



# より「強い」デジタルガレージ

---

2022年12月  
東京

[www.abetterDG.com](http://www.abetterDG.com)

# 留意事項

---

- 本資料は、委任状勧誘(議決権の代理行使の勧誘)に関する規則が適用されるような、議決権の代理行使を勧誘する意図はありません。
- また、当社は、株主の皆様に対して、共同で議決権を行使することを何ら勧誘・請求するものではありません。共同して議決権を行使することに合意した株主は、日本の大量保有報告制度における「共同保有者」とみなされ、日本の関連当局に総額ベースで株式保有の届出を行い、公開することが必要となります。
- 当社は、本ウェブサイト上で意見表明したり、あるいは、他の株主との対話等の行為によって、金融商品取引法上の共同保有者と見做される意図は全くありません。
- この声明および関連資料は、オアシスの意見、解釈、および推定を独占的に表しています。オアシスは、その有するプライベートのファンドの投資顧問としての立場のみにおいて、本意見を表明しています。

# 目次

---

1. エグゼクティブ・サマリー
2. DGの概要
3. 国内決済代行事業概要
4. DGの課題
5. オアシスの提案： DGをDGファイナンステクノロジーとDGインベストメンツの二つの企業体に分ける
  - A. DGファイナンステクノロジー改善計画
    - A1.FTセグメントにおける営業機能の向上
    - A2.決済代行事業に精通した取締役の採用
    - A3.MTセグメントとFTセグメントのシナジーの発揮
    - A4.明確なガイダンスの設定
    - A5.キャピタルゲインによる株主還元
  - B. DGインベストメンツ改善計画
    - B1.ファンド事業のさらなる拡大
    - B2.カカコム株式の売却
    - B3.配当・自己株買いによる株主還元
6. 提案の実現による価値向上
7. DGの取締役および経営陣へのメッセージ

# 1.エグゼクティブ・サマリー

# エグゼクティブ・サマリー

- 株式会社デジタルガレージ(以下、「DG」という。)は、決済代行事業および投資事業において大きな可能性を持っているが、経営陣はその真価を発揮できていない。
  - 決済代行事業を行うフィナンシャルテクノロジー(以下、「FT」という。)セグメントは、競合であるGMOペイメントゲートウェイ株式会社(以下、「GMO PG」という。)に成長面で遅れをとっている。これは、経営陣の注力不足と営業人員のリソース不足によるものであると考えられる。
  - インキュベーションテクノロジー(以下、「IT」という。)セグメントでは、その好調な実績を活かしきれていない。
- オアシスは、DGが完全に独立したDGフィナンシャルテクノロジーとDGインベストメンツという2つの企業体に分割されることで、より強い会社になると考えている。
  - 本計画では、DGの現在のFTセグメントとマーケティングテクノロジー(以下、「MT」という。)セグメントが、DGフィナンシャルテクノロジーとなり、
  - DGの現在のITセグメントとロングタームインキュベーション(以下、「LTI」という。)セグメントが、DGインベストメンツとなる。
- FTセグメントとITセグメントは、この新体制のもとでその潜在能力を最大限に発揮することができる。
  - DGフィナンシャルテクノロジーを独立させることで、経営陣を当該事業に集中させ、GMO PGとの競争や、日本のキャッシュレス決済へのシフトにより生じる機会を最大限とらえることができる。また、FTセグメントは営業人員を増やし、プロジェクトマネジメント部門を設置し、DGの商品力をアピールするとともに、分野別に特化した営業チームを作るべきである。
  - 独立したDGインベストメンツは、その優れた実績を生かし、DGインベストメンツとともに継続的な投資機会に投資する第三者資本を調達することができる。これは、独立した事業体であれば、より容易に実現できる。現在、大和証券と、この目的のために、KK DG Daiwa Venturesを設立し、持分法適用連結会社としているが、独立したDGインベストメンツは、さらに第三者資本を集め、事業を拡大することができると考えている。
- また、DGの事業は、独立したCEOの全面的な関与によってより成長することができる。DGの会長である林郁氏は、株式会社カカクコム(以下、「カカクコム」という。)の代表取締役会長を兼任している。林郁氏は、DGのFTセグメントの成長に専念するために、この役職から退くべきである。
- DGは資産を豊富に保有しているが、投資家はDGが株主に資本を還元することに確信を持っていない。DGフィナンシャルテクノロジーはキャピタルゲインによる株主還元を重視し、DGインベストメンツは自社株買いや、配当による株主還元を重視すべきである。それにより、投資家に明確なメッセージを送ることができ、株主は、現在のDGの時価総額の61%を占める、カカクコム株式を含む多額の資産に価値を見出すことができるようになる。
- また、DGは保有するカカクコム株式を完全に売却する必要がある。
- これにより、2025年の税前利益は68億円増加し、株価は+94%上昇すると考えている。
- 私たちは、DGの経営陣がこれらの提案を真剣に検討し、次回の年次株主総会でスピンオフに関する株主の承認をえることを強く要請する。

# DGは、DGファイナンシャルテクノロジーとDGインベストメンツの2つの企業体に分かれることで、より「強い」会社となる

- DGは、DGファイナンシャルテクノロジー（現在のFTセグメント及びMTセグメント）とDGインベストメンツ（現在のITセグメント及びLTIセグメント）の2つの完全に独立した事業体に分かれることで、より「強い」会社となる

## 現在のDG



税制適格スピン・オフ

## DGファイナンシャルテクノロジーをスピン・オフした後のDG

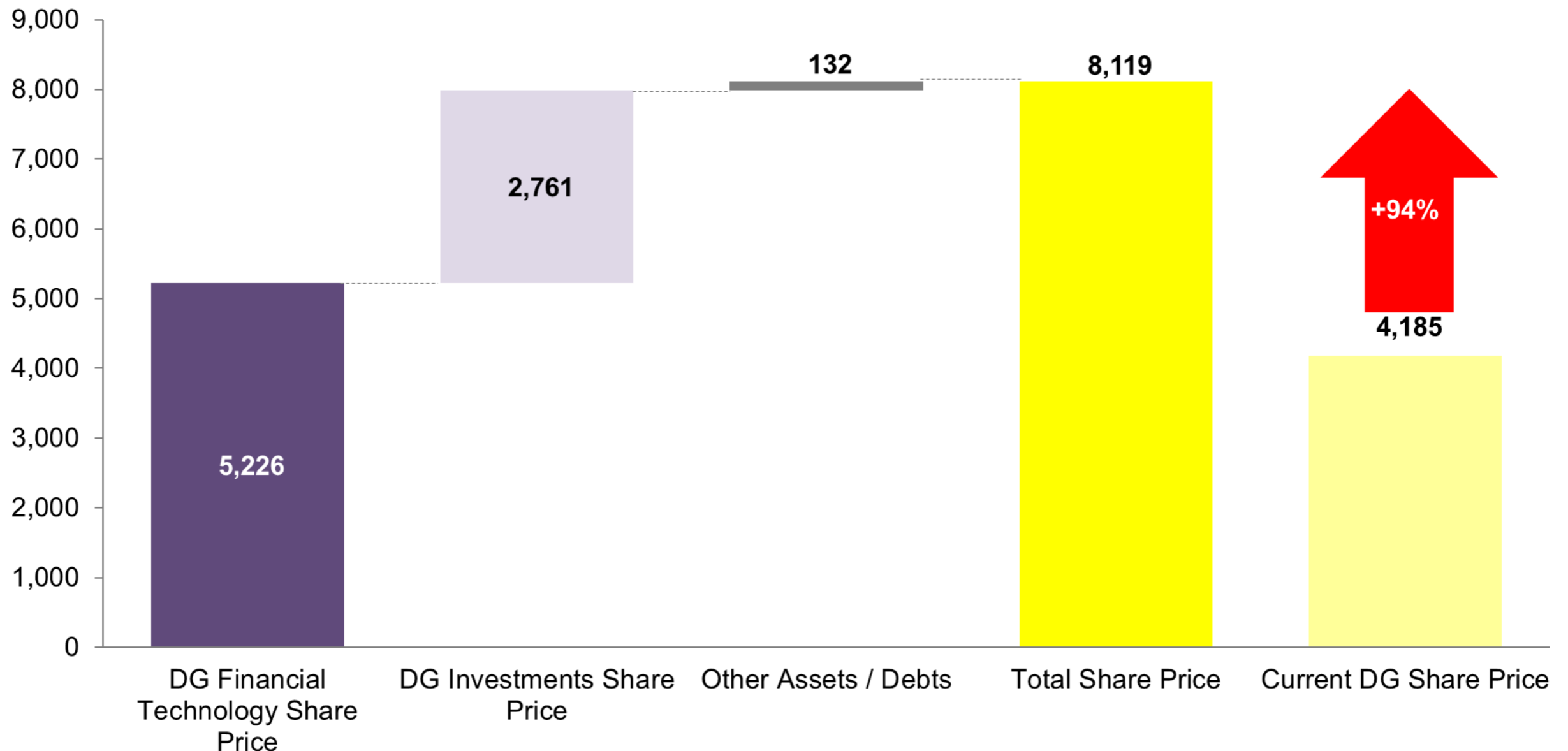


# DGの株価は、その潜在力を発揮すれば、約2倍になる可能性がある

出所：会社開示資料、ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

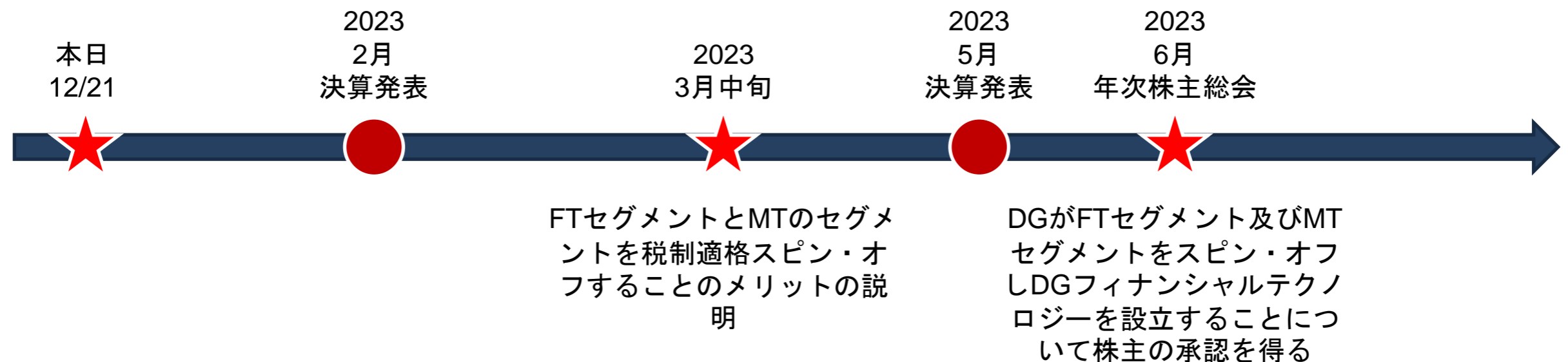
- 現在のDGの株価は、本質的価値に対して大幅なディスカウントがなされている
- DGは、その潜在力を発揮した場合、94%のアップサイドがありうると考えている

## スピン・オフ実行後のDG社株価（1株当たり、単位：円）



# DGの取締役会に対し、税制適格スピン・オフにより、DGファイナ ンシャルテクノロジーを設立するよう要請する

- DGの取締役会は、次の年次株主総会で、FTセグメントとMTのセグメントを税制適格スピン・オフし、DGファイナショナルテクノロジーを設立することを議題とすべきである
- 本コーポレート・アクションは、各事業に対する経営陣の関与・注力を大幅に高め、DG全体の価値を向上させる
- マイルストーンとして、DGは2023年3月中旬にDGファイナショナルテクノロジーの設立によるメリットを発表し、投資家に説明していただきたい





## 2.DGの概要

# DGの概要

出所：会社開示資料

## 会社概要

- 名称:株式会社デジタルガレージ
- 証券コード：4819 JP Equity
- 創業:1937年10月
- 本社:150-0022 東京都渋谷区恵比寿南3-5-7
- ウェブサイト:[www.garage.co.jp/](http://www.garage.co.jp/)

## 取締役会

- 代表取締役社長
  - 林郁
- 取締役兼共同創業者
  - 伊藤穰一
- 取締役
  - 踊契三
  - 大熊将人
  - 篠寛
  - 田中将志
- 社外取締役
  - 坂井 眞
  - 大村恵美
  - 尾崎 優美
- 取締役(監査等委員)
  - 六彌太 恭行
  - 井上 準二
  - 牧野 宏司
  - 内野 州馬

## DGの事業概要

事業概要	売上高 億円, 22/3	税引前利益 億円, 22/3	税引前利 益率 22/3
<b>フィナンシャルテクノロジー</b> ペイメント・サービス・プロバイダーとして、クレジットカード決済などを取り扱うサービスを加盟店に提供	10.8	4.5	42.3%
<b>マーケティングテクノロジー</b> 広告代理店として広告の取り扱い、およびそれに付随する業務を運営	13.0	0.9	6.8%
<b>インキュベーションテクノロジー</b> 世界の成長企業への投資・支援を行っている	32.8	31.2	NM
<b>ロングタームインキュベーション</b> カカクコムなど一部の投資案件を長期保有している	4.6	1.4	30.2%

# 数字で見るDG

出所：会社開示資料、ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

時価総額

1,985億円

市場シェア

#3

#従業員数  
2022年3月現在

932

最新年度売上高

730億円

最新年度  
税引前利益

450億円

最新年度  
利益率

62%

FY2 PERマルチプル

19x

純現金（カカコム株含む）  
／時価総額

61%

(参考：競合他社55倍)

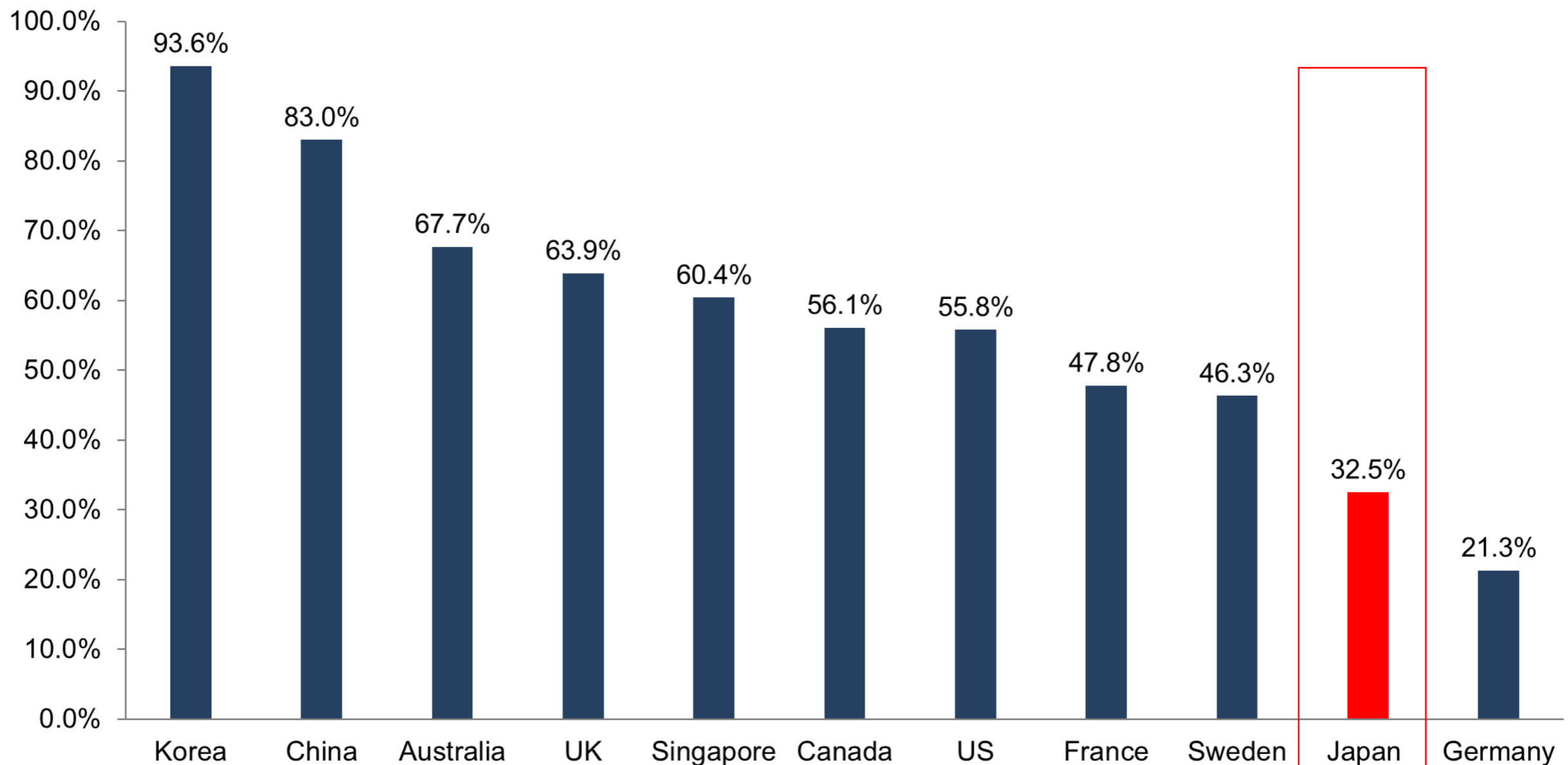
# 3. 国内決済サービス事業者市場の概要

# 日本において、「現金は王様」...

出所：経済産業省

- 日本におけるキャッシュレス決済の普及率は他国と比較して低い

## 世界各国のキャッシュレス比率比較



# ...しかし、日本政府はそれを変えようとしている

出所：経済産業省

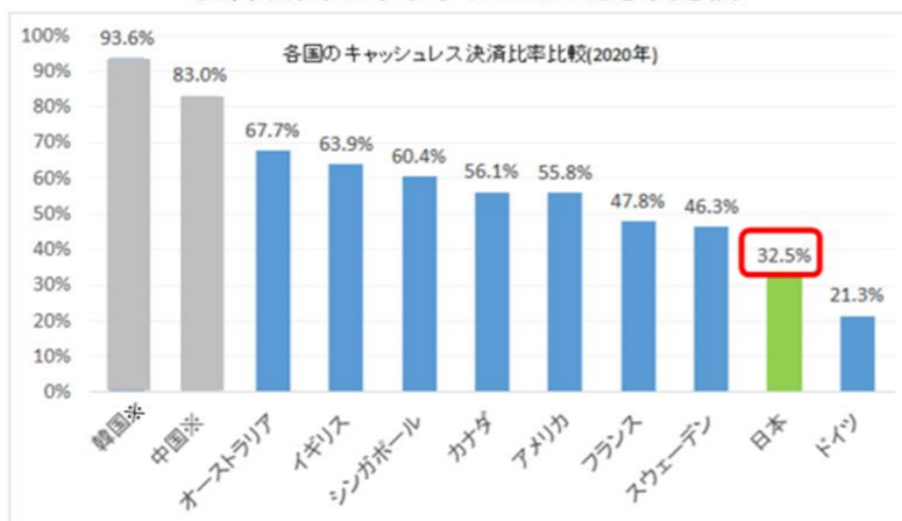
- 日本政府はキャッシュレス決済比率を2025年までに40%、将来的には80%にしようとしている

## キャッシュレス化に関する日本政府の説明会（2022年9月28日開催）

### 日本のキャッシュレスの現状と目標

- 日本のキャッシュレス決済比率は約30%にとどまっているが、主要各国では40%~60%台。
- キャッシュレス決済比率を2025年までに4割程度、将来的には世界最高水準の80%を目指す。

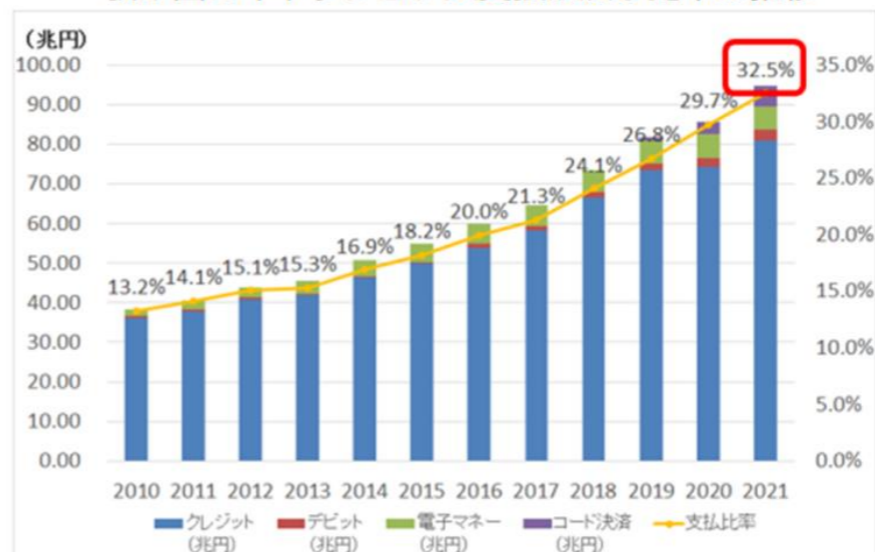
世界各国のキャッシュレス比率比較



(出典) キャッシュレス・ロードマップ2022

世界銀行「Household final consumption expenditure(2018年(2021/2/17版))」、BIS「Redbook」の非現金手段による年間支払金額から算出  
※1 中国および韓国に関しては、Euromonitor Internationalより参考値として記載。 ※2 日本については2021年の値を記載。

我が国のキャッシュレス支払額及び比率の推移



(出典)

内閣府「国民経済計算」(名目)

クレジット：(一社)日本クレジット協会調査(注)2012年までは加盟クレジット会社へのアンケート調査結果を

基にした推計値、2013年以降は指定信用情報機関に登録されている実数値を使用。

デビットカード：日本デビットカード推進協議会(～2015年)、2016年以降は日本銀行「決済システムレポート」-「決済動向」

電子マネー：日本銀行「決済動向」

QRコード：(一社)キャッシュレス推進協議会「コード決済利用動向調査」

「成長戦略フォローアップ」(令和元年6月21日閣議決定)

【抜粋】2025年6月までに、キャッシュレス決済比率を倍増し、4割程度とすることを旨とする。

「キャッシュレス・ビジョン」(平成30年4月11日 キャッシュレス検討会策定)

【抜粋】大阪・関西万博(2025年)に向けて、「支払い方改革宣言」として「未来投資戦略2017」で設定したキャッシュレス決済比率40%の目標を前倒し、高いキャッシュレス決済比率の実現を本検討会として宣言する。さらに将来的には、世界最高水準の80%を目指していく。

2

# 日本がキャッシュレス化を進めるべき理由(1/2)

## 業務やシステム全体の効率化

- 日本が人口減少と労働市場の逼迫に対処できるよう支援する。
- 店舗では売上予測の自動化を、銀行ではコストのかかるATMネットワークの削減を可能にする。
- 現金やレジの管理にかかる時間を短縮し、小売店の利便性を向上。

## カスタマーエクスペリエンスの向上

- 紙幣の取り扱い、保管、預け入れの手間とコストを削減し、顧客の利便性を向上。
- 訪日外国人旅行者の決済の利便性向上。
- 衛生面の改善。

## データの収集と活用の改善

- 個人の購買情報を分析・活用した高度なマーケティングや、ターゲット層に向けた商品・サービス開発など、データ活用のメリット。
- 取引の透明性の向上による課税の公平化。

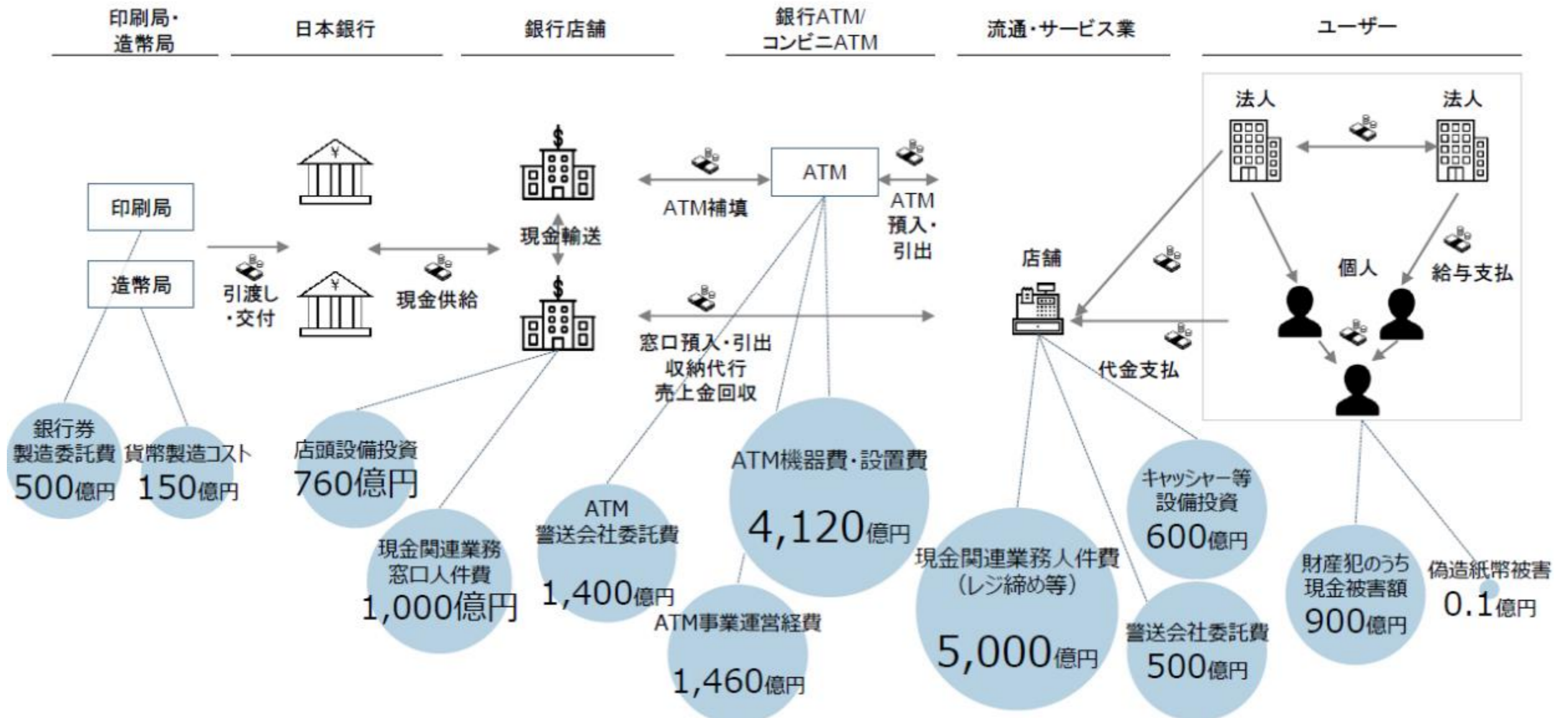
# 日本がキャッシュレス化を進めるべき理由(2/2)

