

フューチャーベンチャーキャピタル

(8462・JASDAQスタンダード) 2020年12月29日

投資先の IPO に伴い 2Q に成功報酬を計上

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	京都市中央区
代表者	松本 直人
設立年月	1998/09
資本金 (2020/09/30 現在)	1,500 百万円
上場日	2001/10/10
URL	http://www.fvc.co.jp
業種	証券業

主要指標 2020/12/25 現在

株価	646 円
年初来高値	1,103 円 (20/01/21)
年初来安値	449 円 (20/04/06)
発行済株式数	8,902,600 株
売買単位	100 株
時価総額	5,751 百万円
予想配当 (会社)	未定
予想EPS (アナリスト)	-18.76 円
実績PBR	2.36 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。20/3 期末時点の累計投資社数は 602 社、投資残高は 54.4 億円 (251 社)。投資先の IPO 実績は足元で 24 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、本業とシナジーがあり安定収益を生む企業の M&A を模索中。

約 3 億円の減損損失の半分を成功報酬で埋める

21/3 期 2Q (4-9 月) の純利益は▲158 百万円 (前年同期比 115 百万円の赤拵)。2 月に約 3 億円の直接投資を行った H.I.F (エイチ・アイ・エスのグループ会社でファクタリングなどを手掛ける) に関し、1Q (4-6 月) に減損損失 299 百万円を計上。イベント会社に架空の売掛債権を売り付けられ 10 数億円が回収不能となり債務超過に陥ったことに伴う措置。当社には痛い損失となった。7 月に運営する 2 ファンドから投資している KIYO ラーニングが東証マザーズに上場。同社株売却に伴い 2Q (7-9 月) に成功報酬 150 百万円を計上。減損損失の半分を埋めた。

コロナ禍を受けファンド設立に遅れ

2Q 累計のファンド設立は 3 ファンド、8.6 億円にとどまった。地域金融機関がコロナ禍を被った取引先企業の資金繰り支援に追われ、地方創生ファンドの設立活動に遅れが生じたという。下期もこれまでのところファンド設立がなく今後の挽回に期待したい。待望の ZMP の上場承認は未だなく、下期には好悪とも大きなイベントはないとみる。その場合、通期の最終赤字は 2Q 累計から若干拡大しよう。ZMP に投資する FVC グロース二号ファンドは 2020 年 12 月に再延長期間の満了を迎えたが、さらに延長され、引続き ZMP 株を 180 万株保有している。

業績動向	売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	
2020/3 実績	454	-20.8	-102	赤縮	-14	赤縮	-37	赤縮	-4.17	
2021/3	会社予想 (2020年5月発表)	非開示								
	アナリスト予想	635	39.9	-208	赤拵	-137	赤拵	-167	赤拵	-18.76
2022/3	アナリスト予想	3,185	5.0 倍	2,603	黒転	2,693	黒転	1,349	黒転	151.59

会社概要

会社概要

● 会社概要

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 VC。バイアウト投資などは原則行わず、伝統的な VC 業務に特化している。20/3 期末時点の累計投資社数は 602 社（累計投資金額 298 億円）、投資先の IPO 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ポート出資や、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（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創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

● 近年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。
- ・2020年5月21日：繰越利益剰余金の欠損補填、課税標準の抑制を目的に減資を実施。発行済株式数や純資産額は変わらず、株主価値に変化はない。

（注）日付はいずれも決議日

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）デジアラ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

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
	12月	持分法適用会社のおもりクリエイティブファンドの出資持分取得により連結子会社化
2019年	7月	東京都港区に東京事務所を移転
	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（2020年9月30日現在）

	株主	所有株式数 (株)	所有比率 (%)
1	SBI証券	300,300	3.37
2	楽天証券	183,000	2.06
3	松井証券	174,300	1.96
4	土師 裕二	60,000	0.67
5	渡邊 定雄	47,600	0.53
6	北川 清隆	43,200	0.49
7	大塚 英示	41,200	0.46
8	auカブコム証券	39,400	0.44
9	長倉 貴子	39,000	0.44
10	日本証券金融	37,700	0.42
	計	965,700	10.85

（出所）有価証券報告書

（注）1、2、3、8、10位に証券会社、日証金が入っているのは、信用取引の担保として当社株を受入れているため。

4、5、6、7、9位の個人株主は、特に当社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、ベンチャー企業への支援メニュー拡充を図っている。

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 期に再統合された。

一時、海外展開を志向したが、再び国内特化

▶ ベンチャーキャピタル事業

国内で事業展開している。2015 年と 2016 年のエクイティファイナンスで調達した資金を活用して海外展開を目指し、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の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。連結子会社 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。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ポート出資を行う。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、通常10年程度。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、プリンシパル投資は原則、行っていないが、ファンドのクローズ時に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。上場企業との株式交換もIPOに近い形態といえる。2020年9月末時点の累計投資社数627社の中でIPOを果たしたのは24社。このほか上場企業との株式交換が2社ある。単純計算だと上場確率は4.1%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。

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。

ファンドの特徴として、地方、アーリーステージの投資が多い

ファンド運営に係る当社の収益は、管理報酬、設立報酬、成功報酬、当社出資持分に対するキャピタルゲインとなる。

▶ 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。

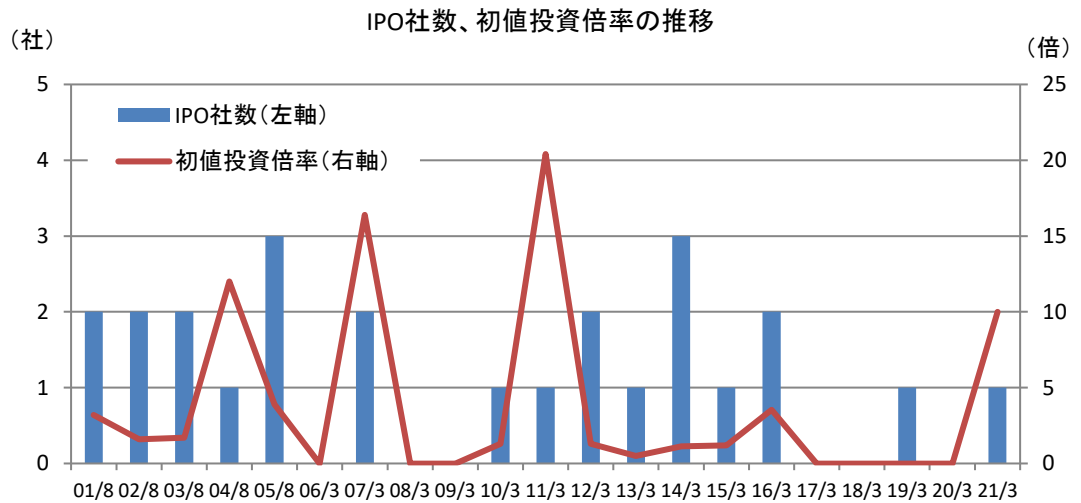
投資先の業種では、東京での投資が比較的少ないこともあり、IT関連や医療・バイオの比率が比較的低い。一方、地方ではものづくりを得意とする企業が多いためメーカーの比率が比較的高い。

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おり、東京のベンチャー企業への投資も増えている。

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спанション、レターステージへの投資は、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。

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。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り、最終投資倍率がマイナスだったファンドが多かったとみられる。

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)。21/3期は12月末現在。

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	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。2019年11月に出前館に社名変更。
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 ティウエスタ・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。2014年11月にファイナ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 クレストック	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	
24 KIYOラーニング	7353	2020	7 東証マザーズ	千代田区	サービス	

