

|| 企業調査レポート ||

日本アジア投資

8518 東証スタンダード市場

[企業情報はこちら >>>](#)

2024年6月21日(金)

執筆：客員アナリスト

柴田郁夫

FISCO Ltd. Analyst **Ikuo Shibata**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 会社概要	01
2. 2024年3月期の業績	01
3. 2025年3月期の業績見通し	02
4. 中期経営計画の振り返りと今後の方向性	02
■ 決算概要	03
1. 2024年3月期決算の概要	03
2. 2024年3月期の総括	05
■ 主な活動実績	06
1. PE投資	06
2. プロジェクト投資	06
3. 新規事業開発	08
■ 中期経営計画の振り返り	09
1. これまでの経緯	09
2. 基本方針及び事業戦略の達成状況	09
3. 数値計画の達成状況	11
■ 第三者割当増資及び経営体制の刷新	12
1. 第三者割当による新株式発行	12
2. 経営体制の刷新	12
■ 業績見通し	13
1. 2025年3月期の業績予想	13
2. 今後の注目点	14
■ 会社概要	14
1. 事業概要	14
2. 沿革	16
3. 企業特徴	17
■ 業績推移	18
1. 業績を見るためのポイント	18
2. 過去の業績推移	19
■ 株主還元	22

要約

2024年3月期は株式売却の未達に伴い損失幅が拡大。 2025年3月期は株式及びプロジェクトの売却により黒字転換を見込む。 第三者割当増資及び経営体制の刷新を公表

1. 会社概要

日本アジア投資<8518>は、日本とアジアにまたがる独立系の総合投資会社として、プライベートエクイティ投資（以下、PE投資）や再生可能エネルギー等のプロジェクト投資を手掛けている。1981年に（公社）経済同友会を母体として設立され、豊富な投資経験とブランド、ネットワーク、人材、事業パートナーなどの事業基盤に強みがある。革新的な技術やビジネスモデルを持ち、高い成長力を有するベンチャー企業及び中堅・中小企業等への投資や成長支援を通じて、日本とアジアの両地域における産業活性化や経済連携の拡大などに貢献してきた。同社グループが管理運用等を行っているファンド運用残高は15,497百万円（8ファンド）、同社グループの自己資金及び運用ファンドによる投融資残高は12,152百万円となっている（2024年3月期末時点）。PE投資については、ベンチャーキャピタル（VC）業界を取り巻く環境が変化するなかで、新たなファンド設立に苦戦しており、投資残高も減少傾向にある。ここ数年はプロジェクト投資に積極的に取り組み、パートナー企業への戦略投資（PE投資）でも一定の成果を上げてきたが、事業推進の遅れ等により中期経営計画には未達となった。それに伴い同社は2024年5月24日付けで第三者割当増資と経営体制の刷新を公表し、新体制の下、組織改正を進め、投資事業の強化と事業の再生に取り組む。

2. 2024年3月期の業績

2024年3月期の業績（ファンド連結基準※）は、営業収益が前期比36.9%減の2,444百万円、営業損失が1,150百万円（前期は11百万円の利益）となった。

※ 同社は2007年3月期より、「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」を適用し、同社グループが管理運用する投資事業組合等を連結範囲に加えるファンド連結基準に移行している。なお、ファンド連結基準は同社以外の外部出資者の持分が含まれていることやファンドごとの財務方針が反映されるところに注意する必要がある。同社では、投資家からの要望に応じて従来連結基準も同時に開示しているが、弊社でも、より実態を示しているとの判断から従来連結基準による分析を行っている。

従来連結基準では、営業収益が前期比68.0%減の964百万円、営業損失が1,522百万円（前期は185百万円の損失）と大幅な減収となり損失幅が拡大した。上場株式の売却は進捗したものの、予定していた投資金額の比較的多額な未上場株式の売却が未達となったことや、プロジェクトの売却が1件に留まったことで大幅な減収となった。損益面でも売却益の減少に加え、評価損・引当金の前倒し計上により損失幅が拡大した。一方、財政状態については、損失計上等により自己資本が減少したものの、有利子負債の返済も着実に進んでおり、自己資本比率は54.0%の水準を確保している。活動面では、事業承継ファンドの増額組成や障がい者グループホームへの投資実行などで成果を上げることができた。

要約

3. 2025年3月期の業績見通し

同社は、業績予想（ファンド連結基準）について、株式市場等の変動要因による影響が極めて大きく、合理的な業績予想が困難な事業特性であることから公表を行っていない。ただ、2025年3月期については、ある一定の前提を基に策定した「従来連結基準による見込値」を参考情報として開示している。

「従来連結基準による見込値」によれば、2025年3月期の営業収益を1,600百万円～2,650百万円、営業利益を150百万円～850百万円とレンジ内での着地を見込んでいる。前期から持ち越しとなった未上場株式の売却が実現した場合が上限、その売却がなかった場合が下限となっている。また、下限となった場合でも、プロジェクトの売却により黒字転換を実現する想定である。

4. 中期経営計画の振り返りと今後の方向性

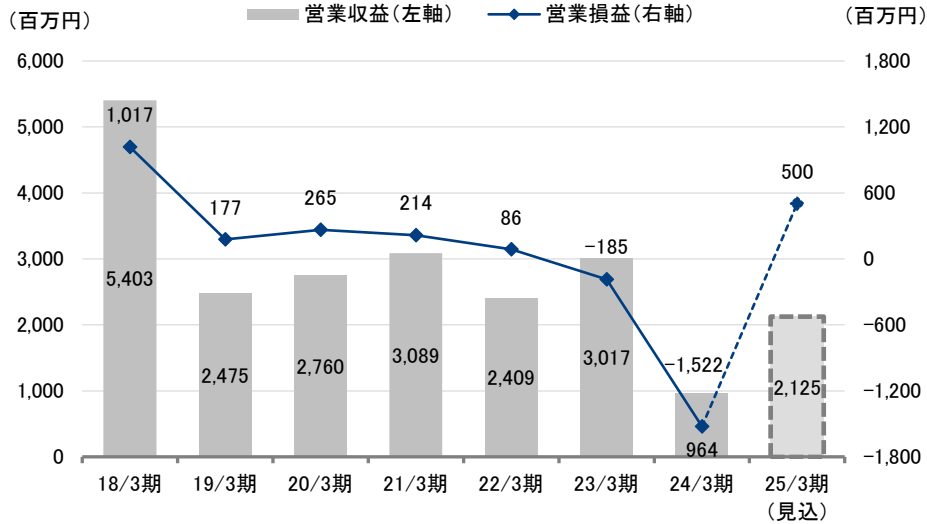
2022年3月期よりスタートした3ヶ年の中期経営計画では、戦略投資とプロジェクト投資によりバランスシートの早期改善と安定した収益の造成を図るとともに、ベンチャー投資により高い収益性の確保を目指してきた。ただ、事業推進の遅れ等により数値目標は未達となり、戦略面でも一部を除いて、十分な成果を上げることはできなかった。なお、今後の方向性及び具体的な戦略については、新体制の下での中期経営計画の公表が待たれるが、投資事業（ファンドビジネス）の強化と事業再生が基本路線となりそうだ。

Key Points

- ・ 2024年3月期は予定していた株式売却の未達等に伴い大幅な減収となり損失幅が拡大
- ・ 3ヶ年の中期経営計画についても、事業推進の遅れ等により数値目標は未達で着地
- ・ 2025年3月期は株式及びプロジェクトの売却により黒字転換を見込む
- ・ 第三者割当増資と経営体制の刷新を公表。新体制の下、投資事業の強化と事業再生に取り組む方針

