

ISFJ2025

政策フォーラム発表論文

インバウンド需要の獲得

～企業の選択と集中～

日本大学

豊福健太研究会

観光①

渡邊鼓太郎

塩見啓介

松岡蒼真

村上幸翼

津賀沼富士

2025年 11月

要約

日本のインバウンド市場は、新型コロナウイルス感染症流行からの回復基調の中で急速に拡大しており、観光・小売・宿泊・交通など多岐にわたる産業に大きな経済効果をもたらしている。

インバウンド市場の現状と経済的意義訪日外国人観光客数は 2015 年以降上昇傾向にあり、コロナ禍による一時的な減少を経て再び回復し、2025 年 8 月には 3,428,000 人を記録した。これに伴い、2024 年の旅行消費額は 8 兆 790 億円と推計され、日本の旅行収支は 2024 年に過去最高の黒字を計上している。消費動向では宿泊費、買い物代、飲食費が主な支出項目であり、国籍によって消費ニーズが異なる傾向にある。この需要を取り込むことは、免税売上の拡大を通じた経済活性化や、地方の魅力を発掘・活性化させる地域活性化にも大きく貢献している。政府は、2016 年の「明日の日本を支える観光ビジョン」でインフラ整備の基盤を築き、2024 年の「新時代のインバウンド拡大アクションプラン」ではビジネス・教育・文化芸術など観光以外の分野にも焦点を当て、需要を根付かせる施策へと進化させている。

インバウンド市場の成長は好機である一方、日本企業は 3 つの課題を抱えている。1 つ目は、海外企業との競争激化である。外資系ホテルブランドの進出や、海外のオンライン旅行代理店 (OTA)・決済プラットフォーム企業による市場の主導権確保が進み、国内企業は資本力やブランド力を持つ海外企業との競争を強いられている。2 つ目は、従来の経営手法の限界と DX の必要性である。多様なインバウンド需要に単一企業で対応することは困難であり、地域連携型の事業展開 (ネットワーク型ビジネスモデル) が求められている。3 つ目に、事業展開の戦略的ジレンマである。経営資源を「国内のインバウンド需要への対応」と「海外のアウトバウンド市場への進出」のどちらに振り分けるべきかという戦略的判断に迫られている。

先行研究として、インバウンドの需要の拡大に関する論文として、浦沢 (2017)、麻生 (2000)、住田 (2022) と持続可能な観光に関する論文として、井上ら (2020)、中野 (2024) を参照した。先行研究の限界として、インバウンドの需要拡大の観点や持続可能性について国や地域単位では論じられているが、日本の企業目線での分析が十分に行われていないことが挙げられる。以上、先行研究より、インバウンドの需要がどのように日本企業の投資判断や経営戦略に組み込まれているのか、投資家が企業のインバウンドへの取り組みをどのように評価しているのかを、企業組織や経営戦略の観点から分析を行う点に本稿の新規性がある。

そこで我々は、どのようなインバウンド関連企業がインバウンド需要を上手く取り込んでいるのかを企業組織や経営戦略の観点から実証的に分析 2 つ行う。近年のインバウンド需要の高まりから、企業がいかにその需要を取り込むのかが多くの日本企業の課題となっている中、本研究ではそうした企業の取り組みに対して示唆を与えることを目指す。

分析 I はインバウンド関連企業がそうでない企業と比べ、企業行動や経営戦略でどのような特徴をもっているかの分析、分析 II はインバウンド関連企業において競争優位な企業の特徴を明らかにする分析である。

分析 I の結果として、インバウンド関連企業はそうではない企業と比較して、コロナ前・中は、事業を縮小し、中核事業を強化するといった企業行動をとっていた。また、コ

コロナ後では、海外依存の比率を減らし、国内需要を満たすような企業行動をとっていた。

分析 II の結果として、インバウンド関連企業において競争優位な企業の特徴として、一貫して未来への投資を行っているが、コロナ禍を経て投資分野が変化していること、海外売上高が減少し続けていること、事業の選択と集中をしながら他社と連携し、インバウンド需要に対応していることが分かった。

これらの結果をもとに、本稿では以下の政策を提言する。

【政策提言 I インバウンド版事業再構築補助金の導入】

【政策提言 II インバウンド共同体の設立】

インバウンド版事業再構築補助金を導入することによって、企業の選択と集中を通じた持続可能な成長への転換が促進されると期待できる。また、政府の間接的認定を受けたインバウンド共同体の設立によってインバウンド関連企業の持続的成長を目指す。

目次

第1章 現状分析

- 第1節 インバウンド観光の高まりとインバウンド需要
 - 第1項 インバウンド観光客来訪の推移
 - 第2項 インバウンド需要拡大のための政府の取り組み
- 第2節 日本でのインバウンド需要の取り組み
 - 第1項 インバウンド需要と日本経済
 - 第2項 インバウンド需要と企業の取り組み
 - 第3項 インバウンド需要をうまく取り込んでいる企業

第2章 問題意識

第3章 先行研究

- 第1節 インバウンド需要拡大に関する先行研究
- 第2節 持続可能な観光に関する先行研究
- 第3説 本稿の新規性

第4章 分析

- 第1節 分析概要
- 第2節 使用データと出典
- 第3説 分析I インバウンド関連企業がそうでない企業と比べ、企業行動や経営戦略においてどのような特徴を持っているかを明らかにする分析
- 第4節 分析II インバウンド関連企業において競争優位な企業の特徴を明らかにする分析

第5章 政策提言

- 第1節 政策提言の方向性
- 第2節 政策提言
 - 第1項 政策提言I：「インバウンド版事業再構築補助金」の創設
 - 第2項 政策提言II：インバウンド共同体の設立
- 第3節 政策提言のまとめ

参考文献・データ出典

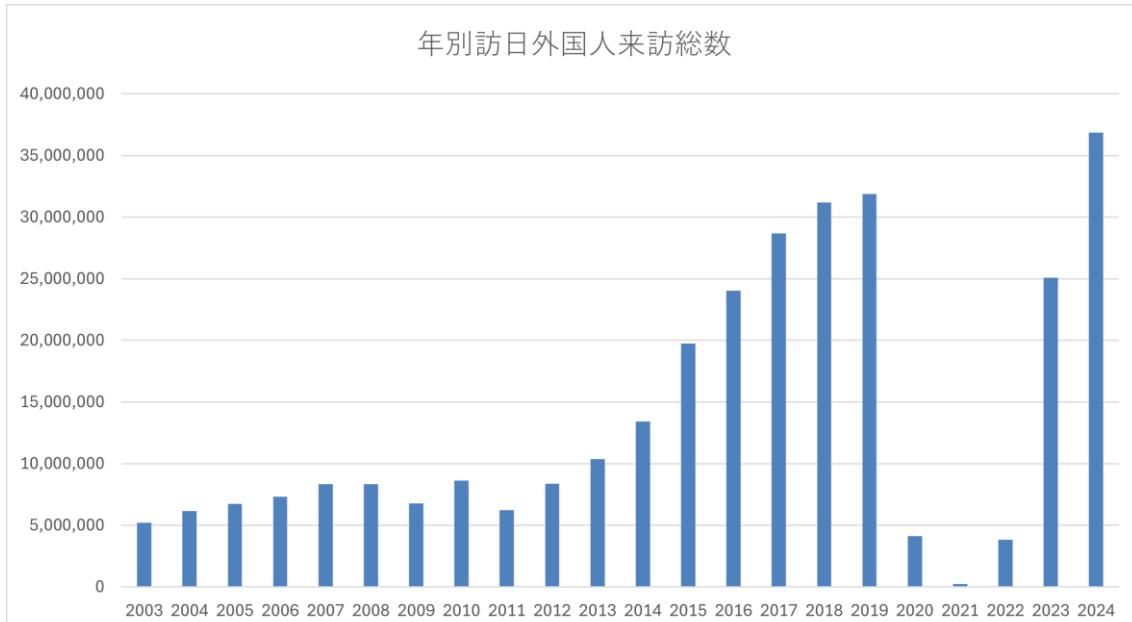
第1章 現状分析

第1節 インバウンド観光の高まりとインバウンド需要

第1項 インバウンド観光客来訪の推移

近年、日本国内の訪日外国人観光客数は上昇している。図表 1-1-1 は 2003～2024 年にかけての年別訪日外国人観光客の来訪総数を表したものである。このグラフより、2015 年から現在に至るまで訪日外国人観光客の数は年々上昇し続けており、昨年同月の 2024 年 8 月の記録から 16.9% 上昇している。また 2020 年からコロナウイルスによって著しく観光客数が減少したが、その後は再び回復の傾向にあり、2025 年 8 月では訪日外国人観光客数は 3,428,000 人を記録している。

図表 1-1-1 年別訪日外国人来訪総数（人数）



出典：「訪日外国人の消費動向 2024 年次報告書」結果より著者作成

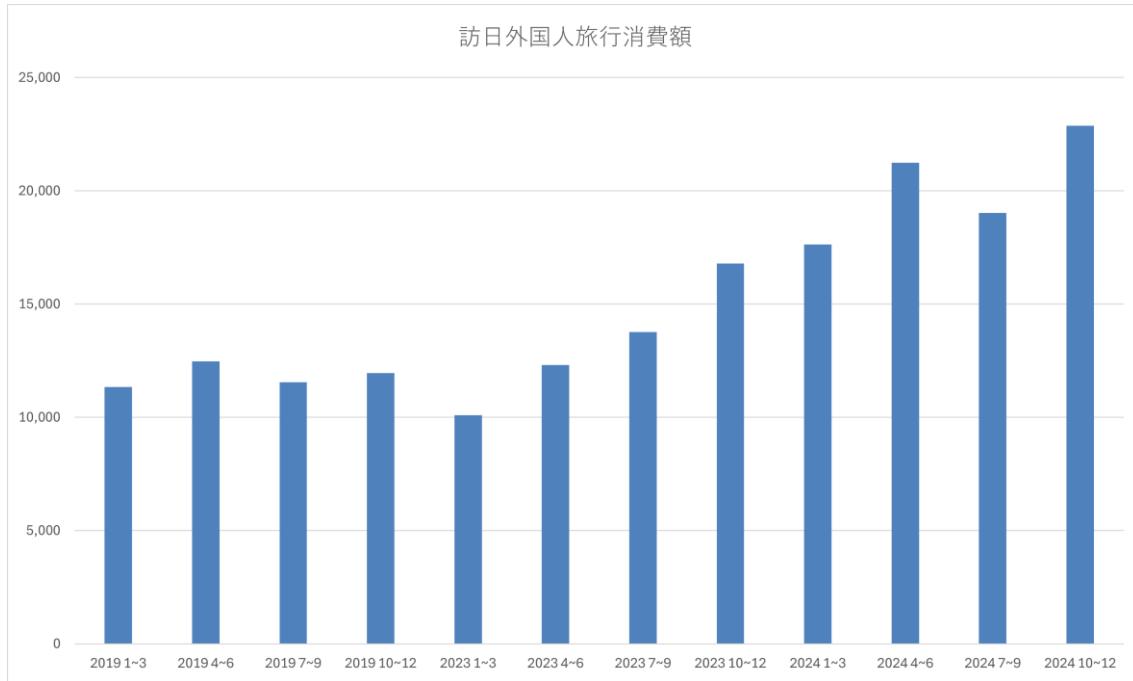
また、観光庁から発行された『訪日旅行全体の満足度』『日本への再訪意向』によると、訪日外国人が日本での観光に満足している点が伺える。この調査によると、日本での旅行全体で満足度調査の 9 割を『大変満足』、『満足』が占めている。

