

2024年3月10日

投資家の皆様へ

株式会社ZUU  
コーポレート・マネジメント ディビジョン

2025年3月期第3四半期決算オンライン決算説明会 質疑応答（要約）

日時	: 2024年 2月 18日（火）14:00～15:30
出席者	: (質疑応答) 代表取締役 富田 和成 (司会進行) コーポレート・マネジメント ディビジョン 竹中 瑛子

以下は、説明会における主な質疑応答を要約したものです。

【業績】

Q1) 第3四半期の営業利益が96百万円の赤字となっておりますが、通期目標達成に向けてこれからどのように達成に向けた取り組みをしていかれるのでしょうか。

A1) 基本的に推進することは変わらないと思っている。業績達成に向けては、ウェルスマネジメント、資金調達の支援、経営コンサルティング、DX支援、中小企業の経営者向けアプローチ、提案活動を推進していくような形で、第4四半期のイメージグラフを示したが、こちらで十分に達成可能だと思っている。

【フィンテック・トランザクション】

Q2) AUMがQonQでは上がっているものの昨年3月末から上がっていないのが気になるが、成長は止まっていると感じるか。もしくは改めて成長軌道に乗せ高いスピードで伸ばせる手応えはあるか。

A2) おそらくGMVだと思うが、GMVに関しては前年同期比で+40.7%になっている。もともとGMVは四半期ベースでの取引総額を示しており、一定のボラティリティが出るということは従前お伝えしている通りだが、成長が止まっているわけではなく、むしろ前期に不動産関連の大規模な案件が発生したことで前期から一時的に大きく取引総額が伸びたと捉えていただければと思っている。フィンテック・トランザクションの成長率をご覧いただければと思うが、さらに成長軌道に乗っていく実感がある。期初計画に見込んでいたファンド収益が売上認識にならないのは予想外だが、フィンテック・トランザクション領域は私の一番の強みの領域であり、また事業の種もあるため、全体として右肩上がりになっていくだろうと思っている。

Q3) 組成したファンドはすべて連結の範囲に含まれているのでしょうか

A3) おっしゃる通り、現時点ではファンドに関しては全て連結対象。投資家持ち分の話であるため、実態としてはオフバランスシート化されている。

Q4) 注力ポイントの金融事業の人的資本強化が◎から○になった背景をもう少し詳しくご教示ください

A4) 金融アドバイザーの採用は順調で、コンプライアンス体制も強化されたが、新規事業であるファンド事業やアカウントマネジメントの専門人材確保・定着には課題がある。特に、新たなビジネスモデルに既存の金融経験者がスムーズに適応できるか、また採用の再現性やオンボーディングの強化が必要と判断したため、評価を◎から○に引き下げた。

Q5) 今回の監査法人との協議の結果、今後もファンド報酬は売上および営業利益には反映されないのでしょうか？

A5) 今回のファンド報酬は売上や営業利益に反映されない。ただし、ファンド事業の継続性を重視し、来期以降は収益計上が可能となるよう監査法人と協議を進めていく。具体的な仕組みや連結基準を踏まえ、適切な形で運営・組成を行っていく方針。

Q6) フィンテック・トランザクションの売上は概ねGMVと連動すると考えておけばいいのでしょうか？そうであれば四半期ごとのボラティリティはかなり高くなり四半期偏重が大きくなっていくと思いますが、そういう認識でいたらよいのでしょうか？

A6) フィンテック・トランザクションの売上はGMVと必ずしも連動しない。取引の種類やフィー率によって大きく変動するため、例えばGMVが100億円でもフィー率が0.5%のケースもあれば、GMVが10億円でもフィー率が数%後半となる場合もある。デット系かエクイティ系か、流動性などによっても異なる。四半期ごとのボラティリティについては、現在は規模が小さいため変動が大きいですが、取引件数が増えることで徐々に安定していくと考えている。M&A仲介業界でも、取引のストックが積み上がると収益が安定する傾向があるように、当社の事業も規模拡大とともに四半期ごとの変動は落ち着く見込み。来期まではボラティリティが残る可能性があるが、再来期には取引ボリュームの増加により、より安定した収益基盤が築けると想定している。

