

**株式会社ドリームインキュベータ**  
**第 23 回 定時株主総会**  
**質疑要旨**

(2023 年 6 月 20 日 於霞が関プラザホール)

**質問者 1 :**

アイペットホールディングスの売却を当時の市場評価よりもかなり高い株価で実現され、株主の声を聞いていただき会社として最善を尽くしていただけたと思っています。100 億円の還元に関しても、久しぶりの配当もあって楽しみにしているものの、急に自社株買いの話になったこと、また自社株買いしたものをどのようなものに振り向けるのか、あるいは消却するのかということろについて教えてください。

**原田 :**

アイペットホールディングスの売却については、何年も前から株主のみなさまと株主総会でもやり取りを行ってきましたが、インサイダーの関係で検討していることすべてはお伝えできないこともあり、歯がゆい思いでした。

議論できるところはなるべく議論をさせていただいてきましたが、前期によく売却を実現することができました。長い間お待たせしていましたが、応援を続けていただき、本当にありがとうございました。

**細野 :**

取締役の細野でございます。2022 年 11 月以降に開示したとおり、自社株買いならびに配当を使って 100 億円の株主還元を行います。

基本的な考え方として、理論株価よりも現状株価が安いと想定される状況においては、自社株買いを行い、それを消却したほうが株主のみなさまの中長期的な利益につながると考えています。株価次第ではありますが、自社株買いできる部分に関しては自社株買いを中心に進めていくことを想定しています。

今期に関しては 40 億円以上の株主還元をすでに公表しており、自社株買いを発表してから半月強の 5 月末時点ですでに 3.6 億円ほどの自社株買いを進め、現時点ではさらにもう一段進めています。

自社株買いをした株式については、基本的には消却する前提です。ただし、これまでに公表しているとおり、目安として執行役員の報酬の 2 割、取締役の報酬の 3 割は株式でまかなうため、その原資として取得した自己株式を一部取り置くことも想定しています。

株価の向上は我々のインセンティブにもつながりますので、それを踏まえて、株主のみなさまと一緒に中長期で株価を上げていく施策を進めていきたいと思っています。

**原田：**

株主還元の開示の経緯を、「第 23 回定時株主総会招集ご通知」に改めて示させていただきました。2022 年 11 月 7 日にアイペットホールディングスの TOB 開始の発表と同時に、この時点では TOB が完了するかもわからない状況ではありましたが、「TOB が実現した場合」の株主還元の総額を、まずは公表させていただきました。

すべてのことが決まってから公表するべきか、お伝えできることをその都度ご報告するべきか悩みましたが、我々は後者を選択しました。自己株式の取得や配当の進め方、時間軸についてまだ詰めきれていませんでしたが、まずは総額についてお伝えできる範囲で公表したということです。

そして、2023 年 2 月 7 日には、20 億円の特別配当を公表し、残り 80 億円の還元方法については 5 月の決算発表まで議論を重ねた上で公表しました。

我々としては、サプライズにならないように、お話しできる範囲でお伝えする努力をしたつもりです。ただし、いろいろな思惑が市場の中に走った部分もあるかもしれませんので、今後の IR の仕方については工夫を重ねていきたいと思えます。貴重なご意見ありがとうございました。

**質問者 2：**

約 2 年前の株価は 1,000 円前後だったと記憶していますが、先ほど調べたところ現在の株価は 2,891 円でした。日経平均株価と比較すると DI の株価の上昇率のほうが高い状況です。株価が上がった要因と、それを踏まえた上で今後の株価維持のために経営陣はどのようなことを意識し、力を入れていく予定なのかを教えてください。

**細野：**

株価に関しては、この 3 年ほどかなり意識して経営しています。いろいろな要因があると思いますが、いくつかお伝えします。

1 つは、事業モデルとしてビジネスプロデュースとインキュベーションを行ってきました。しかし、今回の構造改革を踏まえ、基本的にはインキュベーションを縮小し、新規事業創造のコンサルティングを中心としたビジネスプロデュースに資源を集中したことが挙げられます。

その結果、かなりシンプルな事業モデルになってきました。それにあわせて人員も増え、社内としてはリソースを集中することができてきています。

一方で、ビジネスプロデュースに対するニーズはかなり旺盛です。特に今は大企業で新規事業創造を考えていない会社はないというくらいです。事業モデルがシンプルになり、経営資源投資を社内で一本化できるようになってきたことは、DIがこのニーズを取り込んで成長するには非常に大きいと思っています。