こうして近年拡大するインバウンド来訪客が、現在の日本で注目される理由の一つはインバウンドによってもたらされる経済効果にある。図表 1-1-2 は訪日外国人旅行消費額の推移（2020 年～2022 年を除く）を表したものである¹。このグラフより、近年は訪日外国

¹ 本稿における「旅行消費額」は訪日外国人が日本国内で支払った『旅行中支出』に、

人客の増加もあって、コロナ前よりも旅行消費額が増加しているのがわかる。そして昨年度の2024年の訪日外国人旅行消費額は8兆790億円と推計され、日本国内での需要拡大への影響力は年々増している。

図表 1-1-2 訪日外国人旅行消費額推移（2020～2022年を除く）（億円）



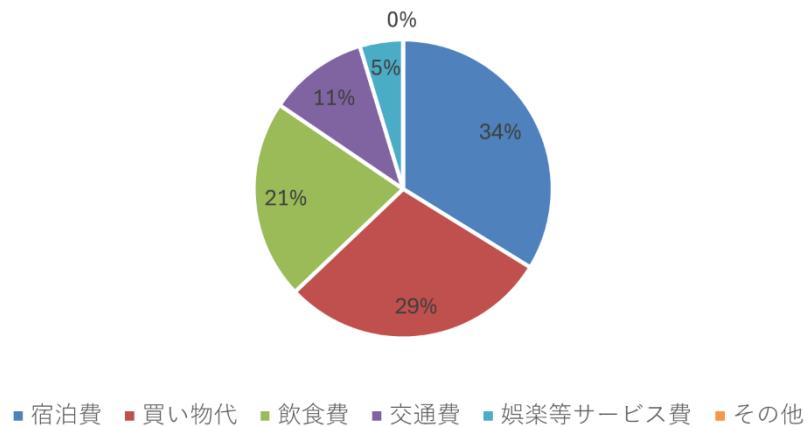
出典：「訪日外国人の消費動向 2024年次報告書」結果より著者作成

では、インバウンド観光客1人あたりの国内での旅行中支出はどのように展開されているのか。全国籍、日本から距離の近い韓国、遠いオーストラリアでその傾向を見てみる。

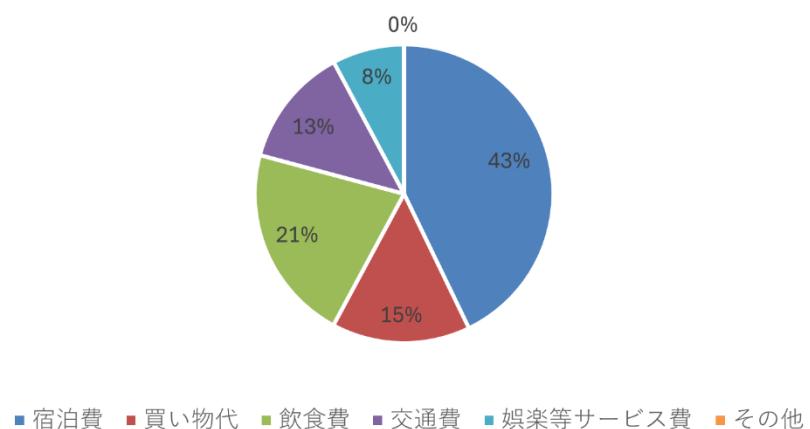
『パッケージツアー参加費』に含まれる宿泊費、飲食、交通費などの『国内収入分』を加算した値を意味している。

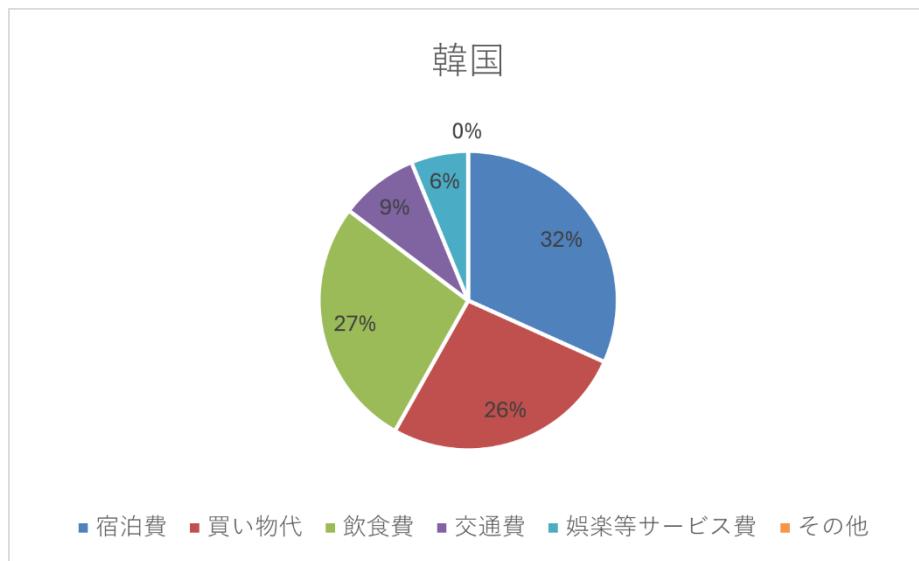
図表 1-1-3 全国籍、オーストラリア、韓国の旅行消費額

一般客の旅行消費額（全国籍）



オーストラリア



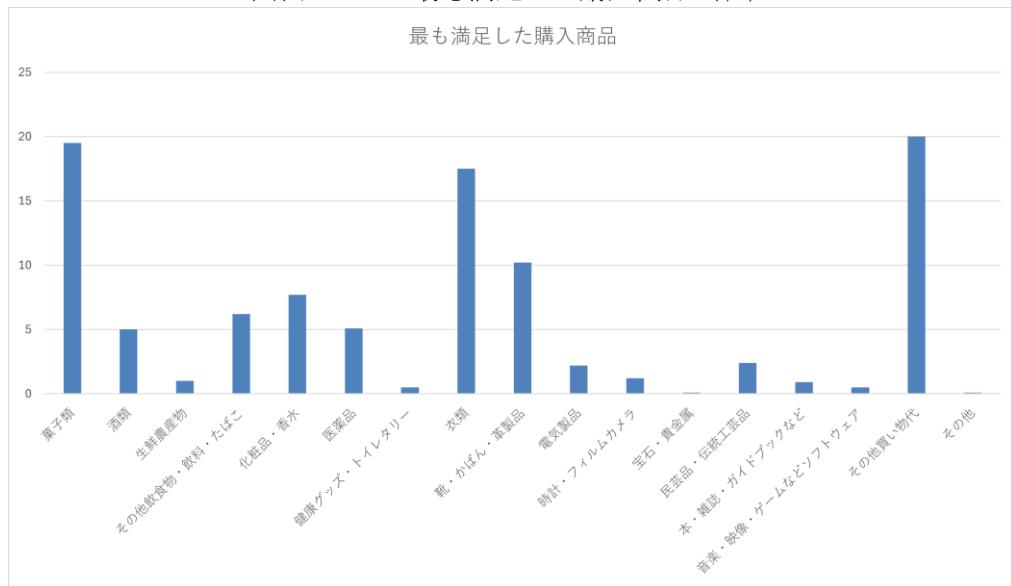


出典：「訪日外国人の消費動向 2024 年次報告書」結果より著者作成

オーストラリアからの訪日外国人は遠方からの移動に伴う費用と宿泊先にかける金額を優先しており、比較的日本に隣接している台湾、香港、中国は収支の高い割合を買い物で占めているのがわかる。

では訪日外国人観光客から特に需要のある商品とは何なのかを見ていく。図表 1-1-4 は訪日外国人が最も満足した購入商品を表したものである。このグラフによると、分類されない買い物代を除き最も満足度の高いものは抜きんでて菓子類、衣類であった。特に飲食物は日本国内旅行の目的調査にて、飲食を目的として赴く結果が出ていることから、納得いく結果であると思われる。

図表 1-1-4 最も満足した購入商品 (%)

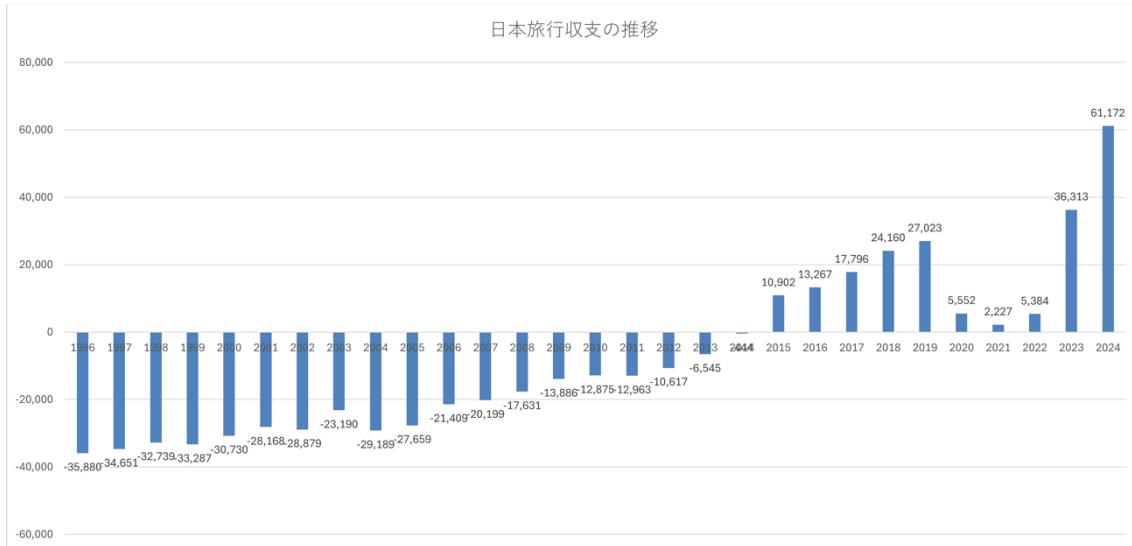


出典：「訪日外国人の消費動向 2024 年次報告書」結果より著者作成

このようにインバウンド客の国籍によって、日本での消費ニーズは異なるだけでなく、インバウンドの需要は食品から日用品、電化製品と非常に多岐にわたっていることがわかる。そのため、近年のように様々な国から日本へ来訪するようになっている中、様々な企業や業種が、拡大したインバウンド需要を享受できるチャンスが増えていると考えられる。

また訪日外国人観光客の増加によって生じる経済効果は非常に大きなものである。図表 1-1-5 は日本旅行収支の推移を表したものである²。これによると、日本が訪日外国人観光客の取り込みによって黒字化し始めたのは 2015 年以降であることが分かる。そして 2024 年には過去最高の黒字を計上していることがわかる。このように、今後の日本企業にとって、高まるインバウンド需要を以下に取り入れていくことができるかが、重要な経営課題となっている。

図表 1-1-5 日本旅行収支の推移（億円）



出典：財務省 国際収支から著者作成

² 訪日外国人が日本で支出した宿泊費、飲食費、娯楽費、現地での交通費、土産物代などが、日本人（日本国居住者）の海外旅行者が海外で支出したそれを上回った金額を表したもの。