(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

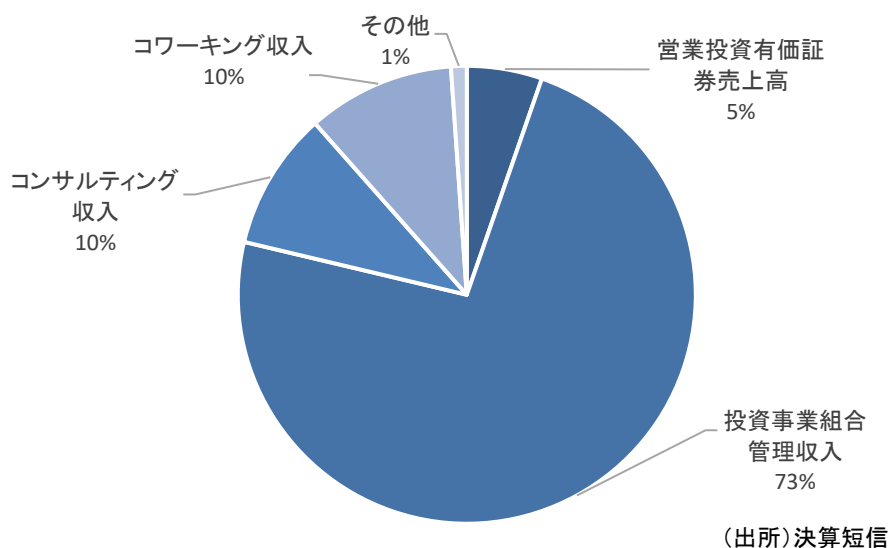
● 拠点網

京都本社、東京事務所（港区六本木）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緊密にしているほか、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（20/3 期）



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。

2017年1月に
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（持分法適用としたあおりクリエイティブファンドについては2018年12月に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。FVCグロースファンドは2019年5月に清算完了により連結除外となった）。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。その後に設立しているファンドは出資比率を数%に抑えているため、持分法適用となる。

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。

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

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、当社出資持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3%。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。ただし、延長期間に入ると、通常、フィー料率は大幅に引き下げられる。2020年9月末時点のファンドのコミットメント総額は、43ファンドで185億円（地方創生ファンド85億円、CVCファンド62億円、ベンチャーファンド38億円）となっている。

ファンド設立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もよう。フィー料率はファンドのコミットメント総額の1%程度とみられる。

投資先の EXIT 毎に成功報酬を貰える組合契約が増加

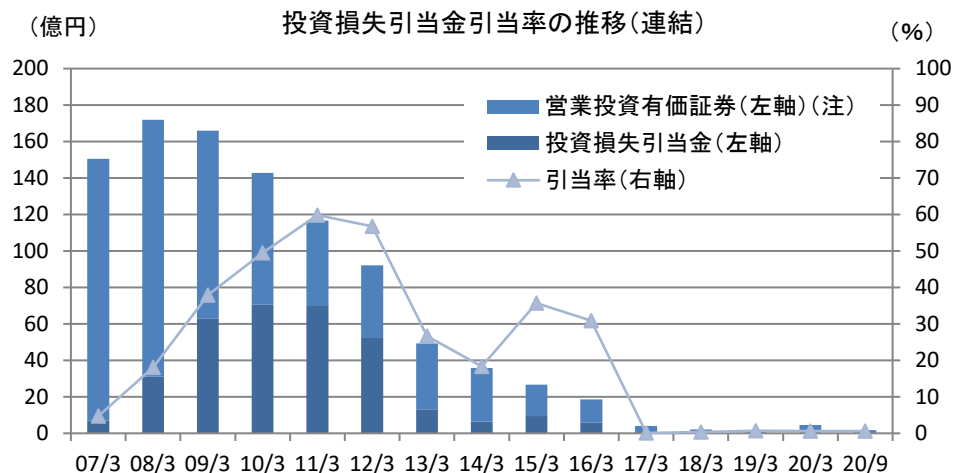
IPO などにより EXIT しキャピタルゲインを得た場合、従前は、当初設定したコミットメント額の超過部分の 20~30%程度を成功報酬として受領することになっている組合契約が多かった。近年は個別案件の EXIT 毎に受領できる契約が増えているようである。一方、成功報酬がない契約もある。

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（連結子会社の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、経営基盤の脆弱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繰入れる。破綻したり回収可能性が著しく低下した場合には、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 グループ (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ては行っていない。

下図のように 17/3 期から引当金、引当率は極めて低くなっている。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へ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(2020年9月末で166百万円)、投資損失引当金を引当てするのは通常、投資実行からある程度時間が経過してからであること、などによる。2020年9月末の投資損失引当金は6百万円、引当率は4.0%。



(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

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。4Q（1-3月）の売上高が多いという季節性がある。

コワーキング施設（シェアオフィス）のうち運営受託形式の大阪市と盛岡市の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。コンサルティング収入のうち、過半は実質的にコワーキング収入とみられる。

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の会費（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、京都市の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

コロナ禍でも2020年度のIPO社数は前年度並みの90社程度になりそう

初値騰落率は非常に好調

投資時のバリュエーションはやや沈静化

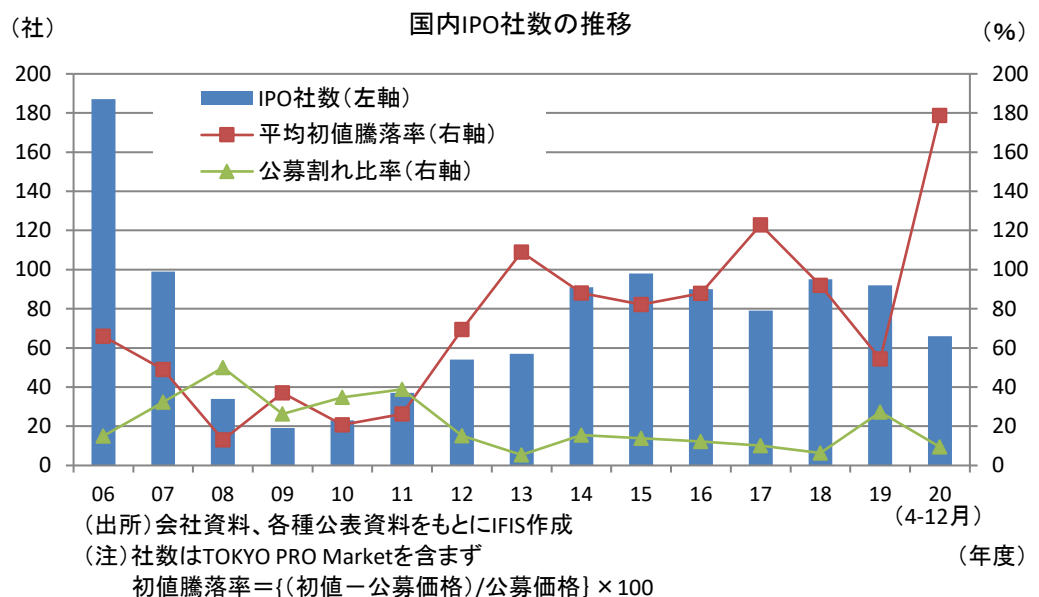
新型コロナの感染拡大を受けた2~3月の株式市場の急落や政府の緊急事態宣言発令を受け、4~5月のIPO市場はほぼ完全にクローズ状態だったが、6月後半からIPOが再開され、2020年度上期(4~9月)の国内IPO社数(TOKYO PRO Market 上場を含まず)は27社(前年同期比2社減)となった。3Q累計(4~12月)では66社(同1社増)となる。近年のIPO社数は概ね年間90社前後で推移しているが、結局、2020年度も90社程度になりそうな状況。

世界各国の中央銀行による金融緩和や大規模な財政出動などを受け、株式市場は3月後半から急反発し、コロナの感染が再拡大している足元でもコロナ前の水準を上回って底堅く推移している。好調な株式市場を背景に、初値騰落率(初値/公募価格)は12月25日までに上場した64社の単純平均で2.8倍と非常に高くなった。コロナを受け2019年度の初値騰落率は米中貿易摩擦などを受け54.3%と勢いが鈍っていたが、再点火した格好。上期上場の27社に限れば初値騰落率は3.5倍にもなる。コロナ禍を受け公募価格が抑えられたことや、4~5月のIPOがほぼなく需給が逼迫したことによる。

64社のうち初値が公募価格を下回ったのは6社、公募割れ比率は9.4%と低水準。公募割れした6社のうち2社は、雪国まいたけ(東証1部:1375)、ローランド(東証1部:7944)といった再上場組だった。

金融緩和によるカネ余りや、CVCファンドの広がりなどを受け、投資時のバリュエーションは非常に高騰した状態が続いていたが、さすがにコロナ禍を受け、バリュエーションは落ち着きをみせているようである。

EXITの環境が良好な一方、投資時のバリュエーションが低下することはVCにとって好ましい状況である。



VC市場の動向

2020年度IPO一覧(12月25日現在)

