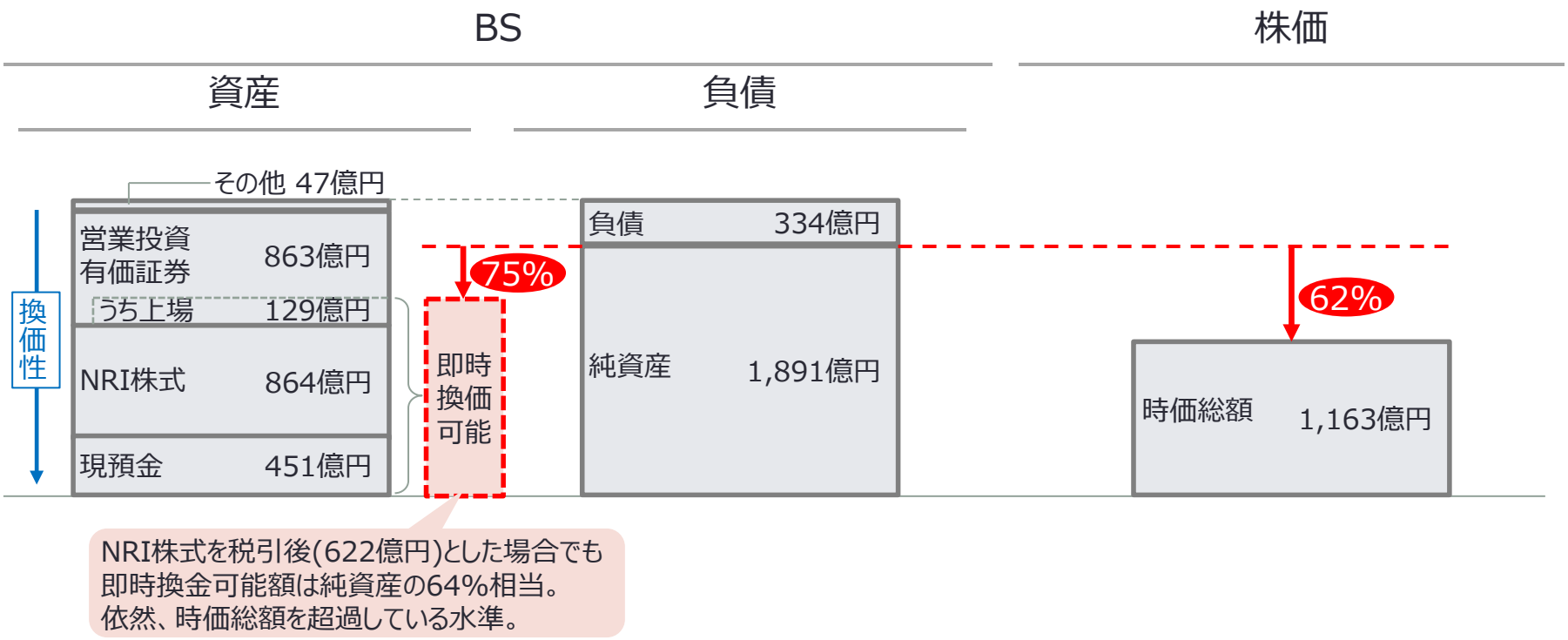
1 貴社の財務状況：2022年6月末時点のBSと株価

換金可能資産が純資産の75%、有利子負債もごく僅かというBSでありながら、時価総額は純資産の62%(すなわちPBR0.62x)に過ぎない。これはBSマネジメントと株主価値向上に問題を抱えた状態を放置していることの証左。



別の見方では、貴社株式を購入することで実質的に営業投資有価証券(すなわち貴社運用ファンドに対する貴社出資持分)を 破格の安値で購入できる状況が放置されているとも言える。

注：数値は全て2022/6末時点の貴社公表数値。2023年3月期第一四半期決算説明資料P.23より。

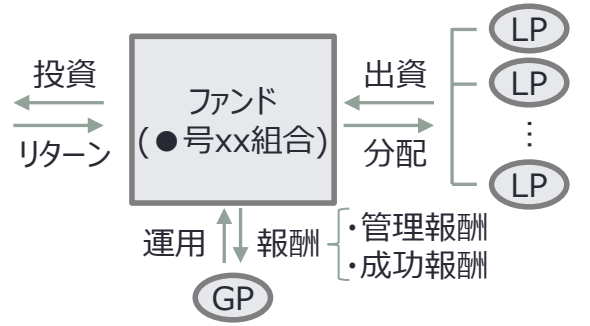
2 ジャフコ社のファンドスキーム

ジャフコ社の場合、GPでありながら約4割ものファンド出資を行う点が特徴。「豊富な手元資金により、一定以上の規模のファンドを高頻度で組成できることが強み」との主張だが、このファンドスキームが内包するデメリットや矛盾が、上場会社の場合には特に顕在化する。