要約

業績推移(従来連結基準)



注：2025年3月期の売上高はレンジ見込値（1,600百万円～2,650百万円）の平均値。営業利益はレンジ見込値（150百万円～850百万円）の平均値で採用
出所：決算短信よりフィスコ作成

決算概要

2024年3月期は予定していた未上場株式の売却未達等により、大幅な減収となり損失幅が拡大

1. 2024年3月期決算の概要

2024年3月期の業績（ファンド連結基準）は、営業収益が前期比36.9%減の2,444百万円、営業損失が1,150百万円（前期は11百万円の利益）となった。

従来連結基準では、営業収益が前期比68.0%減の964百万円、営業損失が1,522百万円（前期は185百万円の損失）、経常損失が1,569百万円（同224百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純損失が1,574百万円（同269百万円の損失）と大幅な減収となり損失幅が拡大した。

営業収益は、上場株式の売却は進捗したものの、予定していた投資金額の比較的多額の未上場株式の売却が未達となったことや、プロジェクトの売却が1件（メガソーラー）に留まったことで大幅な減収となった。損益面でも売却益の減少に加え、評価損・引当金の前倒し計上※により損失幅が拡大した。

※ 中華圏のファンドの清算にあたり回収見込額の低下した銘柄に対する評価損や引当金の前倒し計上。

日本アジア投資 | 2024年6月21日(金)
 8518 東証スタンダード市場 | <https://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

決算概要

一方、財政状態（従来連結基準）については、投資回収や評価損・引当金の計上により、主にフィナンシャル投資資産（戦略投資以外の PE 投資）が減少し、総資産は前期末比 22.2% 減の 10,438 百万円に縮小した。一方、自己資本についても損失計上及び上場株式の含み益の減少※に伴い前期末比 25.1% 減の 5,633 百万円に減少したものの、有利子負債の返済も着実に進んでおり、自己資本比率は 54.0% を確保している。有利子負債は前期末比 16.1% 減の 4,314 百万円に減少した。

※ その他有価証券評価差額金の減少。

2024年3月期決算の概要

(単位：百万円)

	23/3 期 ファンド連結		24/3 期 ファンド連結		増減	
	実績	構成比	実績	構成比	額	率
営業収益	3,872		2,444		-1,428	-36.9%
営業損益	11	0.3%	-1,150	-47.1%	-1,161	-
経常損益	-126	-3.3%	-1,302	-53.3%	-1,176	-
親会社株主に帰属する 当期純損益	-295	-7.6%	-1,700	-69.6%	-1,405	-

	23/3 期 従来連結		24/3 期 従来連結		増減		24/3 期 期初見込値	
	実績	構成比	実績	構成比	額	率	構成比	
営業収益 (A)	3,017		964		-2,053	-68.0%	2,300	
PE 投資	2,076	68.8%	624	-	-1,452	-69.9%	-	-
プロジェクト投資	941	31.2%	340	-	-601	-63.9%	-	-
営業原価 (B)	2,056	68.1%	1,392	144.4%	-664	-32.3%	1,000	43.5%
PE 投資	1,503	72.4%	848	135.9%	-655	-43.6%	-	-
プロジェクト投資	552	58.7%	543	159.7%	-9	-1.6%	-	-
営業総利益 (A) - (B)	961	31.9%	-427	-44.3%	-1,388	-	1,300	56.5%
PE 投資	572	27.6%	-224	-35.9%	-796	-	-	-
プロジェクト投資	389	41.3%	-203	-59.7%	-592	-	-	-
販管費	1,147	38.0%	1,094	113.5%	-53	-4.6%	1,100	47.8%
営業損益	-185	-6.1%	-1,522	-157.9%	-1,337	-	200	8.7%
経常損益	-224	-7.4%	-1,569	-162.8%	-1,345	-	120	5.2%
親会社株主に帰属する 当期純損益	-269	-8.9%	-1,574	-163.3%	-1,305	-	120	5.2%

注：部門別営業原価及び部門別営業総利益の構成比については、部門別の営業収益に対する比率（部門別営業原価率及び部門別営業総利益率）を示す。

出所：決算短信、期末決算補足資料よりフィスコ作成

決算概要

2024年3月期末の財政状況等

(単位：百万円)

	23/3 期末 従来連結	24/3 期末 従来連結	増減	
			額	率
総資産	13,413	10,438	-2,975	-22.2%
うち、現金及び預金	2,464	1,750	-714	-28.9%
うち、プロジェクト投資資産	6,053	5,248	-805	-13.3%
うち、戦略投資資産	782	913	131	16.7%
うち、PE 投資資産（戦略投資以外）	3,301	2,090	-1,211	-36.7%
自己資本	7,518	5,633	-1,885	-25.1%
自己資本比率	56.1%	54.0%	-2.1pt	-
有利子負債	5,142	4,314	-828	-16.1%

出所：決算短信、期末決算補足資料よりフィスコ作成

投資種類別の業績は以下のとおりである。

(1) PE 投資

営業収益は 624 百万円（前期は 2,076 百万円）、営業総利益は 224 百万円の損失（前期は 572 百万円の利益）となった。上場株式の売却は進捗したものの、予定していた投資金額の比較的多額の未上場株式の売却が未達となったことで大幅な減収となった。また、損益面でも売却益の減少及び中華圏のファンドの清算に伴う評価損や引当金の前倒し計上が収益を圧迫した。

(2) プロジェクト投資

営業収益は 340 百万円（前期は 941 百万円）、売上総利益は 203 百万円の損失（前期は 389 百万円の利益）となった。プロジェクトの売却が 1 件に留まったことで大幅な減収となった（前期は 5 件のプロジェクトを売却）。また、損益面でも売却益の減少及び進行中のプロジェクトへの先行費用により損失を計上したものの、黒字化が遅れていた植物工場では着実に収益改善が進んでいるようだ。

2. 2024年3月期の総括

2024年3月期を総括すると、業績面での下振れは予定していた株式売却の未達に尽き、あらためて PE 投資の見通しの難しさを感じる結果となった。また、投資回収の遅れは、新たな投資実行にも影響し、良質な資産の積み上げ（入れ替え）でも十分な成果を上げることはできなかった。一方、障がい者グループホームへのプロジェクト投資では、地域金融機関との新規取引開拓や建設会社との連携等により大きく拡大することができており、今後に向けてもプラスの材料となった。

■ 主な活動実績

障がい者グループホームへの投資実行では一定の成果

1. PE 投資

(1) ファンド運用残高（ファンド新設の進捗）

同社グループが管理運営等を行っているファンドの運用残高は、清算期間中にあった1ファンドが清算手続きを終えたため、8ファンドで15,497百万円（前期末は9ファンドで15,850百万円）に減少した。一方で、事業承継支援の第2号ファンド（2022年8月設立）※がファンド総額を増額したほか、為替変動による増加もあった。

※ 同社と（株）あおぞら銀行の合併会社であるAJキャピタル（株）（持分法を適用していない関連会社）が運営する、国内中小企業の事業承継を支援する第2号ファンド。地域金融機関など15社を出資者に迎え、2023年10月31日にファンド総額を5,101百万円（前期末は3,701百万円）に増額して組成を完了した。なお、2017年6月に設立した運営中の1号ファンド（総額3,000百万円）は8社に投資し、これまでに5社の事業承継に成功した。

