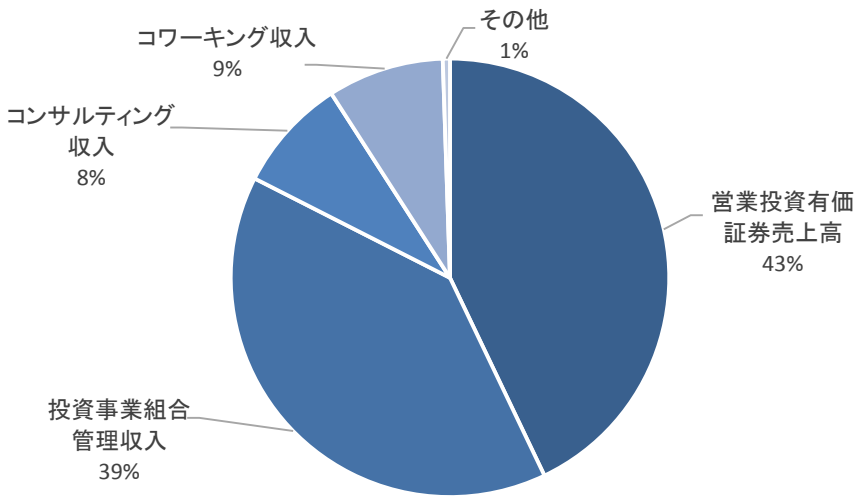
● 拠点網

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ーアッ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）



（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 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となる。

事　業　概　要

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（足元では、FVC グロースファンドは清算完了により連結除外になっている。一方、持分法適用としたあおもりクリエイトファンドはLPの出資持分45.1%を買取り出資比率が50.5%となったため連結子会社化された）。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。連結 P/L 上は 17/3 期 4Q（1-3 月）決算から反映している。

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、に区分されている。

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、固定的費用を賄えなくなっている。

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。

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。2019 年 6 月末のファンドのコミットメント総額は、130 億円（33 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。

事　業　概　要

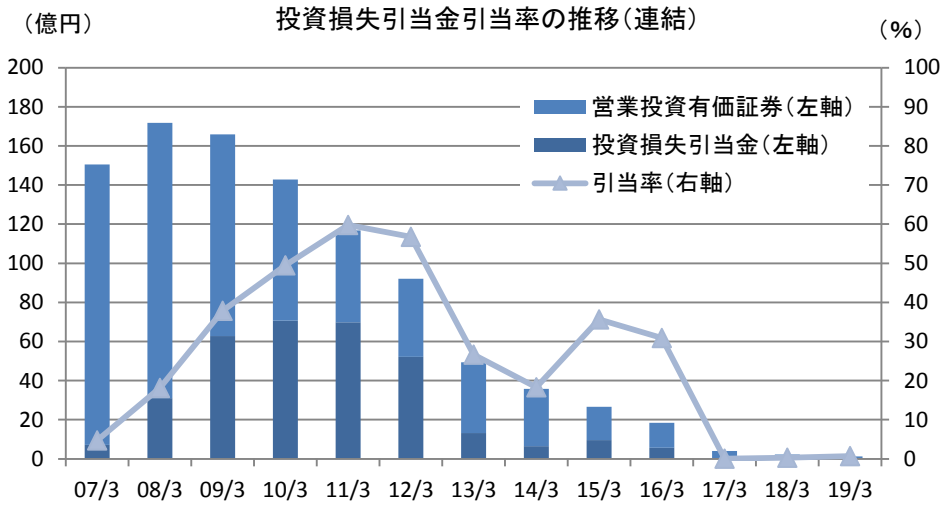
IPO などにより EXIT し、キャピタルゲインを得た場合、当初設定したコミットメント額の超過部分の 20%程度を成功報酬として受領することになっている組合契約が多い。中にはコミットメント額を超過しなくても個別案件ごとに受領できるものもある。一方、成功報酬がない組合契約もある。

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、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は、ほぼゼロ（引当率は 20/3 期 1Q 末で 1.0%）になっている。これは、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、また、投資損失引当金を引当てるのは通常、投資からしばらく経ってからであること、などによる。



(出所)決算短信をもとにIFIS作成
(注)グラフの営業投資有価証券は投資損失引当金を控除したもので
棒グラフ全体が営業投資有価証券となる

事　業　概　要

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

世界的にIPO市場には陰りがみられる

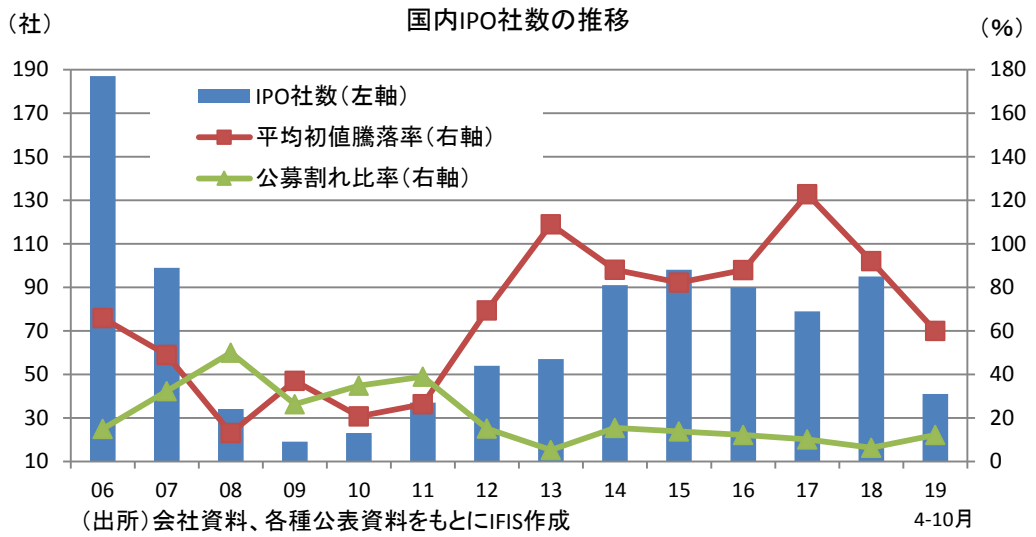
2019年度上期（4-9月）の国内IPO社数はTOKYO PRO Marketに上場した5社を含め34社と前年同期から15社減少した。10月末時点のIPO社数は46社となっている。近年は概ね年間90社前後で推移しており、2019年度のIPO社数も90社程度になるとみられていたが、弱含みな状況。