Q7) 直近のフィンテック・トランザクションの成長をみると、来期はかなりの利益を期待しているが、手応えを感じているか？

A7) このままのペースでいけば利益が出てくることは想定している。あとは、それに対してどこまで投資をしていくか。今の人員のままだと利益は出るが、今後高い成長率への限界が出てくる。そのため、どこまで人材投資や未来に向けてのM&Aができるかというような兼ね合いになってくると思う。利益が出るのはフェアに今のままのペースと販管費でいけば、という前提の中での話だと思っていただきたい。

Q8) 貴社株価が上昇していくためには、単に増収増益ではなく、予見性のある増収増益が必要になります。M&Aしたものが最後にエグジットとある場合、仮にとても儲かるとしても、残念ながら株価に反映させるのが難しいです。ファンド事業もそうです。ファンド事業自体が安定していても、会計処理上もたらされる変則的な処理、及びキャリートインタレストの存在が予見性を阻害し、株価に反映されにくい。

同じくらい儲かるにしても、ここから30年変則的なものがなく継続して増収増益していくような、ビジネス・収益モデルにフォーカスすることはできないのでしょうか。富田社長のビジネスセンスは評価しておりますが、それが株価に反映されにくいような方向にしているのが残念なのですが。

A8) ファンド事業をそのまま株価に反映させるかという観点からは、それはおっしゃることに100%賛成。そのため、ファンド事業をそのまま株価に反映させるかという観点でいうと、そのようには考えていない。一方、ファンド事業については二つの側面があると思っている。

一つは、ファンドは、今はまだオーナー系の投資家、いわゆる超富裕層と言われる方たちを増やしているフェーズ。証券会社時代は、大きな公募増資だったり上場案件だったりをとっていた。その会社でなければ申し込めない案件があるからこそ、最初の新規開拓ができると思っている。今、世の中のIFAの会社さんが苦戦しているのは、元々所属していた証券会社から顧客を引っ張ってくることに、新規開拓できるような体力のあるIFAの方が少ないからだと思っている。新規開拓できるだけの強いプロダクトを持つ必要が、顧客を開拓するためには必要だと思っている。ファンドは最初の資金として、何千万、何億というお金を取り込むという観点、顧客接点と開拓という観点で非常に重要視している。新規開拓のツールの一部としている。

もう一つは、私は特別利益によるキャピタルゲインが発生すれば発生するだけいいと思っている。なぜならば、その分自分たちのバランスシートが厚くなることは、我々のようなM&Aをしてバリューアップできる会社からすると、それが資金源となってさらにM&Aに使っていき、外部からのエクイティ・ファイナンスをそこまでしなかったとしても、自分たちがM&Aに対して使えるという観点では、特別利益計上しかされないモデルだったとしても、実は間接的にそのようなお金の使い方、資本の使い方ができれば、株価にも反映されと思っている。それが合っているのか間違っているのかは中期的に証明されると思っている。

Q9) フィンテック・トランザクションのビジネスモデルがいまいち理解できていません。メディア事業の顧客に各種金融商品を紹介するものと理解しています。一方でファンド組成にも注力されていますが、メディア事業の顧客がファンドにも出資されているということでしょうか？クラウドファンディング子会社の業績が急激に回復しているのも、メディア事業の顧客に紹介しているからなのでしょう？

A9) メディアに集まったユーザーがフィンテック・トランザクションにつながることで、顧客増につながっている。これまでメディアに助けられたり泣かされたりとあったが、メディアを通して、トップ層の方たちとの接点を持つことができている。間接的なことも含めると、メディアから結果としてフィンテック・トランザクションの投資家に転換されている。もちろんそれだけではなく、メディアやコンテンツのブランドがあるからこそ、私が間接的

にトップ外交をすることもある。メディアから投資家を繋ぎ合わせる事ができているからこそ、ファンドにしてもクラウドファンディングにしてもしっかり伸ばすことができていると思っている。

Q10) 採用した金融人材はしっかり定着しているのでしょうか

A10) 正直、合う合わないはともある。証券業界で活躍した方が入社して、ご活躍いただけなかった方もいる一方で、想定以上に活躍してくれたり。そのようなことを繰り返しながら採用のど真ん中のゾーンや観点を持つことができたり、条件面や待遇面も踏まえて改善していくことにより、ミスマッチの確率は下がってきたと思っている。

Q11) 四半期ごとにどれくらいの数のファンドを組成しているのでしょうか

A11) 現時点で開示をしていないため、詳しくはお伝えできないが数本程度。人数や体制が完全に整っているわけではないため、これから強化していければ増やしていくことができる状況。

