

## 株式会社ドリームインキュベータ

2019年3月期 第19回定時株主総会

### 質疑要旨

2019年6月11日

於： 霞が関ビルディング 35階 阿蘇の間

質問者 1：

質問の前に「賛成です」というお話を差し上げたいと思います。今回、配当相当分を自社株買いされた決断については、私には賛成できることでした。ありがたいなと思っています。質問ですが、知的財産権への投資について、尻すぼみになっているかなと思います。一例を申し上げたいと思いますが、昨年5月にソニー・ミュージックエンタテインメントが「スヌーピー」という漫画の有名なキャラクターの権利の40パーセントを、200億円で買収しました。

「スヌーピー」についての売上の半分ぐらいが日本での売上だと聞いています。ということは、ドリームインキュベータが非常に強みにしている東南アジアにおいて、日本で人気のある「スヌーピー」というキャラクターを強烈に広めるための戦略コンサルもできます。ましてやソニー・ミュージックエンタテインメントの元・代表取締役社長の丸山茂雄さんがDIの特別顧問にいらっしゃるわけですね。

なぜ、「スヌーピー」の著作権……つまり権利会社の一部でも譲っていただき、東南アジアへ広めることをされなかったのかと思い、それが残念だったという意味で、知財権についての投資はどのようにお考えになられているかを教えてください。

山川：

なかなか他社様の知財権に我々が入っていくのは難しいところがあるのですが、過去、ドリームインキュベータは東京ガールズコレクションの知財権を持っていましたので、知財権ビジネスに関しては、それなりにノウハウを持っているつもりです。

知財権を取る人は、ほとんどの場合、自分で取りたいという方が多く、そんな中で我々にチャンスがどのくらいあるのかですが、電子チケットサービスのボードウォークのようなエンタテインメント・メディアの周辺ビジネスのなかで、知財権獲得の機会は出てくると思います。そうしたところでビジネスチャンスを掴んでいきたいと思っています。

現在、グループ会社でコアになっているアイペットにはペット保険で42万人ほどのお客様がいらっしゃいます。一方のボードウォークは800万人のお客様がいらっしゃいますので、

データを利用したビジネスをやりたいという方も出てくるかと思います。  
こうしたなかで、知財権等のビジネスチャンスは十分出てくると思います。そのチャンスを活かしながら、もちろんコンサルティング等にも活かして、がんばっていきたいと思います。

質問者 2 :

コンサルティング事業に関して、失注のお話がありました。  
発注方法の見直しという言葉ではありますが、「大幅になくなった」というお話ではないかなと思います。言いづらいかと思いますが、差し支えない範囲で深い説明をお願いしたいと思います。  
それだけの大企業様とのお付き合いが、これからなくなってしまうことに懸念を抱いています。

山川 :

おっしゃるとおり、その企業様からの仕事が大幅に削減されたということです。  
我々自身は、その会社様やほかの会社様のシニアマネジメントの方々との人間関係および仕事の関係は普段から持っていますので、人間関係がなくなったわけではありません。ただし、タイミングによっては、まったく発注のない年が出てくると思います。  
株主様のご心配であります、お客様自身がまた戻ってくるのかという点については、もちろん戻ってきていただくのが我々としてはありがたい話です。しかし、それを前提として今後の計画を立てるわけにはいきませんので、お客様が戻ってくるかどうかは別として、我々自身は新たなお客様を開拓したり、既存のお客様をよりサポートしてビジネスを展開することに全力を尽くしています。

堀 :

今の説明の補足で、もう少しわかりやすく、ストレートにご説明したいと思います。  
まず、何が起きたかについてですが、2社、3社とか、そういう話ではなく、1社だけです。ただその1社が、過去、私どものコンサルティングにおいて非常に大口顧客でして、かなり大きな割合を占めていたのですが、それがいっぺんになくなったということです。  
この場合、いろいろなことが考えられます。(例えば)我々に頼んでいたことが、ボストンコンサルティングやマッキンゼーなどの競合他社に取られたのかなどです。  
実際はそうではなく、その会社の経営幹部のお考えで、経営コンサルティングは使わないことにするとお決めになったのです。したがって、当社だけではなく、ほかの会社も使われないということです。  
ある会社がコンサルティングを発注しないことにしたというようなことは我々にはよくあることで、それでまた何年か経ったらまた発注する場合があります。

もっと極端な例でいうと、会社によっては社長が大変コンサルタント好きで、たくさん使っていたとします。その社長が辞めると、次の社長は自分のカラーを出したいですから、コンサルティングは使わないと言って使わなくなったりします。

そしてまた数年経って、その社長がいなくなると、次の社長はコンサルティングを使うといったように、間欠泉温泉みたいに、「よく使う・使わない」「使う・使わない」みたいなかたちが数年おきに繰り返される。こうしたことは、残念ながらあることです。

それが普通かという、普通ではありません。正確な数字を持っていませんが、私の過去の経験では10パーセントから20パーセントぐらい、そういうことがあるのかなと思います。ただ、今回非常にまずいのは、その会社が当社にとって発注額トップの顧客であることと、発注金額が2位以下の会社に比べて突出して大きかったことです。それだけ信頼いただいて、ご利用いただいたということで、ありがたいことではあります。そこが突然なくなったということで、ドカンと売上が落ちました。

もともと、こういう業種は1つの会社が売上の10パーセントを超えるようなことがあると、そういう危険があるため、あまり好ましくないわけです。ですから、受注No.1の企業でも売上の10パーセント以下ぐらいに抑えなくてははいけません。

実際の数字として、約10億円ぐらいの売上になりますが、それが10パーセント以下になると、当社のコンサルティングは100億円以上の売上にしなくてはいけないということで、まだとてもそのような高いレベルに来ていない。そのタイミングでこういうことが起きました。

「そういうことがあり得るのはわかっているでしょう」と言われたら、まったくそのとおりなのですが、それに対しての備えが十分にできていないうちにそうなってしまったということで、大変無様な決算につながっていく。そういうことです。

今後ですが、コンサルティング部門の人たちも猛烈に反省して、二度とこういうことのないようにということで、今がんばっています。

ただ、そのがんばりも、3ヶ月や1年で全部を埋めきれるかという、やってみないとわかりません。私はそんなに簡単なものではないと思いますが、全部埋めきるには2年ぐらいは時間がかかるのではないかなと思っています。

これ以上になると、個別具体的な企業名や役員の名前などが絡んでくると思うので、こういう場所では申し上げられないと思います。よろしくご理解ください。

質問者3:

ドリームインキュベータの掛け声として、「ソニーやホンダを100社生み出そう」とおっしゃっていたと思います。

株主として一番関心があるのは、一番の成功例であるアイペットや、直近で成長中のボードウォークのような事業が継続して生まれて、1社当たりの価値が大きくなるということです。

まだまだ、ソニーやホンダクラス会社は生み出せていないというのが現状ですが、進捗しているのは確かだというのは、誰もが認めるところだと思います。

一方で、それがまた作れるのかであったり、1社あたりが小さいのではないかと懸念を払拭することができれば、株主も期待値が調整できますし、経営も目線を上げてできるのではないかなと思いました。そのあたりで、過去の実績で成功要因として認識しているところであったり、もっと強化していきたいところについて、お話をうかがえるとありがたいなと思います。

また、株主として短期的なリスクではどういった点に覚悟しておけばいいのに関しても、お話をいただくとありがたいなと思います。

山川：

ドリームインキュベータは創業19年になるわけですが、2010年に初めてアイペットに出資しました。

ボードウォークには、2015年に出資しました。当時は、ペット保険の分野やエンタテインメントの分野が伸びていくのではないかと考えはありましたが、投資する領域に関しては、どこかに軸があったわけではなくそれぞれ飛び地でした。そしてコンサルティング事業の分野であるワークスタイルラボを買収し、3つの事業ができました。

この3つができたことによって、この周辺のインクワイアリーといいますか、「投資をしてください」「我々と一緒にやりませんか」という話は格段に増えていきました。

アイペット周辺では、保険のお話もあるのですが、基本的にはペット回りです。ボードウォークは、Eコマースやネット系のところも含めた周辺のところ。ワークスタイルラボも、コンサルティング周辺のビジネス。そうした話が、我々に来るようになりましたので、定常的にこういった案件が来る流れが、この1、2年でできたかなと思っています。

一方、リスクはなにかという話にお答えします。我々はこの2年間でいろいろな会社を検討しましたが、投資をしなかった会社もたくさんあります。社内でいろいろなチェックをして、とくに大型の投資で連結する可能性があるものは、親会社としての経営リスクをはらんでしまいますので、注意深くチェックしています。兎に角、できる限り安い値段で買うことが一番大事だと考えています。

高い値段で買ってしまえば、そのあとに減損のリスクが高くなってしまいます。そのためなるべく安く、タイミングよく仕込むようにしています。先ほど（の事業報告で）、我々が持っている簿価をNet Asset Valueのところではかせていただきましたが、ご覧のとおり仕込み価格といいますか、投資価格ですので、その部分はだいたいリスクヘッジしたかなと思っています。

これからは、高く買ったりすると、そういったリスクをはらんでしまいますので、非常に注意深く進めていきたいと思っています。もし補足がありましたら、細野さんからお願いします。

細野：

事業投資ということで、新しく我々の連結先を大きくしていく取り組みはいろいろとやっているのですが、この2年ぐらいでだいぶかたちができてきていると思っており、手応えを感じているところです。

事業投資をやっていくうえで重要なことが3つあります。1つは、案件がきちんと入ってくる仕組みを作るということ。2つ目が、どういう領域に投資していくかをきっちり定めていくこと。3つ目が、高い価格でものを買わないことです。

1つ目の、案件が入ってくる仕組みに関してです。我々は今、ベンチャー投資のチームと事業投資のチームでいろいろ案件を回していますが、我々自身が営業しなくても、案件がどんどん持ち込まれる体制ができています。

例えばベンチャー投資では、日本でいうと年間で300件ぐらいの案件を見ているし、インドへの投資も100~200件ぐらい見ており、事業投資で連結しようという会社も年間で100件ぐらいの案件を見ているため、トータルで年間600件ぐらいの案件を、いろいろなかたちで触れて、どういう領域がいいのか検証できるような仕組みができています。

2つ目に、どういう領域に投資していくのかということです。先ほど山川が申し上げたとおり、我々は今、ペット、デジタルマーケティング、コンサルティング回りのプラットフォームという、3つのコアとなる事業が傘下にいます。よって、この周辺の事業を中心に領域を広げていきたいということで活動しています。

例えば、案件をくださいということで、いろいろな事業会社さんと話をすると、今のご時世はリラクゼーションサロンや飲食店チェーンといったものが持ち込まれます。そこは、我々の強みが活かされる分野でもないなと思っております。コンサルタントや投資など、今までの我々の経験が活きる分野で投資を拡大していきたいと思っております。

3つ目ですが、世の中では非常に株価が高くなっており、投資する案件で安い案件を仕込むのがなかなか難しい時期にきています。我々は毎年、500件、600件という案件をソーシングしているのですが、そのなかでも高いものには手を出さないということで、きっちりと株価の目安などを社内で設けて、安くいい案件を仕込めるように、チーム全体で取り組んでいるというかたちです。

質問者4：

今後の成長見通しについて、NAVの2020年3月期の見通しは、2018年3月期以降、増加していますが、連結P/Lは、2020年3月期の営業利益や経常利益は、2018年3月期を上回る数値を努力目標としていますでしょうか？

山川：

我々自身はスライドの13ページに書いてあるとおり、Net Asset Valueの増分をこうい

かたちで見えています。

2020年に関しましては、2018年度並みの収益回復を目指していますが、そのなかで、一部の株をどのように売却するかなどを考えなくてはなりません。

我々には保有している株式の含み益がありますので、それを売ればもちろん利益達成は可能ですが、利益達成のために株式を売却したほうがいいかどうか、総合的に勘案して、進めていきたいと思っています。

全体の業績についてです。コンサルティングは今年、2018年3月期のレベルまで急にもとに戻るのかというと、残念ながらそういった見込みを立てていません。もちろん、2019年3月期よりは回復していく見込みですが、2018年3月期まで戻るのは、もう少し時間がかかると見えています。

ベンチャー投資に関しては、いくつかイグジットがありますが、昨年並み、または2018年3月期並みということで考えています。

事業投資は、先ほど申し上げましたとおり、アイペット自身は連結で利益を取り込んでいるわけですが、ボードウォークなどは連結で利益を取り込んでいません。そのため、連結利益の部分では、ほとんどがアイペットに依存してしまうため、若干の微増です。

トータルで見ると、連結P/Lは、2018年3月期の数字には今のところは届かないのではないかと見えています。ただ、世の中の株式市況が回復して、保有している株式を多く売却したほうがいいということであれば、売却することでプロフィットを出していくことが可能です。ここでは、その部分は明確にお答えできませんが、今のようなかたちで考えていただければと思います。

質問者5：

質問が2つありまして、まず1点目は、監査等委員ではない新任取締役候補2名と、再任取締役候補の原田さんに伺いたいことがあります。

簡潔にお願いしたいのですが、もし今、この瞬間からみなさまが、それぞれドリームインキュベータのトップになったら、いったい何をしますか？ その理由とともに、簡潔にうかがいたいです。

2点目は、取締役ファウンダーの堀さんに伺いたいのですが、この会社の最大の課題はなんでしょうか？

原田：トップになったら今、何をするかというご質問ですが、私は執行役員のときからコーポレートを担当し、今も引き続き担当していますので、全社にとって、一番大事なことは何かを常に考えて、それに取り組んでいるつもりです。

そのため、これまでと今やっていることが、実はその答えになるわけです。ドリームインキュベータにとって一番大事なものは、先ほども（事業報告のところで）ビジネスモデルの絵が

出ましたが、コンサルティングと投資の 2 つを手がけ、融合させている会社は世の中にな  
いものですから、当社はとてもユニークで、それがドリームインキュベータの差別化であり、  
強みであると自負しています。

同時に、ユニークなことをやるのは大変難しい面もあります。それぞれのビジネスがまった  
く違う特性を持っていて、違うマーケットで違う強みを武器にしながら戦っているわけ  
です。メンバーが直面している課題もどんどん変わっており、それぞれの分野で専門性の高い  
競争と戦う日々で、そこに備えて切磋琢磨しています。

さらに、それを社内の強みとして融合するのは、言葉で言うのは簡単であり、絵に描くのは  
簡単ですが、本当に難しい部分があります。この融合をどう強化していくかが、この会社が  
取り組み続けてきている課題であり、これからも大事なテーマだと思っています。

三宅：

私はコンサルティングの責任者として、ドリームインキュベータでコンサルティングをや  
っている理由を毎日考えています。

普通のコンサルティング会社は、企業の業務改革やコスト削減、営業戦略をやっていると思  
うのですが、弊社はもともとベンチャー企業で、「ソニーやホンダのような会社を 100 社作  
ろう。そして、日本を元気にしようじゃないか」という考えのもとで、新しいものを作るこ  
とをやってきたものですから、コンサルティングのなかでも事業創造にフォーカスしてき  
ました。

なぜ事業創造をやるのかについてです。ベンチャーともう 1 つ、事業投資という部門が我々  
の共通部門としてありますが、ここにシナジーがあるようにということをしごく考えてい  
るわけです。私が仮にトップになったら、そういうものをもっと広げていき、重なる  
領域を広げていく取り組みにしていければと思います。コンサルティングであれば事業の  
ことを考える取り組み、事業投資あるいはベンチャー投資であれば、コンサルティングのこ  
とを考える取り組みを推進し、この融合領域がどんどん大きくなるように仕掛けていけ  
ばと思っています。今の会社の方針は、そのようになっていると考えています。

細野：

僕としては、この会社を「イノベーションやインキュベーションと言われたらドリームイン  
キュベーター」と世の中の人が思ってくれる会社に、もう 1 回していきたいと思っていま  
す。

堀が会社を創業して、ソニーやホンダを 100 社作るということをし、ちょうど 20 年ぐら  
いに打ち出しました。いろいろなことがありながらこれまで会社が続いてきたわけですが、  
来年 20 周年を迎えるにあたり、もう一度、新しい思いを作りたいというのが 1 つあり  
ます。

私は 2 年前まで海外にいて、去年日本に戻ってきたのですが、世の中が変わっていると思

いました。大企業が今ほどベンチャー企業の力を必要としている時期はなく、今はいろいろなベンチャーファンドを作って、大企業がベンチャー企業にアプローチしようとしています。

また、どんどん若い人が起業していて、最近では大学を出てすぐに起業する方が非常に増えています。これもいい傾向ですが、彼らは大企業と接点を持って、新しい事業を作っていくことに関心があるということで、この20年ぐらいのなかで、今が一番、大企業とベンチャー企業との垣根を取り払わなければいけない時期だと思うのです。我々が創業からずっと考えてきた、「大企業とベンチャー企業を融合した新しい事業を作っていく」という、そのタイミングが、今まさに来ていると思っており、これを新しい事業モデルとして進めたいと思います。

具体的にですが、当社には投資とコンサルティングがあるわけですが、投資に関してはベンチャー投資を行いつつ、先ほどから申し上げている事業投資の案件を、年に2~3件ずつ追加で手がけて、3~4年後には10社や15社ぐらい投資先をぶら下げて運営していきたいと思っています。

コンサルティングでは、大企業様の新規事業創造という難しいトピックを手がけているのですが、そのトピックに限らず、新規事業創造に関して、大企業様に提供できるサービスを、会社全体で作っていけるといいなと思っています。

堀：

今回のような決算を迎えているわけですから、当然のことながら課題は山ほどあるというのが正直な実感ですが、そのなかで最大のものということになれば、それは「限界までの挑戦がない」と思います。

人から見たらどう見えるかわからないけれど、私の人生は「無理だ」「それはできないよ」と言われてきたものを、「そうかな?」「できないなんてこと、あるのかな?」と考えてきました。そして、「できないなら、どうしてできないかを証明してよ」と言うと、たいていの人が「人が足りない」「モノが足りない」「金がない」からできないと説明します。

私は、「それなら、人を作るのは時間がかかるかもしれないけれど、どこかから持ってきちゃえばいい。モノなんてお金で買えるから、お金があればモノなんていらぬよ」と考えています。

お金は今、世界で一番余っているものです。

逆に、今の世の中で一番足りないものは何かというと、知恵です。例えば、お金をもっと効率よく運用するにはどうしたらいいかという知恵がない。私がこの会社を作ったときから思っていたのは、限界だと人が言うものに挑戦しようじゃないかということです。知恵の力でそれを打ち破っていけば、その先におもしろいものがあるのではないかと思います。

「コンサルティング会社なんて、上場するものじゃないよ」というのが常識でした。事実、弁護士事務所の上場しているところはないですし、監査法人で上場しているところもない。

「士業（さむらいぎょう）」は基本的に上場するものではなく、パートナーシップでやるものだというのが常識でした。あえて、そこに挑戦したのです。

その結果、うまくいくことといかないことがありました。みなさまにもいろいろと迷惑をかけてきたと思うけれど、ただ今挑戦中です。どこかでかなりうまく進んで、感謝してもらえる日が来るようにがんばるべきではないかと思っています。

また、僕が育ってきたモノがない時代とは、日本も変わりました。

昔はモノがない時代だったからこそ、個人も会社も成長意欲が強く、もっとがんばって、もっといい暮らしをして、もっと立派な人間になりたいという気持ちがすごく強かった。ところが今、満ち足りているでしょう？

「努力するなんて、馬鹿や変態がすることじゃないの？」「まともな人は、もう少し悠々自適でやるんだよ」といった声も多いです。それぐらい、いろいろなことの常識が変わったのです。

だから、「限界まで挑戦」などという言葉自体が、今の時代からすると時代遅れなのかもしれない。しかし、私はそんなことはないと思います。人類の歴史を考えてみたら、みんな「限界だ」と言われることに挑戦して、それを突破してきたから今があるわけです。

当社には、優秀な社員が集まっていると思いますので、新しいことを考えて、新しいやり方を考えていけば、そこには未来があると思います。限界まで挑戦する精神を、社員一人ひとりが持つ会社になってほしいと思っています。そして当社は限界まで挑戦する。そういう会社であってほしいと思います。

創業してからずっと思ってきたことですが、なかなか浸透しないというか、難しい。ぜひみなさまも、いい知恵があったら教えてください。

山川：

「限界への挑戦」というのは、私も若い頃に言われたことがありました。仕事の中で、「そんなの無理だ」と言うと、「君は限界を触ってない。限界に触ると、勝手に限界が遠くなっていくから」と言われました。「人間は、限界のボールのなかに入って、ボールの壁を触ろうとするとボールがどんどん大きくなる。だから、なるべく限界を触ろうとすれば、自分の限界は大きくなるよ」と言われたことが、経営コンサルティングの世界に入ってすぐの頃、20年以上前にありました。

「コンサルティング会社が上場するのはおかしい」「コンサル会社が投資をするのはおかしい」「コンサルティング会社がペット事業をやるのはおかしい」など、いろいろと言われましたが、今ではコンサル会社も事業投資を開始し始めているというような話をよく聞きます。我々は先陣を切って、殻を破ってきたわけですので、これからも新たなチャレンジをしていきます。

そして、そういった限界にチャレンジしていく会社でありたいと思います。

質問者 6：

昨年この席で質問させていただきました。「ドリームインキュベータは、株価もさえないし、業績も赤字にはならないがぱっとしない。これは、堀さんが創業された当時のドリームが欠けているのではないか」というお話をさせていただきました。

私からは、質問というよりもお願いです。まさに最近はやっぱり、「夢は欠けているのではないかな」という気がしています。アイペットの株式の含み益はわかりますが、これから「日本中の一家に一匹はワンちゃん、ニャンちゃん」というわけにはいきませんし、日本の国がそう伸びていくわけありません。

これからは、アニコムなどとマーケットの奪い合いもあるでしょうし、あと 3 年くらいは（スライド 15 ページの）棒グラフのとおりに進むでしょうが、5 年、10 年先はわからないと思うのです。

また、e チケットについても、人口が増えていないものですから、若者がイベントを見に行く、コンサートに行くといっても限りがあります。さらに競合やライバルも出てくるため、あまり過度に期待はできない。

過去のものはそれとして、あわせて次のことをしなくてはいけないと思っています。

従来は、堀さんのカリスマ的なところが、株価にもマーケットにも、マスコミにもアピールになっていました。「この男、何かやるのではないか」という部分が、市場からも評価されていたと思います。今、他の企業ではまさに経営の世代交代が行われています。

そうした世代交代があるなかで、まさにこのドリームインキュベータも、カリスマ的な存在であった堀さんから、若手の経営陣に世代交代をしていく真っ最中だと思います。さはさりながら、この会社のみなさまは確かにがんばっているのですが、ここで堀さんが突然いなくなったら、昔のあの輝きはなくなると思います。

お願いですが、堀さんが自分でマイクを取って発言していただけるうちに、堀さんが元気なうちに、もう 1 回、昔みたいな元気を取り戻して、夢を見させてもらいたいなと、株主としては思います。

山川：

アイペットもボードウォークも、まだまだ市場はあると思っています。しかし、株主様のおっしゃるとおり、いつかは飽和します。ペットやライブは、日本のなかでは数少ない、市場が伸びている領域ですが、これもいつかは飽和します。

次のアイペットやボードウォークを探すことが重要です。堀さんのご高齢とはいえ、まだこうして元気にお話しできますので、その間に、次の大きな柱となるものを見つけていきたいと思っています。

質問者 7 :

企業価値が 2019 年 3 月時点で 301 億円、今期末でも 350 億円あるなかで、時価総額が 170 億円程度というのは安すぎるのではないかと思います。

確かに、前期は戦略コンサルティングの業績が悪かったところはあるのですが、それでもかなりの差だと思います。IR のわかりやすさや、投資家に対する説明が足りないのではないかと考えています。

そのあたりで、何か対策等を考えられていますでしょうか？

山川：この 1 年弱、IR を見直しました。最近では日本の投資家様だけではなく、海外の投資家の方が非常に多いです。海外の投資家の方が我々に話す内容は、非常に財務理論に基づいた、理路整然とした話です。「まず、お前のところが持っているものがなにかわからない。コンサルティングは、もう数字で出ているからいい。そうではなくて、事業投資の中身はどうなっているんだ」というようなものです。

「アイベットはわかるが、ベンチャー投資の中身など、残りはどうなっているんだ。そういったことをもっと明らかにしていけないと、なかなか買いにくくなるのではないかとアドバイスを受け、今回の開示も、このようなかたちになっているわけです。

今までの開示のやり方に固執せず、新たに我々の中身がどうなっているかを、より積極的に……お客様との関係もあるため、なんでもかんでも全部見せるわけにはいかないのですが、積極的に開示していこうということで変えてきました。少しずつでも株式価値、いわゆる市場の評価が上がっていくように努力していきたいと思っています。

原田：

「株主に、もっと企業価値をわかってもらおう努力をする」ということだと思います。

大きくは機関投資家様と個人投資家様とがいらっしゃいますが、そのいずれかだけではなく、両方に、もっとドリームインキュベータの価値をご理解いただく努力をしており、強化しているところです。

まず、機関投資家についてですが、「P/L だけでは、ドリームインキュベータの価値がわからない」「むしろ、トータルとして株主が保有している価値を、もっと説明してもらいたい」という要請を複数の機関投資家から頂戴してまいりました。そこに少しでもお応えするというので、今日の（事業報告の）ような説明の仕方に致しました。

さらに、「企業価値の内訳としての各投資先の中身も、可能な限り開示してほしい」ということで、従来よりもかなり踏み込んだ説明をするよう努力させていただいているところです。

もちろん、個人投資家のみなさまにも、企業価値をわかってもらいたいところもあるのですが、それ以前にドリームインキュベータのことを知ってもらわないといけないところがあります。これはドリームインキュベータだけではなく、1 年前の今ごろに上場しましたアイ

ペットも同様の課題を検討してまいりました。

「投資先としてのアイペットを、どうしたら世の中に知ってもらえるのか」というディスカッションをするなかで、保険のお客様は40万人もいらっしゃいますので、「40万人のお客様に、単に保険の契約者としてだけではなくて、投資先としてもっと知ってもらうことができれば、個人投資家として株主にもなっていただけるのではないか」という議論があり、去年12月に、グループ共通の個人株主優待を発表させていただき、保険契約者のみなさまにもご案内を始めました。

優待そのものは、もちろん還元という部分もあるのですが、それ以上に、多くの潜在的な株主の方にもまず知っていただくと考えました。そのうえで、「アイペット、あるいはドリームインキュベータの企業の中身・価値は、このようなものですよ」ということを少しでも丁寧にご説明する。そうした努力を行っている最中です。

質問者 8 :

先ほど堀取締役のお話にあった人材の件で、もう1つおうかがいしたいと思っています。昨年の株主総会でも、人材育成について質問があり、OJTの話がありましたが、そこより一歩踏み込んで、どういう取り組みをしているのかをうかがいたいです。昨今の「働き方改革」で、なるべく（長時間）働かずに効率を上げて、収益を上げていくのがメインテーマになっている中、先ほど堀取締役がおっしゃっていたとおり、（働く時間を）抑制して業績を伸ばしていくのはなかなか難しいと思いますが、御社としては、そのあたりの取り組みをどう工夫されているのか教えていただきたいです。

山川 :

現在、工夫の途中ではありますが、やはり自社のなかだけでの自分を見るのではなく、他の会社に行ったとき、または他の会社と一緒に働いたときの差を見て、自分は一体どうなんだろうと（考えるべきかと思えます）。

同じ30歳の若者として、また同じ30歳のコンサルタントとして成長しているのだろうかと思わせていくことが、一番大事なことだと思っています。

そのなかで、我々が取り組んでいることとしましては、ベンチャーですからなかなか激しい世界ですが、我々の事業投資先へ派遣し、いろいろな工夫をしながら資金繰りも含めて戦う経験をさせる。これが1つです。

もう1つ、昨年ワークスタイルラボという会社を買収しました。ここにフリーランスの方々がいらっしゃるのですが、元ボストンコンサルティング、元マッキンゼー、また元トーマツなどの会計事務所出身の方もいらっしゃいます。

彼らはフリーランスですので、働かなければお金がもらえないということで、死活問題です。会社のなかにおいて、給料が勝手に入ってくるわけではありません。

そういった方々と仕事をするなかで、自分の実力がどうなのかを多少見てもらう経験を。どうしても会社のなかだけでは比較ができないのですが、我々は幸いなことにベンチャーの事業投資先があります。

また、クライアントの大企業にも優秀な方がたくさんいらっしゃいますので、当社の人間が、仮に1.3倍や1.4倍の能力があったとしてもそれだけでは、「それなら自社にもいそいだな」ということになってしまいます。新たなベンチャーなどの萌芽を感じてもらわないと難しいと思っていますので、そういう意味でも若いうちに（そうしたところと）交流してもらうことを考えています。

質問者 9：

株主優待の件ですが、以前に株主優待のことで質問があったときに、御社は実施しないと聞いていたので、始まったことにビックリしました。

（説明を聞いて）アイペットと連動することで御社を知ってもらうためだというのがわかったのですが、残念なことに、投資雑誌を見ても、御社もアイペットも株主優待のことを紹介しているのを見たことがありません。よって、（株主優待を）したことで、どれだけ効果が出るのかな疑問に思いました。

ペットを飼っている者としては、せっかく始まったことなのでがんばってもらいたいのですが、保険料の割引などはやっているのでしょうか？ 保険料が高いので、それも魅力的かなと思いました。

万が一、株主優待をやめたときに株価が下がるなど、リスクがどうなのかも考えたのですが、そのあたりを聞いてみたいと思いました。

また、ドリームインキュベータを知ってもらうということで、先ほど見せていただいた事業投資先の映像ですが、素晴らしいものでした。お金がだいぶかかるとは聞いたことがあるのですが、コマーシャルなどでそれを放送したら、多くの人が興味を持つのではないかなと思いました。いかがでしょうか？

山川：

株主優待の件と、アイペットの優待に関する件と、コマーシャルを流してはどうかという3つのご質問かと思います。

株主優待に関しては、社内でも議論がありました。これを優待として見ていくのか、マーケティング的なたちとして見ていくのかということです。ただ、グループ会社のアイペットには毎月（保険料を）お支払いになっている42万人の加入者の方がいらっしゃって、そちらの方々にも告知ができることから、42万人の方にドリームインキュベータを知っていただくチャンスがあります。

今後、ボードウォークが上場すれば、その会員の方に告知できることもあり、そのトライア

ルとして始めさせていただきました。結果的には、12月に（株主優待を）発表してからの3ヶ月で、個人の株主の方が増えていますので、一定程度の効果はあったのではないかと考えています。

アイペット自身の株主優待については、我々が意見することはなかなか難しいのですが、保険会社は金融監督庁から監督を受けていますので、申請してから時間がかかったりします。我々としてはそういったものも実施できればいいのですが、現状は（優待による）割引は実施しておりません。

コマーシャルの件です。コマーシャルを流して、一定以上の認知を獲得するにはどうしてもお金がかかるため、現時点ではホームページでの掲載等にとどまります。ただ、なるべく我々が投資している先の情報は開示していきましょうというのが、今のスタンスですので、今後も告知を通じて、株主さんを増やしたり、認知を上げていくための取り組みを行っていきたいと思っています。

質問者 10：

先だって IPO されましたアルー社に関して、3月に大量保有報告書が出まして、御社がすべて売却しているのではないかとと思いますが、おそらくそのときで、持ち株がゼロだったと記憶しています。この会社自体の株価が高かった時期と比べて、その半分くらいの値段で売ったのではないかと推測しているのですが、その時点でなぜ売る必要があったのかということをお聞かせください。

またそれと前後して、先ほどお話ししていた株主還元について、自社株買いもありますよね。そのための原資を捻出するために売ったのかなと個人的には思っています。

また他社さんでも、プレミアム優待倶楽部の制度を導入して、1年は継続すると言っておきながら半年足らずでやめてしまった会社もあったと聞いています。

そのための原資を作るためにアルーを売ったのかなと勝手に邪推しているのですが、それらも含めて、（アルーを売却した）経緯や、今回売って得たお金の使途、そして、「優待はやめることもあるよ」ということもアナウンスしていただけたら、過剰な期待を抱かなくて済むかなと思っています。そのあたりの説明をお願いします。

山川：

まずは優待についてですが、今のところはある程度の効果を認めています。もともと効果がなければ、どこかで考え直さなければいけないというところでしたが、今のところは効果が少しずつ出ていると認識していますので、継続予定となっています。

アルーの株式に関しては、自社株買いのためや優待を始めるための原資ということは考えておらず、適切なタイミングで売却していくという方針でした。

村田：

アルーの売却理由について、繰り返しになりますが、ほかの投資のための原資を捻出したという目的では決してありません。

私たちは、売却のときには少なくとも3つのことを考えます。

1つは、当然のことながら、業績や株価も含めて、その会社の今後の見込みです。もう1つは、インキュベーション事業で売った買ったということとは関係なく、長い目で会社を成長させていきたいと考えており、そのリレーションも重視します。

3つ目は、企業価値です。ドリームインキュベータの企業価値を総合的に勘案して売却しました。なぜ、もっと高いときに売らなかったのかということについてですが、私たちは大株主だったものですから、上場時にはロックアップという規制がつくことが多いです。

ロックアップがなにかというと、主幹事である証券会社さんから「この株式は、今から公開されて、多くの株主が保有するようになります。大株主であるドリームインキュベータさんは、しばらく売るのを我慢するように」という約束をさせられることがけっこう多く、その規制によって売れなかったということです。

質問者 11：

先ほど原田取締役からのお答えで、機関投資家さんへのアピールや、その延長のようなお話がありました。アメリカでは1970年代に「401k」が導入されてから、株式市場が急に上がってきたという歴史があります。それは主に、投資信託の甲斐があったからだと認識しています。

先ごろ金融庁から「もうすでに、年金に頼るのは無理ですよ」というリリースがあり、「積立てて投資していくことを推奨します」という発表がありました。おそらく日本は、これから投資信託が盛んになっていくということで、そこに差し掛かってきたのかなと思います。投資信託の業界のなかでも、やはり手数料稼ぎのための投資信託は山ほどありますが、小粒ではあるものの、具体的に社名挙げてしまうと、コモンズ投信さんなどは、長期で腰を据えて投資しますと宣言して、投資されています。長期で持っていていただくことに対して、「非常に貴重な存在と感じる」ということを、投資している会社の方からよくうかがっています。ですので、御社もぜひ、長期で腰を据えた投資信託会社にフォーカスしてアピールをしていただきたいです。年金のような運用をして、四半期でどうだのこうだのとごちゃごちゃいうようなところはあまり相手にしていただきたくないなと思っています。ぜひ、腰の座った投資信託会社にアピールしていただきたいなというお話です。

山川：

我々のところにいらっしゃる投資家の方々の多くは、「我々は長期保有です」ということをよく言われます。最近はとくに、ドリームインキュベータの株価自身は、保有しているアイ

ペットやボードウォークがどのようになるのか（によるということ）、その資産価値が世の中に表れていないのではないかとされます。資産価値を評価しても急に株価が上がったりする訳ではないと思いますので、そういう意味では長期保有なのではないかなと思います。

そうした外国人の機関投資家さんが少しずつ増えていますので、そういった方々の意見や個人の株主様の意見も反映しながら、IRに努めていきたいと思っています。

質問者 12：

長期株主として5年以上投資をしているのですが、今回の開示は今までのなかで一番残念かなというのが率直な感想です。一番の理由は、不誠実な開示が多いということです。

1つ目が、第2四半期からNet Asset Valueの開示をされていますが、第2四半期と第4四半期で、実はプロフェッショナルサービス部門の利益の算出基準の変更がなされているのです。

PERの利益の部分で第2四半期が直近3事業年度平均、第4四半期が5期平均ということで、変わっています。変えること自体は問題ではないと思うのですが、会計基準の変更と同様、変えた場合はそこをわかりやすく通知するのが透明性、誠実性という意味で大事かなと思いました。そこが一切なかったというのが、非常に残念だなと思います。

また、個人的には、単体の財務諸表の状況では、過去最大に経営が厳しいのではないかと認識しています。

その理由について、ネットキャッシュがマイナスと開示されているのですが、状況としては、信用取引をして投資している個人投資家と同じ状態です。前提として、アイペットが売れないなかで、銀行が強制的に融資を引き上げるといった状態になったら、資金繰りがショートしてしまう。そうした現状だと認識していて、そのなかで、今までキャッシュ・カウと認識していたコンサルティングが赤字という状況です。

個人としては、非常に厳しい状況だと認識していますが、そういった変化が起こったのは第2四半期で、そのときに急にNet Asset Valueは大きいという開示をされていました。非常に厳しい現実の一方で、企業価値があるというような主張をされていて、そこに違和感があり、誠実さに疑問を持ってしまった。これが2つ目です。

また、非合理的な事情ということで、1つ目が、Net Asset Valueの算出口ジックについてです。細かいのですが、アイペットが上場前後で変動しているというところで、上場で変わるの流動性であって、企業価値ではないというのが私の価値観です。

要は、アイペットが成長したらNet Asset Valueがその分増えるというのは自然かなと思うのですが、上場を強制的にさせたら、Net Asset Valueが大きくなるから、どんどん上場させようというインセンティブでインキュベーションするのは、普通のベンチャーキャピタルと同じような価値観になってしまっていて、投資を受ける側からすると魅力に欠けてし

もう経営になるかなと思いました。もっと本質的な事業価値を見て、腰を据えて、KPI を定めるべきかなと考えます。

また、プロフェッショナルサービスの事業価値がプラスということで、第 2 四半期の決算説明にて「一過性の売上減少です」というようなことをおっしゃっていました。しかし、下期で一度も前年同期比でプラスにならないなか、将来キャッシュフローがプラスだと認識するから事業価値がプラスになるということになるわけですが、固定費がいわゆる損益分岐点売上を超えていない状態で事業価値がプラスであると主張するのは、前提として受注残が超えているなどの根拠があれば理解できるのですが、今のところはちょっと厳しいというのが現状かなと思います。

また、今はネットキャッシュがマイナスで、投資余力がないと思っています。そのなかで、PBR が 1 倍超えの自社株買いは、一般的に BPS の効率的な成長という意味では非常に難しい価格帯かなと思っています。

Net Asset Value 以下、かつ PBR1 倍以上は、非常に難しい価格帯だと思っています。投資余力があって新規投資先がないという状況であれば、自社株買いは合理的な価格レンジになると思います。自社株買いは、基本的には配当よりも良いケースが多いと思うのですが、今の状況だと少し厳しいのではないかなというのが個人的な感想です。

山川：

まず、算出基準を 3 年から 5 年に変更したことについての開示を、我々がしていなかったというのは、ご指摘のとおりだと思います。不誠実だと言われれば、そういう認識をしなくてはいけないかなと反省しています。

ただし、コンサルティングを過去 19 年やってきたなかで、良いときもあれば悪いときもありました。それでも安定してキャッシュを生み出してきたのがコンサルティング事業で、3 年移動平均だとデコボコが激しいということで、5 年移動平均を採用させていただき、今後は 5 年の移動平均で Net Asset Value を計算しようとしています。

プロフェッショナルサービスについて、赤字だったらこれから将来、1 円も生まないのかというと、必ずしもそうではないと思っています。もちろん、黒字であれば将来絶対に赤字にならないのかというと、そういうわけではないという話とまったく同じで、Net Asset Value は 5 年くらいの移動平均を取るべきものだと考えています。

また、アイペットの Net Asset Value ですが、今、株主様がおっしゃったとおり、価値は上場、非上場に関係ないというのが正しい認識だと思っています。我々の Net Asset Value の評価が稚拙だということが一番の原因だと思っています。ボードウォークについてもまったく同じなのですが、我々が投資した 2015 年から今までなにも（評価額を）変えていません。上場、未上場関係なく、特に大きなシェアを持つ投資先については、きちんと精査できるように、努力していきたいと思っています。

そして資金繰りですが、もちろんアイペットだけでなく、他にも流動性があるものがありま

す。ただし、こちらを今売ってしまうのがいいのか、そのまま長期保有がいいのかという議論のなかで、保有を継続し、資金を借入れることが十分にできますので、借入を行うことを選択しました。

もちろん、資金調達の手法は増資もありますし、借入もありますし、社債もあります。これだけ資金調達の金利が低いなかで増資をしてしまうと、株主利益に反することになりますので、借りられるものは借りて、なるべく Net Asset Value をマイナスにしないようなかたちで進めていこうと考えています。

ただし、昨年に関しては大きな買収もあり、それでネットキャッシュがマイナスになるとご理解いただければと思います。

最後に、自社株買いについてですが、自社株買いをするということは、自社（DI）の事業や持っている資産が低く評価されているということです。自社株買いをして、1株当たりの実質的な資産価値を上げるということです。今後より魅力的な投資先が見つければ、自社株買いなどせずに、それを買っていくというのが財務理論的には正しいかと思います。

ですので、我々としては株主価値の最大化を目的として、自社株買いにするのか、配当にするのか、成長投資の資金に配分するのかを勘案しながら資金配分をしていきたいと考えています。

今回、株価が1,500円前後だったこともありまして、我々自身が保有している価値よりもだいぶ低いということで、3億円の自社株買いを決定させていただいた次第です。

質問者 13：

他の方と意見が違う部分もあるかもしれないのですが、個人的には、株主優待には反対ですと改めてお伝えしておきます。これはシンプルに、株主平等の原則に反するということです。

また、株主優待の一番の問題は、経営に関心のない株主を集めるのに一番良い施策であることです。順調なときには、経営陣にとって自由な経営ができるように見えるため好都合です。一方で、有事のときに、短期的にリスクはあるが、長期的には合理的な施策を取ろうとしたとき、世論次第ではそれに反対するような株主が増えてしまっている。

しかも、今の株主構造では、堀取締役が筆頭株主ですが、少数株主の方が多い状態です。よって、経営に関心がある少数株主を集める方が、長期的には合理的な経営ができる体制になるということで、経営面でもプラスだと思います。

もし、短期的に株主数を増やしたいということがあるとしたら、経営に関心のある株主を集めるような方向性にしていただけたほうが、ドリームインキュベータの経営にとって必ずプラスになると私は信じています。そういった視点を少し取り入れていただければと思いますが、いかがでしょうか？

山川：

我々も、株主優待についてはずいぶん議論したのですが、今お話をいただいた株主様のよう  
なご意見を直接聞いて、それを参考にしながら、今後考えていきたいと思います。

社内で議論する中では、株主をもっと増やさなければいけないのではないかとあります。そ  
のときに、経営に関心のある株主様、関心のない株主様という概念がどうしても欠落する場  
合があります。今おっしゃっていただいたとおり、経営に関心のある株主様を増やしてはど  
うかというのも 1 つの大きな意見だと思しますので、それも踏まえて、今後議論してい  
きたいと思います。

以上