4-10月に上場した41社（TOKYO PRO Market上場を除く）の初値騰落率は59.9%と下図のように近年ではかなり低い水準にとどまった。四半期毎の推移をみると米中貿易摩擦の高まりや消費増税への警戒感などから株式市場が低調に推移した7-9月期が36.6%と特に冴えなかった。

4-10月の公募割れは5社。公募割れ比率は12.2%と水準自体は高くはないが、前年度からは上昇した。公募割れの中には、8月に上場した大阪大学発のバイオベンチャーとして注目されたステムリムがあった。ステムリムは仮条件の下限で公募価格が決定したにもかかわらず、初値は7.0%下回った。

米国でも5月に上場したウーバーテクノロジーズの時価総額は市場の想定に届かず、9月にはウィーワークを運営するウィーカンパニーが上場延期を発表するなど世界的にIPO市場には陰りがみられる。

ただし、足元では米国の利下げや米中貿易協議の進展期待から株式市場は世界的に回復傾向にあり、IPO市場も復調が期待される。



（出所）会社資料、各種公表資料をもとにIFIS作成
（注）社数はTOKYO PRO Marketを含まず
初値騰落率＝{（初値－公募価格）/公募価格}×100

投資時のバリュエーションは引続き高止まり

超低金利継続によるカネ余りやオープンイノベーションの流れを受け、国内スタートアップ企業への資金流入は活発。このため、投資時のバリュエーションは高止まりしているほか、1件当たりの投資額の大型化の傾向が続いている。投資競争は激しい一方で、EXITの環境には陰りがみえ、VCにとっては厳しい事業環境といえよう。

ＶＣ市 場 の動 向

2019年度IPO一覧（11月5日現在）

	上場年月日			市場	コード	社名	業種	公募価格（円）	初値（円）（円）	初値騰落率（%）
1	2019	4	3	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4439	東名	情報・通信	3,290	4,205	27.8
2			8	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4440	ヴィッツ	情報・通信	2,650	6,100	130.2
3			24	ﾏｻﾞｰｽﾞ	7064	ハウステレビジョン	サービス業	1,210	3,745	209.5
4			25	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4441	トビラシステムズ	情報・通信	2,400	5,420	125.8
5			25	ﾏｻﾞｰｽﾞ	7676	グッドスピード	小売業	1,400	1,750	25.0
6		5	30	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4442	バルテス	情報・通信	660	1,820	175.8
7		6	4	福岡	2974	大英産業	不動産業	1,520	1,330	▲ 12.5
8			12	東2	7065	ユーピーアール	サービス業	3,300	4,000	21.2
9			19	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4443	Sansan	情報・通信	4,500	4,760	5.8
10			19	ｱﾝﾋﾞｼｬｽ	2976	日本グランデ	不動産業	750	752	0.3
11			20	ﾏｻﾞｰｽﾞ	7066	ピアズ	サービス業	3,620	5,500	51.9
12			21	ﾏｻﾞｰｽﾞ	7067	ﾌﾞﾗﾝﾃﾞｨﾝｸﾞﾃｸﾉﾛｼﾞｰ	サービス業	1,490	3,430	130.2
13			25	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4444	インフォネット	情報・通信	1,490	3,430	130.2
14			26	東2	7677	ヤシマキザイ	卸売業	1,280	1,450	13.3
15			27	JQS	7678	あさくま	小売業	1,250	1,834	46.7
16			27	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4931	新日本製薬	化学	1,470	1,664	13.2
17			28	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4445	リビン・テクノロジーズ	情報・通信	3,900	9,000	130.8
18		7	5	ﾏｻﾞｰｽﾞ	7068	フィードフォース	サービス業	1,150	2,760	140.0
19			18	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4446	Link-U	情報・通信	2,820	5,760	104.3
20			24	ﾏｻﾞｰｽﾞ	7804	ビーアンドピー	その他製品	2,000	2,400	20.0
21			29	ﾏｻﾞｰｽﾞ	7803	ブシロード	その他製品	1,890	2,204	16.6
22			31	ﾏｻﾞｰｽﾞ	2978	ツクルバ	不動産業	2,050	2,050	0.0
23		8	9	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4599	ステムリム	医薬品	1,000	930	▲ 7.0
24		9	12	福証Q-Board	4447	ピー・ビーシステムズ	情報・通信	1,380	1,950	41.3
25			19	JQS	7800	アミファ	その他製品	660	910	37.9
26			19	ﾏｻﾞｰｽﾞ	7069	サイバー・バズ	サービス業	2,300	4,000	73.9
27			20	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4449	ギフティ	情報・通信	1,500	1,880	25.3
28			24	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4448	Chatwork	情報・通信	1,600	1,480	▲ 7.5
29			26	ﾏｻﾞｰｽﾞ	6597	HPCシステムズ	電気機器	1,990	1,870	▲ 6.0
30		10	1	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4450	パワーソリューションズ	情報・通信	2,000	5,110	155.5
31			2	東2	7681	レオクラン	卸売業	2,700	2,920	8.1
32			8	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4476	AI CROSS	情報・通信	1,090	1,800	65.1
33			8	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4475	HENNGE	情報・通信	1,400	2,001	42.9
34			9	JQS	7071	アンビスホールディングス	サービス業	2,800	4,260	52.1
35			18	東2	4691	ワシントンホテル	サービス業	1,310	1,462	11.6
36			18	JQS	7682	浜木綿	小売業	2,120	2,950	39.2
37			24	ﾏｻﾞｰｽﾞ	7072	ｲﾝﾃｨﾒｰﾄ・ﾏｰｼﾞｬｰ	サービス業	1,900	4,000	110.5
38			25	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4477	BASE	情報・通信	1,300	1,210	▲ 6.9
39			28	ﾏｻﾞｰｽﾞ	4880	セルソース	医薬品	2,280	6,020	164.0
40			29	ﾏｻﾞｰｽﾞ	7073	ジェイック	サービス業	4,750	10,320	117.3
41			30	東2	4251	恵和	化学	770	1,026	33.2
42		11	1	ﾏｻﾞｰｽﾞ	7683	ダブルエー	小売業	4,690	4,680	▲ 0.2
43			21	ﾏｻﾞｰｽﾞ	7074	ﾄｩｴﾝﾃｨｰﾌｫｰｾﾌﾞﾝ	サービス業	未定	上場前	na
44		12	2	名証セ	7076	明南M&A	サービス業	未定	上場前	na
1Q（4-6月）上場17社平均										72.1
2Q（7-9月）上場12社平均										36.6
上期（4-9月）上場29社平均										57.4
10月上場12社平均										66.1
4～10月41社平均										59.9