	上場月日	市場	コード	社名	業種	公募価格 (円)	初値 (円)	初値騰落率 (%)	時価総額(億円)			
									初値	12/25終値		
1	4	6	マザーズ	7317	松屋アールアンドディ	輸送用機器	910	838	▲ 7.9	21	163	
2		24	マザーズ	4497	ロコガイド	情報・通信	2,000	4,605	130.3	432	295	
3		24	マザーズ	4052	フィーチャ	情報・通信	520	4,710	805.8	254	81	
4		24	マザーズ	7689	コパ・コーポレーション	卸売業	2,000	4,530	126.5	123	156	
5		26	マザーズ	4496	ユマスOneホールディングス	情報・通信	1,600	6,970	335.6	262	233	
6		29	JQS	6599	エブレ	電気機器	1,350	5,000	270.4	76	44	
7		30	マザーズ	7351	グッドパッチ	サービス業	690	2,757	299.6	197	178	
8		7	マザーズ	7352	Branding Engineer	サービス業	490	2,920	495.9	149	48	
9		10	JQS	4499	Speee	情報・通信	2,880	5,150	78.8	502	297	
10		15	マザーズ	4051	GMOフィナンシャルゲート	情報・通信	2,540	6,550	157.9	251	647	
11		15	マザーズ	4495	アイキューブシステムズ	情報・通信	3,120	9,430	202.2	486	279	
12		15	マザーズ	7353	KIYOラーニング	サービス業	2,300	5,360	133.0	114	214	
13		31	マザーズ	4053	Sun Asterisk	情報・通信	700	1,209	72.7	437	851	
14		31	マザーズ	4054	日本情報クリエイト	情報・通信	1,300	2,210	70.0	147	448	
15		3	マザーズ	4883	モダリス	医薬品	1,200	2,520	110.0	685	574	
16		7	マザーズ	4055	ティアンドエス	情報・通信	2,800	7,010	150.4	122	201	
17		20	マザーズ	4056	ニューラルポケット	情報・通信	900	5,100	466.7	702	746	
18		25	マザーズ	4057	インターファクトリー	情報・通信	960	5,080	429.2	187	105	
19		17	東1	1375	雪国まいたけ	水産・農林業	2,200	2,100	▲ 4.5	836	683	
20		24	JQS	4930	グラフィコ	化学	4,090	9,560	133.7	84	40	
21		24	マザーズ	4058	トヨクモ	情報・通信	2,000	9,020	351.0	451	259	
22		24	JQS	4059	まぐまぐ	情報・通信	810	3,400	319.8	92	50	
23		25	東2	2932	STIフードホールディングス	食料品	1,900	2,080	9.5	110	240	
24		25	マザーズ	4933	I-ne	化学	2,890	3,250	12.5	270	293	
25		28	マザーズ	4060	rakumo	情報・通信	1,250	3,800	204.0	201	100	
26		29	マザーズ	4011	ヘッドウオーターズ	情報・通信	2,400	28,560	1,090.0	263	121	
27		30	マザーズ	4012	アクシス	情報・通信	1,070	5,700	432.7	116	76	
28		2	マザーズ	2987	タスキ	不動産業	670	5,060	655.2	268	151	
29		5	東1	7354	ダイレクマーケティングミクス	サービス業	2,700	2,600	▲ 3.7	521	513	
30		13	マザーズ	4013	日通システム	情報・通信	3,000	5,500	83.3	552	262	
31		16	JQS	7692	アースインフィニティ	小売業	1,970	10,410	428.4	313	117	
32		27	マザーズ	4014	カラダノート	情報・通信	450	1,890	320.0	113	119	
33		28	マザーズ	7097	さくらさくプラス	サービス業	2,330	3,435	47.4	141	108	
34		28	マザーズ	4934	プレミアアソシエイティング	化学	4,140	5,670	37.0	493	748	
35		30	マザーズ	7356	Retty	サービス業	1,180	1,611	36.5	174	189	
36		19	マザーズ	4015	アララ	情報・通信	1,400	3,080	120.0	188	136	
37		25	JQS	4016	MITホールディングス	情報・通信	690	3,590	420.3	71	35	
38		26	JQS	7357	ジオコード	サービス業	1,250	3,025	142.0	74	50	
39		27	マザーズ	4017	クリーマ	情報・通信	3,570	4,850	35.9	295	285	
40		30	東2	4494	バリオセキア	情報・通信	2,250	2,150	▲ 4.4	80	65	
41		15	マザーズ	4019	スタメン	情報・通信	880	2,051	133.1	172	124	
42		15	東2	9145	ビーイングホールディングス	陸運業	1,000	1,479	47.9	83	87	
43		16	マザーズ	6612	パルミュージダ	電気機器	1,930	3,150	63.2	243	384	
44		16	マザーズ	7092	Fast Fitness Japan	サービス業	2,250	3,000	33.3	325	442	
45		16	東1	7944	ローランド	その他製品	3,100	2,954	▲ 4.7	807	855	
46		17	東2	6229	オーケーエム	機械	1,220	1,300	6.6	56	75	
47		17	マザーズ	4165	ブレイド	情報・通信	1,600	3,190	99.4	1,178	1,255	
48		17	マザーズ	4166	かっこ	情報・通信	2,020	7,890	290.6	203	133	
49		17	JQS	4935	リベルタ	化学	1,200	2,120	76.7	61	39	
50		17	マザーズ	4020	ビートレンド	情報・通信	2,800	10,010	257.5	102	65	
51		18	マザーズ	4167	ココベリ	情報・通信	1,600	3,610	125.6	261	382	
52		18	マザーズ	7031	インバウンドテック	サービス業	5,700	7,300	28.1	61	47	
53		21	マザーズ	7694	いつも	小売業	1,540	3,610	134.4	194	212	
54		21	東1	7358	ホビンスホールディングス	サービス業	2,850	2,679	▲ 6.0	262	248	
55		22	マザーズ	4168	ヤブリ	情報・通信	3,160	5,240	65.8	611	573	
56		22	マザーズ	4170	Kaizen Platform	情報・通信	1,150	1,170	1.7	180	234	
57		22	マザーズ	7342	ウェルズナビ	証券業	1,150	1,725	50.0	775	1,062	
58		23	マザーズ	7695	交換できるくん	小売業	2,050	4,615	125.1	100	69	
59		23	マザーズ	4169	ENECHANGE	情報・通信	600	2,400	300.0	138	183	
60		24	マザーズ	7359	東京通信	サービス業	1,250	2,484	98.7	122	99	
61		24	JQS	4171	グローバルインフォメーション	情報・通信	1,210	2,580	113.2	67	78	
62		25	JQS	4172	東和ハイシステム	情報・通信	2,300	5,300	130.4	114	93	
63		25	マザーズ	4881	ファンベップ	医薬品	650	715	10.0	119	130	
64		25	東2	6230	SANEI	機械	2,200	3,525	60.2	78	63	
65		28	マザーズ	4884	クリングルファーマ	医薬品	1,000	上場前	-	-	-	
66		29	マザーズ	7360	オンデック	サービス業	1,550	上場前	-	-	-	
								上期(4-9月)上場27社平均		254.7		

20/3 期業績は好調なファンド設立などを受け収支均衡に近付いた

● 20/3 期業績解説

20/3 期業績を振り返っておくと、売上高 454 百万円（前期比 20.8%減）、営業利益▲102 百万円（同 59 百万円の赤縮）、経常利益▲14 百万円（同 111 百万円の赤縮）、純利益▲37 百万円（同 207 百万円の赤縮）。

投資先の IPO がなかったほか、ファンドのクローズに向けた未上場株式の流動化も 19/3 期で一巡したため、営業投資有価証券売却額は 1 百万円（前期比 243 百万円減）と僅少だった。19/3 期も上場株式の売却はなかったが（投資先の IPO が 1 社あったものの流動性がほぼない TOKYO PRO Market への上場だった）、旗艦ファンドだった FVC グロースファンド（2005 年 8 月設立、出資金総額 100 億円）のクローズなどに伴う未上場株式の売却が 245 百万円（キャピタルゲイン 72 百万円）と比較的多かった。