(2) 投資実績（戦略投資の実行、及び既存資産の流動化の進捗）

同社グループの自己勘定及び同社グループが管理運営等を行っているファンドからの投資実行額については、12社に対して合計1,398百万円となった。そのうち、プロジェクト投資のパートナー企業への戦略投資3件（合計130百万円）が含まれており、戦略投資残高は1,093百万円（前期末は962百万円）とわずかに増加した。一方、フィナンシャル投資（戦略投資以外のPE投資）残高については、投資回収や評価損・引当金の計上が行われ、5,076百万円（前期末は6,047百万円）と大きく減少した。それらの結果、PE投資全体の投資残高は56社で6,169百万円（前期末は60社で7,010百万円）となった。

(3) IPOの実績

2023年4月14日には、コインパーキングの運営及び駐車場機器の販売・保守などを行っている日本システムバンク<5530>が名古屋証券取引所メイン市場に上場した。

2. プロジェクト投資

(1) 投資実績

投融資実行額は20件（新規プロジェクトへの投資13件※¹を含む）に対して合計1,322百万円となった。他方、プロジェクト2件※²を売却したほか、プロジェクトファイナンスによる投資回収、社債の償還や分配金の受領による減少、プロジェクトの持分損益に伴う増減により、2024年3月期末の投融資残高は57件で5,982百万円（前期末は50件で7,123百万円）に減少した。そのうち12件がメガソーラー、9件がメガソーラー以外の再生可能エネルギー、36件がその他（高齢者施設1件、障がい者グループホーム23件、植物工場1件、物流施設4件、その他7件）となっている。

※¹ そのうち9件は障がい者グループホームへの新規投資である。

※² そのうち1件の売却益の収益寄与は2025年3月期となる。

主な活動実績

(2) 各事業の進捗

a) メガソーラー

2024年3月期末のプロジェクト数は売却1件に伴い12件(14発電所)で合計28.4MW(前期末は13件で合計30.7MW)となった。そのうち売電中のプロジェクトは11件(13発電所)で合計26.3MWとなっている。また、栃木県にて売電を開始したプロジェクト3件(合計6.2MW)については、(株)足利銀行からのプロジェクトファイナンスを受けている。

b) メガソーラー以外の再生可能エネルギー

2024年3月期末のプロジェクト数は前期末からの変化はなく、屋根置型蓄電池付太陽光発電設備3件^{※1}、バイオマス発電2件、バイオガス発電3件^{※2}、風力発電1件(最大25.2MW/企画中)の合計9件となっている。

※1 戦略投資先であるKICホールディングス(株)が開発した物流施設の屋上に、同じく戦略投資先であるスマートソーラー(株)が開発した蓄電池付太陽光発電システムを設置した案件。
 ※2 そのうち1件は、バイオガス発電所のオペレーターに対する投資。

c) スマートアグリ(植物工場)

丹波篠山工場については、植物工場野菜(リーフレタス)への需要拡大に対応するため、生産能力拡大を目的とした増設(第2工場)を実施した(2022年8月全面稼働)ものの、生産量の拡大が計画に追い付かず、黒字化に遅れが生じている。もっとも、生産体制改善支援による生産量の増加とともに、収益も改善傾向にあるようだ。

d) ヘルスケア

障がい者グループホーム9件の新規実行により、2024年3月期末のプロジェクト数は合計24件(高齢者向け施設1件、障がい者グループホーム23件)に増加した。そのうち、高齢者向け施設を含む7件が営業を開始し、合計15件が営業中となっている。特に障がい者グループホームについては、地域金融機関との連携強化により開発スピードが加速し、対象地域も東北、関東、中部、中国、四国、九州と全国に拡大してきた。また、これまではすべての案件を自社で開発してきたが、建設会社との協業により、建設中や今後建設予定の8棟について竣工後に取得することで合意し、2023年9月に1棟目を取得した(新規実行9件に含まれる)。自社開発に比べて完工リスクが低減できるほか、投資から収益化までの期間を短縮するところに狙いがある。同社としては、オペレーションのノウハウを生かすことでプロジェクトの価値を高める戦略のようだ。なお、同社が投資するグループホームは、いずれも24時間支援体制の「日中サービス支援型」であり、ソーシャルインクルー(株)が運営を担っている。

e) ディストリビューションセンター(物流施設)

2024年3月期末のプロジェクト数は売却1件により合計4件となった。なお、売却益の収益寄与は2025年3月期となる。プロジェクトの開発は、戦略投資先であるKICホールディングスが行っている。

主な活動実績

3. 新規事業開発

戦略投資先の(株)366(サンロクロク)※1により樹木葬プロジェクト第1号案件が2023年5月に東京都港区光円寺で開園し、販売を開始。第2号案件(京都府京都市海宝寺)についても、同年11月に開園した。また、戦略投資先のサイクループ(株)※2に対しても、電動アシスト自転車のサブスクリプションサービス事業向けの車体に投資を行った。

※1 永代供養型樹木葬プロジェクトのパートナー企業。

※2 電動アシスト自転車のサブスクリプションプロジェクトのパートナー企業。

戦略投資先(各プロジェクトのパートナー)

<p>リニューアブル・ジャパン株式会社 メガソーラープロジェクトのパートナー企業 2021年12月22日 東証マダ-ス 上場</p>	<p>スマートソーラー株式会社 メガソーラープロジェクトのパートナー企業</p>	<p>ソーシャルインクルー株式会社 障がい者グループホームプロジェクトのパートナー企業 2022年11月 M&Aにより売却</p>
<p>株式会社森久エンジニアリング 株式会社モーバルファーム (株森久エンジニアリング子会社) スマートアグリ(野菜)プロジェクトのパートナー企業</p>	<p>MD-Farm株式会社 スマートアグリ(イチゴ)プロジェクトのパートナー企業</p>	<p>KICホールディングス株式会社 ディストリビューションセンター(物流施設)投資のパートナー企業</p>
<p>株式会社366 永代供養型樹木葬プロジェクトのパートナー企業</p>	<p>サイクループ株式会社 電動アシスト自転車のサブスクリプションプロジェクトのパートナー企業</p>	

出所：期末決算補足資料より掲載

■ 中期経営計画の振り返り

中期経営計画の数値目標は大幅な未達となった一方、障がい者グループホームへの新規投資などでは一定の成果

1. これまでの経緯

同社は、2022年3月期より3ヶ年の中期経営計画を推進してきた。前中期経営計画（2019年3月期～2021年3月期）では、「日本とアジアをつなぐ投資会社として少子高齢化が進む社会に安心・安全で質と生産性の高い未来を創ります」という経営理念の下、VC業界を取り巻く環境変化への対応や課題解決に向けて、投資方針（本体投資分）の抜本的な見直し※を行い、収益拡大に向けた足掛かりを築いてきた。現中期経営計画では、第2段階として収益やキャッシュ・フローの安定化を実現し、さらなる成長に向けた投資を拡大するシナリオとなっていた。

※ 収穫期に入る既存のPE投資資産の売却により、利益・資金を確保するとともに、本体投資分については、「事業テーマ」を明確に持ち、そのテーマを軸に「企業への投資」（PE投資）と「事業への投資」（プロジェクト投資）を組み合わせる戦略的投資を推進し、安定収益の拡大と財務健全性向上を目指す方針。

2. 基本方針及び事業戦略の達成状況

(1) 基本方針（全体戦略）

基本方針として、「既存のPE投資（フィナンシャル投資）資産を売却し、利益・資金を確保する」「新たな投資方針に基づき、プロジェクト投資の残高を増加させる / 投資対象プロジェクトを多様化する」「プロジェクト投資での協議を通じたハンズオン型の投資スタイルを確立し、戦略投資からの株式売却益を増加させる」の3つに取り組んできた。