（出所）各社データをもとにIFIS作成
（注）TOKYO PRO Marketは含まず

業　　績

18/3 期の ZMP 株の一部売却による売却益の反動を跳ね返し、最終損失は縮小

● 19/3 期連結業績解説

19/3 期業績を振り返っておくと、売上高 573 百万円（前期比 24.2%減）、営業利益▲161 億円（同 99 百万の赤字拡大）、経常利益▲125 百万円（同 58 百万円の赤字拡大）、純利益▲244 百万円（同 49 百万円の赤字縮小）。

投資先の IPO はアザース（TOKYO Pro Market:9276）の 1 社。流動性がほとんどない市場への IPO であったため上場営業投資有価証券の売却は 18/3 期に続いてなかった。未上場営業投資有価証券の売却は 245 百万円（前期比 154 百万円減）。18/3 期には FVC グロース二号ファンドで保有する ZMP 株の 4 分の 1 に相当する 60 万株の売却により 300 百万円が計上された反動で減少したが、ファンドの償還に伴う売却で比較的高水準だった。

安定収益のファンド管理報酬は着実に拡大

投資事業組合管理収入は 226 百万円（前期比 2 百万円増）。安定収益の管理報酬は 206 百万円（同 37 百万円増）と着実に新規ファンドを設立してきたことから順調に拡大。一方、設立・成功報酬は 20 百万円（同 35 百万円減）と急減したため、管理収入全体は微増にとどまった。設立・成功報酬の急減の主因は、PIPEs 投資を行う FVC-EVO Growth Platform（EVO FUND が出資し、当社は案件のソーシングなどで協力）で投資第 1 号となる中村超硬（6166）の新株予約権の引受（割当日：2017 年 11 月）に係る成功報酬を中心に 18/3 期には成功報酬が多かった反動（19/3 期にも若干の成功報酬があった）。設立報酬もファンド設立が 18/3 期よりも少なかったことにより減少した。なお、EVO FUND は 2019 年 1 月にも中村超硬の新株予約権を引受けたが、これには当社は関与していない。

キャピタルゲインは 72 百万円（前期比 176 百万円減）と未上場株式の売却でありながらキャピタルゲインを確保した。18/3 期には ZMP 株売却に伴うキャピタルゲインが 298 百万円（実体を表す個別決算では 156 百万円）あった割に減少幅が小さいのは、18/3 期には ZMP 以外の未上場株の売却ではキャピタルロスとなったことや、減損損失を 64 百万円計上したことによる。19/3 期に減損損失はなかった。

米国事業縮小や子会社の連結除外により固定費は急減

販管費は 249 百万円（前期比 106 百万円減）と大幅減。米国子会社の FVC Americas の販管費がコワーキング施設運営から撤退したことや資産売却により大幅減となったことや、連結子会社の ANEW の連結除外により（2017 年 6 月に株式取得により連結子会社化し、同年 10 月に全株式を売却）、同社関連の販管費がなくなったことによる。なお、売上原価に含まれる営業部門の活動経費を含めた固定的費用は 561 百万円（同 106 百万円減）。このうち個別は 542 百万円（同 17 百万円増）と人員増強などにより若干増となった。

業　　績

営業外損益では、2017 年 11 月末に増資資金を活用し持分法適用関連会社化した持分法適用関連会社のデジアラホールディングスの通期寄与により、持分法投資利益が 30 百万円（前期比 29 百万円増）とのれんの償却を吸収して大幅に拡大した。

米国事業からほぼ撤退

特別損益は米国事業の整理に伴う損失計上により▲70 百万円となったが、前期比では特別損益が 34 百万円改善した（18/3 期にも米国事業に係る特損が 169 百万円あった）。特損 70 百万円の内訳は、①投資有価証券売却損 32 百万円、②出資金売却損 38 百万円。①は米国子会社 FVCA Holdings から直接投資していたクラウドファンディング関連企業 CFE の売却によるもの。3 月 14 日のリリースでは売却損は 36 百万円の見込みとしていたが、その後の交渉で若干売却額が上積みされたもようで損失額が縮小した。②はロッキーズベンチャーファンドに対する FVCA Holdings の出資金に係るもので 3 月 14 日のリリース通りの損失額。以上により米国資産の簿価はゼロとなった。

少数株主利益の流出は 42 百万円（同 62 百万減）と縮小した。FVC グロース二号ファンドは連結子会社であることから 18/3 期の少数株主利益の流出は ZMP のキャピタルゲインに伴い大きかった。

以上のように ZMP 株のキャピタルゲインの反動減により営業赤字は前期比拡大したが、営業外損益の改善、特別損益の改善、少数株主利益の流出の減少により、最終赤字幅は前期比縮小した。