一方、①業績が好調な投資先からの配当金が 22 百万円あった（19/3 期はなし）、②ファンド設立が好調だったことにより安定収益の管理報酬が伸び、投資事業組合管理収入が 331 百万円（前期比 105 百万円増）と拡大した、③持分法適用会社のデジアラホールディングスの業績が好調で、持分法投資利益が 88 百万円（同 58 百万円増）と急伸した、ことなどから純利益は収支均衡に近付いた。

投資損失引当金繰入額は 1 百万円とコロナ禍による投資先企業の業況悪化が懸念されるどころだったが、引当を増やすことはなかった。

ファンド設立は活発だった

ファンド設立は 9 ファンド、50.3 億円（前期比 26.2 億円増）と好調だった（このほか 2 ファンドで追加出資が 34 百万円あった）。ロボットものづくりスタートアップ支援ファンドが 17 億円と近年では大型のファンドとなり、全体を上げた。

期末の運用ファンド数は 40 ファンド（前期末比 8 ファンド増）、出資金総額は 174 億円（同 49.8 億円減）となった。FVC グロースファンド（出資金総額 100 億円）の清算完了により出資金総額は大幅減となったが、当該ファンドは清算期間に入って管理報酬が発生しなくなっていたため収益には影響しない。

投資実行額は 88 社に対し、20.4 億円（前期比 9.1%増）。近年、ファンド設立を進めてきたことを受け増加した。1 社当たり投資実行額は 2,324 万円（同 4.2%増）だった。

約 3 億円の本体投資を実行

2 月 4 日に業務提携を主目的として H. I. F に対して本体投資約 3 億円を実行したとリリースされた。同社はエイチ・アイ・エス（9603）のグループ会社でファクタリングを行う決済代行会社。これにより期末の営業投資有価証券は 457 百万円（前期末比 333 百万円増）と急増した。

業 績

2Q の投資先企業の IPO に伴う成功報酬 1.5 億円により 1Q に計上した減損損失約 3 億円の半分以上を埋める

約 3 億円の減損損失の遠因はコロナといえる

投資先の KIYO ラーニングが上場

● 21/3 期 2Q 累計（4-9 月）業績解説

21/3 期 2Q 累計業績は、売上高 396 百万円（前年同期比 93.1%増）、営業利益▲167 百万円（同 91 百万円の赤拵）、経常利益▲131 百万円（同 108 百万円の赤拵）、純利益▲158 百万円（同 115 百万円の赤拵）。

1Q(4-6 月)は直接投資先の H. I. F の減損損失 299 百万円の計上により 311 百万円の営業赤字となったが、2Q（7-9 月）に投資先企業の KIYO ラーニング（7353）の IPO に伴い成功報酬 150 百万円を計上し、営業赤字幅は概ね半減した。成功報酬については、IPO のあった 7 月 15 日に売出に伴い 68 百万円、9 月 15 日に追加売却に伴い 82 百万円の計 150 百万円が発生したと開示されていたためサプライズはなく、想定範囲の決算となった。

H. I. F の減損損失、KIYO ラーニングに係る成功報酬というイベントがなければ、経常利益段階では若干の黒字だったことになる。

1Q に計上した減損損失 299 百万円の対象となったのは、約 3 億円の本体投資を 2 月に行ったばかりの H. I. F。全損処理となる。厳密に言うと H. I. F の過半数の株式を保有している H. I. F の代表取締役の資産管理会社に投資している。H. I. F は 12 月 4 日の日経新聞などの報道によると、取引先のイベント会社が架空の売掛債権を H. I. F に売り、債権の支払期限が迫ると新たに架空の売掛債権を売って返済に回す自転車操業を続け、累計で約 100 件の架空債権で約 45 億円を詐取し、10 数億円が未払いになっているという。イベント会社はオリンピック延期などにより資金繰りが悪化し、詐欺を働くに至ったとみられ、今回の減損損失はコロナが遠因といえよう。イベント会社の代表は 12 月 4 日に詐欺の疑いで逮捕された。H. I. F の自己資本は 5 億円余りで債務超過に陥っていることになる。6 月 11 日に 299 百万円の減損処理を行うとリリースしたのは、当社がこの時点で事件を把握したため。全損処理をしたため追加損失の懸念はない。H. I. F は金融機関の支援を受け事業を継続しており、将来、投資資金の回収が多少なりともできた場合は、簿価が備忘価額の 1 円になっているためキャピタルゲインとなる。

上期の投資先の IPO は東証マザーズに上場した KIYO ラーニングの 1 社だった。同社に対しては、かんしん未来ファンド（出資金総額 3 億円、当社出資比率 1%）から 3.70%、ウィルグループファンド（同 3 億円、同 1%）から 2.67%、計 6.37%の投資をしていた。これは、VC としては 7.60%を投資していたみらい創造機構（東京工業大学関連の VC）に次いで 2 位の比率。

KIYO ラーニングは個人向けオンライン資格講座などの提供を行っている会社で、コロナ関連銘柄と目されて投資家の人気を集め、IPO 後も株価は大幅に上昇した。

業 績

KIYO ラーニングの IPO に係る収益は上期で取り切ったとみられる

KIYO ラーニング株売却に伴い、成功報酬 150 百万円を計上したほか、2 ファンドの当社出資持ち分に係るキャピタルゲインを 7 百万円計上した。2 ファンドとも当社出資比率が 1%に過ぎないためキャピタルゲインは僅少だった。

KIYO ラーニング株については上期で売り切っているとみられ、今後、同社株に係る追加の収益計上はないだろう。

個別の投資先毎に成功報酬が得られたことは明るい材料

KIYO ラーニングに投資していたかんしん未来ファンド、ウィルグループファンドとも 2015 年（16/3 期）に設立されたファンド。リーマンショック以降中断していたファンド設立は 14/3 期から本格再開されたが、これらが徐々に EXIT の時期を迎えてきたといえる。ファンド設立再開後の当社の出資比率は押しなべて低いが、成功報酬がファンド清算後のパフォーマンスではなく個別の投資先毎に得られるようになっている組合契約が多いとみられ、実際に KIYO ラーニングの IPO 直後に成功報酬の計上が確認できたことはポジティブといえよう。なお、成功報酬はファンドの決算期に合わせ精算されるため 2Q 末時点では売掛金に計上されている。現金の収受は 4Q になるとみられる。

前期同様 2Q に業績好調な投資先からの配当があった

上期の営業投資有価証券売上高は 24 百万円（前年同期比 3 百万円増）。売上高を細分すると、KIYO ラーニング株の売却額 7 百万円（簿価は僅少でキャピタルゲインも 7 百万円）、未上場株売却額 1 百万円、営業投資有価証券利息・配当金 15 百万円。営業投資有価証券利息・配当金は、出資比率の高いファンドの投資先で業績好調な複数社からの配当とみられ、2Q に計上された。前期も 2Q に 21 百万円が計上されており、2Q のタイミングで計上されるようであり、来期以降も 2Q での計上が期待できるようだ。

安定収益の管理報酬は順調に拡大

投資事業組合管理収入は、333 百万円（前年同期比 2.3 倍、188 百万円増）。成功報酬は前年同期比 151 百万円増加したと開示されている。前年同期も若干の成功報酬があったとみられ、KIYO ラーニング株売却に伴う 150 百万円のほか、未上場株流動化に伴うものが数百万円あったもよう。ファンド設立は前年同期に比べ減少したため設立報酬は減少したとみられるが、安定収益の管理報酬は前期のファンド設立が活発だったことを受け順調に拡大した。

コンサルティング収入は、前年同期比横ばい。コワーキング収入は小幅減収。新規会員の入会シーズンの 3~5 月にコロナが直撃し、会員獲得活動ができず、退会による減収がそのまま響いた。2Q 以降、会員の退会と入会は均衡しているもよう。

業績

コロナ禍でもファンドからの投資先の減損や投資損失引当金の繰入は僅少

持分法適用のデジアラ社の業績はコロナの影響を受け一時的に停滞

先述のように本体投資先のH.I.Fの減損損失を299百万円計上したが、ファンドからの投資先企業に係る減損は2百万円(2Qに計上)、投資損失引当金繰入額は4百万円(1Qに1百万円、2Qに3百万円)とコロナ禍でも僅少だった。2Q末の営業投資有価証券は166百万円(前期末比294百万円減)とH.I.Fの減損処理により再びわずかとなっている。投資実行からの時間の経過とともに、今後、投資損失引当金繰入や減損損失は増加傾向になるとみられるが、ファンドへの当社の出資比率を抑え営業投資有価証券の残高が小さいため、当社のP/Lへの影響は限定的といえる。

