

Jトラスト株式会社

(8508 東証2部)

発行日 2015年10月6日

海外中心の収益構造ヘシフト、韓国金融事業では黒字化を達成

韓国・東南アジアでは「JT」としてメジャーな独立系金融グループ

Jトラスト(株)は武富士のスポンサー、KC カード買収などで知られる独立系の金融グループである。現在の主要事業は①信用保証を中心とする国内金融事業、②韓国貯蓄銀行事業、③インドネシア商業銀行事業の3つである。日本での知名度は高いとは言いが、韓国やインドネシアを中心とする東南アジア地域では「JT」または「J TRUST」として広く浸透している。2008年の現代表取締役の藤澤信義氏によるTOB後、M&Aにより急速に事業規模を拡大、約7年で総資産は約122億円から約5,407億円へ(約44倍)、営業収益は約32億円から約633億円(約20倍)へと急増した。TOB後数年間は、国内M&Aを中心にアセットを積み上げたが、国内事業では当初より銀行との提携ビジネス(信用保証等)を志向しており、中長期的にはアジアでリテール銀行事業を展開するというビジョンのもとM&A戦略を推進してきた。2016年3月期に入り、国内から韓国及び東南アジア金融事業へのシフトが鮮明となり、当面は海外2事業が同社の事業を牽引していくことになる。

インドネシア事業の黒字化、韓国での貸出金の積み上げが課題

2016年3月期第1四半期の営業収益は195億円(前年同期比約22%増)、計画進捗率約24%とまずまずの滑り出しとなった。対して営業利益はマイナス約19億円の赤字と出遅れた。赤字を計上したのは、Jトラストインドネシア銀行であり、IFRS任意適用開始遅れにより、貸倒引当金の追加計上(19億円)等が本四半期に取り込まれたのが原因だ。但し、Jトラストインドネシア銀行はかつて破綻行であったという経緯から、収益構造の面で課題は多く、現在急ピッチで事業再建を進めている。

国内金融事業はアパートローン保証等が堅調に伸び縮小均衡ながらも黒字を維持。韓国金融事業は、本四半期に入り黒字化を達成しており、通期では貸出金積み増しによる増収増益に期待がかかる。韓国金融事業については、利益体質への転換が完了したと考え、貸出金残高をどこまで伸ばせるか、シェア拡大を図れるかが、今期のみならず中長期的な視点からも、同事業の行方を握る要因となる。

◆業績動向

単位:百万円

年度	営業収益	前期比	営業利益	営業利益率	経常利益	経常利益率	当期純利益	純利益率	EBITDA	EPS(円)
2014年3月 実績	61,926	111.2%	13,745	22.2%	13,351	21.6%	11,145	18.0%	17,376	109.66
2015年3月 実績	63,281	102.2%	(5,217)	-8.2%	(2,385)	-3.8%	10,143	16.0%	(926)	85.92
2016年3月 会社予想	81,900	-	7,500	9.2%	n.a.	n.a.	4,700	5.7%	n.a.	39.77
第1四半期累計	営業収益	前年同期比	営業利益	営業利益率	経常利益	経常利益率	当期純利益	純利益率	EBITDA	EPS(円)
2015/3-1Q 実績	15,928	109.5%	(358)	-2.2%	(294)	-1.8%	(395)	-2.5%	n.a.	n.a.
2016/3-1Q 実績	19,490	122.4%	(1,951)	-10.0%	(1,585)	-8.1%	(2,789)	-14.3%	n.a.	n.a.
2016/3-1Q 対予想進捗率	23.8%	n.a.	-	n.a.	n.a.	n.a.	-	n.a.	n.a.	n.a.

2016年3月期より国際財務報告基準(IFRS)の任意適用を予定しているため、会社予想はIFRSに基づいた予想値

ベーシックレポート

(2016年3月期第1四半期)

(株)スクアード・リサーチ&コンサルティング

奥山 智子/坂本 貞夫

会社概要

会社名	Jトラスト株式会社
証券コード	8508
上場市場	東証2部
所在地	東京都港区虎ノ門1-7-12
代表者	藤澤 信義
設立	1977年3月18日
資本金	53,611百万円
上場	1998年9月
URL	http://www.jt-corp.co.jp/
業種	金融>その他金融
決算	3月末日

主要株式指標

(2015年9月25日時点)

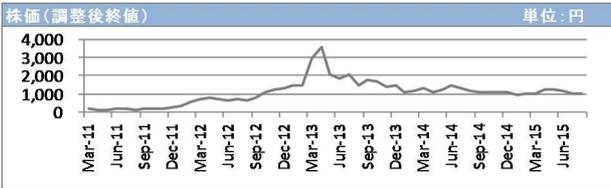
株価	1,001円
年初来高値	1,335円(2015/5/26)
年初来安値	890円(2015/8/25)
発行済株式数	118,667,754株
売買単位	100株
時価総額	118,786百万円
予想配当	12.00円(2016/3期)
予想配当利回り	1.20%(2016/3期)
予想EPS	39.77円(2016/3期)
実績EPS	85.92円(2015/3期)
予想PER	25.17倍(2016/3期)
実績PBR	0.64倍(2015/6月)

Brief Investor Summary

(基準日: 2015年3月)

単位: 百万円

会社名	Jトラスト株式会社	英文名	J Trust Co., Ltd.	設立年月日	1977/3/18
本社住所	東京都港区虎ノ門1-7-12	URL	http://www.jt-corp.co.jp/	代表者氏名	藤澤 信義
上場市場	東証2部	証券コード	8508	格付け	n.a.
業種	金融>その他金融	資本金	53,604 百万円	従業員数	単体 30人
幹事証券	SMBC日興証券	メインバンク	n.a.	(正社員)	連結 3,986人
監査法人	ひびき監査法人	継続性の注記	なし	平均給与	単体 6,747千円
事業内容	Jトラストは①国内で信用保証・債権回収・事業者金融等、②韓国で貯蓄銀行事業等、③インドネシアで銀行業を展開する独立系の金融グループである。前身は中堅事業者金融の㈱イッコーだが、2008年に現代表取締役である藤澤氏がTOBIにより同社の筆頭株主となり経営体制を刷新。以後、M&A等を通じて事業規模を急速に拡大した。代表的な案件としては、ロブロ、武富士、韓国スタンダードチャータード貯蓄銀行などが挙げられる。なお近年は国内金融事業は縮小し、コア事業が海外へとシフトしつつある。				
今後の展望	成長ドライバーは国内事業から海外へシフト、韓国(貯蓄銀行事業)及びインドネシア(商業銀行)が同社の事業を牽引していく主力事業となる。韓国貯蓄銀行事業は2016年3月期第1四半期に入り黒字化を達成しており、今後どの程度まで貸出金残高を伸ばせるかが業績を左右する。インドネシア銀行事業は、買収直後ということもあり、現在収益性の改善に注力している段階にある。なお、インドネシアの銀行市場は成長性の高い業界であり、将来的な発展が期待される。				



基準日: 2015年9月25日

終値(円)	時価総額	EV**	PER(倍)*	PBR(倍)**	配当利回*
1,001	118,786	(11,184)	25.17	0.64	1.20%
会計年度	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	年初末
期末株価(円)	729	2,995	1,304	1,034	n.a.
最高(円)	1,642	3,335	2,350	1,615	1,335
最低(円)	274	564	905	930	890
EPS(円)	575.95	214.45	109.66	85.92	n.a.
PER(倍)	1.41	15.55	11.89	12.03	n.a.
PBR(倍)	1.02	3.29	0.87	0.65	n.a.

* 会社予想、**2015年6月末の貸借対照表を用いて算定

損益計算書関連	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
営業収益	24,508	55,683	61,926	63,281
営業総利益	19,969	34,897	35,586	33,996
営業利益	5,539	12,005	13,745	(5,217)
経常利益	5,486	13,704	13,351	(2,385)
当期純利益	34,500	13,309	11,145	10,143
減価償却費	216	2,560	2,311	2,957
のれん償却費	110	687	1,320	1,334
EBITDA(*1)	5,865	15,252	17,376	(926)
資本的支出(CAPEX)(*2)	268	2,501	4,914	5,719
EBITDA-CAPEX	5,597	12,751	12,462	(6,645)
支払利息(営業費用分含む)	1,161	1,634	1,248	1,303

(*1) EBITDA=営業利益+減価償却費+のれん償却費

(*2) 資本的支出=CF計算書の有形固定資産及び無形固定資産の取得による支出

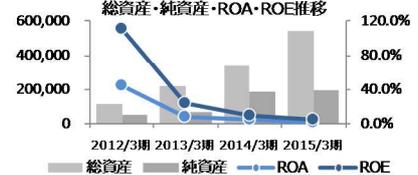
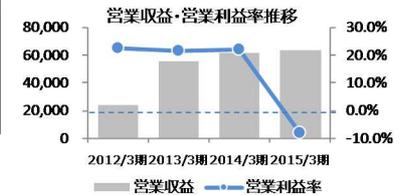
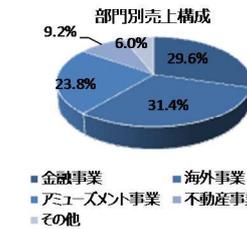
貸借対照表関連	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
現預金	10,362	62,140	132,235	141,742
営業債権等(i)	97,166	118,755	140,615	302,113
有価証券	-	788	10,787	17,874
営業投資有価証券	-	-	8,918	6,595
棚卸資産	1,314	1,691	2,570	3,203
その他流動資産	4,929	17,456	15,317	17,253
貸倒引当金	(6,813)	(11,574)	(11,657)	(20,525)
流動資産合計	106,963	189,262	298,790	468,260
有形固定資産	5,095	10,836	12,309	9,352
無形固定資産	1,120	6,764	8,633	47,102
長期営業債権	8,487	4,686	3,951	2,405
その他	3,601	11,623	15,546	23,688
貸倒引当金	(7,723)	(4,469)	(4,498)	(10,092)
投資その他の資産合計	4,366	11,842	15,001	16,002
固定資産合計	10,582	29,443	35,945	72,458
資産合計	117,546	218,706	334,736	540,718
流動負債	43,995	99,471	118,904	322,598
固定負債	24,079	48,339	31,601	23,254
負債合計	68,074	147,810	150,505	345,853
株主資本	48,099	62,716	170,928	180,062
その他純資産項目	1,371	8,178	13,300	14,802
純資産合計	49,471	70,895	184,230	194,865

(i) 営業債権=商業手形+営業貸付金+銀行業における貸出金+割賦立替金+買取債権

主要BS項目	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
消費者向け貸付残高	27,495	17,397	49,900	59,660
事業者向け貸付残高	3,708	3,967	4,624	10,387
銀行業における貸出金	-	48,210	46,701	224,401
割賦立替金	72,139	51,338	40,814	1,422
買取債権	2,310	2,529	2,527	8,647
営業債権合計(長期短期合計)	105,652	123,441	144,566	304,517
債務保証残高	22,072	33,194	40,839	36,712
有利子負債残高(i)	43,022	40,058	43,760	29,455
銀行業における預金(負債)	-	73,194	77,142	287,452

(i) 有利子負債=割引手形+社債+借入金、銀行業における預金は除く

主要株主	持株比率%
藤澤信義	19.4%
TAIYO FUND, L.P.	8.7%
NLHD㈱	6.3%
FUJISAWA PTE. LTD.	5.9%
その他	59.8%
合計	100.0%



キャッシュフロー関連	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
営業活動によるCF	(16,489)	9,378	11,434	15,452
投資活動によるCF	(12,424)	36,764	(17,775)	(15,148)
フリーキャッシュフロー	(28,913)	46,142	(6,341)	304
財務活動によるCF	24,165	(2,441)	74,464	(20,593)
換算差額等	10	1,090	6,938	7,000
ネットキャッシュフロー	(4,738)	44,792	75,061	(13,288)

セグメント情報	売上	売上シェア%	利益	利益率
金融事業	18,731	29.6%	1,852	9.9%
海外事業	19,857	31.4%	(5,811)	-29.3%
アミューズメント事業	15,075	23.8%	483	3.2%
不動産事業	5,821	9.2%	402	6.9%
その他	3,795	6.0%	(69)	-1.8%
調整額	-	-	(2,075)	-
合計	63,281	100.0%	(5,217)	-8.2%

2014年3月期	1Q	2Q	3Q	4Q	合計
営業収益	14,545	14,300	15,172	17,909	61,926
営業利益	2,225	7	3,847	7,666	13,745
営業利益率	15.3%	0.0%	25.4%	42.8%	22.2%

2015年3月期	1Q	2Q	3Q	4Q	合計
営業収益	15,928	16,051	16,141	15,161	63,281
営業利益	(358)	(2,274)	(689)	(1,896)	(5,217)
営業利益率	-2.2%	-14.2%	-4.3%	-12.5%	-8.2%
営業収益対前年比	109.5%	112.2%	106.4%	84.7%	102.2%

Key Indicator	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
営業収益増加率 (%)	44.9%	127.2%	11.2%	2.2%
営業総利益率 (%)	81.5%	62.7%	57.5%	53.7%
営業利益率 (%)	22.6%	21.6%	22.2%	-8.2%
経常利益率 (%)	22.4%	24.6%	21.6%	-3.8%
当期純利益率 (%)	140.8%	23.9%	18.0%	16.0%
EBITDA/営業収益 (%)	23.9%	27.4%	28.1%	-1.5%
販管費率 (%)	58.9%	41.1%	35.3%	62.0%
ROA (%)	44.4%	7.9%	4.0%	2.3%
ROE (%)	111.4%	23.8%	9.3%	5.6%
自己資本比率 (%)	40.9%	29.1%	53.0%	34.8%
D/Eレシオ (倍)	0.87	0.57	0.24	0.15
有利子負債/EBITDA (倍)	7.34	2.63	2.52	-

Valuation	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
時価総額 (百万円)	49,087	210,709	154,375	122,621
EV (百万円)	81,747	187,839	55,113	(7,540)
EV/営業収益 (倍)	3.34	3.37	0.89	-
EV/EBITDA (倍)	13.94	12.32	3.17	-

EV: Enterprise Value、企業価値=時価総額+(有利子負債-現預金-有価証券)として算定。

目次

1	ビジネス概要	
(1)	長期トレンド	P4
(2)	セグメント構成	P4
2	会社概要	
(1)	会社沿革	P8
(2)	M&A の変遷	P9
(3)	2015 年 4 月以降のトピックス	P13
(4)	株主構成/資本政策	P14
(5)	役員の状況	P16
(6)	従業員の状況	P18
3	業績ハイライト	
(1)	連結業績ハイライト(年次)	P19
(2)	直近四半期の状況	P21
4	市場環境	
(1)	韓国:金融機関の分類	P22
(2)	韓国:家計負債の推移	P23
(3)	韓国:業界再編の動向	P25
5	セグメント概況及びビジネスモデル	
(1)	国内金融事業	
a	アウトライン	P25
b	業績トレンド(年次)	P29
c	直近四半期業績	P33
(2)	海外金融事業	
a	韓国金融アウトライン	P34
b	東南アジア金融アウトライン	P37
c	業績トレンド(年次)	P39
d	直近四半期業績	P41
(3)	非金融事業	
a	総合エンターテインメント事業	P44
b	不動産事業	P45
6	財務分析	
(1)	コスト概況	P46
(2)	BS 概況	P49
(3)	キャッシュフロー概況	P53
7	経営計画・成長戦略及び SWOT 分析	
(1)	経営計画及び成長戦略	P55
(2)	SWOT 分析及びリスク要因	P58
8	競争環境	
(1)	国内信用保証競争環境	P60
(2)	韓国貯蓄銀行競争環境	P61
(3)	インドネシア銀行競争環境	P62
9	株価動向・投資リターン分析	
(1)	株価動向	P63
(2)	投資リターン分析	P63
(3)	株主還元・配当政策	P65

1. ビジネス概要

1-(1) 長期トレンド

2008 年の藤澤氏による TOB 後、M&A を積極的に実施し事業規模が急速に拡大

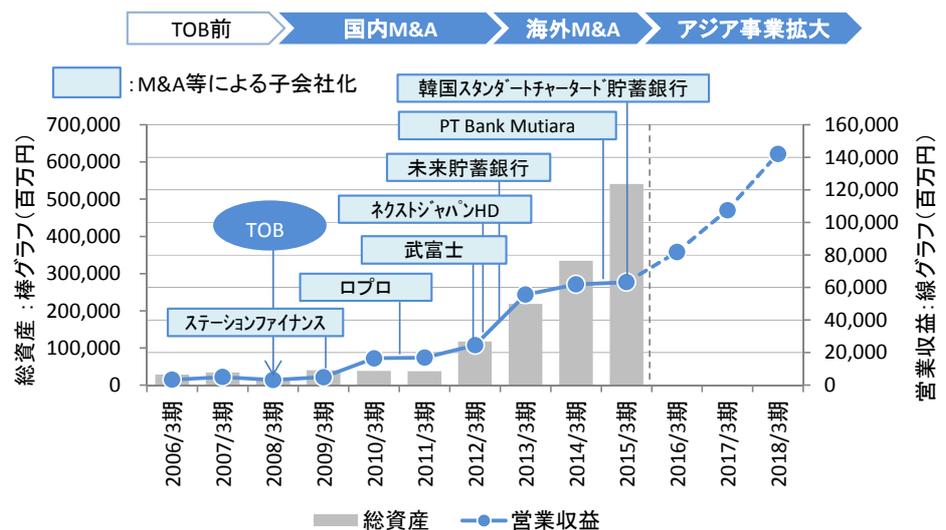
◆2008 年 3 月の藤澤信義氏による TOB 後、M&A 等を通じ事業規模を急拡大

Jトラスト(株)は、国内で、信用保証事業、債権回収事業等を、韓国などのアジア圏では銀行業を展開する、独立系の金融グループである。

同社の前身は(株)イッコー(旧 一光商事)であり、1977 年に大阪で事業者向け金融事業(商業手形割引、手形貸付等の貸金業務)を開始、その後順調に事業の拡大を図り、1998 年には、大阪証券取引所市場第 2 部に上場を果たした。しかし、2000 年の商工ローン問題や 2006 年の貸金業法改正に伴う上限金利の引き下げにより経営環境が悪化、競合他社の廃業や破綻が相次ぐなど、同社も営業の縮小を強いられた。

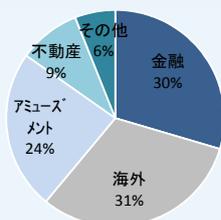
厳しい経営環境が続く中、2008 年 3 月に藤澤信義氏(現 代表取締役)が同社株式を対象として TOB を実施し、同社の筆頭株主となった。経営体制刷新後は、M&A や債権買取りを積極的に実施し(P9 参照)、事業規模、事業領域を急拡大させ、2008 年 3 月末に 122 億円であった総資産は、2015 年 3 月末には約 44 倍の 5,407 億円へ、営業収益(売上高)は 32 億円から 633 億円へと約 20 倍の規模へと急速に増加した。

総資産・営業収益長期トレンド



1-(2) セグメント構成

2015 年 3 月期
営業収益構成



◆拡大する事業状況にあわせ、2016 年 3 月期に入り事業セグメントを再構成

2015 年 3 月期のセグメントは、「金融事業」、「海外事業」、「アミューズメント事業」、「不動産事業」、「その他」から構成される。2012 年 3 月期までは「金融事業」が全社営業収益の 8 割弱を占める構成にあったが、ネクストジャパンホールディングス(アミューズメント事業)を子会社化した 2013 年 3 月期には金融事業の比率は 6 割弱にまで低下。2014 年 3 月期以降は、JT 親愛貯蓄銀行(韓国)の営業開始やインドネシアの商業銀行 PT Bank Mutiara Tbk.の買収により、海外事業が拡大し、2015 年 3 月期の営業収益は、金融 30%、海外 31%、アミューズメント 24%、不動産 9%、その他 6%の構成となった。

なお、2016 年 3 月期に入り、アジア圏での事業拡大に合わせ、「海外事業」を「韓国

「金融事業」と「東南アジア金融事業」に分割するなどの事業セグメントの変更を行っている(下図参照)。

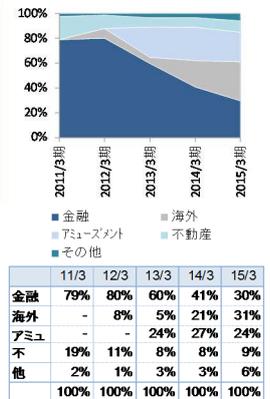
◆旧セグメント(2015年3月期まで)

旧セグメント	内容
金融事業	信用保証事業、クレジット・信販業務、債権買収業務、消費者向・事業者向貸付業務
海外事業	銀行業務、貯蓄銀行業務、債権買収業務、投資事業
アミューズメント事業	アミューズメント機器用品の製造・販売業務、アミューズメント施設運営業務
不動産事業	不動産売買業務、不動産仲介業務、不動産賃貸業務
その他	コンピューターの運用管理、ソフトウェア受託開発等

◆新セグメント(2016年3月期より)

新セグメント		分類
国内金融事業	金融事業	
韓国金融事業	金融事業	
東南アジア金融事業	金融事業	
総合エンターテインメント事業	非金融事業	
不動産事業	非金融事業	
その他	非金融事業	

営業収益構成推移



- 「海外事業」を「韓国金融事業」及び「東南アジア金融事業」に分割
- 「海外事業」に属していた「海外投資事業」を「その他」に変更
- 「その他」に属していた「パチンコ・パチスロの周辺機器に関するコンピュータシステム等の開発・製造・販売事業」を「総合エンターテインメント事業」に変更

出所: 有価証券報告書及び決算短信を基にSQUADD作成

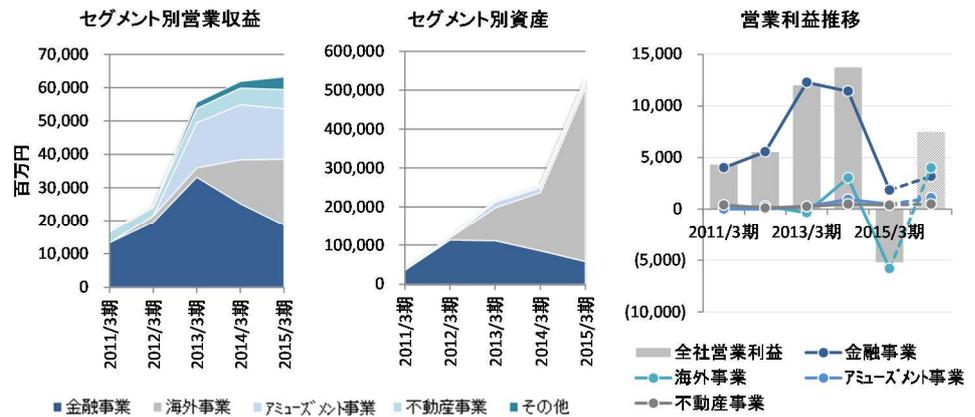
◆セグメント別業績概況

単位: 百万円

		2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	会社計画* 2016年3月
営業収益	金融事業	13,326	19,605	33,186	25,193	18,731	11,100
	海外事業	-	1,916	2,793	13,214	19,857	42,000
	アミューズメント事業	-	-	13,484	16,510	15,075	15,000
	不動産事業	3,166	2,645	4,285	4,970	5,821	6,500
	その他	415	341	1,933	2,037	3,795	4,000
	全社営業収益	16,908	24,508	55,683	61,926	63,281	81,900
営業利益	金融事業	4,017	5,571	12,293	11,435	1,852	3,200
	海外事業	-	303	(336)	3,046	(5,811)	4,000
	アミューズメント事業	-	-	250	951	483	1,100
	不動産事業	407	131	270	496	402	500
	その他	40	44	169	70	(69)	(400)
	計	4,466	6,050	12,647	16,000	(3,142)	8,400
	調整額/全社費用等	(142)	(510)	(642)	(2,255)	(2,075)	(900)
	全社営業利益	4,324	5,539	12,005	13,745	(5,217)	7,500
営業利益率	金融事業	30.1%	28.4%	37.0%	45.4%	9.9%	28.8%
	海外事業	-	15.8%	-12.0%	23.1%	-29.3%	9.5%
	アミューズメント事業	-	-	1.9%	5.8%	3.2%	7.3%
	不動産事業	12.9%	5.0%	6.3%	10.0%	6.9%	7.7%
	その他	9.6%	12.9%	8.7%	3.4%	-1.8%	-10.0%
	全社	25.6%	22.6%	21.6%	22.2%	-8.2%	9.2%
セグメント資産	金融事業	35,857	113,165	111,359	85,631	58,030	n.a.
	海外事業	-	5,895	86,507	151,453	447,815	n.a.
	アミューズメント事業	-	-	14,759	12,314	12,080	n.a.
	不動産事業	1,236	1,889	3,166	4,799	5,236	n.a.
	その他	332	317	1,522	3,261	7,249	n.a.
	計	37,425	121,267	217,315	257,459	530,412	n.a.
	調整額/全社資産等	437	(3,721)	1,391	77,277	10,307	n.a.
	全社資産	37,862	117,546	218,706	334,736	540,718	n.a.

*会社計画の各セグメントの営業収益は連結調整前の数値のため、合計が3,300百万円相違する。

出所: 有価証券報告書及び中期経営計画を基にSQUADD作成



以下、各セグメントの概要について触れる。主力事業である「国内金融事業」「韓国金融事業」及び「東南アジア金融事業」については、詳細を「5. セグメント概況及びビジネスモデル」(P25～)に記載している。

◆金融事業(新 国内金融事業)

「金融事業」には、消費者・事業者金融事業、信用保証事業、債権回収事業、クレジットカード・信販事業など、国内で展開する各種金融事業が分類されている。2010年に更生会社(株)ロプロ(旧 (株)日栄)、2012年に更生会社(株)武富士(現 更生会社 TFK(株))のスポンサーとなり、事業基盤の拡充を図った。また2011年には楽天(株)よりKCカード事業を買収し、クレジットカード事業にも本格参入した。なお、KCカード事業については、2015年1月にヤフー(株)及びソフトバンク・ペイメント・サービス(株)に売却している。

国内無担保ローン市場は頭打ち状態にあり、競合他社との競争は激しさを増すなど厳しい経営環境が続いている。このような状況を受け、2014年3月期頃より無担保ローン事業縮小の方向に舵を切り、今後は信用保証事業や債権回収事業(不良債権投資及びサービシング)、不動産担保ローン事業に注力していく方針を固めた。

◆海外事業(新 韓国金融事業/東南アジア金融企業)

✓ 韓国金融事業

韓国では、①貯蓄銀行業を主体に、②債権回収事業(不良債権投資及びサービシング)や③オートローンやリース等のキャピタル事業を展開している。

韓国へは2011年4月、消費者金融事業等を営むネオラインクレジット貸付(株)の買収を機に参入した。その後、2012年に未来貯蓄銀行から資産/負債を譲り受け、貯蓄銀行業へと事業領域を拡大、債権購入等により債権残高の積み上げを進めるとともに、2015年3月期の韓国スタンダードチャータード貯蓄銀行及び韓国スタンダードチャータードキャピタルの買収により規模拡大を図り、営業資産は約1,900億円に達した。また、韓国スタンダードチャータード貯蓄銀行の買収により、貯蓄銀行業界第3位の資産規模(2行合計ベース)を有するに至るなど(P61参照)、韓国での存在感は増してきており、今後韓国金融事業は国内金融事業に代わるコア事業として同社の

事業を牽引していくことになる。

✓ 東南アジア金融事業

東南アジア金融事業は、2014 年 11 月のインドネシア PT Bank Mutiara Tbk.(現 PT Bank JTrust Indonesia Tbk.)の買収により本格化。2016 年 3 月期以降、同行を中心に事業規模の拡大を図っていく計画である。なお、Mutiara 銀行は過去に破綻行としてインドネシア預金保険機構の管理下に置かれていたということもあり、経営上の課題は多く、目下、同行の事業再生に注力しているところである(P38 参照)。

また、2015 年 5 月にオートバイ販売金融等を展開するタイ上場企業 Group Lease PCL の転換社債約 36 億円の引受を実施するなど、JTrust Indonesia 銀行とのシナジーが見込める事業者との連携強化も推進している。

◆アミューズメント事業(新 総合エンターテインメント事業)

2012 年 4 月、(株)ネクストジャパンホールディングス(以下"NJHD")を株式交換により完全子会社化し、J トラストグループにアミューズメント事業が加わった。なお、株式交換時の NJHD の筆頭株主は藤澤信義氏(約 35%保有)である。

(株)ネクストジャパンホールディングスは、東証マザーズ上場会社であり、子会社(株)ブレイクを通じアミューズメント機器用品の企画・製作・販売等を展開。また、ゲームセンター等のアミューズメント施設の運営を行うアドアーズ(株)(JASDAQ 4712)を関連会社として有していた(持株比率約 34%)。株式交換後の 2012 年 7 月に Jトラストが NJHD を吸収合併、2013 年 3 月期よりアドアーズ(株)は支配力基準により連結子会社となった。

現在、総合エンターテインメントは、①アミューズメント施設運営と②アミューズメント機器用品の製造・販売を中心に事業を展開している。2014 年 11 月に、(株)アドアーズが(株)日本介護福祉グループを買収し、介護事業に参入したが、2015 年 4 月の法改正以後、介護報酬単価の下落等により業績は低迷、同業他社との競争も激化してきていることから、2015 年 8 月に介護事業からの撤退を決定した。なお、現在、藤澤氏がアドアーズ(株)の取締役を兼任しているが、事業はアドアーズ主体で展開している。

また小規模ではあるが、2015 年 3 月期に、パチンコホール運営管理システムの開発・製造・販売等を行うハイライツ・エンタテインメント(株)が連結子会社に加わった。

◆不動産事業(新 不動産事業)

不動産事業は、傘下のキーノート(株)が主体となり展開している。関東及び関西を中心に注文住宅のほか、建売住宅の販売・仲介、中古住宅のリノベーションなども手掛けている。また、アミューズメント店舗など商業施設の内外装デザイン・設計・施工で 2,000 店を超える実績を有している。なお、中長期的には日本品質住宅の東南アジア展開も視野に入っている。全社営業収益に占める当セグメントの比率は 10%弱の水準にあるが、安定した収益源として業績に貢献している。

2. 会社概要

2-(1) 会社沿革

◆2016 年 3 月期で第 40 期を迎える

1977 年 3 月、大阪で中小企業及び個人事業主向けの商業手形割引及び手形貸付等の貸金業務を開始、2016 年 3 月期で第 40 期を迎える。関西を中心に事業の拡大を図り、1998 年 9 月には、大阪証券取引所市場第 2 部に上場。その後、順調に全国の主要都市に支店を開設し業容の拡大を図ったが、2000 年の商工ローン問題や上限金利の引き下げにより、営業活動の縮小を余儀なくされた。