Q12) 人材を集められている要因を教えてください。待遇面なのでしょうか？

A12) 金融業界やIFA業界では、活躍できる場所が限られており、稼げると思ってIFAになったものの、予想以上に厳しい世界で苦しい思いをしている方々は多い。当社はそのような方々の受け皿となっていると感じている。多くの方が他の選択肢に悩んでいる中で、当社はそのような方々が十分に活躍できるような一つの受け皿になれているのではと思っている。他にも、金融業界の多くの人々は、本当の意味でお客様に価値を提供したいという強い思いを持っている方が多い。そんな中、当社はお客様に対して価値提供できるプロダクトやケイパビリティなど、それぞれの顧客層に対して相当なラインナップ数がある。そのような幅広いサービスを通じてお客様に貢献できる点が大きな魅力となっているのではないかと考えている。また、今までは個人資産の債券や投資信託を左から右へという業務だけだったところが、自分でお客様に商品を引き合わせることができるという成長機会の面も人材を引き寄せる要因であると思っている。

Q13) 御社はなぜ独自性の高い魅力ある金融商品を取り扱えるのでしょうか？参入障壁は高いのでしょうか？

A13) 自分たちで独自商品を組成するためには、商品を集めるのではなく、組成する法人側とのネットワークをどれだけ持てるかだと思っている。当社は長年コンサルティング事業や経営者向けのメディアを運営しており、10万社以上のオーナー経営者とのネットワークを構築している。そのネットワークがあるため、調達ニーズがあり、我々が商品組成をして投資家さんを集めることができるようになる。ただこれらは膨大な販管費もかかり、オペレーションも複雑である。他の会社ではなかなかやろうと思わない。だからこそやる価値があると思っている。

Q14) メディアに比べTAMの大きなフィンテック・トランザクションの成長はまだまだ継続できる自信はあるか。

A14) 当社は上場まで早かったのもあるが、ニッチを切り開いてナンバーワンになるというビジネスモデル。売上を10億円つくり、利益を2億円出すというのはそこまで難しくないと思っている。一方、ニッチを切り開いてナンバーワンになっているため、ブルーオーシャンからレッドオーシャンとなる瞬間に非常に弱い。我々がこの30億ぐらいの売上で2、3年停滞しているのは、これだと思っている。

だからこそ、金融の中核市場を5年間かけて開拓してきた。特にこの3年間で伸びてきたところ。金融商品関連の年間の手数料市場の合計は大体20兆円の手数料マーケット。このTAMで今戦っているため、高い増収率は十分に続けられると考えている。ただ一方で、内部体制やコンプライアンス、そういうことも意識しなければならない領域。大きくなれば大きくなるほど、センシティブに行っていかなければならないと思っている。

Q15) 金融事業においてベンチマークとしている会社があれば教えてください

A15) ベンチマーク先は明確にはないが、目標としては古巣の野村證券さんと考えている。

#### 【フィンテック・プラットフォーム】

Q16) 送客メディア事業を吸収分割して持分法適用会社となりましたが、現在、御社に残っているメディア事業はどのようなものでしょうか。また、メディア事業を残している理由について教えてください。

A16) 当社本体で運営しているメディアとしては、『ZUU online』『THE OWNER』といった自社メディアの運営事業、そしてそれらの運営経験等を活用し、クライアント企業のDX支援を行うDX支援事業が残っている。この中にドコモさんで行っている『dメニューマネー』や、オリックス銀行さんとの『manabu不動産投資』などいろんなサイトがある。現在残しているメディア事業は、金融事業との事業シナジーが見込めるもの。自社メディアによる投資家や経営者リードの獲得や金融事業の投資家獲得。コンサルティング事業の提案先になったり、DX支援事業の提案先である中堅や中小企業にもなる。事業として切り離したのは完全にBtoCの送客アフィリエイト事業のみになる。

Q17) 吸収分割した送客メディア事業は、株式会社NET MONEYとしてグループ連結からは外れたと思いますが、今後も事業的な連携はあるのでしょうか。

A17) もちろんある。株式会社NET MONEYの株式の30%は引き続き当社が保有しており、持分法適用関連会社になる。今後も送客メディア事業の成長に向けて連携は進めていく予定であり、事業シナジーは当然見込んでいる。例えば当社から顧客先の紹介をするなど、送客メディア事業の運営に関する連携は引き続き行っていく。