「既存のPE投資（フィナンシャル投資）資産を売却し、利益・資金を確保する」については、フィナンシャル投資資産は減少したものの、資産の入れ替えは完了せず、回収額が見込みを下回り、利益・資金の十分な確保に至らなかった。「新たな投資方針に基づき、プロジェクト投資の残高を増加させる / 投資対象プロジェクトを多様化する」については、障がい者グループホームの投資実行では一定の成果があった一方、収益の柱の構築やプロジェクトの多様化は実現しなかった。「プロジェクト投資での協議を通じたハンズオン型の投資スタイルを確立し、戦略投資からの株式売却益を増加させる」については、2件の戦略投資先の売却（IPO、M&A）では大きな成果があったものの、業績が大きく下振れるケースや売却が進まないケースなども発生した。以上から、プラス・マイナス両面あるものの、総じて見れば、事業推進の遅れ等により十分な成果を上げることができなかったという評価である。

中期経営計画の振り返り

事業方針の達成状況 (3年間)

基本方針	取り組み・成果・現状
既存の PE 投資 (フィナンシャル投資) 資産を売却し、利益・資金を確保する	<ul style="list-style-type: none"> ・フィナンシャル投資資産の早期流動化を推進し投資残高は減少したものの、IPO の遅れや売却に至らない銘柄もあり、資産の入れ替えは完了せず ・回収額が見込みを下回り、利益・資金の十分な確保に至らず ・一部の大口投資先で業績悪化に伴う引当金が発生、依然として評価損や引当金が業績の下振れ要因となっている ・中華圏のファンド清算に伴い投資資産の損失処理を前倒しで完了
新たな投資方針に基づき、プロジェクト投資の残高を増加させる / 投資対象プロジェクトを多様化する	<ul style="list-style-type: none"> ・ディストリビューションセンターへの投資は、想定よりも新規案件の開発に時間を要し、投資残高の増加も想定を下回る水準 ・障がい者グループホームへの投資は、地域金融機関との新規取引の開拓が大きく進展して投資資産が増加 ・多様化を図るために新たなプロジェクトへの投資を行ったものの、収益の柱の構築に時間を要しており散発的な投資に留まっている
プロジェクト投資での協業を通じたハンズオン型の投資スタイルを確立し、戦略投資からの株式売却益を増加させる	<ul style="list-style-type: none"> ・2 件の戦略投資を、IPO・M&A により売却 ・戦略投資先であっても業績が大きく下振れるケースや売却が予定どおり進まないケースも見られる

出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

(2) 事業戦略

a) プライベートエクイティ投資、b) 再生可能性エネルギー、c) ディストリビューションセンター (物流施設)、d) スマートアグリ (植物工場)、e) ヘルスケア (障がい者グループホーム)、f) ヘルスケア (高齢者施設) の投資種類 (事業) 別に戦略テーマを掲げ、それぞれに取り組みを推進してきた。

事業承継支援ファンドの組成 (a)、メガソーラープロジェクトの売却 (b)、植物工場における販路拡大と黒字化への目途 (d)、障がい者グループホームへの投資拡大 (e) などでは一定の成果を残すことができたが、新たな収益の柱の構築やプロジェクトの多様化には至らなかった。

中期経営計画の振り返り

事業戦略の達成状況（3年間）

投資種別	戦略目標	取り組み・成果・現状
プライベート エクイティ投資	・3本の新規ファンドを組成	・関係会社のAJキャピタルが2本のファンドを組成、事業承継支援の2号ファンドは51億円までファンド規模を拡大して組成完了
再生可能エネルギー	・ベトナムの屋根置きソーラー、国内のバイオガス発電への投資を拡大 ・国内メガソーラーは完成後に順次売却し売却益を計上	・ベトナムの屋根置きは新型コロナウイルス感染症拡大による渡航制限の影響で実現せず。一方で、国内物流施設屋上の蓄電池付太陽光発電システムへの投資を実施 ・国内のバイオガス発電は、黒字化に時間を要しており追加投資は未実現 ・三重県のNON-FIT型バイオマス発電に投資を実行 ・国内メガソーラーは5件が完工、4件を売却
ディストリビューション センター（物流施設）	・重点分野として投資残高を積み上げる ・プロジェクトの初期段階に投資、ミドル・リスク&リターン志向のレイターステージの投資家を呼び込み採算性を向上	・新規案件4件の投資を執行、3件の売却を実施 ・想定よりも新規案件の開発に時間を要し、投資残高の増加も想定を下回る水準
スマートアグリ （植物工場）	・大手コンビニを軸に販売先を開拓し、4号工場まで事業規模を拡大する	・大手外食企業等を中心に販路を拡大 ・篠山工場の増設、戦略投資先による養父工場の取得を含めて事業規模を拡大 ・篠山工場は単月黒字化は未達であるものの、売上の増加に伴い黒字化まであと一步の状況
ヘルスケア （障がい者グループホーム）	・大手銀行、リース会社とのファンド組成により50棟への投資を目標とする	・地域金融機関との新規取引開拓が大きく進展し投資資産残高が増加 ・ファンドからの投資と合わせて24棟の投資を執行（累計投資28棟） ・建設会社との連携によって複数の施設を一括して取得するスキームを実現
ヘルスケア （高齢者施設）	・案件を厳選して投資を執行する	・新規での投資は実現しなかったが、既存投資案件1件のEXITが実現し高い収益性を確保

出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

3. 数値計画の達成状況

中期経営計画期間中は、既存資産の流動化を完了させるため、PE投資の収益を中心に据えるとともに、最終年度の2024年3月期にはフィー収益とプロジェクトの収益で管理コストを賄い、変動の大きなPE投資の収益により超過利益（アップサイド）を実現する想定の下、営業総利益で22億円、最終利益で8.5億円を目指してきた。

ただ、3年間に及ぶ株式売却益の下振れや事業推進の遅れ等により、業績面で計画を下回って推移した。中期経営計画3年間の累計営業総利益の内訳（計画比）見込みを見ると、1) PE投資は売却益の未達と引当金繰入額の超過により計画比18%、2) プロジェクト投資も2024年3月期の売却が少なかったことや黒字化が遅れているプロジェクトにより計画比37%に留まった。一方、3) フィー収益等はファンド運営報酬やコンサルティングはおおむね計画を達成し、計画比93%となったものの、全体として見れば大きく計画未達となり、特に1) PE投資の下振れによる影響が大きかったと言える。

■ 第三者割当増資及び経営体制の刷新

投資会社として実績のあるガバナンス・パートナーズが運営する 投資事業組合への第三者割当増資と経営体制の刷新を公表。

1. 第三者割当による新株式発行

2024年5月24日付けで、ガバナンス・パートナーズ ASIA 投資事業有限責任組合を割当先として、第三者割当による新株式の発行について決議した。なお、本第三者割当は、2024年6月26日開催の株主総会において、割当先の無限責任組合員であるガバナンス・パートナーズ(株)※の代表取締役である丸山俊(まるやましゅん)氏が同社の取締役として選任されることが条件となっている。

※ ガバナンス・パートナーズは、以前より同社の投資担当部門とは投資業務で接点があり、同社が保有する投資先の株式譲渡や投資先企業の紹介(資金調達支援)などを通じて協働する関係となっている。ガバナンス・パートナーズは、投資会社として投資事業有限責任組合の運営を行っており、新たな価値の創出に取り組むスタートアップ・ベンチャー企業への投資及び経営変革や事業再構築、資本再編成によって企業価値の回復に取り組む上場企業への投資を行っている。