加えて、アイベットホールディングスも含めてベンチャー投資における投資資金の回収を進め、株主のみなさまのご意見も聞きつつ還元策を公表していることが評価されているのではないかと思います。今後も資本効率を意識しながら、株価をできるだけ高く維持することができるよう検討していきたいと思っています。

今後に関しては、今公表している中期経営計画の目標を着実に達成していきたいと考えています。事業計画を適切に遂行していくことで、株主のみなさまの信頼を獲得し、ビジネスプロデュース事業を確実に作っていきます。

また、株主還元に関しては資本効率を意識していきたいと思っています。2023年3月末時点のキャッシュが241億円で、配当の20億や法人税の支払いにより6月末には約140億円になります。ここからさらに80億円の還元策を実施し、できるだけ資本効率を高めた経営を行っていくことで、1株当たりの利益を上げ、株価を高くしていきたいと思っています。

#### **原田：**

インキュベーション事業について少し補足します。2年前に構造改革の方向性を出し、株主総会でも大いに議論となりましたが、社内でも1年以上にわたり侃々諤々の議論が続きました。

我々は創業以来、祖業であるベンチャー投資と大企業のビジネスプロデュースの2本立てで事業を行う中で、いかに株価を上げていくかが長年の大きな課題でした。株主のみなさまに意見を伺うと、共通して「中身がわからないため評価ができない」と言われ、これが株価評価において大きな課題となっていました。

そこで、継続的な株価向上を達成していくためには何を変えなくてはいけないかという苦しい議論を1年以上にわたり続けました。その結果、「社会を変える 事業を創る。」というミッションは変えずに、方法論としては2本立ての事業を1本に集約・統合していくほうが、株主のみなさまにも企業価値を評価しやすくなるだろうと考えました。

それによって、安心して買やすい株になることで、より株価を上げやすくなるだろうと考え、この決断に至りました。先ほど細野がお伝えしました構造改革を進めた背景には、このような経緯があります。

### 質問者 3 :

「株価が理論株価を下回った場合は自社株買いをしています」というお話がありましたが、理論株価はいくらなのでしょう？

### 細野 :

残念ながら、理論株価の具体的な想定値をお話しすることはできませんが、考え方としては、弊社の事業は大きく分けて 3 つから構成されています。1 つ目は、アイペットホールディングスの売却を含めて今持っているキャッシュの部分。2 つ目として、ビジネスプロデュース事業は、利益に対してどのくらい将来の成長が期待できるかによって PER をかけていますが、そちらに基づいて計算される株価があります。3 つ目は、ベンチャー投資で現在も保有している資産の価値。基本的にはこれらの 3 つから構成されています。

3 つ目のベンチャー投資のところをどのように計算するかが比較的難しいですが、今回の株主招集通知や事業報告でも、今どのくらいの含み益があるかを公表しています。ただし、含み益がそのまま実現できるかどうかは、将来にならないとわからないところもあります。株主のみならずにもいろいろなご意見はあると思いますが、我々としては理論株価に対して基本的にこの 3 つの構成に基づき考えています。

(開示以降、) 自社株買いを実行していますが、現状では平均価格 2,500 円ほどで取得しています。なお、こちらもすでに開示していますが、今期取得する株式数は 150 万株、取得価格は 30 億円をそれぞれ上限として行います。このどちらかが上限に達した段階で、今回の自社株買いはいったんストップすることを想定しています。

### 原田 :

株価を決めるのは株式市場や株主のみなさまです。我々としても、いろいろなことを想定して社内でも取り組んでいます。それらをアナウンスすることでかえって混乱を招くこともありますので、そういったものをお伝えすることはご容赦いただければと思います。

### 質問者 4 :

意見になるのですが、今回のアイペットホールディングス売却により、従業員と役員に対して 20 億円の特別報酬が与えられました。従業員と役員にはすぐに還元があるのに、株主には 2 年間かけてじわじわと 100 億円を還元するのはあまり平等ではないと思います。株主にもできるだけ早く還元するべきだと考えており、ご意見があればお聞かせください。

**細野：**

株主のみなさまにもいろいろなご意見があると思いますが、まず、100億円の株主還元のうち20億円は特別配当というかたちですぐに還元するよう配慮したつもりです。残りの80億円に関しては、先ほどもお伝えしたとおり、2年間かけて自社株買いを中心に進めていくことを考えています。