第2項 インバウンド需要拡大のための政府の取り組み

このようなインバウンド来訪客の高まりを生み出すために、日本政府もこれまでさまざまな施策を打ち出してきた。そこで本項では図表 1-1-6 の表にある 3 つの政策について取り上げ、その概要を紹介する。

図表 1-1-6 インバウンド需要拡大に向けた日本政府の取り組み

年	政策の名前	概要
2016	明日の日本を支える観光ビジョン	日本のインバウンド受け入れ態勢の基盤となる政策
2023	第四次観光立国推進基本計画	三点を基点としたインバウンド引き込みと 2025 に向けた整備
2024	新時代のインバウンド拡大アクションプラン	インバウンドを継続的に引き込む取り組み

1. 『明日の日本を支える観光ビジョン』

『観光先進国』への新たな国つくりのために 2016 年 3 月 30 日に策定された。本政策ではまず地方の文化的な魅力の発信と、震災により軽減した国外、国内旅行者の取り込みを計画した。具体的には、自然公園を観光活用や、その地方が誇る伝統工芸品、民芸品を観光資源化した。同時に観光地がインバウンドを取り込めるようにキャッシュレス化の導入や Wi-Fi の配備で外国人受け入れの体制を各地で展開した。

本政策によって、観光のインフラが整備されるきっかけとなり、のちのインバウンド需要拡大の基盤を築いたと言えるだろう。

2. 『第四次観光立国推進基本計画』

2023 年の観光立国推進基本計画の第四次計画では、「持続可能な観光地域づくり」、「インバウンド回復戦略」、「国内交流拡大戦略」の 3 点を重視している。まず「持続可能な観光地域づくり」とは、コロナによって集客に打撃を受けた観光地、観光産業の復興、高付加価値化、そして生産性の向上を目的としたものである。次に「インバウンド回復戦略」とは、コロナ後、停滞した訪日外国人旅行者の再獲得することを目的としたものである。最後に「国内交流拡大戦略」とは、人口減少が進む中で横ばいになった旅行者数とそれに比例して低迷してしまう国内旅行消費額の回復を目的としたものである。

本計画では、さらに高付加価値な訪日外国人観光客を案内する人材獲得のための教育プログラムの導入、他業種人材の活用支援等を講じている点にも特徴がある³。

³ また、国内旅行需要の平準化を狙い平日旅行のキャンペーンと、休暇を取得しやすい職場環境の整備を目的とした働き方改革推進のための『関係法律の整備に関する法律（平成 30 年法律第 71 号）』の周知を図り、選択的週休三日制の企業における導入も推進した。

3. 『新時代のインバウンド拡大アクションプラン』

2024 年に策定されたこの政策では、これまでの「訪日外国人を呼び込む」という観点から更に視野を広げて、インバウンド需要をより大きく効果的に根付かせる方策を検討・取りまとめたものとなった。

先ずビジネスの分野では、日本を舞台としたビジネス交流を図りながら、国際的なビジネスネットワークの結節点として国内外のスタートアップ・エコシステムのネットワーク強化、訪日プロモーションにおける JNTO 海外事務所と在外公館の連携強化を行った。

教育面では留学生の積極的な受け入れや外国の大学と連携した研究と成長の機能を兼ねたグローバルな拠点の作成で教育分野の交流を促進させた。そして文化芸術・スポーツ・自然分野でも、グローバル展開をビジネスの観点を取り入れつつ進めるための特色ある取組を全国各地で創出している。

このように、当初はインバウンド来訪客を増やすことを目的とした観光業への影響を想定した政策が策定されていたが、近年ではインバウンド需要がさまざまな業種にもたらす効果を想定した上で、その効果をより享受できるような政策が策定されるようになってきていることがわかる。

第2節 日本でのインバウンド需要の取り組み

第1項 インバウンド需要と日本経済

第1節より、現在の日本において訪日外国人観光客によるインバウンド需要を取り込むことは、経済活性化、地域活性化・地方創生、交際相互理解と魅力発信の面から重要である。以下それについて説明する。

（1）インバウンド需要と経済活性化

インバウンド需要はまず、小売業の売り上げ向上につながり、特に顕著に現れるのが、免税売り上げの拡大である。都市部では、訪日外国人旅行者による免税売り上げが拡大しており、百貨店では高級ブランド品や化粧品の売り上げが好調である。一方、ドラッグストアでは医薬品や健康食品、日本製の化粧品や菓子などの高品質な日用品が人気を集めしており、1人当たりの購入単価も高い傾向にある。こうした小売業の売り上げ増加は、製造業の業績につながり、その波及効果から、経済全体に好影響を与えると推察される。

また、近年「モノ消費」から「コト消費」への需要が高まっている。例えば着物の着付け体験や茶道体験、侍や忍者体験、さらにはアニメの聖地巡礼ツアーや豊洲市場でのマグロの競り見学といった、そこでしかできない体験への需要が大きい。これらの観光では、観光業だけでなく他産業の活動も活性化されることになる。

さらに、コロナによって落ち込んだホテル稼働率が回復したことによって、都市部や有名観光地の客室単価が上昇した。そのうえ、JR が訪日外国人向けに販売している JAPAN RAIL PASS の利用者が増加しており、新幹線や特急の利用が活発になっている。これらのこととは、宿泊業や運輸業の雇用の維持・拡大につながっており、日本経済の活性化に寄与すると考えられる。

(2) インバウンド需要と地域活性化・地方創生

インバウンド需要の拡大は、それまで国内ではあまり注目されていなかった地方の魅力を発掘し、活性化させることにもつながる。以下事例とともに、その効果を紹介する。

1 つ目の事例として、長野県地獄谷野猿公苑の野生のニホンザルを紹介する。この野生のニホンザルは、温泉に入るところが、海外のメディアで「Snow Monkey」として紹介されたことで、一躍有名になった。このサルを見るためだけに、冬の山奥であるにも関わらず、この場所を訪れる外国人観光客が急増した。その結果、周辺の湯田中・渋温泉郷の宿泊需要が増加した。

2 つ目は、香川県直島の例である。この島はアートの島として知られており、安藤忠雄氏の設計物であるベネッセハウスや地中美術館や、草間彌生氏の「かぼちゃ」をはじめとする現代アート作品群が、海外のアート愛好家から高い評価を得た。効果としては、瀬戸内国際芸術祭の開催もあって、国内外から多くの観光客が訪れる「アートの聖地」となった。それによって、かつて静かだった瀬戸内の島々に、新たな交流が生まれている。

3 つ目は、岐阜県高山市白川郷である。高山の古い街並みや白川郷の合掌造り集落が、「ミシュラン・グリーンガイド・ジャポン」で 3 ツ星として紹介された。その結果、特に欧米豪からの人気が爆発し、アクセスが良いとは言えない場所であるにも関わらず、訪日客の多くが訪れる場所となった。

いずれの場所も、これまででは国内での認知度や国内旅行者が決して多くはなかった。しかし、インバウンド需要によって、多くの訪日外国人観光客が訪れたことで知名度が上昇し、人気の観光地となった。また、周辺の宿泊施設や公共交通機関といったところにも恩恵があり、地域経済の活性化につながっている。

(3) インバウンド需要の国際相互理解と魅力発信

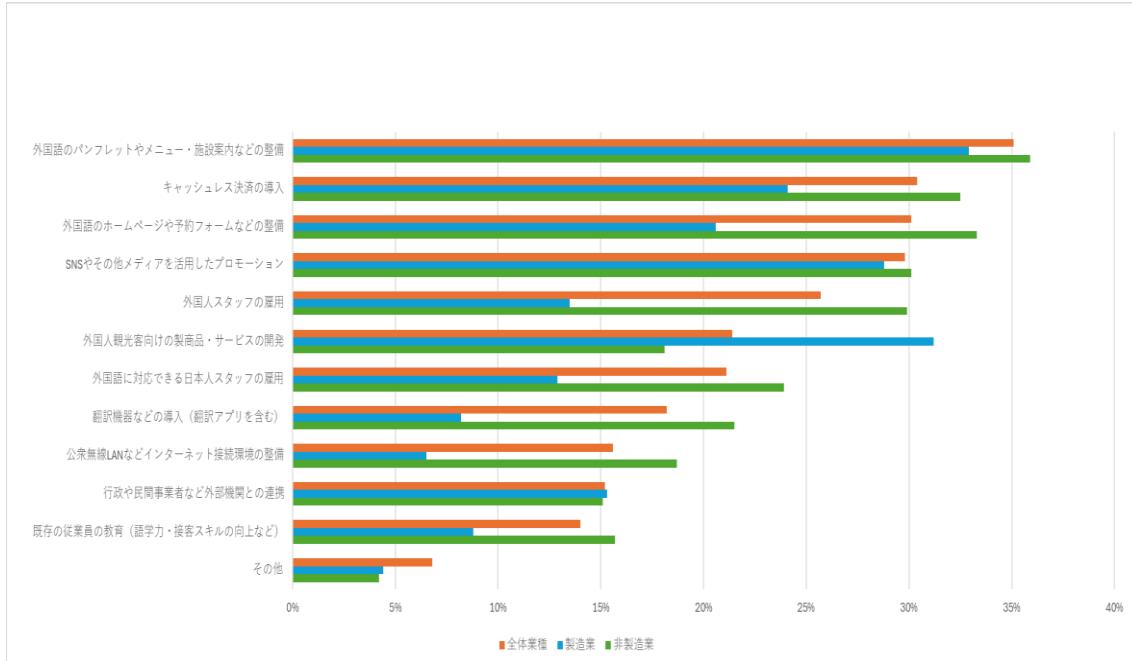
最後に、国際相互理解と魅力発信の面である。SNS の普及により、訪日観光客が撮影した写真や動画が、本人の感想とともに SNS で世界中に発信されている。これらは、広告費を必要としない。また、日本人にとっては慣れ親しんだ文化や習慣であっても、訪日観光客には魅力的な体験として受け取られることがある。例えば、街が清潔でゴミが落ちていない、電車やバスが時間通りに来る、女性が 1 人で夜道を歩けるほど治安が良い、レストランや小売店の店員の接客が丁寧、落とした財布がそのまま戻ってきた、などといったことが挙げられる。これらの体験談が広まることで、日本は安全で清潔で親切である、といった国としてのブランドイメージ(ソフトパワー)が世界的に強化されている。

このように、インバウンド需要を取り込むことで、多くの業界の活性化や、それまであまり知られていなかった地域に人の流れができることで地方活性化につながる。さらに、SNS の普及で世界の幅広い人たちに向けて日本の魅力が伝わることで、次の需要を生み出すことにもつながるため、インバウンド需要を取り込むことの重要性は大きいと考えられる。

第2項 インバウンド需要と企業の取り組み

このようなインバウンド需要の高まりを受けて、各企業は需要への対応や新たな市場開拓に向けた様々な取り組みを行ってきてている。図表 1-2-1 は、中小企業のインバウンド需要への取り組みの内容を表したものである。

図表 1-2-1 中小企業の取り組みの内容（複数回答）



出典：「中小企業の経営にインバウンドが与える影響に関する調査」結果より著者作成

このグラフより、インバウンド需要の獲得に向けた企業の取り組みの特徴として 3 つ挙げることができる。1 つ目は、インバウンド客を受け入れる環境整備の進捗である。多言語対応や外国人スタッフの採用、Wi-Fi 環境の整備、キャッシュレス対応など様々な取り組みが進められている。最近では、行政等による支援や音声翻訳技術をはじめとするテクノロジーの普及により、中小・零細企業も含めて環境整備が進捗している⁴。観光庁の補助金を活用し、Wi-Fi の導入やトイレの洋式化、案内表示の多言語化に取り組む動きがみられ、業界として受入態勢の整備が進展している。