本件による発行株数は4,400,000株(決議時点の発行済株式総数17,884,392株に対する希薄化率は24.60%)、資金調達額は約10億円、払込期日は2024年6月28日となっている。具体的な資金使途については、障がい者グループホームプロジェクトへの投資資金に5億円(支出予定時期2024年7月~2025年3月)、戦略投資ファンド及びその他ファンドへの出資金に約4.9億円(支出予定時期2024年7月~2026年7月)を予定している。

なお、本件実行後は、割当先のガバナンス・パートナーズ ASIA 投資事業有限責任組合が同社の筆頭株主(保有比率19.91%)になる。また、ガバナンス・パートナーズは、投資事業有限責任組合ガバナンス・パートナーズ経営者ファンド、ガバナンス・パートナーズ投資事業有限責任組合及びその子会社を通じて同社の普通株式3,793,100株(決議時点の合計保有比率21.21%)を既に保有している。

2. 経営体制の刷新

第三者割当による新株式の発行決議と同日に、代表取締役の異動を含む監査等委員以外の取締役の異動について内定し、2024年6月26日開催予定の株主総会の承認可決等をもって正式に決定することを決議した。今般の一連の決議は、同社の事業再生を強力に推し進めることを目的に、投資業務に精通した代表取締役を指名するとともに、事業戦略、財務戦略及び組織戦略の立案、並びに投資活動の監督の適任者をそれぞれ指名し、監査等委員以外の取締役を刷新するものである。なお、新代表取締役にはガバナンス・パートナーズの代表取締役である丸山俊氏が就任する予定であるが、新体制の下での中期経営計画については2024年7月以降に開催される取締役会にて決定され、公表する予定としている。また、2024年6月には次期中期経営計画を推進するための組織改正を実施した。

■ 業績見通し

2025年3月期は株式及びプロジェクトの売却により 黒字転換を見込む

1. 2025年3月期の業績予想

同社は、業績予想（ファンド連結基準）について、株式市場等の変動要因による影響が極めて大きく、合理的な業績予想が困難な事業特性であることから公表を行っていない。ただ、2025年3月期については、ある一定の前提を基に策定した「従来連結基準による見込値」を参考情報として開示している。

「従来連結基準による見込値」によれば、2025年3月期の営業収益を1,600百万円～2,650百万円、営業利益を150百万円～850百万円、経常利益を300百万円～1,000百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を250百万円～950百万円とレンジ内での着地を見込んでいる。

前期から持ち越しとなった未上場株式の売却が実現した場合が上限、その売却がなかった場合が下限となっている。また、下限となった場合でも、プロジェクトの売却により黒字化を実現する想定である。売却するプロジェクトは障がい者グループホーム（16件）やその他にも複数のプロジェクトを予定しているようだ。

2025年3月期の業績見込値（従来連結基準）

（単位：百万円）

	24/3期 従来連結 実績	25/3期 従来連結 期初見込値	増減率
営業収益	964	1,600～2,650	65.9%～174.7%
営業損益	-1,522	150～850	-
経常損益	-1,569	300～1,000	-
親会社株主に帰属する 当期純損益	-1,574	250～950	-

出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

業績見直し

2. 今後の注目点

弊社でも、2025年3月期の業績については、予定している未上場株式の売却次第によるところが大きいと見ている。ただし、キャッシュ・フローの安定したプロジェクトの売却も予定していることから、見込み値の下限は確保される想定であり、最低でも黒字転換は十分に達成可能と考えられる。むしろ重要なのは、来期以降の収益の柱をどう育てていくのにかにある。2024年3月期までの中期経営計画においては、投資回収と良質な資産の積み上げへの資金循環が十分に回らず、新たな収益源の構築においても障がい者グループホーム以外では十分な成果を残すことができなかった。特に、投資資金の確保やファンド事業の鈍化が課題認識となっていることを踏まえれば、今回の新株発行により調達した資金（及び財務基盤の強化）をいかに次の収益源の育成に生かしていくのか、さらには新体制による投資業務（ファンドビジネス）の強化に向けた動きがポイントになるだろう。例えば、これまで自己資金で行ってきた戦略投資については、ファンドを組成して行うことで、投資資金の制約を受けずに幅広く投資機会を取り込んでいく方向性を打ち出しており、今後の動向が注目される。また、ファンドビジネスで実績のあるガバナンス・パートナーズ及び丸山新社長の持つ知見やネットワークにも期待したい。いずれにしても、新体制の下での中期経営計画の公表が待たれるところである。

■ 会社概要

日本とアジアにまたがる独立系の総合投資会社

1. 事業概要

同社は、日本とアジアにまたがる独立系の総合投資会社として、PE投資のほか、再生可能エネルギーなどプロジェクト投資も手掛けている。豊富な投資経験とブランド、ネットワーク、人材、事業パートナーなどの事業基盤を生かしながら、革新的な技術やビジネスモデルを持ち、高い成長力を有するベンチャー企業及び中堅・中小企業等への投資や成長支援を通じて、日本とアジアの両地域における産業活性化や経済連携の拡大などに貢献してきた。

同社グループは、自己資金（自己勘定）による投資のほか、金融機関等の出資者からの出資及び同社グループの出資により組成される「投資事業組合（ファンド）」からの投資を行っている。同社グループが管理運用等を行っているファンド運用残高は15,497百万円（8ファンド）、同社グループの自己資金及び運用ファンドによる投融資残高は12,152百万円の規模となっている（2024年3月期末時点）。

事業セグメントは投資事業の単一であるが、投資種類別には、「PE投資」と「プロジェクト投資」の2つに区分される。地域別の投融資残高は、日本が約91%、中華圏（中国、香港、台湾）他が約9%である。投資種類別では、再生可能エネルギー等の「プロジェクト投資」の投融資残高が約49%、未上場企業に投資を行う「PE投資」が約51%である。「PE投資」のうち、プロジェクト投資のパートナー企業への戦略投資が約18%、その他が約82%となった（2024年3月期末時点）。

会社概要

投資種類別の概要は以下のとおりである。

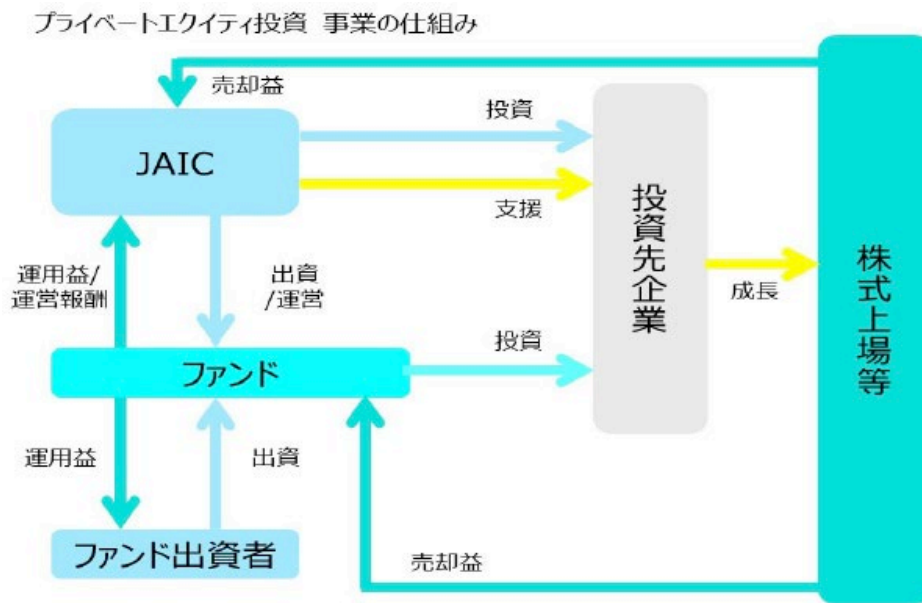
(1) PE 投資

日本及びアジア（特に中華圏）における成長企業等に対して、自己勘定及び同社グループが管理運営するファンドからの投資（PE 投資）を行うとともに、投資先企業に対しては、同社が持つ様々なリソースやネットワークを活用し、投資先企業と一体となって事業拡大に取り組み、キャピタルゲイン（投資差益）等の獲得を目指す。また、同社グループが組成した投資事業組合（ファンド）からの管理運営報酬等も収益源となっている。なお、各投資先企業が事業を拡大し利益が計上された場合でも、同社の業績に直接的な影響を与えることはなく、投資先企業の株式売却時にキャピタルゲインとなって初めて影響を与える点に注意が必要である。