2005 年に全国保証(株)(東証 1 部 7164)が第三者割当増資の引き受け及び TOB により約 51%の株式を保有する筆頭株主になったが、2008 年 3 月に藤澤氏が全国保証(株)が保有する株式を TOB により購入し現体制に至る。

◆沿革

年月	区分				事項
	全社	国内	韓国	東南ア	
1977年3月	○				大阪市南区(現 中央区)に(株)一光商事を設立、中小企業及び個人事業主向けの商業手形割引及び手形貸付等の貸金業務を開始。
1983年12月	○				「貸金業の規制等に関する法律」の施行に基づき、貸金業登録。
1991年3月	○				商号を(株)イッコーに変更。
1998年9月	○				大阪証券取引所市場第二部に上場。
2005年1月	○				全国保証(株)が当社普通株式12,600千株(第三者割当及び公開買付)を取得し、当社の親会社となる。
2008年3月	○				藤澤信義氏が全国保証(株)より当社普通株式14,010千株(公開買付)を取得し、当社の筆頭株主となる。
2009年3月		○			阪急電鉄(株)より(株)ステーションファイナンス(現 (株)日本保証)の全株式を取得。
2009年7月	○				商号をJTラスト(株)に変更するとともに、大阪市中央区北浜へ本店移転。
2010年9月		○			(株)ロプロ(現 (株)日本保証)の全株式を取得し、当社の連結子会社とする。
2011年6月	○				東京都港区に本店移転。
2012年3月		○			更生会社(株)武富士(現 更生会社TFK(株))の消費者向貸付に関する業務を吸収分割の方式により、(株)ロプロ(現 (株)日本保証)に承継。
2012年4月		○			当社を完全親会社、(株)ネクストジャパンホールディングスを完全子会社とする株式交換を実施し、当社の連結子会社とする。
2012年6月	○				当社普通株式1株につき2株の株式分割を実施。
2012年10月			○		韓国において、親愛(株)が貯蓄銀行業の認可を取得し、貯蓄銀行業に参入するとともに、商号を親愛貯蓄銀行(株)に変更。
2013年7月	○				東京証券取引所と大阪証券取引所の統合に伴い、東京証券取引所市場第二部に上場。
2013年7月	○				ライツ・オフリングによる資金調達を完了。
2013年10月				○	金融事業・アミューズメント事業等、東南アジアへの進出を目的として、シンガポールにJTRUST ASIA PTE.LTD.を設立。
2014年3月			○		韓国において、ケージェイアイ貸付金融(株)(現 TA資産管理貸付(株))の全持分及びハイキャピタル貸付(株)の全株式を取得。
2014年11月				○	インドネシアにおいて、インドネシア預金保険機構よりPT Bank Mutiara Tbk.(現 PT Bank JTrust Indonesia Tbk.)の株式(99.0%)を取得。
2015年1月		○			KCカード(株)のクレジットカード事業等を会社分割の方式により、同社の子会社であるケーシー(株)(現 ワイジェイカード(株))に承継させた後、ケーシー(株)の全株式をヤフー(株)及びソフトバンク・ペイメント・サービス(株)に売却。また、KCカード(株)の商号をJTラストカード(株)に変更。
2015年1月			○		韓国において、韓国スタンダードチャータード金融持株(株)より(株)韓国スタンダードチャータード貯蓄銀行の全株式を取得。商号をJT貯蓄銀行(株)に変更。
2015年3月			○		韓国において、韓国スタンダードチャータード金融持株(株)より韓国スタンダードチャータードキャピタル(株)の全株式を取得。商号をJTキャピタル(株)に変更。

出所：有価証券報告書

2-(2) M&A の変遷

次に、急速に事業規模を拡大してきた同社の M&A の履歴及びそれに伴うビジネスの変遷について振り返る。なお同社は、当初より、国内市場では貸金業者として規模拡大を図るのは困難と考えており、銀行とタッグを組んだビジネス(信用保証等)に焦点を当てていた。また中長期的視点からは、アジアでリテール銀行業を中心とする新たな金融サービスを展開するというビジョンを描いており、まだ道半ばの段階ではあるが、着実に実績を積み上げてきている。

◆2008～2011 年:国内 M&A による事業規模拡大

2008 年の藤澤氏の TOB から 2011 年頃までは、国内 M&A や事業譲受により事業規模の拡大を図った時期である。2009 年 3 月に阪急電鉄系の(株)ステーションファイナンスを買収、2010 年 9 月に更生会社(株)ロプロ、2012 年 3 月に更生会社(株)武富士のパートナーとなることにより、債権を積み上げ、事業規模の拡大を進めた。なお、この時期に傘下に収めた企業の多くは経営難に陥った会社であり、債権等をディスカウントした価格で購入し、その後の回収等を通じて利益を上げるというモデルでビジネスを展開していた。また当時、リーマンショックの影響で外資系投資家等は積極的に投資を行えない時期であったことに加え、過払金返還リスクのある債権^(注)をあえて買いに行く同業他社も少なかった点も Jトラストにとってはプラスに作用した。

なお一時期、消費者金融の CM を打つなど、新規顧客の獲得も試みたが、同業他社との競争は激しく、広告の効果も芳しくなかったことから、早々に無担保ローン拡大路線は止め、信用保証事業へと軸足を移した。そしてこの頃に、国内市場のみでは持続的な成長は困難との判断に至り、以後海外展開を加速していくことになる。

この他、国内では 2011 年 8 月に楽天(株)より KC カード事業を買収し、クレジットカード事業に参入している。顧客満足度等の評価は高かったものの、新規会員数が伸び悩むなど苦戦が続いた。このような状況を受け、2015 年 1 月、KC カードの持つノウハウを評価しかつ、KC カードの強みを最大限に活かせる売却先と言えるヤフー及びソフトバンク連合へ売却。Jトラストとしてはカード・信販事業の縮小の道を選択した。

(注) (株)武富士については、分割承継のため過払金返還リスクは承継していない。

◆2011～2015 年:海外 M&A による事業規模拡大

2011 年、国内マーケットが頭打ちにあることから、上限金利が日本より高く、過払い金リスクもない韓国に進出。また、当時韓国は、日本よりは高いながらも、上限金利の引き下げが進んできており、かつての日本と同様に事業者の淘汰／業界再編の動きが見え始めた状況にあった(P25 参照)。ゆえに、韓国であれば、今まで日本で蓄積してきたノウハウや経験が活かせるという利点もあったため、韓国を次のターゲットに選定した。

2012 年 10 月に、経営破綻に陥った未来貯蓄銀行より一部資産及び負債を譲り受け、貯蓄銀行事業へ本格参入、その後、ソロモン貯蓄銀行及びエイチケー貯蓄銀行から債権を購入し営業資産を積み上げ、2014 年 3 月にはケージェイアイ貸付金融及びハイキャピタル貸付を買収し事業規模の拡大を図った。2015 年 1 月の韓国スタンダードチャータ

◆国内金融事業: 主なM&A取引
(事業者金融/消費者金融/信用保証)

年月	対象会社	現社名	取引金額	概要
2008年8月	かざか 債権回収㈱	パルティール 債権回収㈱	5億円	2008年月かざか債権回収㈱の全株式をかざかファイナンス㈱より取得し子会社化(かざかファイナンス㈱はアドバンテッジパートナーズの投資先) 2008年9月にパルティール債権回収㈱に商号変更
2009年3月	㈱ステーションファイ ナンス	㈱ロプロ→ ㈱日本保証	債権238億円 (株式は1株 1円で購入)	2009年3月阪急電鉄㈱より㈱ステーションファイナンス(消費者/事業者金融会社)の全株式を取得、併せて、阪急電鉄㈱のステーションファイナンスに対する債権も譲受けた。 2009年7月にトラストフィナンシャルサービス㈱に商号変更 2010年12月に㈱ロプロが同社を吸収合併
2009年5月	西京カード㈱	売却 (2014/1月)	10億円	西京銀行より、2009年5月に西京カード㈱の株式30%、2010年3月に50%の計80%の株式を取得。買収後、同社はクレジットカード事業を停止し、割賦販売事業等を展開。 2014年1月に西京銀行へ売却。
2010年9月	㈱ロプロ	㈱日本保証	100%減資後、 第三者割当 引受(3億円)	2009年12月に、更生会社㈱ロプロ(旧日栄、商工ローン大手)のスポンサーとなる。更生計画に基づき、2010年9月に㈱ロプロの全株式を取得し子会社化
2011年2月	—	—	—	信用保証業務の拡充を目的として㈱日本保証を設立、 2012年9月に㈱ロプロが同社を吸収合併
2012年3月	㈱武富士	㈱ロプロ→ ㈱日本保証	252億円	2011年12月に、更生会社㈱武富士(現TFK㈱)のスポンサーとなる。 2012年3月に㈱ロプロを承継会社とする会社分割により武富士の消費者金融事業を承継
2012年7月	ネオラインホールディ ングス㈱/ ㈱クレディア	ネオライン:解散 クレディア:売却	110億円	傘下に㈱クレディア(消費者/事業者金融会社)等3社を有する、ネオラインホールディングス㈱を全株式をNLHD㈱より取得し子会社化(藤澤信義氏がNLHD㈱の株式100%を保有)。 ㈱クレディアは2015年4月に売却
2012年9月	—	—	—	㈱ロプロを存続会社として、㈱日本保証を吸収合併するとともに、商号を㈱日本保証に変更

(クレジットカード)

年月	対象会社	現社名	取引金額	概要
2011年8月	楽天KC㈱	KCカード㈱→ Jトラストカード㈱ (KCカード事業 は売却済)	株式45億円 債権370億円	楽天㈱より、楽天KC㈱の株式及び同社に対する債権を購入。なお、楽天KC㈱は前身である国内信販㈱が展開していたクレジットカード事業、マネーカード事業、不動産事業を展開。 2015年1月、KCカード㈱のクレジットカード事業をケーシー㈱に承継させた後、ケーシー㈱の全株式をヤフー㈱及びソフトバンク・ペイメント・サービス㈱に約350億円で売却。商号もJトラストカード㈱に変更
2014年3月	㈱NUCS	㈱NUCS Jトラストカード㈱	n.a.	合同会社サンマルホールディングスより、宮崎で個別割賦事業やクレジットカード事業を展開している㈱NUCSの全株式及び同社に対する債権を購入。2015年1月にNUCSブランドで展開する事業をKCカード㈱(現Jトラストカード㈱)が分割承継。

◆国内非金融事業: 主なM&A取引

年月	対象会社	現社名	取引金額	概要
2012年4月	㈱ネクストジャパ ンホールディングス	Jトラストが 吸収合併	n.a.	Jトラストを完全親会社、㈱ネクストジャパンホールディングス(以下NJHD、東証マザーズ)を完全子会社とする株式交換を実施し子会社化。NJHDは連結子会社を通じアミューズメント事業等を展開。 アドアーズ㈱(JASDAQ:4712)はNJHDの関連会社(現在はJトラストの連結子会社)
2014年11月	㈱日本介護福 祉グループ	売却 (2015/8月)	n.a.	2014年11月、連結子会社アドアーズ㈱(JASDAQ:4712)が、㈱日本介護福祉グループの全株式を取得し子会社化。 しかし、同社の主力事業である通所介護事業等の業績が計画値を大幅に下回り、改善の兆しも見えないことから、2015年8月に創業者兼旧株主に株式を売り戻した。
2015年5月	BTCボックス㈱	BTCボックス㈱	2億円	ビットコイン取引所を営むBTCボックス㈱の第三者割当増資引き受け(持株比率26.46%の筆頭株主)、同社を持分法適用会社化。

◆韓国金融事業:主なM&A取引

年月	対象会社	現社名	取引金額	概要
2011年4月	ネオラインクレジット貸付(株)	ネオラインクレジット貸付(株)	約8億円	消費者金融事業を展開するネオラインクレジット貸付(株)の全株式を取得し子会社化
2012年10月	(株)未来貯蓄銀行	JT親愛貯蓄銀行(株)	取得対価0円	2012年8月にKCカードの子会社として(株)親愛を設立。 2012年10月に未来貯蓄銀行(2012年5月に不良金融機関の決定を受ける)から一部資産/負債を承継し、貯蓄銀行業に参入。(株)親愛は親愛貯蓄銀行(株)へ商号変更。また2015年7月に親愛貯蓄銀行(株)からJT親愛貯蓄銀行(株)に商号変更
2014年3月	ハイキャピタル貸付(株)	ハイキャピタル貸付(株)	約45億円	少額信用貸付を展開するハイキャピタル貸付(株)(現代海上火災保険(株)系列)の全株式を取得し子会社化
2014年3月	ケージェイアイ貸付金融(有)	TA資産管理貸付(有)	約117億円	消費者金融事業を展開するケージェイアイ貸付金融(有)の全持分を取得し子会社化、商号をケージェイアイ貸付金融(有)からTA資産管理貸付(有)に変更
2015年1月	(株)韓国スタンダードチャーター貯蓄銀行	JT貯蓄銀行(株)	約52億円	韓国スタンダードチャーター金融持株(株)より(株)韓国スタンダードチャーター貯蓄銀行の全株式を取得し子会社化、商号をJT貯蓄銀行(株)に変更
2015年3月	韓国スタンダードチャーターキャピタル(株)	JTキャピタル(株)	約98億円	韓国スタンダードチャーター金融持株(株)より韓国スタンダードチャーターキャピタル(株)の全株式を取得し子会社化、商号をJTキャピタル(株)に変更

◆東南アジア金融事業:主なM&A取引

年月	対象会社	現社名	取引金額	概要
2013年10月	—	—	—	2013年10月にアジアの投資拠点としてシンガポールにてJTRUST ASIA PTE.LTD.を設立
2014年11月	PT Bank Mutiara Tbk.	PT Bank JTrust Indonesia Tbk.	約397億円	インドネシア預金保険機構より経営破綻したPT Bank Mutiara Tbk.の株式99%を取得。 2015年6月に商号をPT Bank JTrust Indonesia Tbk.に変更

出所: 有価証券報告書及びプレスリリースを基にSQUADD作成

2-(3) 2015 年
4 月以降のトピックス

◆ビットコイン取引所国内最大手 BTC ボックスの第三者割当を引き受け

2015 年 4 月以降に公表されたプレスリリース(抜粋)は下表の通りである。各々、本レポート上での参照頁を記載したので参照されたい。本項では、2015 年 4 月リリースの BTC ボックス(株)の第三者割当増資引受について触れる。

◆2015年4月以降のプレスリリース(抜粋)

年月	区分				レポート 参照ページ	事項
	全社	国内	韓国	東南ア		
2015年4月		○			—	BTCボックス株式会社が実施する第三者割当増資の引受けに関するお知らせ
2015年4月		○			P18	当社子会社の希望退職者募集結果に関するお知らせ
2015年4月		○			P32	日本保証、近畿産業信用組合との保証提携の開始について
2015年5月	○				P16	自己株式取得に係る事項の決定に関するお知らせ(会社法第165条第2項の規定による定款の定めに基づく自己株式の取得)
2015年5月				○	P38	タイ王国上場会社 Group Lease PCLの転換社債引受のお知らせ
2015年5月	○				P17	代表取締役の異動に関するお知らせ
2015年6月	○				P43	国際財務報告基準(IFRS)の任意適用時期の延期に関するお知らせ

出所: 会社HP

2-(4) 株主構成 ／資本政策

a 株主構成

◆ビットコインは画期的な送金・決済手段として注目を集める仮想通貨

2015 年 5 月に、Jトラストは BTC ボックス(株)の第三者割当増資引受を実施(2 億円)、同社の株式 26.46%を保有する筆頭株主となり、BTC ボックス(株)は Jトラストの持分法適用会社となった。

BTC ボックス(株)は 2014 年 3 月に設立、日本最大のビットコイン取引所を運営する新興企業であり、約 55%の国内シェアを有している(2015 年 9 月 21 日取引高ベース)。ビットコイン(BTC)は、「ナカモトサトシ」を名乗る人物の論文に基づき 2009 年 1 月に運用が開始された仮想通貨であり、2015 年 9 月現在、約 14.6 百万枚のビットコインが発行されており、時価総額は約 4,000 億円、年間取引総額は約 100 億ドル(約 1.2 兆円)に上る(取引総額は 2014 年 9 月～2015 年 8 月の累計)。

日本では、ビットコイン取引所を運営していたマウントゴックス社の破綻の影響で、ビットコインに対してネガティブなイメージが先行しているが、世界では画期的な送金・決済手段として注目されている。ビットコインのメリットとしては、金融機関を介さないため海外送金も瞬時に行える点や取引手数料が非常に安い点などが挙げられ、外貨持出制限がある場合の代替的な送金手段、通貨危機に陥った際の換価対象としても利用されている。また、2015 年に入り、リクルートや GMO インターネットが投資ファンドを通じて、国内 2 番手の bitFlyer(国内シェア約 2 割)の第三者割当増資を引受け、米国でも Goldman Sachs などの機関投資家がビットコイン総合サービス会社 Circle Internet Financial に投資するなど成長分野としても注目が集まっている。

今後、Jトラストは、ビットコイン取引のポータルサイトの立ち上げを手始めに、ビットコイン取引に対する潜在ニーズの強い東南アジア諸国で取引所を創設し、安価な送金・決済手段の提供を目指す。また、ビットコイン担保ローンやソーシャルレンディング等のインターネットを利用した資金調達サービスなどビットコインを活用した新規ビジネスの創出も検討している。

◆筆頭株主は藤澤信義氏、実質的に約 3 割の株式を保有

筆頭株主は藤澤信義氏であり、2015 年 3 月末時点において個人名義で約 20%の株式を保有、同氏が株式 100%を保有する NLHD(株)(現 (株)BOTTOMS UP)持分(約 6%)及び同氏の資産管理会社 FUJISAWA PTE. LTD.の持分(約 6%)も合わせると合計約 32%の株式を保有している。

2008 年 3 月に、当時の親会社全国保証(株)(約 51%)より TOB にて株式を取得し、同社の株式の過半を所有する筆頭株主となった。その後 2013 年 7 月のライツ・オフリングなどを経て同氏の持株比率は 3 割程度にまで減少したが、2015 年 6 月には、株式を買い増す意向がある旨のプレスリリースが出されている。

第 2 位は、TAIYO FUND, L.P.、同社は友好的アクティビスト投資のパイオニアである Taiyo Pacific Partners 系(米国)のファンドである。Taiyo ファンド(Taiyo Fund Management Co. LLC)が初めて大量保有報告書を提出したのは 2013 年 6 月 12 日であり、この時点でファンド合計で約 6%の株式を保有、その後も売買を経ながら買い増し、直近の大量保有報告書によると(2015 年 6 月 26 日)、計約 15%の株式を保有している模様である。同フ

アンドとの関係は良好で、適度なコミュニケーションを図りつつも、ビジネスの意思決定等は Jトラストに一任されている。

なお、第 8 位に(株)整理回収機構(RCC)がランクしているが、これは日本振興銀行(株)が保有していた株式が、同行の破綻に伴い RCC へと移管されたものである。

◆大株主の状況

2015/3期						
順位	大株主	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
1	藤澤信義	49.0%	48.7%	47.6%	26.5%	19.4%
2	TAIYO FUND, L.P.	-	-	-	8.0%	8.7%
3	NLHD(株)*	-	-	-	5.1%	6.3%
4	FUJISAWA PTE. LTD.*	-	-	-	-	5.9%
5	日本トラスティ・サービス信託銀行(株) (信託口)	-	3.7%	7.4%	3.8%	3.3%
6	日本マスタートラスト信託銀行(株) (信託口)	-	1.4%	1.9%	3.2%	2.6%
	J.P. Morgan Whitefriars Inc. London Branch	-	-	-	3.2%	-
	Goldman Sachs International	-	-	-	2.5%	-
7	(株)西京銀行	4.7%	4.6%	4.6%	2.4%	2.4%
8	(株)整理回収機構 整理回収銀行口	-	4.4%	4.2%	2.2%	2.2%
9	State Street Bank and Trust Company 505019	-	-	-	-	2.2%
10	TAIYO HANEI FUND, L.P.	-	-	-	2.0%	2.1%
	日本振興銀行(株)	4.4%	-	-	-	-
	リス・ワール投資事業有限責任組合	4.2%	4.1%	-	-	-
	大阪証券金融(株)	2.0%	-	1.5%	-	-
	Morgan Stanley & Co. LLC	-	2.1%	0.7%	-	-
	その他の大株主	3.8%	2.7%	2.2%	-	-
	上位10株主合計	68.0%	71.7%	70.1%	59.0%	55.2%
	その他	32.0%	28.3%	29.9%	41.0%	44.8%
	合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

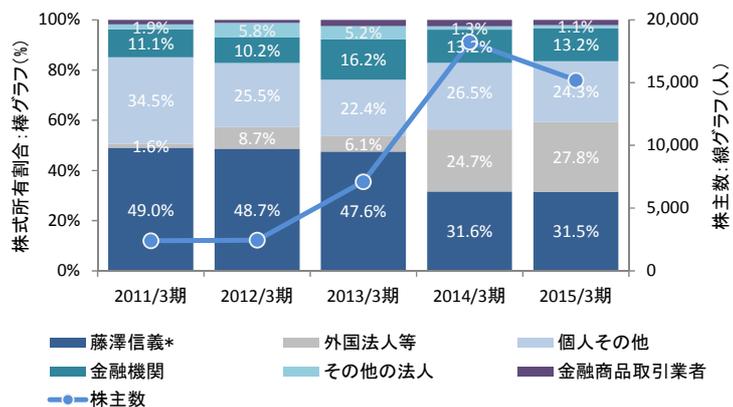
*NLHD(株)*の株式100%を藤澤信義氏が保有、またFUJISAWA PTE. LTD.は藤澤信義氏の資産管理会社

(参考)

藤澤信義 / NLHD / FUJISAWA PTE.合計	49.0%	48.7%	47.6%	31.6%	31.5%
-------------------------------	-------	-------	-------	-------	-------

出所：有価証券報告書を基にSQUADD作成

株式所有割合及び株主数推移



*NLHD(株)及びFUJISAWA PTE. LTD.分含む

出所：有価証券報告書を基にSQUADD作成

b 資本政策

2012 年 6 月：
株式分割を実施し 1 株を

◆2013 年 7 月：ライツ・オフリングにより約 976 億円を調達

株式の流動性の向上及び投資家層の拡大を目的として、2012 年 6 月に普通株式 1 株を 2 株にする株式分割を実施、2012 年 4 月のネクストジャパンホールディングスとの株式交換(ネクストジャパン株式 1 株に対し Jトラスト株式 2 株割当て)の影響もあり、株

2 株へ

2013 年 7 月:
 ライツ・オフアリングにより
 976 億円調達

東証 1 部への指定替えも
 検討

2015 年 5 月:
 自己株取得枠を設定

2-(5) 役員 の 状 況

主数は 2012 年 3 月末の 2,441 人から 2013 年 3 月末には 7,098 人へと大きく増加した。
 上記でも触れた通り、藤澤氏が筆頭株主になって以降、国内を中心に M&A や債権購
 入など外部の経営資源の獲得により事業規模を拡大してきたが、アジア地域での M&A
 資金の確保等を目的として、2013 年 7 月にライツ・オフアリング^(注)を実行し、約 976 億円
の資金を調達した(行使割合:約 86%)。なお、1,000 億円近いライツ・オフアリングによる
 資金調達は当時としては最大規模のものであった。

ライツ・オフアリングを経て発行済株式数は約 63 百万株から約 118 百万株へと増加
 し、株主数も前期末の 7,098 人から 2014 年 3 月末には 18,223 人へと倍増した。なお、ラ
 イツ・オフアリングにより調達した資金は 2015 年 3 月末までに全ての利用が完了している
 (下表参照)。

また、現在の上場市場は東証 2 部であるが、株主数要件(2,200 人以上)や時価総額
要件(40 億円以上)などの各種形式要件は満たしていることから、東証 1 部への指定替
えも検討している。

◆**ライツ・オフアリングにより調達した資金の使途**

		使途	億円
2014年3月期	2013年10月	Jトラストアジア設立に伴う出資資金	100.0
	2013年12月	(株)整理回収機構に対する借入金等の債務の弁済	145.5
	2014年2月	ケージェイアイ貸付金融(有)の持分取得費用等	112.9
	2014年2月	ハイキャピタル貸付(株)の株式取得費用等	43.9
2015年3月期	2014年9月	Jトラストアジアの増資資金	63.9
	2014年11月	PT Bank Mutiara Tbk.の株式取得費用等	432.4
	2015年1月	(株)韓国スタンダードチャータード貯蓄銀行の株式取得費用等	56.4
	2015年3月	韓国スタンダードチャータードキャピタル(株)の株式取得費用の一部	21.6
合計			976.8

出所: 中期経営計画を基にSQUADD作成

(注) ノンコミットメント型/上場型新株予約権の無償割当て、1株につき1株を目的とする新株予約権1個を付与

◆**株主価値最大化を目的として自己株式取得枠を設定**

2015 年 5 月に、資本効率の向上を通じた株主への利益還元を目的として、自己株式
 取得枠を設定した。取得数上限は 6,250 千株(5.29%)、金額上限は 75 億円である。イン
 サイダーフリーが条件となるが(M&A 等の重要事項がなくかつ、決算発表直前以外の期
 間)、株価が割安と判断した際には、機動的に自社株買いを実施する方針である。

2015 年 7 月までは自己株買いは実施できていなかったが、8~9 月に、3,613,300 株
(3.04%)を約 36 億円で取得している。

◆**藤澤氏が Jトラスト TOB に至るまでの経緯**

代表取締役兼筆頭株主である藤澤氏のバックグラウンド及び Jトラストの TOB に至る
 までの経緯について簡単に振り返る。

藤澤氏が初めて正社員として就職したのは、不動産担保融資を主業とするビー・ジ
ャパンである。2001 年の入社から 2 年後の 2003 年に同社の代表取締役に就任、最終的
 には筆頭株主にもなった。

2005 年 3 月、当時、コンシューマーファイナンス等の金融事業へと多角化を進めていたライブドアグループと提携、同年 9 月にライブドアから M&A を打診され、ライブドア傘下に入った。また同時にライブドア傘下の金融子会社 6 社^(注 1)の代表取締役役に就任している。しかし、2006 年 1 月にライブドア事件が発生、2006 年 7 月にライブドア不動産(旧 ビー・ジャパン)は山忠建設グループへ売却、2006 年 12 月に金融子会社はアドバンテッジパートナーズに売却されるなどライブドアの解体が進んだ。

藤澤氏は、アドバンテッジパートナーズに売却されたライブドアクレジット(新 かざかファイナンス)の代表になる道を選択。アドバンテッジパートナーズのもとで、かざかファイナンスの経営に従事してから約 1 年後、イッコー(現 Jトラスト)の TOB の話を持ちかけられた。また同時にアドバンテッジパートナーズからもかざかファイナンスの MBO の申し入れを受けた。

これらオファーを受け、2008 年 3 月にイッコーの TOB を実施、2009 年 1 月にアドバンテッジパートナーズから、かざかファイナンス(新 ネオラインキャピタル)を買い取り、自らが率いる企業集団を作り上げた。この段階では、Jトラスト系とネオライン系の 2 つのグループが存在していたが、2012 年 7 月の Jトラストによるネオラインホールディングス^(注 2)の買収により、二系統に分かれていた企業集団は Jトラストへと集約された。

(注 1) ①ライブドア不動産(旧 ビー・ジャパン)、②ライブドア債権回収、③ライブドアリアルエステート、④ライブドアクレジット、⑤ライブドアファクタリング、⑥ライブドアカードの計 6 社。また、これら金融子会社の持株会社としてライブドアフィナンシャルホールディングスが存在した。

(注 2) ネオラインホールディングスは、ネオラインキャピタル(旧 ライブドアクレジット)の他、クレディア(消費者金融)、サンライフ(消費者金融)、NIS グループ(事業者金融)等を傘下に有していた。

◆代表取締役 3 名体制へ

事業地域の拡大を受け、意思決定の迅速化を目的として代表取締役を 2 名体制から 3 名体制へ

近年、Jトラストの事業は国内のみならず、韓国やインドネシアを中心とする東南アジア地域で急速に拡大してきている。多角化したグループ企業の経営体制をより強固なものにして企業価値を高めるためには、経営の意思決定をより迅速に行う必要があるため、2015 年 6 月に代表取締役を現行の 2 名から 3 名へと増員した。現 代表取締役である藤澤信義、足立伸の両氏は、引き続き代表取締役として会社運営にあたり、取締役であった千葉信育氏が新たに代表取締役に就任した。また同時に執行役員制度も導入しており、業務執行を迅速に行える体制を整えた。

なお、同社の特徴として、代表取締役の諮問機関としてアドバイザリーボードを設置している点が挙げられる。アドバイザリーボードは、①社外有識者から従来の枠にとられない多面的な視点から意見・助言をもらうことで、グループの企業価値向上に繋がる経営戦略策定に反映させる、②それぞれの専門分野における高度な知識・ノウハウを取り入れコンプライアンスの強化、反社会的勢力との隔絶、コーポレート・ガバナンスのさらなるクオリティ向上を図ることを目的として設置された機関である。

◆役員一覧

役名	職名	氏名	年齢*	取締役/監査役就任	前職等
取締役社長 (代表取締役)	最高執行役員	藤澤 信義	45歳	2008年6月	2007年 パルティール債権回収(株) 代表取締役会長 2008年 当社 代表取締役会長 2010年 当社 取締役最高顧問 2011年 当社 代表取締役社長
取締役 (代表取締役)	専務執行役員	千葉 信育	42歳	2008年6月	2008年 当社 取締役副社長 2010年 当社 代表取締役社長 2012年 当社 取締役
取締役 (代表取締役)	専務執行役員	足立 伸	57歳	2013年6月	1980年 大蔵省(現 財務省)入省 2011年 (株)日本MAソリューション 代表取締役会長 2013年 当社常務取締役
取締役	常務執行役員	浅野 樹美	45歳	2015年6月	2012年 当社 社長室長 2013年 J TRUST ASIA PTE.LTD. 取締役
取締役	常務執行役員	明珍 徹	50歳	2015年6月	2012年 (株)新生銀行 執行役員 2013年 (株)新生銀行 常務執行役員
取締役	社外取締役	五十嵐 紀男	74歳	2014年6月	1998年 横浜地方検察庁検事正 2000年 公証人任官(八重洲公証役場) 2010年 山田・尾崎法律事務所客員弁護士(現任)
取締役	社外取締役	水田 龍二	63歳	2014年6月	2006年 九州管区警察局長 2009年 公益財団法人全国防犯協会連合会専務理事 2012年 住友生命保険相互会社顧問(現任)
取締役	社外取締役	金子 正憲	60歳	2015年6月	2010年 (株)西京銀行 監査役室長 2011年 (株)西京銀行 常勤監査役
常勤監査役		大西 眞夫	66歳	2009年6月	2008年 当社 総務部参事 2009年 (株)日本保証社外監査役
常勤監査役	社外監査役	山根 秀樹	63歳	2012年6月	2007年 (株)西京銀行 常勤監査役 2011年 (株)西京銀行 参与(コンプライアンス統括部)
監査役		井上 允人	67歳	2012年6月	2008年 (株)ハウステック常勤監査役 2009年 (株)ハウステック取締役会長
監査役	社外監査役	小島 高明	68歳	2015年6月	2010年 外務省国際テロ対策担当大使 2013年 リベラ株式会社顧問(現任) 2015年 シンガポール国立大学兼任教授(現任)