5月末時点で3.6億円ほど行っていますし、今後の株価次第ではありますが、自社株買いが順調に進めば今期で40億円以上の取得を行う可能性も十分あります。我々としても、資本効率を意識し、できるだけ早く還元できる部分があれば還元していきたいと思っています。

**原田：**

株主還元には大きく分けて、自己株式取得と配当という2つの方法がありますが、我々としてはなるべく自己株式の取得を優先したいと考えています。なぜなら、会社の中長期的な事業の成長と、中長期的な株価の持続的成長を両輪として実現したいと考えているからです。

配当で100億円を還元することは、今すぐにでも可能です。しかし、自己株式を取得することで発行済株式数の分母が減りますので、これからも株を持って応援して下さる株主にとっては、1株当たりの利益が高くなります。その結果、株主の持分利益が大きくなっていき、株価も上がりやすくなります。さらに、その効果は中長期に持続します。そのため、自己株式の取得を中心に還元を実施し、株主の皆様にもできるだけ中長期に応援していただき、株価も事業も持続的に成長していきたいと思っています。

次に、年間で最大限できる自己株式の取得はどの程度になるか、という点を専門家にも相談してきました。株式市場における流動性を踏まえて計算すると、「ドリームインキュベータの株式は最大でこれくらい取得できるだろう」という数字が出ます。分析によると、1年で80億円すべての自己株式を取得することは難しい可能性が高いとのことでした。

しかし、ずるずると何年もかけて行うのもまた違うと考え、いろいろと検討した結果、2年を猶予としていただきたいというのが今回の発表です。この2年の中で、流動性が許す限り自己株式の取得を進めていきたいと考えています。もし流動性が足らず、初年度に掲げている目標の40億円を達成できない場合は、少なくとも40億円までは還元が行われるように配当を行う予定です。この方法により、長くても2年以内にすべての還元を完了させることを目標として掲げています。

**質問者 5 :**

今回の株主還元について、一過性の利益や還元などを目当てにした人たちの中では、業績などはどうでもよく、配当政策にしか興味がないという論調が見受けられ、もっとしっかりと御社の業績向上に深く関心を持ってほしいと残念に思っていました。とはいえ、私のような長期ホルダーに対して、何かさらに考えていることがあれば教えてください。

**原田 :**

まず何よりも、長年に渡り当社の株を持って応援してくださり、また株主総会にもいらしてくださり、本当にありがとうございます。

**細野 :**

弊社には、ご質問者さまをはじめとして、長期で株をお持ちの方や、株主総会に毎回足を運んでいただいている方々が多くいらっしゃいます。そのような方々に対して、より手厚く還元できる方法がないかと、社内でも議論しました。

証券会社や信託銀行などさまざまな専門家に相談しましたが、実効性や必要なコストなどを考えるとなかなか有効な手立てがなく、会社としては、長期保有していただいている方に何か追加で還元するのは難しいと判断しています。

ただし、我々経営陣としては、今回の還元策を含め、今後の株価を上げて長期的に企業価値を向上することにコミットし、みなさまの期待に応えていきたいと思っていますので、ぜひ引き続き株を保有し、応援していただけるとありがたいです。

**原田 :**

長く保有していただいている方に特別に何かを行うことは難しいのですが、株価を向上させることで長期保有の方に寄与することを目的に還元策を策定していますので、その点をぜひご理解いただければと思います。

**質問者 6 :**

私も長年株を保有していますが、少しインキュベーション事業について心配しています。ドリームインキュベータという社名からして、インキュベーションの部分も、ドリームの部分も忘れてはいけないと思います。インキュベーション事業のポートフォリオにはインドの部分がまだまだ多いです。具体的にどのような投資先があり、どのような状況で、今後どのような展望を考えているかを教えてください。

**原田：**

長いこと株をお持ちいただき、ありがとうございます。社名である「ドリームをインキュベートする」という部分は変わりませんので、これからもワクワクする事業創造を行っていきたいと思います。

**細野：**

インドに関しては、スライドにも記載のとおり、現状は 21 社に投資して時価は 65 億円となっており、非常に手応えを感じています。具体的な社名はお伝えできませんが、ヘルスケアテックやフィンテックの会社を中心に投資しており、急激に成長してきています。

今投資している企業のうち、2 社は「ユニコーン企業」と呼ばれる時価総額 1,000 億円以上の会社で、4 社が今後ユニコーン企業になることが期待できる時価総額 250 億円以上の会社です。コロナ禍によって世界中でさまざまな経済的混乱が起こる中でも、インドは着実に成長していますので、次の 10 年は間違いなくインドのテックが世界で戦っていくという実感を持っています。