2 つ目は、スマートフォンアプリやSNS の活用強化、デジタルマーケティングの導入である。旅行先でのスマートフォン利用の増加を受けて、アプリの活用・開発を強化する動きがみられる。

⁴ 静岡県の経済団体では、インバウンド客へのおもてなし向上を狙い、自力で言語対応が難しいと思われる地元商店に対し、携帯型自動翻訳機 500 台を無償貸与することを決定したという。また群馬県前橋市の業界団体では、観光庁の補助金を活用し、Wi-Fi やトイレ等の整備が進展している。

また、個人旅行が増加する中で、SNS等で情報発信を強化する動きもある。一方、最近では、ビッグデータを活用してインバウンド需要の動向を分析する「デジタルマーケティング」の手法を導入する動きがみられる⁵。ただし、データ等を活用した定量分析はまだ始まったばかりであり、今後の活用余地は大きいそうだ。

3つめは、「コト消費」の拡大を受けた取り組みの積極化である。増加する訪日リピーターや個人旅行客の消費を喚起するために、「コト消費」の拡大に向けた様々な取り組みがみられた。農業等が体験できる農泊(長崎県)、甲冑等を着用する乗馬体験(石川県金沢市)、茶道や着物体験、座禅体験(京都府)、地元民が通う居酒屋巡り(青森県)、雪にまつわるツアー(福島県)、先進がん治療拠点等と連携(鹿児島県)など、観光業×他業種という業種の連携が幅広い分野にわたって取り組みがなされている。

このように、地方の企業の間では国内需要の減少に伴う売り上げや利用客の減少を訪日外国人観光客によって補うための取り組みが多く行われており、環境の整備やデジタルコンテンツの活用、「コト消費」の需要を取り込むための取り組みが数多く行われていることがわかった。

第3項 インバウンド需要をうまく取り込んでいる企業

ここでは実際に、インバウンド需要をうまく取り込んでいる企業を紹介する。1つ目は、ドン・キホーテを運営するパン・パシフィック・インターナショナルHDである。2024年6月期の免税売上高は1173億円であり、前期比で790億円増加し、過去最高を記録した。連続売上高は2兆円を超える既存店売上成長率は7.6%のプラスとなった。深夜までの営業、豊富な品揃え、免税手続きの簡素化によって、「訪日外国人の必須の買い物スポット」の地位を確立している。

2つ目は、地域ブランド菓子やお土産を製造する寿スピリッツである。2025年3月期第2四半期累計実績において、インバウンド売上高は46億4400万円であり、前年同期比プラス48.5%の増加となった。連結売上高は329億600万円で前年同期比プラス13.9%増、営業利益は74億7600万円で前年同期比プラス12.9%増加となり、どちらも過去最高を更新した。インバウンド売上高が約5割近い大幅な伸びを見せており、地域ブランドのお菓子が「日本らしいお土産」として支持されていることがわかる。

3つ目は、百貨店大手の高島屋である。2024年12月度の免税売上高は前年比30.1%増で、百貨店全体の店頭売上全体を大きくけん引した。インバウンド需要の恩恵を特に受けていると考えられる主要店舗の2025年2月期(2024年度)売上高は、大阪店が1809億8100万円で前年比13.7%増、京都店が1115億900万円で前年比14.6%増、新宿店が1000億1600万円で前年比13.5%増となった。こうした業績好調の背景には、国内顧客の高額品消費の堅調さに加えてインバウンド需要の急速な回復が挙げられる。富裕層による高級品消費の需要を取り込めたことで、免税売上が非常に伸びたと考えられる。

⁵島根県の観光団体では、地域のプロモーション活動を一段と強化するため、インバウンド客がSNS上で発信した口コミ情報を収集・分析するなど、民間事業者と連携してデジタルマーケティングに着手している。宮城県の観光団体でも、無料Wi-Fiを通じたインバウンド客の滞留・行動データを分析している。

このように、現在のインバウンド市場の拡大を受けて、日本企業はその需要をいかに取り組むことができるかが今後の企業戦略や成長性を高める上でも重要なテーマとなっていことがわかる。

第2章 問題意識

前述の通り、日本におけるインバウンド需要は、コロナウイルス以降の回復基調の中で急速に拡大しており、観光・小売・宿泊・交通など多岐にわたる産業に経済効果をもたらしている。しかしその一方で、インバウンド市場の拡大は新たな課題も生んでいる。そこで本章では、日本企業のインバウンド需要への対応の問題点として、以下の3点について説明する。

1. インバウンド需要の高まりによって進出してきた海外企業との競争
2. インバウンド需要への対応に従来の手法では対応できること
3. 国内のインバウンド需要と海外のアウトバウンド需要への対応のバランス問題

1. インバウンド需要の高まりと海外企業との競争

近年の高まる日本でのインバウンド需要の高まりを取り込もうとしているのは、日本企業だけではない。海外資本による日本市場への進出が加速し、国内企業の競争環境が急速に激化している。

宿泊業においては、外資系ホテルブランドが地方都市を含めて積極的に新規開業を進めしており、北海道や沖縄、京都といった観光地では外資系ホテルのシェアが高まっている。その代表的な例が、ホテル業界大手のマリオット・インターナショナルである。マリオットは世界のホテル開発プロジェクトにおいて記録的な成長を遂げており、特にラグジュアリーセグメントと日本市場への投資を加速させている。マリオネットブランドの国際的信頼を活かし、高単価なインバウンド需要を確実に獲得し、収益性の高い事業構造を構築している。また、オンライン旅行代理店やプラットフォーム事業者でも海外企業が宿泊予約・販売の主導権を握っており、日本企業は自社チャネルを通じた販売力を相対的に弱めている。さらに、訪日外国人向けの免税販売やキャッシュレス決済の分野でも、海外の決済プラットフォーム企業が優位に立ち、観光収益の一部が海外に流出しているのが現状である。

このように、インバウンド市場の成長は国内企業にとって大きなビジネスチャンスであると同時に、海外企業の資本力・ブランド力との競争を強いられる構造的問題を持っている。

2. インバウンド需要への対応に従来の経営手法では対応できること

2つ目が、インバウンド需要への対応に従来の経営手法では対応できないという点である。インバウンド需要は、宿泊・交通・飲食・小売・娯楽など多岐にわたる分野に広がっており、単一の企業だけでその全てに対応することは極めて困難である。そのため、企業は自社の強みと弱みを見極め、どの部分を自社で担い、どの部分を他の企業や地域組織に委ねるのかという戦略的判断を迫られている。

例えば、宿泊業者が自社で多言語対応を進めつつ、交通や飲食の分野では地域の他事業者と連携してパッケージ商品を提供するなど、ネットワーク型の事業展開が求められている。

しかし、この分担と連携の判断は容易ではない。インバウンド需要は時期・国籍・嗜好に

よって変動が大きく、どのサービスが付加価値を生むかを見極めるには、市場データの分析力と柔軟な意思決定が必要である。例えば、京都や北海道などの観光地では、宿泊・飲食・体験型観光を一体的に提供する「地域連携型ビジネスモデル」が広がっているが、実際には収益配分や顧客データの共有、責任範囲の明確化など、多くの調整課題を抱えている。

また、外国人旅行者は国や地域によって価値観・文化的背景・消費行動が異なるため、企業は多様な需要に合わせた柔軟な対応を迫られている。たとえば、宿泊業では多言語対応スタッフの配置やAI翻訳端末の導入、小売業ではキャッシュレス決済・免税処理の効率化、飲食業ではヴィーガン・ハラール対応メニューの提供などが求められている。さらに、こうした対応を効率的に行うためには、DXの推進が不可欠であり、予約・在庫・決済・顧客管理を一元化するデジタル基盤の整備が急務となっている。

実際、近年ではSNSを活用したインバウンド向けマーケティングや、データ分析を活用した訪日客の動向予測など、デジタル技術を軸とした経営戦略の再構築が進んでいる。しかし、こうした投資には多額の費用と長期的な視点が必要であり、短期的な利益を重視する企業や投資家にとっては実行が難しい場合も多い。したがって、インバウンド対応の高度化は企業の経営戦略や投資判断に新たな課題をもたらしているといえる。

3. 国内のインバウンド需要と海外のアウトバウンド需要への対応のバランス問題

3つ目が、国内のインバウンド需要VS海外のアウトバウンド需要への対応である。上述の通り、現在の日本ではインバウンド需要が拡大傾向にあり、日本企業がそのニーズに応えることは重要である。しかし企業が今後の事業展開を検討する際には、「国内のインバウンド需要に対応するべきか」それとも「海外のアウトバウンド市場に進出するべきか」という選択の問題にも直面する。未知の需要層への対応という点で両者は共通しているが、インバウンド対応では国内の基盤を活かして外国人旅行者を迎える戦略が求められるのに対し、アウトバウンド対応では海外現地への直接投資や販路開拓が必要となる。たとえば、観光関連企業の中には、訪日外国人向けの受入整備を進める一方で、ASEAN市場への店舗展開や現地法人設立を検討する動きも見られる。しかし、資本や人材、情報の制約から、どちらに経営資源を振り分けるべきかを判断するのは容易ではない。

以上のように、日本企業はインバウンド需要の拡大を成長の好機として捉えつつも、海外資本との競争激化、多様化する需要へのDX対応、事業展開の方向性に関する戦略的ジレンマという3つの課題を抱えている。これらの問題は、単なる観光需要の変動にとどまらず、企業の経営戦略や投資行動そのものに深く関わるものである。したがって、インバウンドを短期的な収益源としてではなく、企業経営の持続可能な成長基盤としてどのように位置づけるかを明らかにすることが、本稿の問題意識である。

第3章

先行研究及び本稿の位置づけ

本章では、まず先行研究として、インバウンドの需要拡大について分析した研究と、持続可能な観光のあり方について分析した研究を紹介したのち、本稿の位置づけを述べる。

第1節 インバウンド需要拡大に関する先行研究

インバウンド需要拡大に関する先行研究として、浦沢(2017)がある。浦沢(2017)は、日本への訪日外国人旅行者数の増加要因を実証的に分析した研究である。本研究では、パネルデータ分析を用い、出発国の所得水準、ビザ免除措置、距離などが旅行者数に与える影響を定量的に分析した。その結果、出発国の1人当たりGDPの上昇が訪問外客数にプラスの影響を持ち距離の拡大はマイナスの影響を持つことが示された。さらにビザ免除措置の導入は、1年間で訪日外客数が約3割増という影響を持つことが示唆された。

次に麻生(2000)は、12か国の四半期データを用いて訪日外国人旅行者数の変動要因、短期・長期での所得弾力性、為替弾力性、相対価格弾力性、価格弾力性を推定し、そして時系列計量を用い、短期調整のメカニズムと長期関係の両方を推定し、国別の特徴を比較検討した。その結果、長期的要因としては出発国の実質GDPが訪日需要に有意であり、特に欧米系の国では所得弾力性が高く、短期的には為替ショックや外的イベントが訪日需要を左右することが示された。