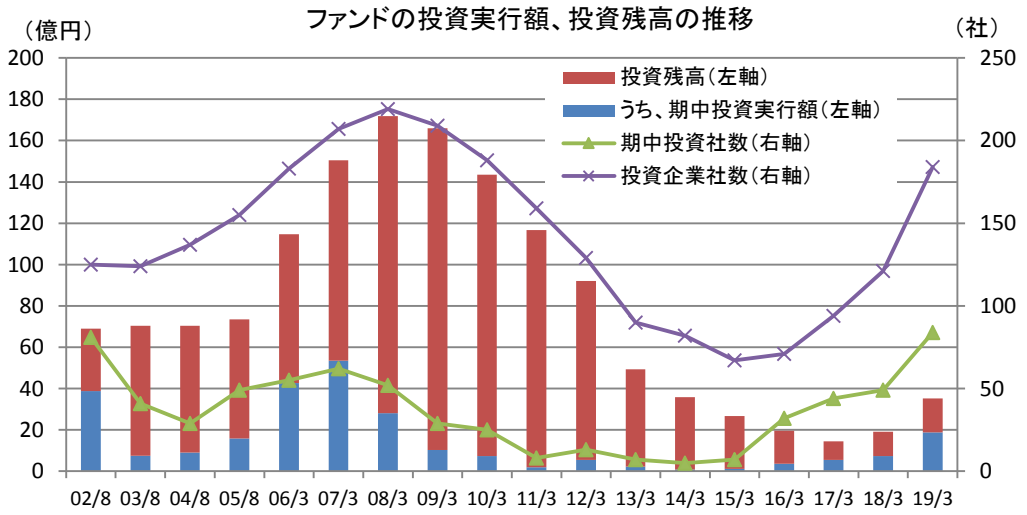
19/3 期のファンド設立は、地方創生ファンドが 5 本、ファンド総額約 11 億円、CVC ファンドが 2 本、同 13 億円（22 頁の一覧表参照）。

CVC ファンドでは、持分法適用のデジアラホールディングスを LP とする KOBE スタートアップ育成 1 号ファンドが設立された。デジアラ社と連携の可能性が高い未上場企業に投資する。

投資実行は順調に進捗

19/3 期の投資実行は、84 社に対し 18.74 億円（前期比 2.5 倍）。近年設立したファンドでの投資が順調に進捗した。1 社当りの平均投資額は 2,231 万円（同 729 万円増）と大型化が進んだ。CVC ファンドからの投資が増えたことなどによるとみられる。

業　　績



（出所）決算短信をもとにIFIS作成
（注）06/3期は7カ月の変則決算

小幅の最終赤字が継続

● 20/3 期 1Q（4-6 月）連結業績解説

20/3 期 1Q 業績は、売上高 83 百万円（前年同期比 60.6%減）、営業利益▲52 百万円（前年同期は 1 百万円）、経常利益▲22 百万円（同 17 百万円）、純利益▲20 百万円（前年同期比変わらず）。なお、連単の差が小さくなったことから、今 1Q 決算から個別決算については非開示になっている。

期中に投資先企業の IPO はなかった。未上場株式の流動化もなく、営業投資有価証券売上高はゼロだった。前年同期はファンドの期限到来に伴い未上場株式の流動化を進めたことにより営業投資有価証券売上高が 144 百万円と比較的高水準だった。この反動により全体では大幅減収となった。

投資事業組合管理収入は 64 百万円（前年同期比 33.3%増）。着実にファンド設立を進めていることから安定収益の管理報酬が順調に拡大したほか、設立報酬も増加したとみられる（ファンド設立は前期 1Q の 1 億円に対し、今 1Q は 6 億円）。

管理報酬以外で安定収益といえるコワーキング収入は 12 百万円（前年同期比変わらず）だった。コンサルティング収入は 6 百万円（同 1 百万円減）と概ね横ばい。

売上原価に含まれる営業人員の人件費やファンド募集費用等は人員増強や積極的なファンド募集活動により 81 百万円（前年同期比 7 百万円増）と増加したが、投資損失引当金の繰入は引続きなく、売上総利益は 2 百万円（前年同期は 58 百万円）と辛うじて黒字を確保した。

業　　績

売上総利益が前年同期比で大幅減益になったのは、前年同期は未上場株式の流動化によるキャピタルゲインが 64 百万円と比較的好調だった反動による。なお、前期 1Q のキャピタルゲインに伴う若干の成功報酬は前期 2Q に計上されたようである。

販管費は 54 百万円（前年同期比 3 百万円減）と間接部門の削減により若干の減少となった。

結果、営業利益は▲52 百万円と再び赤字になった。

持分法適用のデジアラ社は引続き好調

営業外損益では、持分法投資利益が 29 百万円（前年同期比 93%増、14 百万円増）と急伸。デジアラホールディングスの好調が継続している。デジアラ社はインターネットを介したエクステリア・外構空間の販売・施工等を手掛ける会社で、季節要因で 1Q の売上、利益が多い傾向がある。

営業外損益の改善により経常利益は▲22 百万円と営業利益に比べ赤字幅を縮めた。

最終利益段階の出血は抑えられた

特別損益は前年同期も今 1Q ともなかった。前年同期は少数株主利益の流出が 38 百万円あったため（今 1Q はなし）、純利益段階では前年同期と同額の小幅赤字にとどまった。前年同期の少数株主利益の流出が多かったのは、キャピタルゲインを上げたファンドが出資比率の高い 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%）であったとみられることによる。

1Q のファンド設立は、2 本、6 億円

1Q の新規のファンド設立は 2 本、ファンド総額 6 億円。このほか地方創成ファンドで追加出資が 4 百万円あった。

5 月設立の日本スタートアップ支援 1 号ファンドは、エボラブルアジア（6191）、じげん（3679）、KLab（3656）の社長など IPO の経験を持つ経営者 20 人以上がエンジェルとして出資するファンドで、一般社団法人日本スタートアップ支援協会（大阪府池田市、2016 年設立）との共同 GP。主にスタートアップ企業に投資し、投資先は出資者である経営者から直接アドバイスを受けることができる。ファンド総額は 3 億円からスタートするが、金融機関や事業会社などからの出資も予定されており、10 億円を目途に募集を継続するとしている。当社は地方創生ファンドと CVC ファンドの設立に注力しており、IPO を EXIT の基本とする純粋なベンチャーファンドの設立は 2013 年 8 月のえひめベンチャーファンド 2013 以来となる。当社の出資比率は現状不明だが、10%未満のようで地方創生ファンドなどよりやや高めという程度のもよう。

業　　績

同じく5月に設立したかんしん事業承継支援ファンドは、第一勧業信用組合（東京都新宿区）との4本目となる地方創生ファンドで、後継者難に悩む中小企業の事業承継支援に特化したファンド。当社が事業承継支援ファンドを設立するのは初めてで、地方創生ファンドのレパートリーが広がった。