## インフラコスト削減

出所：経済産業省

- 現金決済インフラを維持するために、年間約1.6兆円を超える直接コストが発生しているとの調査結果がある

### 現金決済インフラの直接的な社会コスト(年間)

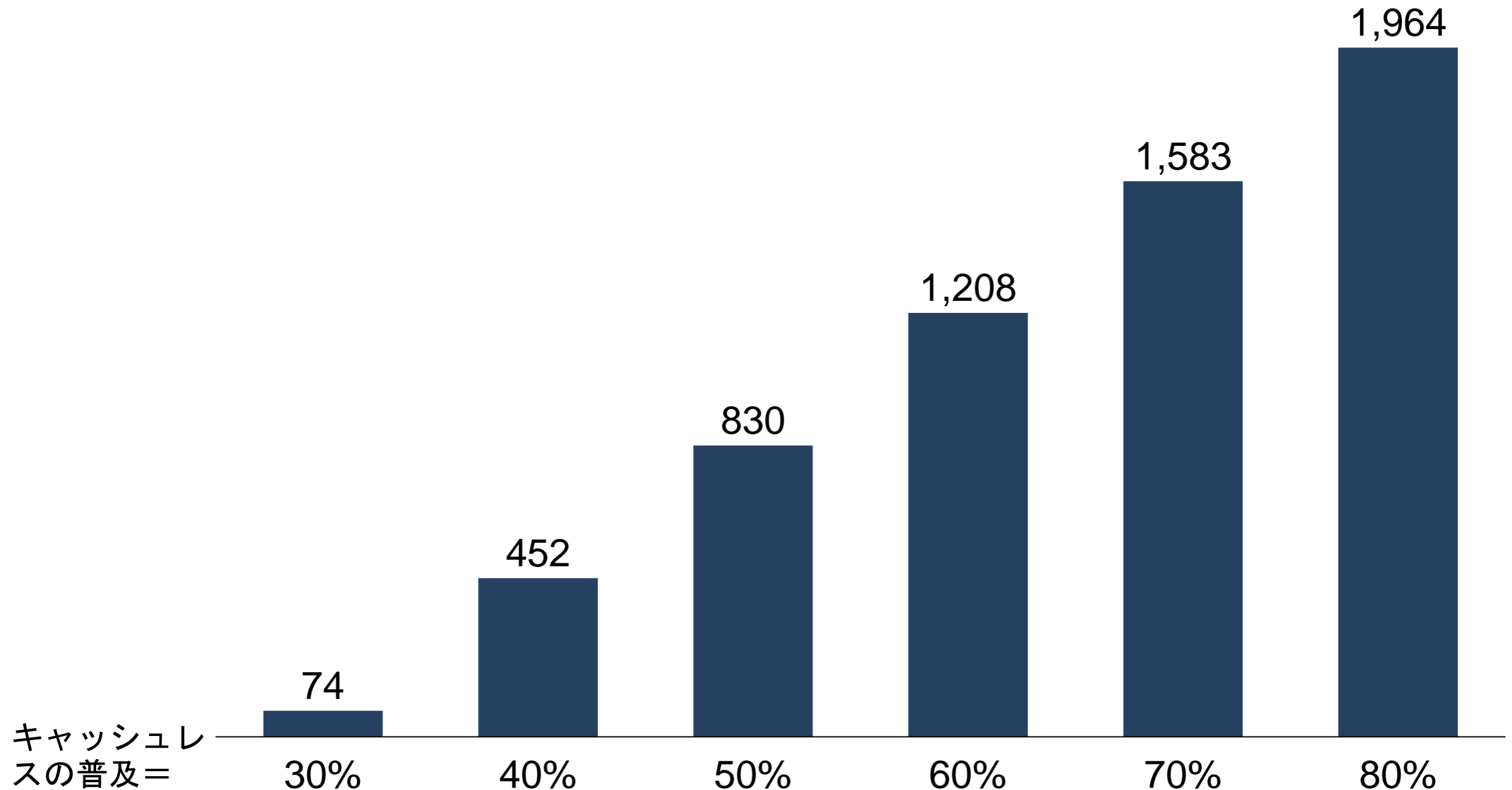




# 日本政府は、キャッシュレス決済の拡大に大きなメリットを感じている

出所：経済産業省

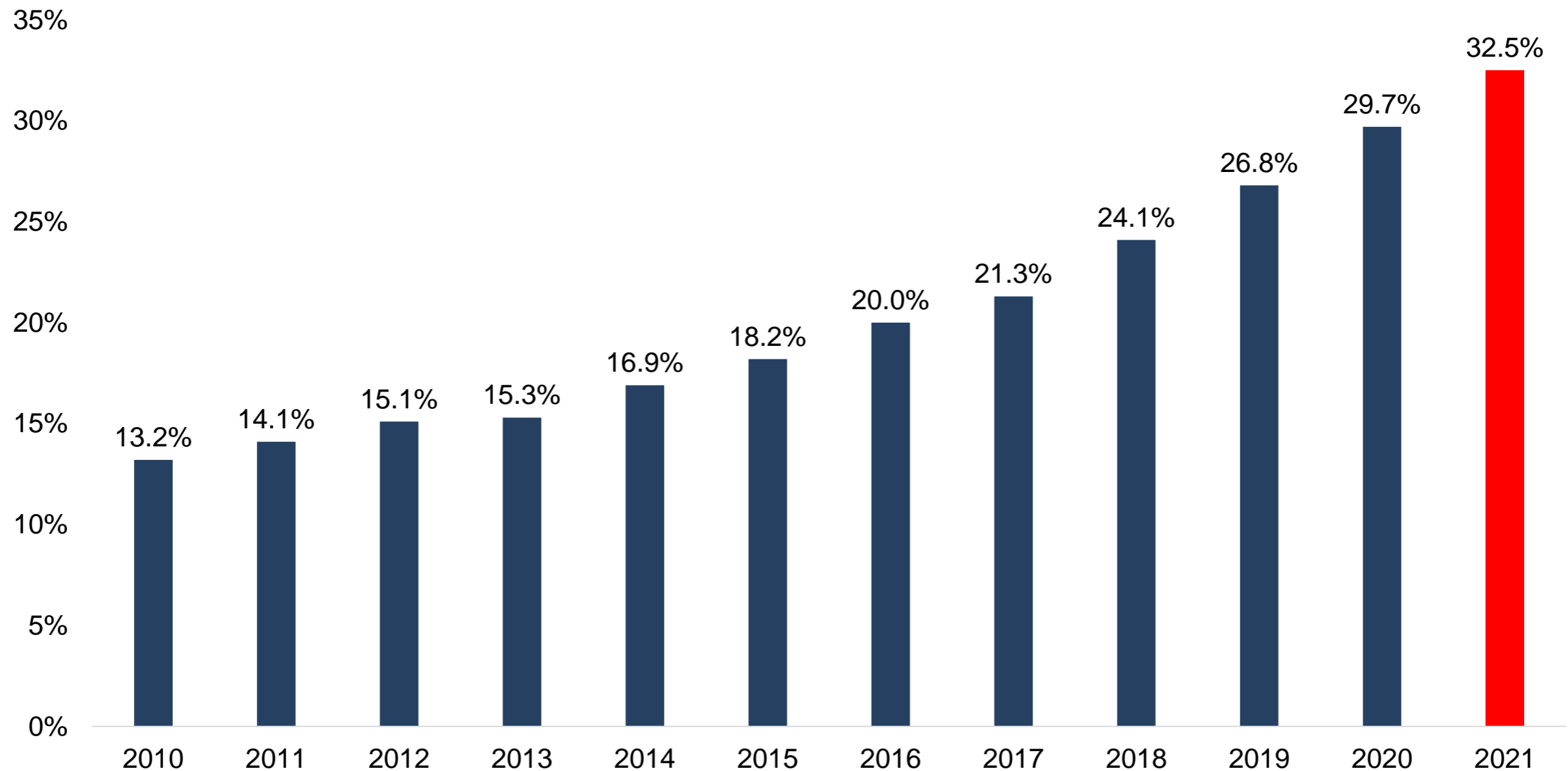
キャッシュレス決済の普及に伴う効果（経済効果-コスト）試算  
（単位：十億円）



# 日本のキャッシュレス決済は増加傾向にある

出所：経済産業省

## 日本におけるキャッシュレス決済のシェア (%)



# コロナ禍において、日本政府の施策によりキャッシュレス化が加速してる

出所：経済産業省、一般社団法人ペイメント・ジャパン協会

## 10+

新型コロナウイルス感染拡大防止のために会員に「キャッシュレスへの移行」を進めた業界団体数

## 50%+

コロナ禍において、日本政府のキャンペーンによりキャッシュレス決済の利用頻度が増加した消費者の割合、およびその増加した頻度を維持した消費者

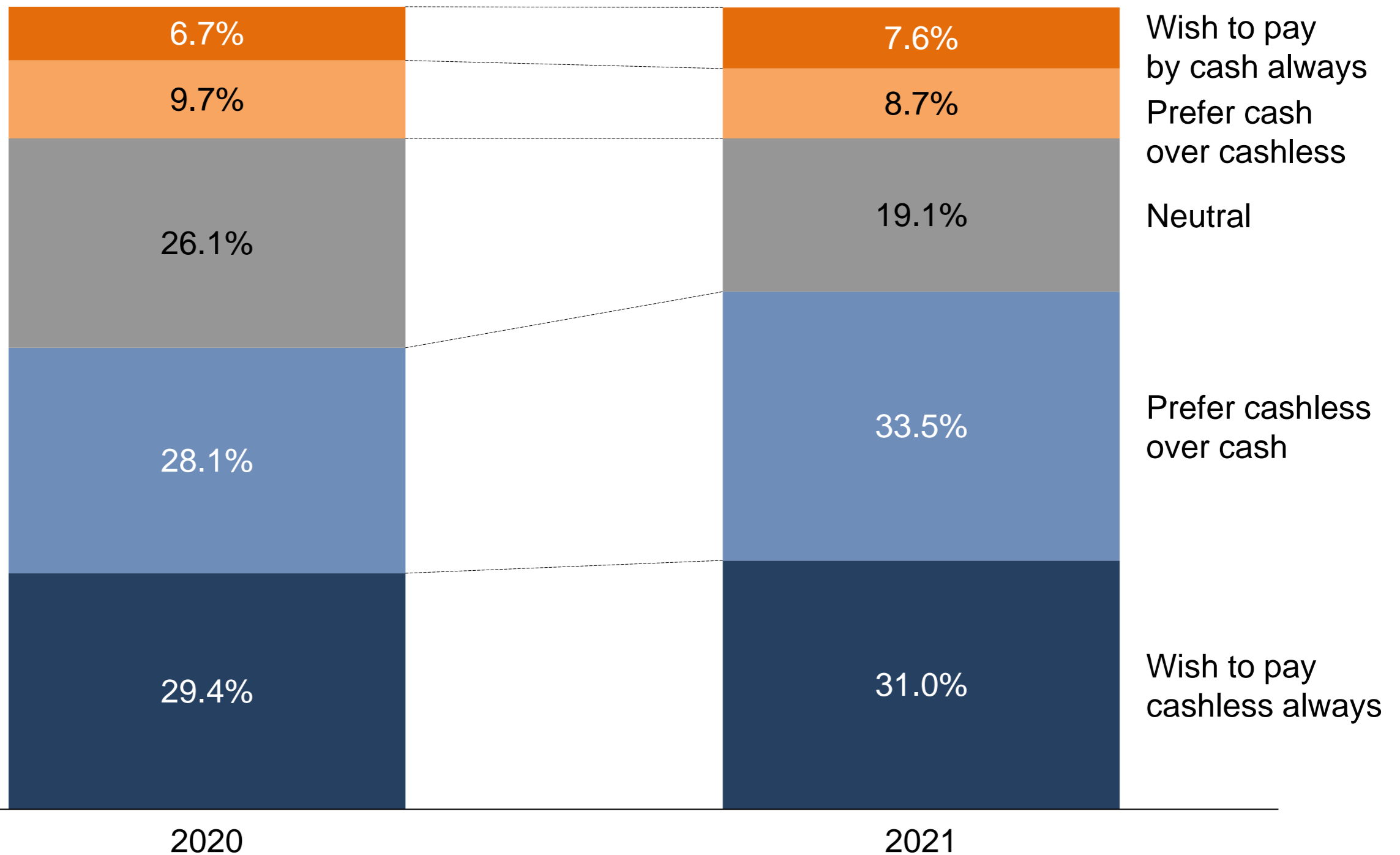
## 10 p.p.