一方で、インドでは IPO 市場が未整備のため、すぐに IPO ということが今はまだできません。そのため、どのタイミングでどのように回収できるかについては、国際情勢などさまざまな事情がありますので、具体的な目標や数値はわかりませんが、期待感を持っています。

今後は、基本的にベンチャー投資に関しては回収をしていきます。ただし、ビジネスプロデューサーと連動性が非常に高い領域に関しては、ドリームインキュベータとしても関与していくことを想定しています。

例えば、ソーシャルインパクトボンドという新しい取り組みも行っていますし、日本企業がさまざまなインドのベンチャー企業と連携してグローバルに展開していく際のゲートウェイになるような投資であれば継続したいと思っています。今後は、ビジネスプロデューサーと連動した投資という観点で、事業を整理していこうと考えています。

**質問者 7：**

指名報酬委員会の委員長にうかがいます。第 3 号議案の役員賞与支給に関して、「一過性の大きなキャピタルゲインが出たことから、現金賞与を 4 億円ほど考えている」というお話がありました。現金である理由は何でしょうか？

**原田：**

まず、私から事実をご説明し、その後に、指名報酬委員長からもお答えします。

事実としては、株式での賞与も支給しています。第3号議案には、過去の株主総会で承認をいただいた取締役の現金報酬枠を超える部分については取締役会だけで決めることができないため、その部分のみ株主総会で諮らせていただいています。

2月に公表した役職員向けの特別賞与のうち4分の1は株式で支給しており、株主のみなさまとなるべくセიმポートとなることを考えています。そのため、株式で可能な限り支給し、残りは現金としています。

**宇野：**

指名報酬委員会の委員長の宇野でございます。今説明があったように、役員の報酬については現金報酬と株式報酬をミックスして考えており、特に業績連動の部分については株式報酬の割合が大きくなっています。

第3号議案のご説明にもありますが、もともと当社には投資事業とコンサルティング事業があります。一般的な投資事業というと、いわゆるファンドマネジャーが大きな金額の成功報酬を取っていくという契約をしているものが多いと思います。ファンド的な考え方であれば、結果が出た時に分配することはもともと契約で決まっていますが、当社はそのようなかたちになっておらず、また、競合と比較すると、一般的に給与水準や報酬水準が低くなっています。そのような中で、今後の事業の成功のためには、優秀な人をしっかりとリテンしていく必要があります。

そうした背景も踏まえ、報酬全体の水準を考慮し、現金報酬と株式報酬の最適な割合を考え、議論し、今回の結論になったとご理解ください。

**質問者8：**

指名報酬委員会の社外取締役の方に質問です。今回の投資のキャピタルゲインをもとに報酬請求をしていますが、投資の原資になった増資時点の株価から半減しているにもかかわらず、業績が上がったと称して報酬を請求する行為は、一般的な慣習としてはあり得ないと思っています。善管注意義務違反に該当する可能性がそれなりにあるのではないかと考えており、適法性についての観点からもご認識を伺いたいです。

**原田：**

まず、2005年つまり今から18年前に実施された増資に応じてまだ持ったださっている株主の方には、株価がそこまで戻っていないことを申し訳なく思っています。今回P/L上でキャピタルゲインが出たわけですが、これをどう扱うべきかという話です。

2005年の増資の翌年、2006年にライブドアショックで新興市場の株価が10分の1になり、2008年にはリーマンショックでさらに株式市場全体の株価が下がりました。その後も、長らく株式市況が低迷したため、非常に長い間、我慢してこられた株主の方もおられるかと思いますが。

一方で、先ほど指名報酬委員長からお話がありましたが、人材の取り合いをしている競合のコンサルティングファームと比べて抑えた報酬で、長年社員にも我慢させてきました。株主のみなさまにも我慢していただき、社員にも我慢をさせてきたという状況です。

増資時の株価に戻らない限りはP/L上で利益が出ても賞与を払わないとした場合には、なかなか社員をリテインするのは難しくなると考えています。会社を清算してしまうのであれば1つの考え方としてあり得るかもしれませんが、それだと増資時を超える株価を実現することができません。

むしろこれから企業価値を高めていくためにも、長年がんばってきた社員のメンバーをなるべくリテインし、さらに利益、企業価値、株価を上げていくほうに仕向けることが大事だと考えています。