2Q累計の持分法投資利益は35百万円(前年同期比18百万円減)。持分法適用関連会社はデジアラホールディングス1社のみ。住宅のエクステリア・外構空間の販売・施工等を手掛ける会社で、2017年11月に持分法適用化して以来、順調に業績を拡大してきたが、コロナ禍による外出自粛を受け工期が遅れ1Qの業績が落ち込んだ。おうち時間の増加を受け需要は堅調であり、2Qから業績は回復に向かっているが、例年、季節要因により4Qの売上高が少ないため、通期でも完全に挽回するのは難しいだろう。

半期損益計算書(連結)

(単位)百万円

	18/3		19/3		20/3		21/3	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期E
売上高	465	291	290	283	205	249	396	241
営業投資有価証券売上高	319	80	144	101	21	3	24	3
営業投資有価証券売却額(上場)	0	0	0	0	0	0	7	0
営業投資有価証券売却額(未上場)	318	81	144	101	0	1	1	2
営業投資有価証券利息・配当金	0	0	0	0	21	1	15	1
投資事業組合管理収入	95	129	102	124	145	186	333	183
コンサルティング収入	16	30	17	31	13	31	13	30
コワーキング収入	29	23	24	25	24	23	21	23
その他	3	30	2	1	0	5	3	2
売上原価	178	285	230	255	169	170	464	177
営業投資有価証券売上原価	17	134	80	93	0	0	304	2
うち、営業有価証券減損額	0	64	0	0	0	0	301	0
投資損失引当金繰入額(▲は戻入)	0	0	▲0	0	0	1	3	6
新規繰入(▲は戻入)	0	0	▲0	0	0	1	4	6
売却原価又は減損に係る戻入(▲)	0	0	▲0	0	0	▲0	▲0	0
その他	161	151	150	162	169	167	156	169
売上総利益	286	6	59	28	35	79	▲68	69
販管費	253	102	121	128	112	105	99	105
営業利益	33	▲95	▲61	▲100	▲76	▲26	▲167	▲41
営業外収益	1	1	24	12	53	35	35	36
うち持分法投資利益	0	1	22	8	53	35	35	36
営業外費用	0	7	0	1	0	0	0	0
経常利益	34	▲101	▲37	▲88	▲23	9	▲131	▲5
特別利益	232	7	0	0	0	2	0	0
特別損失	74	269	0	70	9	1	0	0
税金等調整前当期純利益	192	▲362	▲37	▲159	▲32	11	▲131	▲5
法人税等	4	13	2	4	0	5	20	2
非支配株主に帰属する純利益	131	▲27	37	5	10	▲1	6	2
親会社株主に帰属する純利益	56	▲349	▲78	▲166	▲43	6	▲158	▲9

(出所)決算短信をもとにIFIS作成

(注)EはIFIS予想

業績

四半期損益計算書(連結)

(単位)百万円

	18/3				19/3				20/3				21/3	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
売上高	84	381	105	186	212	78	77	206	83	122	117	132	111	285
営業投資有価証券売上高(①)	18	301	14	66	144	0	1	100	0	21	2	1	1	23
営業投資有価証券売却額(上場)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7
営業投資有価証券売却額(未上場)	18	300	15	66	143	1	1	100	0	0	1	0	0	1
営業投資有価証券利息・配当金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	21	0	1	0	15
投資事業組合管理収入	40	55	71	58	48	54	55	69	64	81	96	90	90	243
コンサルティング収入	9	7	8	22	7	10	8	23	6	7	6	25	7	6
コワーキング収入	14	15	12	11	12	12	12	13	12	12	12	11	10	11
その他	1	2	0	30	0	2	0	1	0	0	1	4	1	2
売上原価	101	77	116	169	153	77	73	182	81	88	85	85	377	87
営業投資有価証券売上原価(②)	13	4	68	66	80	0	0	93	0	0	1	▲1	300	4
うち、営業有価証券減損額	0	0	64	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	299
投資損失引当金繰入額(▲は戻入)(③)	0	0	0	0	▲0	0	0	0	0	0	1	0	0	3
新規繰入(▲は戻入)	0	0	0	0	▲0	0	0	0	0	0	1	0	1	3
売却原価又は減損に係る戻入(▲)	0	0	0	0	▲0	0	0	▲0	0	0	0	▲0	▲0	▲0
その他	87	74	47	104	74	76	73	89	81	88	83	84	75	81
売上総利益	▲17	303	▲10	16	58	1	5	23	2	33	32	47	▲266	198
販管費	112	141	56	46	57	64	63	65	54	58	45	60	44	55
営業利益	▲129	162	▲66	▲29	1	▲62	▲59	▲41	▲52	▲24	▲13	▲13	▲311	144
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	24	32	3	7	28
うち持分法投資利益	0	0	10	▲9	15	7	7	1	29	24	31	4	7	28
営業外費用	0	0	0	7	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
経常利益	▲128	162	▲55	▲46	17	▲54	▲49	▲39	▲22	▲1	19	▲10	▲304	173
特別利益	232	0	7	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0
特別損失	0	74	172	97	0	0	0	70	0	9	1	0	0	0
税金等調整前当期純利益	104	88	▲220	▲142	17	▲54	▲49	▲110	▲22	▲10	18	▲7	▲304	173
法人税等	1	3	12	1	0	2	2	2	▲1	1	3	2	▲4	24
非支配株主に帰属する純利益	▲1	132	▲25	▲2	38	▲1	1	4	▲0	0	0	▲1	▲0	6
親会社株主に帰属する純利益	104	▲48	▲207	▲142	▲20	▲58	▲51	▲115	▲20	▲13	14	▲8	▲299	141
営業投資関連損益(①-②-③)	5	297	▲54	0	64	▲0	1	7	▲0	20	1	2	▲300	17

四半期要約貸借対照表(連結)

(単位)百万円

	18/3				19/3				20/3				21/3	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
総資産	3,665	3,787	3,420	3,224	3,198	3,020	3,014	3,021	2,884	2,891	2,847	3,046	2,668	2,818
流動資産	3,389	3,029	2,521	2,440	2,420	2,217	2,203	2,307	2,168	2,160	2,084	2,284	1,939	2,046
現預金	2,905	2,523	2,140	2,201	2,239	2,044	1,962	2,139	2,004	1,973	1,905	1,794	1,716	1,695
営業投資有価証券	383	377	337	216	141	147	211	124	128	135	149	457	163	166
投資損失引当金	▲0	▲0	▲0	▲0	▲0	▲0	▲0	▲0	▲1	▲1	▲1	▲2	▲3	▲6
その他	101	129	44	23	39	26	29	43	37	53	31	35	63	191
固定資産	276	757	899	783	777	802	811	714	716	730	762	762	729	771
投資その他の資産	242	750	893	778	772	795	803	705	707	723	755	755	722	752
投資有価証券	na	658	179	63	65	66	65	20	20	20	21	18	18	18
関係会社株式	na	na	642	632	623	629	636	637	637	660	692	696	662	691
その他	na	na	71	82	83	98	100	46	49	42	41	41	40	42
その他	34	7	6	5	5	7	8	9	9	7	7	7	7	19
負債	129	223	87	183	138	136	77	202	150	163	106	315	237	241
有利子負債	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
流動	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他	129	223	87	183	138	136	77	202	150	163	106	315	237	241
純資産	3,535	3,563	3,333	3,041	3,059	2,884	2,936	2,819	2,734	2,727	2,740	2,731	2,431	2,577
うち、非支配株主持分	247	321	294	161	194	70	173	176	111	122	120	119	119	124
(自己資本)	3,287	3,242	3,034	2,873	2,856	2,801	2,748	2,628	2,607	2,591	2,605	2,597	2,298	2,438
(自己資本比率)(%)	89.7	85.6	88.7	89.1	89.3	92.8	91.2	87.0	90.4	89.6	91.5	85.3	86.1	86.5