*2015年6月末時点

出所: 有価証券報告書

2-(6) 従業員の状況

事業規模拡大に伴い従業員数は増加

国内金融事業ではリストラを実施

◆事業の拡大に伴い連結正社員数は約 4,000 人へ

連結従業員数(正社員)は、2011年3月末の538人から2015年3月末には3,986人にまで大きく増加。アドアーズ(株)の子会社化や韓国金融事業での M&A、インドネシアの Mutiara 銀行買収等の影響が大きい。

全社ベースの従業員数は増加が続いているが、国内金融事業(金融事業)については、KC カード事業の売却などに伴い、2013年3月期の1,068人をピークに2015年3月末には696人にまで減少している。また、2015年3月に、(株)日本保証(正社員565名)が事業構造改革の一環として約300人の希望退職者を募集、ほぼ計画通りの320名が希望退職に応じた。本リストラに伴い、2015年3月期に事業構造改革費用(特別損失)約9億円の計上を行ったが、2016年3月期は人員適正化により年間約15億円の人件費削減を見込んでいる。

なお、正社員1人当たり営業収益については、韓国スタンダードチャータード系2社の子会社化が2015年3月期第4四半期であったため、収益が通期で寄与せず、2014年3月期の約27百万円から約16百万円へと悪化している。

◆従業員数等

		2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
連結	金融事業	427	936	1,068	1,038	696
連結	海外事業	-	91	467	842	2,485
連結	アミューズメント事業	-	-	314	215	222
連結	不動産事業	20	22	29	31	39
連結	その他の事業	54	53	120	99	480
連結	全社(共通)	37	46	107	97	64
連結	正社員合計(人)	538	1,148	2,105	2,322	3,986
連結	臨時従業員	-	-	738	820	850
連結	合計	538	1,148	2,843	3,142	4,836
単位: 百万円						
連結	正社員1人当たり営業収益	31.4	21.3	26.5	26.7	15.9
連結	正社員1人当たり営業利益	8.0	4.8	5.7	5.9	(1.3)
連結	正社員1人当たり純利益	6.0	30.1	6.3	4.8	2.5
単体	平均年齢(歳)	42.3	41.1	40.3	42.5	42.8
単体	平均勤続年数(年)	3.9	2.2	1.7	2.5	3.5
単体	平均年間給与(千円)	6,614	6,176	6,057	5,981	6,747

出所: 有価証券報告書を基にSQUADD作成

3. 業績ハイライト

3-(1) 連結業績
ハイライト (年次)

2014 年 3 月期以降、国内事業から韓国事業へのシフトが急速に進展

◆増収基調も収益構成は大きく変化

営業収益は、M&A 等による事業拡大により、ここ 5 年で 169 億円から 633 億円へと大きく増加している。但し、営業収益の内訳は、2013 年 3 月期を境に大きく変化しており、国内金融事業から海外事業へのシフトが顕著に表れている。

2013 年 3 月期は、武富士債権承継に伴う利息収入の増加や償却債権取立益(P32 参照)の計上及び、(株)アドアーズの子会社化に伴いアミューズメント事業が連結対象に加わったことにより、営業収益は前期の 245 億円から 557 億円へと急増。営業利益も償却債権取立益の寄与が大きく、55 億円から 120 億円へと倍増した。

2014 年 3 月期は、国内営業収益の減少を海外事業でカバーし全社ベースでは前期比約 1 割増収の 620 億円となった。国内事業は、武富士債権の回収の進捗等に伴い債権残高が減少し、利息収入は前期の約 50 億円から約 30 億円へと縮小、カード手数料(割賦立替手数料)も伸び悩んだ。対して海外事業は、韓国での貯蓄銀行事業の本格展開や債権購入により事業規模が拡大し、同セグメントの営業収益は前期の 28 億円から 132 億円へと大きく増加した。営業利益も約 1 割増益の 137 億円での着地となったが、JT 親愛貯蓄銀行で貸倒引当金の見積方法変更に伴い貸倒引当金の戻入(約 69 億円)を行っており、戻入益に助けられた部分も大きい。

2015 年 3 月期も前期同様、国内営業収益の縮小を海外の増収で補い、前年並みの営業収益を維持。国内事業は KC カード事業の売却に伴う割賦立替手数料の減少などにより、前期の 252 億円から 187 億円へと縮小している。一方、営業利益については、韓国事業で貸倒引当金約 42 億円の追加計上を行った影響が大きく、52 億円の赤字となった(P40 参照)。

なお、2012 年 3 月期は KC カード(株)の買収に伴い 294 億円の負ののれん発生益を、2015 年 3 月期は韓国スタンダードチャータード系 2 社などの買収により総額 146 億円の負ののれん発生益を特別利益として計上しているため、営業利益と純利益が大きく乖離している(P46 参照)。

◆業績推移概況(年次)

◆損益概況	2011/3期	2012/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期
営業収益	16,908	24,508	55,683	61,926	63,281
営業費用	5,132	4,539	20,786	26,339	29,285
営業総利益	11,776	19,969	34,897	35,586	33,996
販売費	7,451	14,429	22,892	21,841	39,214
営業利益	4,324	5,539	12,005	13,745	(5,217)
経常利益	4,323	5,486	13,704	13,351	(2,385)
税前利益	4,614	35,319	13,821	11,689	11,016
当期純利益	3,233	34,500	13,309	11,145	10,143
減価償却費	120	216	2,560	2,311	2,957
のれん償却費	86	110	687	1,320	1,334
EBITDA (*1)	4,530	5,865	15,252	17,376	(926)
CAPEX (*2)	144	268	2,501	4,914	5,719
EBITDA-CAPEX	4,386	5,597	12,751	12,462	(6,645)
支払利息 (*3)	582	1,161	1,634	1,248	1,303

(*1) EBITDA=営業利益+減価償却費+のれん償却費 (*3) 営業費用分含む
 (*2) CAPEX=有形固定資産の取得による支出+無形固定資産の取得による支出

◆主要経営指標	2011/3期	2012/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期
営業収益増加率	2.2%	44.9%	127.2%	11.2%	2.2%
営業総利益率	69.6%	81.5%	62.7%	57.5%	53.7%
営業利益率	25.6%	22.6%	21.6%	22.2%	-8.2%
EBITDAマージン	26.8%	23.9%	27.4%	28.1%	-1.5%
経常利益率	25.6%	22.4%	24.6%	21.6%	-3.8%
当期純利益率	19.1%	140.8%	23.9%	18.0%	16.0%
ROA	8.5%	44.4%	7.9%	4.0%	2.3%
ROE	26.0%	111.4%	23.8%	9.3%	5.6%
有利子負債/EBITDA	3.6	7.3	2.6	2.5	-
自己資本比率	36.7%	40.9%	29.1%	53.0%	34.8%

◆営業収益内訳	2011/3期	2012/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期
受取割引料	141	204	190	183	188
貸付金利息	2,960	3,639	5,123	3,054	4,934
買取債権回収高	2,669	2,740	2,403	3,018	3,439
割賦立替手数料	616	9,236	10,016	7,463	4,701
保証料収入	513	801	1,751	2,377	2,443
その他の金融収益	5,823	3,358	6,868	3,091	1,051
償却債権取立益	-	536	6,634	5,135	4,809
銀行業における営業収益	-	-	1,222	12,392	14,376
不動産事業売上高	3,167	2,645	4,285	4,970	5,821
アミューズメント事業売上高	-	-	14,823	16,510	15,073
完成工事高	-	-	-	1,372	1,747
その他	1,015	1,346	2,364	2,356	4,693
営業収益合計	16,908	24,508	55,683	61,926	63,281

◆セグメント別営業収益	2011/3期	2012/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期
金融	13,326	19,605	33,186	25,193	18,731
海外	-	1,916	2,793	13,214	19,857
アミューズメント	-	-	13,484	16,510	15,073
不動産	3,166	2,645	4,285	4,970	5,821
その他	415	341	1,933	2,037	3,795
営業収益合計	16,908	24,508	55,683	61,926	63,281

◆セグメント別営業利益	2011/3期	2012/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期
金融	4,017	5,571	12,293	11,435	1,852
海外	-	303	(336)	3,046	(5,811)
アミューズメント	-	-	250	951	483
不動産	407	131	270	496	402
その他/連結調整等	(102)	(466)	(473)	(2,185)	(2,144)
営業利益合計	4,324	5,539	12,005	13,745	(5,217)

単位:百万円

◆財務概況	2011/3期	2012/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期
資産合計	37,862	117,546	218,706	334,736	540,718
負債合計	23,900	68,074	147,810	150,505	345,853
純資産合計	13,961	49,471	70,895	184,230	194,865
有利子負債残高(+)	16,085	43,022	40,058	43,760	29,455
現金及び預金残高	14,846	10,362	62,140	132,235	141,742
銀行業における貸出金	-	-	48,210	46,701	224,401
銀行業における預金	-	-	73,194	77,142	287,452
預貸率	-	-	65.9%	60.5%	78.1%
営業債権(短期)	15,068	94,856	68,016	91,387	69,065
営業債権(長期)	2,286	8,487	4,686	3,951	2,405
営業債権計(注)	17,356	103,343	72,702	95,338	71,470
営業債権+銀行貸出金*	17,356	103,343	120,914	142,039	295,871
買取債権	4,008	2,310	2,529	2,527	8,647

(+) 有利子負債=割引手形+借入金+社債、銀行業における預金は含まない

(注) 営業債権=商業手形+営業貸付金+割賦立替金

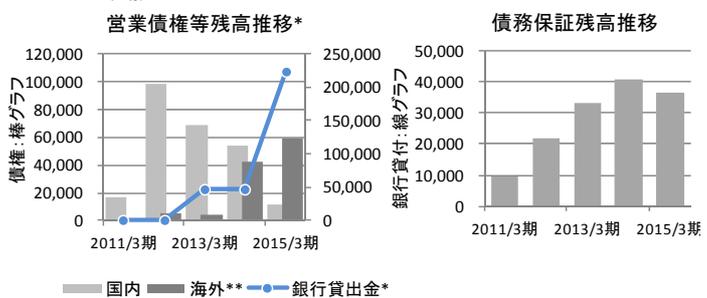
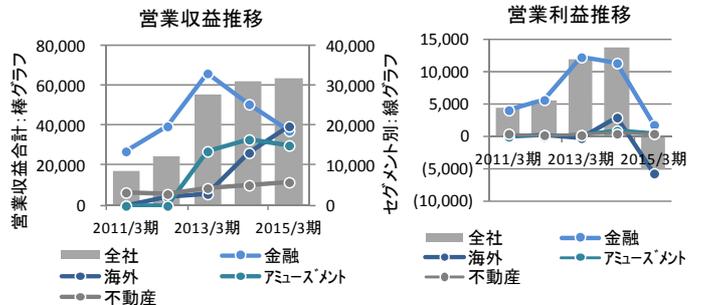
* 銀行貸出金は「銀行業における貸出金」の略称

◆営業債権概況	2011/3期	2012/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期
国内					
消費者向け	11,728	22,226	13,431	7,976	5,985
事業者向け	4,152	3,708	3,967	4,624	4,362
割賦立替金	1,475	72,139	51,338	40,814	1,422
国内計	17,356	98,074	68,736	53,415	11,769
海外					
消費者向け	-	5,269	3,966	41,924	53,675
事業者向け	-	-	-	-	6,025
銀行貸出金*	-	-	48,210	46,701	224,401
海外計	-	5,269	52,177	88,625	284,102
営業債権合計	17,356	103,343	120,914	142,039	295,871
債務保証残高	9,699	22,072	33,194	40,839	36,712

* 銀行貸出金は「銀行業における貸出金」の略称

◆1株当たりデータ	2011/3期	2012/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期
1株当たり当期純利益	54.30	575.95	214.45	109.66	85.92
潜在株調整後EPS	53.85	567.68	208.30	108.05	85.61
1株当たり純資産	232.40	798.18	1,013.88	1,502.54	1,591.09
1株当たり配当金	5.00	6.00	7.00	10.00	10.00

(1株当たりデータは株式分割に伴う影響を加味し、遡及修正を行った場合の数値。)



*営業債権=商業手形+営業貸付金+割賦立替金

**海外=銀行貸出金(銀行業における貸出金)除く

出所: 有価証券報告書及び決算説明資料を基にSQUADD作成

3-(2)直近四半期の状況

国内は縮小均衡ながらも黒字を維持

韓国は黒字化を達成、貸付積み増しによる利益拡大を目指す

◆IFRS 適用開始遅延により四半期ベースでは赤字、通期では解消予定

次に、直近四半期(2016 年 3 月期第 1 四半期)の業績概況について触れる。

国内事業は、KC カード事業及び(株)クレディアの売却等に伴い、事業規模は大きく縮小。また、無担保ローン事業からの撤退を受け、大規模な人員削減等の合理化策を実施した(P33 参照)。人件費を中心とするコスト削減によりセグメント利益 9 億円を確保しており、縮小均衡ながらも、堅調な滑り出しとなった。

韓国金融事業は、JT 貯蓄銀行及び JT キャピタルの営業開始が寄与し、営業収益 74 億円と前年同期比約 50%の増収を達成、計画進捗率も約 25%に到達している。営業利益については、貸付金の積み増しによる増益に加え、調達コストの削減、延滞率・貸倒率の改善等により、黒字化を達成した。なお、6 月末時点の貸付金残高は約 1,900 億円、残り 9 ヶ月で約 1,200 億円の新規貸付実行を目指している。4~6 月の新規貸付実績は 336 億円となっており、第 1 四半期以上のペースで新規与信を獲得する必要があるが、到達不可能な数値ではなく、貸付金の積み上げにより、今期計画値であるセグメント利益 25 億円の達成を目指す。

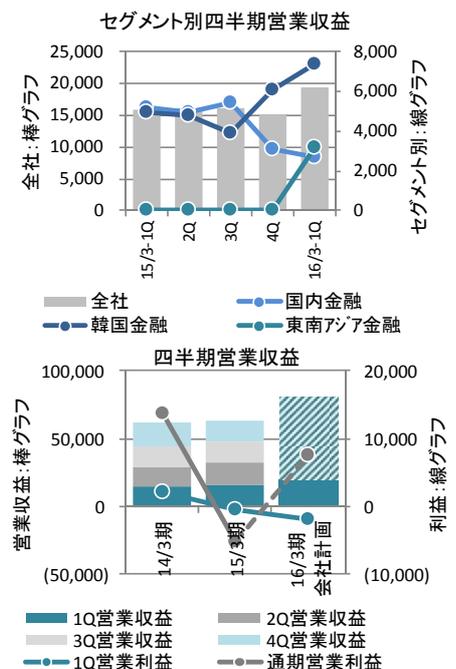
東南アジア金融事業では、今期より JTrust Indonesia 銀行の PL 連結が開始した。営業収益は 32 億円(計画進捗率約 27%)と概ね計画通りの着地となったが、貸倒引当金の追加計上(約 14 億円)等の影響により、四半期ベースでは約 25 億円の赤字を計上。収益性の面でも、高金利の定期預金への依存度が高い等の課題を抱えており、課題克服へ向け各種施策を推進中である(P42 参照)。なお、本四半期は JGAAP での決算となったが、期末までには IFRS の任意適用を開始する予定である。IFRS の場合、本四半期に取り込んでいるインドネシアの数値(自 2015 年 1 月至 3 月)は連結取り込み期間から外れ、自 2015 年 4 月至 2016 年 3 月の実績が連結上取り込まれる予定である。

◆四半期業績概要

単位：百万円

	2015年3月期					2016年3月期		
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	計画	進捗率
営業収益								
国内金融	5,205	4,928	5,451	3,147	18,731	2,698	11,100	24.3%
韓国金融*	4,977	4,840	3,926	6,114	19,857	7,412	30,000	24.7%
東南アジア金融	-	-	-	-	-	3,227	12,000	26.9%
総合エンターテインメント	3,631	4,055	3,827	3,562	15,075	3,904	15,000	26.0%
不動産	1,846	1,626	1,287	1,062	5,821	1,244	6,500	19.1%
その他/調整等	269	602	1,650	1,276	3,795	1,002	7,300	13.7%
営業収益合計	15,928	16,051	16,141	15,161	63,281	19,490	81,900	23.8%
営業利益								
国内金融	1,011	(201)	617	425	1,852	903	3,200	28.2%
韓国金融	(1,319)	(1,999)	(980)	(1,513)	(5,811)	15	2,500	0.6%
東南アジア金融	-	-	-	-	-	(2,519)	1,500	-
総合エンターテインメント	187	212	40	44	483	44	1,100	4.0%
不動産	241	117	56	(12)	402	73	500	14.6%
その他/調整等	(479)	(403)	(422)	(840)	(2,143)	(469)	(1,300)	-
営業利益合計	(358)	(2,274)	(689)	(1,896)	(5,217)	(1,951)	7,500	-
経常利益	(294)	(2,165)	2,143	(2,069)	(2,385)	(1,585)	n.a.	-
純利益	(395)	(3,359)	2,612	11,285	10,143	(2,789)	4,700	-

*2015年3月期の数値は海外事業の金額



出所：決算短信及び中期経営計画を基にSQUADD作成

4. 市場環境

4-(1) 韓国：
金融機関の分類

貯蓄銀行は制度金融の「第 2 金融圏」に該当

貯蓄銀行の主な融資先は信用リスクが中程度以下の個人及び中小企業

◆韓国：金融機関の分類

次に、韓国の金融制度の概況及び貯蓄銀行を取り巻く環境等について触れる。

韓国の金融圏は、第 1 金融圏、第 2 金融圏、第 3 金融圏に区分され(下表参照)、一般的に、第 1 金融圏には銀行が、銀行を除いた制度圏金融機関が第 2 金融圏に分類される。なお、制度圏金融機関とは、韓国の行政当局から許可(認可)を受けて事業を営み、直接管理・監督される金融機関のことである。

さらに、第 2 金融圏は、①非銀行預金取扱機関、②与信専門金融会社、③その他に細分され、JTラストが展開する貯蓄銀行は①非銀行預金取扱機関に、キャピタル会社は②与信専門金融会社に該当する。また、貸付会社等の非制度圏金融機関は第 3 金融圏に分類される。

◆韓国：金融圏の分類

制度／非制度	金融圏(*1)	大分類	小分類
制度圏金融(*2)	第1金融圏(認可制)	銀行	<ul style="list-style-type: none"> ● 一般銀行(都市銀行、地方銀行、外国銀行) ● 特殊銀行(農協、水協、韓国産業銀行など)
	第2金融圏(認可制)	非銀行預金取扱機関	<ul style="list-style-type: none"> ● 貯蓄銀行 ● 信用協同機構(信協、セマウル金庫など) ● 総合金融会社など
		与信専門金融会社	<ul style="list-style-type: none"> ● キャピタル会社 ● クレジットカード会社
		その他	<ul style="list-style-type: none"> ● 保険会社 ● 証券会社
非制度圏金融	第3金融圏(登録制)	貸付金融機関	<ul style="list-style-type: none"> ● 貸付会社

(*1) 本分類基準は法的分類基準ではなく、韓国社会で慣用されている分類基準

(*2) 制度圏金融機関とは、韓国の行政当局から許可(認可)を受けて事業を営み、直接管理・監督される金融機関

出所：中期経営計画を基にSQUADD作成

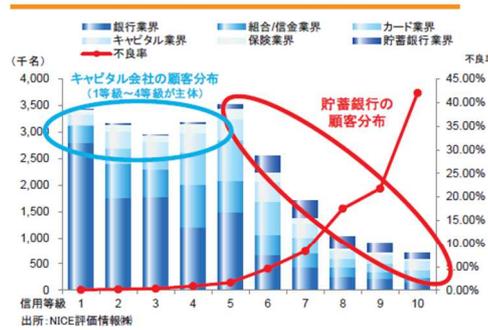
◆貯蓄銀行は信用リスクが中～高の個人・中小企業向け貸出中心の金融機関

貯蓄銀行は「庶民や中小企業の金融利便性の向上および貯蓄増大のため相互貯蓄銀行法に基づいて設立された金融機関」である。都市銀行等の一般銀行との比較では、主な融資先が個人ないしは中小企業となっている点がその特徴である。

また、個人向け債権についても、銀行やキャピタル会社は信用等級^(注 1)が 1~4 等級の優良顧客が中心となっているのに対し、貯蓄銀行は 5 等級以上(普通債権以下)の貸倒れリスクの高い債権が中心となっている。いわゆる日本の消費者金融会社とは、調達先が預金という点では相違するが、与信先という意味では類似する業態であると言える。

なお、2014 年 12 月末時点において、貯蓄銀行は 81 行存在し、預金額は合計で約 32 兆ウォン、1 行あたり平均預金額は約 4,000 億ウォン(約 400 億円)と算定され、規模は一般銀行と比較すると小さい(一般銀行の 1 行あたり平均預金額：約 17 兆ウォン)。

業界毎の信用等級分布および不良率



信用格付の区分(信用等級)

個人信用は個人別の不良率(破産確率)によって1~10等級に区分される

1~4等級	5~6等級	7~8等級	9~10等級
優良債権	普通債権	注意債権	危険債権
優良/ローリスク		非優良/ハイリスク	

※ 上記格付分類は任意的な基準であり、金融会社ごと信用格付の認識基準が異なることがある

顧客数

顧客数	万人
銀行・相互金融	1,076
カード	333
貯蓄銀行	122
キャピタル	268
保険	114
韓国人口(2014)	約5千万人
韓国名目GDP(2014)	約1,492兆ウォン

出所: 中期経営計画

(参考) 韓国預金保険公社: 対象金融機関数

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
銀行	54	54	55	56	57	56
国内銀行	17	17	17	17	17	17
外国銀行	37	37	38	39	40	39
証券会社等	115	118	117	115	117	116
保険会社	44	44	44	46	48	48
マーチャントバンク	2	1	1	1	1	1
貯蓄銀行	106	105	107	101	92	81
合計	321	322	324	319	315	302

(参考) 韓国預金保険公社: 保険対象預金額

(兆ウォン)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
銀行	633	738	850	892	940	970
国内銀行	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
外国銀行	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
証券会社等	19	22	20	20	16	19
保険会社	294	323	358	450	508	565
マーチャントバンク	2	1	1	1	1	1
貯蓄銀行	73	77	51	42	33	32
合計	1,020	1,161	1,281	1,405	1,497	1,587

出所: Korea Deposit Insurance Corporation

(注1) 信用等級(個人信用格付)とは、信用評価会社が個人の信用力を評価する指標であり、貸付審査時の貸付実行の可否、貸付金利を決定するために使われる。また、クレジットカードの発行及び保険などの登録審査基準としても活用される。民間の信用評価会社としては、コリアンクレジットビューロー(KCB)とナイス信用評価情報(NICE)があり、銀行、貯蓄銀行、カード会社などの金融機関が提供する金融取引情報や公共機関が提供する信用取引内訳などを収集し、信用格付けを付与する。NICE の等級は 1~10 等級に区分され、数値が低い方が優良、高くなるほど信用が低い。(出所: 中期経営計画を基に SQUADD 要約)

◆ 韓国の家計負債は 2013 年に 1,000 兆ウォンを突破

韓国の 2015 年 6 月の家計負債(住宅ローン含む)^(注2)は 1,130 兆ウォン、近年は増加が続いており、2007 年 12 月(665 兆ウォン)との比較では、約 1.7 倍の規模に達した(CAGR: 約 7%)。

なお、家計負債の約半数を商業及び特殊銀行(約 47%)が占め、残りの半分については、非銀行預金取扱機関(約 21%)、その他の金融機関(約 28%)、販売信用(約 5%)の構成となっている。なお、趨勢としては、商業及び特殊銀行のシェアは低下傾向にあり、2012 年 12 月に 5 割を下回って以降、40%台後半での推移が続いている。

商業及び特殊銀行のシェア低下の要因の 1 つとなっているのは、非銀行預金取扱機関の「その他ローン」の拡大である。商業及び特殊銀行のその他ローン残高は 150 兆ウォン前後での推移が続いているのに対し、非銀行預金取扱機関のその他ローンは、2007 年 12 月の 63 兆ウォンから 2015 年 6 月には約 2.2 倍の 138 兆ウォン(CAGR: 約 11%)

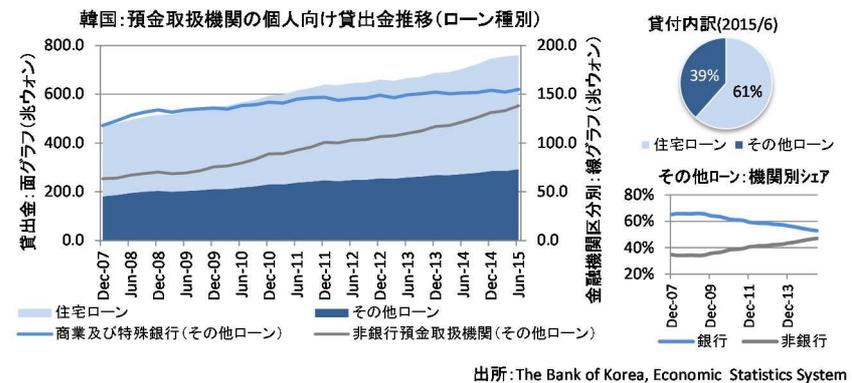
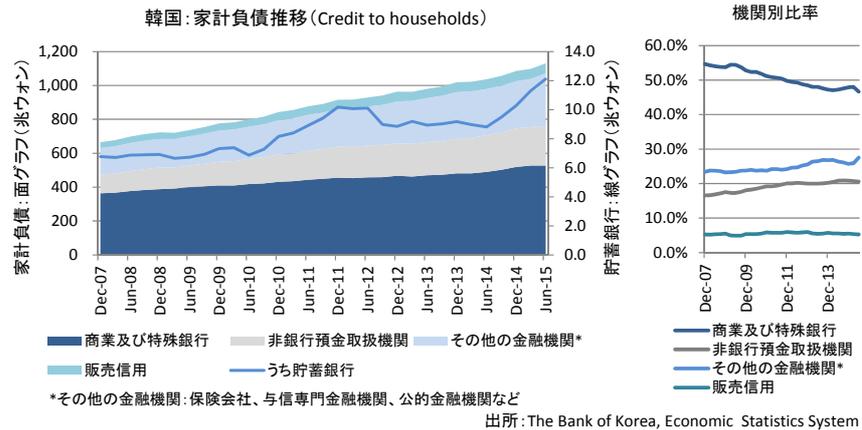
4-(2) 韓国: 家計負債の推移

貯蓄銀行の貸出金は 2014 年 6 月以降急増

へと拡大、商業及び特殊銀行との差は年々縮まりつつある。

非銀行預金取扱機関の 1 つである貯蓄銀行については、2012 年から 2014 年前半にかけ残高の減少が見られたものの、2014 年 6 月(8.8 兆ウォン)を底に増加に転じた。また、2014 年 6 月以降、急速に伸びてきており、2015 年 6 月の残高は 12 兆ウォンを超えた。

家計負債の増加は、同社にとってプラスであるが、経済が減速基調にある中、急激な家計負債の増加を懸念する声もあがっており、今後の動向には留意する必要がある。



(注 2) 家計負債 (Credit to households) の構成は以下の通り。

家計負債 (Credit to households) の構成					単位: 兆ウォン	
家計負債 Credit to households	区分1	区分2	区分3		Jun-15	
	個人向け貸出金 Loans to households	預金取扱金融機関 Depository corporations	商業及び特殊銀行 Commercial & Specialized banks	住宅ローン Household mortgage loans	372	32.9%
			非銀行預金取扱機関(*1) Non-Bank Depository Corporations	その他 Others	155	13.7%
				住宅ローン Household mortgage loans	95	8.4%
		その他の金融機関(*2) Other financial corporations, etc.		その他 Others	138	12.2%
販売信用 Merchandise credit				60	5.3%	
合計					1,130	100.0%

(*1) 貯蓄銀行(Mutual savings banks)、信用協同組合(Credit unions)、相互金融(Mutual credits)、セマウル金庫(Community credit cooperatives)、郵便貯金等(Postal savings, etc.)