旗艦ファンドの清算が完了

一方、旗艦ファンドで清算期間中だったFVCグロースファンド（2005年8月設立、出資金総額100億円）の全財産の分配が5月10日に完了した。結果、1Q末時点における運用中のファンドは19/3期末から1ファンド増の33ファンドとなり、ファンドの出資金総額（コミットメント総額）は130億円（前期末比93.9億円減）となった。ファンドの出資金総額は大幅減となり印象は良くないが、既にFVCグロースファンドは清算期間入りし、管理報酬がなくなっていたため、管理報酬に関しては業績への影響はない。

1Qの投資実行額は15社（前年同期比4社減）に対し、2.72億円（同1.0億円減）だった。1社当りの平均投資額は1,813万円（同145万円減）となる。前年同期にはCVCファンドからとみられる1件で1.02億円の大きな投資があったにもかかわらず、1社当り平均投資額は概ね同水準となった。

業　　績

（単位）百万円

四半期損益計算書（連結）	18/3				19/3				20/3
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
売上高	84	381	105	186	212	78	77	206	83
営業投資有価証券売上高（①）	18	301	14	66	144	0	1	100	0
営業投資有価証券売却額（上場）	0	0	0	0	0	0	0	0	0
営業投資有価証券売却額（未上場）	18	300	15	66	143	1	1	100	0
営業投資有価証券利息・配当金	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資事業組合管理収入	40	55	71	58	48	54	55	69	64
コンサルティング収入	9	7	8	22	7	10	8	23	6
コワーキング収入	14	15	12	11	12	12	12	13	12
その他	1	2	0	30	0	2	0	1	0
売上原価	101	77	116	169	153	77	73	182	81
営業投資有価証券売上原価（②）	13	4	68	66	80	0	0	93	0
うち、営業有価証券減損額	0	0	64	0	0	0	0	0	0
投資損失引当金繰入額（▲は戻入）（③）	0	0	0	0	▲ 0	0	0	0	0
新規繰入（▲は戻入）	0	0	0	0	▲ 0	0	0	0	0
売却原価又は減損に係る戻入（▲）	0	0	0	0	▲ 0	0	0	▲ 0	0
その他	87	74	47	104	74	76	73	89	81
売上総利益	▲ 17	303	▲ 10	16	58	1	5	23	2
販管費	112	141	56	46	57	64	63	65	54
営業利益	▲ 129	162	▲ 66	▲ 29	1	▲ 62	▲ 59	▲ 41	▲ 52
ベンチャーキャピタル事業	▲ 39	293	▲ 15	10	－	－	－	－	－
コワーキング収入事業	▲ 38	▲ 26	▲ 2	▲ 2	－	－	－	－	－
調整額	▲ 51	▲ 106	▲ 49	▲ 38	－	－	－	－	－
営業外収益	0	1	12	▲ 11	16	8	10	2	29
営業外費用	0	0	0	7	0	0	0	1	0
経常利益	▲ 128	162	▲ 55	▲ 46	17	▲ 54	▲ 49	▲ 39	▲ 22
特別利益	232	0	7	0	0	0	0	0	0
特別損失	0	74	172	97	0	0	0	70	0
税金等調整前当期純利益	104	88	▲ 220	▲ 142	17	▲ 54	▲ 49	▲ 110	▲ 22
法人税等	1	3	12	1	0	2	2	2	▲ 1
非支配株主に帰属する純利益	▲ 1	132	▲ 25	▲ 2	38	▲ 1	1	4	▲ 0
親会社株主に帰属する純利益	104	▲ 48	▲ 207	▲ 142	▲ 20	▲ 58	▲ 51	▲ 115	▲ 20
営業投資関連損益（①－②－③）	5	297	▲ 54	0	64	▲ 0	1	7	▲ 0