(出所)決算短信をもとにIFIS作成

業 績

コロナの影響を受け
ファンド設立に遅れ

2Q 累計のファンド設立は、3 ファンド、出資金総額 8.6 億円（前年同期は 24.4 億円）。このほか追加出資が 3 ファンドで 2.4 億円あった。新規設立ファンドのうち、地方創生ファンドは 2 件、CVC ファンドは 1 件だった。

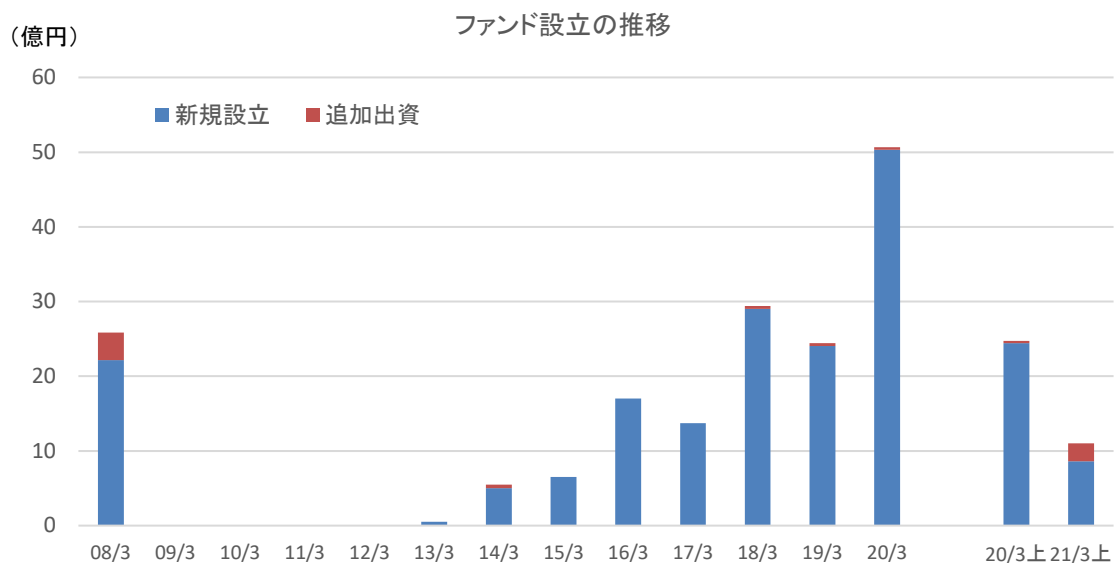
地方創生ファンドのほうわ創業・事業承継支援ファンドは、九州における初の地方創生ファンドとなる。投資エリアの拡大・分散に資するものとなる。もう 1 件の地方創生ファンドの京都市スタートアップ支援 2 号ファンドは、2016 年 3 月設立の 1 号ファンドの投資組入がほぼ完了したことに伴い後継ファンドとして設立されたもの。

CVC ファンドのブリッジベンチャーファンド 2020 もブリッジベンチャーファンド 2014（出資金総額 3 億円、当社出資比率 1%）の投資組入完了に伴い設立された後継ファンド。

ファンド設立が低調だったのは、コロナ禍により地域金融機関が地元企業の資金繰り支援に追われ、地方創生ファンド組成のための営業活動を行いにくい環境であったことによる。

下期はこれまでの
ところファンド設立
がない

ファンドが設立されるとほとんどの場合、当社からリリースが出されるが、下期のファンド設立はこれまでのところ確認できない。地域金融機関のコロナ対応は落ち着いてきたとみられ、今後の挽回に期待したい。ただし、11 月以降、コロナの感染が全国的に再拡大しているのは懸念材料であり、今後のファンド設立の動向を注視したい。



(出所)決算短信、ニュースリリース

(注)09/3期～12/3期は新規設立、追加出資ともなし

業 績

19/3期以降設立のファンド一覧(追加出資を含まず)

設立日	ファンド名称	ファンドの種類	出資金総額 (百万円)	当社出資 (百万円)	運用期間 (年)	有限責任組員 (LP)
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	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1)	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、ほか
2019/3/29	ウィルグループ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2)	ベンチャー	510	10	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3)	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
2019/8/5	SUWASHIN地域応援ファンド1号	地方創生	500	5	8	諏訪信金
2019/9/20	地域とトモニ1号	地方創生	701	1	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	1	10	大阪信金、大阪信用保証協会
2019/11/6	東日本銀行地域企業活性化	地方創生	300	3	10	東日本銀行
2019/12/16	ロボットものづくりスタートアップ支援	ベンチャー	1,700	100	10	菊池製作所、SMBCベンチャーキャピタル、事業会社、ほか
2020/1/29	京都想いをつなぐ	地方創生	330	5	10	京都府の3信金、京都信用保証協会
2020/1/30	WAOJE海外進出支援基金	地方創生	190	1	8	京都信用金庫、NCO shiga合同会社、第一勧業信用組合
20/3期合計			5,031	129		—
2020/6/22	ほうわ創業・事業承継支援	地方創生	300	na	8	豊和銀行
2020/7/1	ブリッジベンチャーファンド2020	CVC	300	na	10	非公表(印刷業)
2020/9/30	京都市スタートアップ支援2号	地方創生	260	na	10	京都信用金庫、京都中央信用金庫
21/3期上期合計			860	na		—

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

(注1)城南未来ファンドとの共同GP

(注2) (一社)日本スタートアップ支援協会との共同GP

(注3) 恒信サービス(第一勧業信組の100%子会社)との共同GP

投資実行もコロナ禍を受け地方創生ファンドで遅れ

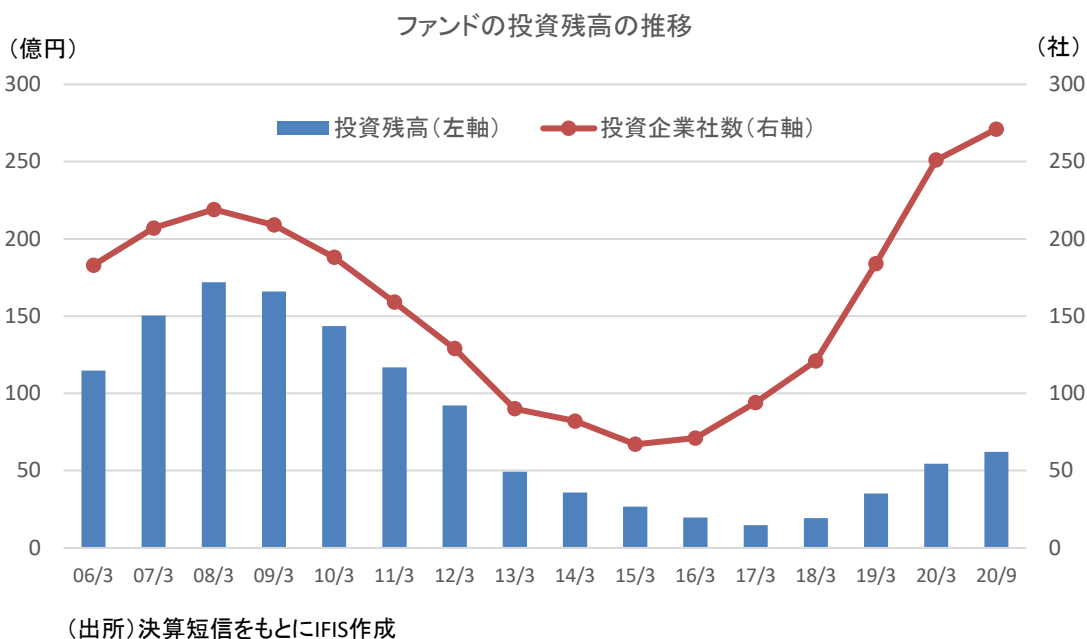
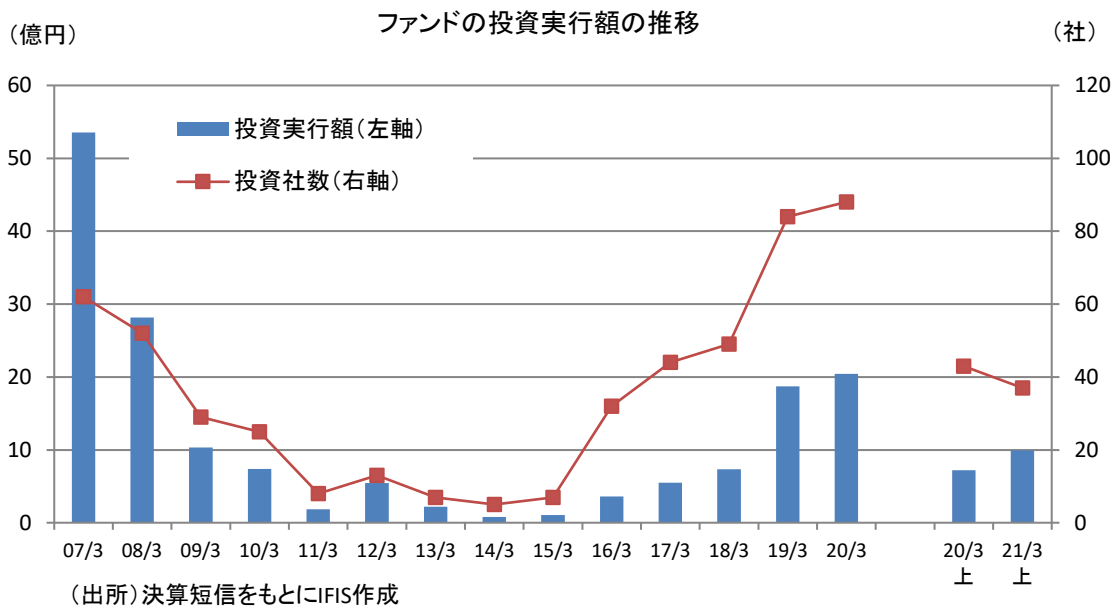
2Q 累計の投資実行は 9.9 億円 (前年同期比 2.6 億円増)。1 社当り投資金額が 2,681 万円 (同 1,000 万円増) と大型化し投資実行額は増加したが、投資社数は 37 社 (同 6 社減) と減少。想定ほど投資実行は進捗しなかったようだ。なお、コロナ禍による資金繰り支援のための投資、追加投資はなかったとしている。1 社当り投資金額の大型化は、CVC ファンドからの投資の比率が高まったことによると考えられる。地方創生ファンドでは、地域金融機関と共同で投資先をファイナディング、選定することが多く、コロナ対応により地域金融機関の手が回らなくなったようだ。足元では地域金融機関は落ち着きを取り戻してきているようであり、今後の進捗に期待したい。