これらの研究は、訪日外国人旅行者数に関するものであり、インバウンド需要の拡大に対する企業側の取り組みに関する論文ではない。そうした中、インバウンド需要に対する企業の取り組みを述べたものとして、住田(2022)は中国の航空企業における取り組みを論じている。これによると、インバウンド需要の急拡大に対応した中国発の旅行会社「春秋会社」の現地ヒアリングおよび企業資料を用いて事例分析をおこない、旅行業とLCCを垂直統合することでコストを抑制し、短期循環型の人材管理と業務標準化により大量需要への柔軟な対応を実現した点を明らかにした。

以上のように、インバウンド需要拡大に関して、主に訪日客数や旅行消費といった需要側の拡大の要因に関しては研究が進められてきているものの、インバウンド需要拡大に対する日本企業の経営戦略や投資家の行動・評価といった供給側の観点は十分に検討されていないことがわかる。

第2節 持続可能な観光に関する先行研究

次に、持続可能な観光に関する先行研究を述べる。

まず井上ら(2020)は、インバウンド・ツーリズムにおける持続可能なビジネス・エコシステム構成に向けた実証分析を行った。分析手法として、現地フィールドワーク、文献調査、行政・統計資料の分析を中心とした質的事例研究法を用い、ローカル・リージョナル・ナショナルの三層構造に基づき、観光産業の連携と持続性を分析している。結果とし

て、三層の有機的な連携により、地域社会・産業・国家が相互に補完し合う「共進会型エコシステム」が形成されている点が重要であり、観光産業における持続可能な発展を実現するには、地域住民主体のガバナンス、産業間の協働、制作支援の3要素が不可欠であることを実証的に示している。

次に中野（2024）は、地域の持続性向上を目的とした観光地域づくりの実践と効果について分析した。分析手法として、定性的なケーススタディ手法を用い、日本国内の複数の観光事業における、地域住民、行政、観光事業者の連携状況やガバナンス体制、観光資源の活用状況を詳細に分析している。結果として、地域住民の参加型運営や意思決定への関与が、観光の社会的持続可能性を高めるうえで重要であることが示された。また、行政と観光事業者とのパートナーシップによって資源管理や環境保全が効率的に行われ、地域の環境負荷軽減にも寄与していることが明らかになった。

これらの研究は、観光の社会的・文化的側面を深めた点で重要であるが、いずれも地域や政策を中心に据えており、企業の経営戦略や投資行動といった供給側の観点は十分に考慮されていないと言える。

第3節 本稿の新規性

先行研究の限界として、インバウンドに関する研究において、インバウンドの需要拡大の観点や持続可能性について国や地域単位で論じられているが、日本の企業目線での分析が十分に行われていないことが挙げられる。

現状分析で述べたように、昨今のインバウンド需要の高まりは、日本企業にとって海外の需要を間近に接することができるため、これをいかに取り込み、企業の成長へつなげていくための方策を見出すことは、今後の日本企業の成長のために欠かせない視点になると思われる。

そこで本稿では、インバウンド需要がどのように日本企業の投資判断や経営戦略に組み込まれているのか、投資家が企業のインバウンドへの取り組みをどのように評価しているのかを、企業組織や経営戦略の観点から分析する。そしてインバウンド需要やそれを通じた企業の成長性に対し、日本のインバウンド企業の中で優位な企業の特徴を明らかにしていく。インバウンド需要を取り込むための企業の企業組織のあり方や経営戦略について論じた研究はこれまで存在しておらず、今後の日本企業の成長を考える上で、本稿の問題意識は重要な示唆を与えるものになると考える。以上が本稿の新規性である。

第4章 分析

第1節 分析概要

本稿では、インバウンド関連企業の企業組織や経営戦略面での特徴を明らかにし、さらにインバウンド需要をうまく取り込んでいる企業の要因を探るため、以下の2つの分析を行う。

まず分析Iでは、インバウンド関連企業とそうでない企業が、コロナ前とコロナ後で企業行動や経営戦略でどのような違いがあるのかを推定する。この分析では、インバウンド関連企業がそうでない企業と比べて、企業行動や経営戦略でどのような特徴を持った企業なのか、さらにはコロナ前後でどのような企業行動の違いがあるのかを明らかにすることを目的とする。

次に分析IIでは、分析対象をインバウンド関連企業に限定し、インバウンド関連企業の中で成果を出している企業はコロナ前とコロナ後でどのような企業行動や経営戦略をとっているのかを推定する。これによって、インバウンド需要やそれを通じた企業の成長性に対し、インバウンド企業の中で競争優位にある企業の特徴を明らかにすることを目的とする。

用いるデータの期間は2019年から2024年の6時点である。これを新型コロナウイルスの感染拡大の影響を受けた2019年から2021年、コロナ禍明けの期間を含む2022年から2024年の2つのグループに分け、分析結果の比較を行う。これ以降、2019年から2021年を「コロナ前・中」、2022年から2024年を「コロナ後」と表記する。分析方法としては、各企業のパネルデータを用いて分析を行う。

第2節 使用データと出典

本稿の分析で対象とした企業はTOPIXmid400に選出された全企業とTOPIX500を構成する企業のうちインバウンド関連企業に選出されている企業である。またインバウンド関連企業とは、株式会社ミンカブ・ジ・インフォノイドが運営する国内最大級の株式情報メディア「Kabutan」によって選出された、訪日外国人観光客による経済波及効果が予想される企業である⁶。これらの企業を対象とした理由は、同一業種内にインバウンド関連企業とそうでない企業が存在したため、インバウンド関連企業の企業組織・経営戦略上の特徴を明らかにできると考えたためである。

各変数データの説明と出典は以下の通りである。

⁶ ここで選出されている企業は、各金融機関が提供している各種投資信託におけるインバウンド関連銘柄に組み入れられているため、この企業群を用いることとした。

図表 4-1-1 分析で用いた変数とその説明とデータ出典

説明変数	説明	出典
総資産 (対数値)	各企業の総資産額を 対数変換した変数	eo1
流動資産 (対数値)	各企業の現金保有などの流動資産の 総額を対数変換した変数	NEEDS Financial QUEST
売上高 (対数値)	各企業の現金保有率などの流動資産 の総額を対数変換した変数	eo1
自己資本 (対数値)	各企業の自己資本額を 対数変換した変数	NEEDS Financial QUEST
設備投資額 (対数値)	各企業の設備投資額を 対数変換した変数	NEEDS Financial QUEST
無形固定資産 (対数値)	各企業の特許などの無形固定資産の 総額を対数変換した変数	NEEDS Financial QUEST
海外売上高 (対数値)	各企業の海外への商品やサービスの 提供による売上高を対数変換した変 数	NEEDS Financial QUEST
総セグメント数	企業が経営上分けている 事業領域の総数	NEEDS Financial QUEST
インバウンドダミー	インバウンド関連企業を「1」、そ うでない企業を「0」とおいた変数	
被説明変数	説明	出典
当期純利益	企業の会計期間の全収益から全ての 費用・税金を引いて残る利益	eo1
Tobin's Q ⁷	企業が現在持つ資産を再取得するコ ストに対して、市場が評価する企業 価値の指標	NEEDS Financial QUEST

各変数の基本統計量を示した図は以下の通りである。

図表 4-1-2 分析 1 の基本統計量

変数名	観測値	平均値	標準偏差	最小値	最大値
総資産(対数 値)	2842	6.008169	0.686634	3.788309	8.606062
流動資産 (対数値)	2694	5.570715	0.544993	3.564429	7.534292
売上高(対数 値)	2859	5.817686	0.549599	3.015778	7.654131
自己資本	2849	5.605334	0.551250	3.362670	7.534292

⁷ 本項では、Tobin's Q としてシンプル Q を用いる。すなわち、各企業の時価総額と有利子負債の合計を総資産で割って算出した。

(対数値)					
設備投資額 (対数値)	2593	4.652460	0.855491	1.653212	6.880080
無形固定資産 (対数値)	2804	4.395775	0.877475	0.301029	7.049747
海外売上高 (対数値)	1067	5.520455	0.615940	3.701913	7.478494
総セグメント 数	2238	6.785075	1.633762	4	19
当期純利益	2873	76876.70971	220510.9097	-970144	4987962
Tobin's Q	2845	1.903103	3.522412	0.003088	39.58419

(筆者作成)

各変数の最大値・最小値の値を見ると外れ値の問題はないと考えられる。

第3節 分析 I インバウンド関連企業がそうでない企業と比べ、企業行動や経営戦略においてどのような特徴を持っているかを明らかにする分析

まず、インバウンド関連企業がそうでない企業と比べ、企業行動や経営戦略でどのような特徴をもっているのかを分析する。そして、コロナ前もしくは中と後で、それらがどのように変化するのかを示し、インバウンド関連企業の特徴を明らかにする。

本稿の分析では、各企業の特徴と年度を通じた影響を踏まえた分析を行うため、企業の年度を通じて不变の変化を考慮した固定効果によるパネルデータ分析を用いる。また被説明変数として、当期純利益と Tobin's Q を用いる。

(1) 被説明変数(y_{it})が当期純利益のとき

推定式は以下の通りである。

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{総資産}_{it}) + \beta_2(\text{流動資産}_{it}) + \beta_3(\text{売上高}_{it}) + \beta_4(\text{自己資本}_{it}) + \beta_5(\text{総セグメント数}_{it}) + \beta_6(\text{総セグメント数} * \text{インバウンドダミー}_{it}) + f_i + \varepsilon_{it}$$

i は各企業を表す添字、 t は時点を表す添字である。 f_i は各企業の固定効果を表し、 ε_{it} は誤差項である。

当分析では、特に総セグメント数×インバウンドダミーの交差項に注目する。この項目を設定することにより、インバウンド関連企業の事業多角化の状況が、当期純利益に与える影響を分析することができる。この項の係数が正に有意ならば、インバウンド関連企業はそうでない企業に比べて、総セグメント数が増加するほど（すなわち事業が多角化するほど）当期純利益が増加することが言える。

・分析結果

分析結果をまとめたものが以下の図表 4-2-1 である。

図表 4-2-1 当期純利益に与える影響に関する分析結果

変数名	コロナ前・中	コロナ後
	係数 (標準誤差)	
定数項	-4.07184e+06*** (1.02408e+06)	-1.64282e+06*** (459892)
総資産	153345 (152834)	-172095 (105954)
流動資産	-642854*** (150498)	137770 (102540)
売上高	361467*** (109302)	212939*** (76951.6)
自己資本	820062*** (138785)	150339* (88083.1)
総セグメント数	28761.0* (16263.6)	-19161.1* (10053.5)
総セグメント数×インバウンドダミー	-9545.8* (50341.7)	34162.5 (39093.9)
観測数	1099	1105
決定係数	0.083662	0.041745

(筆者作成)

(注) ***, **, *はそれぞれ有意水準 1%, 5%, 10%で帰無仮説を棄却し、統計的に有意であることを示す。また変数の下段は標準誤差を表している。

まず左列のコロナ前・中の分析結果を解釈する。対象企業群全体において、流動資産の係数が負に有意、売上高、自己資本、総セグメント数の係数が正に有意であった。これは流動資産が減少するほど、売上高、自己資本、総セグメント数が増加するほど当期純利益が増加することを表している。したがって、コロナ前・中に利益を出していた企業の特徴として、新しい事業や投資に積極的に資金を使っていったことが推察できる。