(*2) 保険会社(Insurance companies)、与信専門金融機関(Specialized credit financial companies)、公的金融機関(Public financial institutions) など

出所: The Bank of Korea, Economic Statistics System

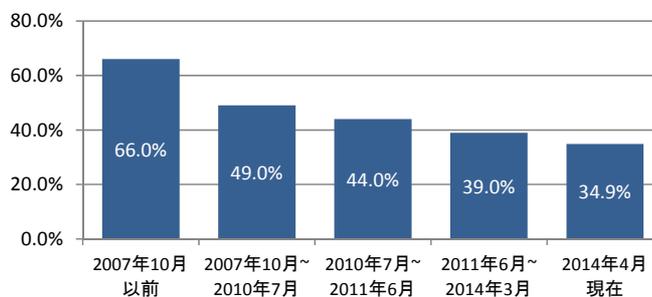
4-(3) 韓国： 業界再編の動向

◆2010 年代前半、日系企業による貯蓄銀行買収が加速

韓国の法定最高利率は 34.9%、2007 年以降順次引き下げられているものの、日本の上限金利 20%(出資法)と比較するとまだ高い水準にある。1991 年に日本の出資法上の上限金利は 40.004%であったが、2000 年に 29.2%へ、その後 2006 年の貸金業法改正に伴い、20%へ引き下げられたという経緯がある。日本の上限金利の引き下げが進む中、日系企業は、新たな収益機会を求め、韓国進出を進めた。韓国へ進出したのは中小規模の事業者が多かったが、「Rush & Cash」ブランドで事業を展開する APRO サービスグループは業界最大手として、高いマーケットシェアを誇っている。

日系貸金業者のシェア拡大を危惧した韓国は、その対抗相手として貯蓄銀行に期待をかけたが、不動産開発融資の焦げ付きや杜撰な経営により、不良債権が拡大、貯蓄銀行の破綻が相次いで発生した。この動きと前後する形で、日系企業による貯蓄銀行の買収が加速、2010 年にオリックスが中堅のプルン 2 貯蓄銀行(現 OSB 貯蓄銀行)を、2013 年にはスマイル貯蓄銀行を買収した。また、SBI ホールディングスは 2013 年に業界最大手の現代スイス貯蓄銀行(現 SBI 貯蓄銀行)及び系列 3 銀行を買収している(2014 年に 4 行は合併)。JTラストについては、2012 年に未来貯蓄銀行から資産/負債を承継、2015 年には、韓国スタンダードチャータード貯蓄銀行を買収している。また APRO サービスグループもイェジュ貯蓄銀行とイェナレ貯蓄銀行を買収して OK 貯蓄銀行を開業している。貯蓄銀行を巡る業界再編は一段落の様相を呈しているが、制度金融外の貸金業務(第 3 金融圏)を制度金融内に収めるといった動きも見え始めており、金融圏の垣根を越えた業界再編がさらに進む可能性もある。

韓国: 上限金利の推移



出所: 中期経営計画を基にSQUADD作成

5. セグメント概況及びビジネスモデル

5-(1) 国内金融事業

a 国内金融： アウトライン

信用保証、不動産担保ローン、債権回収事業に注

◆国内金融の主力事業は信用保証及び債権回収ヘシフト

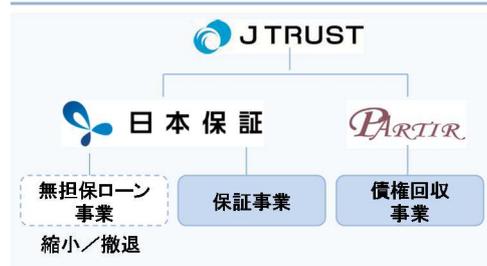
国内金融事業(旧 金融事業)は、2008 年 3 月の藤澤氏による TOB 以降、同社の主たる収益源として事業を牽引してきた。2009 年 3 月の(株)ステーションファイナンス(阪急電鉄系の消費者金融会社)の買収を皮切りに、2010 年 9 月には商工ローン大手の(株)ロプロを傘下に収め、2012 年 3 月には(株)武富士の消費者向事業を承継し、事業規模を一気に拡大した。その後、グループ内再編を通じ、ローン事業及び保証事業を(株)日本保証へ集約した。また、2011 年 8 月に楽天 KC(株)の買収により、クレジットカード事業へも本格参入を果たした^(注1)。

カ

2015 年 3 月期の国内金融事業は、①事業者金融/消費者金融、②信用保証、③クレジット・信販、④債権回収(不良債権投資及びサービシング)に大別される。以下、各事業の概要について触れるが、基本的な方向性としては、バランスシートを用いた国内での新規与信業務は縮小し、信用保証、不良債権投資及びサービシングを柱に国内金融事業を展開していく方針である。

(注1) クレジットカード事業のコアブランド「KC カード」は 2015 年 1 月にヤフー㈱及びソフトバンク・ペイメント・サービス㈱に売却済み。2016 年 3 月期からはカード事業は大幅縮小。

◆国内金融事業ストラクチャー



◆国内金融事業概要

区分	概要
事業者金融 消費者金融	無担保ローン事業の新規取扱いは停止、不動産担保ローンに注力
信用保証	住宅向け保証を中心に強化方針
クレジット・信販	KCカード事業売却に伴い大幅縮小
債権回収	引き続き展開

出所：中期経営計画を基にSQUADD作成

<事業者/消費者金融>
無担保ローン事業からの撤退を決定

①国内金融：事業者金融/消費者金融の事業内容

①事業者金融/消費者金融は、2006 年の貸金業法改正に伴う上限金利の引き下げ(2010 年 6 月完全施行)や総量規制の導入により大きな打撃を受けた業界である。近年は市場規模の縮小には歯止めがかかりつつあるものの、貸金業法改正前は 40 兆円を超えていた貸金業者の貸金残高は 2010 年には約 30 兆円へ、2014 年には約 23 兆円にまで激減している。

国内無担保ローン事業については、自社での新規与信獲得はあまり積極的に展開しておらず、基本的には破綻会社から債権を額面以下の価格で購入し利益を得るというスタイルを採っていた。今後も市場規模の拡大は見込み難く、競合他社との競争も激しいことから、無担保ローン事業の新規取り扱いの停止を決定、保証事業及び有担保ローンに注力していく方針を固めた。なお、手形割引等の事業者金融については引き続き展開していく。

<信用保証>
不動産関連の有担保保証を中心に保証残高の積み上げに注力

②国内金融：信用保証の事業内容

②信用保証は、銀行や信用金庫などの金融機関等と提携し、それら提携機関が取り扱う個人や法人向けローンを保証するビジネスである。保証会社は債務者から保証料を収受し、貸し倒れた場合には債務者に代わり金融機関に対し弁済する。同社は中長期的な戦略として信用保証業務の拡充を掲げており、2015 年 4 月末現在、西京銀行(山口)、東京スター銀行(東京)など計 5 行の地域金融機関(注2)と提携関係にある。

なお、消費者金融各社とも、無担保ローンに代わる新たな収益の柱を構築すべく、信用保証事業に力を入れており、貸金業者の金融機関の貸付に対する信用保証残高は 2011 年 3 月の約 3.4 兆円から、2015 年 3 月には約 5.6 兆円へと約 1.6 倍の規

模へと拡大した。消費者金融会社の信用保証残高が急拡大した背景にあるのは、銀行のカードローン等の増加である。銀行は貸金業法の対象外(総量規制の対象外)ということもあり、銀行のカードローン等残高は、改正貸金業法の完全施行(2010 年)を経た 2011 年 3 月(約 3.2 兆円)を底に増加に転じ、2015 年 3 月には約 30%増の約 4.1 兆円に達した。銀行のローンを保証し、リスクテイクしているのが消費者金融会社であり、保証を引き受ける事により、銀行の個人向けローンの拡大を自らの利益として取り込んでいる。

また、消費者金融業界は貸金業法改正以後、淘汰／再編が進み、多くの企業がメガバンク傘下に入った。消費者金融トップ 2 はアコム及び SMBC コンシューマーファイナンス(プロミス)であり、アコムは三菱 UFJ、プロミスは SMBC 傘下で、銀行のブランド力・営業ネットワークを活用し、保証残高を大きく伸ばしてきている。J トラスト傘下の(株)日本保証も、保証残高を伸ばしているものの(P32 参照)、規模ではトップ 2 社の独走状態にある。

このような状況下、同社はアパートローン保証に注力することにより差別化を図り、信用保証事業の拡大に努めている。アパートローンとは土地オーナーが相続税対策として、住宅併用賃貸住宅を建築する際に提供するローンである。一般的に相続対策の場合、借主が高齢ゆえ収入が安定しておらず、担保不動産があるにも関わらず銀行の審査が通らないケースが多い。そこで(株)日本保証が保証を引き受けることにより、銀行等にローンを実行してもらう。高齢化の進展や相続税法改正などにより、アパートローンのニーズは強いことから、ハウスメーカーとの提携を強化し、更なる残高の積み上げを目指している(現在 20 社、3 年後 60 社目標)。なお、同社の保証提携の強みは、保証審査から回収までを一手に引き受けていることにある。

このほか、武富士から承継した債権のうち、正常債権を銀行等に売却し、その債権の保証を引き受けるという形でも保証料収入を得ており、2016 年 3 月期第 1 四半期における、平均保証料率は武富士分も含めて 5.17%となっている。また、貸金業者全体でみると、約 8 割が無担保ローンに対する保証であるのに対し、同社の場合、約 6 割が有担保ローン保証となっている点もその特色の一つである。

(注 2) 西京銀行(山口)、東京スター銀行(東京)、愛媛銀行(愛媛)、成協信用組合(大阪)、近畿産業信用組合(大阪)



出所:金融庁「貸金業関係資料集」、日本銀行統計を基にSQUADD作成



出所:日本貸金業協会、各社IR資料を基にSQUADD作成

<クレジット・信販>

2015 年 1 月の KC カード事業売却により規模は大幅縮小

③国内金融：クレジット・信販の事業内容

2011 年 8 月、KC カード(株)(楽天 KC)の買収により、クレジットカード事業に新規参入した。買収後、会員数は維持したものの、新規会員数は伸び悩み、キャッシング利用が減少するなど順風満帆とはいかなかった。また、KC カードの強みは「インターネットと金融の融合」であったが、近年は、大手インターネット関連企業や E コマース系企業との競争が激しさを増すなど、厳しい経営環境が続いていた。

このような状況を受け、2015 年 1 月に KC カード事業をヤフー(株)及びソフトバンク・ペイメント・サービス(株)に売却、クレジット・信販事業の再編を決定した。

本取引にあたっては、KC カード(株)の KC カード事業を新設会社(株)ケーシー)に承継させた上、(株)ケーシーの株式を(株)ヤフー及びソフトバンク・ペイメント・サービス(株)に売却するというスキームが採られた。また合わせて KC カード(株)の商号を Jトラストカード(株)へ変更した。なお、KC カード事業売却と同時に、2014 年 3 月に買収した宮崎を基盤とする(株)NUCS のカード事業を Jトラストカード(株)に承継させており、今後は Jトラストブランドをベースにクレジットカード事業を展開していく。

但し、クレジットカード業界も、貸金業法の改正後、収益性の高いキャッシング市場の縮小が進み、かつ大手カード会社等との顧客獲得競争も激化してきていることから、経営環境は決して明るくない。

<債権回収>

無担保 NPL が得意分野

④国内金融：債権回収の事業内容

債権回収事業(サービシング事業)は、パルティール債権回収(株)が展開しており、不良債権投資(NPL 投資)及び NPL の回収が主な事業である。

不良債権投資は、SPC 等を通じ金融機関などから破綻・延滞債権を額面未満の価格で購入し、買取り価格以上で回収することによりリターンを上げるビジネスである。パルティール債権回収(株)が得意とする NPL は無担保債権であり、主に銀行等からオークションで債権を購入している。

M&A を経て蓄積された回収ノウハウが強み

同社の不良債権投資は 40%超の IRR を上げるなど、高い収益性を確保しているが、国内不良債権市場はピークアウトし、マーケットは縮小傾向にあることから、投資残高の積み上げは一朝一夕にはいかない。

なお、Jトラストの強みは債権回収ノウハウにある。多数の M&A を経ているという会社の変遷から、同社には複数の企業出身者が在籍しており、各社の長所を取り入れた独自の回収ノウハウを有している。優れた回収ノウハウにより、高いリターンを追及できるとともに、入札時に高い価格を提示することが可能となり、落札の確度が高まる、オークションにも呼ばれやすくなるという利点もある。

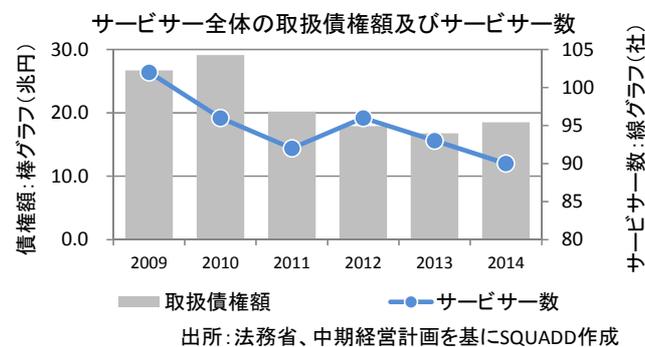
上記の通り、国内不良債権市場はピークアウトしており、サービサーの取扱債権額は頭打ち状態にある(下表参照)。また、マーケットの縮小によりサービサー数も減少してきている。但し、一定程度の市場規模を見込める業界であることから、サービサーの淘汰が進むことより、シェアの拡大を狙える環境にあるとも言える。

なお、債権回収会社(サービサー)とは、特定金銭債権^(注 3)の管理回収を行う法務大臣の許可を得た民間の債権管理回収専門業者である。弁護士法により、弁護士又

は弁護士法人以外の者がこの業務を行うことは禁じられていたが、1999 年に不良債権の処理促進等を目的として「債権管理回収業に関する特別措置法(サービサー法)」が施行され、弁護士法の特例として民間会社の設立が可能となった。認可取得に当たっては、暴力団等反社会的勢力の参入を排除するための仕組みを講じる必要があるとともに、サービサー法の規制下に置かれ、法務省による管理・監督を受けるなど、高い遵法性が求められる。

パルティール債権回収(株)も同法に従い 2007 年に設立された債権管理回収専門会社である(許可番号 113 号)。また、創業から現在まで、監督官庁の監査・検査は全てクリアしており、債権回収過程の遵法性維持、統制レベルの向上に努めている。

なお、一般的に不良債権の回収業務はスペシャルサービシング、正常債権の回収業務はプライマリーサービシングと呼ばれる。



(注 3) サービサー法が規定している主な特定金銭債権: ①金融機関等が有する貸付債権、②リース・クレジット債権、③資産の流動化に関する金銭債権、④ファクタリング業者が有する金銭債権、⑤法的倒産手続中の者が有する金銭債権、⑥保証契約に基づく債権、⑦その他政令で定める債権(出所: 一般社団法人全国サービサー協会)

◆国内金融事業は 2013 年 3 月期をピークに縮小

国内金融事業の営業収益は 2013 年 3 月期の 332 億円をピークに縮小傾向にあり、2015 年 3 月期の営業収益は 187 億円、前年比約 25%の減収となった。同社が力を入れている保証料収入については堅調に推移しているものの、既存債権の回収の進捗や KC カード事業売却に伴い、国内金融事業全体としては減少。セグメント利益も営業収益に比例する形で減益を強いられた。加えて 2015 年 3 月期は KC カードの利息返還損失引当金繰入(約 22 億円)が重く、セグメント利益は 2014 年 3 月期の 114 億円から 2015 年 3 月期は 19 億円(前期比 36%減)に減少した。

現在、コア事業が国内金融事業から海外事業へとシフトしつつあることから、国内金融事業については、安定的に利益を計上できる体制づくりを急ピッチで進めている(P33 参照)。

b 国内金融: 業績トレンド(年次)

◆国内金融事業：業績推移

単位：百万円

	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	対前年	対前年比
セグメント営業収益	13,326	19,605	33,186	25,193	18,731	(6,462)	74.4%
セグメント利益	4,017	5,571	12,293	11,435	1,852	(9,583)	16.2%
セグメント利益率	30.1%	28.4%	37.0%	45.4%	9.9%	-35.5%	-
セグメント資産	35,857	113,165	111,359	85,631	58,030	(27,601)	67.8%
セグメント負債	23,399	66,147	61,947	38,734	25,124	(13,610)	64.9%

出所：有価証券報告書

◆国内金融事業：勘定別営業収益推移

単位：百万円

	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	対前年	対前年比
貸付金利息及び受取割引料(*1)	3,101	1,927	3,742	2,248	1,186	(1,062)	52.8%
買取債権回収高(*2)	2,669	2,740	2,403	3,018	3,439	421	113.9%
割賦立替手数料(*2)	616	9,236	10,016	7,463	4,701	(2,762)	63.0%
保証料収入(*2)	513	801	1,751	2,377	2,443	66	102.8%
償却債権取立益(*2)	-	536	6,634	5,135	4,809	(326)	93.7%
その他の金融収益(*2)	5,823	3,358	6,868	3,091	1,051	(2,040)	34.0%
その他(*3)	604	1,007	1,772	1,861	1,102	(759)	59.2%
セグメント営業収益	13,326	19,605	33,186	25,193	18,731	(6,462)	74.4%
(参考)							
買取債権回収高(*2)	2,669	2,740	2,403	3,018	3,439	421	113.9%
債権買取原価(*2)	1,661	939	614	700	843	143	120.4%
NPL投資利益	1,008	1,801	1,789	2,318	2,596	278	112.0%
利益率	37.8%	65.7%	74.4%	76.8%	75.5%	-1.3%	-

(*1) 2014年3月期及び2015年3月期の数字は、子会社「日本保証」の数値、2013年3月期以前の数字は全社ベースの数値からネオラインクレジット(韓国)の営業収益を控除した金額

(*2) 全社ベースの数値、(*3)セグメント合計との差額として算出

出所：有価証券報告書及び決算説明資料を基にSQUADD作成

◆国内金融事業：営業債権等残高推移

単位：百万円

	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	対前年	対前年比
消費者向け貸付金	11,728	22,226	13,431	7,976	5,985	(1,991)	75.0%
事業者向け貸付金	4,152	3,708	3,967	4,624	4,362	(262)	94.3%
貸付金合計	15,881	25,935	17,398	12,601	10,347	(2,254)	82.1%
割賦立替金	1,475	72,139	51,338	40,814	1,422	(39,392)	3.5%
合計	17,356	98,074	68,736	53,415	11,769	(41,646)	22.0%

債務保証残高(無担保)	4,594	9,614	16,458	21,007	13,890	(7,117)	66.1%
債務保証残高(有担保)	5,104	12,457	16,735	19,832	22,821	2,989	115.1%
債務保証残高	9,699	22,072	33,194	40,839	36,712	(4,127)	89.9%

請求債権(NPL額面)	125,100	147,100	257,200	283,300	349,200	65,900	123.3%
買取債権(*)	4,008	2,310	2,529	2,527	4,599	2,072	182.0%

(*) 2011年3月期~2014年3月期の数字は全社ベース、2015年3月期の数字は、全社ベースの数値からTA資産管理貸付(韓国)の残高を控除した金額

出所：有価証券報告書及び決算説明資料を基にSQUADD作成

国内金融事業：業績推移



国内金融事業：勘定別営業収益推移



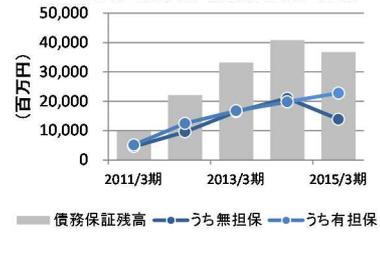
(*1) 2014/3期及び2015/3期の数字は、子会社「日本保証」の数値、2013/3期以前の数字は全社ベースの数値からネオラインクレジット(韓国)の営業収益を控除した金額
(*2) 全社ベースの数値

出所：有価証券報告書及び決算説明資料を基にSQUADD作成

国内金融事業：営業債権等残高推移



国内金融事業：債務保証残高推移



出所：有価証券報告書及び決算説明資料を基にSQUADD作成

貸付金利息及び受取割引料は消費者向け無担保貸付金残高逓減に伴い減少傾向が続く

①貸付金利息及び受取割引料

貸付金利息及び受取割引料は、消費者／事業者向けローン、手形割引等に係る利息割引料収入である。消費者向け貸付金については、2012 年 3 月の更生会社(株) 武富士の消費者向事業承継に伴い、残高は前期末の 117 億円から 222 億円へと倍増。翌 2013 年 3 月期は引き継いだ債権の回収により、貸付金利息及び受取割引料は前期の 19 億円から 37 億円へと増加した。

2014 年 3 月期は、大規模な買収案件はない一方で、西京カード(株)の売却や武富士債権の回収の進捗に伴い、消費者向け債権残高は前期の 134 億円から 80 億円へと減少、利息割引料収入は前期比約 40%減の 22 億円での着地となった。2015 年 3 月期も、前期同様、既存債権の回収の進展に伴い、営業債権は 60 億円、利息割引料 12 億円へと減少している。

消費者向けローン事業は破綻ないしは経営難に陥った企業を傘下に収めることにより引き継いだ債権の回収が中心となっており、従来より新規融資は積極的には展開していなかったが、現在は、消費者金融事業(無担保ローン事業)の新規取り扱いを停止している。

事業者向け貸付は商業手形割引及び有担保貸付が中心となっており貸付残高は、概ね 40 億円前後で推移している。また、今後は、リスクが限定される不動産担保ローンを中心に事業を展開していく方針である。

不良債権投資(債権回収事業)は安定的に利益に貢献

②買取債権回収高

買取債権回収高は不良債権投資に係る収益で、債権回収会社が購入した不良債権の回収額を買取債権回収高として収益計上している。回収額を収益計上する一方で、買取債権(資産勘定)を債権買取原価として費用化している。費用化のパターンは債権のタイプに応じ 2 つある。①定期的な返済が見込める場合(将来キャッシュフローが見積り可能な場合)は、債権額を時の経過に応じて費用化(償却原価法)、②定期的な返済が見込めない場合は、回収額と同額を債権買取原価として費用計上する。よって②の場合、回収額が購入額に達するまでは利益ゼロ、回収額が購入額を上回った分が利益として計上されることになる。

不良債権投資事業(NPL 投資)の先行指標 1 つとなるのが、請求債権額(購入債権の元本+未払利息等)である。請求債権額は、金融機関等からの不良債権購入により、2011 年 3 月の 1,251 億円から 2015 年 3 月には 3,492 億円へと増加、投資の積み上げに伴い、買取債権回収高も 2011 年 3 月期の 27 億円から 2015 年 3 月期には 34 億円へと増加している。なお、本来、NPL 投資は IRR 等の指標により、投資から Exit までのキャッシュフローで評価すべきであるが、単年ごとの NPL 投資利益(買取債権回収高-債権買取原価)を見ると、投資実行より年数を経ることで、回収額が購入価額を上回るケースが増え、2011 年 3 月期の 10 億円から 2015 年 3 月期には 26 億円へと増加している。

KC カード事業売却に伴い、割賦手数料収入は大幅減

提携金融機関数の増加、アパートローン保証の取扱い開始により、保証料収入は堅調推移

償却債権取立益は、武富士承継時の償却済みであった債権の回収額

③割賦立替手数料

割賦立替手数料には、クレジットカード関連の利息及び手数料収入が計上されている。同収益は KC カードの買収(2011 年 8 月)により、2011 年 3 月期の 6 億円から 2013 年 3 月期には 100 億円へと急速に拡大。その後ショッピング残高は概ね横ばいを維持するも、キャッシング残高の減少に伴い、2014 年 3 月期は 75 億円へと減少、2015 年 1 月の KC カード事業売却により 2015 年 3 月期は 47 億円へと大きく減少した。

④保証料収入

保証料収入は、信用保証引き受けに伴う収入である。中長期的な戦略として、信用保証業務の拡充を掲げており、①西京銀行(山口、2009 年 7 月)、②東京スター銀行(東京、2010 年 7 月)、③愛媛銀行(愛媛、2012 年 12 月)、④成協信用組合(大阪、2014 年 3 月)、⑤近畿産業信用組合(大阪、2015 年 4 月)の計 5 行へと提携行を増やした。

提携金融機関の増加に伴い債務保証残高も、2011 年 3 月期の 97 億円から 2014 年 3 月期には約 4 倍の 408 億円へと拡大した。なお、2015 年 1 月に実施した「KC カード」ブランドの譲渡対象にカードローン保証事業も含まれていたため、2015 年 3 月期は一過的に残高の減少を強いられ、保証残高は 367 億円(前期比 41 億円減)となった。但し、保証料収入は保証残高の増加に比例し、増加基調で推移しており、2011 年 3 月期の 5 億円から 2015 年 3 月期には 24 億円へと大きく拡大している。

保証事業の中でも特に力を入れているのが、有担保ローン保証であり、2014 年 4 月からアパートローンに対する保証業務をスタートした。2015 年 2 月には、大手ハウスメーカー、フラット 35 代理店^(注)及び銀行との提携による、協調融資型の賃貸住宅ローン保証業務を開始するなど、新たな保証スキームによる保証残高の積み上げに注力している。この新商品では、ハウスメーカーが建設する自宅併用賃貸住宅について、自宅部分は、(株)ジェイ・モーゲージバンク(フラット 35 代理店)が提供する住宅金融支援機構の「フラット 35」を活用、賃貸部分については西京銀行がローンを引き受け、西京銀行が提供するローンに対して(株)日本保証が保証を行うというスキームが採られている。

(注) フラット 35 とは、民間金融機関と住宅金融支援機構が提携して提供する長期固定金利住宅ローン商品の名称である。

⑤償却債権取立益

償却債権取立益は、償却済みのオフバランス債権の回収額である。Jトラストの場合、武富士から承継した償却済み債権の回収額が償却債権取立益の大多数を占める。武富士からの債権承継時に償却済みであった債権についても、同社のノウハウを活用し、回収を行っている。但し、ピーク時には月 7 億円程度の回収実績を上げていたが、近年回収額は縮小し、概ね月 2.5 億円程度に落ち着いてきている。なお、1,000 億円程度の請求可能債権があるとのことで、既回収額が約 170 億円(2013 年 3

c 国内金融：
直近四半期業績

カード事業売却等により
大幅減収も 9 億円の黒字
を達成

月期以降の償却債権取立益の累計)とすると、まだ回収の余地は残されている。但し、回収難度の高い債権が残りやすいことから、基本的には取立益は逡減していくと考えられる。

⑥その他の金融収益

武富士からディスカウントした価格で承継した債権の取得価額と債権価額の差額などが償却原価法等により、「その他の金融収益」として計上されている。

武富士からは、正常債権についても額面以下の価格で承継しており、このうち銀行等が引き受け可能な債権については、金融機関等へ売却した。売却した武富士債権については、Jトラストが保証を引き受けている。債権保有というバランスシートビジネスから保証料収入というフロービジネスへと転換を図ったわけである。但し、売却により武富士債権残高そのものは減少したため、その他の金融収益は 2013 年 3 月期の 68 億円から 2015 年 3 月期には 10 億円へと縮小している。

◆事業の変化に対応し構造改革に着手、第 1 四半期は黒字を達成

2016 年 3 月期第 1 四半期は、KC カード事業及び(株)クレディアの売却等に伴い、事業規模は大きく縮小。営業収益は前年同期比マイナス約 48%の 27 億円となった。但し、国内金融事業の減収は想定内の事象であり、通期計画対比の進捗率は 24%と、概ね当初の見込み通りの滑り出しとなった。大幅減収ながらも、下記の合理化策等を通じコスト削減を図ることにより、セグメント利益 9 億円の黒字を達成しており、国内金融事業の構造改革は順調に進んでいると言える。

国内金融事業では無担保ローン事業からの脱却、不動産関連保証事業に軸足を置く旨を明示しており、2015 年 3 月、事業構造改革の一環として(株)日本保証(正社員 565 名)で、約 300 人の希望退職者を募集した。最終的に、ほぼ計画通りの 320 名が希望退職に応じたことにより、年間約 15 億円の人件費を削減できる見込みである。また営業拠点の統廃合等の合理化策を講じることにより、コスト構造・収益力の改善に努めている。さらに、2015 年 9 月には、利息返還債務を抱える無担保ローンを会社分割により分離し、保証事業を中心とした主要事業に専念できる体制を敷いた。

◆保証残高、請求債権残高とも足許の実績は伸び悩むも、通期目標は射程圏内

次に、国内金融事業の主力事業「信用保証事業」及び「債権回収事業」の先行指標となる「債務保証残高」及び「請求債権残高」の動向について触れる。

2016 年 3 月期第 1 四半期の債務保証残高は 384 億円、前期末対比では 17 億円の積み増しを達成した。但し、通期では 120 億円の増加を想定しており、増分ベースの進捗率は約 14%と出遅れ感は否めない。アパートローンについては、2015 年 6 月の残高は 14 億円となっており、通期目標 123 億円達成には 100 億円超の積み上げが必要となる。但し、2015 年 4 月以降、申し込み件数・申込み金額とも伸びてきており、4 月～6 月の累計申込み金額は 60 億円に達している点等を鑑みると、通期目標も射程圏内にあると考えられる。

請求債権残高は、前期末から約 70 億円減少し、3,421 億円となったが、近々クロージングを迎える案件もあるとのことで、通期目標以上の着地を見込んでいる。

◆国内金融事業：四半期業績推移(四半期毎)

単位：百万円

	2014/3期				2015/3期				2016/3期		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	対前年同期	
四半期営業収益	6,269	5,912	5,874	7,138	5,205	4,928	5,451	3,147	2,698	(2,507)	51.8%
四半期利益	2,357	1,527	4,576	2,975	1,011	(201)	617	425	903	(108)	89.3%
セグメント利益率	37.6%	25.8%	77.9%	41.7%	19.4%	-4.1%	11.3%	13.5%	33.5%	14.0%	-

◆国内金融事業：四半期業績推移(累計)

単位：百万円

	2014/3期				2015/3期				2016/3期		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	計画	進捗率
四半期営業収益(累計)	6,269	12,181	18,055	25,193	5,205	10,133	15,584	18,731	2,698	11,100	24.3%
四半期利益(累計)	2,357	3,884	8,460	11,435	1,011	810	1,427	1,852	903	3,200	28.2%
セグメント利益率	37.6%	31.9%	46.9%	45.4%	19.4%	8.0%	9.2%	9.9%	33.5%	28.8%	-
債務保証残高	33,983	34,814	36,050	40,839	42,795	44,373	45,725	36,712	38,426	48,700	78.9%
うちアパートローン	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,401	12,300	11.4%
債務保証残高純増	789	831	1,236	4,789	1,956	1,578	1,352	(9,013)	1,714	11,988	14.3%
請求債権残高	n.a.	n.a.	n.a.	283,300	n.a.	n.a.	n.a.	349,200	342,100	384,100	89.1%
請求債権純増	n.a.	n.a.	n.a.	26,100	n.a.	n.a.	n.a.	65,900	(7,100)	34,900	-

◆国内金融事業：アパートローン申込み状況

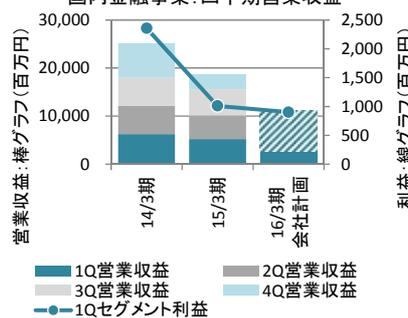
	2015/4	2015/5	2015/6	累計
申込み件数	8	21	42	71
申込み金額(*)	600	1,300	4,100	6,000