2024年3月期末の同社グループの自己資金及び運用ファンドによるPE投資残高は6,169百万円（56社）となっている。VC業界を取り巻く環境が変化するなかで、新たなファンド設立には苦戦しており、ファンド運用残高は既存ファンドの満期到来等もあり減少傾向にある。もっとも、投資方針（本体投資分）の抜本的な見直しにより、既存の資産から事業テーマ※に関連するパートナー企業への戦略投資へと入れ替えを進めてきた。

※ 同社が取り組むべき事業テーマとして、再生可能エネルギー、ヘルスケア（高齢者向け施設・障がい者グループホーム）、スマートアグリ（植物工場）、ディストリビューションセンター（物流施設）などを選定し、後述するプロジェクト投資を推進するとともに、プロジェクトの開発や運営を手掛けるパートナー企業へのPE投資（戦略投資）にも注力している。

投資業務（プライベートエクイティ投資）



出所：期末決算補足資料より掲載

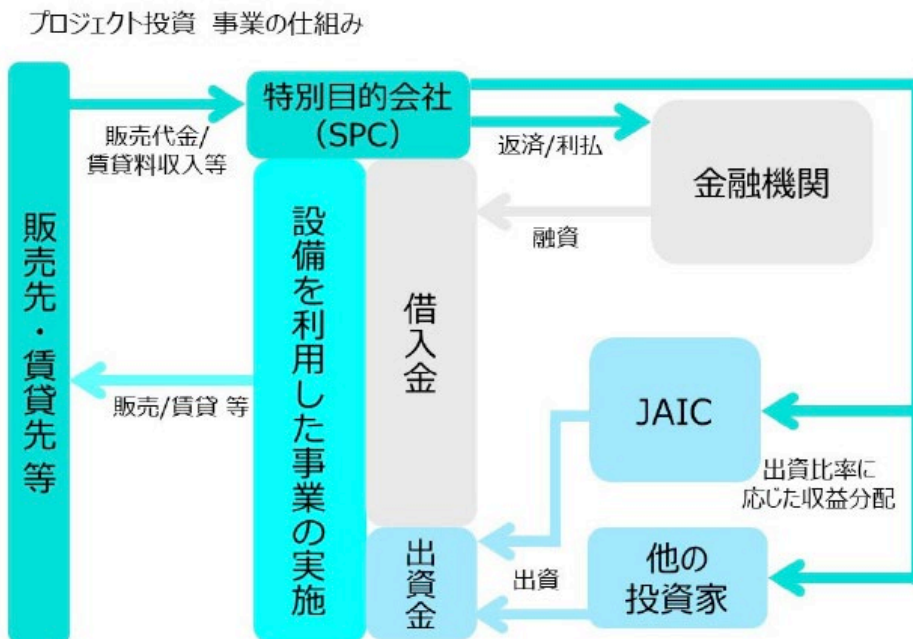
会社概要

(2) プロジェクト投資

メガソーラープロジェクトを中心とした再生可能エネルギー（バイオマス、バイオガス、風力等を展開）に加え、ヘルスケア（高齢者向け施設、障がい者グループホーム）、スマートアグリ（植物工場）、ディストリビューションセンター（物流施設）等のプロジェクトへ投資を行っている。発電所、工場、住居施設、倉庫といった設備を保有するSPC（特別目的会社）に対して投資を行い、これらの設備を建設し、完成後の設備の運営により生み出される利益から投資に対する分配を受けるほか、完成後に設備を売却して利益を得ることもある。

2024年3月期末の同社グループの自己資金及び運用ファンドによるプロジェクト投融資の残高は5,982百万円となっている。これらのプロジェクトでは、同社及びその他投資家からの出資金に加えて、金融機関からのプロジェクトファイナンス等でも資金調達をしており、同社はレバレッジ効果により投資した資金の収益性を高めている。また、プロジェクトの企画や開発に精通したベンチャー企業とパートナーシップを組んでいるところも特徴的である。これまでは長期保有による安定収益獲得を目的としたプロジェクトを中心に積み上げてきたが、今後は、短期での売却を前提としたプロジェクト投資に軸足を移し、長期と短期の厚みのある収益構造の確立を目指す方針である。

投資業務（プロジェクト投資）



出所：期末決算補足資料より掲載

2. 沿革

同社の前身である日本アセアン投資株式会社は、1981年7月に経済同友会を母体として設立された。日本とASEAN間の民間投資を促進することが設立の経緯である。1985年12月には、海外経済協力基金（OECF）の資本参加により、半官半民の体制となった（ただし、1989年10月にOECFによる保有株式は民間企業へ売却されている）。

会社概要

1988年頃からは、当時の政府が公約した「貿易黒字の資金還流」の一翼を担うべく、ASEAN各国に拠点を設立してASEANでの投資事業を開始した。1991年6月には、現在の日本アジア投資株式会社に商号変更し、ASEANに限定していた投資対象地域を、日本・台湾・韓国にも拡大した。その後も順調に業績を拡大すると、1996年9月に日本証券業協会に店頭売買銘柄として株式を登録した。2005年からは中国での投資事業に本格参入し、2007年12月には中国子会社を設立した。2008年6月に東京証券取引所市場第1部へ上場を果たした後、2012年には安定収益の拡大のため再生可能エネルギープロジェクトへの投資も開始した。その後、ヘルスケア（高齢者向け施設、障がい者グループホーム）、スマートアグリ（植物工場）、ディストリビューションセンター（物流施設）と、投資するプロジェクトの種類を多様化している。

3. 企業特徴

(1) 収益モデル

同社の収益構造は、「PE投資」と「プロジェクト投資」と2つの異なるタイプの投資によって構成されているところに大きな特徴がある。そのうち「PE投資」の収益源は、大きく「実現キャピタルゲイン」と「インカムゲイン」「ファンドの運営報酬」の3つに分類されるが、「実現キャピタルゲイン」による業績インパクトが最も大きい。なお、「実現キャピタルゲイン」は、投資額を上回る金額で回収（売却）することによって得られるため、キャピタルゲインの拡大のためには、成長性のある企業への投資や投資先に対する成長支援に加えて、スムーズな売却が不可欠となる。投資先は経営基盤の未熟なベンチャー企業であることから、経済情勢の影響を受けやすいうえに、スムーズな売却のためにはIPO環境を含めた株式市場の動向に大きく左右されるため、ハイリスク・ハイリターン型の収益と言える。「インカムゲイン」は、投資先からの配当収入のほか、出資しているファンドの持分利益などによるものであり、ミドルリスク・ミドルリターン型の収益である。また、「ファンドの運営報酬」は、管理報酬と成功報酬によって構成されており、管理報酬はファンドの運用残高におおむね連動するが、成功報酬は運用成果（パフォーマンス）に応じて増減する。管理報酬が収益の下支えとなっていることから、こちらもミドルリスク・ミドルリターン型の収益と言える。「PE投資」の本来の目的は、「実現キャピタルゲイン」の獲得にあり、業績へのインパクトも1番大きいことから、「PE投資」全体で見れば、ハイリスク・ハイリターン型の投資事業と見なすことができる。