投資時のバリュエーションはやや低下しているもよう

具体的な投資先として、エピグノ (東京都港区、看護師の人材管理システム)、ティエムファクトリ (東京都港区、透明な断熱材の開発)、センシンロボティクス (東京都渋谷区、ドローン関連ソフト開発)、シェアダイナ (東京都港区、出張作り置き料理サービス)、などが新聞報道で確認できる。時宜に適った将来有望なベンチャーに多く投資している感がある。

コロナ禍を受け投資競争の過熱感は薄れ、バリュエーションはやや低下しているもよう、投資環境は好転している。

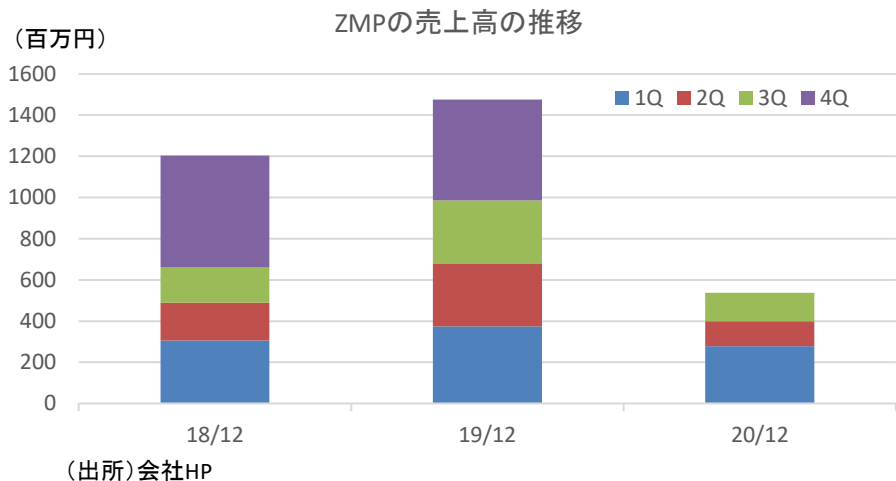
20 末のファンドの投資残高は、271 社（前期末比 20 社増）に対し 62.1 億円（同 7.7 億円増）となった。



ZMP に投資する
FVC グロース二号
ファンドは運用期
間を再々延長

● 21/3 期業績予想

当面の当社業績に大きな影響を与えるのは言うまでもなく FVC グロース二号ファンド（当社出資比率 52.6%）から投資している ZMP の IPO の可否。2016 年 12 月に上場延期となってから丸 4 年が経過したが、足元までに上場承認は下りていない。18/3 期に 60 万株を売却したが、その後は売却しておらず、足元でも 180 万株を保有している。FVC グロース二号ファンドは 2020 年 12 月に再延長期間が満了。従前からさらに延長することに関し LP の同意を得ることは難しくないとしており、問題なく再度延長されたようだ。ZMP はコロナ禍を受け宅配ロボット、無人消毒ロボットなどの需要が高まっているとみられるものの、20/12 期の売上高は苦戦しているようである。



株式市場は 2~3 月の急落から急速に持直し、EXIT の環境は予想以上に早く回復したが、現時点で ZMP の上場承認は下りていないことから、今期業績予想には織り込まないこととする。ZMP 以外の IPO の可能性はゼロではないだろうが、予想にはやはり織り込まなかった。

4 月の前回の IFIS 業績予想では若干の最終黒字化を予想したが、H. I. F の詐欺被害に伴う 299 百万円の減損損失が重く、引続き赤字が残ることになる。下期業績だけをみてもファンド設立が遅れていることから設立報酬、管理報酬が伸び悩み、若干の赤字が残るとみる（19 頁表参照）。

ZMP の IPO がなければ利益は水面線となろう

● 22/3 期業績予想

逃げ水のように ZMP の IPO は後ろ倒しになっていくが、IPO 時の業績のイメージを示すために当期の業績予想に ZMP の IPO を織り込み、期中に 180 万株全てを売却し ZMP 関連のキャピタルゲイン、成功報酬は当期に全て計上されるとの前提条件のもと表記のように予想した。他の投資先の IPO は織り込んでいない。当然ながら ZMP が IPO を果たした場合でも、公募価格、上場後の株価の動向、売却のタイミングによって業績は大きく変わってくる。ZMP180 万株の簿価は、18/3 期の 60 万株の売却（1 株当たり 500 円）に伴う連結ベースのキャピタルゲイン 298 百万円からみて 6 百万円と推測される。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。

なお、FVC グロース二号ファンドの投資残は ZMP のみになっているもようで、ZMP が IPO を果たすまで清算を終了させない旨、LP の了解が得られているようである。従って、ZMP 株を未上場株のまま売り急ぐことはないだろう。

先述のように投資実行からの時間の経過とともに投資損失引当金の繰入額は増加していくだろうが、営業投資有価証券残高は少額のため、当社の P/L に与える影響は僅少だろう。

今後のファンド設立の進捗状況にもよるが、ZMP やその他の IPO がなければ、業績は水面線となろう。ZMP の IPO があれば、ファンド設立にもプラスに働く筈であり、早期の IPO が待たれる。

ファンド設立再開後の投資案件の IPO の増加に期待したい

CVC ファンドやベンチャーファンドからの投資では、東京所在の IT 関連やバイオ関連など会社設立から IPO までの期間が短い業種への投資が増えている。KIYO ラーニングのように、ファンド設立を本格再開した 2014 年以降の投資先から順次 IPO が出てくる可能性は高いといえよう。ZMP の IPO の有無を別にしても、管理報酬や持分法投資利益などでわずかながらでも安定的な黒字を確保しながら、投資先の IPO に伴う成功報酬を利益に上乗せできる形が整いつつあるといえよう。