政府のキャンペーンにより、キャッシュレス決済に対応する企業が全体的に増加（27%から37%）

# 日本の消費者の間では、キャッシュレス決済へ肯定的な見方が広がっている

出典：ペイメント・ジャパン協会

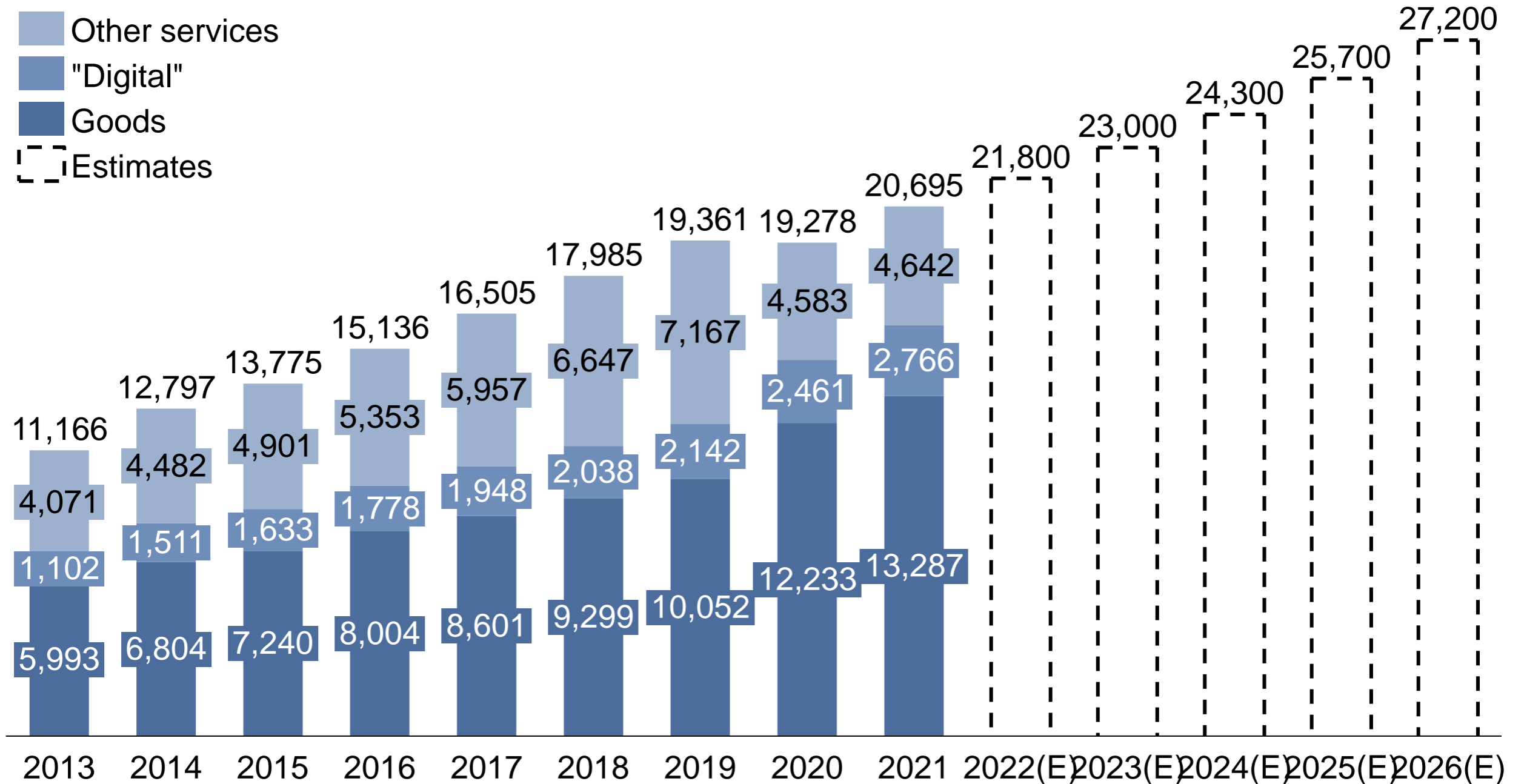
## 消費者のキャッシュレス決済に対する考え方



# 日本におけるE-Commerceは着実に成長しており、さらなる成長が期待される

出所：経済産業省、業界レポート

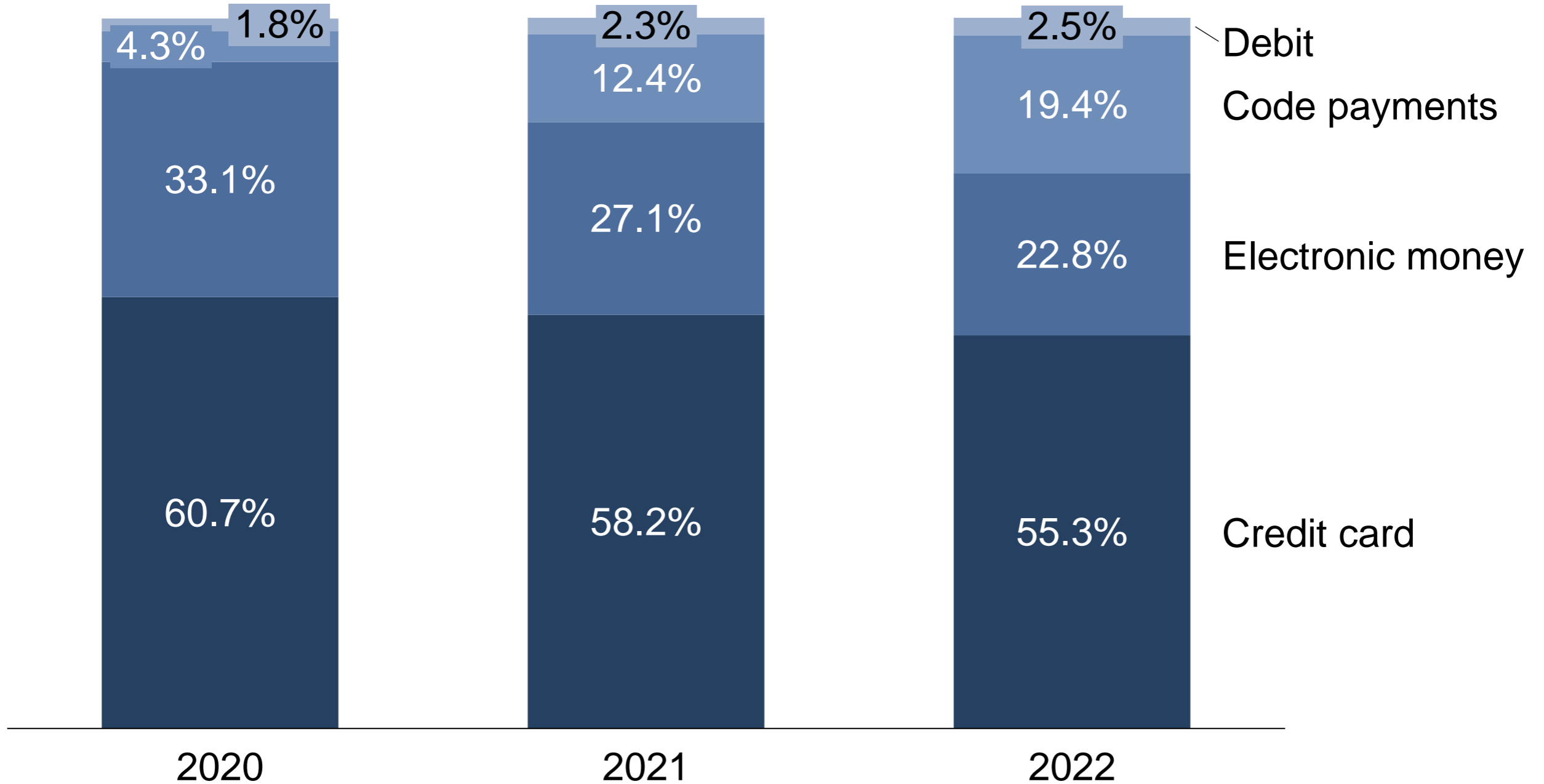
## 日本におけるEC取引量（単位：十億円）



# QRコードやデビットカードなど、クレジットカードの代用品が増加中

出所：経済産業省

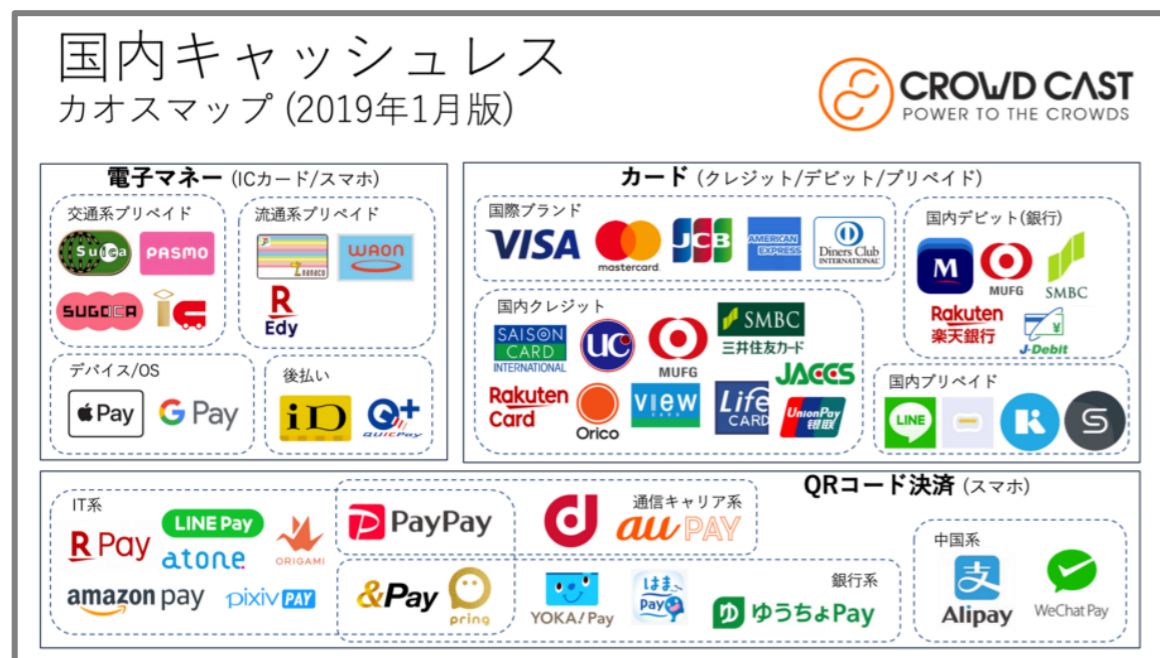
## キャッシュレス決済における決済方法のシェア



# 国内のキャッシュレス化は急速に進展しており、新規参入企業も多い

出所：クラウドキャスト（星川貴司）

## 国内キャッシュレスカオスマップ 2019年1月と2022年1月との比較

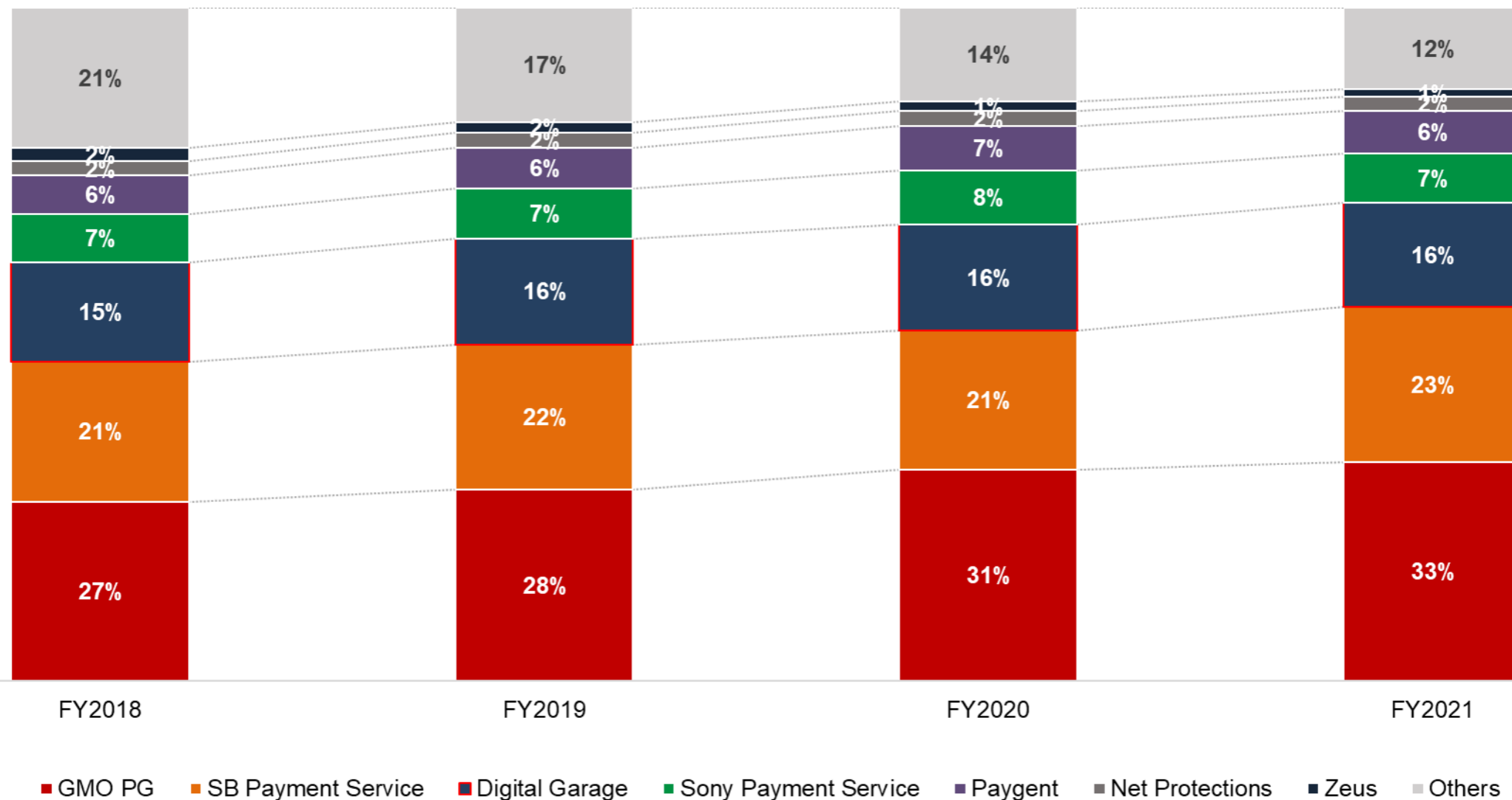


# 決済代行市場においてトップ3社が市場の72%を占めており、DGは第三位となっている

出所：業界レポート

- DGは安定したシェアで3位にランクイン
- 決済代行企業上位3社で72%のシェアを占める

## 決済サービスプロバイダー各社のマーケットシェア



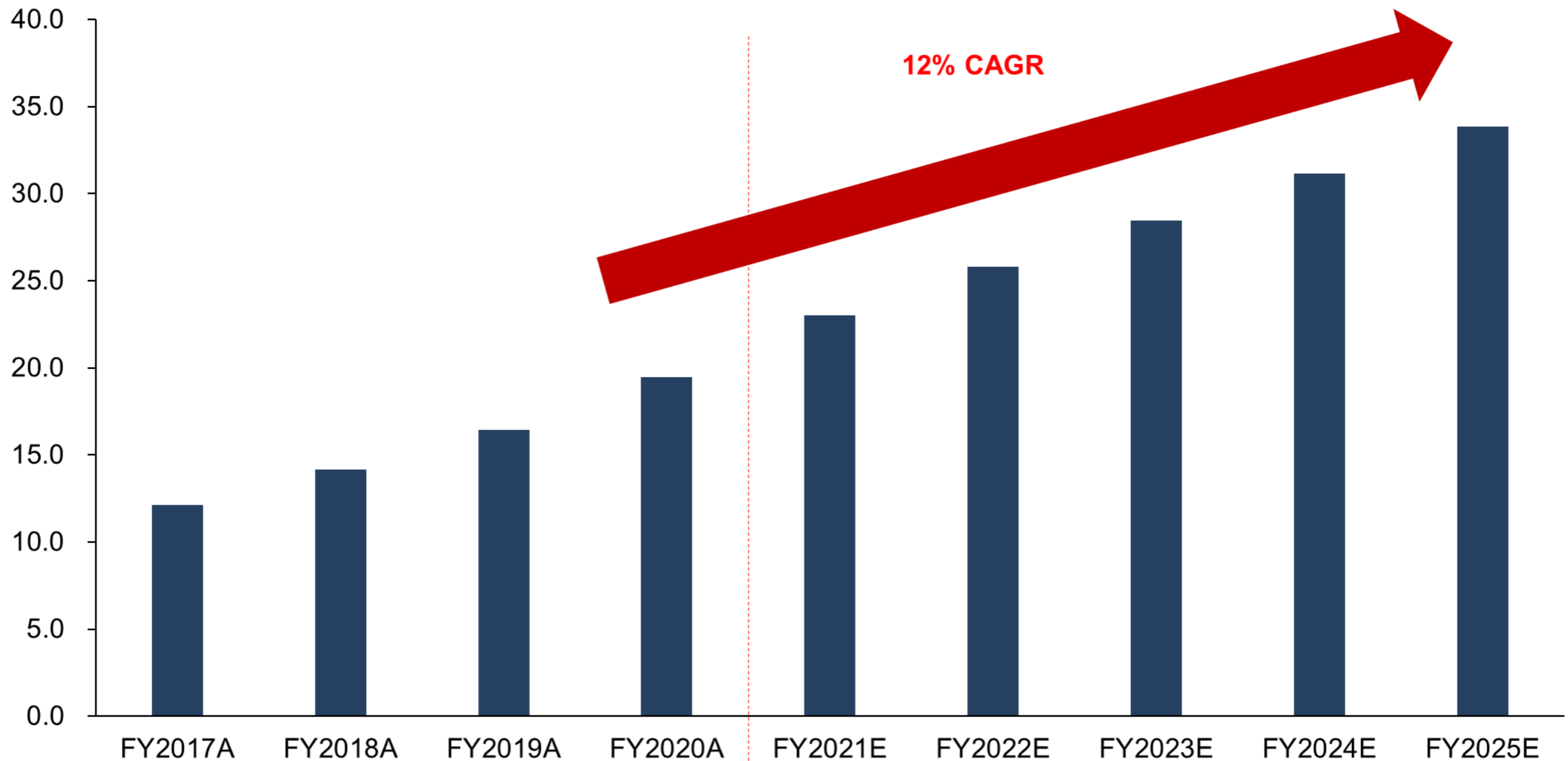


# 国内決済システム市場は年平均成長率12%での成長が見込まれる

出所：業界レポート

- 国内決済システム市場は2020年～2025年にかけて年率12%で成長する見通し

## 国内決済システム市場（取引額：兆円）

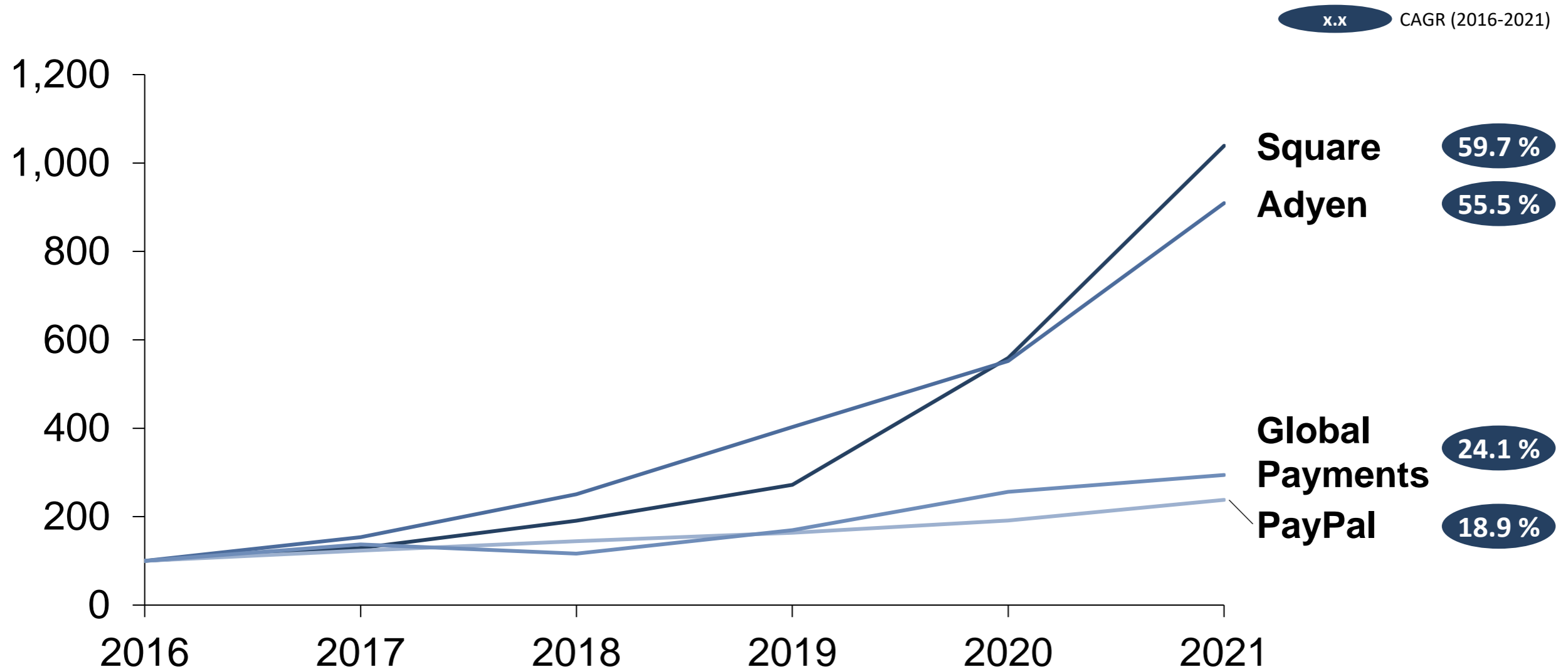


# ケーススタディ：米国の決済代行事業者は過去5年間で大幅な成長を遂げた

出所：会社開示資料、ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

- キャッシュレス決済の普及率では、米国が日本を大きくリードしている
- 成熟した米国市場でも、決済代行事業者各社は近年、大幅な増収を達成している
- 過去5年間で、主要決済代行事業者の売上は2倍から10倍程度に成長した

## 決済代行事業者主要各社の米国市場における収益成長率 (2016年の収益を100として相対化)



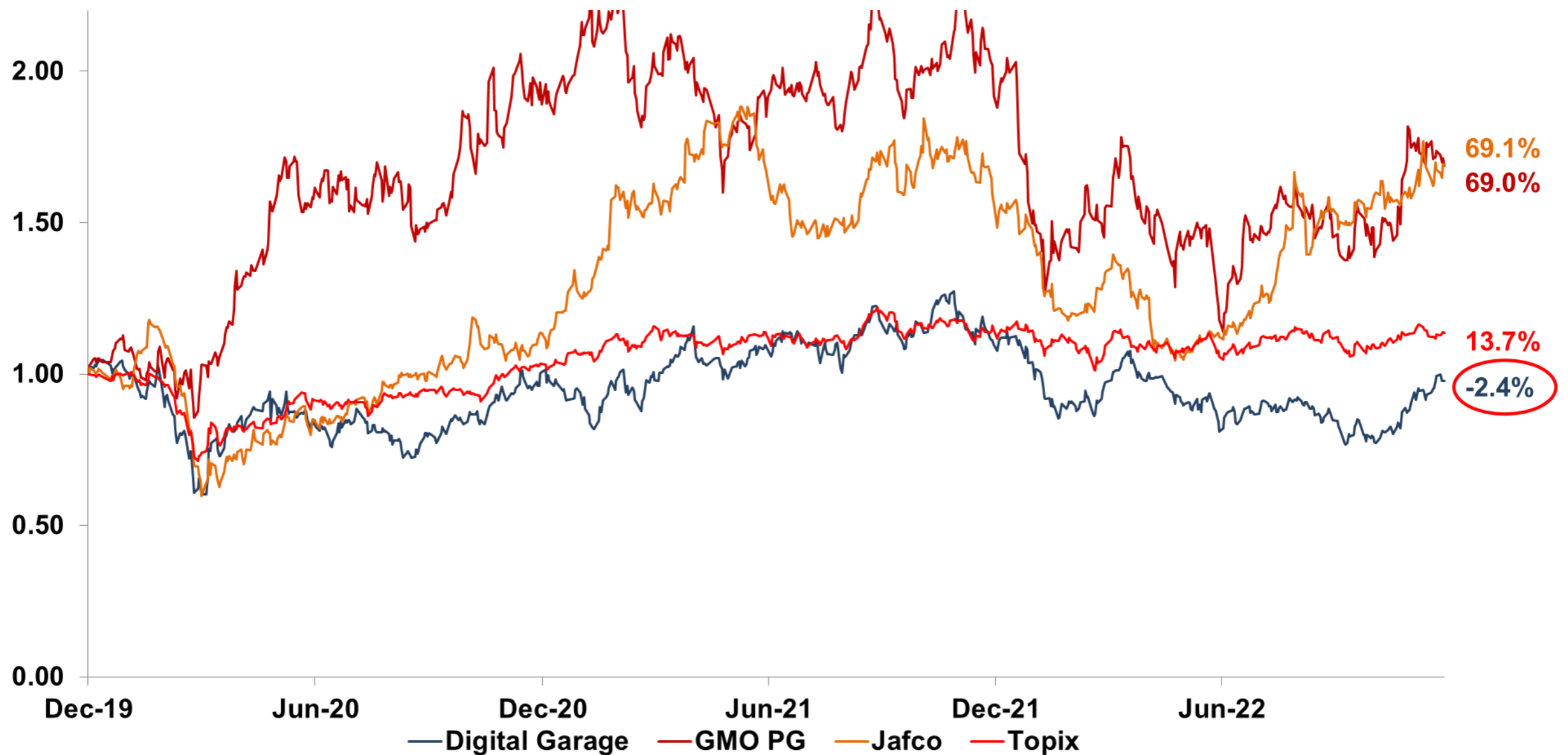
# 4.DGの課題

# DGの株価は、競合他社に対して遅れをとっている

出所：ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

- 過去3年間で、DGの株価は、競合であるGMO PGを71.4%、ジャフコを71.5%、TOPIXを16.1%アンダーパフォーム

## 株価パフォーマンス比較（相対化、過去3年間）

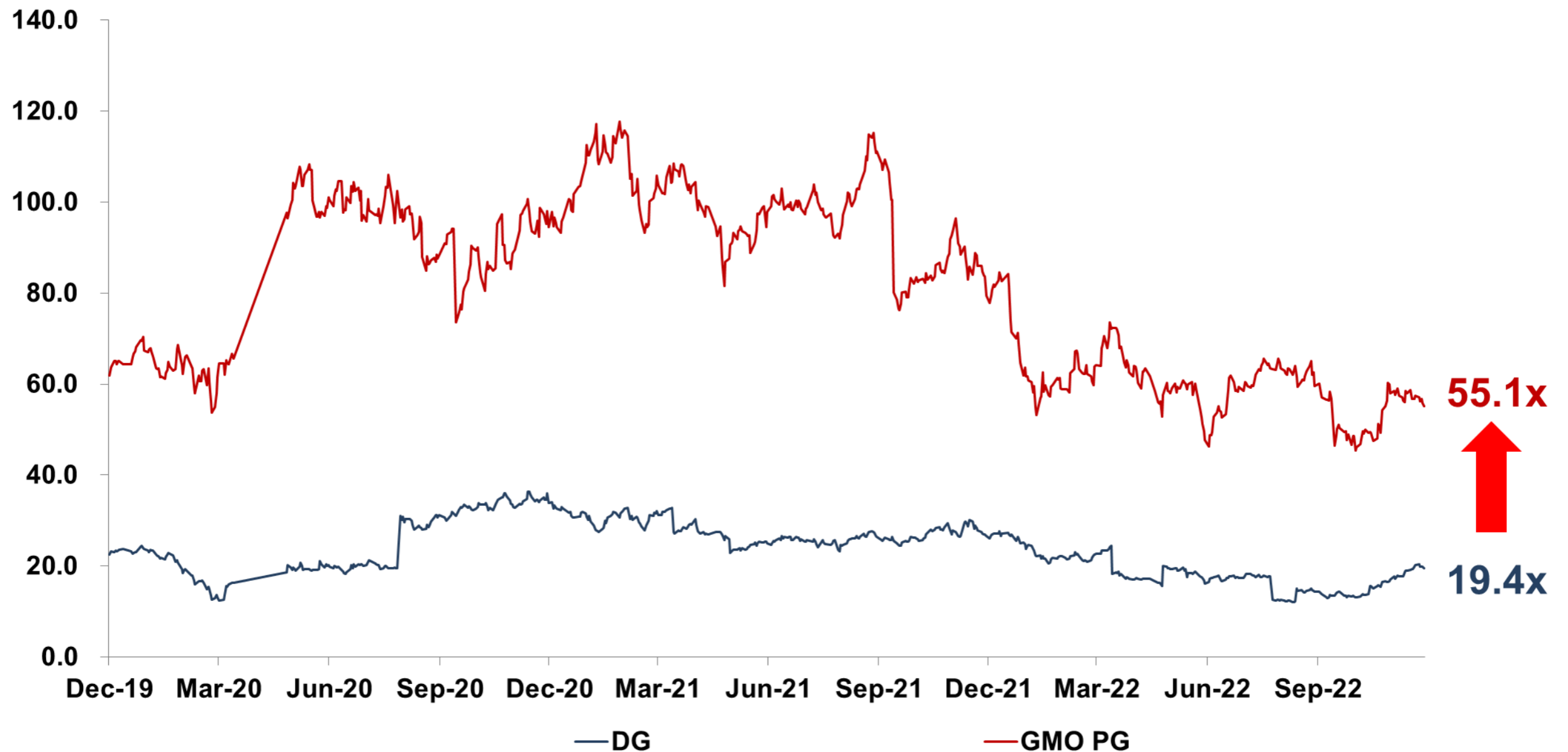


# DGは競合他社であるGMO PGに対して大幅なディスカウントで取引されている...

出所：ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

- DGとGMO PGのバリュエーションの差は大きく、GMO PGはDGの2.8倍の倍率で取引されている

## ヒストリカル倍率比較 (FY2 PER)

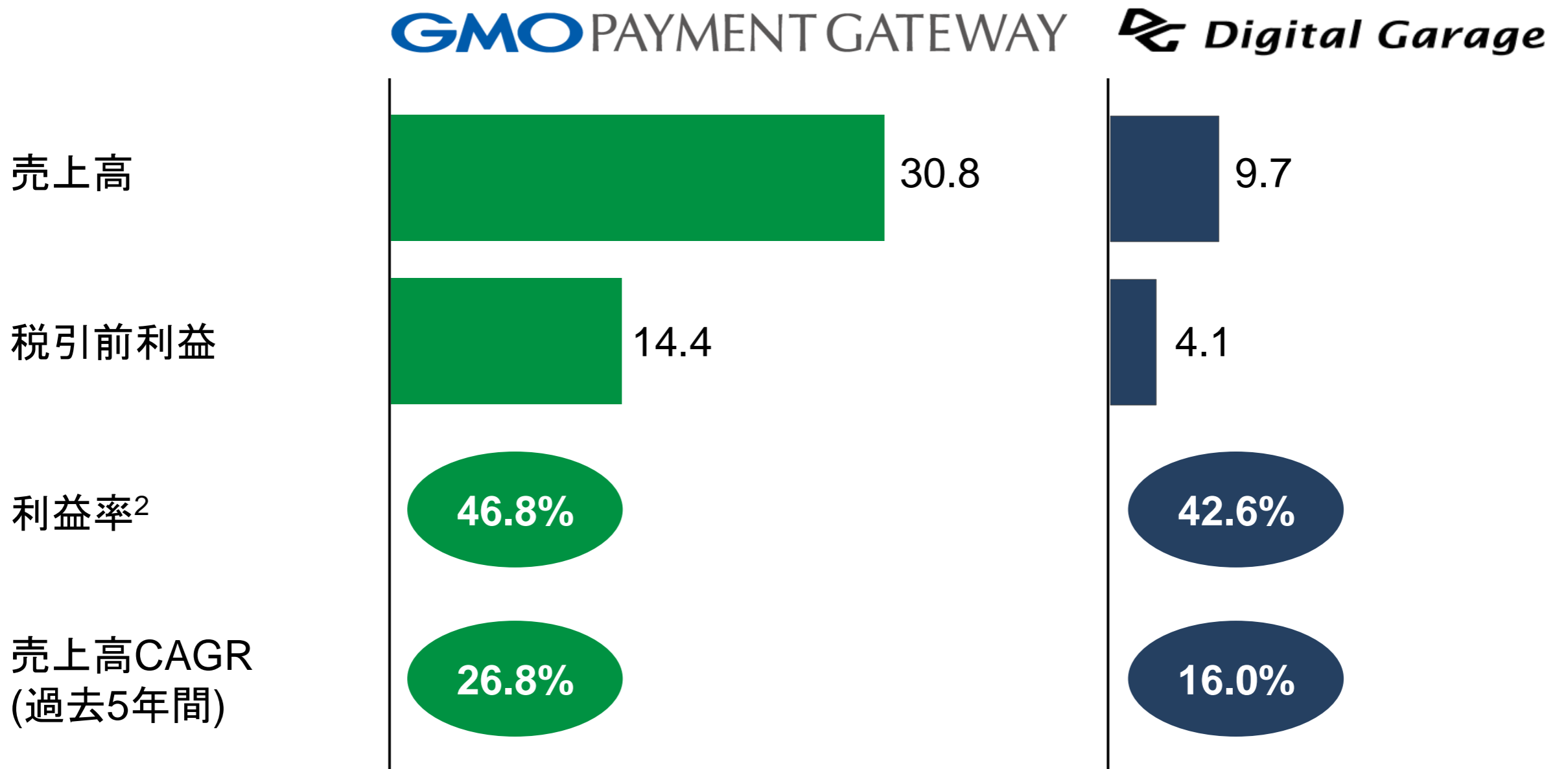


# DGの成長性はGMO PGを下回った

出所：会社開示資料

- GMO PGは、DGを上回る成長を遂げ、現在ではデジタルガレージの事業規模を上回っている

## GMO PGとDGの財務比較<sup>1</sup> ; 十億円



1: GMO PGは「決済事業」、デジタルガレージは「フィナンシャルテクノロジー」セグメント

2: GMO PGは営業利益、デジタルガレージは税引前利益

# なぜDGはアンダーパフォームしたのか？

## 1. 企業構造・戦略

- 役職の兼務が多すぎるため、DGの経営陣は中核事業であるFTセグメントの成長に集中することができない
- FTセグメントの利益成長が、利益変動の大きいITセグメントに埋もれている
- FTセグメントは、キャッシュレスへの移行という千載一遇の機会を捉えるために、より努力する必要がある
- FTセグメントの営業人員が不足している
- MTセグメントの成長が停滞している
- ITセグメントの優れた実績を活用できていない
- 曖昧なガイダンス

## 2. ガバナンス・リーダーシップ

- 林郁氏がカカクコムの子会社職を兼任しているため、注意が散漫になっている
- キャッシュレス化の進展に伴うFTセグメントの成長に対する経営陣の注力不足
- 取締役会は、決済代行事業に関する経験が不足している

## 3. 資本配分

- カカクコムとのシナジーはないが、DGの時価総額の32%相当の保有を維持している
- DGは非常に資産を豊富に保有（現金＋投資で時価総額の61%を占める）
- 投資家は、余剰資本が株主に還元されるとは思っていない

## 1.企業構造・戦略

# DGの役員は兼任が多く、中核であるFTセグメントに集中できない

出所：会社開示資料

- DGの役員は役職兼任が多く、FTセグメントの成長に対する説明責任が薄れている

### DG取締役

No.	役職	名前	役職兼任数	担当			
1	代表取締役社長	林郁	13	FT	MT	IT	LTI
2	取締役兼共同創業者	伊藤穰一	2			IT	LTI
3	取締役	踊契三	11	FT	MT	IT	LTI
4	取締役	大熊将人	11	FT		IT	LTI
5	取締役	篠寛	7	FT			
6	取締役	田中将志	6	FT	MT		LTI



# 1.企業構造・戦略

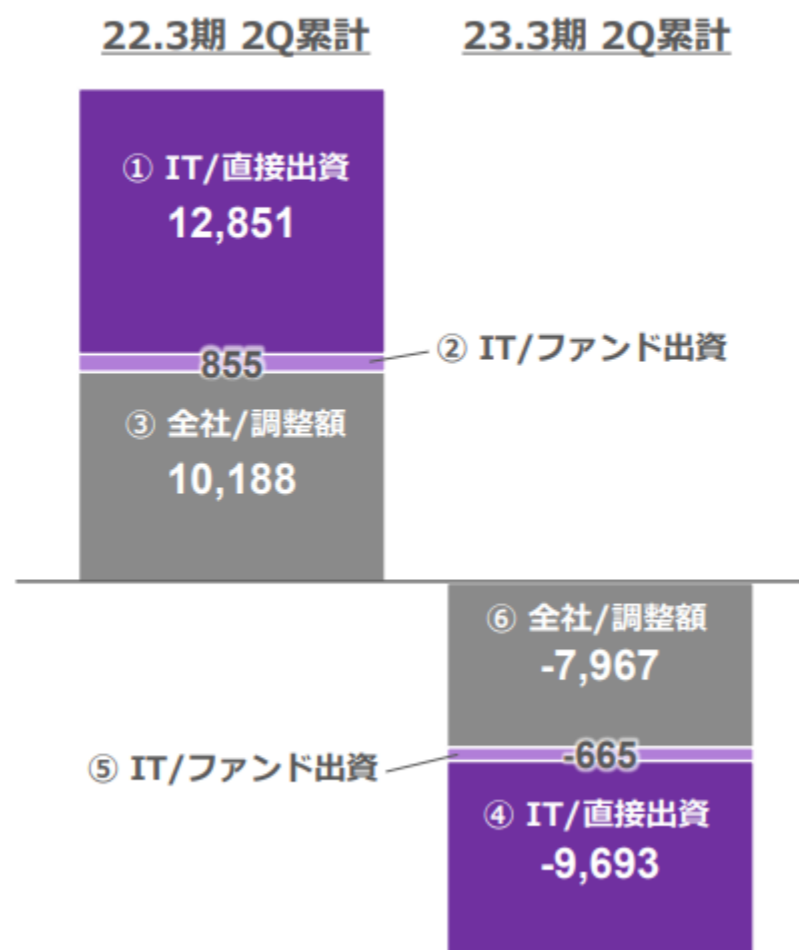
## 中核であるFTセグメントの利益は、ITセグメントの利益変動に埋もれている

出所：会社開示資料

- ITセグメントの利益の振れ幅が極端で、FTセグメントの成長を隠してしまっている
- DGは、22/3期下期において、ITセグメントへの投資案件1件で420億円の損失を計上した