一方、ここ数年、注力している「プロジェクト投資」の収益源についても、「実現キャピタルゲイン」と「インカムゲイン」などに分類されるが、「プロジェクト投資」の本来の目的は、売電収益などプロジェクトからの安定的な「インカムゲイン」を積み上げていくところにある。もっとも、長期で保有するだけでなく、プロジェクトの一部を短・中期で途中売却することにより、利益と資金を確保しながら資産の拡大を図ることも重要な投資戦略となっている。その場合の「実現キャピタルゲイン」については、将来にわたる「インカムゲイン」（含み益）の前倒し的な実現に近い。したがって、「プロジェクト投資」全体では、ミドルリスク・ミドルリターン型の投資事業と見なすことができる。

以上から、全体を俯瞰すれば、「インカムゲイン（配当収入や売電収益等）」や「ファンドの運営報酬」などの安定収益に加えて、「プロジェクト投資資産」の一部売却により基礎となる利益を確保しながら、「PE投資資産」の売却によりアップサイドの「実現キャピタルゲイン」を狙う複合的な収益構造と言える。

会社概要

(2) 同社の強み

同社の強みは、a) アジアでの歴史、b) 最先端の業界情報収集力、c) ベンチャー企業とのネットワーク、d) ファイナンススキーム構築力の4つに集約できる。

a) アジアでの歴史

1981年に経済同友会を母体として設立以来、40年にわたり日本とアジアの経済交流に貢献し、アジアでの高い知名度を有している。

b) 最先端の業界情報収集力

投資候補となる企業やプロジェクトの発掘を通じて、専門性の高い、業界の最先端の動向を把握している。

c) ベンチャー企業とのネットワーク

国内外で300社超の上場実績を有しているほか、これまでの投資活動を通じて、多数のベンチャー企業と親密な関係を構築している。そのネットワークを、投資先企業の支援や同社が新規事業テーマを開拓する際のアライアンスに活用している。

d) ファイナンススキーム構築力

国内外で3,300億円の累計投資実績を有している。プロジェクト投資では、同社からの投資資金だけでなく、プロジェクトファイナンスなどの融資資金も交えた調達スキームを構築している。

業績推移

メガソーラープロジェクトが過去数年の収益安定化に貢献。有利子負債の削減などバランスシートの改善にも取り組む

1. 業績を見るためのポイント

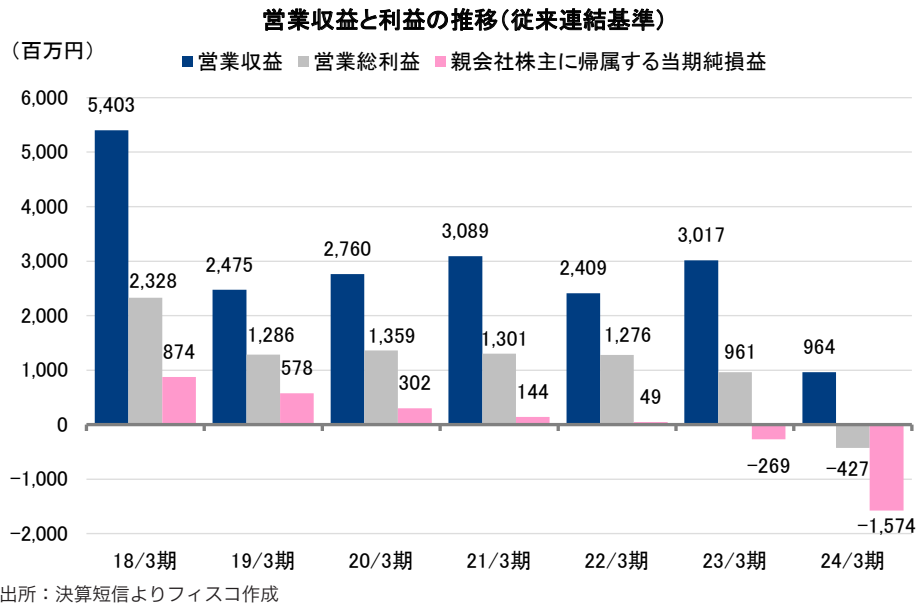
一般の事業会社の売上高に当たるものが営業収益であり、投資業務における回収額（営業投資有価証券売却高）のほか、利息・配当収入や組合持分利益（インカムゲイン）、ファンド業務における運営報酬などによって構成される。ただ、その大部分を占めている営業投資有価証券売却高は、投資額（取得原価）を上回ってこそ利益が創出されるものであるため、営業収益が増えたからと言って必ずしも業績が向上しているとは限らない。

したがって、同社の業績指標としては、取得原価などを差し引いた投資損益やインカムゲイン、運営報酬などを足し合わせた営業総利益に注目するのが妥当であると考えられる。なお、営業総利益は、投資先の業績悪化や株式市場の低迷による「営業投資有価証券評価損」や「投資損失引当金繰入額」を反映しているため、それらが期間損益の大きな下振れ要因となり得ることに注意する必要がある。

業績推移

2. 過去の業績推移

過去の業績（従来連結基準）を振り返ると、リーマンショックによる世界同時不況や東日本大震災、為替相場の変動などによる影響を受けながら不安定な状況で推移してきた。2018年3月期以降は、メガソーラープロジェクトによる収益貢献等により、7期連続の黒字決算を達成したものの、2023年3月期及び2024年3月期は株式売却益の下振れや評価損・引当金の計上などにより2期連続で最終損失を計上した。



安定収益である運営報酬はファンド運用残高の縮小に伴って減少傾向にある。一方、投資損益（実現キャピタルゲインに評価損及び投資損失引当金繰入額を加味したものは、不安定に推移してきた。特に注目すべきは、評価損及び投資損失引当金繰入額が投資損益を圧迫してきたことである。ただ、2016年3月期以降、比較的落ち着いた動きとなっているのは、運用資産の中身がリーマンショック後に積み上げた良質の資産（より適正価格で取得できたもの）や再生可能エネルギー等のプロジェクト投資資産に入れ替わってきたことを反映している。2024年3月期の投資損益のマイナスは、中華圏のファンドに関わる評価損・引当金の前倒し計上によるものである。

業績推移

営業総利益の内訳推移 (従来連結基準)

(単位: 百万円)