一方、右列のコロナ後の分析結果では、売上高、自己資本の係数が正に有意、総セグメント数の係数が負に有意であった。これは、売上高、自己資本が増加するほど、総セグメント数が減少するほど当期純利益が増加することを表している。したがって、コロナ後に利益を出していた企業の特徴として、事業を絞ることで、各事業の質を向上させたことが推察できる。

ここで前述の総セグメント数とインバウンドダミーの交差項に注目する。この係数はコロナ前には負に有意であった。これはコロナ前・中のインバウンド対象企業群において、総セグメント数が減少するほど、当期純利益が上昇することを表し、これはコロナ前・中の対象企業群とは反対の傾向であり、コロナ後の対象企業群全体とは同じ傾向にある。したがって、インバウンド関連企業はコロナ前やコロナを受けてからセグメント数を減少させる、つまり事業の選択と集中をすることで当期純利益を上げてきたといえる。このことは、インバウンド関連企業は、コロナ前もしくは中の期間では、生じていたインバウンド

需要の高まりを受けて、コロナ禍のなかで本業に経営資源を集中させて、やがてやって来るコロナ後のインバウンド需要拡大期に備えていたものと考えられる。

(2) 被説明変数(y_{it})が Tobin's Q のとき

推定式は以下の通りである。

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{総資産}_{it}) + \beta_2(\text{流動資産}_{it}) + \beta_3(\text{売上高}_{it}) + \beta_4(\text{自己資本}_{it}) + \beta_5(\text{海外売上高}_{it}) + \beta_6(\text{海外売上高} \times \text{インバウンドダミー}_{it}) + f_i + \varepsilon_{it}$$

当分析では、特に海外売上高×インバウンドダミーの交差項に注目する。この項目を設定することにより、インバウンド関連企業の海外進出の状況が、Tobin's Q に与える影響を分析することができる。Tobin's Q は、その時点における株主など投資家の企業に対する将来性の評価が反映されていると考えられるので、この項の係数が正に有意ならば、インバウンド関連企業はそうでない企業に比べて、海外売上高が増加するほど（すなわち海外進出するほど）投資家が企業の将来性を評価していることが言える。

当分析では、対象企業群が Tobin's Q に与える影響の他にインバウンド関連企業のみの影響をつかみ、それらを比較するため、海外売上高×インバウンドダミーの交差項に注目する。この項の係数が正に有意ならば、インバウンド関連企業は海外売上高が増加するほど Tobin's Q が増加していることが言える。

・分析結果

分析結果をまとめたのが以下の図表 4-2-2 である。

図表 4-2-2 Tobin's Q に与える影響に関する分析結果

変数名	コロナ前・中		コロナ後
	係数 (標準誤差)		
定数項	76.1283*** (4.86228)		59.1689*** (3.65341)
総資産	-6.97845*** (1.10198)		-18.7550*** (0.742276)
流動資産	-1.72347* (0.900185)		3.38258*** (0.919898)
売上高	-2.59047*** (0.474754)		2.26771** (1.03693)
自己資本	-1.19206* (0.709313)		3.97590*** (0.672145)
海外売上高	-0.272041 (0.256352)		0.00526772 (0.590274)
海外売上高×インバウンドダミー	2.18044e-07 (4.20565e-06)		-3.97663e-06* (2.30049e-06)
観測数	839		747

決定係数	0.310844	0.598673
------	----------	----------

(筆者作成)

(注) ***, **, *はそれぞれ有意水準 1%, 5%, 10%で帰無仮説を棄却し、統計的に有意であることを示す。また変数の下段は標準誤差を表している。

コロナ前・中は総資産、流動資産、売上高、自己資本の係数が負に有意であった。これは総資産、流動資産、売上高、自己資本が減少するほど Tobin's Q が増加することを表している。したがって、総資産や流動資産が少ないながらも効率的に利益を出している企業、収益の低い事業を切り離したため一時的に売上高が減少している企業、自己資本を減少させている企業がコロナ前・中までは投資家の評価が高かったと推察できる。このことは特にコロナの影響で売り上げが減少した際、そのショックを総資産の売却などを通じて減少させたり、自己資本の減少で吸収することができた企業が、今後の将来性を高く評価されたと考えられる。

一方コロナ後は、流動資産、売上高、自己資本の係数が正に有意、総資産の係数が負に有意であった。これは流動資産、売上高、自己資本が増加するほど、総資産が減少するほど Tobin's Q が上昇することを表している。したがって、総資産の内訳で固定資産が大きく減少して身軽になった企業、売上高が上がって成長している企業、多大な自己資本によって経営の安定性が裏付けされているような企業がコロナ後では投資家の評価が高かったと推察できる。

そして、本分析で特に注目するのが、海外売上高×インバウンドダミーの係数である。これは、コロナ後の係数が負で有意となった。これはコロナ後のインバウンド関連企業において、海外売り上げが減少するほど、Tobin's Q が増加することを表している。したがって、コロナ後の投資家たちは、インバウンド関連企業に対して企業に海外市場に目を向けるよりも、国内で高まりを見せてきたインバウンド需要をしっかりと取り込んだ企業を高く評価していると考えられる。

分析 I (1) (2) の分析より、インバウンド関連企業はそうではない企業と比較して、コロナ前は、事業を縮小し、中核事業を強化するといった企業行動をとっていた。また、コロナ後では、海外依存の比率を減らし、国内需要を満たすような企業行動をとっていたことがわかった。

第4節 分析 II インバウンド関連企業において競争優位な企業の特徴を明らかにする分析

次に本分析は、分析対象をインバウンド関連企業に限定し、どのような企業が特に成果を上げているのか、またそうした企業はコロナ前・中とコロナ後で企業組織や経営戦略に違いがあるのかを、前節の分析手法を用いて明らかにする。そうすることで、コロナ前・中と後で利益を上げているインバウンド関連企業と投資家からの評価が高いインバウンド関連企業の特徴をつかむことができる。二軸の結果からインバウンド関連企業において競争優位な企業の特徴を明らかにすることが本分析の目的である。

(1) 被説明変数(y_{it})が当期純利益のとき

推定式は以下の通りである。

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{総資産}_{it}) + \beta_2(\text{設備投資額}_{it}) + \beta_3(\text{海外売上高}_{it}) + \beta_4(\text{総セグメント数}_{it}) + \beta_5(\text{流動資産}_{it}) + \beta_6(\text{売上高}_{it}) + \beta_7(\text{無形固定資産}_{it}) + f_i + \varepsilon_{it}$$

・分析結果

分析結果をまとめたのが以下の図表 4-3-1 である。

図表 4-3-1 当期純利益に与える影響に関する分析結果

変数名	コロナ前・中	コロナ後
	係数 (標準誤差)	
定数項	-5.59153e+06 (4.83353e+06)	1.45174e+06 (2.53954e+06)
総資産	318180 (1.02723e+06)	-1.94230e+06** (613818)
設備投資額	270614** (118672)	-154731** (59828.6)
海外売上高	963284*** (271068)	-951497*** (261510)
総セグメント数		-94607.4* (47361.0)
流動資産	-350150 (473246)	237027 (267368)
売上高		2.19760e+06*** (388910)
無形固定資産	-104508 (104942)	532144** (165944)
観測数	22	23
決定係数	0.902885	0.947814

(筆者作成)

(注) ***, **, *はそれぞれ有意水準 1%, 5%, 10%で帰無仮説を棄却し、統計的に有意であることを示す。また変数の下段は標準誤差を表している。

インバウンド関連企業において、コロナ前・中は設備投資額、海外売上高の係数が正に有意であった。これは設備投資額、海外売上高が増加するほど当期純利益が増加することを表している。したがって、生産設備の拡張や新規開発への投資をしていた企業、グローバル展開が順調に進んでいた企業ほど、利益を上げていたと推察できる。

コロナ後は総資産、設備投資額、海外売上高、総セグメント数が負に有意、売上高、無形固定資産が正に有意であった。これは総資産、設備投資額、海外売上高、総セグメント数が減少するほど、売上高、無形固定資産が増加するほど当期純利益が増加することを表

している。したがって、設備投資、不要な事業への資金を断ち、国内市場への注力を進めている企業、長期的な目線で無形固定資産に投資することができているインバウンド企業がコロナ後は利益を上げていたと推察できる。

ここで注目したいのが、コロナ前・中とコロナ後で設備投資額、海外売上高は係数の符号が逆転している点とコロナ後の総セグメント数の係数が負で有意である点である。これは、コロナ前・中に関しては、新規事業、生産基盤へ投資し、積極的に海外にも事業を広げていった企業が利益を上げていたことがわかる。一方コロナ後は、利益を上げるインバウンド企業の特徴としては、インバウンド需要の高まりによって、より日本国内の需要に目を向けてきたこと、さらに自社の設備投資を減らし、事業の選択と集中を進めて総セグメント数を減らしていることがわかる。このことは、今まで自社で行なってきた事業を他社との連携の中で行うように事業を変化させたと考えられる。現状分析や問題意識で述べたように、多岐にわたるインバウンド需要を自社のみで対応することは極めて困難であり、他者との連携が必要になってくる。その観点から、コロナ後に利益を上げているインバウンド企業は、自社の企業組織を組み変えて本業の利益を確保しながら、他社との連携を進めながらインバウンド需要の高まりに対応していることが伺える。

以上を踏まえると、インバウンド関連企業は一貫して、未来への投資をしていることが、利益を上げる要因となっているが、コロナ前では工場・建物・機械などの「形ある資産」への投資、コロナ後では事業の選択と集中をしつつ、ソフトウェアなどの「形のない資産」への投資というように、投資する分野を見極める必要があった。また、コロナ前は海外需要、コロナ後は国内需要に応えるなどといった、時代に合ったニーズに対応する必要があることがわかった。

(2) 被説明変数(y_{it})が Tobin's Q のとき

推定式は以下の通りである。

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{総資産}_{it}) + \beta_2(\text{設備投資額}_{it}) + \beta_3(\text{海外売上高}_{it}) + \beta_4(\text{売上高}_{it}) + \beta_5(\text{無形固定資産}_{it}) + \beta_6(\text{流動資産}_{it}) + f_i + \varepsilon_{it}$$

・分析結果

分析結果をまとめたのが以下の図表 4-3-2 である。

図表 4-3-2 Tobin's Q に与える影響に関する分析結果

変数名	コロナ前・中		コロナ後
	係数 (標準誤差)		
定数項	59.9309*** (18.8253)		141.252*** (22.0771)
総資産	-5.93568 (4.59357)		-24.6025*** (8.36594)
設備投資額	0.629621 (0.488455)		-1.81826* (0.902657)
海外売上高	-3.59465***		-7.46813*

	(1.16594)	(3.54729)
売上高		14.5800*** (4.98058)
無形固定資産	-0.881064 (0.518535)	4.76492 (3.49380)
流動資産	-0.749397 (2.26593)	-9.89479 (6.63655)
観測数	31	35
決定係数	0.609874	0.904830

(筆者作成)

(注) ***, **, *はそれぞれ有意水準 1%, 5%, 10%で帰無仮説を棄却し、統計的に有意であることを示す。また変数の下段は標準誤差を表している。

インバウンド関連企業において、コロナ前・中は海外売上高の係数が負に有意であった。これは海外売上高が減少するほど Tobin's Q が増加することを表している。したがって、投資家はインバウンド需要が高まりを見せておりこの期間において、国内でのインバウンド需要にしっかりと対応する企業を高く評価していると推察できる。