### ITセグメントのPL影響が大きすぎる

#### ■ Blockstream社の公正価値評価によるPL影響額



(単位：百万円)	22.3期 2Q累計	23.3期 2Q累計	前年同期比
<b>収益</b>	<b>23,893</b>	<b>-10,358</b>	<b>-34,251</b>
営業投資有価証券に関する収益	① 12,851	④ -9,693	-22,544
持分法による投資利益	② 855	⑤ -665	-1,519
金融収益	③ 10,188	-	-10,188
<b>費用</b>	<b>-</b>	<b>7,967</b>	<b>+7,967</b>
金融費用	-	⑥ 7,967	+7,967
<b>税引前利益</b>	<b>23,893</b>	<b>-18,325</b>	<b>-42,218</b>

IT/直接出資 (①④) : 連結子会社である(株)DGベンチャーズからの出資分  
 IT/ファンド出資 (②⑤) : 持分法関連会社であるDG Lab 1号投資事業有限責任組合からの出資分  
 全社/調整額 (③⑥) : (株)デジタルガレージからの出資分

# 複数の専門家がDGの営業オペレーションに問題があると指摘

出所：エキスパート・コメント

## 営業担当者の不足

〃〃

営業担当者が一貫して不足していることが悩みの種である。十分な時間を割けない営業担当者のせいで入札で負けたケースが複数回ある。

同社は、フィナンシャルテクノロジー分野では常に十分な人材を採用できず、マーケティングテクノロジー分野の採用に力を注いできた。

## プロジェクトマネジメント機能の欠如

〃〃

DGの営業担当者は、獲得した案件の管理に時間を取られることがあり、新規顧客獲得に注力することが難しい。

また、営業担当者にITの知識が不足しており、それが販売拡大のボトルネックになっていた。

## コミットメントの欠如

〃〃

GMO PGは、いかなる状況下でも売上目標を達成する精神を持っている。また、週次で販売状況を確認し、目標に対して販売活動が遅れている場合は解決策を検討する。DGは、売上目標に対するコミットメントが低いと思う。

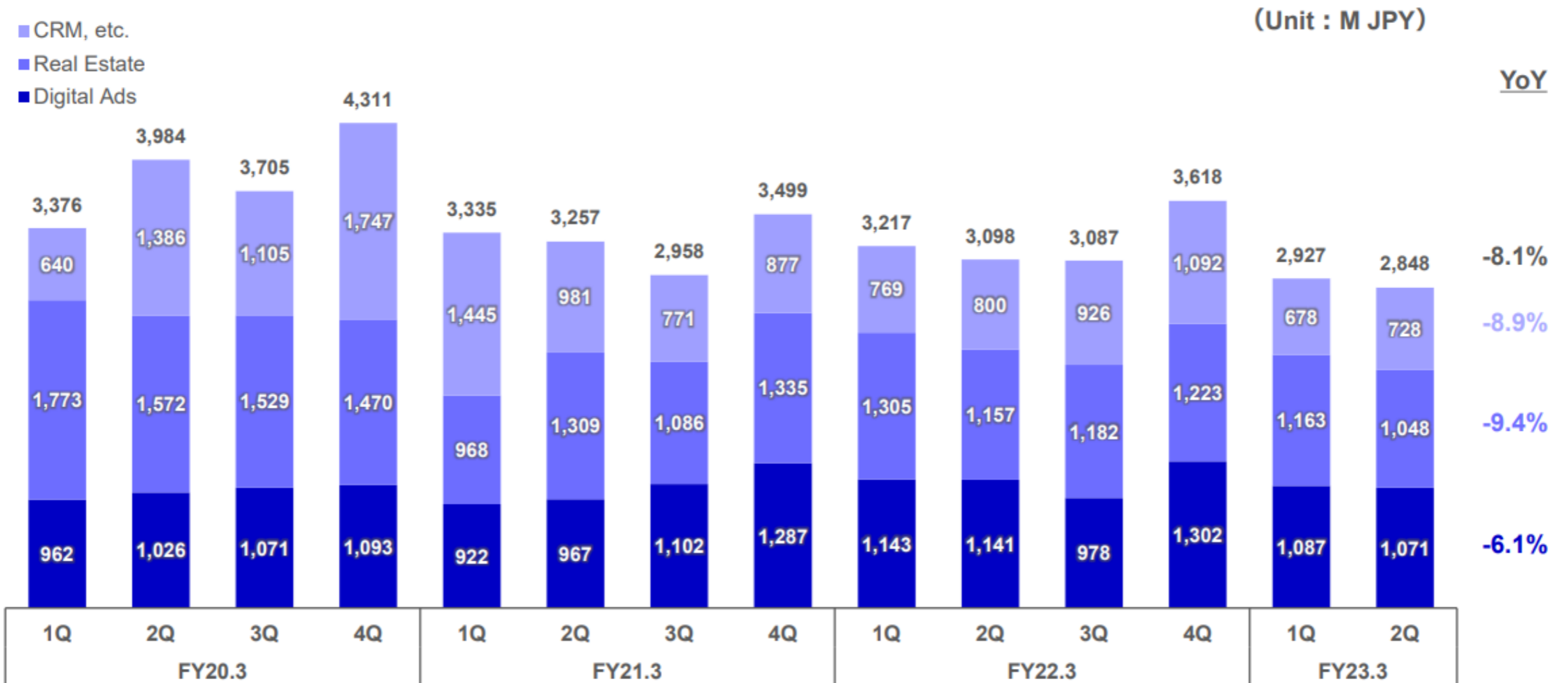
デジタルガレージは、効率的に顧客との関係を構築するために、顧客の分野別のカバレッジチームを持つ必要がある。

# MTセグメントの成長は停滞している

出所：会社開示資料

- 新型コロナウイルスのパンデミック以降、MTセグメントは伸びていない

## MTセグメント 四半期別売上高

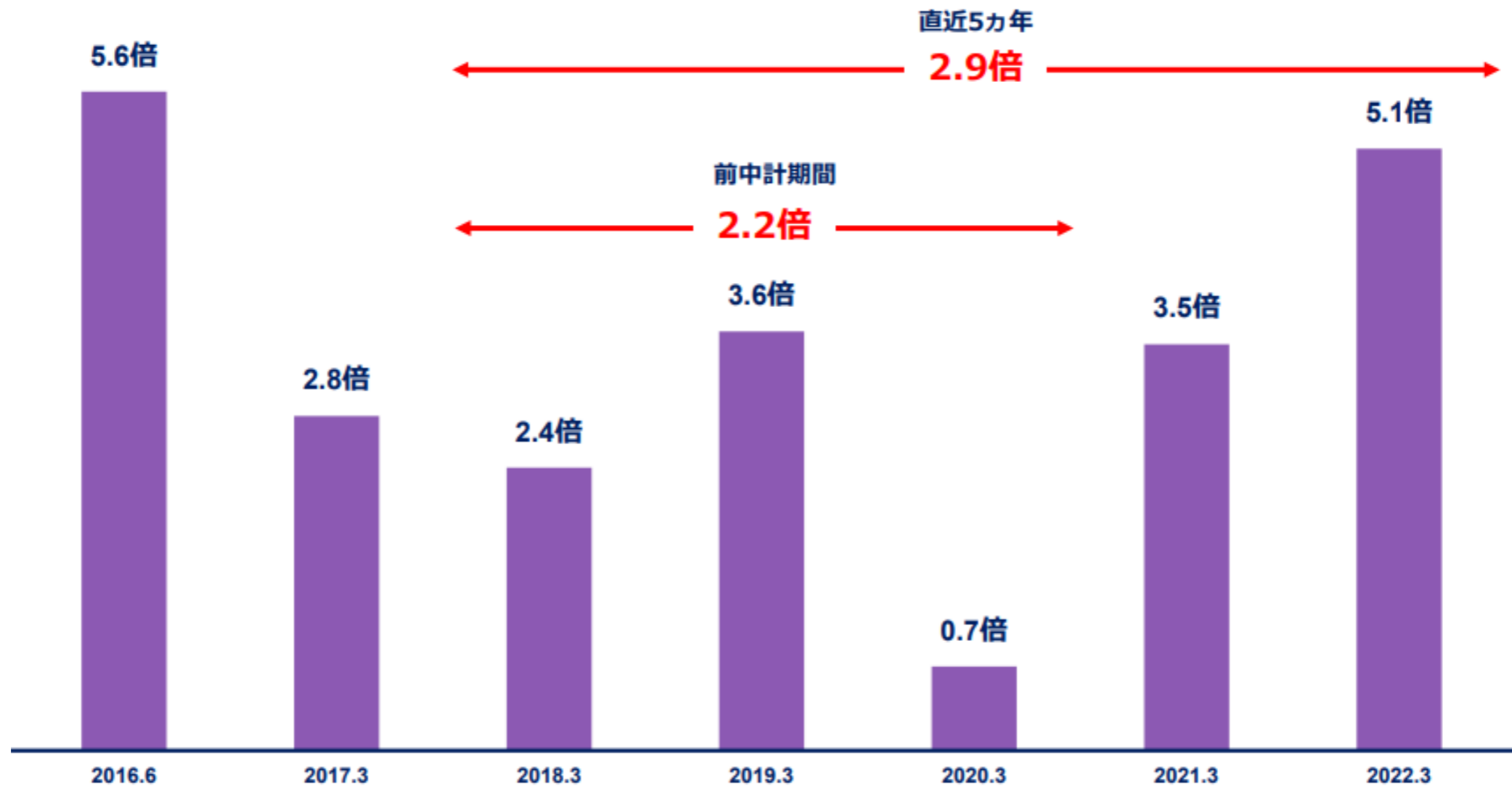


## DGはITセグメントの成功を活かし切れていない

出所：会社開示資料

- ITセグメントはアーリーステージのスタートアップ投資に強みを有している
- この分野でDGは成功を収めており、過去5年間の平均投資収益率は2.9倍となっている
- 一方で、DGはこの成功を活かし切れていない

### ITセグメントの実績（投資収益率）



# 事業成長のためのガイダンスが曖昧

出所：会社開示資料

- DGは、自社の事業における明確なガイダンスを開示していない
- これは、戦略、コミットメント、フォーカスの欠如を表している

## DG中期計画目標

### ◆ 中期経営計画（2021.3期 - 2025.3期）の財務目標



成長性指標		(税引前利益 年平均成長率)	
	2020.3期	年平均成長率 (20.3 - 25.3)	
FT	40 億円	20 %	▲
MT	19 億円	20 %	▲
LTI	47 億円	15 %	▲

- 国の重要インフラ指定事業者としての社会貢献、最先端技術を活用したデジタルビジネスの支援
- DX先進企業へのデジタルアドの更なる伸長、DX途上企業のブランドアドを第2の柱へと育成
- カカクコムに加え、国内外で戦略事業を創出

投資・インキュベーション事業における投資指標		
	2020.3期	2025.3期
IT	ROI 2.2 倍	▶ 2.5 倍 ▲

- 投資ハードル率を達成する水準での投資・回収を実行

資本収益性 指標	ROE 20%	<株主資本コスト8%*以上>を目指す
----------	---------	--------------------

株主還元 指標	税引前事業CFに対する配当性向	20 %
---------	-----------------	------

\*当社で算出した株主資本コスト

## 2.ガバナンス・リーダーシップ

# 林郁氏はDGとカカクコムのお会長の兼任すべきではない

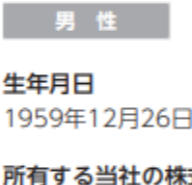
出所：会社開示資料

- 林郁氏がDGとカカクコム双方の会長をすることによって、DGがカカクコム株式を売却できずにいる

### DG向け年次株主総会のお知らせ

候補者番号	氏名(生年月日)	略歴、当社における地位及び担当(重要な兼職の状況)
1	 <p>林 郁 (1959年12月26日生)</p> <p>所有株式数 6,839,500株</p>	1983年4月 ㈱フロムガレージ代表取締役 1995年8月 当社設立 代表取締役 1996年12月 ㈱ケイ・ガレージ代表取締役(現 合同会社ケイ・ガレージ代表社員)(現任) 2003年6月 ㈱カカクコム取締役会長(現任) 2004年11月 当社代表取締役社長兼グループCEO 2013年10月 ㈱イーコンテクト取締役会長(現任) 2015年10月 econtext Asia Limited Director President & Chairman(現任) 2016年7月 Digital Garage US, Inc. Director Chairman & CEO(現任) 2016年7月 ㈱DG Daiwa Ventures取締役(現任) 2016年9月 ㈱BI.Garage代表取締役会長兼CEO(現任) 2016年9月 当社代表取締役兼社長執行役員グループCEO(現任) 2017年5月 ㈱DGベンチャーズ代表取締役会長兼社長(現任) 2018年8月 ㈱DGコミュニケーションズ代表取締役会長 2018年9月 ㈱Crypto Garage取締役(現任) 2021年6月 ㈱DGフィナンシャルテクノロジー代表取締役会長CEO(現任) 2021年6月 ㈱DGインキュベーション代表取締役会長兼社長(現任)
<b>【取締役候補者とした理由】</b> 林郁氏は、日本におけるインターネット・サービスの黎明期よりその将来性に着目し、1995年に当社を創業以来、創業経営者として新しいインターネットビジネスを創出してきました。これまで、インターネット事業全般に関する高い知見を活かして、当社グループの経営の指揮を執り、事業の拡大に寄与してきたことから、引き続き当社の経営の適切な監督及び中長期的な成長戦略を推進していくことが期待できるものと判断し、取締役候補者と致しました。		

### カカクコムの年次株主総会のお知らせ

候補者番号	氏名(生年月日)	略歴、当社における地位及び担当(重要な兼職の状況)
1	 <p>林 郁 (1959年12月26日生)</p> <p>所有する当社の株式数 165,800株</p> <p>取締役会への出席状況 17回/17回</p>	1995年8月 ㈱デジタルガレージ設立 代表取締役 2002年7月 当社代表取締役会長 2003年6月 当社取締役会長(現任) 2015年10月 econtext Asia Limited Director President and Chairman(現任) 2016年7月 Digital Garage US, Inc. Director Chairman and CEO(現任) 2016年9月 ㈱BI.Garage代表取締役会長兼CEO(現任) 2016年9月 ㈱デジタルガレージ代表取締役兼社長執行役員グループCEO(現任) 2017年5月 ㈱DGインキュベーション(現㈱DGベンチャーズ)代表取締役会長兼社長(現任) 2021年6月 ㈱DGフィナンシャルテクノロジー代表取締役会長CEO(現任) 2021年6月 ㈱DGインキュベーション代表取締役会長兼社長(現任)
<b>取締役候補者とした理由</b> 林郁氏は、日本における個人向けインターネット・サービスの黎明期よりその将来性に着目し、㈱デジタルガレージを起業以降、創業経営者としてインターネット事業に携わってきました。グローバルなIT技術の動向も含めたインターネットビジネスに関する高い知見を有しており、当社の事業拡大及び経営全般に対する適切な役割を今後も期待できると判断したため、引き続き候補者としたしました。		

## 2.ガバナンス・リーダーシップ

# 取締役会の半数近くが社外取締役でありながら、価値を実現できていない

出所：会社開示資料

- DG取締役会の半数近くが社外取締役で構成されている
- 一方で、取締役会はDGの潜在的価値を顕在化できておらず、決済代行事業に詳しい社外取締役もいない

## DGボードメンバー

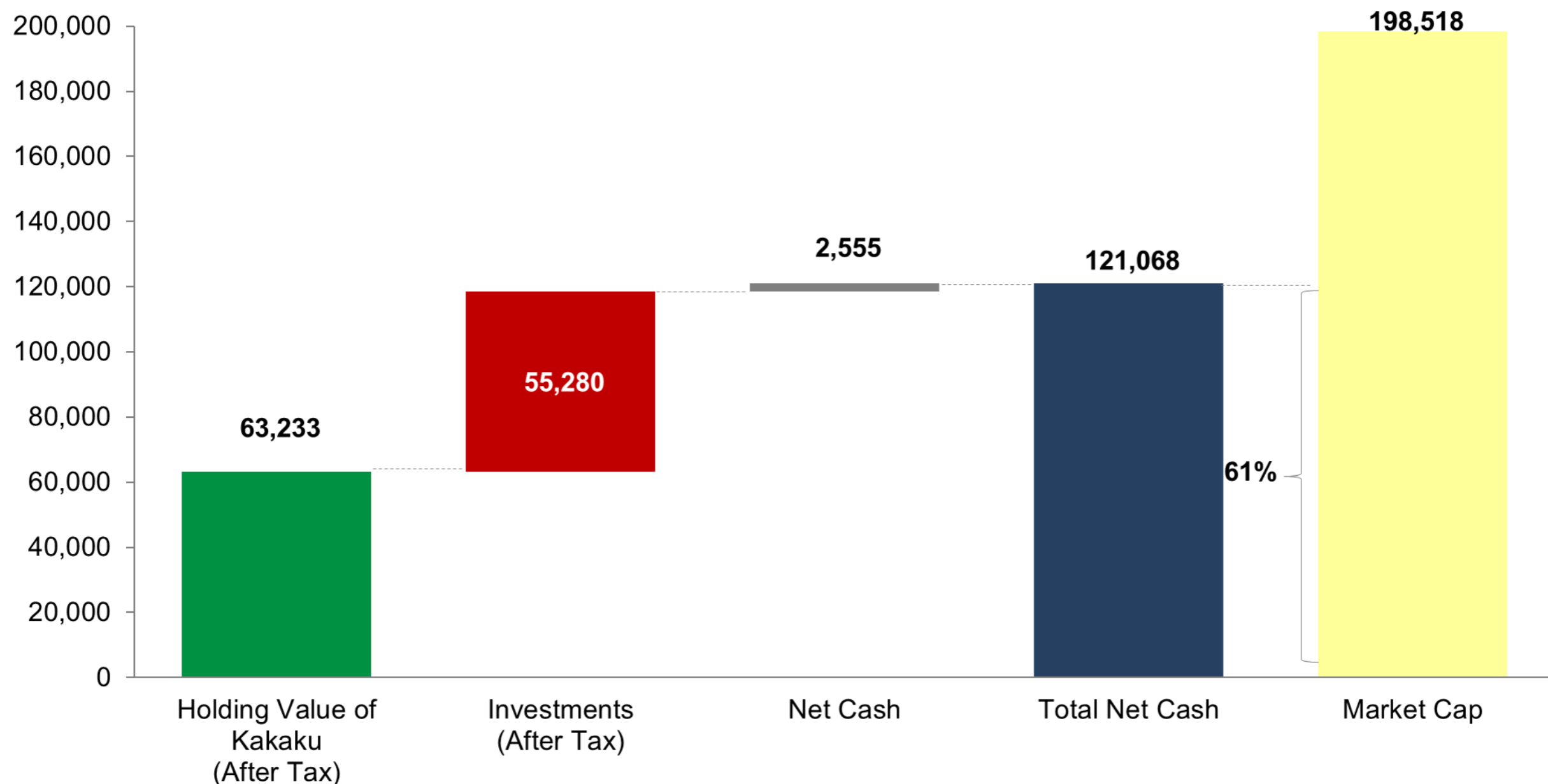
No.	役職	名称	年齢	社内／社外	国籍	性別	過去の経歴
1	代表取締役社長	林郁	62	社内	日本	男性	DG
2	取締役兼共同創業者	伊藤穰一	56	社内	日本	男性	DG
3	取締役	踊契三	52	社内	日本	男性	DG
4	取締役	大熊将人	47	社内	日本	男性	三菱商事
5	取締役	篠寛	46	社内	日本	男性	ソフトバンク
6	取締役	田中将志	47	社内	日本	男性	NTT
7	社外取締役	坂井 眞	65	社外	日本	男性	弁護士
8	社外取締役	大村恵美	46	社外	日本	女性	弁護士
9	社外取締役	尾崎 優美	37	社外	日本	女性	マサチューセッツ工科大学
10	取締役（監査等委員）	六彌太 恭行	66	社内	日本	男性	DG
11	取締役（監査等委員）	井上 準二	73	社外	日本	男性	三菱商事
12	取締役（監査等委員）	牧野 宏司	56	社外	日本	男性	KPMG
13	取締役（監査等委員）	内野 州馬	68	社外	日本	男性	三菱商事
<b>合計</b>			<b>55</b>	<b>社外:46%</b>	<b>日本:100%</b>	<b>女性:15%</b>	

# DGは多額の資産を有している

出所：会社開示資料、ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

- DGの純現金は時価総額の61%に達している
- 一方で、株主としては保有資産が還元されるのか疑義があり、保有資産の価値はDGの株価に織り込まれていない

DGの保有資産と時価総額の比較(百万円)



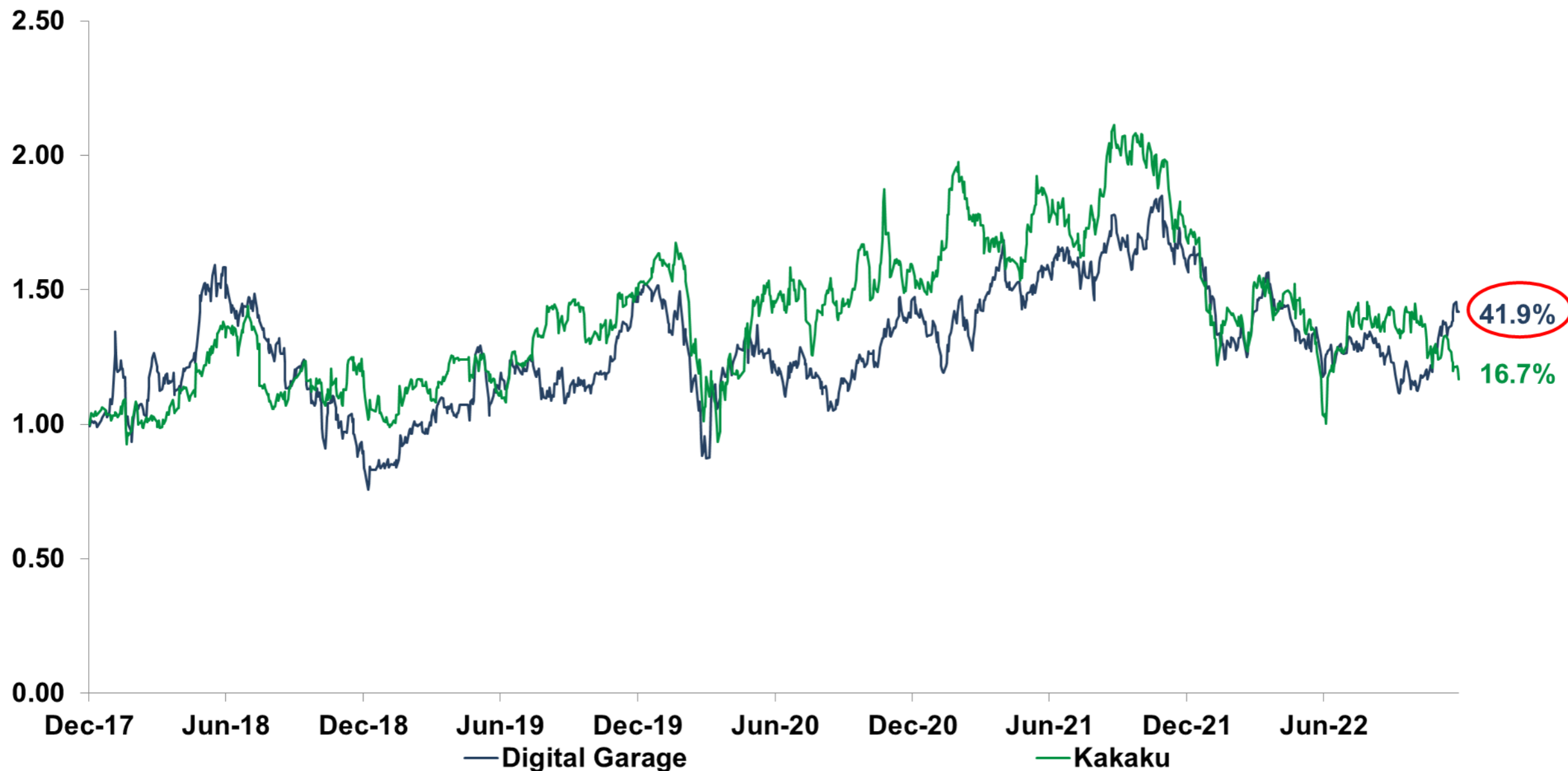


# DGの株価推移はカカクコムと同一の動きをしている

出所：ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

- DGの株価の動きは、カカクコムと同一の動きをしている
- これは、株式市場がDGの中の他の事業を軽視していることを明確に示している

株価パフォーマンス比較(相対化、過去5年間)



# 5.オアシスの提案

# より「強い」DGに向けての提案

---

DGをDGファイナンシャルテクノロジーとDGインベストメンツの二つの企業体に分ける

## A. DGファイナンシャルテクノロジー改善計画

A1. FTセグメントにおける営業機能の強化

A2. 決済代行事業に精通した取締役の採用

A3. MTセグメントとFTセグメントのシナジーの発揮

A4. 明確なガイダンスの設定

A5. キャピタルゲインへの集中

## B. DGインベストメンツ改善計画

B1. ファンド事業のさらなる拡大

B2. カカコム株式の売却

B3. 配当・自己株買いによる株主還元

# DGの企業価値向上によるすべてのステークホルダーへの恩恵

---

- DG

- DG事業の長期・安定的な継続
- 自己株式を活用したM&Aの検討が可能に
- 資金調達余力の向上

- DGの従業員

- 長期的・安定的な雇用の創出
- 企業イメージ向上による優秀な人材の惹きつけ
- 賃金の向上

- 顧客

- 長期的に信頼ができるパートナーの創出

- 債権者

- 債権リスクの減少
- 更なる貸付余地

- 株主

- 株価の上昇
- 株主還元強化

# オアシス DGへの提案

## 1. 企業構造・戦略

- FTセグメントとMTセグメントの税制適格スピン・オフによる分離
- キャッシュレス化による恩恵を受けるFTセグメントの成長加速
- 売上の向上、プロジェクト・マネージャーの採用、部門別営業チームの育成、営業の製品理解力強化のための研修
- FTセグメント、MTセグメント間のシナジーの実現
- 明確なガイダンスの設定
- ITセグメントにおける、ファンド事業の拡大