業 績

損益計算書

(単位)百万円

	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3E	22/3E	
	個別					連結					
売上高	412	462	601	417	278	365	756	573	454	635	3,185
営業投資有価証券売上高(①)	68	118	253	47	70	243	399	245	24	27	2,705
投資事業組合管理収入	309	291	300	322	161	73	224	226	331	516	385
コンサルティング収入	26	45	33	38	40	41	46	48	44	43	44
コワーキング収入	-	-	-	-	-	-	52	49	47	44	46
その他	8	6	13	8	6	6	33	3	5	5	5
売上原価	332	397	637	279	423	737	463	485	339	636	362
営業投資有価証券売上原価(②)	1,037	267	285	81	317	1,010	151	173	1	306	8
投資損失引当金繰入額(▲は戻入)(③)	▲ 963	▲ 146	69	▲ 27	▲ 198	▲ 555	0	0	1	9	14
その他	259	275	281	226	301	282	312	312	336	325	340
人件費	132	131	135	136	152	na	na	na	na	-	-
経費	127	144	146	90	149	na	na	na	na	-	-
売上総利益	79	64	▲ 35	137	▲ 144	▲ 372	292	87	114	▲ 4	2,823
販管費	132	125	111	127	228	278	355	249	217	204	220
営業利益	▲ 52	▲ 60	▲ 147	10	▲ 373	▲ 650	▲ 62	▲ 161	▲ 102	▲ 208	2,603
営業外収益	3	5	1	5	0	0	2	36	88	71	90
持分法投資利益	-	-	-	-	-	-	1	30	88	71	90
営業外費用	33	30	27	27	29	36	7	1	0	0	0
支払利息	31	28	24	18	11	11	0	0	0	0	0
その他	2	2	3	8	18	25	7	1	0	0	0
経常利益	▲ 83	▲ 86	▲ 173	▲ 11	▲ 401	▲ 686	▲ 67	▲ 125	▲ 14	▲ 137	2,693
特別利益	199	0	0	0	0	0	239	0	2	0	0
特別損失	63	0	0	3	40	35	343	70	10	0	0
税金等調整前当期純利益	52	▲ 86	▲ 174	▲ 14	▲ 442	▲ 721	▲ 170	▲ 196	▲ 21	▲ 137	2,693
法人税等	9	8	8	7	4	4	17	6	5	22	292
非支配株主に帰属する純利益	-	-	-	-	-	▲ 234	104	42	9	8	1,051
当期純利益	43	▲ 94	▲ 182	▲ 21	▲ 446	▲ 491	▲ 293	▲ 244	▲ 37	▲ 167	1,349

営業投資関連損益(①-②-③)	▲ 6	▲ 3	▲ 101	▲ 7	▲ 49	▲ 211	248	72	21	▲ 288	2,683
-----------------	-----	-----	-------	-----	------	-------	-----	----	----	-------	-------

(出所)決算短信、会社資料をもとにIFIS作成

(注)17/3期(連結)の持分法投資損益は▲7百万円

EはIFIS予想

要約貸借対照表(主要科目のみ表示)

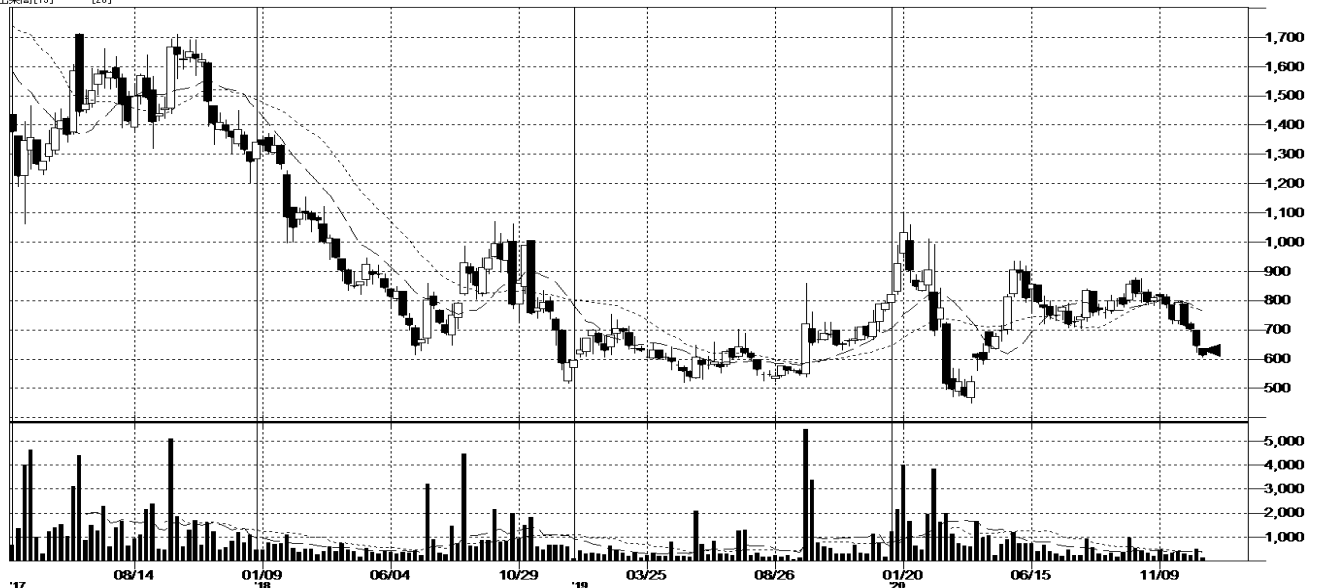
(単位)百万円

	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3E	22/3E	
	個別					連結					
総資産	1,458	1,154	878	1,419	3,365	3,584	3,224	3,021	3,046	2,814	4,173
現預金	439	347	403	1,034	2,867	2,902	2,201	2,139	1,794	1,850	3,100
営業投資有価証券	1,246	886	630	501	178	394	216	124	457	195	270
投資損失引当金	▲ 302	▲ 156	▲ 226	▲ 198	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 2	▲ 12	▲ 26
投資その他の資産	28	27	28	49	223	226	778	705	755	755	770
負債	1,099	958	776	637	133	153	183	202	315	250	260
有利子負債	874	781	596	511	0	0	0	0	0	0	0
短期	92	85	85	85	0	0	0	0	0	0	0
長期	782	696	511	426	0	0	0	0	0	0	0
純資産	359	196	102	782	3,231	3,431	3,041	2,819	2,731	2,564	3,913
(自己資本比率)(%)	23.5	15.8	11.3	54.9	96.0	88.8	89.1	87.0	85.3	86.3	90.5

(出所)決算短信をもとにIFIS作成

(注)EはIFIS予想

8462 フェニックス 電証 週定 17/3/27~20/12/28
 MC:平均定:単純移動平均[18].....[26].....
 S1:出来高[18].....[26].....



(C) QUICK Corp. All rights reserved.

(出所) 株QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。
 上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。
 上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2018/3	2019/3	2020/3	2021/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	1,715	1,074	1,103	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	940	517	470	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	56,590	31,551	39,753	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	756	573	454	635
	営 業 利 益	百 万 円	-62	-161	-102	208
	経 常 利 益	百 万 円	-67	-125	-14	-137
	当 期 純 利 益	百 万 円	-293	-244	-37	-167
	E P S	円	-32.97	-27.51	-4.17	-18.76
	R O E	%	-9.7	-8.9	-1.4	-6.9
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百 万 円	2,440	2,307	2,284	-
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	783	714	762	-
	資 産 合 計	百 万 円	3,224	3,021	3,046	-
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	152	171	282	-
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	30	30	33	-
	負 債 合 計	百 万 円	183	202	315	-
	株 主 資 本 合 計	百 万 円	2,879	2,634	2,597	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百 万 円	3,041	2,819	2,731	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百 万 円	72	11	-290	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百 万 円	-586	50	9	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百 万 円	-186	-123	-64	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	2,201	2,139	1,794	-

リスク分析

事業に関するリスク

- 事業に関するリスク
 - 新型コロナの感染再拡大などによる株式市場の急落。
 - 新型コロナの感染拡大の深刻化、長期化により投資先企業の業況、資金繰りが悪化し、投資損失引当金繰入が増加したり、減損損失が発生する恐れ。
 - 新型コロナ問題の深刻化により、ファンドの募集活動が制約されたり、金融機関や事業会社のベンチャー投資意欲が減退する恐れ。
 - 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 20/3 期末で従業員数が 38 人（前期末比 1 人減）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

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>