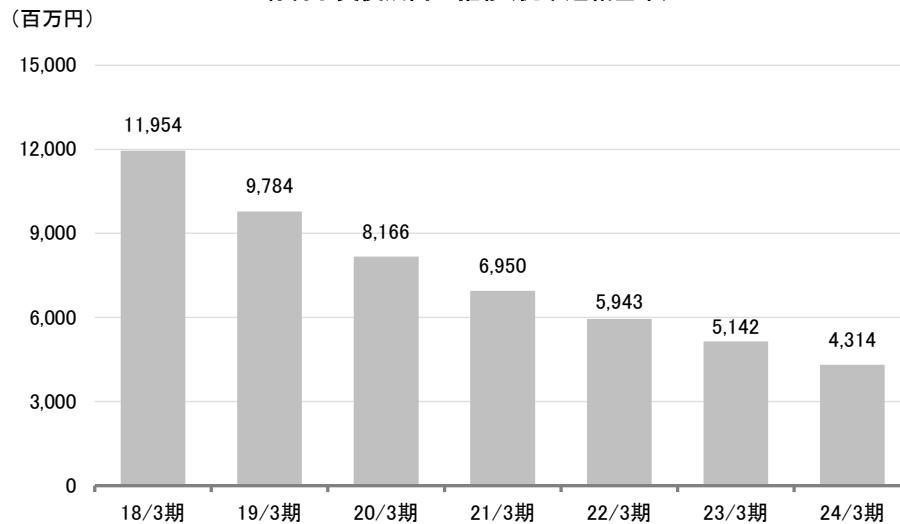
	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
営業総利益	2,328	1,286	1,359	1,301	1,276	961	-427
運営報酬	363	241	199	169	154	134	149
投資損益	187	613	1,138	777	618	441	-442
実現キャピタルゲイン	750	1,192	1,383	972	762	745	203
営業投資有価証券評価損・ 投資損失引当金繰り入れ額	-562	-579	-245	-194	-145	-304	-645
インカムゲイン等	1,640	380	-12	312	464	355	-205
その他	137	51	35	42	40	32	69

出所: 決算短信、期末決算補足資料よりフィスコ作成

一方、リーマンショックの影響等による業績の落ち込みと財務状況の悪化を受け、財務体質の改善と収益力の強化に取り組んできたことから、有利子負債残高(借入金・社債、新株予約権付社債)は年々減少し、販管費(特に人件費や賃借料)の削減にも努めてきた。有利子負債残高は2018年3月期の11,954百万円から2024年3月期には4,314百万円と約64%の削減を実現しており、販管費も2022年3月期に一旦増加に転じたものの、総じて縮小傾向をたどっている。

また、有利子負債の削減に伴って、財務基盤の安定性を示す自己資本比率も大きく改善してきた。総資産が縮小するなかで、新株予約権の行使や内部留保により改善を続け、2024年3月期は54.0%の水準を確保している。

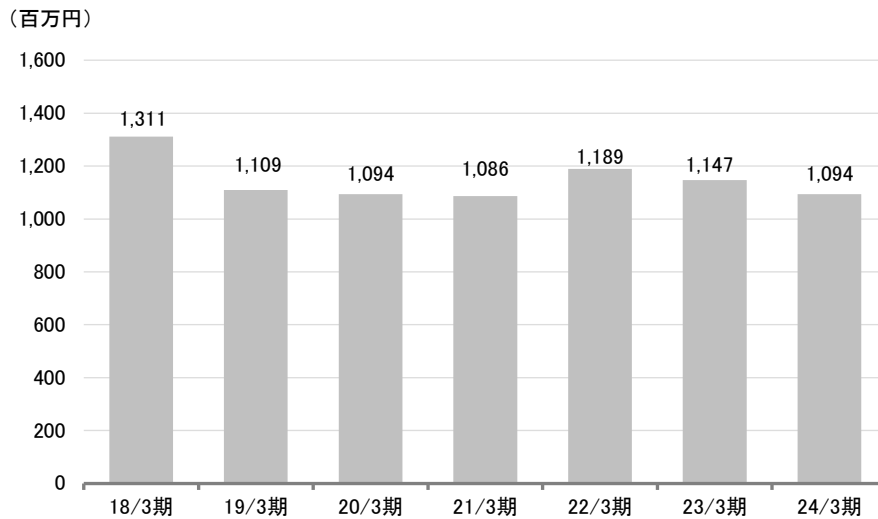
有利子負債残高の推移(従来連結基準)



出所: 決算短信よりフィスコ作成

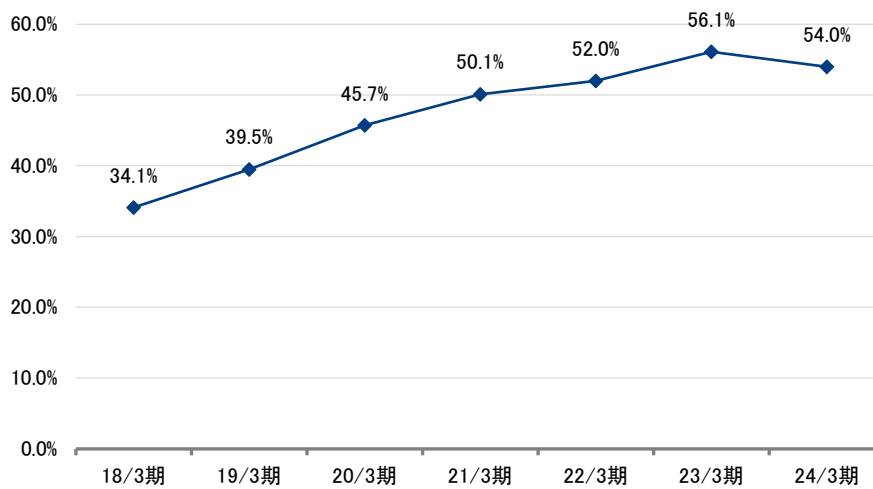
業績推移

販管費の推移(従来連結基準)



出所：決算短信よりフィスコ作成

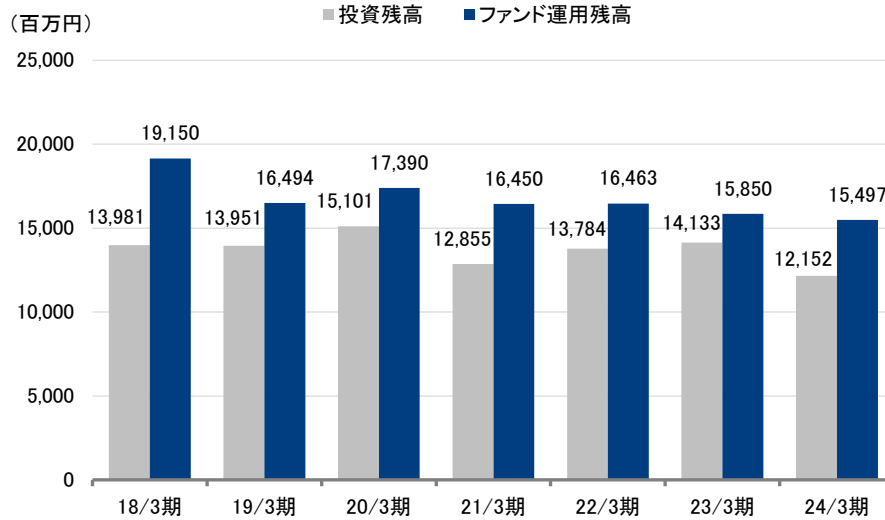
自己資本比率の推移(従来連結基準)



出所：決算短信よりフィスコ作成

業績推移

投資残高及びファンド運用残高



出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

株主還元

2009年3月期以降、配当実績なし。 安定収益の底上げにより、将来的な復配の可能性に期待

同社は、業績の悪化に伴う累積損失を計上していることから、2009年3月期以降、配当の実績はない。今後も安定収益の拡大に向けた投資に取り組む方針であることから、しばらくは配当という形での株主還元は見送られる可能性が高いと弊社では見ている。ただ、プロジェクト投資による安定収益の底上げが進んでくれば、将来的には復配はもちろん、安定的な配当が可能となるものと期待できる。

重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp