

株式会社ドリームインキュベータ
第 21 回 定時株主総会
質疑要旨

(2021 年 6 月 16 日 於霞が関プラザホール)

質問者 1 :

直近のビジネス誌で御社と電通について取り上げられていました。ビジネス誌では、最近ではコンサル業界が活況であると取り上げられていますが、御社は芳しくない状況になっているのは残念なことです。電通との提携についてご説明があり、目標など、ある程度目安となる数字があるわけですが、今後、踏み込んだ目標値、コミットのようなものを定めてほしいというところがあり、その点の見解などをお伺いしたいと思います。

原田 :

「コンサル業界が活況な中で、なぜドリームインキュベータのコンサルティングは活況ではないのか」というご意見と、「目標値をもっと見定めてコミットしてもらいたい」というご意見がありました。

三宅 :

コンサルティング業界は確かに活況で、我々もそれは非常に意識しているところです。ただし、我々は付加価値を成長や事業創造に絞っています。当初、5 年前や 6 年前はほとんど市場がないところに焦点を当てているため、そこからなかなか大きくなっていない状態だと思います。しかし、この数年は非常に反応もよくなってきています。新型コロナウイルスによって確かに昨年前半は一時的に需要が減りましたが、後半以降は既存の事業を大きく変えようと言われるようになり、現在では、非常に大きな仕事がどんどん相談いただけるようになって受けきれないほどになっています。そのようなこともあって、先ほどの電通との連携についても早急に強化しながら、世の中の需要も出てくるということで、これからどんどん事業は大きくなっていくのではないかと考えています。ですので、このあたりにフォーカスして投資していこうと考えています。

原田 :

世の中の活況に負けないようにがんばっていきたいと思います。そのような意味でも、どのようなマーケットに資源を投下していくのかという点はとても大事なことだと考えています。また、目標の具体化やポイントという点は、今現在まだできていないことは申し訳なく思っています。従来からご説明しているとおり、ベンチャーは想定してもなかなかそのとおりにいくことがまずありません。「そもそも IPO するのか」、「IPO した後にいくらで売れるのか？」といったところはコントロールできないため、そこはどうしても幅をもたせた書き方になってしまうということは何卒ご理解いただければと思います。

ただし、電通との連携を含めて、読めるところは今後の取り組みの中でより着実に具体化していき、お出しできるところはなるべく具体化してお出ししていきます。もちろんコミットしていくことも検討していきたいと思いますので、何卒よろしく願いいたします。

質問者 2 :

先ほど CEO が課題を 4 つ挙げましたが、もう 1 つ決定的なものが欠けていると思います。何かお気づきのものはありますか？ パブリック・リレーションズです。

去年までは堀紘一さんというカリスマ的な方がいて、残念ながらこの席で「株価が上がらずごめんなさい」と頭を下げて引退しました。著作があり、たまにテレビにも出て、マスコミも注目しているため年に何回か写真入りで記事が出ます。

堀さんがいることで、「ドリームインキュベータという会社はどのようなことを行っている会社なのかな」、「おもしろいな。勉強してみようかな」、「取引してみようかな」という気持ちになるユーザーや投資家もいました。

その方がいなくなったわけです。振り返っても仕方がないことですが、マスコミの露出などが落ちると、取引先のお付き合いもしぼんできますし、投資家の着目度も下がってくると思います。

先ほど豊田市のプロジェクトのお話がありました。新聞に小さな記事を出すために地道に積み重ねているドリームインキュベータの社員やこのプロジェクトは大変なものだと思います。しかしちょこっと日経に出ただけですので、おそらく豊田市の人間はほとんど知らないと思います。

パブリック・リレーションズが欠けているために、せっかくの大変な努力を多くの方が知りません。よって、取引先もだんだんしりつぼみになります。投資家の注文もあげないため、株価も低迷していきます。せっかく電通と取引が始まっているのですから、知恵を借りるのもよいと思います。

原田さんや細野さんに「第二の堀になれ」とは言いません。しかし、僕は毎年会っているからお 2 人の顔を覚えていますが、世間一般の方は「原田さんって誰？」となると思います。ですので、次に代わる新しいドリームインキュベータの姿を考えてほしいと思います。そのあたりの考えを聞かせてください。

原田 :

一言で言いますと、「せっかくよいことを行っているのに PR が足りない」というご指摘だと思います。日経新聞に小さな記事で「ソーシャル・インパクト・ボンド」が掲載されました。ほとんどの方が気づかなかったと思いますが、気づいていただき本当にありがとうございます。

ご指摘の中にもありましたが、「かつては堀さんがいたが、今はいない中でどうするのか」というお話だと思います。PR はいろいろなやり方があると思います。

個人の方で PR していくのも 1 つのやり方としてあると思うのですが、これからのドリームインキュベータは一個人というよりは、会社の取り組みとして、世の中の人に「よいことを行っている」、「がんばれ」と思ってもらい、理解していただくようになることが大事だと思っています。

まだまだ十分に理解していただけていないという歯がゆい思いもあります。今の現場のメンバーは「よいことをやっている」と誇りを持っていますので、社会のみなさまに理解していただくことを大いに推進していきたいと思っていますし、いろいろな手を考えていかなければいけないと思います。

電通との連携もその1つにありました。まだ途についたところと言いますか、電通はPRのプロの会社だと思いますので、今後、例えば「ソーシャル・インパクト・ボンド」についても連携できるのなら行いたいと電通にもおっしゃっていただいていますので、そのようなものもどんどんアピールしていきたいと考えています。

客観的に見ても明らかに社会に役立つものと自信を持って言えますので、やらない理由がないということをもっとも各自自治体にご理解いただきたいと思います。

そのような社会課題に資するいろいろな取り組みは、なかなか既存の業態や業種とはできなかった官と民の連携や、産業を横断した連携を組み込むことで、最終的に社会課題、あるいは産業の課題に貢献していくことを、もっと理解してもらい、徐々にリアルの認知や株価につなげていきたいと考えています。まだ知恵が足りないところもあると思いますので、今後もそのようなお気づきの点があれば、ぜひ、アドバイスいただければ大変ありがたいです。

質問者 3 :

お話にあったように、株価が低迷というよりも暴落に近い価格で、昨年、堀さんがいた時に「切腹ものだ」と言ったと思うのですが、その時よりも何割も下げている状況です。株主としては、構造改革についてはかなり評価していますが、市場や株主からの信頼回復が絶対に必要です。

株価は下げたいて、機関投資家さえ見捨ててしまっている状況です。株主は、ドリームインキュベータの応援者であり味方です。市場からの信頼回復について、言葉では「努力します」と書いてありますが、その味方を敵に回している今の状況を、本当に会社として改善していただきたいです。

そんな中で、長期的ないろいろな話が出ましたが、おそらく「直近はIPOが引っ張る」ということになると思うのですが、せっかく来場したということもありますので、受注の積み上がり状況など、今期の業績について、持ち帰って「このようなことを聞いたよ」と言えるような、明るい話題があれば教えてください。

原田 :

まず、株価については、大変厳しい状態であるというご指摘だと思います。これについては、本当に申し訳なく思っています。肝に銘じて、株価の向上や、株式市場と株主の信頼回復に努めて、取り組んでいきたいと考えています。

直近の明るいニュースということで、まず、ビジネスプロデュースについては、先ほど三宅がお話したとおり、昨年下半年から非常に引き合いが増えており、現在も社内の稼働状況は非常にタイトだということは、お話しして大丈夫だと思います。

「下期に向けて頼むよ」というお声がけも多々いただいておりますので、今のところはそのような状況で、その点で社内は非常に忙しい状態になっていますが、忙しいことはわれわれにとっては明るい話だとは思っています。

また、電通との取り組みも、5月14日に提携したところで、その翌営業日を皮切りに、いろいろな営業方法について、議論を始めているところです。まだ、具体的な成果はお話しできませんが、成果が出る可能性については、具体的な議論を始める中で、双方の感覚ではけっこうあることを、お互いに理解し始めているところです。

ここについては、まだ具体的にどれくらいの数字だということはお話しできる段階ではありませんが、営業面で協業する、また受注したプロジェクトを役割分担しながら、連携しながら一緒にデリバリーしていきます。そして、もしかしたらそれぞれが持ち得ていないけれども、「両社の力を組み合わせると、もっとこのようなサービスの提供の仕方ができるのではないか」といった検討もできるのではないかと、今まさにしているところで、これはまた今後、お出しできる内容が増えていきましたら、出せる範囲で開示もしていきたいと考えています。

次に、2階建てのほうの中長期のところです。中長期の仕組みと仕掛けの第1弾としての「ソーシャル・インパクト・ボンド」については、今、まさに金融機関の審査中であるとお話ししましたが、お話しできる範囲で言いますと、審査が通る可能性はかなり高いのではないかと、感触を得ています。

うまくいけば、7月初旬くらいには「審査が通過した」「具体的にスタートできます」ということをご報告できると考えています。そこを目指して、金融機関ともやり取りを続けているところです。

ベンチャーのほうは、本当に読みが難しいのですが、先ほど回収期に入りつつあるとお話したように、IPOを準備しているところです。何社で、何月で、いくらになるということまで、全部はお話しできず大変申し訳ないのですが、今期にIPOを予定しているところが複数あります。

我々としては、確実にIPOしていただいて、よい値段がつくかたちになるよう、支援を続けているところです。

以上、我々としては、そのようなことに足元で取り組みながら、短中期と中長期で、より明るいご報告ができるように、基盤作りをさらに進めているとご理解ください。

質問者 4 :

まず、終わった期についての暗い説明は必要ないと思います。アイペットは絶好調で、コンサルティングビジネスもかなり大変な時期から復帰し、ベンチャービジネスについては、今はわからないけれども、10年後には結果がわかると思いますので、あまり会計上の数字に意味はないです。私も認識を強めましたが、いろいろな方が株価問題について言及しました。これは1つのコメントですが、株主の観点から何を求めるかと言いますと、事業の規模の最大化ではなく、1株あたりの価値の最大化です。残念ながら、2018年から見ると、60パーセント以上株価が下がっているのですが、1株あたりの価値の認識が充分ではないと思います。

1つの考えとして、御社は今56パーセントのアイペット株を保有しており、それによる価値は139億円です。ドリームインキュベータの時価総額が93.8億円ですので、アイペットへの投資は、時価総額を上回っています。

そのため、裁定取引の可能性があります。一部のアイペット株を売却して、その資金を使って、ドリームインキュベータの自社株買いを行えば、ドリームインキュベータの株主の1株あたりの保有分は、アイペットの保有分、上がります。しかも、コンサルやベンチャーなどのビジネスの1株あたりの保有分

が上がります。ですので、裁定取引は 1 つの可能性であり、おもしろい策ではないかと考えています。そのような株の価値の最大化の手段はいろいろあると思います。

今回、嶋田さま、藤田さま、小松さまという素晴らしい経歴を持っている社外取締役の方が入って、議論が活発化できると思います。この場で嶋田さま、藤田さま、小松さま、お願いします。ぜひとも今後このような 1 株あたりの価値の最大化について議論する努力をしてください。

原田：

「去年の暗い決算の説明はいいから」、「実態はぜんぜん暗くないぞ」という大変温かいご支援のお言葉をいただきました。「アイペットも絶好調で、コンサルも復調で素晴らしいじゃないか」、「ベンチャーは会計のことはあまり気にしないでいい。10 年かかる話なのだから」と、ドリームインキュベータのことをよく理解していただいていると思います。

ご意見としては、「ドリームインキュベータが保有しているアイペット株の一部を売却して自社株買いをすることで BPS を上げられるのではないか」という裁定取引についてです。確かに 1 株あたりの価値を上げていくのはとても大事だと思っています。

特にドリームインキュベータのように期間損益だけではなくて、非常に長い時間軸で価値を高めていく投資業を業としている以上、価値が増幅したものをマーケットにもご理解いただいて、株主のみならずが持っている 1 株の中の価値が増えたことをご理解いただくのは非常に大事なことだと思っています。

会計的な BPS に反映しようとすると、今ドリームインキュベータは日本の会計基準を採用しているため、時価が上がっても会計上の BPS に反映されないのです。

「会計には反映されないのですが、実質的には価値が上がっていますよ」ということをご理解いただくために、わかりにくいかもしれませんが、「Net Asset Value (NAV)」を出しています。その上でさらに会計的なところに反映できるやり方として、裁定取引もあるのではないかというご意見だと思います。

先ほどご覧いただいたとおり、本日の総会の議案をご承認いただきましたら、さらに取締役会のメンバーも多様化いたしますので、そのような中で課題の 1 つとして議論したいと思っています。

質問者 5：

先ほどの質問と関連して、1 株あたりの利益、純資産を充実してほしいというのは私もかねがねお伝えしているとおりです。その観点では、コントロールできることはけっこう少ないと思うのですが、私は株主優待に反対ということをずっとお伝えしています。

株価としても、2018 年に株主優待を導入した直後に 20 パーセントくらい下落しています。一部の村上ファンドは会社法に違反しているような株主還元だという考えのファンドの方もいて、それで機関投資家がいなくなったという事実もあります。

つまり、直近赤字でプレミアム倶楽部というところに手数料を払って株主還元を行っている状況で、例えば、その金額を 1 円でも使っているとしたら今の PBR は 0.9 倍くらいだと思うのですが、10 パ

ーセントディスカウントで還元できるわけです。負ののれんではないですが、そのように償却したら 10パーセントプレミアムが乗ったリターンが株主に還元できることがあります。

もともと、株主に平等に還元ができないような施策を打っていることと、今の株価を考慮したら、他の自社株買いなどの代替案のほうが魅力があるといった状況です。

これを、過去に導入した担当者の顔を立ててというのは、コンサルティングで「あるある」だと思うのです。そういう sunk cost を無視して、現状を最適化したいということをおそらく行っていると思います。

しかし、株主還元の、例えば株主優待というわかりやすい簡単な施策は廃止し、少額の予算かもしれないですが、その金額分で自社株買いすると言っただけでも、外部の人からすると、ドリームインキュベータが合理性を発揮しているというシグナルになります。これほどコストパフォーマンスの高い IR はないと思います。

過去 2 年間のミスにはもう目つぶってよいと思うのですが、株主還元に関する合理性、一貫性について、あらためて、そのような策を打って示してもらえれば、外部の響く人には響くと思うため、検討いただければと思います。

原田：

いただいたご意見は、株主優待制度を廃止し、浮いたコストで自社株を取得するべきではないかというご意見だと理解しました。

まず、導入した担当者の顔を潰すから続けるということはいきません。その点は任せてください。優待制度に反対というご意見や、むしろ優待するべきであるという意見を株主さまからいただく中で、1 つの解として導入したという経緯はあります。

ただ、1 つ前のご質問にあったように、1 株あたりの価値を高めていくという観点では、多少なりともマイナスだというのは、おっしゃるとおりだと思います。その点をどう考えるのかを含めて、今後の資本政策、そして、IR の検討課題の 1 つとしていきたいと思っておりますので、ご理解ください。

質問者 6：

株主資本政策についてお話があり、来期に向けて質問があります。現在トロイカ体制ということで、昨年からお三方が参加して、この体制でやっていくとうかがっていますが、株主名簿の上位に、お三方の名前がないのは、少し残念な気がします。マネジメントの方の持ち株比率が高くないことが気になります。インサイダー取引規制の関係で取得が難しい部分もあるかと思いますが、保有株式数からマネジメントの覚悟がみえてくると思います。

先般、電通との提携の際には、堀さまが株式を放出して、かなり損切りされたのではないかと邪推していますが、そのような覚悟がしっかりと伝わってきました。

また、資本政策については、過去に 5,000 円以上の価格帯で増資しています。その点に関して、堀さまも道義的責任があると、何度かおっしゃったことがありますので、この点を、今後考えていくことはありますか？

次に、過去にも私が提案したのは、先ほどの優待の話などもありますが、やはり長期的に株式を保有している株主に対して、優先株の転換などといったものです。（他社では）一定の株式の保有に対して、利用側の優先株の買い取りもあったと聞いています。今もあるかどうかは定かではありませんが、そのような資本政策など御社でも検討していただけたらと思いますので、その点をかいつまんでお願いします。

原田：

まず、「経営陣が保有している株数が少ないのではないか」ということについてです。さすがに前期までの経営陣は創業時から株を取得していました。かなりのシェアを持つことからスタートしていたのもありますので、ずっと上位株主にのっていたものです。

私を含めて三宅も細野も創業したあとに社員として入ってきたこともあり、創業株を持っていないことが大きな違いということをご理解いただけたらと思います。

また、これは今後の検討課題だと思いましたが、十分に開示できていない部分として、弊社の執行役員以上の幹部については報酬の2割は株で支給しています。ただし、この株は現株ではなくて、以前の株主総会で承認いただいたBIP・ESOPというものです。

これは信託制度を使って、退職時に初めて株をもらいます。退職するまで株をもらえず、相当分のポイントだけ計上しているものです。ここにいる3名を含めて執行役員メンバーは、年間総報酬の2割相当分は、辞めた時に株になるポイントだけが付与されています。

退職する時には株になりますので、幹部一人ひとりの退職金が株価でダイレクトに増減します。その時に向けて少しでも株価を向上させていきたいと幹部が励みにする仕組みです。

ここにいる3名もそれなりのポイントはあります。毎年報酬の2割を実質株で持たせていただいて、それが毎年積み上がっていくことをご理解いただきたいと思います。

また、「以前、5,000円くらいの株価で増資したことを忘れるな」ということですが、それは「経営陣が変わったから忘れます」ということではないと思います。今後、株価を上げていく時の1つの重要なものとして、メンバーとしては意識していきたいと思います。

先程の株主の方からは「株主優待は廃止すべき」というお話をいただきましたが、今度は「長期保有株主にはなにか優遇すべき」というご意見も頂戴しました。どのようなスキームがありえるのか、応援していただける株主にどのように還元していくのか、を考えていきたいと思っています。

質問者7：

3年以上前からNAVを開示されていると思います。株価はNAVとの比率では30パーセントくらいで、異常値のような価格になっていると思うのです。

経営者の方などは貯金したお金でインサイダーなどにならないように持株会のようなものを作って、全部買いたいくらい安いという感覚だと個人的には思います。私が中にいたら、全部買いたいくらいの価格だと思うのです。

経営者は株主にリターンを返す責任があると思っており、買い手を見つけるところも非常に大事かと思っています。まず、本当にNAVを信じているのかについてお聞きしたいです。

NAVが安いと思っているのであれば、NAV以上に株価を上げたり、もしくはNAV以上の株価であればおそらく買収に応じる既存株主も非常に多いと思います。

アイペットは、今の時価よりプレミアムを付けて売却できる可能性は十分にあると思っています。

NAVより高く買う買い手を見つけることが可能なくらい金融市場はバブっているわけです。

いつまでにそのような買い手を見つけるアクションを行うのでしょうか？

今の情勢とアイペットの保有比率、ポートフォリオの成長事業を考慮すると、十分に応じるプレイヤーはいるのではないかと個人的には思っています。

原田：

ご意見は2つの構成で、まず、保有している事業ポートフォリオの売却において、NAVに対してさらにプレミアムを付けることが可能だろうということですね。そして、それを見越した上で、ドリームインキュベータの株を、今よりも高い株価で買う買い手もあり得るが、そのようなところを探していないのかというご質問だと理解しました。

まず、中身の入れ替えについては、特に、保有している事業のうち、50パーセント超の株式シェアを保有しているところは、売却プロセスの中で、コントロールプレミアムが売却価格に乘せられることが多いです。それも、ドリームインキュベータが保有している事業について、未来永劫、全て持ち続けることはおそくないと思いますので、その時々で新たに仕込むためにも、既存のポートフォリオの中から入れ替えていくことは常に検討しています。

おっしゃるとおり、そのようなものを入れ替えていく時には、当然ですが、コントロールプレミアムも含めたプレミアムを付けて売却して、トータルのリターンを増幅させ、さらに次なる投資やドリームインキュベータの株価の上昇にもつなげるということは、常に考えています。

ドリームインキュベータの株にプレミアムを付けてまとめた株数を買いたいプレイヤーがいるのではないかという点については、5月14日に開示した電通も、その1つであるということです。

同じようなスキームで、それ以外の買い手候補がいるのか、探しているのかについては、足元ではその予定はないです。ただ、5月にそのようなことが起きたため、常にあり得ることだとは思っています。経営の選択肢にはあるが、新たなものとしての予定は今はないということで、ご理解いただきたいと思っています。