出所：決算短信及び決算説明資料を基にSQUADD作成

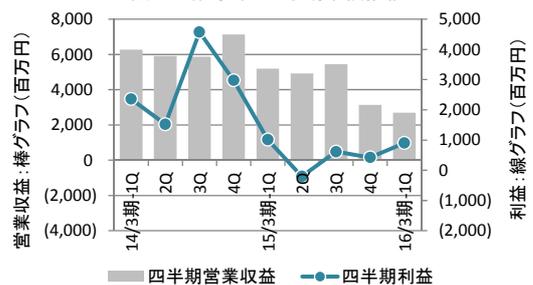
(*)一般的に 建築代金は、着工時1/3、中間支払1/3、完工時1/3の支払となるため、ローンもこのタイミングに合わせて実行される。

ゆえに、アパートローン保証残高(14億円)は6月までの申込み額累計(60億円)を下回っている。

国内金融事業：四半期営業収益



国内金融事業：四半期業績推移



出所：有価証券報告書及び決算短信を基にSQUADD作成

5-(2) 海外金融事業

◆2016年3月期より、海外事業は「韓国金融」と「東南アジア金融」の2つへ分割

海外事業には、韓国及びインドネシアを中心とする東南アジア地域で展開している金融事業が含まれている。なお、アジアでの金融事業拡大に合わせ、2016年3月期に入り、海外事業を「韓国金融事業」及び「東南アジア金融事業」の2つに分割した。以下、韓国金融事業及び東南アジア金融事業の変遷、アウトラインについて触れる。

a 韓国金融
アウトライン

◆韓国金融事業の変遷

2011年4月に消費者金融事業等を営むネオラインクレジット貸付(株)の買収により韓国に参入した。当時の日本は、消費者金融業界の再編も一段落した状態にあったが、韓国では、上限金利の引き下げが進むなど、かつて日本が経験したのと同様の業界再編の動きが見え始めた状況にあった。このような中、JTラストは、今まで日本で得たノウハウや実績を活かせるかと判断し、韓国市場への進出を決断した。

自社が持つノウハウが通じるか否かの試行期間を経て、2012年8月に、KCカード

日本で培ってきたノウハウ・実績を生かし、韓国金融事業へ参入

M&A 等を経て、2016 年 3 月期からは、①貯蓄銀行、②キャピタル事業、③債権回収の三本柱で韓国事業を展開

(株)の子会社として(株)親愛^(注1)を設立。貯蓄銀行業の免許を取得し、同年 10 月に不良金融機関認定を受けた未来貯蓄銀行より一部資産及び負債^(注2)を譲り受け、貯蓄銀行事業へ参入した。その後、2013 年 1 月にソロモン貯蓄銀行(約 300 億円)、同年 6 月にエイチケー貯蓄銀行(約 150 億円)から消費者信用貸付債権を購入し債権残高を積み上げ、2014 年 3 月にはケージェイアイ貸付金融(現 TA 資産管理貸付(有))及びハイキャピタル貸付を買収し事業規模の拡大を図った。

この時点で貸付金融子会社は 3 社(ネオラインクレジット貸付、ケージェイアイ貸付金融、ハイキャピタル貸付)となったが、2014 年 8 月に貸付金融子会社 3 社の貸付事業を親愛貯蓄銀行に譲渡し、貸付事業を親愛貯蓄銀行に集約、以後子会社 3 社は不良債権の回収事業に特化する体制を敷いた。

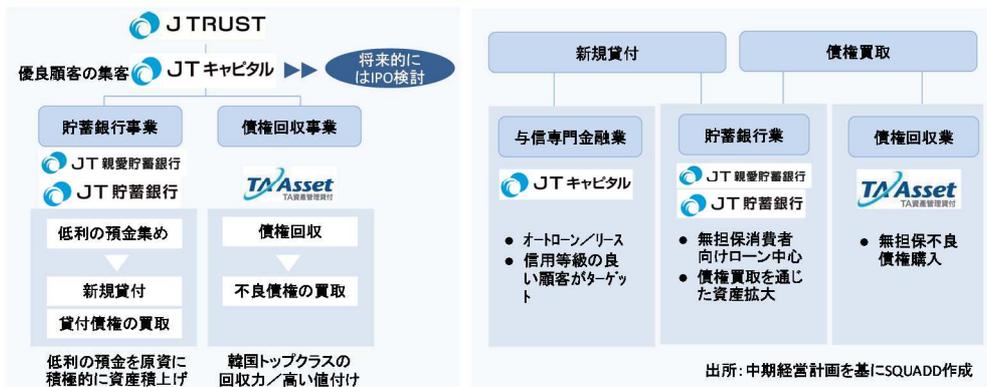
また 2015 年 1 月に、韓国スタンダードチャータード貯蓄銀行(現 JT 貯蓄銀行)、同年 3 月に韓国スタンダードチャータードキャピタル(現 JT キャピタル)を買収し現在に至る。

これらの M&A や債権購入を経て、2016 年 3 月期より、①貯蓄銀行業務(JT 親愛貯蓄銀行及び JT 貯蓄銀行)、②キャピタル事業(オートローン・リース等)及び③債権回収(不良債権投資及びサービシング)の三本柱で事業を展開していくこととなった。

(注1) (株)親愛は 2012 年 10 月に親愛貯蓄銀行(株)に、2015 年 7 月に JT 親愛貯蓄銀行(株)に商号変更

(注2) 未来貯蓄銀行からの譲受:資産 722 億円(のれん除く、うち現預金 408 億円)、負債 750 億円

◆韓国金業ストラクチャー(予定)/事業概要



<貯蓄銀行>

韓国スタンダードチャータード貯蓄銀行の買収により、韓国 3 位の貯蓄銀行へ

①韓国金融:貯蓄銀行事業の概要

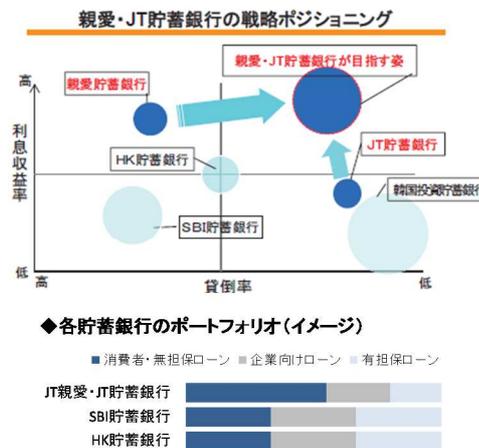
2015 年 1 月の韓国スタンダードチャータード貯蓄銀行の買収により、Jトラストグループの貯蓄銀行事業(総資産約 1.9 兆ウォン)は、SBI 貯蓄銀行(同約 3.9 兆ウォン)、HK 貯蓄銀行(同約 2.0 兆ウォン)に次いで韓国第 3 位の資産規模を有することとなった(2015 年 3 月時点)。また、両行合わせた営業エリアは、全人口の約 50%から約 70%へと拡大し、韓国全土でサービスの提供やマーケティング活動を行えるようになった。

貯蓄銀行は主に個人や中小企業を対象とする非銀行預金取扱機関であり、銀行

からの融資が困難な信用力が中程度以下の層(信用等級 5~9 等級程度)が主なターゲットとなっている。JTラストグループも、利益率が相対的に高い消費者向けローンを中心に展開していく方針であり、平均信用等級 5.8 等級を 3 年後の目標として設定している。なお 2015 年 5 月時点における平均信用等級は 6.8 等級となっていることから、当面は貸出ポートフォリオの安定化に向け、優良顧客の比率を高めていくことになる。優良顧客の獲得にあたっては、JT キャピタルの看板を活用し、JT キャピタルで獲得したローンに対し、貯蓄銀行で調達した預金を充てる方針である。

現在の平均貸出金利は 18%、優良顧客比率の上昇により、2016 年 3 月期の平均貸出金利は 15%程度へと低下すると見ている一方で、調達金利の低減等により純利鞘 10%超の達成を目指している。また、貸出金利の上限は、将来的に上限金利の引き下げが進む可能性を見越して、法定上限利率以下に抑えている。

なお、現在のところ、傘下の 2 行で、事業戦略やターゲットとする顧客には差はないことから、メリット・デメリットを勘案の上、両行の合併も検討している。



◆貯蓄銀行：ローン種別毎の貸出金利／貸倒率

種別	業界平均貸出金利	業界平均貸倒率	利益率
消費者向けローン	25%-35%	10%~15%	5.0%
企業向けローン	4%~10%	3%~10%	0.5%
有担保ローン	4%~10%	3%~10%	1.0%

◆JT親愛・JT貯蓄銀行

	2015年4-6月(実績)	2016年3月期(目標)
平均貸出金利	18.0%	14.9%
平均預金金利	2.9%	2.8%
純利鞘(NIM)	9.56%	10.10%

出所：中期経営計画及び決算説明資料を基にSQUADD作成

＜キャピタル事業＞

キャピタル会社は信用等級 1~4 等級程度の優良顧客を対象に、割賦金融・リース業を展開

②韓国金融：キャピタル事業の概要

キャピタル会社は与信専門金融業法により設立された与信専門金融会社であり、第 2 金融圏(許認可制)に該当する。キャピタル会社の事業は、①割賦金融業、②リース業及び③新技術事業金融業(ベンチャー技術投資)の 3 つある。但し、大多数のキャピタル会社が、①割賦金融業及び②リース業を主体としており、JT キャピタルもこの 2 つの事業を展開している。また、対象顧客が信用等級 1~4 等級程度のリスクの低い優良層となっている点も特徴の一つである。

なお、与信金融協会に登録しているキャピタル会社は 61 社あり、うち 44 社がリース割賦業として登録している企業である(2014 年)。さらに、リース割賦業については、オート金融中心型と個人信用貸付中心型に分類され、JT キャピタルは個人信用貸付中心型に該当する。

リース割賦業者上位 20 社の合計総資産は約 80 兆ウォン。JT キャピタルは総資産 1.2 兆ウォンで第 19 位に位置する中堅企業である。なお、第 1 位は現代キャピタル(22.5 兆ウォン)、第 2 位はアジュキャピタル(6.4 兆ウォン)、第 3 位にはロッテキャピ

<債権回収>

無担保 NPL 投資に特化

マーケット自体は拡大基調にあるも、参入事業者が徐々に増加

**b 東南アジア金融：
アウトライン**

2014 年 11 月に買収したムティアラ銀行を中心に東南アジア事業を展開

タル(5.5 兆ウォン)がランクしている。第 1 位、第 2 位は共にオート金融系の企業であり、中でも第 1 位の現代キャピタルは圧倒的な規模を有している。

なお、当局がキャピタル会社の消費者向け貸付比率の上限を 50%から 20%へと引き下げる方向で動いていることから、個人信用貸付型のキャピタル会社を中心に、事業者の再編・淘汰が進む可能性もある。

③韓国金融：債権回収事業の概要

貸付金融子会社 3 社の貸付事業の JT 貯蓄親愛銀行への移管を機に、TA 資産管理貸付(旧ケージェイアイ貸付金融)を中心に債権回収事業を展開する体制を整えた。なお、残りの貸付会社 2 社(ネオラインクレジット貸付及びハイキャピタル貸付)は事実上、休眠会社となっている。

投資対象は、日本での投資経験が豊富でかつ、高い成長性・高い利益率が見込める無担保不良債権としており、2015 年 6 月時点で、請求額面ベースで 2,760 億ウォンのアセットを有している(買取債権簿価は 44 億円)。

なお、前期までは、無担保 NPL プレーヤーは限定されており、IRR26%程度(推定)の投資が実行できていたが、2016 年 3 月期に入り、参入事業者が増え、不良債権価格が高騰し始めた。価格が高止まりしている間は無理に買いに走らず、案件を選別しながら、投資をする方針で、逆に、貯蓄銀行等が抱える不良債権については高値で売却可能な環境にあることから、積極的に売りに出すことも考えている。

なお、韓国の NPL マーケットは、成長過程にあり、JTトラストは、無担保不良債権の市場規模は約 3.3 兆ウォン、年 10%程度の成長率での拡大を見込んでいる。無担保 NPL の回収は、債務者とのコミュニケーションが重要であるなど、業務運営に手間がかかることから、外資系事業者等は参入を躊躇する傾向にある。これに対し JTトラストグループは韓国全土に支店を有するなど、債権回収のインフラが既に整っている点で、アドバンテージがある。

なお、韓国は日本と違い、債権回収会社の法規制等はまだ整備されていないが、JTトラストグループは、自主的に日本のシステムに準拠した高いレベルの内部統制を構築し、遵法性の堅持に努めている。

◆東南アジア金融事業の変遷

東南アジアへは 2013 年 10 月に進出、ライツ・オフリングにより調達した資金約 976 億円から約 100 億円を投じ、シンガポールで JTRUST ASIA PTE.LTD.を設立した。その後 2013 年 12 月に、インドネシア有数の財閥マヤパダグループ(Mayapada Group)の金融中核子会社 Bank Mayapada International Tbk PT(マヤパダ銀行)と資本業務提携契約を締結し、マヤパダグループから同行の株式 10%を約 48 億円(SGD 57M)で譲り受けた。

また、2014 年 11 月には、インドネシアの商業銀行 PT Bank Mutiara Tbk.(ムティアラ銀行、現 PT Bank JTrust Indonesia Tbk.)の株式 99%を取得し連結子会社とした。Mutiara 銀行は、2008 年 11 月に経営破綻に陥り、インドネシア預金保険機構の管理

インドネシアの銀行市場は CAGR20%超が期待できる成長産業

下で、事業再生を進めてきたが、2014 年に実施された公開入札で Jトラストが落札し、同行を傘下に収めた。なお、商業銀行に対する外資持株比率は 40%までとされているが、特例的に 100%の取得が認められた希少な案件である(2015 年 9 月 30 日現在で 98.997%を Jトラストが、1%は、新規設立した現地子会社 PT JTRUST INVESTMENTS INDONESIA が保有)。

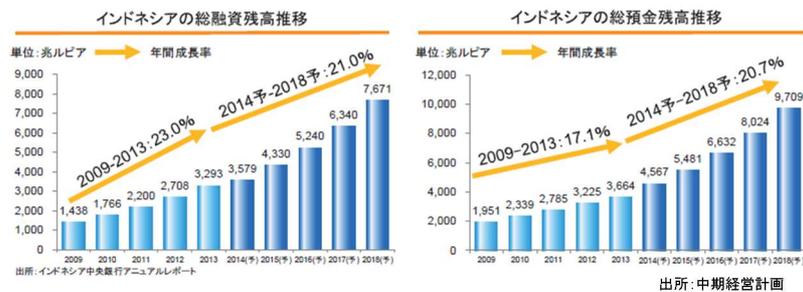
さらに 2015 年 5 月、JTRUST ASIA を通じて、タイ上場会社 Group Lease PCL の転換社債の引受を実施した(約 36 億円、USD 30M)。Group Lease はオートバイの販売金融を中心に展開するファイナンス会社である。近年は東南アジア各国への進出を進めており、JTrust Indonesia 銀行からのファイナンスの提供やインドネシア国内における販売金融事業の共同展開等を想定している。

◆**インドネシアの銀行業は CAGR20%超の拡大が続く成長産業**

2014 年 11 月に Mutiara 銀行(現 JTrust Indonesia 銀行)を傘下に収めたことにより、2016 年 3 月期以降は、同行を中心に東南アジア事業を展開していく予定である。

インドネシアの魅力の 1 つは、世界第 4 位の人口(約 2.5 億人)を擁する点にあり、かつ、その半数が 28 歳以下と若いことから、中長期的に中間所得層の拡大が期待できる潜在力の高いマーケットである。

足許の経済は減速を強いられているものの、過去 10 年以上に渡り、5~6%程度の高い GDP 成長率を維持している。特に、銀行業については、発展段階にあることから、融資額・預金額とも経済成長率を上回るスピードで拡大を続けており、将来的にも CAGR20%以上が期待できる成長産業である。また現在のところ、全人口の 40%程度(約 1 億人)しか銀行口座を有しておらず、潜在顧客は 8,000 万人に上ると推定されており、成長の余地は大きい。



◆**Jトラストインドネシア銀行の沿革・課題**

100%取得が認められた株主の強みを活かし、買収直後よりムティアラ銀行の再生・改革に着手

2014 年 11 月に傘下に収めた PT Bank Mutiara Tbk.(旧 センチュリー銀行)は、リーマンショック等の影響により、経営難に陥り、インドネシア中央銀行より特別監督下銀行となる処分を受けた破綻銀行である。その後、インドネシア預金保険機構の管理下に置かれ、再生手続きを進めてきたが、ピーク時には約 5,000 億円あった総資産が約 1,000 億円に減少するなど、鳴かず飛ばずの状態が続いていた。積極的に営業活動を実施していなかったということもあるが、破綻した銀行であるというイメージ、インターネットバンキングがない等の利便性の悪さ等がマイナスとなり、預金集めは苦戦。結果、資金調達を大口顧客の高金利の定期預金に依存することとなり、利鞘が縮小

するという悪循環に陥っていた。

そこで、JTトラストは、破綻銀行のイメージを払拭するため、買収直後に商号を「PT Bank JTrust Indonesia Tbk.」へ変更、インドネシアは親日国ということもあり、「J」の冠は営業面でプラスに作用している。利便性の悪さに対しては、インターネットバンキングの導入を早急に決定。高金利の定期預金については満期のタイミングに低金利に誘導し、調達金利の引き下げを進めて行く方針である。

また、経営陣についても、旧役員は一掃、経験豊富な経営陣を同社から派遣し、現地経営をコントロールできる体制を敷いた。従業員についても、M&A 時に残っていた社員の能力等を見極め、必要に応じ入れ替えを進めていく計画である。

目下の最優先課題は体制整備であり、100%取得が認められた株主である強みを活かし、迅速かつ劇的に組織の変革を行うことにより、早急に利益を出せる状態への引き上げを目指している。

◆JTトラストインドネシア銀行の競合比較(2013年時点)

	Jトラスト インドネシア銀行	競合最大	競合平均
1店舗毎の平均貸出残高 (億ルピア)	1,830	10,040	3,540
1店舗毎の平均預金残高 (億ルピア)	1,890	9,630	3,580
平均貸出金利 (%)	9.1%	10.1%	8.4%
平均預金金利 (%)	7.9%	2.7%	4.1%

出所：中期経営計画

c 海外事業： 業績トレンド(年次)

<韓国金融>

テレビ CM 効果等により、新規融資実行額は大きく伸長

◆2014 年 3 月期以降、事業規模が急速に拡大

2015 年 3 月期の海外事業の営業収益は 198 億円、前期比 66 億円増(約 50%増)での着地となった(注 1)。貸付会社・貯蓄銀行等の買収や債権購入による資産の拡大に比例する形で、営業収益も増加を続けている。なお、韓国スタンダードチャータード系 2 社の買収が 2015 年 3 月期第 4 四半期であったため、2015 年 3 月期は M&A に伴う増収を通期で享受しきれていない。また、JTrust Indonesia 銀行の PL 連結は 2016 年 3 月期より開始しているため、2015 年 3 月期までは韓国金融事業が海外事業のほとんどを占める。

韓国での金融事業に本格的に乗り出したのは、未来貯蓄銀行の資産を譲り受けた 2012 年 10 月であり、貯蓄銀行事業が通期で寄与していない 2012 年 3 月期及び 2013 年 3 月期は営業収益 20~30 億円程度、利益もほぼトントンの状態にあった。

2014 年 3 月期は主に債権購入を中心に、2015 年 3 月期は新規融資の実行により貸出金を積み増し、事業規模を拡大。特に 2014 年 5 月に JT 親愛貯蓄銀行のテレビ CM を開始して以来、新規融資は大きく伸長し、年間新規融資実行額は通期で約 470 億円(前期比約 3.6 倍)まで拡大し、JT 親愛貯蓄銀行の貸出金は 2014 年 3 月の約 467 億円から 2015 年 3 月には約 2.5 倍の約 1,200 億円に達した。

(注 1) 2014 年 3 月期は JT 親愛貯蓄銀行の連結対象期間を見直したことに伴い、15 カ月分の PL が取り込まれている。連結対象期間見直しに伴う影響額(営業収益)は約 25 億円。

①貸付残高の積み上げ、
②延滞率の改善、③調達
コストの削減により、利益
体質への転換を達成

◆貸付残高の積み上げ、収益構造改善による利益体質への転換を推進

営業資産の積み上げに伴い、営業収益も増加基調での推移が続く一方で、セグメント利益は、2014 年 3 月期の 30 億円に対し 2015 年 3 月期はマイナス 58 億円と大きく変動している。この大きな変動は、貸倒引当金の戻入／追加計上等の一時的な要因によるものである。

2014 年 3 月期は、JT 親愛貯蓄銀行の貸倒引当金の見積りの変更^(注 2)に伴い、約 69 億円の貸倒引当金の戻入を実施した。戻入益 69 億円の計上により、セグメント利益 30 億円となったが、この分を除くと約 38 億円のマイナスとなる。この頃はまだ営業資産の積み上げが十分ではなく、債権購入や M&A に係る調査費用等が嵩んだ点がその背景にある。

2015 年 3 月期は、総額で約 42 億円の貸倒引当金の追加計上を実施した。これは、①貸付金融子会社 3 社の貸付事業及び韓国スタンダードチャータードキャピタルの貸付債権の JT 親愛貯蓄銀行への譲渡^(注 3)及び、②個人回生債権(日本の個人民事再生に相当)に対しより保守的な引当率を採用したことに伴う追加繰入である。また、貸倒引当金のほか、不良債権売却損 13 億円も一時的な費用として発生しており、これら一時的な費用約 55 億円を除くと赤字は 3 億円程度となる。この段階ではまだ赤字であるが、貸付残高の積み上げによる増益のみならず、延滞率の改善による利幅の拡大により、前期の実態ベースの実績(マイナス約 38 億円)から赤字は大きく減少している。また、貸付事業を貯蓄銀行に集約したことにより、事業運営の原資が、高金利の借入金(貸付会社 3 社)から低金利の預金(JT 親愛貯蓄銀行)となり収益構造の改善が図られた。さらに、当初の予定より後ろ倒しになったものの、2015 年 3 月期第 4 四半期にスタンダードチャータード系 2 社の買収により、事業規模拡大を実現した。これらにより、収益構造の面でも、規模の面でも利益計上が可能な基盤が整ったのが 2015 年 3 月期であると言える。

(注 2) 従来は、回収不能見込額を計上するための同行債権の実績データが不足していたため、相互貯蓄銀行業務監督規程に定める基準に従って回収不能見込額を計上していたが、データ蓄積が進んだことから、貸倒実績率を用いた、より精緻な見積りを行うことが可能となったため、貸倒引当金の見積りの変更を行った。

(注 3) 銀行業と貸付会社等では繰入基準が相違するため(銀行業の方が厳しい)、追加繰入が必要となった。

◆海外事業(韓国金融/東南アジア金融事業):業績推移

単位: 百万円

	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	対前年	対前年比
セグメント営業収益	-	1,916	2,793	13,214	19,857	6,643	150.3%
セグメント利益	-	303	(336)	3,046	(5,811)	(8,857)	-
セグメント利益率	-	15.8%	-12.0%	23.1%	-29.3%	-52.3%	-
セグメント資産	-	5,895	86,507	151,453	447,815	296,362	295.7%
セグメント負債	-	5,043	78,719	103,312	321,161	217,849	310.9%
◆一時的項目の調整							
調整前セグメント利益	-	303	(336)	3,046	(5,811)	(8,857)	-
貸倒引当金繰入(戻入)調整	-	-	-	(6,904)	4,200	-	-
債権売却損	-	-	-	-	1,300	-	-
調整後セグメント利益	-	303	(336)	(3,858)	(311)	3,547	-

出所: 有価証券報告書及び決算説明資料を基に SQUADD 作成

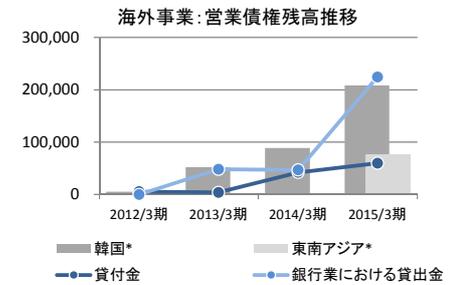
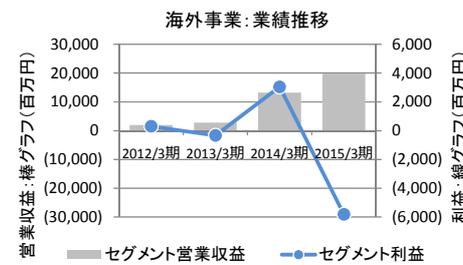
◆海外事業(韓国金融/東南アジア金融事業): 営業債権残高推移

単位: 百万円

	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	対前年	対前年比
消費者向け	-	5,269	3,966	41,924	53,675	11,751	128.0%
事業者向け	-	-	-	-	6,025	6,025	-
貸付金合計	-	5,269	3,966	41,924	59,701	17,777	142.4%
銀行業における貸出金	-	-	48,210	46,701	224,401	177,700	480.5%
合計	-	5,269	52,177	88,625	284,102	195,477	320.6%
韓国*	-	5,269	52,177	88,625	208,013	119,388	234.7%
東南アジア*	-	-	-	-	76,089	76,089	-
合計	-	5,269	52,177	88,625	284,102	195,477	320.6%

* 東南アジアの金額はJTrust Indonesia銀行の残高、韓国の値は海外合計とJTrust Indonesia銀行の差額として算出

出所: 有価証券報告書及び決算説明資料を基にSQUADD作成



* 東南アジアの金額はJTrust Indonesia銀行の残高、韓国の値は海外合計とJTrust Indonesia銀行の差額として算出

出所: 有価証券報告書及び決算説明資料を基にSQUADD作成

d 海外事業:
直近四半期業績

◆営業収益は韓国・東南アジアとも堅調に推移

2016 年 3 月期第 1 四半期の営業収益は韓国金融事業で 74 億円、東南アジア金融事業は 32 億円、海外合計では 106 億円となり、前年同期 50 億円の約 2 倍の規模へと拡大した。大幅増収は、JT 貯蓄銀行(9 億円)及び JT キャピタル(16 億円)、JTrust Indonesia 銀行(32 億円)の営業開始によるものである^(注 4)。計画対比でも、韓国事業、インドネシア事業とも進捗率は約 25%となっており、順調に営業収益を伸ばしている。セグメント利益については、韓国事業で黒字化を達成したものの、東南アジア事業の貸倒引当金の追加計上(約 14 億円)及びのれんの償却(約 5 億円)の負担が大きく、全体としては 25 億円の赤字での着地となった。

◆海外事業(韓国金融事業/東南アジア金融事業): 四半期業績推移(四半期毎)

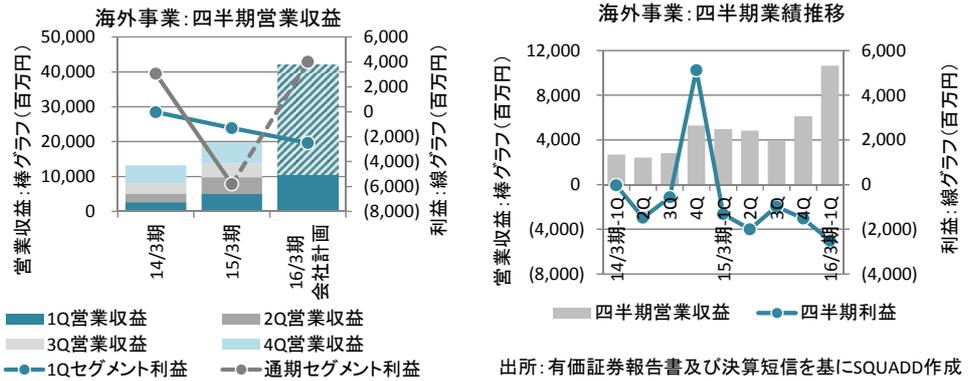
単位: 百万円

	2014/3期				2015/3期				2016/3期		対前年同期
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q		
四半期営業収益	2,688	2,414	2,813	5,299	4,977	4,840	3,926	6,114	10,639	5,662	213.8%
韓国	-	-	-	-	4,974	-	-	-	7,412	2,438	149.0%
東南アジア	-	-	-	-	-	-	-	-	3,227	-	-
四半期利益	(31)	(1,479)	(568)	5,124	(1,319)	(1,999)	(980)	(1,513)	(2,504)	(1,185)	-
韓国	-	-	-	-	(1,298)	-	-	-	15	1,313	-
東南アジア	-	-	-	-	-	-	-	-	(2,519)	-	-
セグメント利益率	-1.2%	-61.3%	-20.2%	96.7%	-26.5%	-41.3%	-25.0%	-24.7%	-23.5%	3.0%	-

◆海外事業(韓国金融事業/東南アジア金融事業): 四半期業績推移(累計)

	2014/3期				2015/3期				2016/3期		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	計画	進捗率
四半期営業収益	2,688	5,102	7,915	13,214	4,977	9,817	13,743	19,857	10,639	42,000	25.3%
韓国	-	-	-	-	4,974	-	-	-	7,412	30,000	24.7%
東南アジア	-	-	-	-	-	-	-	-	3,227	12,000	26.9%
四半期利益	(31)	(1,510)	(2,078)	3,046	(1,319)	(3,318)	(4,298)	(5,811)	(2,504)	4,000	-
韓国	-	-	-	-	(1,298)	-	-	-	15	2,500	0.6%
東南アジア	-	-	-	-	-	-	-	-	(2,519)	1,500	-
セグメント利益率	-1.2%	-29.6%	-26.3%	23.1%	-26.5%	-33.8%	-31.3%	-29.3%	-23.5%	9.5%	-

出所: 決算短信及び決算説明資料を基にSQUADD作成



(注4) カッコ内の数値は各社単体の営業収益。但しJTキャピタルについては内部取引により発生した償却債権取立益を除く。

<韓国金融>

四半期ベースで黒字化を達成。預貸率の改善等により、利益拡大を目指す

◆韓国金融: 本四半期に黒字化を達成

韓国金融事業は、ようやく本四半期に入り黒字化を達成した。貸付金の積み増しによる増収増益や初期コストの逡減に加え、貸出事業を貯蓄銀行に集約することにより、調達コストを削減し、業務粗利率の改善を図った点も黒字化の背景にある。

また、JTラストが経営を担うようになって以降実施した新規与信が増加したことにより、ピーク時 50%近い水準にあった延滞債権(30 日以上)の比率は前期に 20%前後に、2016 年 3 月期に入り 10%程度にまで低下、貸倒率も、買取/譲受債権が約 8%に対し新規与信は約 3%程度の水準に抑えられており、全体として貸倒関連費用が減少したことも黒字化に結び付いた。