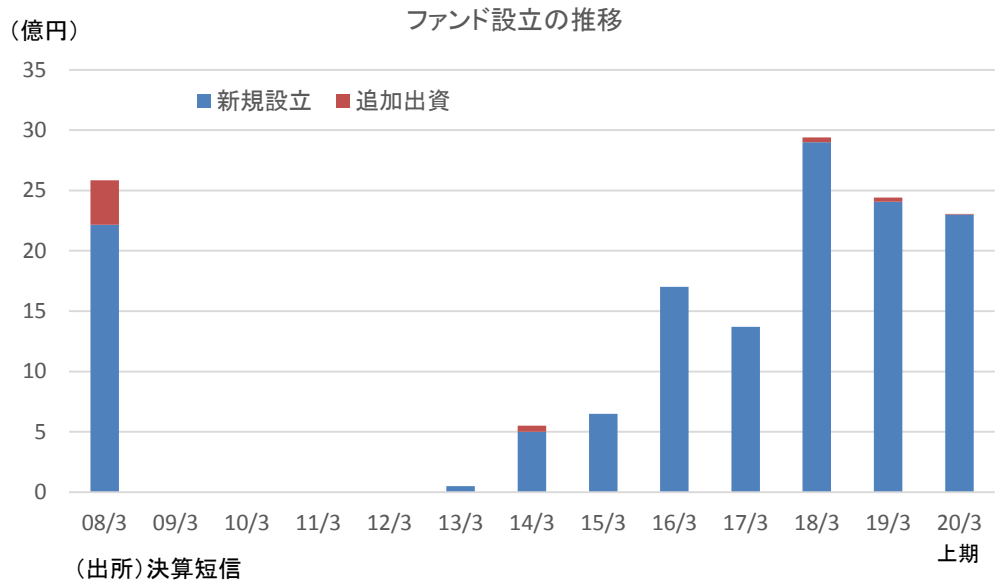
（注）17/3期4Qからファンドの持分のみを計上する方法に会計処理を変更

（単位）百万円

四半期要約貸借対照表（連結）	18/3				19/3				20/3
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
総資産	3,665	3,787	3,420	3,224	3,198	3,020	3,014	3,021	2,884
流動資産	3,389	3,029	2,521	2,440	2,420	2,217	2,203	2,307	2,168
現預金	2,905	2,523	2,140	2,201	2,239	2,044	1,962	2,139	2,004
営業投資有価証券	383	377	337	216	141	147	211	124	128
投資損失引当金	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 1
その他	101	129	44	23	39	26	29	43	37
固定資産	276	757	899	783	777	802	811	714	716
投資その他の資産	242	750	893	778	772	795	803	705	707
投資有価証券	na	658	179	63	65	66	65	20	20
関係会社株式	na	na	642	632	623	629	636	637	637
その他	na	na	71	82	83	98	100	46	49
その他	34	7	6	5	5	7	8	9	9
負債	129	223	87	183	138	136	77	202	150
有利子負債	0	0	0	0	0	0	0	0	0
流動	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他	129	223	87	183	138	136	77	202	150
純資産	3,535	3,563	3,333	3,041	3,059	2,884	2,936	2,819	2,734
うち、非支配株主持分	247	321	294	161	194	70	173	176	111
（自己資本）	3,287	3,242	3,034	2,873	2,856	2,801	2,748	2,628	2,607
（自己資本比率）（%）	89.7	85.6	88.7	89.1	89.3	92.8	91.2	87.0	90.4

（出所）決算短信をもとにIFIS作成

業　　績



（出所）決算短信
（注）09/3期～12/3期は新規設立、追加出資ともなし

17/3期以降のファンドレイズ（追加出資を含まず）

設立日	ﾌｧﾝﾄﾞ名称	ファンドの種類	ﾌｧﾝﾄﾞ総額（百万円）	当社出資（百万円）	運用期間（年）	有限責任組合員（LP）
2016/4/28	京都市ｽﾀｰﾄｱｯﾌﾟ支援	地方創生	260	10	約10	京都信金、京都中央信金、京都ﾘｻｰﾁﾊﾟｰｸ
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ﾌﾟｱｯﾌﾟ	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	ｲﾉﾍﾞｰｼｮﾝ創出	CVC	500	5	na	阿波製紙
17/3期合計			1,370	20		―
2017/5/1	ｳｨﾙｸﾞﾙｰﾌﾟ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	ｲﾉﾍﾞｰｼｮﾝC	地方創生	500	5	約10	京都信金
2019/1/11	秋田再生可能エネルギー	地方創生	210	2	8	秋田県信組
2019/1/17	しらうめ第1号（注4）	地方創生	200	2	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	96	1	8	北上信金
2019/3/22	KOBEスタートアップ育成1号ファンド	CVC	300	3	約10	デジアラキャピタル＆パートナーズ（注5）、ほか
2019/3/29	ｳｨﾙｸﾞﾙｰﾌﾟHRTech2号	CVC	1,000	18	na	ウィルグループ
19/3期合計			2,406	36		―
2019/5/1	日本スタートアップ支援1号（注6）	ベンチャー	300	na	8	上場企業経営者20名以上など
2019/5/31	かんしん事業承継支援（注7）	地方創生	300	na	約10	第一勧業信組、全国信用協同組合連合会
2019/8/5	SUWASHIN地域応援ファンド1号	地方創生	500	na	8	諏訪信金
2019/9/20	地域とトモニ1号	地方創生	701	na	約9	徳島銀行、香川銀行
2019/9/30	おおさか事業承継・創業支援	地方創生	500	na	10	大阪信金、大阪信用保証協会
20/3期上期合計			2,301	na		―

（出所）決算短信、有価証券報告書、当社及び有限責任組合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）、（注7）の3ファンドは恒信サービス（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
（注5）当社の持分法適用関連会社であるデジアラホールディングスの子会社
（注6）（一社）日本スタートアップ支援協会との共同GP

業　　績

これまでのところ ZMP を含め投資先の上場承認はない

● 20/3 期業績予想

10 月末時点でも投資先企業の IPO はなく、上場承認の発表もない。切望される ZMP の IPO 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 3 年近くも経過したが、未だに音沙汰がない。これまで ZMP が IPO した場合の業績の目安を示すために ZMP の IPO を大前提にした業績予想を行ってきたが、今期も残り少なくなってきたため、ひとまず今回は業績予想に織り込まないことにした。ZMP に投資する FVC グロース二号ファンド（ファンド総額 9.5 億円）やあおもりクリエイトファンド（同 17.72 億円）といった延長期間に入っているファンドには IPO の可能性がある投資先が ZMP 以外にもないわけではないようだが、業績予想には織り込まなかった。これら延長期間中の 2 ファンドにおける未上場株の流動化は峠を越しているとみられ、未上場株式の売却損益が大きくなる可能性は低いとみる。投資先の IPO が当期中に実現しなければ、ファンドの管理報酬などで固定的費用をカバーし切れず、赤字が継続しよう。

米国事業から完全撤退

9 月 30 日に米国子会社の FVCA Holdings 及びその連結子会社の FVC Americas の全株式を米国の個人に譲渡したと発表。譲渡額は百万円未満。これに伴い 2Q 累計（4-9 月）決算において特損が 6 百万円計上される見込み（為替換算調整勘定の未実現評価損の実現によるもの）。3 月 14 日のリリースでは、FVCA Holdings から協業を目的に本体投資していたフィンテック企業の P2Binvestor（本社コロラド州）の譲渡により 33 百万円の譲渡益が発生するとされたが（既に減損処理により簿価がゼロになっていた）、同月 29 日に譲渡中止が発表されていた。結局、今回の譲渡では P2Binvestor の価値は評価されなかったことになる。

米国事業からは完全撤退となるが、既定路線で特にサプライズはない。CVC ファンドからは米国のベンチャー企業に投資しているようであるが、米国での拠点がなくなっても米国での投資に支障はないとしている。

新規設立の地方創生ファンドは大型化の傾向

2Q（7-9 月）のファンド設立は、地方創生ファンド 3 本、ファンド総額約 17 億円となった（前頁表参照）。これまで地方創生ファンドは 1～3 億円程度と非常に小粒だったが、2Q では 5～7 億円と大型化の傾向がみられる。当社の地方創生ファンドの認知度が地域金融機関の間で高まってきたことや、マイナス金利で地域金融機関の収益環境が非常に厳しいことがファンド大型化の追い風になっていると考えられる。一段の大型化に期待したい。