## 2. ガバナンス・リーダーシップ

- 林郁氏のカカクコム取締役会長職の兼任を廃止
- 取締役に決済代行事業拡大経験者を追加
- 独立した経営陣による個別事業への集中

## 3. 資本配分

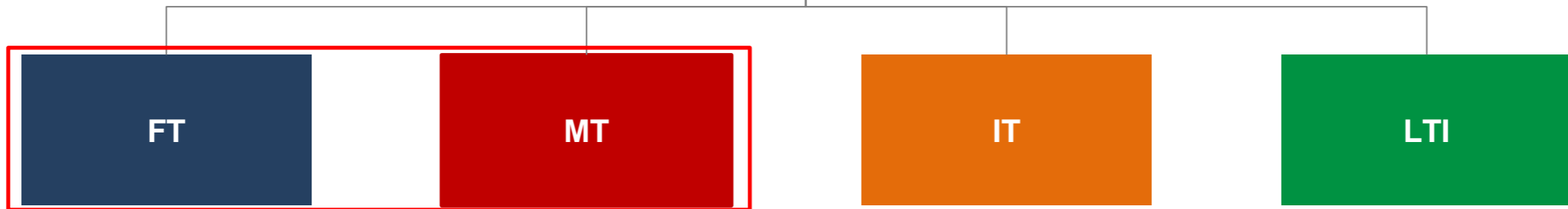
- カカクコム株式の完全売却
- 株主還元の向上

# DGフィナンシャルテクノロジーとDGインベストメンツに企業体を分ける

# DGは、DGファイナンステクノロジーとDGインベストメンツの2つの企業体に分かれることで、より「強い」会社となる

- DGは、DGファイナンステクノロジー（現在のFTセグメント及びMTセグメント）とDGインベストメンツ（現在のITセグメント及びLTIセグメント）の2つの完全に独立した事業体に分かれることで、より「強い」会社となる

## 現在のDG



税制適格スピン・オフ

## DGファイナンステクノロジーをスピン・オフした後のDG



# スピンオフによるDGフィナンシャルテクノロジーの分社化は、すべてのステークホルダーに利益をもたらす

出所：経済産業省

- DGファイナンシャルテクノロジーが分社化すれば、経営陣はより各事業に集中できるようになる
- スピンオフのメリットとしては、1)独立した経営陣、2)独立した資本、3)独立した上場企業の創出が挙げられる

## 経営の独立による効果

- 元の会社の経営者は**中核事業に専念**することが可能に
- スピンオフされた会社は**迅速、柔軟な意思決定**が可能に。経営者や従業員の**モチベーションも向上**

## 資本の独立による効果

- スピンオフされた会社の独自の資金調達により、従来は埋没していた**必要な投資が実施可能に**
- **一方の会社のみを対象として第三者が出資**することが容易に
- スピンオフされた会社の株式の価値に連動した株式報酬の導入が可能に
- スピンオフ実施前は自社グループの**競合相手であった会社とも取引することが容易に**
- 企業結合を行う場合に併せてスピンオフを活用することで、独禁法の企業結合規制に制約されにくくなる

## 上場の独立による効果

- 各事業のみに関心のある**投資家を引きつける**ことが可能に。
- **コングロマリット・ディスカウント(注)の克服**  
(注)複数の事業を営んでいる場合に、それらを個別に営む場合よりも、事業価値の総和が市場で低く評価されること。



**企業価値の向上が期待される（スピンオフする・される会社双方に効果）**



# 税制適格スピノフを実行するために

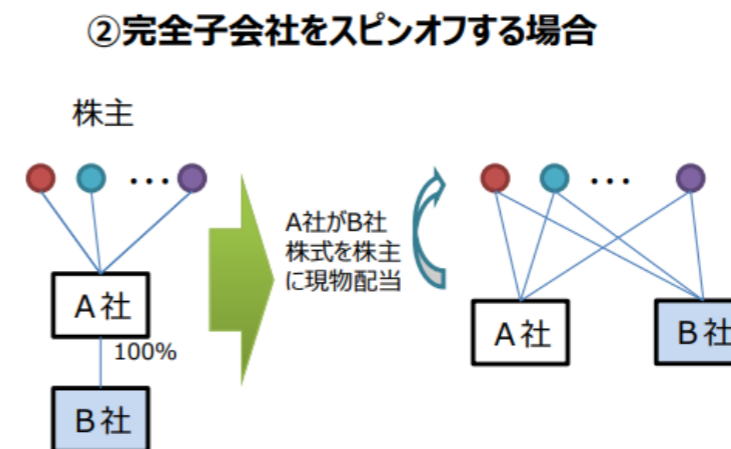
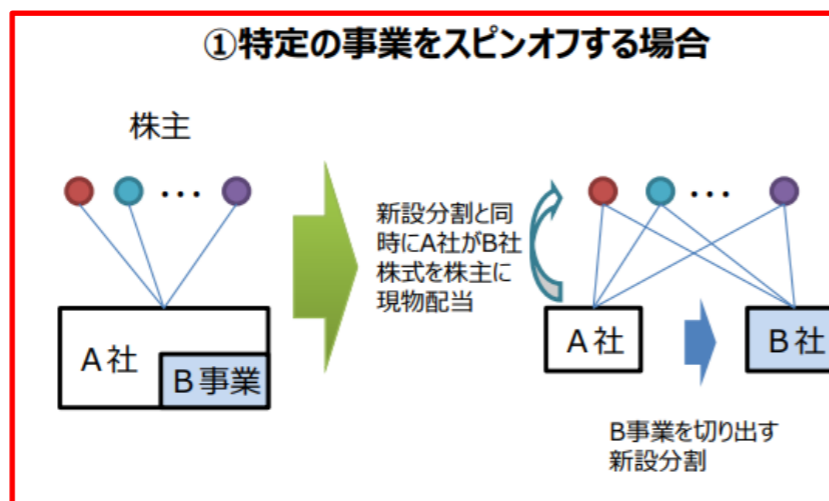
出所：経済産業省

- スピノフを通じて、DGをDGフィナンシャルテクノロジーとDGインベストメンツの2つの企業体にするこゝで、株主は税制適格の恩恵をうけることができる
- 「分割型分割」スキームによって、FTセグメントとMTセグメントを分社化し、DGファイナンシャルテクノロジーを設立することができる
- DGファイナンシャルテクノロジーとDGインベストメンツの間には、資本関係はない。これにより、完全に独立した2つの会社が誕生する

## スピノフとは

- 自社内の特定の事業部門又は子会社を切り出し、独立させるもの。独立した会社の株式は元の会社の株主に交付される。
- 自社内の特定の事業部門を切り出す場合は新設分割、子会社を切り出す場合はいわゆる現物配当（注）により行う。

（注）いわゆる現物配当は、会社法上は配当財産が金銭以外の財産である剰余金の配当に当たる。また、法人税法上は完全子会社の株式の全部が移転する現物配当が株式分配に当たる。



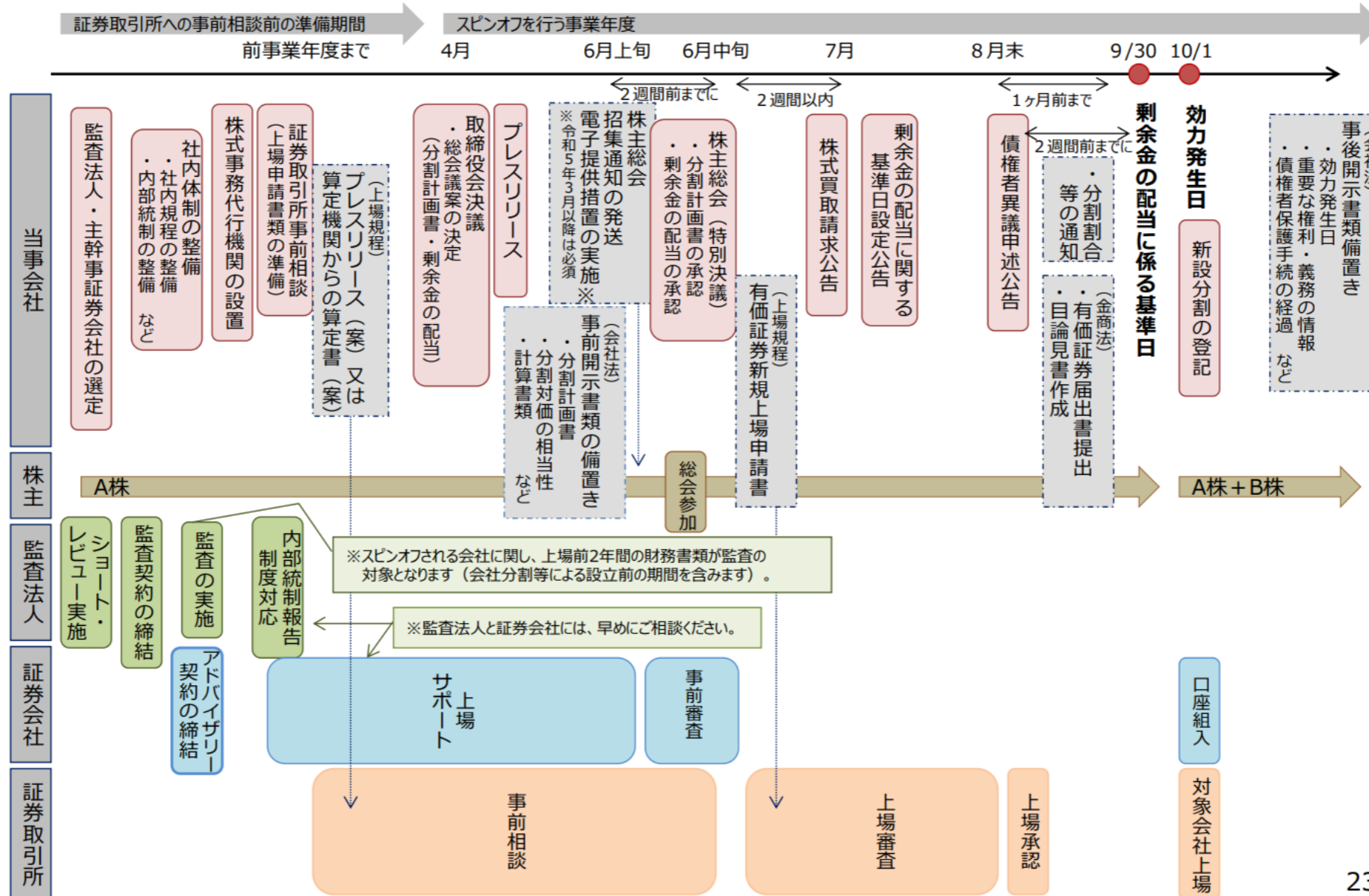
# 税制適格スピン・オフ: スケジュール例

出所: 経済産業省

- DGは、来期にスピン・オフを実行するために、すぐに分社化に向けた作業を開始すべきである

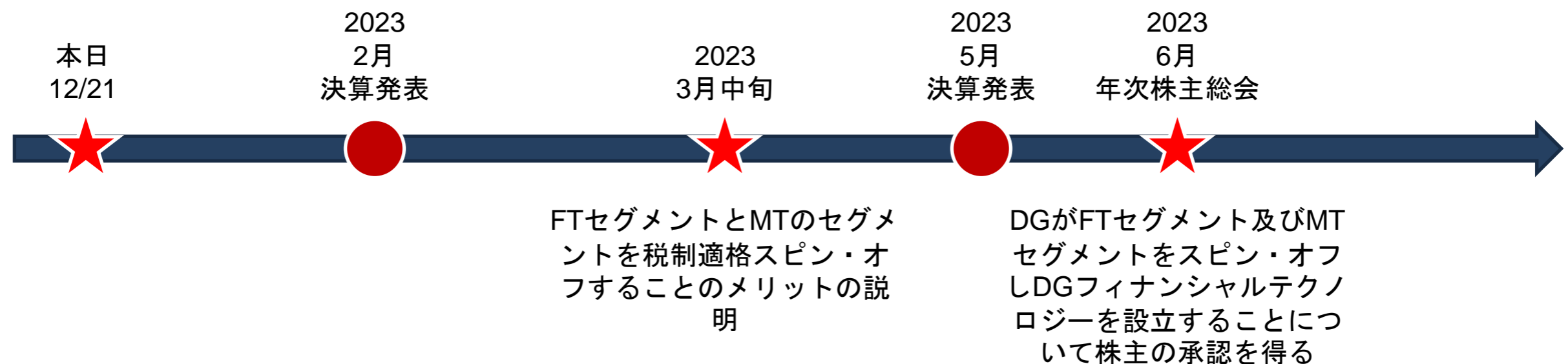
## スケジュール例

(参考) 想定される各種手続きとスケジュール (分割型分割) ※3月決算会社で10月1日を効力発生日とする例



# DGの取締役会に対し、税制適格スピン・オフにより、DGファイナ ンシャルテクノロジーを設立するよう要請する

- DGの取締役会は、次の年次株主総会で、FTセグメントとMTのセグメントを税制適格スピン・オフし、DGファイナショナルテクノロジーを設立することを議題とすべきである
- 本コーポレート・アクションは、各事業に対する経営陣の関与・注力を大幅に高め、DG全体の価値を向上させる
- マイルストーンとして、DGは2023年3月中旬にDGファイナショナルテクノロジーの設立によるメリットを発表し、投資家に説明していただきたい



# DGフィナンシャルテクノロジーおよびDGインベスツメントの取締役会構成例

出所：会社開示資料

- 各会社の取締役会の構成は以下のとおりとなる。追加的に経験値豊富な多様性のある取締役を追加する必要がある

## DGファイナンシャルテクノロジー取締役会

No.	役職	名称	年齢	社内／社外	国籍	性別	過去の経歴
1	代表取締役社長	林郁	62	社内	日本	男性	DG
2	取締役	踊契三	52	社内	日本	男性	DG
3	取締役	篠寛	46	社内	日本	男性	ソフトバンク
4	社外取締役	坂井 眞	65	社外	日本	男性	弁護士
5	社外取締役	井上 準二	73	社外	日本	男性	三菱商事
6	社外取締役	牧野 宏司	56	社外	日本	男性	KPMG
平均			59	社外:50%	日本:100%	女性:0%	

## DGインベスツメント取締役会

No.	役職	名称	年齢	社内／社外	国籍	性別	過去の経歴
1	代表取締役社長	大熊将人	47	社内	日本	男性	三菱商事
2	取締役	伊藤穰一	56	社内	日本	男性	DG
3	取締役	田中将志	47	社内	日本	男性	NTT
4	社外取締役	大村恵美	46	社外	日本	女性	弁護士
5	社外取締役	尾崎 優美	37	社外	日本	女性	マサチューセッツ工科大学
6	社外取締役	六彌太 恭行	66	社内	日本	男性	DG
7	社外取締役	内野 州馬	68	社外	日本	男性	三菱商事
平均			52	社外:42%	日本:100%	女性:29%	

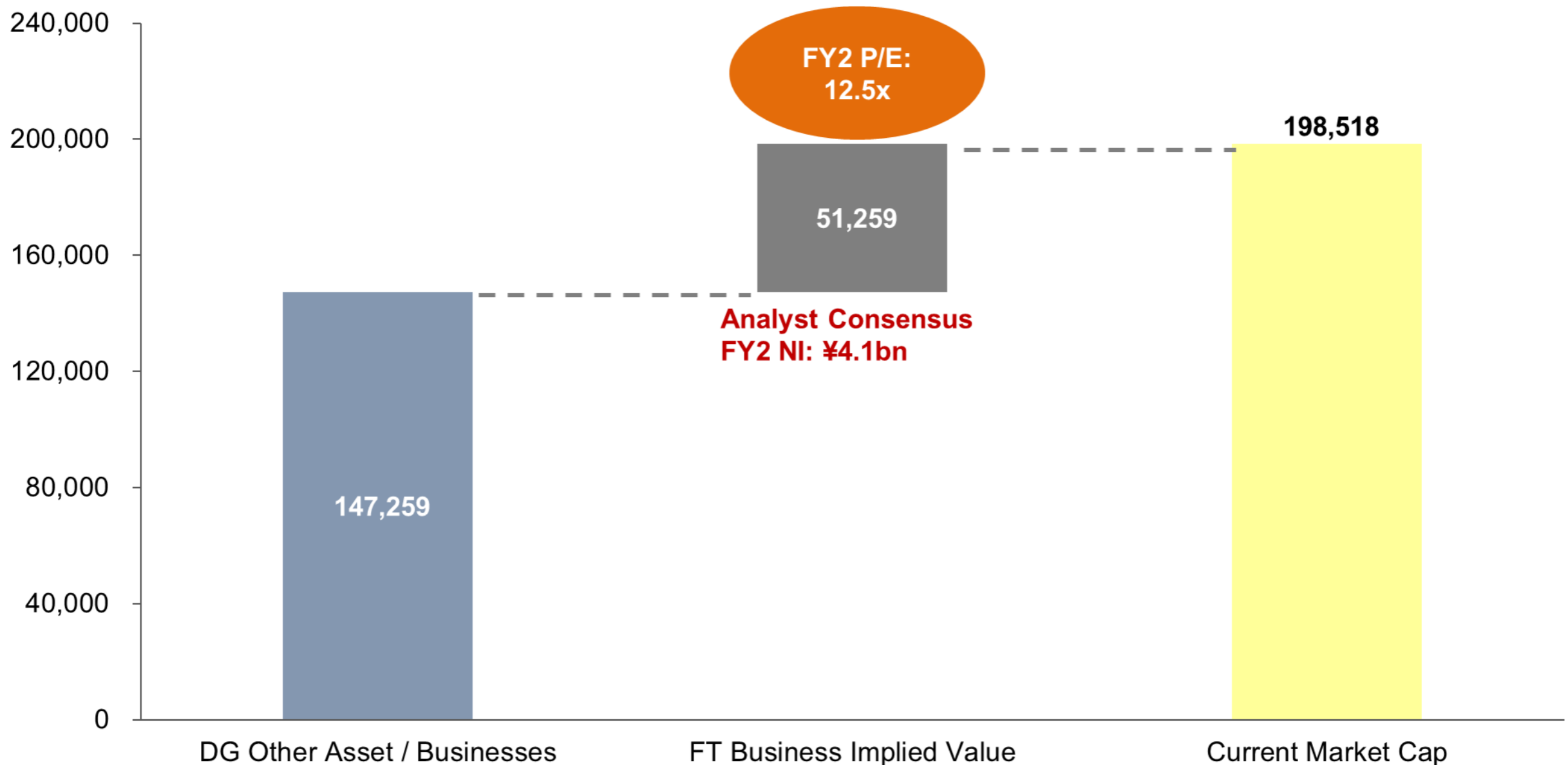
# A.DGフィナンシャルテクノロジー改善計画

# 現在、FTセグメントの評価額は513億円、FY2PERは12.5倍

出所：会社開示資料、ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

- FTセグメント価値は、DGの他の事業をすべて除いて計算すると513億円となる
- これは、FY2 PERが12.5倍であることを意味し、年率20%で利益が成長するビジネスに適用されるべき倍率ではない

## FTセグメントのインプライド・バリュー(単位:百万円)



# FTセグメントの成長計画が明確であれば、2,254億円と評価されることも可能

出所：会社開示資料、ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

- 明確な成長計画があれば、FTセグメントは再評価される可能性がある

税引前利益

**59億円**

**×**

税金支払いを考慮

**69%**

**×**

GMO PG FY2 PER

**55x**

インプライド・バリュー

**= 2,254億円**

# A1. FTセグメントにおける営業機能の強化



# 複数の専門家がDGの営業オペレーションに問題があると指摘

出所：エキスパート・コメント

## 営業担当者の不足

〃〃

営業担当者が一貫して不足していることが悩みの種である。十分な時間を割けない営業担当者のせいで入札で負けたケースが複数回ある。

同社は、フィナンシャルテクノロジー分野では常に十分な人材を採用できず、マーケティングテクノロジー分野の採用に力を注いできた。

## プロジェクトマネジメント機能の欠如

〃〃

DGの営業担当者は、獲得した案件の管理に時間を取られることがあり、新規顧客獲得に注力することが難しい。

また、営業担当者にITの知識が不足しており、それが販売拡大のボトルネックになっていた。

## コミットメントの欠如

〃〃

GMO PGは、いかなる状況下でも売上目標を達成する精神を持っている。また、週次で販売状況を確認し、目標に対して販売活動が遅れている場合は解決策を検討する。DGは、売上目標に対するコミットメントが低いと思う。

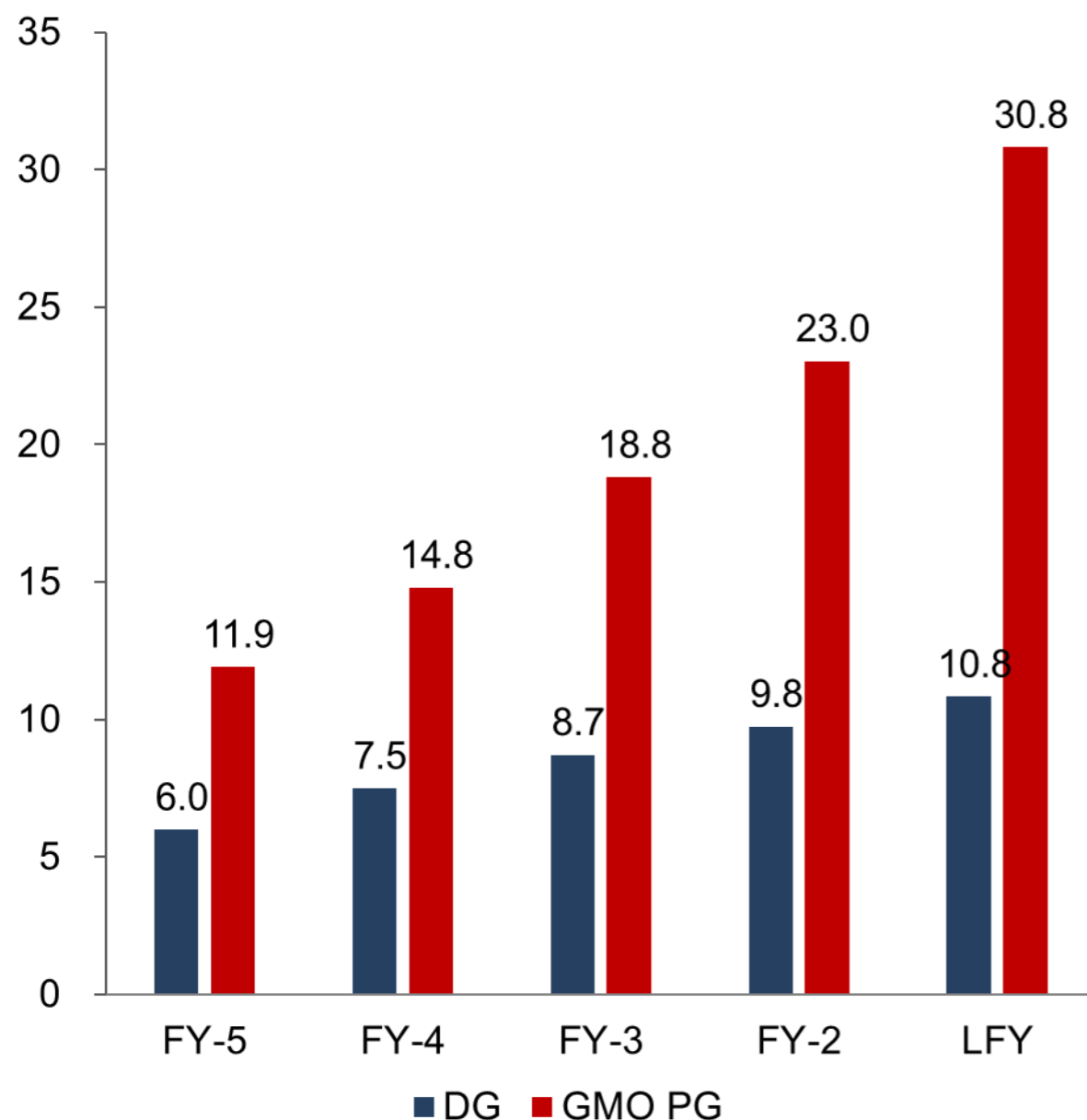
デジタルガレージは、効率的に顧客との関係を構築するために、顧客の分野別のカバレッジチームを持つ必要がある。