#### 【その他】

Q17) 今回、純利益の大幅な黒字予想が示されましたが、特別配当の実施については考えておられますか

A18) 現時点では考えていない。こちらに関しては、吸収分割、一部株式譲渡による一時的な影響であり、先ほどご説明した通り、M&Aなどの資金に使わせていただく方が、間接的に株主様への還元という観点でリターンが高いと考えている。そのため、現時点では考えていないというのが現時点での回答。

Q19) 株主優待の内容変更は検討されていますか

A19) 昨年変更したばかりのため現時点では考えていない。現在の株主優待はポイント数に応じてギフトと交換が可能で使い勝手が良いため、ぜひご活用いただければと思っている。

Q20) M&Aに関して、年間で何社くらいの買収であれば、無理なくPMIを実施し、成長を続けることができるとお考えですか

A20) 大体でいうと、年間3社が今の当社の上限だと思っている。さらに件数を増やしていくのであれば、経営管理体制やPMIの体制は強化していく必要がある。現在、ファンド事業や金融事業を展開しており、そこに関わる人材を採用できているのがM&AやPMIを進める上では強みにもなっている。また、中小企業や中堅企業向けの経営コンサルティング部隊があるため、この部隊を一部投下するとなれば、5,6社も可能になると思っている。

Q21) 富田社長が現在、どの事業に最も時間とエネルギーを注いでいらっしゃるのかお伺いしたいです。また、その時間とエネルギーで考えた内容やアイデアについて、可能な範囲でお聞かせいただければと思います。

A21) 金融事業、とりわけファンド事業に最も時間とエネルギーを注いでいる。大手証券が扱わないユニークな案件に取り組み、資金調達の新たな可能性を模索したり、ファンドとコンサルティングを組み合わせることで企業価値を向上させる仕組みを確立しつつあり、これが競争優位性につながると考えている。さらに、法人と個人のファイナンスを融合させることで新しい金融市場を開拓し、投資家層の拡大にも注力している。以前からお話しているセキュリティトークンに限らず、小口化×流動化の仕組みを取り入れることで、さらに成長を加速させられると考えている。

Q22) 決算説明資料19ページの通期着地予想の見方が非常にわかりづらい。変動要因込みとあるほうが最終的な通期業績予想なのか？その場合、大きく上振れすることになるが、なぜ上方修正開示を出さないのか？

A22) 見方がわかりづらく申し訳ない。先程なるべく丁寧にご説明させていただいたつもりだったが補足させていただく。開示の件は、着地予想に見込んでいる金融事業等の収益次第で大きくボラティリティがある。そのため現時点では業績予想を据え置きとしており、記載している数値は金融事業での現在の見込みが積み上げられた場合の数値になる。現時点では

どの程度の着地見込みとは明確に言えないが、金融事業の業績や影響等が分かり次第速やかに開示させていただく。

Q23) 買収したグループ会社の業績が順調に伸びているが、今後はどのような会社をM&Aしていくのか。過去に話していたM&Aの対象先に変化はあるのか。

A23) 対象先は変わっていない。金融プレイヤーのロールアップM&Aを中心に、さらに金融事業の業績拡大を進めていきたいと考えている。

Q24) 株価の苦しい低迷が続いていますが、短期的に上昇させる手応えを感じているか。もしくは数年かけながらゆっくり戻していきたいか。

A24) 気持ちとしては、一刻も早く戻したい。最初の時価総額が111億円だった。上場してから数年、100億から150億ぐらいの時価総額から不甲斐ないが下がってきている。何よりもまず、ずっと長く応援してくださっている株主の方に非常に感謝しているとともに、期待はしているがなかなか伸びないという状態が続いていることに対して、本当に申し訳ないと思っている。また、当社はM&Aという攻め方をしたいため、最低でも時価総額200億以上になっていかないとエクイティ・ファイナンスなどの調達方法を活用できないと思っている。大型の資金調達ができ、さらにその資本をM&Aに使うなど、そういう戦い方をしたいからこそ、一刻も早く戻したいと思っている。ただ、無茶なテクニックみたいなものでやるとそれは長く続かない。しっかり利益を上げることによってそれを実現させたいと思っている。