一方コロナ後は、売上高の係数が正に有意で、総資産、設備投資額、海外売上高の係数が負に有意であった。これは、売上高が増加するほど、総資産、設備投資額、海外売上高が減少するほど Tobin's Q が増加することを表している。したがって、資産をスリムにし、生産基盤への投資を抑え、国内市場に注力していった結果、効率的な経営となり、売上が増加しているような企業を投資家は評価していると推察できる。

以上を踏まえ、コロナ前・中とコロナ後を比較すると、海外売上高の係数が負に有意であることは共通するが、その影響はコロナ後の方がより強くなっている。また、コロナ後は資源をスリムにし、過剰な設備や生産能力を減らすことで、既存資産をより効率的に使いながら他社との連携を図って高まるインバウンド需要に対応しようとしている企業を、投資家は好感していることが伺えた。

第5章 政策提言

第1節 政策提言の方向性

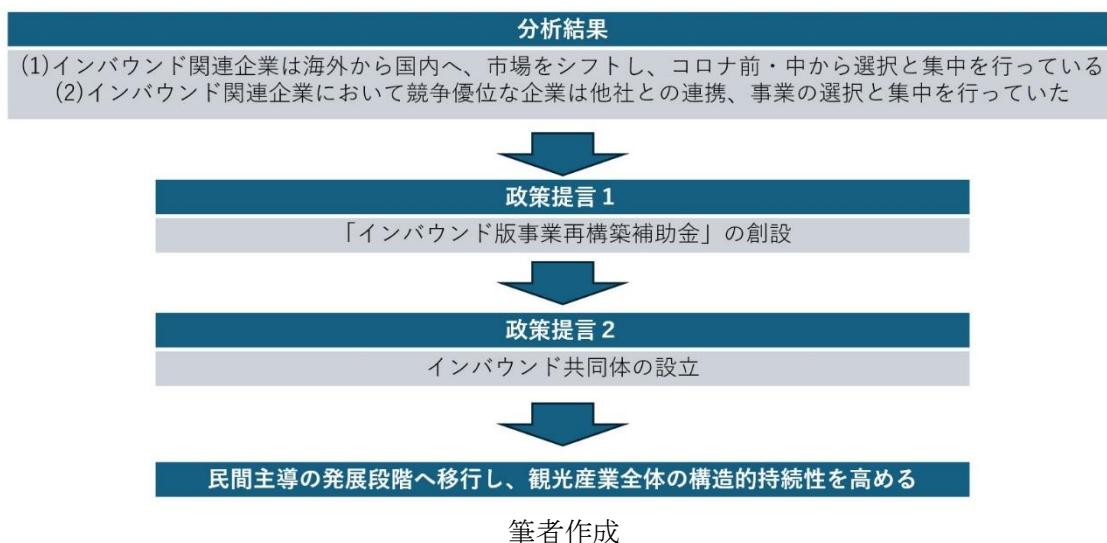
本稿の分析結果をまとめると、以下の2点である。

- (1) インバウンド関連企業はそうではない企業と比較して、コロナ前・中は、事業を縮小し、中核事業を強化するといった企業行動をとっていた。また、コロナ後では、海外依存の比率を減らし、国内需要を満たすような企業行動をとっていたことがわかった。コロナ前・中という早い段階から一貫して、事業の選択と集中を行っていたことが伺えた。
- (2) インバウンド関連企業において競争優位な企業の特徴として、多岐にわたるインバウンド需要に対応するために自社の企業組織を組み変えて本業の利益を確保しながら、他者との連携をすすめていた。また、設備投資や不要な事業への資金を断つといった選択と集中をし、インバウンド需要の高まりに対応し、長期的な目線で無形固定資産に投資することができていた。

以上の分析結果を踏まえ、政府からの補助金制度、インバウンド関連企業間のグループ構築の二段階の政策提言を行う。補助金については、インバウンド関連企業の動向でキーワードとなっている「選択と集中」を推進することが目的である。競争優位なインバウンド関連企業の要素として、選択と集中ができていることが分析で明らかになった。とはいえ、選択と集中はコストとリスクが付き物である。そこで、政策提言 I では集中と選択にかかる「コスト」を補うための施策を提言する。内容としては、事業撤退にかかる費用や今後集中する事業への追加投資などを考慮し、事業の縮小に踏み出せない企業を後押しするための補助金制度の提案である。以上を政策提言 I とする。

また、インバウンド関連企業間のグループ構築は、前述した選択と集中の「リスク」を補うための施策である。内容としては、政策提言 I で事業の選択と集中を遂げた企業、または同様の変化をした企業を対象に、政府が間接的に認定した、情報共有、資金分配の枠組みを作成することである。これは、事業を再編した企業が負う、市場への対応力の低下、業績の不安定化などのリスクを軽減する狙いがある。また、政府が間接的に認定した枠組みへの加入、事業の縮小により金融機関や投資家からの評価も得やすいため、資金の確保も期待できる提案である。この流れを経て、各企業が政策依存から抜け出し、自律的な運営体制に移り変わることで、持続的なインバウンド産業を創り上げることが目的である。以上を政策提言 II とする。

図 5-1-1 政策提言の方向性



第2節 政策提言

第1項 政策提言Ⅰ：「インバウンド版事業再構築補助金」の創設

【提言先】

観光庁・経済産業省

【提言理由】

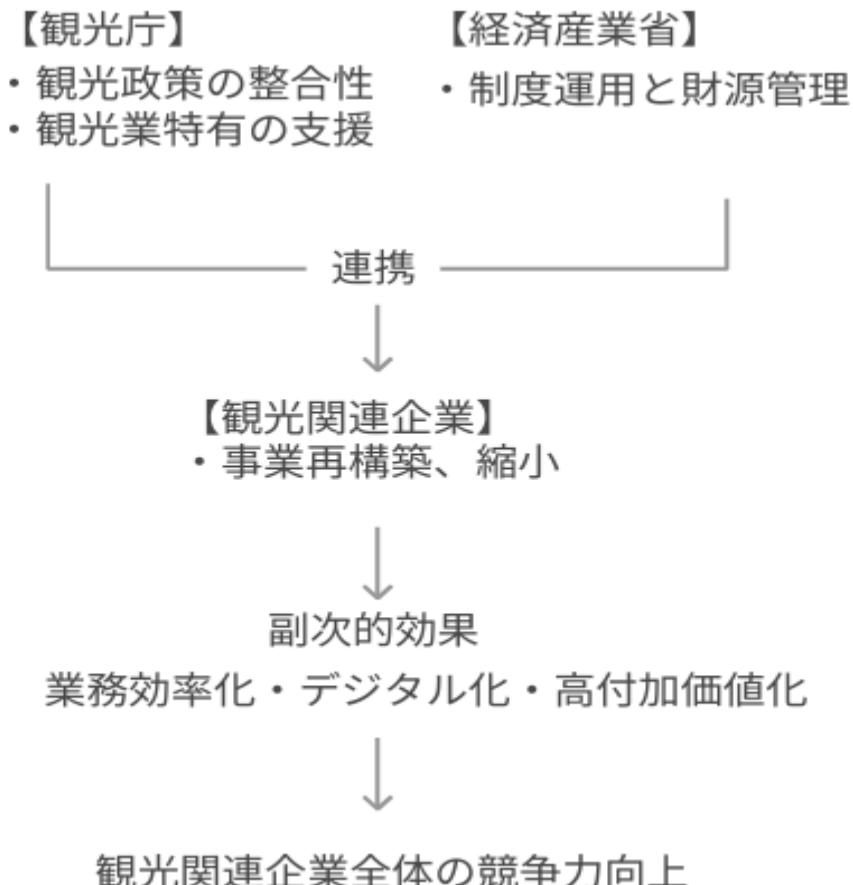
分析より、インバウンド関連企業はコロナ前後で事業構造を大きく変化させ、国内需要を重視した「選択と集中」や、無形資産への投資を通じた経営強化を進めていることが明らかとなった。しかし、こうした変革には一定の初期投資が必要であり、特に中小観光企業では資金面・経営面での制約が大きい。また、外国人旅行者の多様化に伴い、単一企業で全ての需要に対応することは難しく、他企業・地域組織との連携体制を整える必要がある。そのため、企業がインバウンド需要を取り込み、インバウンドの経済波及を生み出すためには、政府による支援が必要である。

経済産業省はすでに製造業・サービス業を対象とした「事業再構築補助金」を通じて、産業の構造転換を支援し、製造業やサービス業を中心に成果を挙げてきた。同様の仕組みを観光産業にも適用することで、企業の経営再編や持続的な成長戦略を後押しすることができる。よって、観光庁が中心となり、観光業に特化した「インバウンド版事業再構築補助金」を創設することを提言する。

【提言内容】

図表 5-1-1 は政策提言Ⅰの概略図である。本制度は、インバウンド需要の取り込みを目的とし、事業再編や経営変革に取り組む観光関連企業を支援するものである。支援対象は、観光関連企業で事業縮小、経営改革を検討している企業である。本制度により、企業は自社の強みを生かしながら、効率的にインバウンド対応を進めることができる。さらに、分析で明らかになったように、無形資産への投資や経営戦略の明確化を促進することで、短期的収益ではなく長期的な企業価値向上につながることが期待される。

図表 5-1-1 インバウンド版事業再構築補助金の概要



(著者作成)

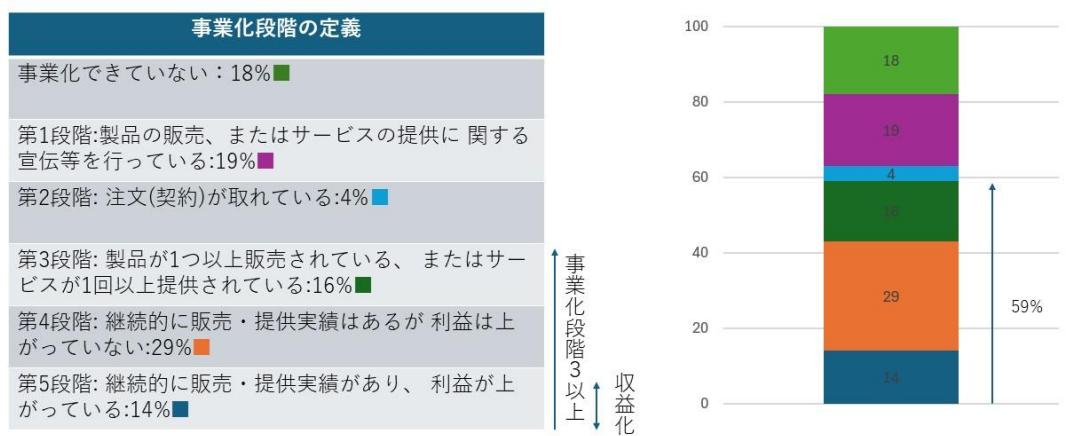
【期待される効果】

経済産業省の「事業再構築補助金」においては、導入以降、多様な分野で明確な成果が確認されている。例えば、製造業では新製品開発や生産ライン転換による付加価値向上、サービス業では新業態への転換による売上拡大、さらに地方企業では設備投資を通じた雇用維持・地域経済の活性化といった効果が報告されている。また、下記の図表 5-1-2 は経済産業省が補助金を出した企業の 2021 年から 2024 年までに 1 回目の事業化状況報告を実施した 37,933 社について、補助事業終了後 1 年以内(1 回目事業化状況報告)時点での事業化段階を集計したものである。補助金を出した企業の内、約 6 割は製品が 1 つ以上販売されている、またはサービスが 1 つ以上提供されている段階である。その内、14%は継続的に販売・提供実績があり利益が上がっている段階になっている。