# DGの従業員数はさらなる成長を目指すには少なすぎる

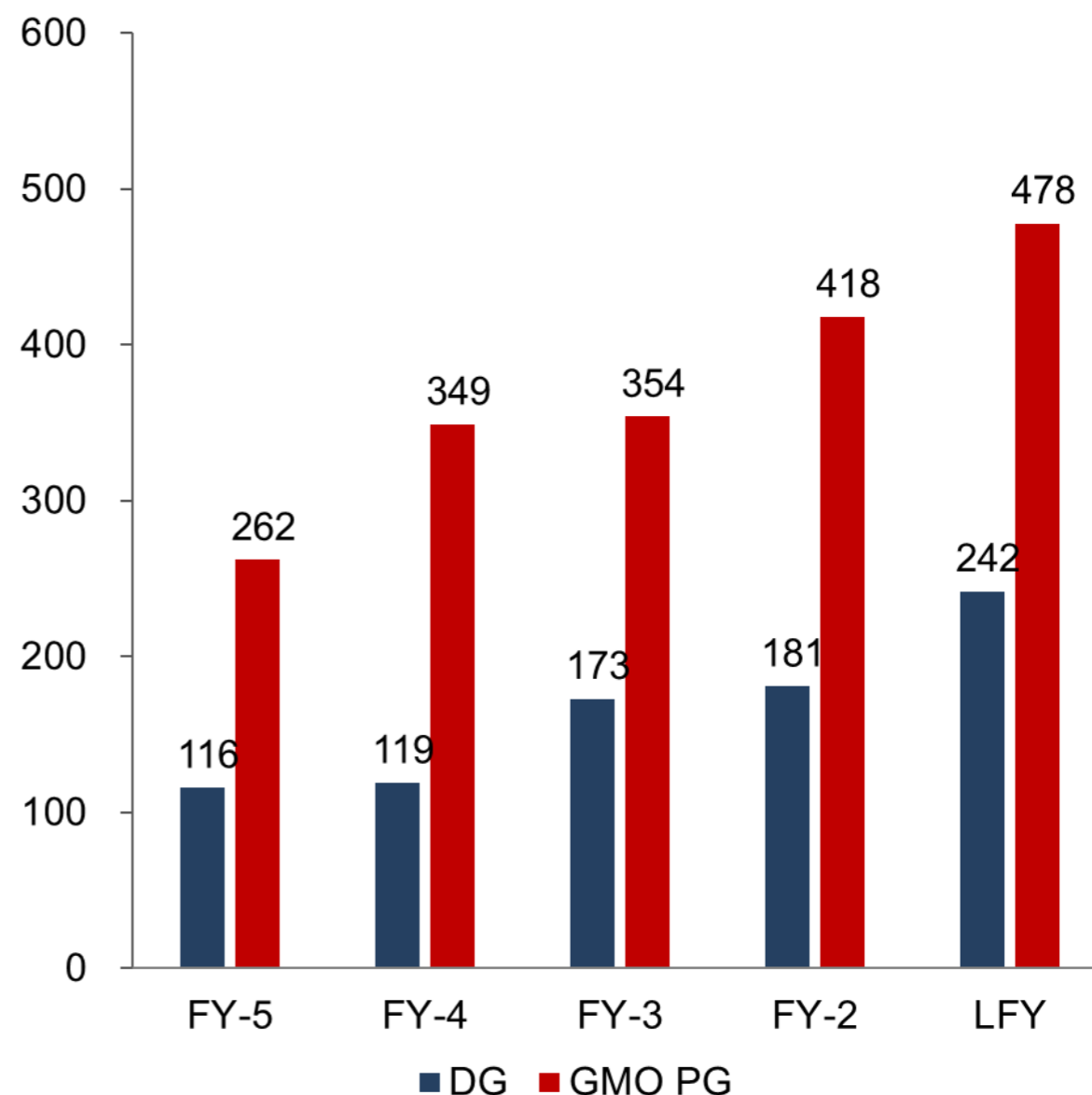
出所：会社開示資料

- GMO PGにおいて従業員数の伸びが売上高の成長を牽引してきた
- DGは、事業の成長に向けて、営業人員やプロジェクト・マネジメント人員の採用をさらに加速させるべき

## 売上高 (単位:十億円)



## 従業員数



# DGはプロジェクトマネージャーを採用し、営業部門のリソースを新規顧客獲得に集中させるべき

出所：エキスパート・コメント

- DGの営業部門の課題として、営業担当者が新規顧客を獲得する際に、プロジェクト・マネージャーを兼任する傾向があり、新規顧客の追加獲得が難しいことが挙げられる
- DGは、プロジェクト・マネジメントに特化した部署を作り、営業担当者のリソースを空け、新規顧客の獲得につなげるべき

## 現在のDGのオペレーション

### IT部門

- IT部門は、営業部門からヒアリングした顧客ニーズをもとに、製品をカスタマイズ

### 営業部門

- 営業部門が仲介役となり、顧客のニーズをシステムに反映
- 営業部門は、既存顧客の対応に追われ、新規顧客開拓ができない

### 顧客

- 顧客は営業部門と対話

## DGのオペレーションのあるべき姿

### IT部門

- ITセグメントは、プロジェクト・マネジメント部門からヒアリングした顧客のニーズをもとに、製品をカスタマイズ

### プロジェクトマネジメント部門

- 顧客と対話し、そのニーズをIT部門に伝達

### 営業部門

- 新規顧客の開拓に集中

### 顧客

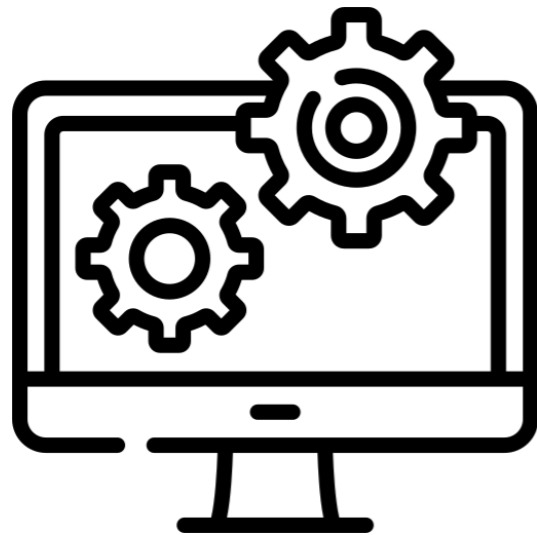
- 顧客はプロジェクトマネジメント部門と対話

# DGは製品力の強さを顧客によりアピールすべき

出所：エキスパート・コメント

- DGのシステムは、顧客の要望に応じたカスタマイズに耐えうる強さを持っている
- 一方で、この強みを顧客に十分に訴求できていないと考える
- DGは、営業部門の従業員に対して、システム面の優位性に関する教育をし、その優位性を顧客に伝えられるようにする必要がある

IT部門



営業部門



# DGは、各業界に特化した営業チームの編成をするべき

出所：エキスパート・コメント

- DGは現在、各分野に特化した営業チームを擁していない
- 製品は、分野別のカスタマイズが必要であるため、各分野に精通した営業チームを再構築することが必要

銀行・金融機関

レストラン

旅行

政府関連

一般小売業

不動産

アミューズメント施設

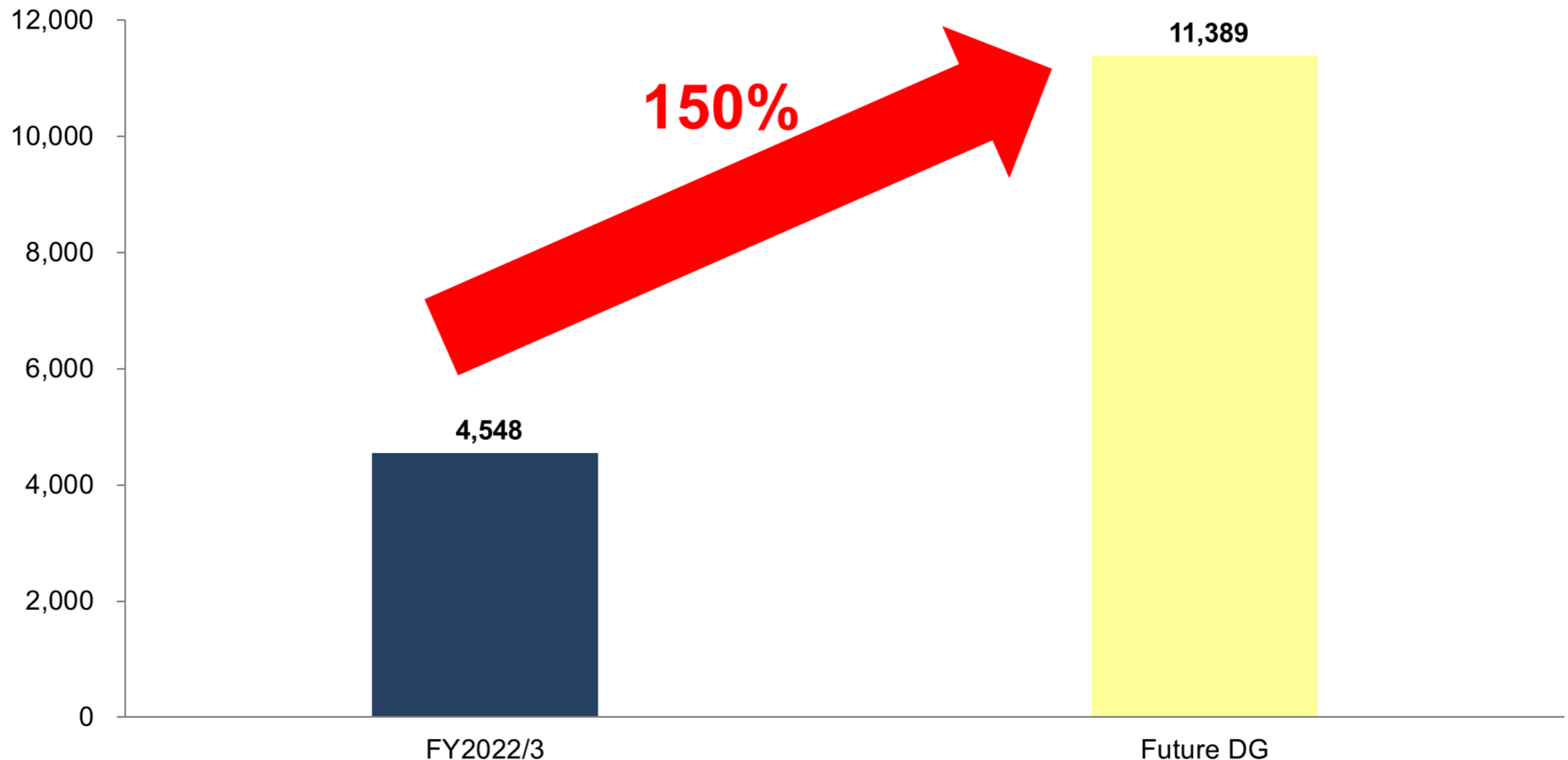
公共

# 提案実行後、DGの利益は150%成長する可能性がある

出所：会社開示資料、オアシス予測

- 営業にもっと力を入れれば、DGの利益は150%成長する可能性がある

税引前利益 (単位：百万円)



## A2. 決済代行事業に精通した取締役の採用

# 現在のDG取締役会には、決済代行事業の専門家がない。

出所：会社開示資料

- 現在のDG取締役会には、決済代行事業の専門家がない
- FTセグメントをよりよく管理し、成長に対する責任を果たせる人物を役員に加えるべきだと考えている
- また、営業部門のマネジメントに強みを持つ人であれば、価値を大きく高めることができるだろう

## DG取締役会

No.	役職	名称	年齢	社内／社外	国籍	性別	過去の経歴
1	代表取締役社長	林郁	62	社内	日本	男性	DG
2	取締役兼共同創業者	伊藤穰一	56	社内	日本	男性	DG
3	取締役	踊契三	52	社内	日本	男性	DG
4	取締役	大熊将人	47	社内	日本	男性	三菱商事
5	取締役	篠寛	46	社内	日本	男性	ソフトバンク
6	取締役	田中将志	47	社内	日本	男性	NTT
7	社外取締役	坂井 眞	65	社外	日本	男性	弁護士
8	社外取締役	大村恵美	46	社外	日本	女性	弁護士
9	社外取締役	尾崎 優美	37	社外	日本	女性	マサチューセッツ工科大学
10	取締役（監査等委員）	六彌太 恭行	66	社内	日本	男性	DG
11	取締役（監査等委員）	井上 準二	73	社外	日本	男性	三菱商事
12	取締役（監査等委員）	牧野 宏司	56	社外	日本	男性	KPMG
13	取締役（監査等委員）	内野 州馬	68	社外	日本	男性	三菱商事
合計			55	社外:46%	日本:100%	女性:15%	



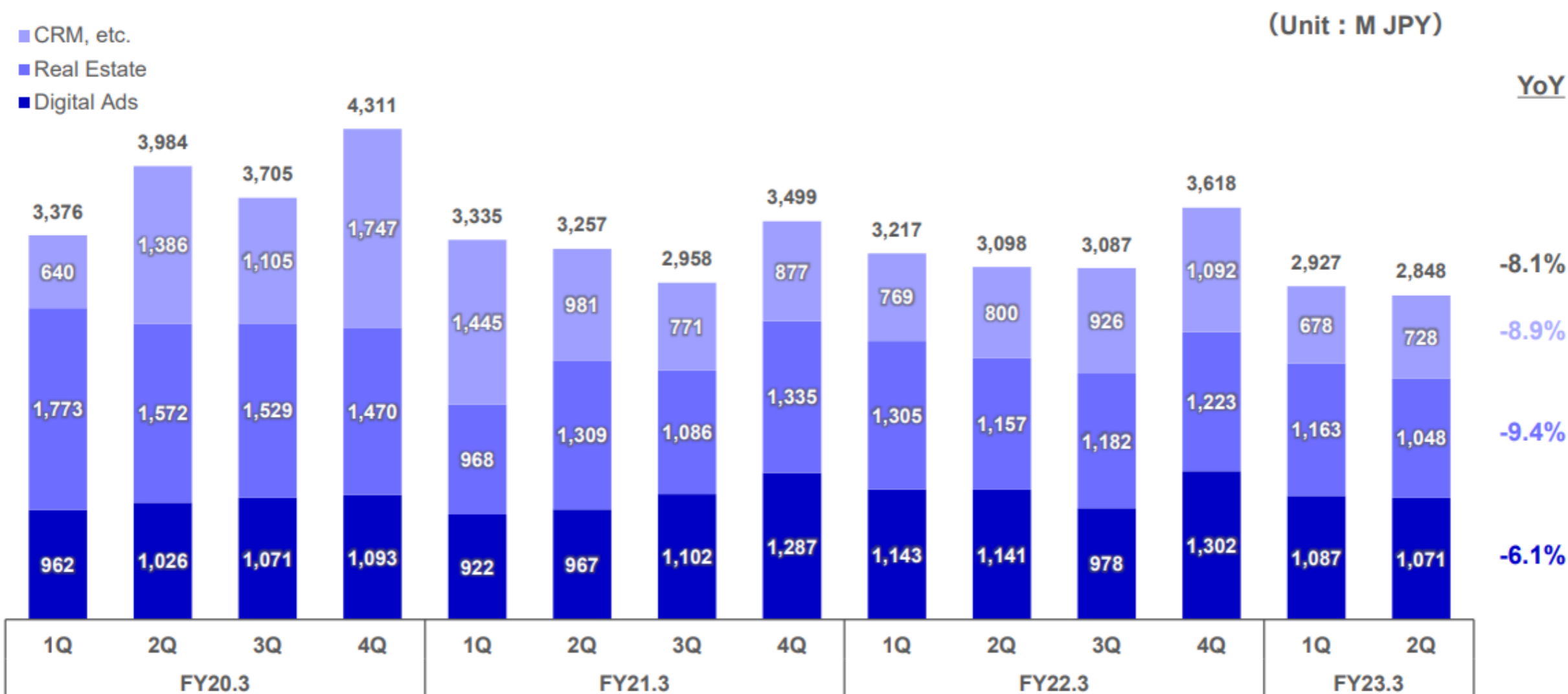
## A3. MTセグメントとFTセグメントのシナジーの 発揮

# MTセグメントの成長は停滞している

出所：会社開示資料

- 新型コロナウイルスのパンデミック以降、MTセグメントは伸びていない

## MTセグメント 四半期別売上高

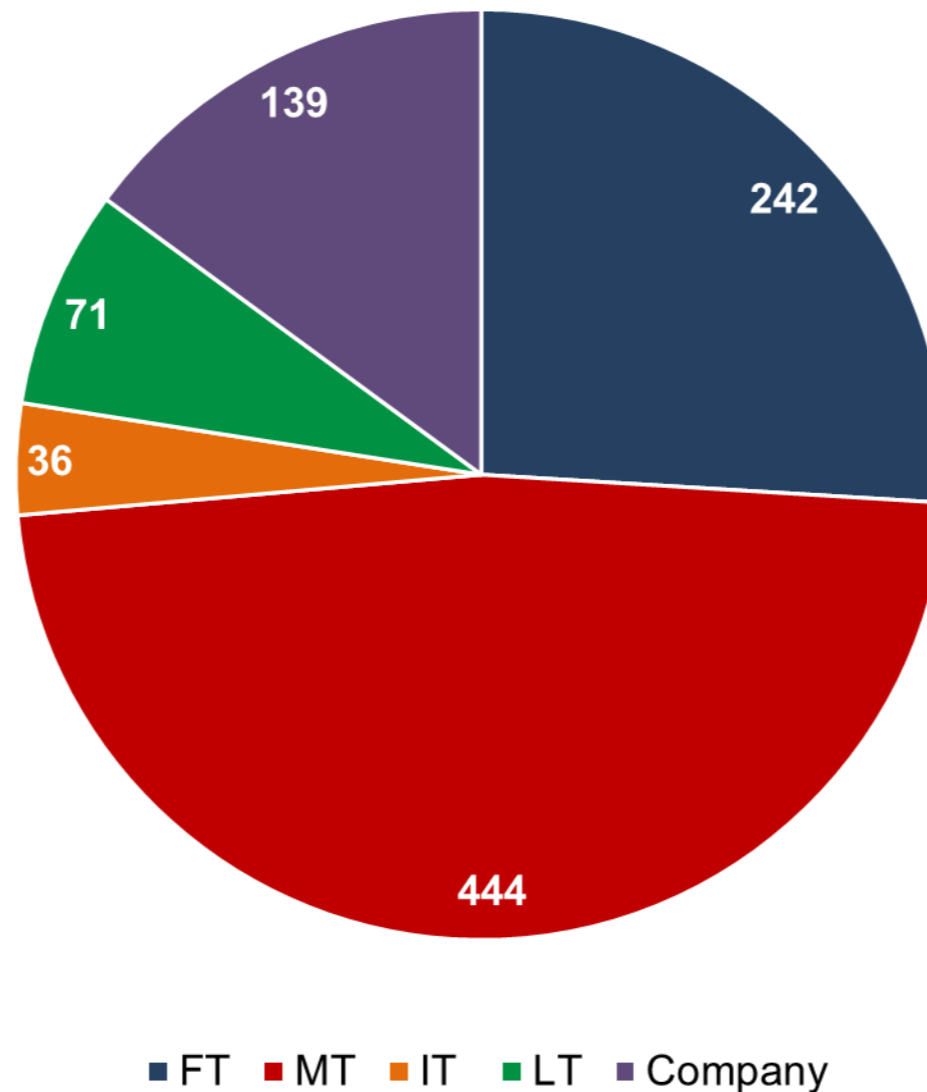


# MTセグメントからFTセグメントへの人材再配置を検討すべき

出所：会社開示資料

- 中核のFTセグメントの従業員数は、全従業員の26%を占めるに過ぎない
- DGは、MTセグメントから、FTセグメントへの人材再配置を検討すべき

## セグメント別従業員数



# FTセグメントとMTセグメントとのシナジーをさらに追求すべき

- DGファイナンシャルテクノロジーは、シナジーを実現することで、さらなる価値を創造できる
- MTセグメントによるマーケティングの支援によって顧客の売上が上昇すれば、FTセグメントにおける決済取扱高も上昇する



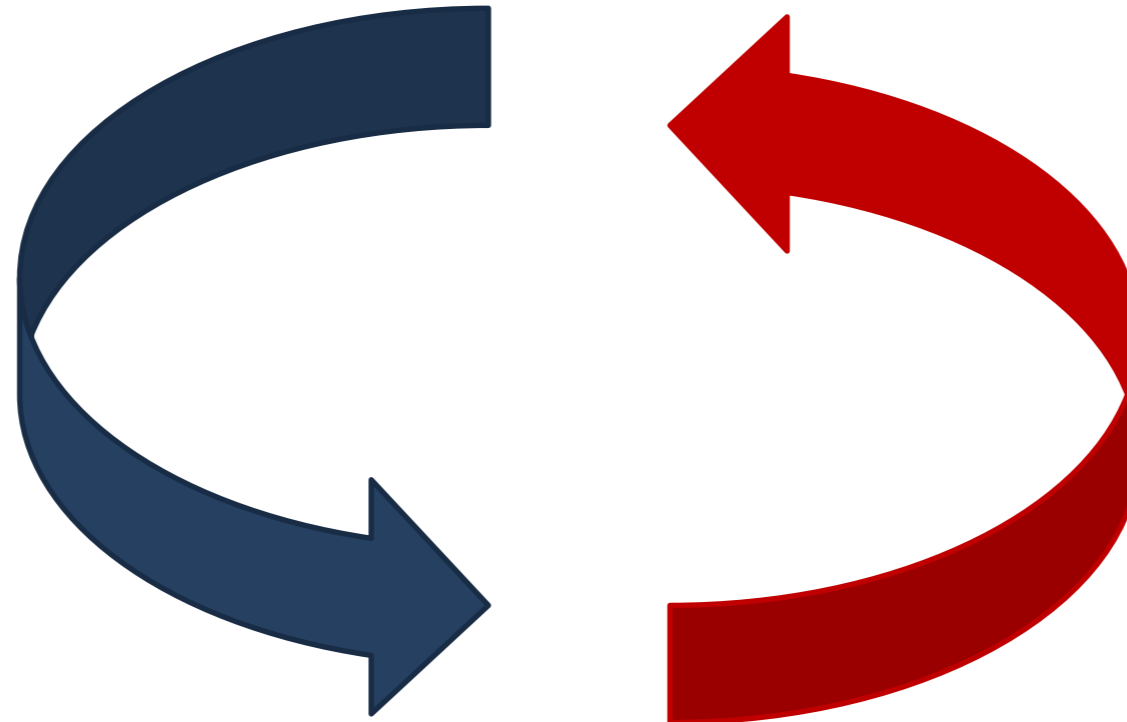
FT

- 決済サービスの提供
- データ／決済ソリューションで顧客を支援



MT

- 顧客のビジネスを拡大するためのマーケティング戦略を提供



FTセグメントでの決済取扱高増加

売上上昇に伴い、顧客がより多くのマーケティング費用を投入できるようになり、MTセグメントにおいてもさらなる事業拡大

# A4.明確なガイダンスの設定

# ITセグメントが理由で、DGは正式なガイダンスを開示することができなかった

出所：会社開示資料

- DGは、業績が不安定なITセグメントの影響により、正式なガイダンスを公表することができない
- しかし、会社をDGフィナンシャルテクノロジーとDGインベストメンツに分けた後は、この限りではない

## DG決算短信より引用

### 3. 2023年3月期の連結業績予想（2022年4月1日～2023年3月31日）

インキュベーションテクノロジー事業にて展開する国内外の未公開企業等への投資・育成分野において、当社グループが保有する有価証券の期末時点における公正価値を合理的に見積もることが困難であるため、連結業績予想の開示は行っておりません。なお、詳細につきましては、（添付資料）4ページ「1. 当四半期決算に関する定性的情報（3）連結業績予想などの将来予測情報に関する説明」をご覧ください。

# DGフィナンシャルテクノロジーはボトムアップ・アプローチによりガイダンスをつくるべき

出所：会社開示資料

- DGファイナンシャルテクノロジーは、ボトムアップ・アプローチによるガイダンスを作るべき
- これにより、経営者のガイダンスへのコミットメントがさらに高まる
- DGは漠然としたガイダンスしか持っていなかったため、コミットメントが低く、収益目標も低かった

## DG中期計画目標

### ◆ 中期経営計画（2021.3期 - 2025.3期）の財務目標



成長性指標		(税引前利益 年平均成長率)	
	2020.3期	年平均成長率 (20.3 - 25.3)	
FT	40 億円	20 %	▲
MT	19 億円	20 %	▲
LTI	47 億円	15 %	▲

- 国の重要インフラ指定事業者としての社会貢献、最先端技術を活用したデジタルビジネスの支援
- DX先進企業へのデジタルアドの更なる伸長、DX途上企業のブランドアドを第2の柱へと育成
- カカクコムに加え、国内外で戦略事業を創出