だからといって社員だけに賞与を支給して、株主には還元がないということはありません。そのため、株主への還元と社員への還元、そして、これから企業価値を最大化していくゴールデンバランスとは何かということ、あらゆるシミュレーションを行い、分析と検討を重ねた結果、今回のバランスになったと考えています。

ステークホルダー全体のバランスを最適にしないと、持続的な企業価値の成長ができないということ、今回あらためて考えさせられました。私どもとしては、社員がいなくなって終わりではなく、これからますます企業価値を高めていくべく、全社が一丸となって進んでいけるよう、そして株主にも最大限還元できるよう、今回の配分を実施したとご理解ください。

#### **宇野：**

増資のときや株価が高い時に買った人については当然損失が出るわけですが、株価に戻らない限り役員報酬は払えないというのは、会社法上はとられていない考え方であると思います。

今、原田 CEO から説明があったように、役職員のやる気と今後のビジネスを考えたバランスの上で、どこまで報酬を払い、どこまで株主還元していくか、そのバランスを指名報酬委員会でも諮問しましたし、取締役会でも十分に議論しました。先ほど、善管注意義務違反になるのではないかという話がありましたが、それについては、過去の増資時の水準まで株価が戻らなければ報酬を支払えないということはありませんので、善管注意義務違反ということはないと考えています。

### 質問者 9 :

5月11日に自己株取得についてのIRを出していると思いますが、その中で自己株取得の期限が2024年3月31日となっていました。この期間で設定している理由は何なのでしょう？どこが還元のエンドになるか教えてください。

### 細野 :

自己株買いの進捗状況に関しては毎月開示しており、どれくらい進んでいるかは株主のみならずと共有する方たちになっています。まさにその進捗状況次第ですが、仮に30億円の自己株買いが早く終了した場合、追加で自己株買いを出すのか、あるいは配当にするのかなど、状況に応じて次の開示を行う予定です。

例えば10月か11月くらいに30億円の自己株買いが終了しているとしたら、翌2月の第3四半期決算発表で何らかの開示をするかもしれません。そのあたりは状況を見ながら、みなさまにお待たせすることがないよう、できるだけ適時に開示していきたいと思っています。

### 質問者 10 :

今回アイペットホールディングスを売却し、お金が入ってきたのは大変喜ばしいことですが、それは今の経営者や社員への報酬ではなく全額株主に還元すべきではないでしょうか？さらには、株主にすべて返して上場廃止し、解散したほうがよいのではないのでしょうか？

### 原田 :

当社はこれまで大きく2本柱（ビジネスプロデュースとベンチャー投資育成）で、リソースも配分してきました。その方針策定の道中においては色々な議論をぶつけ合ってきましたが、会社全体としてはドリームインキュベータが崩壊せず持続的に成長するよう、いろいろな荒波にぶつかりながらも、苦しいときでも辞めないで歯をくいしばって支えてきてくれた社員が沢山いるわけです。

この社員達が役割分担し、各方面でマーケットと対峙しながら、ドリームインキュベータを今日まで持ってきてくれました。そして、これからの株価や企業価値をさらに向上させる基盤を作ってきてくれました。こうした社員達に分かち合うことは、とても大事なことで考えています。そして同時に、応援して下さっている株主のみならずとも一緒に分かち合う、というのが今回の考え方です。

創業以来掲げており、今でも経営の根幹に据えている当社の社是の4番目に「分かち合う」という言葉があります。これをどのように運用するかを、今回我々マネジメントは試されたわけです。応援して下さっている株主のみならずと、支えてきてくれている社員を、これからますます一緒に価値を高めていく仲間として分かち合った、というのが今回の配分の考え方です。

上場についてですが、本日の中期経営計画についての説明の中にもありましたが、これからのビジネスモデルの進化の方向性の中に、資金調達を含めた B/S の活用が含まれています。

23 年間苦勞して積み上げてきたインキュベーション事業のノウハウ、資金、人材は単に収穫して終わりではありません。株主のみなさまにわかりやすくするために事業構造は 1 本に集約してはいきますが、培ってきた経営アセットはビジネスプロデュースに大いに活かしていきたいと考えています。

その活かし方については完全に答えが出ているわけではなく、まさにこれからの成長戦略の検討課題として掲げています。これから社内でもその議論を重ねていきますので、進化の道筋の解像度が上がってきましたら、株主総会でみなさまと共有し、大いに意見交換も行いたいと考えています。

以上