利益体質への転換を図れた点は、注目すべきポイントであり、今後は貸付金が増えれば増えるほど、利益は拡大していく。2015 年 6 月時点の預貸率は 81%とまだ改善の余地も残されていることから、貸付金の積み増しに注力し、今期目標 25 億円の利益達成を目指す。



<東南アジア金融>

営業資産の積み上げは順調に進むも、収益構造の改革が急務

◆東南アジア金融: コスト構造改善、不良債権圧縮が当面の課題

東南アジア金融事業では、2016 年 3 月期より JTrust Indonesia 銀行の PL 連結が始まった。本四半期の営業収益は 32 億円、対計画進捗率約 27%と概ね計画通りの着地となった。JTラストが得意とする消費者向け・中小事業者向けローン及びマルチファイナンス会社(注5)との提携ローンを中心に事業規模の拡大を目指しており、買取前に減少が続いた同行の営業資産は 2015 年 1 月の 780 億円を底に増加に転じ、2015

不良債権圧縮へ向け特別プロジェクトを立ち上げ

IFRS 任意適用時期の後ろ倒しによる連結取り込み期間のズレも赤字の要因

年 6 月には 838 億円となった。また、マルチファイナンス会社との提携ローン残高も 2015 年 1 月の 192 億円から 2015 年 6 月には 267 億円へと半年弱で約 40%増加するなど、営業資産の積み上げは順調な滑り出しとなった。

但し、収益性の面では課題が多い。まず、調達面では、上述の通り、大口預金顧客の高金利の定期預金の比率が高いため、同行の平均預金金利は 9.3%(2015 年 1 月)と業界平均約 4%と比較し非常に高い水準にある。2015 年 6 月には 8.4%にまで引き下げたが、更なる調達コストの低減が必要な状況にある。大口預金顧客の非常に高い金利の定期預金については、満期時に交渉し低利に誘導するとともに、ネットバンキングの導入により利便性を高め、当座・普通預金比率(CASA 比率)を高める計画である。

また、不良債権の処理も課題となっており、本四半期に約 14 億円の貸倒引当金の追加計上を行っている。不良債権の圧縮に向けては、要注意先特別対応プロジェクトを立ち上げ、早期対応を図ることにより、債務者区分の劣化を予防できる体制を敷いた。また、別会社ないしは別組織を立ち上げ、不良債権を受け皿に移管し、不良債権の処理を専門に行う体制を構築、日本から債権回収のスペシャリストを派遣し回収強化を図る計画である。

なお、IFRS 任意適用時期の延期により、買収時に発生したのれんの償却約 5 億円が必要となった点もマイナス要因となった。なお、本決算で IFRS 適用となった場合、本四半期に取り込んでいるインドネシアの数値(自 2015 年 1 月至 3 月)は連結取り込み期間から外れ、自 2015 年 4 月至 2016 年 3 月の実績が連結上取り込まれる予定である^(注 6)。

本四半期は、貸倒引当金の追加計上(約 14 億円)及びのれんの償却(約 5 億円)の影響が大きく、東南アジア事業は 25 億円の赤字に陥った。但し、上記の特殊要因による影響約 19 億円を除いても、約 6 億円の営業損失にあることから、貸付金の積み上げ、調達金利の引き下げを進めるとともに、手数料収入(振替手数料や為替手数料など)の増加等を図り、定常的に利益が出る状態へと改善を進めている。直近では赤字幅は縮小してきており、順調に行けば、年明け頃には、黒字化を達成できる見込みとのことである。

なお、2016 年 3 月期は不良債権回収による利益も見込んでいる。同行の不良債権は、ほぼ全てが担保付債権のため、担保処分による回収を進めることにより、通期営業利益計画 15 億円の達成を目指す計画である。

(注 5) インドネシアのファイナンス会社は、リース、ファクタリング、消費者ファイナンス(販売金融)、クレジットカードのライセンスを受けた会社を指し、複数のライセンスを有する会社をマルチファイナンス会社と呼ぶ。(新日本有限責任監査法人「平成 24 年度インドネシアにおける金融インフラ整備支援のための基礎的調査」)

(注 6) 当初、IFRS の任意適用開始を 2015 年 6 月に予定していたが、2016 年 3 月に後ろ倒しとなった。そのため、2016 年 3 月期第 1 四半期は、JGAAP に従い、JTトラストインドネシア銀行の自 2015 年 1 月至 3 月の数値を取り込んでいる。JGAAP 決算の場合、2016 年 3 月期は、自 2015 年 1 月至 12 月の数値を連結することになるが、IFRS 基準の場合、2016 年 3 月決算では、自 2015 年 4 月至 2016 年 3 月の数値を連結で取り込むことにな

5-(3) 非金融事業

a 総合エンターテインメント事業

ソーシャルゲームの台頭等により厳しい経営環境が続く

るため、本四半期の実績値は対象期間から外れる。

◆総合エンターテインメント事業:本四半期は前年同期比増収も利益は縮小

「アミューズメント事業」は 2016 年 3 月期に入り、「総合エンターテインメント事業」へと名称が変更された。

総合エンターテインメント事業の主力サービスは、アミューズメント店舗で提供するメダルゲームであり、メダルゲームが売上の約 40%を占める。この他、クレーンゲーム(約 25%)、アーケードゲーム(約 20%)、景品製造販売(約 10%)などを取り扱っている。2014 年 3 月期は、メダル単価「1,000 円=500 枚」施策を全面展開しながら、ユーザー層に合わせた独自性の強いイベントを複合的に展開したことなどが功を奏し、前期比約 2 割増の売上 165 億円を達成した。対して 2015 年 3 月期は、メダル単価政策の一巡や消費税増税等の影響で、売上 151 億円と約 1 割の減収を強いられた。

2016 年 3 月期第 1 四半期は、売上 39 億円と前年同期 36 億円を上回ったものの、円安の進行による景品原価の上昇等の影響で減益となった。

近年は、スマートフォン等のソーシャルゲームの台頭もあり、アミューズメント業界全体としては、厳しい経営環境が続いている。今後は、既存店舗と人気キャラクターコンテンツを絡めたコラボレーション企画等を積極的に実施するとともに自社コンテンツの開発による業容の拡大を目指す。

◆総合エンターテインメント事業:業績推移

単位:百万円

	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	対前年	対前年比
セグメント営業収益	-	-	13,484	16,510	15,075	(1,435)	91.3%
セグメント利益	-	-	250	951	483	(468)	50.8%
セグメント利益率	-	-	1.9%	5.8%	3.2%	-2.6%	-
セグメント資産	-	-	14,759	12,314	12,080	(234)	98.1%
セグメント負債	-	-	3,593	1,610	2,634	1,024	163.6%

出所:有価証券報告書

◆総合エンターテインメント事業:四半期業績推移(四半期毎)

単位:百万円

	2014/3期				2015/3期				2016/3期		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	対前年同期	
四半期営業収益	4,222	4,494	3,947	3,847	3,631	4,055	3,827	3,562	3,904	273	107.5%
四半期利益	294	494	110	53	187	212	40	44	44	(143)	23.5%
セグメント利益率	7.0%	11.0%	2.8%	1.4%	5.2%	5.2%	1.0%	1.2%	1.1%	-4.0%	-

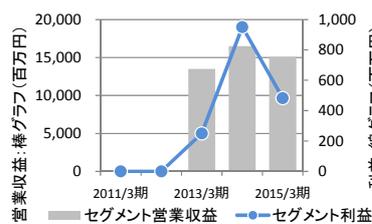
◆総合エンターテインメント事業:四半期業績推移(累計)

単位:百万円

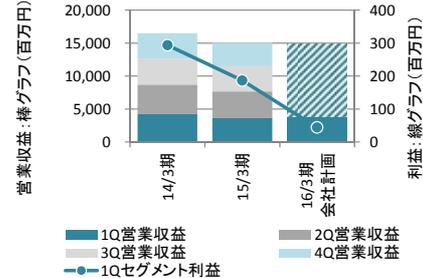
	2014/3期				2015/3期				2016/3期		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	計画	進捗率
四半期営業収益(累計)	4,222	8,716	12,663	16,510	3,631	7,686	11,513	15,075	3,904	15,000	26.0%
四半期利益(累計)	294	788	898	951	187	399	439	483	44	1,100	4.0%
セグメント利益率	7.0%	9.0%	7.1%	5.8%	5.2%	5.2%	3.8%	3.2%	1.1%	7.3%	-

出所:決算短信及び決算説明資料を基にSQUADD作成

総合エンターテインメント事業:業績推移



総合エンターテインメント事業:四半期営業収益



出所:有価証券報告書及び決算短信を基にSQUADD作成

b 不動産事業

安定的な収益源として業績に寄与

◆不動産事業：消費税増税特需の反動で本四半期は低調スタート

2013 年 3 月期に入り、東日本大震災の影響を受け、低迷していた不動産取引市況が回復し、2013 年 3 月期の売上は 40 億円台に乗った。2015 年 3 月期は、前期に消費税増税前の駆け込み需要で受注した物件の完工引渡しが年度を跨いだことや都心エリアにおける保有不動産の売却益等が寄与し、売上 58 億円(前期比 17%増)を達成した。対して、2016 年 3 月期第 1 四半期は、前期の消費税特需の反動で販売戸数が伸び悩み、売上 12 億円(前年同期比約 33%減)、対計画進捗率 19%での着地となった。

◆不動産事業：業績推移

単位：百万円

	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	対前年	対前年比
不動産事業売上高	3,166	2,645	4,285	4,970	5,821	851	117.1%
不動産売上原価	2,486	2,277	3,700	4,045	4,919	874	121.6%
不動産事業粗利	680	368	585	925	902	(23)	97.5%
営業費用等	273	237	315	429	500	71	116.6%
セグメント利益	407	131	270	496	402	(94)	81.0%
粗利率	21.5%	13.9%	13.7%	18.6%	15.5%	-3.1%	-
セグメント利益率	12.9%	5.0%	6.3%	10.0%	6.9%	-3.1%	-
セグメント資産	1,236	1,889	3,166	4,799	5,236	437	109.1%
セグメント負債	423	1,165	2,034	2,881	3,223	342	111.9%

出所：有価証券報告書を基にSQUADD作成

◆不動産事業：四半期業績推移(四半期毎)

単位：百万円

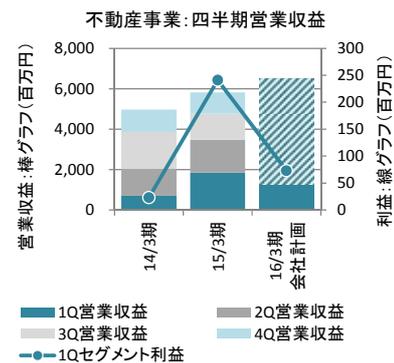
	2014/3期				2015/3期				2016/3期		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	対前年同期	
四半期営業収益	703	1,327	1,836	1,104	1,846	1,626	1,287	1,062	1,244	(602)	67.4%
四半期利益	23	126	308	39	241	117	56	(12)	73	(168)	30.3%
セグメント利益率	3.3%	9.5%	16.8%	3.5%	13.1%	7.2%	4.4%	-1.1%	5.9%	-7.2%	-

◆不動産事業：四半期業績推移(累計)

単位：百万円

	2014/3期				2015/3期				2016/3期		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	計画	進捗率
四半期営業収益(累計)	703	2,030	3,866	4,970	1,846	3,472	4,759	5,821	1,244	6,500	19.1%
四半期利益(累計)	23	149	457	496	241	358	414	402	73	500	14.6%
セグメント利益率	3.3%	7.3%	11.8%	10.0%	13.1%	10.3%	8.7%	6.9%	5.9%	7.7%	-

出所：決算短信及び決算説明資料を基にSQUADD作成



出所：有価証券報告書及び決算短信を基にSQUADD作成

6. 財務分析

6-(1) コスト概況

◆営業費用

営業費用の各費目のうち、金融事業の資金調達に関連するのは、①支払割引料、②借入金利息、及び③銀行業における営業費用である。なお、③銀行業における営業費用のほとんどは預金利息である。上記以外では、債権買取原価が金融事業に関連する費目となるが、これは、不良債権購入価額(買取債権勘定)を費用化したものである(P31 参照)。不動産売上原価は不動産事業売上高に対応する費用で、施工販売した戸建分譲住宅等の建物及び土地原価が計上されている。またアミューズメント原価はアミューズメント事業売上高に対応しており、アミューズメント施設運営に係る原価、景品原価等が含まれている。

◆販売費及び一般管理費

販管費は、貸倒引当金繰入額などの金融業に係る各種引当金の繰入額及び人件費に大別される。2015 年 3 月期は韓国貯蓄銀行事業で貸倒引当金追加繰入約 42 億円を実施したため(P40 参照)、繰入額が 95 億円と急増した。また、グループ全体の債権残高が増加してきていることから、貸倒引当金繰入額も基本的には増加傾向にある。利息返還損失引当金繰入額は KC カード事業の譲渡により、割賦立替金に対する利息返還債務が無くなるため、2016 年 3 月期以降、金額が大幅に縮小する見込みである(P50 参照)。

給与手当は、2013 年 3 月期のアミューズメント事業参入により、連結従業員数が増え、前期の 40 億円から 75 億円へと大きく増加、2016 年 3 月期も、韓国スタンダードチャータード系 2 社及び JTrust Indonesia 銀行が連結対象に加わり、正社員数が約 2,300 人から約 4,000 人へと急増していることから増加が見込まれる。一方で、(株)日本保証のリストラにより約 15 億円の人件費削減を実施するなどの経費削減も実施している。

なお、支払手数料には、M&A 手数料や KC カードの電算外注費等が計上されている。また、その他のうち主なものは JT 親愛貯蓄銀行の広告宣伝費(CM 料等)である。

◆特別利益

特別利益のうち、金額が大きいのは負ののれん発生益であり、2012 年 3 月期は KC カードの買収に伴い 294 億円の多額の負ののれんが発生。2015 年 3 月期も 146 億円の負ののれん発生益が計上されており、うち約 51 億円は韓国スタンダードチャータード貯蓄銀行、約 84 億円は韓国スタンダードチャータードキャピタルの買収に伴うものである。負ののれんの発生は、株式を割安で購入できたという意味も持つが、一般的には、①資産が過大評価/負債が過小評価されている、ないしは②偶発債務等が存在する可能性がある、③買収した事業が現状のままでは利益が出ないと評価している場合に発生すると解釈されている。

なお、その他特別利益には固定資産売却益や投資有価証券売却益などが含まれている。

◆特別損失

- ✓ **減損損失:** 減損損失の多くは、アミューズメント設備に係るものである。2016 年 3 月期第 1 四半期に計上した約 10 億円の減損損失もアドアーズ(株)が撤退を決定した介護事業に関連するものである。

- ✓ **訴訟損失引当金繰入額:** 2010 年 2 月、旧子会社(株)クレディア(2015 年 4 月売却済み)がその子会社である(株)SF コーポレーション(2011 年 8 月破産)に対し 80 億円の貸付を行った。その後 2011 年 6 月までに約 54 億円の弁済を受け、かつ(株)SF コーポレーションが有する貸付債権に譲渡担保を設定した件について、2012 年 9 月に(株)SF コーポレーションの破産管財人(原告)が、約 54.6 億円の弁済と担保設定行為の否認を主張し、(株)クレディアを提訴。2013 年 12 月の一審判決では原告側の主張が認められ、(株)クレディアに対し、約 54.6 億円を原告に支払う旨の判決が下った。Jトラストサイドは直ちに控訴したが、本訴訟に関連し、2014 年 3 月期に約 29 億円の訴訟損失引当金の計上を行った。なお本件は 2014 年 11 月に和解が成立し、2015 年 5 月に和解金約 28.5 億円を支払うことで解決している。
また、2012 年 6 月に更生会社(株)武富士のスポンサー選定プロセスにおいて、共同不法行為により損害を被ったとしてスポンサー候補の 1 社であったアプロファイナンス貸付(株)等から損害賠償請求を受けていたが、2015 年 1 月に原告の主張を全て棄却する旨の判決が出た。なお、2015 年 2 月に原告は控訴したものの、2015 年 7 月、再度棄却判決が言い渡されている。

- ✓ **事業構造改善費用:** 2015 年 3 月期の事業構造改善費用 9 億円は、2015 年 3 月に日本保証で実施した希望退職者募集(約 300 人)に関する早期退職加算金である。

単位: 百万円

◆ 要約PL	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	対売上	対前年	対前年%	2015/3-1Q	2016/3-1Q	対売上
受取割引料	141	204	190	183	188	0.3%	5	102.7%			
貸付金利息	2,960	3,639	5,123	3,054	4,934	7.8%	1,880	161.6%			
買取債権回収高	2,669	2,740	2,403	3,018	3,439	5.4%	421	113.9%			
割賦立替手数料	616	9,236	10,016	7,463	4,701	7.4%	(2,762)	63.0%			
保証料収入	513	801	1,751	2,377	2,443	3.9%	66	102.8%			
その他の金融収益	5,823	3,358	6,868	3,091	1,051	1.7%	(2,040)	34.0%	n.a.	n.a.	n.a.
償却債権取立益	-	536	6,634	5,135	4,809	7.6%	(326)	93.7%			
銀行業における営業収益	-	-	1,222	12,392	14,376	22.7%	1,984	116.0%			
不動産事業売上高	3,167	2,645	4,285	4,970	5,821	9.2%	851	117.1%			
アムusement事業売上高	-	-	14,823	16,510	15,073	23.8%	(1,437)	91.3%			
完成工事高	-	-	-	1,372	1,747	2.8%	375	127.3%			
その他	1,015	1,346	2,364	2,356	4,693	7.4%	2,337	199.2%			
営業収益合計	16,908	24,508	55,683	61,926	63,281	100.0%	1,355	102.2%	15,928	19,490	100.0%
支払割引料	30	55	58	50	63	0.1%	13	126.0%			
借入金利息	539	1,082	1,412	979	1,076	1.7%	97	109.9%			
保証料	22	14	10	-	-	-	-	-			
債権買取原価	1,661	939	614	700	843	1.3%	143	120.4%			
不動産売上原価	2,486	2,277	3,700	4,045	4,919	7.8%	874	121.6%	n.a.	n.a.	n.a.
アムusement事業売上原価	-	-	11,867	13,982	12,942	20.5%	(1,040)	92.6%			
銀行業における営業費用	-	-	816	4,630	6,031	9.5%	1,401	130.3%			
その他の営業費用	392	170	2,305	1,950	3,407	5.4%	1,457	174.7%			
営業費用合計	5,132	4,539	20,786	26,339	29,285	46.3%	2,946	111.2%	7,739	9,918	50.9%
営業総利益	11,776	19,969	34,897	35,586	33,996	53.7%	(1,590)	95.5%	8,188	9,571	49.1%
貸倒引当金繰入額	-	2,019	71	213	9,513	15.0%	9,300	4466.2%			
貸倒損失	31	288	988	1,161	54	0.1%	(1,107)	4.7%			
利息返還損失引当金繰入額	2,535	1,460	1,195	(209)	2,229	3.5%	2,438	-			
債務保証損失引当金繰入額	-	87	1,484	(3,575)	108	0.2%	3,683	-			
役員報酬	278	393	536	601	690	1.1%	89	114.8%			
給料及び手当	2,284	3,952	7,537	9,395	9,432	14.9%	37	100.4%			
株式報酬費用	40	76	77	67	72	0.1%	5	107.5%			
賞与引当金繰入額	-	48	(75)	-	-	-	-	-			
退職給付費用	-	113	(7)	246	328	0.5%	82	133.3%			
支払手数料	470	2,340	2,497	3,483	3,824	6.0%	341	109.8%			
のれん償却費	86	110	687	1,320	1,334	2.1%	14	101.1%			
その他	1,723	3,538	7,898	9,135	11,624	18.4%	2,489	127.2%			
販売費及び一般管理費合計	7,451	14,429	22,892	21,841	39,214	62.0%	17,373	179.5%	8,546	11,523	59.1%
営業利益	4,324	5,539	12,005	13,745	(5,217)	-8.2%	(18,962)	-	(358)	(1,951)	-10.0%
受取利息配当金	4	23	948	178	51	0.1%	(127)	28.7%	13	13	0.1%
為替差益	-	-	530	243	2,814	4.4%	2,571	1158.0%	35	251	1.3%
その他	39	210	499	587	298	0.5%	(289)	50.8%	71	223	1.1%
営業外収益合計	44	234	1,979	1,010	3,166	5.0%	2,156	313.5%	120	489	2.5%
支払利息	13	24	164	219	164	0.3%	(55)	74.9%	41	46	0.2%
その他	31	262	113	1,183	168	0.3%	(1,015)	14.2%	16	75	0.4%
営業外費用合計	45	287	279	1,404	333	0.5%	(1,071)	23.7%	57	123	0.6%
経常利益	4,323	5,486	13,704	13,351	(2,385)	-3.8%	(15,736)	-	(294)	(1,585)	-8.1%
負ののれん発生益	6	29,444	294	1,060	14,573	23.0%	13,513	1374.8%	-	-	-
その他	376	473	349	840	908	1.4%	68	108.1%	11	12	0.1%
特別利益合計	385	29,919	645	1,902	15,482	24.5%	13,580	814.0%	11	12	0.1%
減損損失	49	48	283	429	782	1.2%	353	182.3%	62	1,066	5.5%
訴訟損失引当金繰入額	-	-	-	2,951	200	0.3%	(2,751)	6.8%	-	-	-
事業構造改善費用	-	-	158	27	908	1.4%	881	3363.0%	-	-	-
その他	42	36	85	155	188	0.3%	33	121.3%	86	106	0.5%
特別損失合計	94	86	528	3,564	2,080	3.3%	(1,484)	58.4%	150	1,175	6.0%
税金等調整前当期純利益	4,614	35,319	13,821	11,689	11,016	17.4%	(673)	94.2%	(434)	(2,747)	-14.1%
法人税等	1,372	703	581	(85)	679	1.1%	764	-	(161)	377	1.9%
少数株主損益調整前当期純利益	3,241	34,615	13,240	11,774	10,337	16.3%	(1,437)	87.8%	(273)	(3,124)	-16.0%
少数株主利益	8	114	(69)	629	194	0.3%	(435)	30.8%	121	(335)	-1.7%
当期純利益	3,233	34,500	13,309	11,145	10,143	16.0%	(1,002)	91.0%	(395)	(2,789)	-14.3%
営業利益	4,324	5,539	12,005	13,745	(5,217)	-8.2%	(18,962)	-	(358)	(1,951)	-10.0%
減価償却費	120	216	2,560	2,311	2,957	4.7%	646	128.0%	698	647	3.3%
のれん償却費	86	110	687	1,320	1,334	2.1%	14	101.1%	357	831	4.3%
EBITDA	4,530	5,865	15,252	17,376	(926)	-1.5%	(18,302)	-	697	(473)	-2.4%
◆ 主要指標	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	増減	2015/3-1Q	2016/3-1Q	増減		
営業収益増加率	2.2%	44.9%	127.2%	11.2%	2.2%	-9.0%	9.5%	22.4%	12.9%		
営業費用率	30.4%	18.5%	37.3%	42.5%	46.3%	3.7%	48.6%	50.9%	2.3%		
販管費率	44.1%	58.9%	41.1%	35.3%	62.0%	26.7%	53.7%	59.1%	5.5%		
営業総利益率	69.6%	81.5%	62.7%	57.5%	53.7%	-3.7%	51.4%	49.1%	-2.3%		
営業利益率	25.6%	22.6%	21.6%	22.2%	-8.2%	-30.4%	-2.2%	-10.0%	-7.8%		
経常利益率	25.6%	22.4%	24.6%	21.6%	-3.8%	-25.3%	-1.8%	-8.1%	-6.3%		
当期純利益率	19.1%	140.8%	23.9%	18.0%	16.0%	-2.0%	-2.5%	-14.3%	-11.8%		

出所: 有価証券報告書、決算短信及び決算説明資料を基にSQUADD作成

6-(2) BS 概況

◆現預金

M&A や債権購入等に投下した資金が弁済や売却等を通じ回収されてきており、2015 年 3 月末時点において現預金残高は 1,417 億円となった。当面は自社株買いに資金を投じる計画である。各年毎のキャッシュフローについては、P53「6-(3) キャッシュフロー概況」参照。

◆営業貸付金／銀行業における貸出金／割賦立替金

営業貸付金は、国内残高が武富士の消費者向事業承継直後の 2012 年 3 月をピークに減少している一方で、韓国での貸付会社及びキャピタル会社の買収に伴い海外残高が増加し、全社ベースでは 2013 年 3 月期以降、増加基調が続いている。

銀行業における貸出金は、2012 年 10 月の貯蓄銀行事業への参入に伴い 2013 年 3 月期より発生。2015 年 3 月期は、韓国スタンダードチャータード貯蓄銀行及び Mutiara 銀行の買収により、前期の 467 億円から 2,244 億円へと急増している。

割賦立替金はクレジットカード事業に係る債権であり、2015 年 1 月の KC カード事業の売却に伴い、2014 年 3 月末の 398 億円から 2015 年 3 月末には 14 億円へ大きく減少した。小規模ながら NUCS ブランドを承継し、JTトラストブランドでカード事業は継続しているため、割賦立替金はゼロにはなっていない。

◆有価証券及び営業投資有価証券

2014 年 3 月末の有価証券 108 億円のうち 100 億円は譲渡性預金であり、ライツ・オフリングにより調達した資金の一部を一時的に譲渡性預金として運用したものである。なお、有価証券残高はその後、2015 年 3 月末に 179 億円へ、2015 年 6 月末には 392 億円へと増加している。有価証券の大多数は国債・地方債であり、主に銀行業において貸付に回らなかった余剰資金の運用目的で保有しているものである。預貸率は 2015 年 3 月以降 78%程度の水準にあるが、貸出先の開拓により預貸率を改善し、国債等での運用を減らすのも今後の目標の一つである。

営業投資有価証券は子会社 JTRUST ASIA が保有する投資有価証券である。2014 年 3 月期までは「投資その他の資産」の「投資有価証券」に含めて開示していたが、同社が行う投資事業の重要性が今後増してくると判断し、2015 年 3 月期より、「流動資産」の「営業投資有価証券」として独立掲記している。営業投資有価証券のうち主なものは、2013 年 12 月に取得したインドネシアのマヤパダ銀行株式 (SGD 57M) 及び 2015 年 5 月に引き受けたタイ Group Lease 社の転換社債 (USD 30M) である。

◆有利子負債(銀行業における預金を除く)

「金融機関からの借入に依存しないキャッシュフロー経営」を基本としており、有利子負債の活用は必要最小限に抑えている。但し、2012 年 3 月期は武富士の分割対価の一部 (70 億円) 及び KC カードに対する債権及び同社株式の購入資金の一部 (150 億円) の合計 220 億円を藤澤氏がブリッジローンとして提供しており、有利子負債は前期の 160 億円から 430 億円へと増加している(その後、同氏からの借入は銀

行借入に借り換え)。

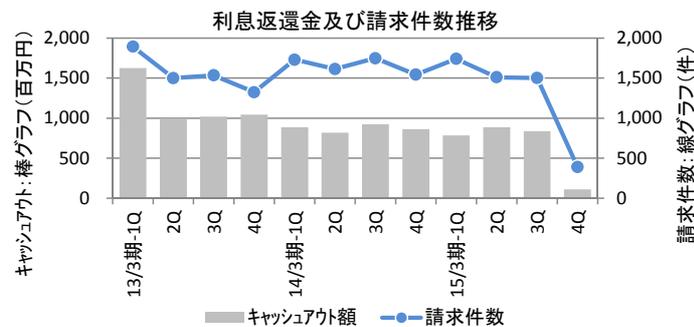
2014 年 3 月期は、2013 年 12 月にライツ・オフリングで調達した資金を活用し、㈱整理回収機構(RCC)に対する借入金等の債務 215.8 億円について期限前一括弁済を実施した(経過利息及び子会社分含む)。RCC からの借入は、Jトラストグループがかつて日本振興銀行㈱から受けた融資が、同行の破綻に伴い RCC へと移管されたものである。しかし、RCC からの借入は RCC を介して公的支援を受けているとの誤解を招くことから、期限前一括弁済に踏み切った。また、2014 年 3 月期に社債が長短合わせ約 45 億円増加しているが、これはハイキャピタル貸付の子会社化に伴い、同社が発行している私募債が連結対象となったことによるものである。

2016 年 3 月期第 1 四半期は、JT キャピタルを取得したこと等に伴い有利子負債残高は 2015 年 3 月末の 295 億円から約 130 億円増加し 423 億円となった。

上記の通り、部分的に M&A 資金として有利子負債を活用しているが、2013 年 3 月期に、現預金残高が有利子負債を超えて以降、ネット有利子負債はマイナス(現預金の方が多い状態)を維持している。

◆利息返還損失引当金

利息返還損失引当金は、直近の過払い実績から将来の発生見込みを考慮して計上しており、返還請求の収束に伴い、徐々に減少してきている。なお、2015 年 1 月の KC カード事業の譲渡により、割賦立替金に対する利息返還損失引当金がなくなり、引当金残高(長短合計)は 2014 年 3 月の 134 億円から 2015 年 3 月には 63 億円へと大きく減少した。また KC カード事業を譲渡した 2015 年 3 月期第 4 四半期以降、請求件数・利息返還金とも大幅に縮小しており、過払金請求に伴うリスクは軽減されたと言える。



出所: 決算説明資料を基にSQUADD作成

◆資本金・資本準備金

2013 年 7 月のライツ・オフリングによる資金調達(976 億円)により、資本金及び資本準備金は 2013 年 3 月末の計 86 億円から 2014 年 3 月末には計 1,065 億円へと増加、自己資本の充実に伴い、自己資本比率も約 29%から約 53%へと大きく改善した。なお、2015 年 3 月期に銀行 2 行を買収したことにより、銀行業における預金(負債)が急増したため、2015 年 3 月期以降、自己資本比率は約 35%程度で推移している。

単位:百万円

◆要約BS	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	構成比	対前年	対前年%	2015年6月	構成比	対前期末
現金及び預金	14,846	10,362	62,140	132,235	141,742	26.2%	9,507	107.2%	133,045	24.8%	(8,697)
商業手形	1,900	2,119	1,656	2,369	2,355	0.4%	(14)	99.4%	1,927	0.4%	(428)
営業貸付金	11,725	27,713	18,227	49,242	65,315	12.1%	16,073	132.6%	56,536	10.5%	(8,779)
銀行業における貸出金	-	-	48,210	46,701	224,401	41.5%	177,700	480.5%	219,512	40.9%	(4,889)
割賦立替金	1,443	65,024	48,133	39,776	1,395	0.3%	(38,381)	3.5%	1,560	0.3%	165
買取債権	4,008	2,310	2,529	2,527	8,647	1.6%	6,120	342.2%	8,655	1.6%	8
求償権	518	506	656	798	1,124	0.2%	326	140.9%	1,124	0.2%	0
有価証券	-	-	788	10,787	17,874	3.3%	7,087	165.7%	39,199	7.3%	21,325
営業投資有価証券	-	-	-	8,918	6,595	1.2%	(2,323)	74.0%	11,801	2.2%	5,206
商品及び製品	412	632	1,336	2,152	2,688	0.5%	536	124.9%	2,606	0.5%	(82)
仕掛品	153	682	355	418	515	0.1%	97	123.2%	911	0.2%	396
繰延税金資産	139	154	184	3,013	2,273	0.4%	(740)	75.4%	n.a.	n.a.	n.a.
未収入金	-	2,381	12,032	6,614	2,399	0.4%	(4,215)	36.3%	n.a.	n.a.	n.a.
その他	982	1,888	4,584	4,892	11,457	2.1%	6,565	234.2%	17,628	3.3%	6,171
貸倒引当金	(1,836)	(6,813)	(11,574)	(11,657)	(20,525)	-3.8%	(8,868)	176.1%	(24,384)	-4.5%	(3,859)
流動資産合計	34,293	106,963	189,262	298,790	468,260	86.6%	169,470	156.7%	470,126	87.6%	1,866
建物及び構築物	623	1,811	3,774	3,984	3,729	0.7%	(255)	93.6%	n.a.	n.a.	n.a.
アミューズメント施設機器	-	-	2,356	1,848	1,351	0.2%	(497)	73.1%	n.a.	n.a.	n.a.
土地	481	2,897	4,107	4,825	3,359	0.6%	(1,466)	69.6%	n.a.	n.a.	n.a.
その他	60	386	596	1,650	911	0.2%	(739)	55.2%	n.a.	n.a.	n.a.
有形固定資産合計	1,166	5,095	10,836	12,309	9,352	1.7%	(2,957)	76.0%	8,829	1.6%	(523)
のれん	344	805	5,761	5,694	41,438	7.7%	35,744	727.7%	38,633	7.2%	(2,805)
その他	111	315	1,003	2,939	5,664	1.0%	2,725	192.7%	4,880	0.9%	(784)
無形固定資産合計	455	1,120	6,764	8,633	47,102	8.7%	38,469	545.6%	43,513	8.1%	(3,589)
投資有価証券	547	515	678	118	3,171	0.6%	3,053	2687.3%	n.a.	n.a.	n.a.
長期貸付金	-	-	2,373	-	-	-	-	-	n.a.	n.a.	n.a.
長期営業債権	2,286	8,487	4,686	3,951	2,405	0.4%	(1,546)	60.9%	2,561	0.5%	156
その他	494	3,086	8,572	15,428	20,517	3.8%	5,089	133.0%	15,152	2.8%	(5,365)
貸倒引当金	(1,382)	(7,723)	(4,469)	(4,498)	(10,092)	-1.9%	(5,594)	224.4%	(3,349)	-0.6%	6,743
投資その他の資産合計	1,947	4,366	11,842	15,001	16,002	3.0%	1,001	106.7%	14,364	2.7%	(1,638)
固定資産合計	3,569	10,582	29,443	35,945	72,458	13.4%	36,513	201.6%	66,708	12.4%	(5,750)
資産合計	37,862	117,546	218,706	334,736	540,718	100.0%	205,982	161.5%	536,835	100.0%	(3,883)
有利子負債(短期)*	5,271	29,352	9,571	27,431	16,205	3.0%	(11,226)	59.1%	29,244	5.4%	13,039
銀行業における預金	-	-	73,194	77,142	287,452	53.2%	210,310	372.6%	282,045	52.5%	(5,407)
訴訟損失引当金	-	-	-	-	200	0.0%	200	-	-	0.0%	(200)
利息返還損失引当金	3,359	10,172	7,124	4,055	1,089	0.2%	(2,966)	26.9%	541	0.1%	(548)
事業整理損失引当金	-	1,107	95	28	905	0.2%	877	3232.1%	152	0.0%	(753)
その他	1,632	3,360	9,484	10,243	16,744	3.1%	6,501	163.5%	16,433	3.1%	(311)
流動負債合計	10,264	43,995	99,471	118,904	322,598	59.7%	203,694	271.3%	328,418	61.2%	5,820
社債*	-	-	-	1,875	2,241	0.4%	366	119.5%	2,124	0.4%	(117)
長期借入金*	10,814	13,670	30,487	14,454	11,009	2.0%	(3,445)	76.2%	10,906	2.0%	(103)
利息返還損失引当金	2,382	9,711	12,052	9,382	5,219	1.0%	(4,163)	55.6%	925	0.2%	(4,294)
債務保証損失引当金	203	290	4,017	441	422	0.1%	(19)	95.7%	375	0.1%	(47)
退職給付に係る負債**	-	9	16	197	414	0.1%	217	210.2%	1,093	0.2%	679
訴訟損失引当金	-	-	-	2,951	399	0.1%	(2,552)	13.5%	379	0.1%	(20)
その他	234	398	1,764	2,296	3,546	0.7%	1,250	154.4%	2,725	0.5%	(821)
固定負債合計	13,635	24,079	48,339	31,601	23,254	4.3%	(8,347)	73.6%	18,529	3.5%	(4,725)
負債合計	23,900	68,074	147,810	150,505	345,853	64.0%	195,348	229.8%	346,947	64.6%	1,094
資本金	4,496	4,530	4,625	53,578	53,604	9.9%	26	100.0%	53,611	10.0%	7
資本準備金	2,230	2,265	3,966	52,920	52,945	9.8%	25	100.0%	52,571	9.8%	(374)
利益剰余金	7,235	41,377	54,320	64,626	73,709	13.6%	9,083	114.1%	70,329	13.1%	(3,380)
自己株式	(72)	(72)	(194)	(197)	(197)	0.0%	0	100.0%	(197)	0.0%	0
株主資本合計	13,889	48,099	62,716	170,928	180,062	33.3%	9,134	105.3%	176,314	32.8%	(3,748)
その他の包括利益累計額	5	(32)	908	6,335	7,972	1.5%	1,637	125.8%	7,469	1.4%	(503)
新株予約権	52	103	140	117	167	0.0%	50	142.7%	180	0.0%	13
少数株主持分	14	1,300	7,130	6,848	6,663	1.2%	(185)	97.3%	5,922	1.1%	(741)
純資産合計	13,961	49,471	70,895	184,230	194,865	36.0%	10,635	105.8%	189,887	35.4%	(4,978)
負債純資産合計	37,862	117,546	218,706	334,736	540,718	100.0%	205,982	161.5%	536,835	100.0%	(3,883)

* 次ページ「有利子負債内訳参照」

出所：有価証券報告書及び決算短信を基にSQUADD作成

単位: 百万円

◆利息返還損失引当金	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	構成比	対前年	対前年%	2015年6月	構成比	対前期末
短期	3,359	10,172	7,124	4,055	1,089	17.3%	(2,966)	26.9%	541	36.9%	(548)
長期	2,382	9,711	12,052	9,382	5,219	82.7%	(4,163)	55.6%	925	63.1%	(4,294)
合計	5,742	19,883	19,176	13,438	6,308	100.0%	(7,130)	46.9%	1,466	100.0%	(4,842)
(対象債権別)											
営業貸付金等	5,742	4,150	8,438	6,833	6,308	100.0%	(525)	92.3%	1,466	100.0%	(4,842)
割賦立替金	-	15,733	10,738	6,605	0	0.0%	(6,605)	0.0%	0	0.0%	0
合計	5,742	19,883	19,176	13,438	6,308	100.0%	(7,130)	46.9%	1,466	100.0%	(4,842)

◆不良債権等の状況 (2015年3月)	日本保証	JT親愛貯蓄銀行	JT貯蓄銀行	JTキャピタル	TA資産管理 貸付	Jトラスト インドネシア 銀行	その他/ 調整等	連結
貸付残高*	9,599	120,342	25,692	44,649	6,438	76,089	11,641	294,450
不良債権残高(グロス)	3,006	10,341	4,252	9,625	5,074	9,313	1,216	42,827
貸倒引当金**	(756)	(8,012)	(1,512)	(1,504)	(3,781)	(5,913)	(590)	(22,068)
不詳債権簿価(ネット)	2,250	2,329	2,740	8,121	1,293	3,400	626	20,759
不良債権比率(グロス)	31.3%	8.6%	16.5%	21.6%	78.8%	12.2%	-	14.5%
不良債権比率(ネット)	23.4%	1.9%	10.7%	18.2%	20.1%	4.5%	-	7.1%

◆不良債権等の状況 (2015年6月)	日本保証	JT親愛貯蓄銀行	JT貯蓄銀行	JTキャピタル	TA資産管理 貸付	Jトラスト インドネシア 銀行	その他/ 調整等	連結
貸付残高*	8,760	115,996	28,332	42,803	6,187	73,105	5,332	280,515
不良債権残高(グロス)	2,893	10,301	3,906	3,338	5,061	8,275	3	33,777
貸倒引当金**	(843)	(8,029)	(1,542)	(1,049)	(3,854)	(6,127)	(160)	(21,604)
不詳債権簿価(ネット)	2,050	2,272	2,364	2,289	1,207	2,148	(157)	12,173
不良債権比率(グロス)	33.0%	8.9%	13.8%	7.8%	81.8%	11.3%	-	12.0%
不良債権比率(ネット)	23.4%	2.0%	8.3%	5.3%	19.5%	2.9%	-	4.3%

*貸付残高=商業手形+営業貸付金+銀行業における貸出金+長期営業債権(割賦立替金除く)

**貸付残高に対する貸倒引当金

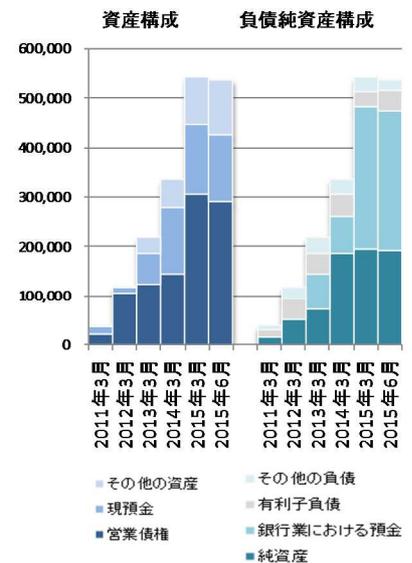
◆主要指標	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	2015年6月
有利子負債	16,085	43,022	40,058	43,760	29,455	42,274
現金及び預金	14,846	10,362	62,140	132,235	141,742	133,045
ネット有利子負債	1,239	32,660	(22,082)	(88,475)	(112,287)	(90,771)
流動比率	334.1%	243.1%	190.3%	251.3%	145.2%	143.1%
自己資本比率	36.7%	40.9%	29.1%	53.0%	34.8%	34.2%
D/Eレシオ(倍)*	1.15	0.87	0.57	0.24	0.15	0.22
有利子負債/EBITDA(倍)	3.55	7.34	2.63	2.52	-	-
ROA	8.5%	44.4%	7.9%	4.0%	2.3%	-
ROE	26.0%	111.4%	23.8%	9.3%	5.6%	-
預貸率	-	-	65.9%	60.5%	78.1%	77.8%

*D/Eレシオ=有利子負債/純資産

◆有利子負債内訳	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	2015年6月
割引手形	1,291	1,776	1,500	2,173	2,226	1,877
1年内償還予定の社債	2,465	-	-	2,610	130	251
短期借入金	-	3,039	3,062	6,225	7,862	20,882
株主等からの短期借入金	-	22,000	-	-	-	-
1年内返済予定の長期借入金	1,515	2,537	5,009	16,423	5,987	6,234
短期合計	5,271	29,352	9,571	27,431	16,205	29,244
社債	-	-	-	1,875	2,241	2,124
長期借入金	10,814	13,670	30,487	14,454	11,009	10,906
長期合計	10,814	13,670	30,487	16,329	13,250	13,030
合計	16,085	43,022	40,058	43,760	29,455	42,274

◆有利子負債返済予定 (2015年3月)	1年内	1年超 2年以内	2年超 3年以内	3年超 4年以内	4年超 5年以内	5年超	合計
割引手形	2,226	-	-	-	-	-	2,226
1年内償還予定の社債	130	-	-	-	-	-	130
短期借入金	7,862	-	-	-	-	-	7,862
1年内返済予定の長期借入金	5,987	-	-	-	-	-	5,987
社債	-	239	100	70	30	1,802	2,241
長期借入金	-	5,062	2,478	1,689	701	1,077	11,009
合計	16,205	5,301	2,578	1,759	731	2,879	29,455
構成比	55.0%	18.0%	8.8%	6.0%	2.5%	9.8%	100.0%

出所: 有価証券報告書、決算短信及び決算説明資料を基にSQUADD作成



6-(3) キャッシュフロー 一 概 況

◆営業活動による CF

貸倒引当金繰入額(販管費)や負ののれん発生益(特別利益)など、キャッシュアウト/キャッシュインを伴わない損益項目が大きいため、利益と営業 CF はあまり連動していない。また、M&A 等に伴う営業資産の増減が激しいため、年度ごとの営業 CF の変動が大きい。特に、2012 年 3 月期は、税前利益 353 億円/営業利益 55 億円に対し、営業 CF はマイナス 165 億円と大きく乖離している。これは KC カードの買収に伴う負ののれん発生益 294 億円の計上や、KC カードに対する楽天(株)の債権購入支出 370 億円が営業 CF に含まれている点が影響している。また、2015 年 3 月期は、営業利益マイナス 52 億円に対し、営業 CF は 155 億円となっているが、銀行 2 行の買収により、銀行業における預金(負債)の増加が銀行業における貸出金(資産)の増加より大きく、差引ベースで約 160 億円負債が増加したこと等がその要因である。

◆投資活動による CF

投資活動による CF は M&A 時の株式等の取得支出が大半を占める。2012 年 3 月期の「吸収分割による支出」169 億円は武富士、2014 年 3 月期の「子会社株式等取得による支出」147 億円はハイキャピタル貸付及びケージェイアイ貸付金融、2015 年 3 月期の 344 億円は Mutiara 銀行分である。

なお、2013 年 3 月期に発生している「事業譲受による収入」408 億円は、韓国の未来貯蓄銀行の資産/負債譲受時に引き継いだ現預金であり、2015 年 3 月期の「事業譲渡による収入」273 億円は KC カード事業売却に伴う収入である。

◆財務活動による CF

BS 概況で触れた通り、基本スタンスとしては、借入金は圧縮、必要資金は自己資金で賄う方針であり、2014 年 3 月期のライツ・オフリングによる資金調達(976 億円)を活用し、(株)整理回収機構(RCC)からの借入金等の債務(215.8 億円)を一括弁済している。また 2015 年 3 月期も長期借入金を 326 億円返済している。

◆現金及び現金同等物

M&A や債権購入等に投下した資金が弁済や売却等を通じ回収されてきており、2015 年 3 月末時点において現金及び現金同等物は 1,180 億円となった。ここから有利子負債残高 295 億円を差し引いても約 885 億円を手許に有していることになる。

同社としても手許資金の有効活用を課題として認識しており、海外事業の拡大に手許資金を投じることも視野に入っているが、当面は自社株買いにより株主価値の最大化を目指す方針である(P16 参照)。

なお、キャッシュフロー計算書上の現金及び現金同等物と貸借対照表上の現預金に差があるが、両者の関係は下表の通りである。

	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
現金及び預金勘定	14,846	10,362	62,140	132,235	141,742
有価証券勘定に含まれる譲渡性預金		-	-	10,000	-
担保に供している預金	(397)	(747)	(2,101)	(1,886)	(1,764)
預入期間が3ヶ月を超える定期預金等	(300)	(205)	(503)	(423)	(3,388)
使途制限付預金*	-	-	(3,246)	(8,575)	(18,528)
現金及び現金同等物	14,148	9,410	56,288	131,349	118,060

* 銀行子会社が各国の規制に基づき支払準備資産等として預けている預金

単位:百万円
出所:有価証券報告書

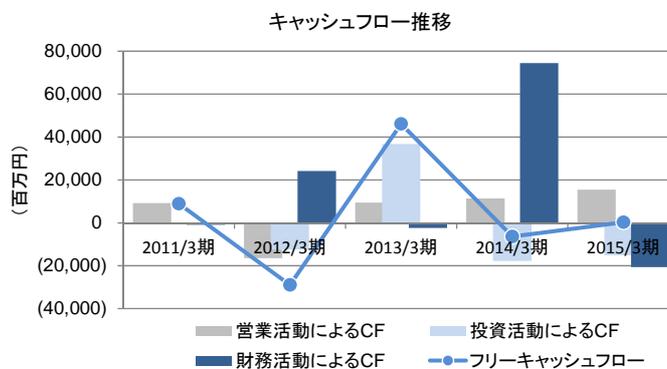
単位: 百万円

◆要約CF	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
税金等調整前当期純利益	4,614	35,319	13,821	11,689	11,016
減価償却費	120	216	2,560	2,311	2,957
のれん償却費	86	110	687	1,320	1,334
負ののれん発生益	-	(29,444)	(294)	(1,060)	(14,573)
貸倒引当金の増減及び貸倒償却額	1,547	4,665	5,387	2,117	3,014
営業債権の増減	4,123	20,407	22,509	10,883	9,645
銀行業における貸出金の増減	-	-	(25,392)	6,601	(43,878)
銀行業における預金の増減	-	-	2,311	(10,612)	60,271
関係会社貸付金の譲受による支出	-	(37,000)	-	-	-
その他	(429)	(9,109)	(10,882)	(9,611)	(11,918)
法人税等の支払額	(828)	(1,654)	(1,324)	(2,206)	(2,411)
営業活動によるCF	9,234	(16,489)	9,378	11,434	15,452
設備投資(純)	384	977	(2,283)	(4,244)	(4,927)
投資有価証券の取得による支出	(506)	-	(117)	(1)	(1,398)
子会社株式等の取得による支出(純)	81	3,363	(6,481)	(14,662)	(34,436)
吸収分割による支出	-	(16,894)	-	-	-
事業譲受による収入	-	-	40,766	-	-
事業譲渡による収入	-	-	-	-	27,327
その他	(269)	129	4,878	1,129	(1,715)
投資活動によるCF	(310)	(12,424)	36,764	(17,775)	(15,148)
フリーキャッシュフロー	8,924	(28,913)	46,142	(6,341)	304
短期借入金/手形割引(純)	(291)	20,618	(2,920)	1,842	887
長期借入れによる収入	800	5,791	7,293	5,543	17,004
長期借入金の返済による支出	(1,094)	(1,924)	(6,533)	(28,668)	(32,642)
社債の償還による支出	-	-	(33)	-	(4,742)
株式発行	-	-	-	96,602	-
配当金の支払額	(356)	(361)	(372)	(922)	(1,338)
その他	34	44	124	68	238
財務活動によるCF	(908)	24,165	(2,441)	74,464	(20,593)
換算差額	-	10	1,090	6,938	7,000
ネットキャッシュフロー	8,016	(4,738)	44,792	75,061	(13,288)
現金及び現金同等物期首残高	6,131	14,148	9,410	56,288	131,349
株式交換に伴う増減	-	-	2,085	-	-
現金及び現金同等物期末残高	14,148	9,410	56,288	131,349	118,060

(参考) 営業活動によるCFとEBITDAの比較

営業利益	4,324	5,539	12,005	13,745	(5,217)
減価償却費及びのれん償却費	206	326	3,247	3,631	4,291
EBITDA	4,530	5,865	15,252	17,376	(926)
営業活動によるCF	9,234	(16,489)	9,378	11,434	15,452
営業活動によるCF - EBITDA	4,704	(22,354)	(5,874)	(5,942)	16,378

出所: 有価証券報告書を基にSQUADD作成



7. 経営計画・成長戦略及び SWOT 分析

7-(1) 経営計画及び成長戦略

3 年後に営業収益約 1,400 億円、ROE 10%の達成を目指す

◆ビジネスモデルは「狩猟型」から「農耕型」へとシフト

2015 年 5 月に、藤澤体制となって以降、初めてとなる中期経営計画(2016 年 3 月期～2018 年 3 月期)を公表した。JTトラストは、今後の世界経済や日本経済の変化を先取りして、事業の転換を図っていくことが不可欠と考えており、大きな経済成長が期待できるアジア地域を中心に事業の拡大を図り、そのネットワーク化によるシナジー効果が最大限に発揮できるよう事業展開を行っていくことを課題として認識している。その課題達成に向け、「既成概念にとらわれないファイナンシャルサービスを提供する企業体を目指す」というグループビジョンの下、本中期経営計画は策定された。

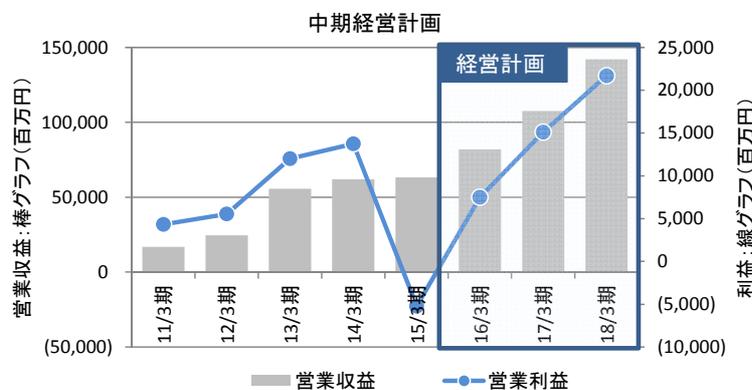
数値目標としては、2016 年 3 月期は 2015 年 3 月期実績(営業収益 633 億円)対比約 3 割増の営業収益 819 億円、3 年後の 2018 年 3 月期には約 2.2 倍の 1,421 億円を掲げている。営業利益は、2015 年 3 月期は韓国事業での貸倒引当金の追加計上等により 52 億円の赤字となったが、2016 年 3 月期は、営業利益 75 億円(ROE 2.5%)、2018 年 3 月期には 217 億円(ROE 10%)の達成を目指す。

なお、JTトラストは、2015 年 3 月期までを「債権買取や M&A を中心に事業拡大を進めてきた 1st ステージ」、2016 年 3 月期以降は、「海外銀行業を中心に持続的な利益拡大を目指す 2nd ステージ」と考えており、ビジネスモデルは「狩猟型」から「農耕型」へと転換、成長ドライバーも日本から韓国・東南アジアへとシフトしていく。

◆中期経営計画

単位:百万円	債権買取/M&A中心の事業拡大						中期経営計画 持続的な利益拡大		
	2008/3期	2011/3期	2012/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期
営業収益	3,201	16,908	24,508	55,683	61,926	63,281	81,900	107,500	142,100
営業利益	23	4,324	5,539	12,005	13,745	(5,217)	7,500	15,100	21,700
営業利益率	0.7%	25.6%	22.6%	21.6%	22.2%	-8.2%	9.2%	14.0%	15.3%
対前期増収率*	-35.6%	2.2%	44.9%	127.2%	11.2%	2.2%	29.4%	31.3%	32.2%
対15/3期増収率*	-	-	-	-	-	-	29.4%	69.9%	124.6%
EPS**	1.8	54.3	576.0	214.4	109.7	85.9	40	116	164
ROE	1.5%	26.0%	111.4%	23.8%	9.3%	5.6%	2.5%	7.0%	10.0%

* 2016年3月期よりIFRSの任意適用を予定しているため、会社計画はIFRSに基づいた計画値である。2015年3月期までは日本基準を適用しているため、「対15/3期増収率」及び2016/3期の「対前期増収率」は参考値である。
 **2012年6月1日に普通株式1株を2株とする株式分割を実施。EPSは当該株式分割に伴う影響を加味し、遡及修正を行った場合の数値。
 出所:有価証券報告書及び中期経営計画を基にSQUADD作成



出所:有価証券報告書及び中期経営計画を基にSQUADD作成

◆韓国金融及び東南アジア金融事業がコア事業へ

セグメント別に見ると、「国内金融」「総合エンターテインメント」「不動産」はほぼ横ばいから微減を想定しており、「韓国金融」「東南アジア金融」の拡大により、増収増益を達成する計画である。収益構成は大きく変容し、3 年後の 2018 年 3 月期には国内金融は現在の約 3 割から約 1 割へ減少、韓国事業が約 3 割から約 4.5 割へ、東南アジア事業がゼロから約 2 割へ増加する見込みである。

◆セグメント別実績及び計画

単位:百万円

◆営業収益	実績		実績	計画	計画	計画
	2013/3期	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期
国内金融	33,186	25,193	18,731	11,100	11,100	11,500
韓国金融*	2,793	13,214	19,857	30,000	40,800	63,200
東南アジア金融	-	-	-	12,000	22,900	30,300
総合エンターテインメント	13,484	16,510	15,075	15,000	14,900	14,800
不動産	4,285	4,970	5,821	6,500	7,100	8,000
その他	1,933	2,037	3,795	3,500	7,000	10,200
投資	-	-	-	500	2,200	3,000
調整等	-	-	-	3,300	1,500	1,100
全社営業収益	55,683	61,926	63,281	81,900	107,500	142,100

* 2013年3月期～2015年3月期の数値は海外事業の金額

◆営業利益	実績		実績	計画	計画	計画
	2013/3期	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期
国内金融	12,293	11,435	1,852	3,200	4,000	4,400
韓国金融*	(336)	3,046	(5,811)	2,500	5,500	8,300
東南アジア金融	-	-	-	1,500	3,200	5,300
総合エンターテインメント	250	951	483	1,100	1,100	1,100
不動産	270	496	402	500	600	700
その他	169	70	(69)	(200)	200	500
投資	-	-	-	(200)	1,500	2,300
調整等	(642)	(2,255)	(2,075)	(900)	(1,000)	(900)
全社営業利益	12,005	13,744	(5,217)	7,500	15,100	21,700

* 2013年3月期～2015年3月期の数値は海外事業の金額

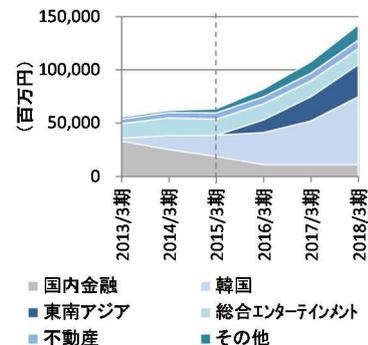
◆収益構成	国内	韓国	東南アジア	総合エンターテインメント	不動産	その他	投資等	合計
2015年3月期	29.6%	31.4%	-	23.8%	9.2%	6.0%	-	100.0%
2018年3月期	8.1%	44.5%	21.3%	10.4%	5.6%	7.2%	2.9%	100.0%

出所: 有価証券報告書及び中期経営計画を基にSQUADD作成

セグメント別経営計画値



営業収益(実績～計画)



出所: 有価証券報告書及び中期経営計画を基にSQUADD作成

＜韓国事業計画＞

政策的に、消費者向け貸付の貯蓄銀行への集約が進められるなど、ビジネス環境的には好機にある

◆韓国金融：利益体質への転換は完了、営業資産の積み上げがカギ

韓国金融事業の3年後の営業収益目標は632億円(2015年実績対比 約3.2倍)に設定されている。632億円の営業収益達成には営業資産(貸付金等)の積み上げが不可欠であり、現状約2,000億円弱の営業資産を4,000億円まで拡大するという計画を立てている。統計上も韓国の家計負債(住宅ローン含む)はCAGR約7%のスピードで拡大が続いている(P23参照)。但し、近年の急速な家計負債拡大を懸念する声もあり、金融政策如何によっては、状況が一変する可能性もゼロではない。一方で、金融当局がキャピタル会社の消費者向け貸付比率の上限を50%から20%へと引き下げるなど、他業態から貯蓄銀行へと消費者向け貸付のシフトが進んできており、このタイミングでいかに貸出金を積み上げられるかも今後を左右する要因となる。加えて、上限金利の引き下げが進むにつれ、資金調達を借入金に依存している貸付会社等は厳しい状況に陥りつつあり、かつ政府も第3金融圏(貸付会社等の非制度金融)を縮小する方向で動いていることから、貸付会社から貯蓄銀行へのシフトが加速する可能性もある。

貸出金の質の面では、JTキャピタル経由で信用等級1~5等級の優良顧客を獲得し、平均等級を現行の6.8等級から5.8等級まで引き下げるとともに、大企業向け・有担保ローン及び政府保証付きローンといった貸倒れリスクの低い債権の割合を55%程度で維持することにより、貸し出しポートフォリオの安定化を図る。また、インドネシア事業とのシナジーを活かし、インドネシアに進出している韓国企業(約830社)への融資も戦略的に実行していく方針である。

韓国事業は、貸倒引当金戻入等の特殊要因を除くと、本四半期に四半期ベースで初めて黒字化を達成するなど、ようやく今後の飛躍へむけた事業基盤が固まった段階にある。利益体質への転換は図れたことから、今後どの程度貸出金を積み上げられるかが、計画達成の成否を左右する。

◆韓国金融：目標数値

		実績 2015年3月	四半期実績 2015年6月	計画 [*] 2016年3月	計画 [*] 2018年3月
営業収益	(百万円)	19,857	7,412	30,000	63,200
営業利益	(百万円)	(5,811)	15	2,500	8,300
営業利益率	(%)	-29.3%	0.2%	8.3%	13.1%
営業資産*	(百万円)	190,700	196,351	250,000	400,000
平均貸出金利*	(%)	n.a.	18.0%	14.9%	n.a.
平均預金金利*	(%)	n.a.	2.9%	2.8%	n.a.
純利轄*	(%)	n.a.	9.6%	10.1%	n.a.
消費者ローン残高	(億ウォン)	9,000	7,980	n.a.	18,000
信用等級(平均)	(等級)	6.9	6.8	n.a.	5.8
顧客当たり獲得コスト	(万ウォン)	60	67	n.a.	30
大企業向け、有担保ローン、 政府保証付きローンのポート フォリオ比率	(%)	50%	56%	n.a.	55%
	(億ウォン)	9,000	9,969	n.a.	22,000

*IFRS基準、平均貸出金利/平均預金金利/純利轄は貯蓄銀行2行の加重平均

参考:1ウォン=約0.1円

出所:中期経営計画及び決算説明資料

＜東南アジア事業計画＞

2016 年 3 月期は基盤固めの 1 年

◆東南アジア金融:2016 年 3 月期は収益構造改革を重点的に推進

JTrust Indonesia 銀行は 2014 年 11 月に買収したばかりであり、2016 年 3 月期は今後の安定成長へ向けた基盤固めの 1 年となる見込みである。営業収益としては、初年度 120 億円、3 年後に 303 億円の達成を目指す。

2016 年 3 月期は、割高な預金金利の引き下げ、普通・当座預金比率 (CASA 比率) の改善による利鞘の拡大、不良債権処理による財務体質の強化を重点的に進め、収益構造改革を早期に完了させる予定である (P42 参照)。通期目標利益 15 億円達成へ向け、日本国内の保証事業で提携している金融機関と連携し、インドネシアに進出している日系企業への営業を強化するなど様々な施策を講じているが、2016 年 3 月期は不良債権の担保不動産の処分による利益も見込んでおり、不良債権の回収益と合わせて目標数値の達成を目指している。

3 年後の数値目標としては、①中小事業者向けローン 3 倍 (3.8 兆ルピア⇒13 兆ルピア)、②マルチファイナンス 2 倍 (2.4 兆ルピア⇒5.2 兆ルピア)、③海外向け貸付残高 (0.7 兆ルピア⇒2.1 兆ルピア) を設定している。東南アジア地域は日本や韓国と比較すると、いわゆる消費者金融と言われる業態は定着しておらず、個人や中小事業者向けローンの市場拡大余地は大きい。また、現在 32 のマルチファイナンス会社と提携関係にあるが、提携先との連携強化、提携先の拡大を通じ、貸付残高の拡大を推進していく。

◆東南アジア金融：目標数値

	実績 2015年3月	四半期実績 2015年6月	計画* 2016年3月	計画* 2018年3月
営業収益 (百万円)	-	3,227	12,000	30,300
営業利益 (百万円)	-	(2,519)	1,500	5,300
営業利益率 (%)	-	-78.1%	12.5%	17.5%
営業資産* (百万円)	76,000	77,102	109,500	215,200
平均貸出金利* (%)	n.a.	10.0%	12.7%	n.a.
平均預金金利* (%)	8.9%	8.4%	8.2%	7.0%
純利鞘* (%)	n.a.	0.4%	4.5%	n.a.
中小事業者向けローン (兆ルピア)	3.8	3.7	n.a.	13.0
マルチファイナンス (兆ルピア)	2.4	2.7	n.a.	5.2
普通・当座預金比率 (%)	10.3%	14.7%	n.a.	29.2%
海外企業への貸付残高 (兆ルピア)	0.7	1.1	n.a.	2.1
手数料収入額 (兆ルピア)	0.09	0.03	n.a.	0.25

*IFRS基準

出所：中期経営計画及び決算説明資料

参考：1ルピア＝約0.009円

7-(2) SWOT 分析 及びリスク要因

＜強み＞

強みである「債権回収のノウハウ」は、国内のみならず、韓国・インドネシア事業も支える基盤として機能

◆金融機関としてのブランド力・知名度の向上が課題

次に、同社の SWOT について検討する (下表参照)。

✓ 強み (Strengths)

JTrust の強みの 1 つとして、無担保ローンの債権回収ノウハウが挙げられる。先でも触れた通り、同社は多数の M&A を経ているという会社の変遷から、各社が持っていた長所を取り入れた独自の回収ノウハウを有している (P28 参照)。債権回収ノウハウは、国内のみならず、個人向け無担保ローン等を展開している韓国やインドネシア事業でも活かされており、JTrust の成長を支える基盤として機能している。

また、スピーディーな事業展開も同社の強みと考えられる。2008 年の TOB から約 7

＜弱み＞

金融機関としての「ブランド力・知名度」の低さや「コアビジネスの変転」は同社の実態の見えにくさの一因

＜機会／脅威＞

東南アジア地域の成長性は成長機会である一方韓国経済の不透明感は懸念材料

年で総資産を 100 億円程度から 5,000 億円超にまで拡大できたのは、好機を逃さず資金を投じた実行力・判断力の賜物である。かつ、スピーディーな事業展開ゆえ国内外問わず複数の買収案件を実行しており、これら M&A により蓄積された経験・ノウハウも Jトラストの財産となっている。また、無担保ローン事業や介護事業など、成長余地が乏しい、ないしは不採算事業である場合には早期に撤退するなど決断の早さも評価できる。

また、コンプライアンス水準の高さも強みであり、特に金融当局の管理・監督が厳格な銀行業等の金融事業への参入にあたっては、コンプライアンスがチェックされるケースが多く、同社の強固なコンプライアンス体制は M&A 実行にあたって有利に働いている。

✓ 弱み(Weaknesses)

対して、弱みとしては、国内でのブランド力・知名度の低さが挙げられる。国内では武富士のスポンサーとなったことにより注目される機会も増えたが、やはり大手金融機関との比較では、ブランド力・知名度は劣る。但し、韓国やインドネシアを中心とする東南アジア地域では、頻繁にメディアに取り上げられるなど、同社の知名度は高く、その点が国内に十分に浸透していないのは惜しいところである。なお、東証 2 部から東証 1 部への指定替えも検討しているところであるが、東証 1 部への指定替えは投資家層の拡大のみならず、企業の信用力の面でもプラスに働くと考えられる。

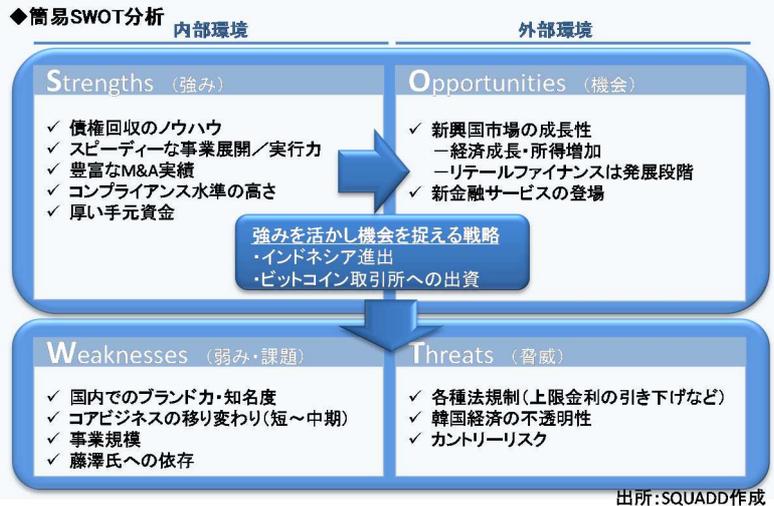
また、強みの裏返しともなるが、コアビジネスが短期～中期で変転している点も指摘できる。営業収益は拡大を続けているものの、その時々に応じて主たる収益源が切り替わっており、ビジネスや業績が安定していないとの印象を受ける。2016 年 3 月期以降当面は韓国及び東南アジア事業が主力事業となる方向にはあるものの、5 年後、10 年後にどのような企業グループになっているのか、将来像が見えにくい点も懸念の一つである。この点については、どのようなビジョンを描いているのか、どのような企業グループを目指すのか等についての積極的な情報発信を期待したい。

✓ 機会(Opportunities)／脅威(Threats)

機会と考えられるのは、東南アジア市場の潜在力の高さである。インドネシアに限らず、東南アジア諸国の経済は急速な発展を遂げている。経済規模の拡大のみならず、所得水準の向上等に伴い、金融サービスの成熟化が進むと考えられる。特にコンシューマーファイナンスは、需要は強いが市場が未成熟な分野であり、東南アジアでのリテールファイナンスは将来有望な事業であると言える。また、シンガポールに拠点を有したことで、東南アジア各国から M&A の話を持ちかけられる機会が増えてきているとのことであり、案件を選別しながら更なる事業規模の拡大を狙う。

対して、やや懸念されるのが、韓国経済の不透明感である。近年、チャイナショックや円安／ウォン高により輸出が減少し、外需への依存度が高い韓国経済は減速を余儀なくされている。家計負債は増加基調にあるが、経済成長を伴わない家計負債の肥大化は景気の悪循環を招きかねない。景気悪化に歯止めがかからず、可処分

所得が減少し、多重債務者問題等が深刻化した場合は、上限金利の引き下げなどが実施される可能性もゼロではない。但し反面で、経営破綻に陥る金融機関が増えた場合、M&A の機会が増えるというメリットもあり、バランスを見ながら事業展開していくことになろう。また、韓国金融当局との関係は良好とのことであるが、昨今の日韓関係の冷え込みもやや懸念される。



8. 競争環境

8-(1) 国内 信用保証競争環境

◆無担保ローン保証はメガバンク系 2 強の構図

次に、主な事業領域ごとの競争環境について触れる。

国内無担保ローン保証は、SMBC コンシューマーファイナンス及びアコムの子会社のメガバンク系 2 社の独走状態にある。自行のみならず地域金融機関との提携を拡大することにより、残高を積み上げてきている。なお、全国保証(株)は住宅ローン保証に特化している企業であり、信用保証残高も約 9 兆円とケタが違う。また、全国保証(株)が対象とするローンは他社とは、質が異なるため、保証料率は低い。

信用保証残高のみをみると、JTトラストの数値はやや見劣りするが、アパートローンなど特定領域に特化することで、安定的なシェア確保を目指す。

◆国内金融：競合他社概要（2015年3月期）

単位：百万円

証券コード	会社名	概要	全社			対象セグメント		営業債権* (除海外)	信用保証 収入	信用保証 残高
			売上	営業利益	総資産	売上	営業利益			
8508	Jトラスト(株)	省略	63,281	(5,217)	540,718	18,731	1,852	11,769	2,443	36,712
非上場	SMBCコンシューマーファイナンス(株)	営業ブランド名は「プロミス」、2011年にSMBCによるTOBが実施され、2012年にSMFGの完全子会社となった。無担保保証業界最大手。	228,321	16,488	1,102,879	195,733	7,025	906,109	47,311	915,351
8572	アコム(株)	消費者金融大手の一角。2008年、三菱UFJFGの連結子会社となった。三菱UFJグループ内の信用保証事業はアコムに集約。	219,289	14,073	1,190,368	176,250	3,507	777,307	36,260	861,212
8515	アイフル(株)	独立系消費者金融業者。2009年に事業再生ADRを申請。2015年8月、返済を猶予されていた借入金527億円をに前倒しで完済。	86,352	(39,562)	560,323	86,352	(39,562)	434,349	11,381	73,874
7164	全国保証(株)	独立系の住宅ローン保証最大手。厚生年金転貸住宅資金融資制度の信用保証を目的とする会社として1981年に設立。	29,507	22,380	213,970	29,507	22,380	-	29,413	9,159,733
8772	(株)アサックス	不動産担保融資を主体に事業を展開。	5,549	3,628	65,919	5,549	3,628	63,167	n.a.	6,627

* 営業債権 = 営業貸付金 + 割賦立替金

出所：各社IR資料等を基にSQUADD作成

8-(2) 韓国
貯蓄銀行競争環境

延滞率の低さは首位の SBI 貯蓄銀行に勝るが、預貸率の改善が課題

◆貯蓄銀行最大手は SBI 貯蓄銀行、延滞率の低さは JT トラストの魅力であるが、預貸率は平均以下

2014 年末現在、韓国預金保険公社に加盟している貯蓄銀行は 81 行あり、保険対象預金総額は 32 兆ウォンとなっている。商業銀行(56 行)の保険対象預金総額 970 兆ウォンと比較すると、規模は小さいが、個人及び中小事業者向けの与信の出し手として一定の存在感を示している(P23 参照)。

貯蓄銀行首位は、SBI ホールディングスの子会社 SBI 貯蓄銀行で、預金残高 3.3 兆円(推定シェア 10%)と貯蓄銀行の中では頭一つ抜けている。第 2 位は HK 貯蓄銀行、第 3 位に JT 親愛貯蓄銀行(2 行合算ベース)がランクしている。なお、第 2 位の HK 貯蓄銀行の筆頭株主は韓国最大の PE ファンド MBK パートナーズ系のファンド(約 78%保有)であるが、2015 年に入り、保有株式の売却プロセスに入ったとのニュースも出ている。

SBI 貯蓄銀行(旧 現代スイス貯蓄銀行)は、2013 年の増資引受により、SBI ホールディングスの子会社となり、2014 年に傘下の 3 行と合併し誕生した。大口融資に集中していた従来の事業戦略を転換し、個人向け・法人向けともに、融資の小口化を推進している。また、商品多様化の一環として、自動車ローンを展開する予定もある。さらにはオンライン銀行化を進める計画であり、将来の IPO も視野に事業規模の拡大に努めている。なお、SBI の買収当初 50%台にあった延滞率は、2015 年 3 月期には約 27%にまで低下してきているが、債権の質の面では、JT トラストに軍配があがる(JT 親愛貯蓄銀行 2015 年 6 月の延滞率:約 12%)。一方で、預貸率を見ると、JT 親愛貯蓄銀行は 74%(2 行平均)と SBI 貯蓄銀行(92%)のみならず、他行と比較しても低い水準にあることから、預貸率の改善が当面の課題となる。

◆貯蓄銀行資産規模ランキング(2014年12月)

単位：兆ウォン

日系	Rank	貯蓄銀行	総資産	預金	貸付金	預貸率	店舗数
○	1	SBI貯蓄銀行	3.82	3.30	3.05	92.5%	20
	2	HK貯蓄銀行	2.00	1.74	1.95	112.0%	19
○	3	JT親愛貯蓄銀行+JT貯蓄銀行	1.48	1.32	0.98	74.2%	19
	4	韓国投資貯蓄銀行	1.43	1.12	1.34	119.6%	12
	5	モア貯蓄銀行	1.39	1.27	1.15	90.6%	6
(○)	6	JT親愛貯蓄銀行	1.14	1.05	0.72	68.8%	15
	6	ドンブ貯蓄銀行	1.10	0.87	0.67	76.7%	9
	7	ハナ貯蓄銀行	1.07	0.89	0.88	99.7%	11
	8	シンアン相互貯蓄銀行	0.92	0.83	0.82	99.3%	1
	9	プルン相互貯蓄銀行	0.91	0.70	0.77	109.2%	5
		:	:	:	:	:	:
(○)		JT貯蓄銀行	0.34	0.27	0.26	94.7%	4
上位9行計			14.12	12.02	11.59	96.5%	

出所：中期経営計画を基にSQUADD作成

8-(3) インドネシア
銀行競争環境

◆インドネシアの銀行業界は上位への集中度が高い業界構造

インドネシアの銀行は、商業銀行と庶民銀行に区分され、2014 年末時点において、商業銀行が 119 行、庶民銀行が 1,643 行存在する(下表参照)。数では圧倒的に庶民銀行が多いが、資産は商業銀行に集中しており、中でも国営銀行 4 行が約 36%のシェアを握っている。また、上位 10 行のシェアが約 6 割に達するなど、上位行への集中度が高い構造にある。なお、銀行の総資産は近年急拡大しており、2008 年の 2,343 兆ルピアから 2012 年には 4,330 兆ルピアへと倍増、2014 年には 5,705 兆ルピアにまで増加している。

大手行の多くは、大企業向け融資を中心に事業を展開しているが、第 1 位の BANK RAKYAT INDONESIA は、マイクロファイナンスに強みを持っており、近年大きく資産を拡大、2014 年に入り BANK MANDIRI を抜き、総資産ベースで国内 1 位の銀行となった。JTラストが買収した Mutiara 銀行の総資産は 13 兆ルピア、商業銀行の中で中位程度に位置する。規模の面では、上位行との開きは大きい、成長余力の高い個人・中小事業者向けローンを中心に残高の積み上げを狙う。

JTラスト以外にも、2007 年に三菱東京 UFJ 銀行及びアコムが Bank Nusantara Parahyangan を子会社化、2013 年には三井住友 FG が Bank Tabungan Pensiunan Nasional の株式 40%を取得するなど、日系企業による現地銀行への出資事例もある。また、三菱東京 UFJ 本体もインドネシアに複数の支店を構えており、インドネシアの銀行総資産は 119 兆ルピアに達するほか、Bank Nusantara Parahyangan を含む計 6 社の関連会社を有するなど、幅広く事業展開している。

◆インドネシア銀行区分 (2014年12月)

単位: 兆ルピア

区分	機関数	総資産	シェア
商業銀行			
国営銀行	4	2,077	36.4%
外為商業銀行	38	2,200	38.6%
非外為商業銀行	29	187	3.3%
地方開発銀行	26	441	7.7%
合併銀行	12	278	4.9%
外資銀行	10	433	7.6%
計	119	5,615	98.4%
庶民銀行	1,643	90	1.6%
合計	1,762	5,705	100.0%

出所: INDONESIAN BANKING STATISTICS

参考: 1ルピア=約0.008円

◆インドネシア主要銀行 (2014年12月)

単位: 兆ルピア

Rank	区分	銀行名	Bank 総資産	シェア* (推定)
1	国営	BANK RAKYAT INDONESIA	778	13.6%
2	国営	BANK MANDIRI	756	13.2%
3	外為	BANK CENTRAL ASIA	542	9.5%
4	国営	BANK NEGARA INDONESIA	393	6.9%
5	外為	BANK CIMB NIAGA	227	4.0%
6	外為	BANK PERMATA	185	3.2%
7	外為	BANK DANAMON INDONESIA	163	2.9%
8	外為	PAN INDONESIA BANK	159	2.8%
9	国営	BANK TABUNGAN NEGARA	145	2.5%
10	外為	BANK INTERNASIONAL INDONESIA	136	2.4%
		合計	3,484	62.0%

外為 BANK MUTIARA 13 0.2%

*INDONESIAN BANKING STATISTICSの総資産とIndonesia

Financial Service Authority の開示データを基に算定した推定値

出所: Indonesia Financial Service Authority (Otoritas Jasa Keuangan)

◆日系企業によるインドネシア銀行の買収等事例

単位: 兆ルピア

年月	会社	対象銀行	総資産 Dec-14	保有比率	取引金額
2007年12月	三菱東京UFJ アコム	Bank Nusantara Parahyangan	9	75.4%	n.a.
2013年5月	三井住友FG	Bank Tabungan Pensiunan Nasional	72	40.0%	約1,500億円
2015年2月	住友商事			20.0%	約560億円 (17.5%を追加取得)

出所: 各社プレスリリース等

9. 株価動向・投資リターン分析

9-(1) 株価動向

株主数や外国法人等の割合が増加
機関投資家の購入の目安とされる流動性確保に成功

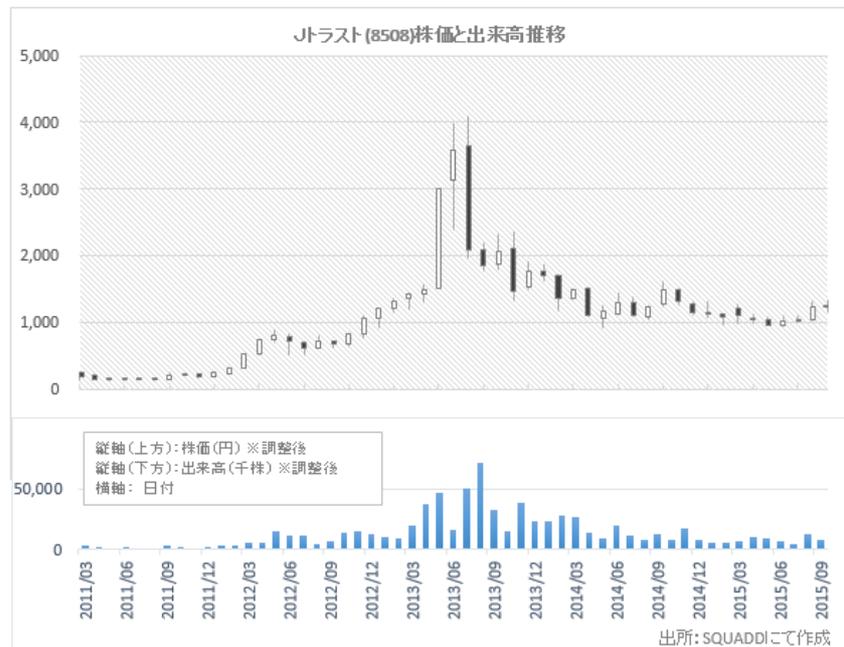
ライツ・オフリングにより株価は2013年7月前後で過熱、その後足元では安定化

◆足元5年間でも営業収益は拡大基調、外国法人を含む機関投資家からの注目が高まる

次に、同社の株価動向について触れる。同社は、藤澤信義氏(現代表取締役)が、同社株式を対象に TOB を実施し筆頭株主となった新経営体制(2008 年 3 月)以降、事業規模、事業領域を急拡大させている。2011 年 3 月期から 2015 年 3 月期までの足元 5 年間では、同社営業収益(売上高)は大きく拡大した。

一日当りの流動性(金額ベース)は、当初、機関投資家の購入開始の目安とされる 1 億円を大きく下回る水準で推移していたが、2012 年 6 月の株式分割実施以降は、その流動性が徐々に増加。ライツ・オフリングを実施した 2013 年 7 月前後では、50 億円前後の水準に到達するなど過熱化が見られた。その後過熱感が解消され、足元では 5 億円前後の水準で推移している。機関投資家の購入開始の目安とされる流動性が十分に確保され、株主数や外国法人等の割合が著しく増加するなど新経営体制の下での積極的な資本政策が市場でも高く評価されている。

この間の株価については、2012 年 6 月の株式分割実施以前は流動性が極めて乏しく、千円未満の水準で推移したが、それ以降 ROE 上昇も後押しする形で、流動性を伴いながら上昇。特に 2013 年 7 月のライツ・オフリング前後は株価が急伸、瞬間的に 4 千円を付ける場面も見られた。その後は落ち着きを取り戻し、足元では千円台の水準で安定化している。



◆ PBR=0.64, ROE=5.55%と業種平均対比でも割安に位置するバリュー銘柄

次に、同社株価のバリュエーションについて検討する。2015 年 9 月 25 日時点で同社時価総額は約 1,188 億円、PBR は 0.64 倍、ROE(実績ベース)は 5.55%、配当利回り(会社予想)は 1.20%となった。その他金融業業種平均(30 社)の PBR:1.49 倍、ROE:7.31%と比較すると、同社株価(PBR)は依然として割安な水準にある。また、同

9-(2) 投資リターン分析

株価は業種平均対比との比較では依然割安な状態

一業種内の他の銘柄との比較では、アコムは PBR:2.7 倍、ROE:4.2%、配当利回り:0%、時価総額:8,940 億円、全国保証は PBR:4.3 倍、ROE:28.0%、配当利回り:1.4%、時価総額:2,580 億円となっており、同社は依然割安な水準に留まる。また、業種は異なるものの、韓国貯蓄銀行で競合するSBIは、PBR:0.68 倍、ROE:12.9%、配当利回り:0%、時価総額:3,070 億円と割安な水準で取引されており、同社と共に今後の株価上昇が期待される。

今後同社株価が更に上昇するためには、次の課題克服がポイントとなる。

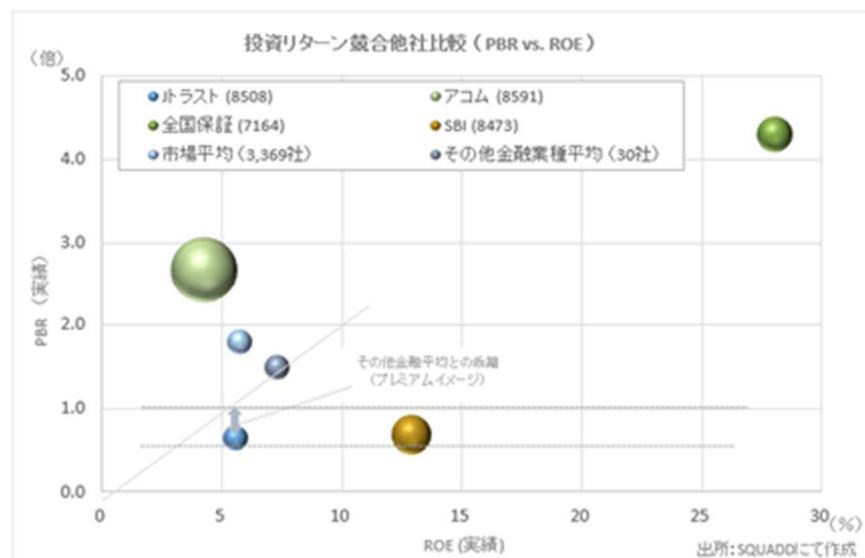
現在その他金融業業種には 30 社の企業が属しており、これら企業の平均時価総額は 2,622 億円程度と、同社時価総額と比較すると 2 倍程度、市場流動性においても 2 倍以上の乖離が存在する(一日当りの流動性(金額ベース)同社:5 億円、市場平均:13 億円)。

業種により様々であるが、その他金融業業種においては、株価は売上等の規模のファクターならびに ROE や自己資本対比での営業利益など資本効率考慮後の収益性との相関が強い事が確認されている。

売上等の規模のファクターならびに ROE 等の収益性については、同社は新経営体制後、初めて中期経営計画(2016 年 3 月期~2018 年 3 月期)を発表したが、その内容は大きな経済成長が期待されるアジア地域を中心に事業の拡大を図り、2016 年 3 月期は営業利益 75 億円(ROE: 2.5%)、2018 年 3 月には営業利益 217 億円(ROE: 10%)の達成を目指すなど、更なる成長を見込むものである。

今後、株価上昇(市場平均とのプレミアム解消)には、中期経営計画に基づき売上規模の拡大ならびに資本効率の向上を図りつつ、丁寧な情報開示や IR 活動を充実させながら、1 日当り流動性を高めることによる更なる機関投資家(プロ投資家)層の拡大が重要となるだろう。今後の同社株価の動向に注目したい。

中期経営計画に基づく収益性向上と更なる規模拡大による今後の株式価値向上に期待



9-(3) 株主還元・ 配当政策

◆2016 年 3 月期は記念配当 2 円を上乗せ予定

株主に対する適正な利益還元を経営の最重要施策の1つとして掲げ、将来の経営環境や業界動向を総合的に勘案しながら、積極的な利益還元を図ることを基本方針としている。2014 年 3 月期以降、1 株当たり 10 円の配当を継続しているが、2016 年 3 月期は第 40 期の記念配当 2 円を上乗せした 12 円の配当を予定している。

また、機動的な資本政策及び配当政策を実現するため、会社法第 459 条第 1 項の規定に基づき、取締役会の決議をもって剰余金の配当等を行うことができる旨を定款に定めており、剰余金の配当の決定機関は取締役会となっている。

◆発行済株式数/1株当たりの情報等

		会社予想					
		2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	2016年3月
期末発行済株式数	(千株)	30,010	30,226	63,162	118,386	118,589	n.a.
株主数	(人)	2,393	2,441	7,098	18,223	15,190	n.a.
期末株価(株式分割調整前)	(円)	405	1,624	3,336	1,304	1,034	n.a.
期末株価(株式分割調整後)	(円)	182	729	2,995	1,304	1,034	n.a.
時価総額	(百万円)	12,154	49,087	210,709	154,375	122,621	n.a.
当期純利益	(百万円)	3,233	34,500	13,309	11,145	10,143	4,700
純資産	(百万円)	13,961	49,471	70,895	184,230	194,865	n.a.
1株当たり当期純利益(EPS)*	(円)	54.30	575.95	214.45	109.66	85.92	39.77
潜在株調整後EPS*	(円)	53.85	567.68	208.30	108.05	85.61	n.a.
1株当たり純資産(BPS)*	(円)	232.40	798.18	1,013.88	1,502.54	1,591.09	n.a.
1株当たり当期純利益(単体)*	(円)	19.67	11.40	17.02	12.48	42.27	n.a.
1株当たり純資産(単体)*	(円)	184.60	189.80	218.17	949.55	980.59	n.a.
PER	(倍)	3.73	1.41	15.55	11.89	12.03	n.a.
PBR	(倍)	0.87	1.02	3.29	0.87	0.65	n.a.

*2012年6月1日に普通株式1株を2株とする株式分割を実施。

1株当たりの情報は当該株式分割に伴う影響を加味し適宜修正を行った場合の数値。

◆株主還元情報

		会社予想					
		2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	2016年3月
1株当たり中間配当	(円)	4.00	6.00	3.00	5.00	5.00	5.00
1株当たり期末配当	(円)	6.00	6.00	4.00	5.00	5.00	7.00
1株当たり配当金(DPS)	(円)	10.00	12.00	7.00	10.00	10.00	12.00
1株当たり配当金(株式分割調整後)	(円)	5.00	6.00	7.00	10.00	10.00	12.00
配当性向(連結)	(%)	9.2%	1.0%	3.3%	9.1%	11.6%	n.a.
配当性向(単体)	(%)	25.4%	52.6%	41.1%	80.1%	23.7%	n.a.
配当利回り	(%)	2.5%	0.7%	0.2%	0.8%	1.0%	n.a.

出所: 有価証券報告書、決算短信及び決算説明資料を基にSQUADD作成

ディスクレマー

免責条項

- 本レポートは、株式会社スクアード・リサーチ&コンサルティング(以下、SQUADD)が、投資家への情報提供を目的として対象となる企業との契約に基づき対価を得て作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの作成に当たり、SQUADD は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、原則 SQUADD の分析・評価によるものです。
- 本レポートは、SQUADD が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における SQUADD の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- SQUADD は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。
- 本レポートの知的所有権は SQUADD に帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

「ANALYST NET」について

- 「ANALYST NET」は、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ(以下、「TIW」)が発行・流通するレポートのサービス名称です。「TIW」は情報提供の配信プラットフォームならびに事務局機能を担っております。
- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、従来のアナリストレポートとは違ったアプローチによる産業・企業の紹介や解説を目的としており、主に「TIW」の外部アナリスト及び提携会社を執筆者(以下、「執筆者」)として作成しております。
- 「TIW」は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、「執筆者」に対して指摘を行っております)。
- 「TIW」は、本レポートを発行するための企画提案および配信プラットフォーム機能の提供に関して対価を直接的または間接的にレポート対象企業より得る場合があります。
- 「執筆者」は、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、「執筆者」は対象会社の有価証券を保有している可能性があります。これらについて、「TIW」は原則的に管理をいたしません。また責任も負いません。別途、「執筆者」によるディスクレマーをご確認下さい。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、原則は執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、「執筆者」が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における「執筆者」の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、「TIW」ならびに「執筆者」が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として「TIW」あるいは「執筆者」に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、「TIW」の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。
- 「ANALYST NET」は、「TIW」が保有する登録商標です。