投資・インキュベーション事業における投資指標		
	2020.3期	2025.3期
IT	ROI 2.2 倍	▶ 2.5 倍 ▲

- 投資ハードルレートを達成する水準での投資・回収を実行

資本収益性 指標	ROE 20%	<株主資本コスト8%*以上>を目指す
----------	---------	--------------------

株主還元 指標	税引前事業CFに対する配当性向	20 %
---------	-----------------	------

\*当社で算出した株主資本コスト

# A5.キャピタルゲインによる株主還元

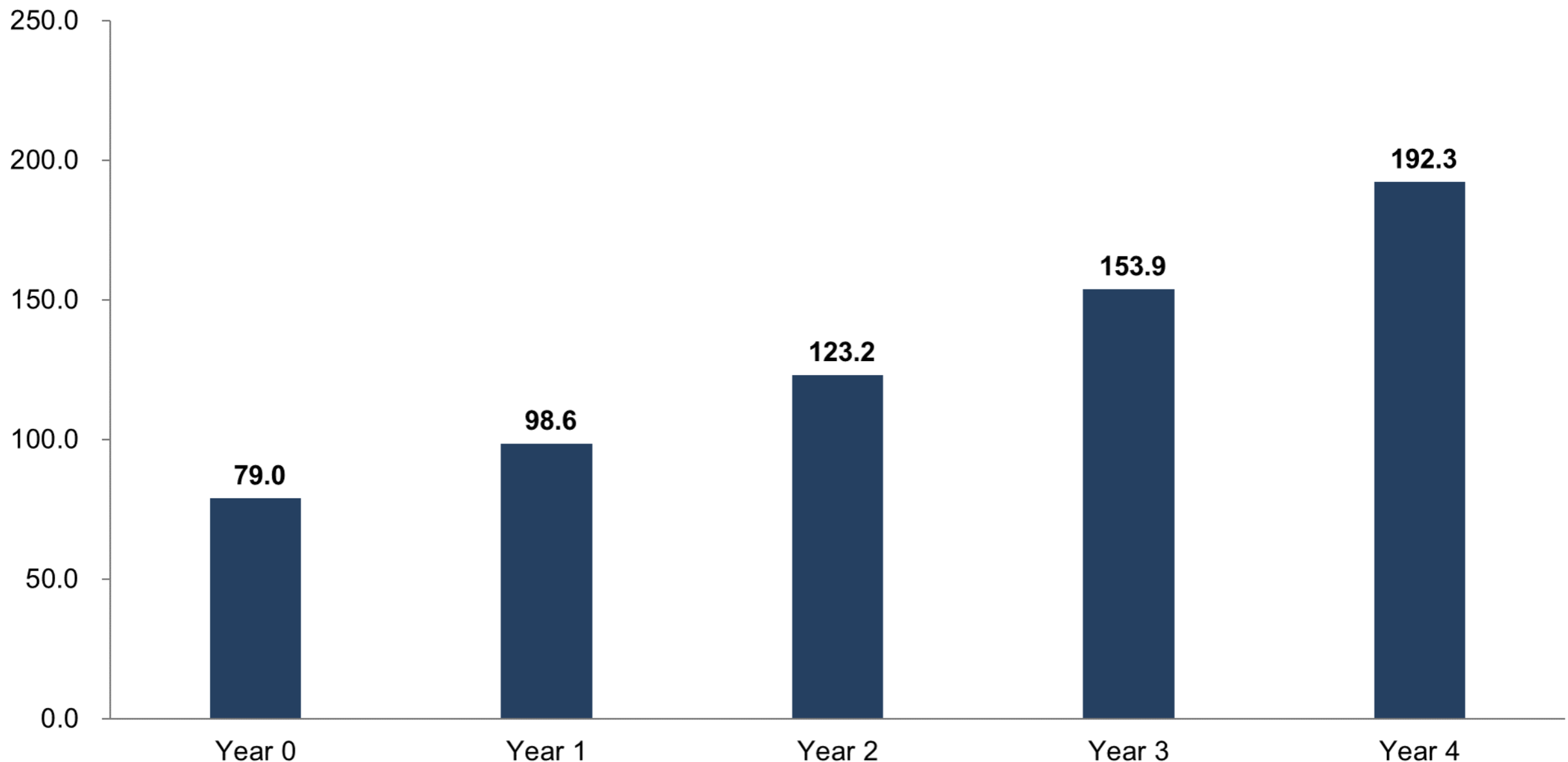


# DGファイナンシャルテクノロジーはキャピタルゲインによる株主還元を焦点を当てるべき

出所：会社開示資料、オアシス予測

- DGファイナンシャルテクノロジーはキャピタルゲインによる株主還元を焦点を当てるべき
- この事業は年率25%の利益成長が可能であり、DGファイナンシャルテクノロジーが事業に再投資することが最も理にかなっていると考えている

## DGファイナンシャルテクノロジー EPSの増加イメージ



# 大幅かつ安定的な成長により、GMO PGのように、株主に大きなキャピタルゲインをもたらすことができる

出所：会社開示資料、ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

- GMO PG が過去5年間に於いて達成した株価上昇をDGファイナンステクノロジーも達成できると信じている

## GMO PG トータル・リターン(過去5年間)



# DGファイナンシャルテクノロジーの想定株価は1株あたり5,226円と試算される

出所：会社開示資料、ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

- DGファイナンシャルテクノロジーの改善計画が実施された場合、DGファイナンシャルテクノロジーの株価は1株あたり5,226円と試算される

## DG ファイナンシャルテクノロジーバリュエーション

FTセグメント FY2 Profit Before Earnings	5,906百万円	MTセグメント FY2 Profit Before Earnings	1,853 百万円
FY2 PERマルチプル	55.1x	FY2 PERマルチプル	17.5x
FTセグメント価値	2,254億円	MTセグメントの金額	220億円

合計	2,479億円
発行済株式数	47.4百万株
一株あたり予想価格	¥5,226

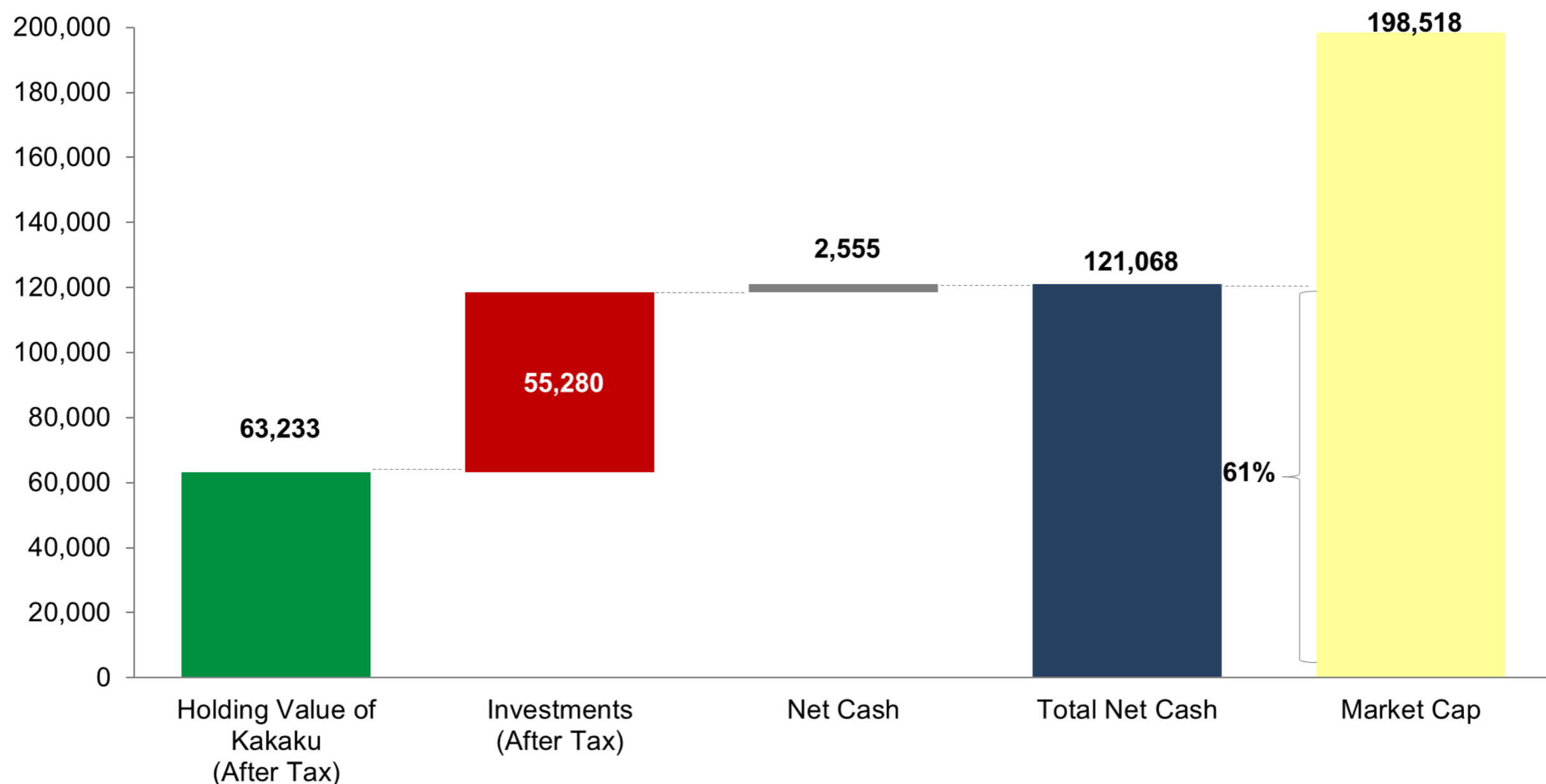
# B.DGインベストメンツ改善計画

# 本改善計画は、バランスシートの価値を引き出し、DGインベスメントの真価を発揮することを目指す

出所：会社開示資料、ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

- DGの有価証券を含む純現金は時価総額の61%に達している
- 一方で、株主としては保有資産が還元されるのか疑義があり、保有資産の価値はDGの株価に織り込まれていない

## DG 時価総額 v.s. 純現金 (単位: 百万円)



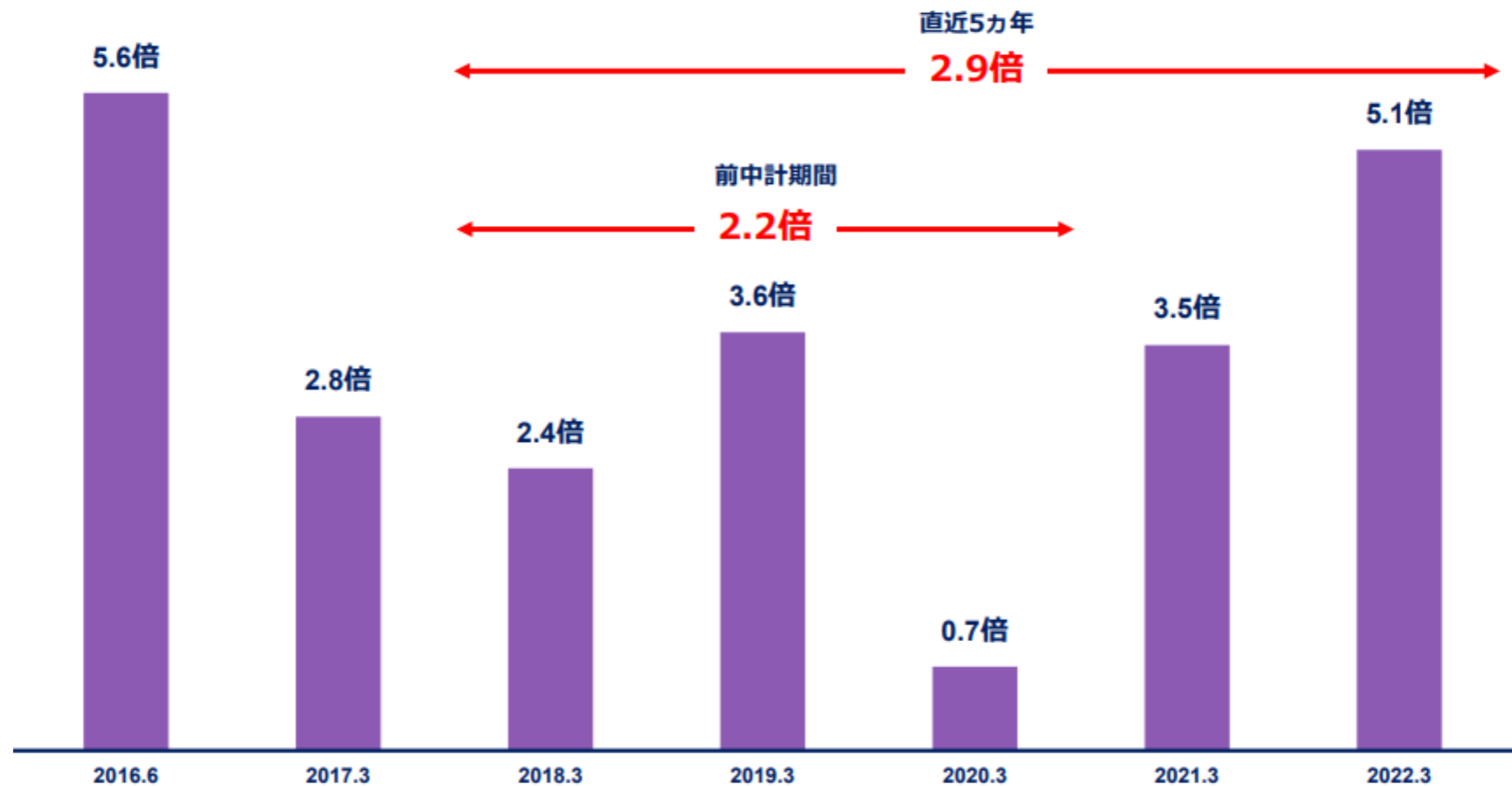
# B1.ファンド事業のさらなる拡大

# DGはITセグメントの成功を活かし切れていない

出所：会社開示資料

- ITセグメントはアーリーステージのスタートアップ投資に強みを有している
- この分野でDGは成功を収めており、過去5年間の平均投資収益率は2.9倍となっている
- 一方で、DGはこの成功を活かし切れていない

## ITセグメントの実績（投資収益率）
















# ITセグメントは日本の投資家に海外の興味深い企業に間接的に投資する機会を提供

出所：会社開示資料

- 強いプラットフォームを持つITセグメントは、興味深い海外企業に投資をしてきた

## DGのITセグメントにおける主要ポートフォリオ

アジア・日本・北米等の各エリアでWithコロナ時代における  
フィンテック/DX有望銘柄が伸長、投資先の資金調達・上場・Exitも順調に進捗

アジア	日本	北米・欧州
<p><b>Droom</b> ✓上場申請済 [インド] 持分 2.0%</p>  <p>インド最大の自動車売買オンラインマーケットプレイス「Droom」を運営</p>	<p><b>AGE technologies</b> [日本] 持分 12.4%</p>  <p>Open Network Lab Seed Accelerator プログラム第18期生。DXで「相続手続き」の課題解決を目指すスタートアップ。相続時に発生する各種手続きをインターネットで完結させるサービス、「そうぞくドットコム」を提供</p>	<p><b>MX Technologies</b> [米国] 持分 3.2%</p>  <p>米銀行等の金融機関に対し、顧客口座向けの個人資産管理ツールを提供</p>
<p><b>NoBroker Technologies Solutions</b> [インド] 持分 1.4%</p>  <p>物件検索から契約まで一連の手続きを全てオンラインで可能とするCtoC不動産マーケットプレイスを運営</p>	<p><b>THIRD</b> [日本] 持分 13.3%</p>  <p>建築・機械・電気工事のコスト削減コンサルティングサービスと、AIによる不動産管理プラットフォーム「管理ロイド」を提供</p>	<p><b>Helium Systems</b> [米国] 持分 1.6%</p>  <p>安価に提供可能なスマートセンサーデバイスを通じた、IoT事業を運営</p>
<p><b>Expedient Healthcare Marketing</b> [インド] 持分 8.4%</p>  <p>診療所での検査予約や、医者/専門家からの関連情報の提供等を行う医療関連webサービス「Healthians.com」を運営</p>	<p><b>Secual</b> [日本] 持分 3.5%</p>  <p>スマートセキュリティおよびスマートタウンに関わる製品の企画・開発・製造・販売及びその運営サービスの提供</p>	<p><b>Blockstream</b> [米国] 持分 7.2%</p>  <p>Bitcoinの基幹技術であるBlockchainをさまざまな用途に利用するための技術「Sidechain」を開発</p>
<p><b>Ralali</b> [インドネシア] 持分 4.0%</p>  <p>企業向けオフィス用品等のマーケットプレイス</p>	<p><b>GOYOH</b> [日本] 持分 5.0%</p>  <p>国内外の不動産・商業施設・住居用ITサービスの開発・運営。ステークホルダーのESGへの行動変容から不動産価値を高める不動産テックサービス「EaSyGo」を展開</p>	<p>2021年8月にシリーズBラウンドで2億1,000万ドルの資金調達を発表。英国投資ファンドのBaillie Giffordと香港拠点の暗号資産取引所Bitfinexやステーブルコイン「USDT」を運営するiFinex社が本ラウンドを主導、企業評価額は32億ドルに。</p> <p>※純デジタルガレージ保有の投資有価証券も持分に含めております</p>
<p><b>GoTo Group</b> ✓上場済 [インドネシア] 持分 0.1%</p>  <p>配車サービス大手のGojekと最大規模のオンラインマーケットプレイスのTokopediaが合併</p>		<p><b>Pie Systems</b> [デンマーク] 持分 11.6%</p>  <p>世界VAT(付加価値税/Value-Added Tax)の還付ワークフローを自動化し、空港のキオスクをバイパスするモバイルアプリを開発</p>



# ITセグメントにおいてファンド事業が占める割合は小さい

出所：会社開示資料

- DGは、ITセグメントの素晴らしい実績を生かしきれておらず、ファンド事業はごく一部のみとなっている

## DG ITセグメント

### ▶ 株式会社DGベンチャーズ

ベンチャー企業等への投資およびインキュベーション事業

出資先企業社数 : 248社  
22年3月末公正価値 : 722億円



### ▶ Open Network Lab (プログラム)

シードアクセラレータープログラム

支援社数(累積) : 150社以上  
資金調達率 : 58.2%



### ▶ 株式会社DGインキュベーション

インキュベーション事業とファンド運営を通じて世界にチャレンジする  
スタートアップを支援

Hamagin DG Innovation ファンド : 30億円  
Open Network Lab・ESG 1号ファンド : 組成中



### ▶ 株式会社DG Daiwa Ventures (出資比率50%/持分法適用会社)

次世代技術を有するスタートアップ企業を対象とした  
ファンド「DG Lab Fund」を運営

DG Lab1号ファンド : 68億円  
DG Lab2号ファンド : 125億円



### ▶ Digital Garage US, Inc.

米国を拠点としたグローバル戦略のヘッドクォーター

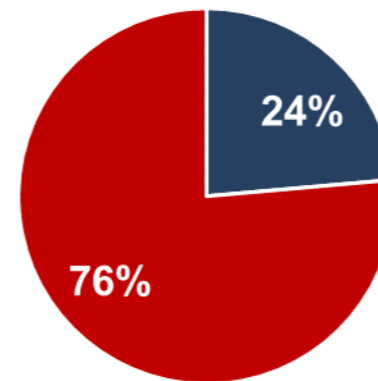


# DGインベストメンツは、ファンド事業の拡大により、成長を加速させることができる

出所：会社開示資料

- DGは現在、バランスシートを使ってスタートアップ企業に投資することに注力している(投資の76%は自己資金で行っている)
- DGは素晴らしい実績と投資プラットフォームを有しているため、DGインベストメンツはファンド事業をさらに拡大できると考えている
- 競合の株式会社ジャフコ・グループ(以下「ジャフコ」といいます。)は、最近、ファンド事業を拡大するために外部資本をより活用することを発表した

## DGの現状

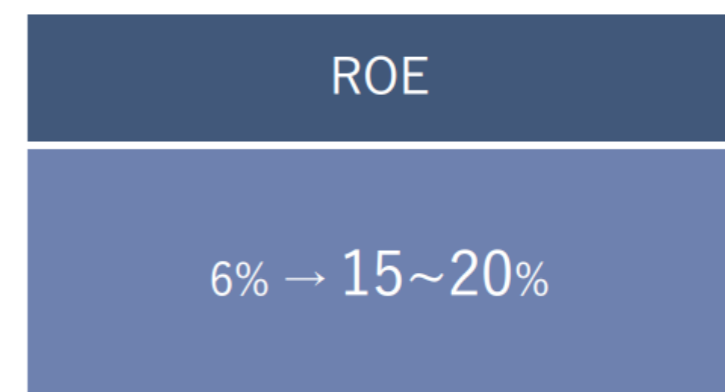
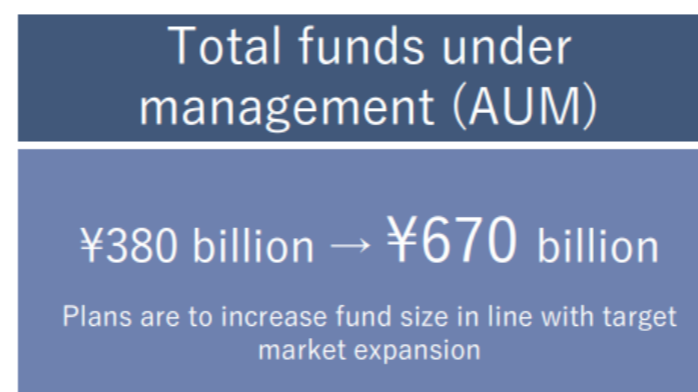
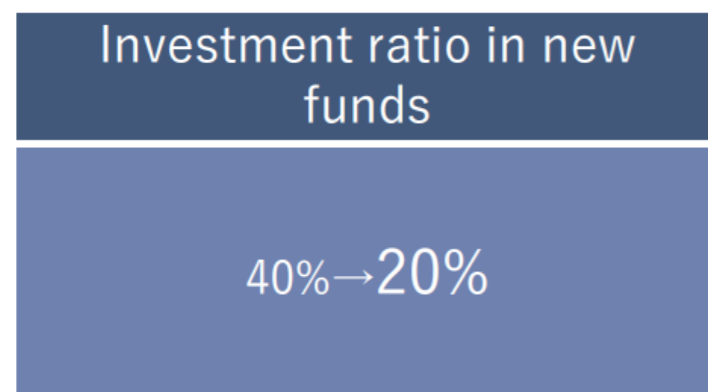


■ Fund ■ Own Capital

## ジャフコ:外部資本の活用による価値向上

### Medium- and long-term goals

deducting the amount of the share buyback from net income.



# 本年の成長市場の調整は、DGインベストメントにチャンスをもたらしている

出所：ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

- 本年の成長市場は、利上げの影響で世界的に低迷している
- これは、DGインベストメントにとって大きなチャンスであり、準備のための時間を提供している

## ナスダックと東証マザーズの2022年年初来パフォーマンス




## B2.カカクコム株式の売却

# DGはカカクコムに長年投資してきたが、シナジーは実現できなかった

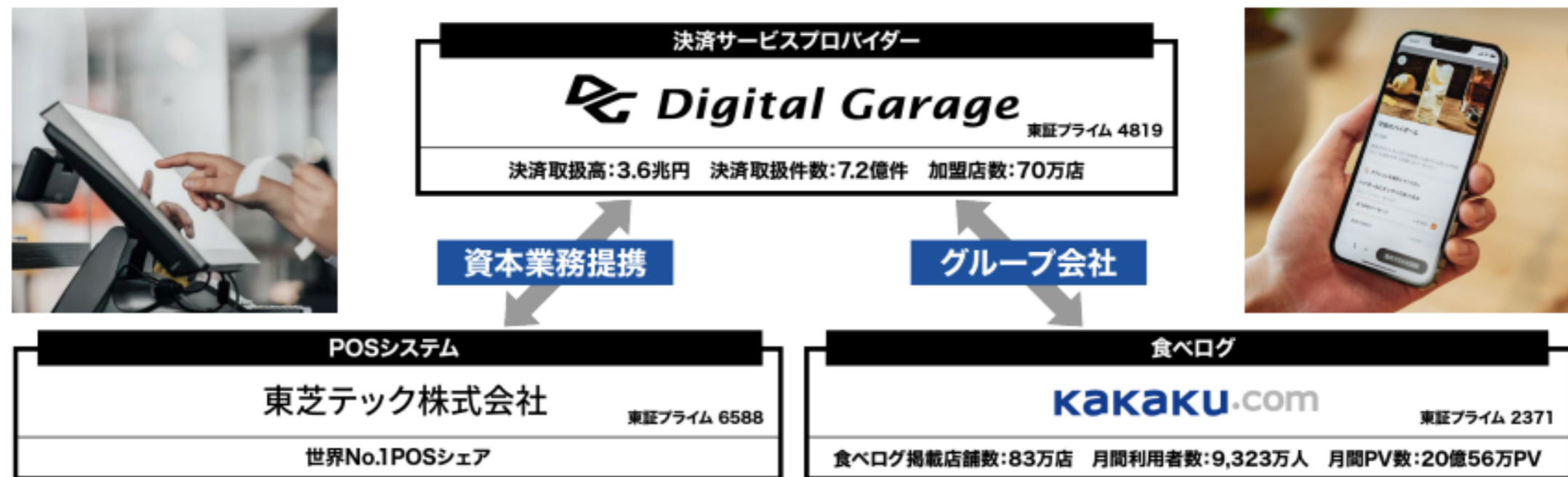
出所：会社開示資料

- DGは2002年からカカクコムに投資している
- しかし、DGは、最近シナジーを追求することを発表するまで、カカクコムとのシナジーについては言及していなかった
- これはDGとカカクコムにシナジーがないことの証左である

## DG FY2022年第1四半期決算説明会

- 2022年7月、当社及びグループ会社カカクコム、資本業務提携先である東芝テックの3社で、飲食・小売業界のDX推進に向けた基本合意書を締結
- お客様のスマートフォンでメニューの閲覧・注文から決済まで可能なモバイルオーダーシステム  食べログオーダー を協業推進

### 【飲食業界等に向けたDX推進合意と3社の機能】



各業界を代表する3社の戦略事業としてIT導入補助金との連携を図り、外食産業を活性化させる

# DGは、その出資比率にかかわらず、カカクコムと事業上の関係を持つことができる

出所：会社開示資料

- DGは、出資比率にかかわらず、カカクコムと事業上の関係を持つべきである
- これはコーポレート・ガバナンス・コードにも明記されている

## コーポレートガバナンス・コード

### 【原則1-4. 政策保有株式】

上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。

### 補充原則

1-4① 上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない。

1-4② 上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない。

# DGは、カカコム株を一部売却し、投資解消に向けて好スタートを切った

出所：会社開示資料

- DGは1,432千株のカカコム株を売却し、好スタートをきった
- しかし、これはDGの持ち株比率の3.4%に過ぎない。DGはさらにカカコム株を売却して、その価値を実現すべきである

## DGプレスリリース(2022/11/16)

### 持分法適用会社株式の一部売却に伴う収益計上に関するお知らせ

当社は、2022年11月16日付の取締役会において、持分法適用会社株式の一部売却を決議し、それに伴う収益を計上する見込みとなりましたので、下記のとおりお知らせいたします。

#### 記

#### 1. 売却理由

資産効率の向上及び財務体質の強化を図るため、当社の持分法適用会社である株式会社カカコムが実施する自己株式取得に応じて、当社が保有する株式の一部を売却するものであります。

#### 2. 本件の内容

売却株式：株式会社カカコム 普通株式の一部  
売却時期：2022年12月末まで  
売却株式数：1,432,300株（上限）  
関係会社株式売却益：連結決算（IFRS） 27億円（見込み）  
個別決算（日本基準） 33億円（見込み）

#### 3. 業績への影響と今後の見通し

当第3四半期決算において、関係会社売却益を連結決算におきましては連結損益計算書の「その他収益」、個別決算におきましては損益計算書の「特別利益」として計上する見込みです。なお、本株式売却後におきましても、株式会社カカコムは引き続き当社の持分法適用会社であります。