- ✓論点１：ファンド出資のために保有しておく現預金水準は、株主にとって妥当な水準にあるか。
- ✓論点２：ファンドのLP出資者と株主、どちらかに偏った利益配分や価格付け(株価)になっていないか。また株主にとって2重課税問題が大きいことをどう解消するか(LP出資者はパススルー課税)。
- ✓論点３：そもそも自社が4割も出資することが最適であると言えるのか。

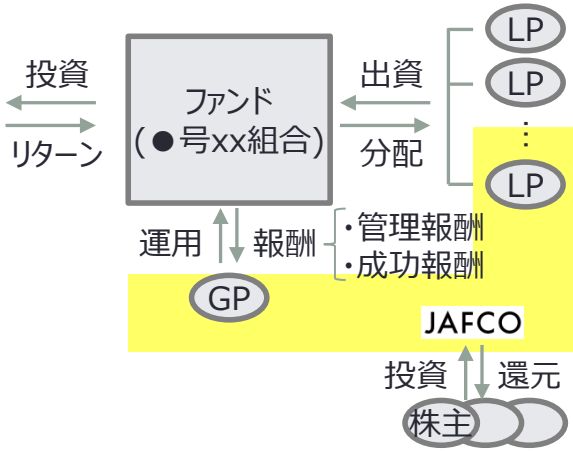
ファンドスキームの比較

通常のファンドスキーム



通常、GPはLPと明確に異なる立場にでファンド運用を行う。
- GP出資は数%程度が一般的

ジャフコ社のファンドスキーム



ジャフコ社の場合、GPであると同時に、4割もの出資者という立場。加えて上場企業でもある。

100%自己投資のスキーム



この場合ファンドとは呼ばないが、全て自己勘定で投資することも可能。

3 ジャフコ社の抱える問題と、解決のために求められる企業行動

現状のジャフコ社における問題は4点。それらを上場したまま解決しようとすれば、NRI株式を活用した自己株式取得が筆頭の選択肢となる。

現状の問題点

LP目線

1. ファンド出資よりもジャフコ社株式購入の方が安いという歪みが放置されている。
   - 今後組成するファンド出資に際しての懸念材料と言える

2. NRI株式のエクスポージャーが過大。
   - 純資産の半分近くに及ぶ規模で、単一銘柄上場株投資を行っている状態。本業に対するリスクが大きい。

株主目線

3. 現預金水準(NRI株式含む)が過剰。
   - ファンド組成を過度に意識するあまり、資本効率悪化・株価低迷を招き、株主価値を毀損している。

4. 4割出資分の2重課税インパクトが過大。
   - LP出資者はパススルー課税の一方、株主はジャフコ社に対する課税後に利益分配されるため、差が生じる

解決策

非上場化する

もしくは

NRI株式を活用して、PBR1倍まで可能な限り自己株式取得を続ける。

加えて、今後の4割出資スキームを再検討し、株主に諮る。

一般論としても、最も高い利回りが見込まれる対象に資源を投じることは、上場企業として当然の行動。
ジャフコ社の現状では自己株式（≒格安に売られている既存LP出資分)がそれに当たると考えられる。
もちろん自己株式以外に、より良い利回りの投資対象があるならば、そちらに振り向けることは正当化される。

4 必要現預金の水準について

貴社は2021年2月10日に「今後の株主還元についての方針」のなかで「現預金とNRI株式(税後)が1,200億円を超過する場合、自己株式の取得を検討する」と発表し、以降確かに実施しているが、この基準値そのものが実態に即していない。

貴社の発表内容

将来のために必要となる資金は、
1. 現在運用中のファンドに対し今後払込が必要な金額(ファンド未払込金額)
2. 次期ファンドへの当社出資分
3. 将来のファンドサイズ拡大
4. その他の投資機会
5. 不測の事態への備え

として、現状では1,200億円程度と考えています。現預金とNRI株式の時価評価額(税引後)の合計額がこれを一定程度超えることとなった場合には、自己株式の取得を検討することとします。

※なお、面談では上記１.２.３.が特に強調されて説明された。

実態

必要資金は収入ゼロでも年間150億円程度。
1,200億円はその8年分にも及ぶもの。

- 運用ファンドの投資実行額は2022年3月期370億円(過去12年で最高)※4。4割出資であれば年間拠出は150億円程度。
- 実際には収入ゼロ(EXITも分配もできていない状態)が続くことはなく、もし数年続けば次期ファンドは非現実的。

現時点の現預金残高でも3年分は確保されている。

- 2022年6月末現預金は451億円。※ここには実際に「ファンド未払金額対応分」が含まれている。
- NRI株式を活用した500億円の自己株式取得は影響しない。

従って現状のNRI株式部分は余剰。この範囲での自己株式取得は事業継続に影響を与えない。
(なおNRI株価は過去の売却時よりも高値推移中)

そもそも、ファンド２つ分に4割出資できる現預金を恒常的に手元に確保しておこうとする考え自体が上場企業として、名声等のメリットのみを享受し、株主価値を軽視していることの表れと言える。

※4 貴社 2022 FACT BOOK (P.7) より