上期のファンド設立は 5 本、ファンド総額約 23 億円となり 19/3 期通期の約 24 億円に既に迫った。通期では前期を大幅に上回ることが期待できよう。

業　　績

地方創生ファンドからの投資先が注目を浴びる

当社が運営するえひめベンチャーファンド 2013（ファンド総額 5 億円、LP：愛媛銀行、当社出資比率 5.0%）の投資先である HIROTSU バイオサイエンス（代表取締役：広津崇亮氏）は 10 月 2 日に線虫がん検査「N-NOSE」の実用化に向けた最終調整として行うトライアルに久留米市、小郡市が自治体として初めて参加すると発表。この発表を受け 10 月 3 日に当社株はストップ高となった。

2016 年 8 月に設立された HIROTSU バイオサイエンスは、メディアに頻繁に取り上げられる注目のバイオスタートアップ企業。2018 年 7 月に第三者割当増資により 14 億円を調達しており、割当先 8 社の中にえひめベンチャーファンド 2013 が含まれていることが、HIROTSU バイオサイエンスや愛媛銀行のリリースなどから判明している（えひめベンチャーファンド 2013 の引受額は不明）。HIROTSU バイオサイエンスの本社は東京都港区だが、愛媛県松山市に松山 R&D センターを有しており、これが投資につながったとみられる。地方創生ファンドは LP の地域金融機関の営業エリア内のベンチャー企業を投資先とするが、この例のように必ずしも本社が所在していなくても支店や研究施設などの拠点がある場合も投資対象となる。

このように投資先企業が市場やメディアで注目されることは、ファンド募集にプラスに働こう。

将来、HIROTSU バイオサイエンスの IPO が実現した場合、ファンドへの出資比率が 5%にとどまるためキャピタルゲインは限定的となろうが、成功報酬が期待できよう。

安定収益を求め、引続き M&A を模索

2 度の増資で調達した資金の使用使途の一つに、本業とのシナジーが見込め且つ安定収益が得られる企業の M&A を掲げているが、第 1 号案件のデジアラホールディングス以降、M&A は実現していない。金融緩和の継続などを背景に M&A 市場の過熱が続いており、案件があっても価格面で投資目線に合わないようだ。

ただし、米中貿易摩擦などによる世界経済の減速などにより投資機会が訪れるかもしれず、高値掴みにならないように慎重姿勢を維持しながら引続き案件を模索していく方針。デジアラホールディングスの業績への寄与は本格化してきており、1 号案件は成功したといえる。第 2 号の M&A 実現に期待したい。

業　　績

ZMP の IPO を業績予想に織り込んだ

● 21/3 期連結業績予想

ZMP に投資する FVC グロース二号ファンドの再延長期間は 2020 年 12 月までであり、この時までに上場承認が下りない場合には、再々延長するか、未上場株のまま売却して回収を図るかなど、LP と協議して EXIT の方針を決めなければならない。

IFIS の業績予想では、当期に ZMP が上場し、キャピタルゲイン、成功報酬が全て計上されるとの前提を置いた。なお、FVC グロース二号ファンドは連結子会社のため成功報酬は投資事業組合管理収入には計上されず、非支配株主に帰属する純利益で調整される。ZMP 以外の IPO の可能性は織り込まなかった。自動運転は夢から現実の段階に移りつつあり、ZMP が IPO を果たした場合でも市場からどのように評価されるか楽観できないところはあるが、これまでも過度な期待を織り込んだ予想はしてこなかったため、ZPM 関連の収益は従来予想を踏襲した。

ファンドの管理報酬などの安定収益で固定費をカバーできるようになろう

● 22/3 期の業績の見方

ファンドの管理報酬を中心とする安定収益で固定的費用をカバーするには、20/3 期下期以降に 60～70 億円程度のファンド設立が必要と考えられる。21/3 期末までにはこの程度のファンド設立は可能とみられ、22/3 期からは IPO などによるキャピタルゲインがなくても若干の黒字を確保できるようになろう。近年設立したファンドの出資比率は低いため営業投資有価証券の残高は小さく、投資損失引当金が発生するようになっても、その額は僅少だろう。M&A 実現による安定収益の積み上げにも期待したい。

業　　績

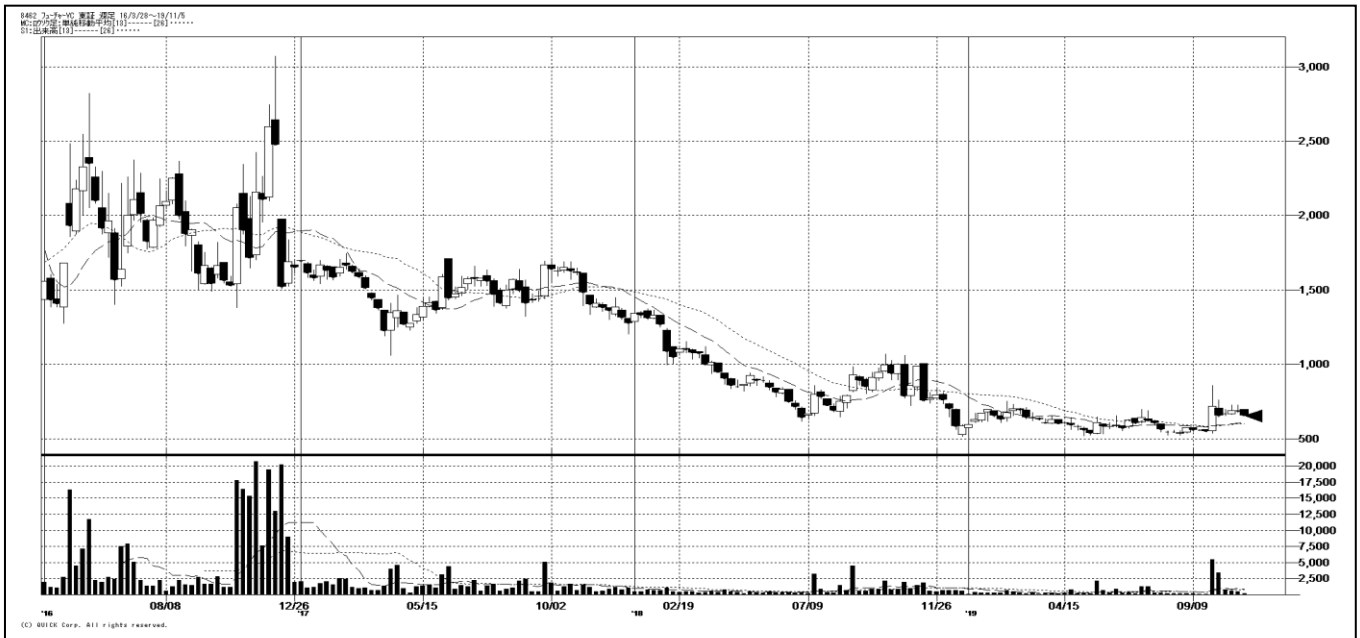
損益計算書　（単位）百万円

	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	17/3	18/3	19/3	20/3E	21/3E
	個別						連結				
売上高	475	412	462	601	417	278	365	756	573	428	3,143
営業投資有価証券売上高（①）	52	68	118	253	47	70	243	399	245	50	2,720
投資事業組合管理収入	383	309	291	300	322	161	73	224	226	275	320
コンサルティング収入	29	26	45	33	38	40	41	46	48	50	50
コワーキング収入	－	－	－	－	－	－	－	52	49	50	50
その他	11	8	6	13	8	6	6	33	3	3	3
売上原価	510	332	397	637	279	423	737	463	485	365	400
営業投資有価証券売上原価（②）	532	1,037	267	285	81	317	1,010	151	173	40	50
投資損失引当金繰入額（▲は戻入）	▲ 302	▲ 963	▲ 146	69	▲ 27	▲ 198	▲ 555	0	0	0	10
その他	279	259	275	281	226	301	282	312	312	325	340
人件費	130	132	131	135	136	152	na	na	na	－	－
経費	149	127	144	146	90	149	na	na	na	－	－
売上総利益	▲ 34	79	64	▲ 35	137	▲ 144	▲ 372	292	87	63	2,743
販管費	160	132	125	111	127	228	278	355	249	225	230
営業利益	▲ 194	▲ 52	▲ 60	▲ 147	10	▲ 373	▲ 650	▲ 62	▲ 161	▲ 162	2,513
営業外収益	3	3	5	1	5	0	0	2	36	75	90
営業外費用	40	33	30	27	27	29	36	7	1	0	0
支払利息	36	31	28	24	18	11	11	0	0	0	0
その他	4	2	2	3	8	18	25	7	1	0	0
経常利益	▲ 232	▲ 83	▲ 86	▲ 173	▲ 11	▲ 401	▲ 686	▲ 67	▲ 125	▲ 87	2,603
特別利益	330	199	0	0	0	0	0	239	0	0	0
特別損失	3	63	0	0	3	40	35	343	70	6	0
税金等調整前当期純利益	95	52	▲ 86	▲ 174	▲ 14	▲ 442	▲ 721	▲ 170	▲ 196	▲ 93	2,603
法人税等	10	9	8	8	7	4	4	17	6	5	282
非支配株主に帰属する純利益	－	－	－	－	－	－	▲ 234	104	42	5	1,051
当期純利益	84	43	▲ 94	▲ 182	▲ 21	▲ 446	▲ 491	▲ 293	▲ 244	▲ 103	1,269
営業投資関連損益（①－②－③）	▲ 178	▲ 6	▲ 3	▲ 101	▲ 7	▲ 49	▲ 211	248	72	10	2,660

要約貸借対照表（主要科目のみ表示）　（単位）百万円

	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	17/3	18/3	19/3	20/3E	20/3E
	個別						連結				
総資産	1,446	1,458	1,154	878	1,419	3,365	3,584	3,224	3,021	2,866	4,145
現預金	516	439	347	403	1,034	2,867	2,902	2,201	2,139	2,006	3,265
営業投資有価証券	1,966	1,246	886	630	501	178	394	216	124	100	110
投資損失引当金	▲ 1,114	▲ 302	▲ 156	▲ 226	▲ 198	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0
投資その他の資産	28	28	27	28	49	223	226	778	705	710	720
負債	1,129	1,099	958	776	637	133	153	183	202	150	160
有利子負債	959	874	781	596	511	0	0	0	0	0	0
短期	85	92	85	85	85	0	0	0	0	0	0
長期	874	782	696	511	426	0	0	0	0	0	0
純資産	316	359	196	102	782	3,231	3,431	3,041	2,819	2,716	3,985
（自己資本比率）（%）	20.7	23.5	15.8	11.3	54.9	96.0	88.8	89.1	87.0	90.4	93.1

（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。

			2017/3	2018/3	2019/3	2020/3 予（アナリスト）
株価推移	株価（年間高値）	円	3,075	1,715	1,074	-
	株価（年間安値）	円	1,277	940	517	-
	月間平均出来高	百株	217,702	56,590	31,551	-
業績推移	売上高	百万円	365	756	573	428
	営業利益	百万円	-650	-62	-161	-162
	経常利益	百万円	-686	-67	-125	-87
	当期純利益	百万円	-491	-293	-244	-103
	EPS	円	-62.68	-32.97	-27.51	-11.57
	ROE	%	-24.8	-9.7	-8.9	-4.0
貸借対照表主要項目	流動資産合計	百万円	3,326	2,440	2,307	-
	固定資産合計	百万円	258	783	714	-
	資産合計	百万円	3,584	3,224	3,021	-
	流動負債合計	百万円	113	152	171	-
	固定負債合計	百万円	39	30	30	-
	負債合計	百万円	153	183	202	-
	株主資本合計	百万円	3,170	2,879	2,634	-
	純資産合計	百万円	3,431	3,041	2,819	-
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	-390	72	11	-
	投資活動によるCF	百万円	-240	-586	50	-
	財務活動によるCF	百万円	2,921	-186	-123	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	2,902	2,201	2,139	-

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 19/3 期末で従業員数が 39 人（前期末比 4 人増）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。

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　⇒　https://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/index.html