また、当社は連結業績予想の開示を行っておりませんが、今後業績に関する開示が必要となった場合には速やかにお知らせいたします。

# 会長の林郁氏は、カカクコムを辞任すべき

出所：会社開示資料

- 林郁氏がDGとカカクコム双方の会長を務めることが、DGがカカクコム株を売却できない主因だと考えている
- 林郁氏はカカクコムの会長職から辞任すべき

## DG向け年次株主総会のお知らせ

## カカクコムの年次株主総会のお知らせ

候補者番号	氏名 (生年月日)	略歴、当社における地位及び担当 (重要な兼職の状況)
1 再任	 はやし 郁 (1959年12月26日生) 所有株式数 6,839,500株	1983年4月 ㈱フロムガレージ代表取締役 1995年8月 当社設立 代表取締役 1996年12月 ㈱ケイ・ガレージ代表取締役(現 合同会社ケイ・ガレージ代表社員)(現任) 2003年6月 ㈱カカクコム取締役会長(現任) 2004年11月 当社代表取締役社長兼グループCEO 2013年10月 ㈱イーコンテクト取締役会長(現任) 2015年10月 econtext Asia Limited Director President & Chairman(現任) 2016年7月 Digital Garage US, Inc. Director Chairman & CEO(現任) 2016年7月 ㈱DG Daiwa Ventures取締役(現任) 2016年9月 ㈱BI.Garage代表取締役会長兼CEO(現任) 2016年9月 当社代表取締役社長執行役員グループCEO(現任) 2017年5月 ㈱DGベンチャーズ代表取締役会長兼社長(現任) 2018年8月 ㈱DGコミュニケーションズ代表取締役会長 2018年9月 ㈱Crypto Garage取締役(現任) 2021年6月 ㈱DGフィナンシャルテクノロジー代表取締役会長CEO(現任) 2021年6月 ㈱DGインキュベーション代表取締役会長兼社長(現任)
<b>【取締役候補者とした理由】</b> 林郁氏は、日本におけるインターネット・サービスの黎明期よりその将来性に着目し、1995年に当社を創業以来、創業経営者として新しいインターネットビジネスを創出してきました。これまで、インターネット事業全般に関する高い知見を活かして、当社グループの経営の指揮を執り、事業の拡大に寄与してきたことから、引き続き当社の経営の適切な監督及び中長期的な成長戦略を推進していくことが期待できるものと判断し、取締役候補者と致しました。		

候補者番号	氏名 (生年月日)	略歴、当社における地位及び担当 (重要な兼職の状況)
1 再任 男性	 はやし 郁 (1959年12月26日生) 所有する当社の株式数 165,800株 取締役会への出席状況 17回/17回	1995年8月 ㈱デジタルガレージ設立 代表取締役 2002年7月 当社代表取締役会長 2003年6月 当社取締役会長 (現任) 2015年10月 econtext Asia Limited Director President and Chairman (現任) 2016年7月 Digital Garage US, Inc. Director Chairman and CEO (現任) 2016年9月 ㈱BI.Garage代表取締役会長兼CEO (現任) 2016年9月 ㈱デジタルガレージ代表取締役社長執行役員グループCEO (現任) 2017年5月 ㈱DGインキュベーション (現㈱DGベンチャーズ) 代表取締役会長兼社長 (現任) 2021年6月 ㈱DGフィナンシャルテクノロジー代表取締役会長CEO (現任) 2021年6月 ㈱DGインキュベーション代表取締役会長兼社長 (現任)
<b>取締役候補者とした理由</b> 林郁氏は、日本における個人向けインターネット・サービスの黎明期よりその将来性に着目し、㈱デジタルガレージを起業以降、創業経営者としてインターネット事業に携わってきました。グローバルなIT技術の動向も含めたインターネットビジネスに関する高い知見を有しており、当社の事業拡大及び経営全般に対する適切な役割を今後も期待できると判断したため、引き続き候補者といたしました。		



## B3.配当・自己株買いによる株主還元

# DGインベストメンツは自己株買いや配当による株主還元 重点を置くべき

---

- DGインベストメンツは、投資事業を行うため、投資からイグジットする際に自己株式取得や配当による資本還元注力すべき
- DGインベストメントは、配当性向100%などより高い配当政策をとるべき

## DGインベストメンツ 株主還元方針

---

- DGインベストメンツはさらなる投資のために必要な資金を確保したうえで、利益の100%を株主に還元する
- DGインベストメンツは、カカクコム株式を売却して得た資金を株主に還元する
- DGインベストメンツは特段投資案件のイグジットでない場合も、3%のDOEで安定した配当を実施する

# ジャフコのように、安定した投資収益で株主に株主還元をするべき

出所：会社開示資料

- DGインベストメンツは、ジャフコのように投資収益をきちんと株主に還元することで、ジャフコのような株価上昇を発揮する可能性がある
- カカコム株の売却により株主還元の原資を確保することで、DGインベストメンツはさらなる成長に向けて準備することができる

## ジャフコのトータル・リターン(過去3年間)



# DGインベストメントは、1株あたり2,761円と試算される

出所：会社開示資料、ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

- DGインベストメントは1株あたり2,761円と試算される

## DGインベストメント評価額

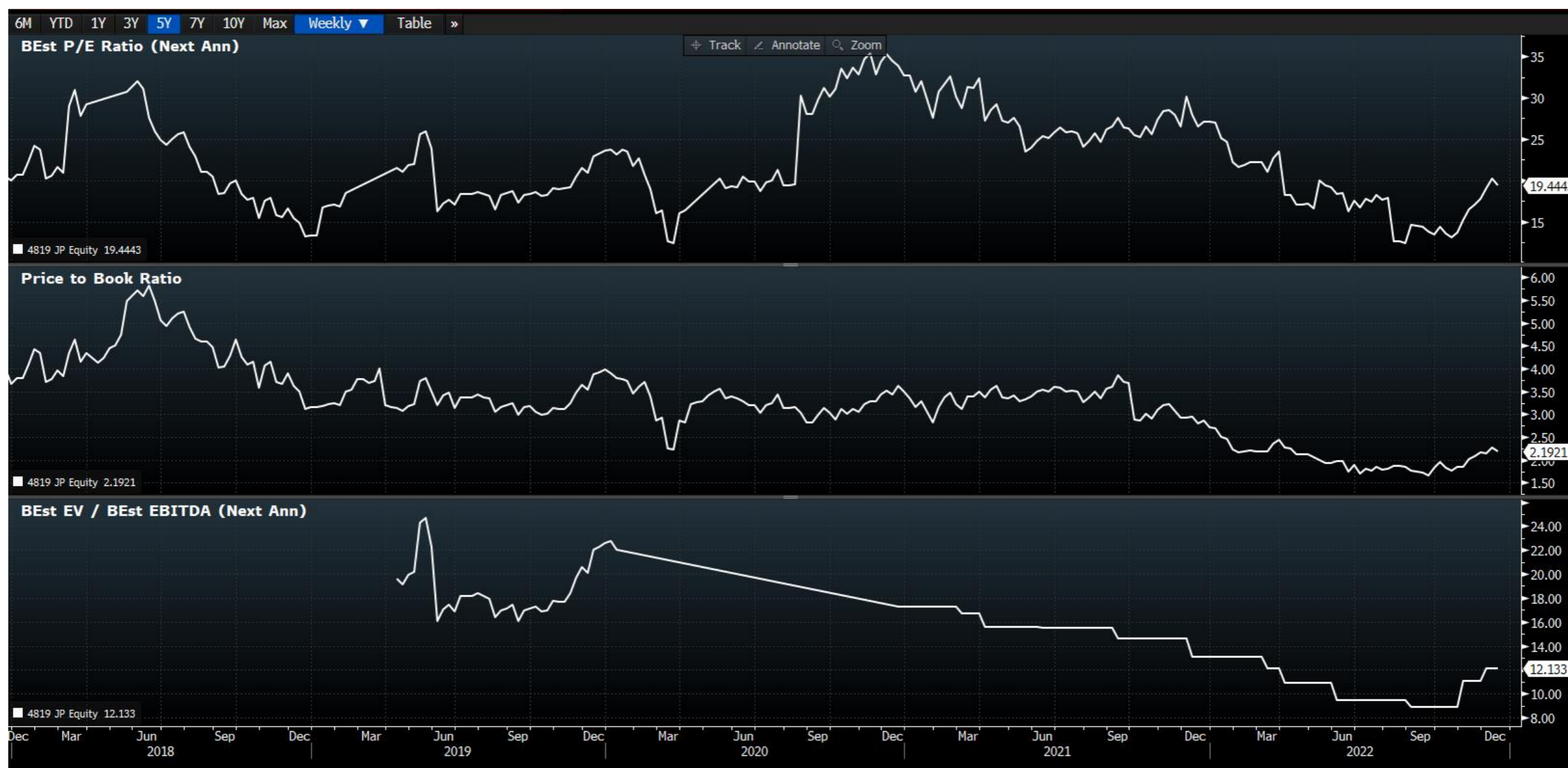
ITセグメントの基準価額	798億円
カカクの株式価値	903億円
<b>合計</b>	<b>1,701億円</b>
発行済株式数	47.4百万株
一株当たり想定NAV	¥3,587
NAVに対するディスカウント	23%
<b>一株当たり予想価格</b>	<b>¥2,761</b>

# DGは非常に割安であり、自社株買いの好機である

出所：ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

- DGは、すべてのバリュエーション指標において、歴史的な低水準にある
- 自己株式取得の絶好の機会であると考えている

## DGヒストリカルマルチプル(過去5年間)



# 最近DGは自社株買いを発表し、金額はまだ小さいが良い 第一歩となった

出所：会社開示資料

- 2022年11月11日、DGは自社株買いの第一歩を踏み出した(3.4%)
- 当社株価は極めて割安であり、さらなる自社株買いを期待したい

## DGプレスリリース(2022/11/11)

### 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)

当社は、2022年11月11日開催の取締役会において、以下のとおり、会社法第165条第3項の規定により読み替えて適用される同法第156条の規定に基づき、自己株式取得に係る事項について決議しましたので、お知らせいたします。

#### 記

#### 1. 自己株式の取得を行う理由

当社は、株主の皆様に対する利益還元を重要な経営課題として位置付けており、キャッシュ・フローを意識した経営による株主還元を基本方針としております。この度、当社の財務状況及び株価の状況等に鑑み、株主還元の拡充を図るとともに、経営環境の変化に対応した機動的な資本政策を遂行するため、自己株式の取得を行うものであります。

#### 2. 取得に係る事項の内容

(1)	取得対象株式の種類	当社普通株式
(2)	取得し得る株式の総数	1,600,000株(上限) (発行済株式総数(自己株式を除く)に対する割合3.39%)
(3)	株式の取得価格の総額	50億円(上限)
(4)	取得期間	2022年11月14日～2023年4月30日
(5)	取得方法	取引一任契約に基づく東京証券取引所における市場買付

(参考) 2022年9月30日時点の自己株式の保有状況

発行済株式総数(自己株式を除く)	47,239,815株
自己株式数	358,885株

以上

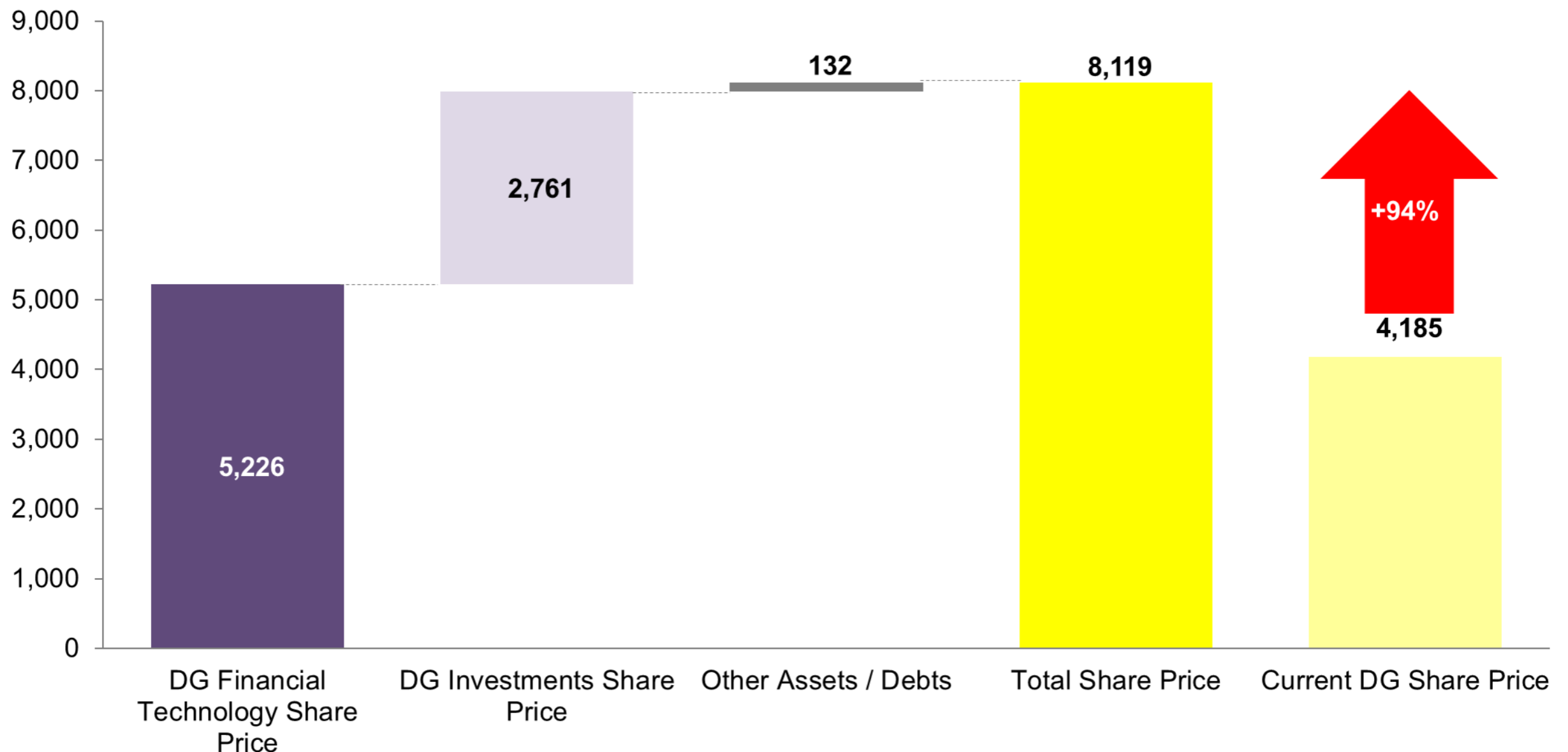
## 6.提案の実現による価値向上

# オアシス提案の実行によりDGおよびその株主にとって大きな価値創造となる(1/3)

出所：会社開示資料、ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

- オアシス提案を実行することにより、DG株式会社には94%のアップサイドがありうると考えている

## スピン・オフ実行後のDG社株価（1株当たり、単位：円）



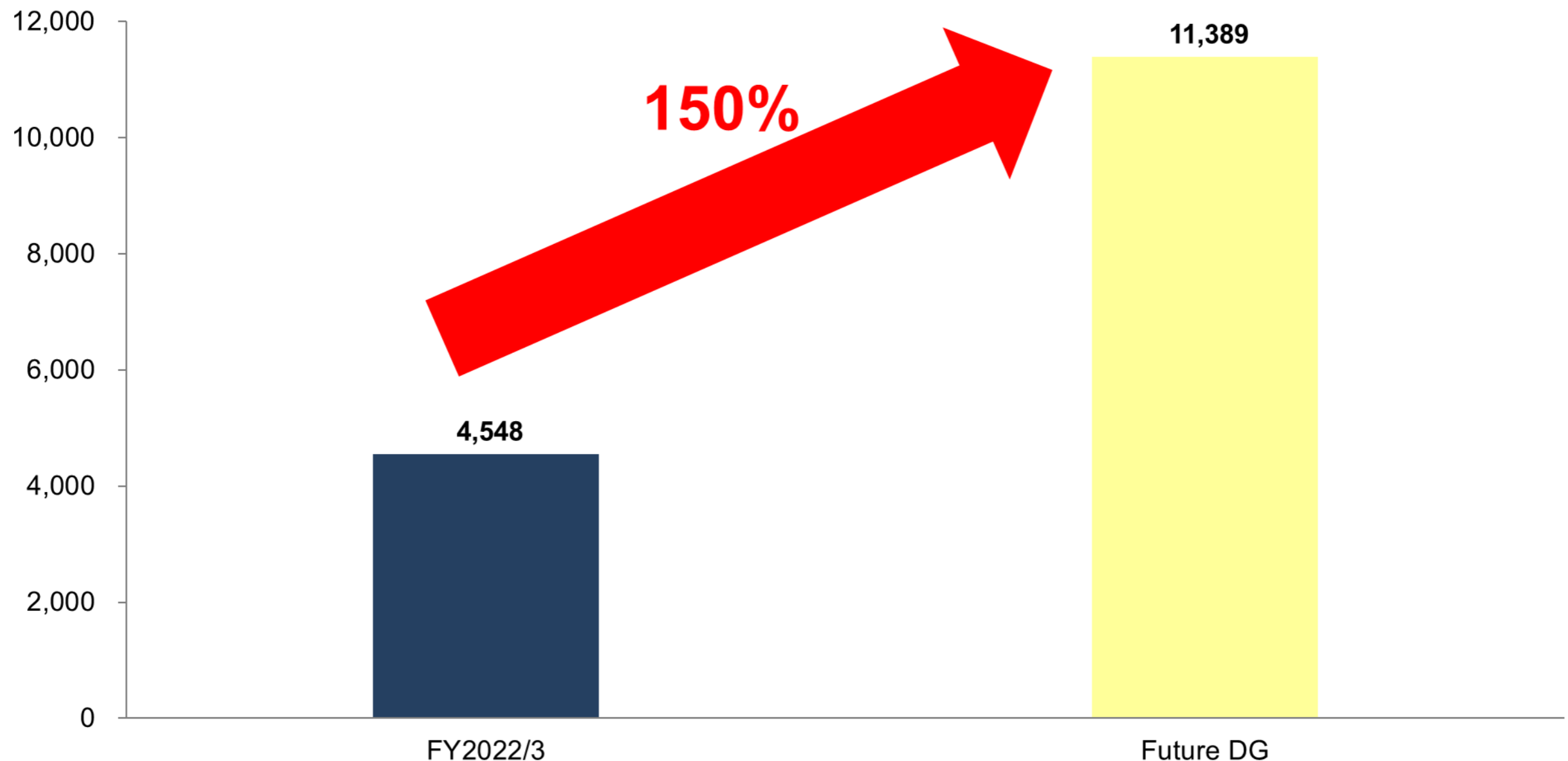


# オアシス提案の実行によりDGおよびその株主にとって大きな価値創造となる(2/3)

出所：会社開示資料、ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

- オアシス提案の実行により、DGの税引き前利益は68億円または150%上昇する可能性がある

税引前利益 (単位：百万円)

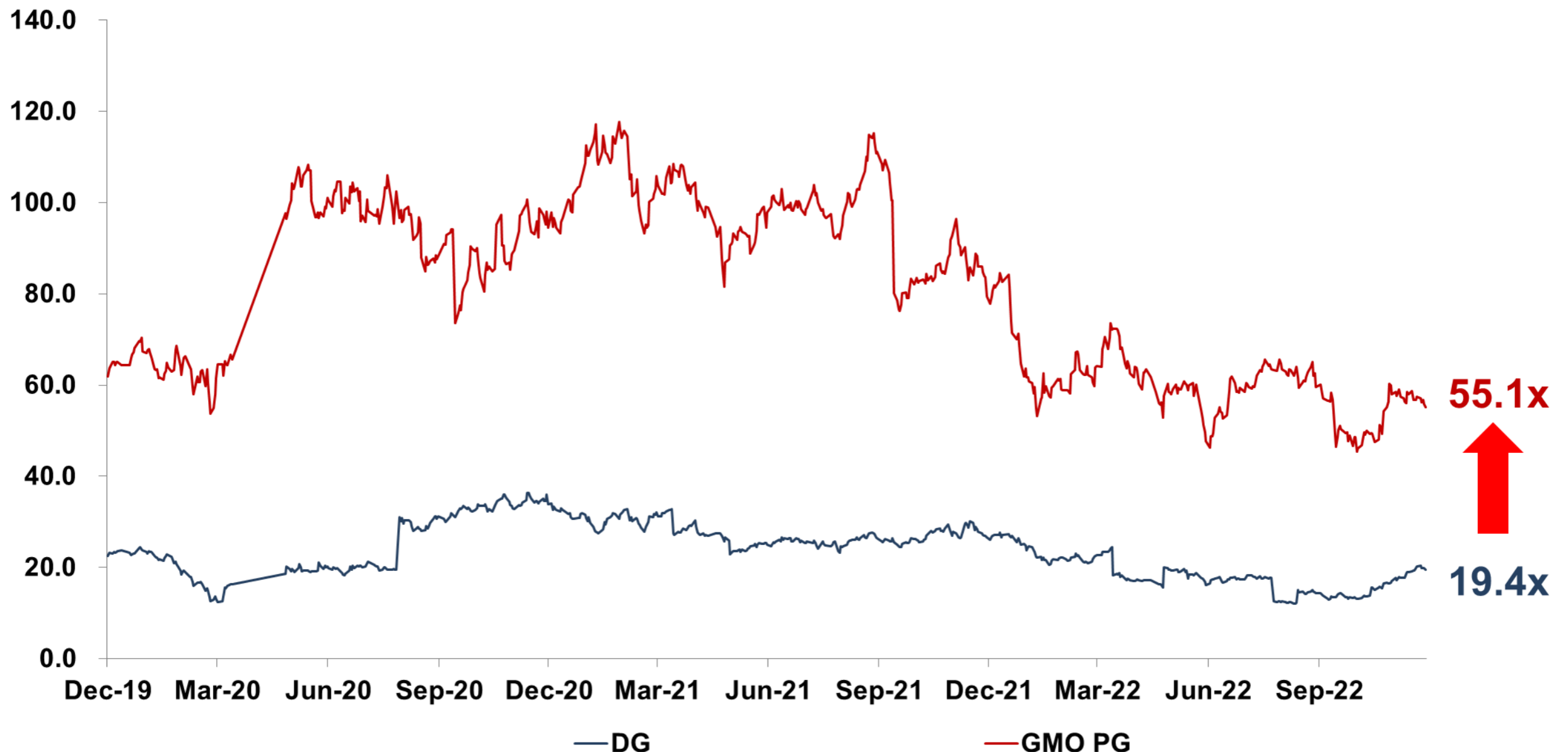


# オアシス提案の実行によりDGおよびその株主にとって大きな価値創造となる (3/3)

出所：会社開示資料、ブルームバーグ、2022年12月18日時点の市場データ

- DGとGMO PGのバリュエーション・ギャップは大きく、GMO PGはDGの2.8倍のバリュエーションで取引されている
- DGは、私たちの提案を実行することで、このギャップを埋めることが可能

## ヒストリカル倍率比較 (FY2 PER)



# 7.DGの取締役および経営陣へのメッセージ

## DGディレクターへのメッセージ

---

- DGの取締役には、DGをDGファイナンシャルテクノロジーとDGインベストメンツという2つの企業体に分割し、それぞれの経営陣が事業に完全に注力できるようにすることを強く要請する。
- これにより、各事業の成長を大きく加速させることができる。
- また、事業のための人材も採用しやすくなる。
- DGインベストメンツはカカコム株式を売却し、投資家に資本を還元すべきである。
- 林郁氏はカカコムの取締役会長職を退任し、DGファイナンシャルテクノロジーの成長に専念すべき。
- 弊社はこのような戦略的選択肢が実現可能だと分析した。
- 2023年6月の年次株主総会で、DGの取締役がこの戦略的選択肢を実行することを望む。
- 今後もDGの経営陣と建設的な対話を続けたい。

# お問い合わせ

---

- A Better DGの実現に貢献する
- ご質問はこちらまでお願いします。  
[Info@abetterDG.com](mailto:Info@abetterDG.com)

# 留意事項

---

- 本プレゼンテーション資料の情報と意見は、Oasis Management Company Ltd（以下、「オアシス」とする）が情報提供目的またはご参考に供する目的でのみ提供するものであり、財務、法律、税務、投資、会計、監査等の専門家の助言として解釈されるべきものではありません。
- 本プレゼンテーション資料の情報と意見は、機密事項に関わる内容を含んでおり、オアシスが意図した受領者に対してのみ提供されるものです。従って、オアシスの書面による明示的な同意なしにいかなる形式でも転送又は再頒布することを禁止致します。
- 本プレゼンテーションには、将来の見通しに関する情報が含まれている場合があります。そのような情報は、とりわけ、予測等が含まれる場合があります。本プレゼンテーションに記載されている予測等が実現する保証はありません。
- 本プレゼンテーションに記載した情報は、公開情報のなかから、オアシスが信頼しうると判断したものに依拠しています。オアシスは、本プレゼンテーションに記載された情報の正確性を確保するための合理的な努力が払われたと確信していますが、当該情報の正確性、完全性、信頼性について、明示的にも黙示的にも、一切表明または保証するものではありません。オアシスは、本プレゼンテーションに記載された一切の情報またはその内容の全部または一部に関して、その利用またはそれへの依拠によって生じたいかなる者の損失についても、または他の形で生じたいかなる損失についても、一切の責任または債務を明示的に否定します。オアシスは、本プレゼンテーション資料に記載された情報又は意見について、その改定または追加情報を提供する、または誤りを修正する義務を一切負いません。
- 本プレゼンテーション資料は、受領者に対して、オアシスと共同して特定の会社の株券その他の金融商品取引法における大量保有の状況等に関する開示制度の対象となる有価証券を取得し、若しくは譲渡し、又は議決権その他の権利を行使することを勧誘あるいは要請するものではありません。そのような共同行動をとる株主は大量保有の状況等に関する開示制度の共同保有者とみなされ、共同保有者は一般への情報開示のために合算した保有株式数を関係当局に報告しなければなりません。オアシスは、そのような報告が必要とされる共同保有者としての合意を明示的に締結する例外的な場合を除き、共同保有者としての報告義務を発生させる一切の行為を行わないことをご了承ください。