このような成果を踏まえれば、観光分野においても同様の効果が見込まれる。本制度の導入により、観光関連企業が経営を再構築し、収益構造の安定化と事業基盤の持続化を実現できると考えられる。事業再構築が進むことで、業務効率化・デジタル化・高付加価値化といった副次的効果が波及し、結果として企業全体の競争力が向上する。これにより、インバウンド市場の変動に左右されにくい企業体质の確立や、地域雇用の安定化、さらに

は日本ブランド全体の競争力強化が期待される。

図表 5-1-2 経済産業省の「事業再構築補助金」の事業化状況報告



「中小企業等事業再構築促進事業」に係る効果検証から著者作成

【実現可能性及び施策の限界】

本提言は、経済産業省の「事業再構築補助金」という既存制度を基盤とするため、制度設計や運用面での実現可能性は高い。観光庁は制度の方向性と支援対象の明確化を担い、経済産業省は財源配分と審査体制を整備することで、連携型の制度運用が可能である。これにより、観光関連企業が抱える経営課題に対して迅速かつ的確な支援を行う体制が構築できる。以上の点から、「インバウンド版事業再構築補助金」は制度的にも政策的にも実現可能性が高く、観光庁・経済産業省が中心となって推進すべき実効性のある政策であるといえる。

しかしながら、補助金制度は一時的な資金支援にとどまるため、企業の事業再構築を理想的な水準まで導くには限界がある。補助金によって再構築の初期段階を支援することは可能であるが、長期的な経営改善や市場適応を持続させるためには、継続的な伴走支援や知見共有の仕組みが不可欠である。

したがって、次節で示す政策提言 2 では、この課題を補完するための中長期的な支援枠組みの構築を提案する

第2項 政策提言Ⅱ：インバウンド共同体の設立

【提言先】

観光庁

【提言理由】

政策提言Ⅰでは、事業の縮小や再構築を検討している企業に対し、「インバウンド版事業再構築補助金」を創設し、事業の選択と集中を提案した。この制度は、企業が自社の強みを明確化し、国内需要の変化やインバウンド需要に対応するうえで有効であると考えられる。

しかし、個々の企業が再構築を果たした後も、中長期的な経営の安定化や市場適応能力の強化という新たな課題が残る。特に、事業を絞り込むことで効率性を高めた企業群においては、資金調達や情報取得の機会が限定される傾向にあり、単独の取り組みだけでは持続的な成長に限界が生じる。こうした将来志向の投資や経営基盤の強化は、短期的な利益を生まないため、単独の企業では実行が難しいという問題がある。

したがって、政策提言Ⅰで再構築を進めた企業が、その後も安定的に成長を続けられるよう、政府による制度的な信頼と資金循環の枠組みを整備する必要がある。

そこで本提言では、観光庁が制度設計を担いつつも、民間の投資ファンドが独自に選定した企業群に対して、政府が投資を行うことで間接的に信用を付与する形の「インバウンド共同体」設立を提案する。この制度は情報の共有、資金の分配、信用を高める仕組みである。

【提言内容】

図表5-1-2、図表5-1-3は政策提言Ⅱの概略図である。本提言は、政策提言Ⅰで示した「インバウンド版事業再構築補助金」を通じて再編を進めた企業、または同様の経営変革を遂げた観光関連企業を対象に、インバウンド共同体の設立を提案するものである。この制度は、個別企業の再構築に留まらず、インバウンド関連企業全体の持続的成長を支える制度的基盤を形成することを目的とする。

まず、共同体の構成については、宿泊業、交通業、小売業、体験サービス業など、訪日外国人需要を支える主要分野の企業を中心に構成されることが望ましい。加盟企業には政府が投資を行っている「インバウンド関連企業」としての信用力が付与され、社会的信用性を高める効果が期待される。

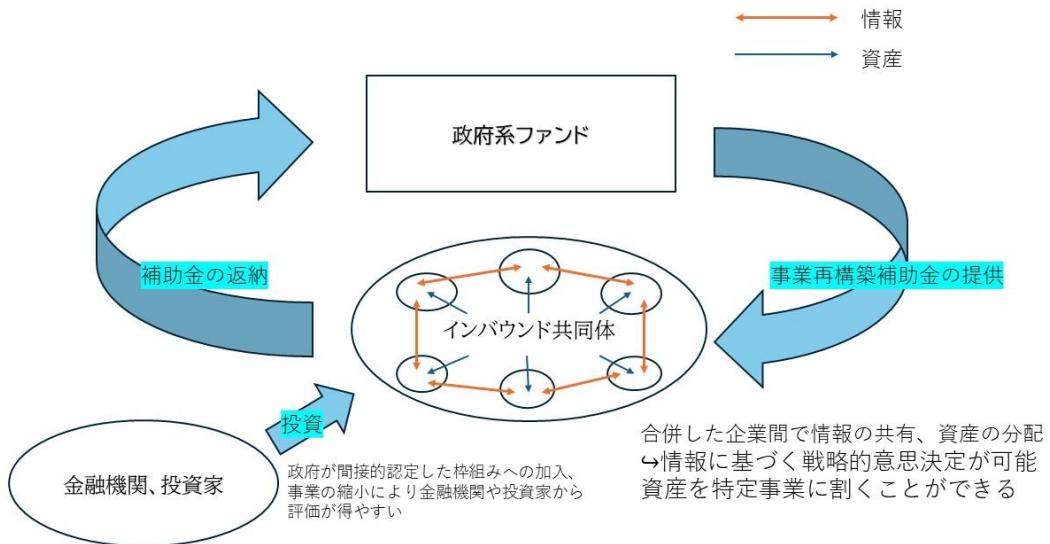
次に、運用面においては、加盟企業が共通して活用できるデータ共有基盤を整備し、訪日外国人の地域別消費動向や観光需要の変化などを可視化することが重要である。こうした情報インフラは、政府が初期段階で整備費用や分析ツール導入を支援することで構築可能であり、各企業はそれを基に、より合理的な経営判断を行うことができる。特に、知的財産の保有や人材育成といった「未来への投資」を進める際に、共有データの活用は企業の意思決定を支える有効な手段となる。

さらに、資金循環の仕組みについても整備が必要である。政府による間接的な認定は共同体全体の信用度を高め、金融機関や投資家からの資金調達を容易にする。分析Ⅱで示されたように、投資家は経営資源を特定事業に集中させた企業を好意的に評価する傾向があるため、この共同体は、民間資金を呼び込みやすい環境を形成できる。調達された資金は、加盟企業の成長投資や無形資産形成に充てられ。将来的には政府補助金の段階的返還を通じて自立的な運営体制に移行することが想定される。

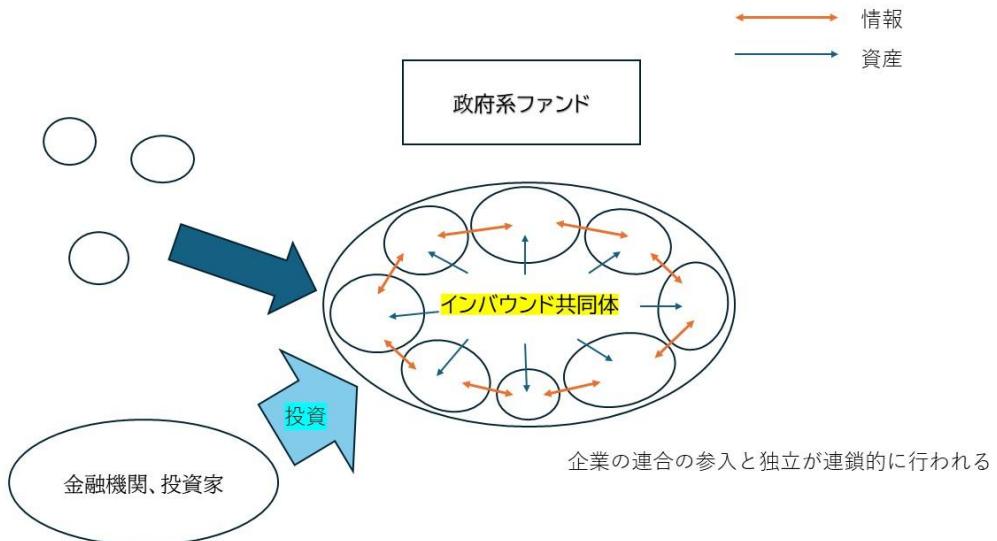
本提言が目指すインバウンド共同体は、政府の支援を契機として形成されるものであるが、その目的は公的支援の恒常化ではなく、企業が自ら協調関係を築き、安定的かつ持続的に成長を続けられる環境を整えることにある。すなわち、本提言は支援を通じた自立を促す政策であり、インバウンド関連企業の長期的な安定性と持続可能な発展を実現するこ

とを目指している。

図表 5-1-2 政策提言 II-i の概略図



図表 5-1-3 政策提言 II-ii の概略図



【期待される効果】

本提言によって構想されるインバウンド共同体は、単なる企業間の協調的枠組みではなく、観光産業の活性化を促進する制度的基盤として機能することが期待される。まず、政

府による間接的信用の付与は、加盟企業の資金調達環境を改善し、取引面における信頼性を強化する効果をもたらす。すなわち、企業は投資家・金融機関からの信頼を得やすくなり、従来の成長制約要因であった資金面の課題を克服することが可能となる。これにより、企業は無形資産やデジタル基盤など、長期的な競争力の維持と企業価値の安定的向上につながる投資を計画的に行うことが可能となる。

次に、共同体内部での情報連携の枠組みが強化されることで、企業間における重複的な事業投資が抑制され、産業全体としての資源配分がより最適化されること期待される。特に、訪日外国人の行動特性や地域別消費動向を統合的に分析できる情報基盤が整備されれば、各企業はデータに基づいた戦略的意意思決定を行うことが可能となる。その結果、企業は自社の優位性を明確化し、重点領域への経営資源の再配分を通じて、事業の効率化と持続的成長を同時に実現できる。このような過程を通じて、共同体は長期的に、観光産業における組織間学習と知識交流を促進する制度的枠組みとして機能することが見込まれる。

最終的には、これらの連鎖的効果を通じて、観光産業全体が政府支援に依存する段階を脱し、共同体を媒介とした民間主導の自律的成長を確立することが期待される。このような展開は、短期的な経済刺激策に留まらず、民間主導で持続的成長を実現する産業構造への転換を促す政策的枠組みとして機能することが期待される。これは、インバウンド関連企業が外的要因に左右されにくい自律的な発展モデルを構築するための、実効性がある長期的な政策であるといえる。

【実現可能性】

本提言は、政策提言 I で提案した補助金制度と整合性が高く、既存制度の応用により実現可能性が高いと考えられる。第一に、観光庁は地域観光事業者や観光地域づくり法人との広範なネットワークを有しており、データ連携を含む運用基盤を活用できる点で制度的基盤が整っている。第二に、経済産業省の「事業再構築補助金」により蓄積された制度設計・運用ノウハウを活かすことで、この仕組みを効率的に構築できる。第三に、政府の間接的認定により投資家や金融機関に対する信用補完として機能し、資金調達の円滑化を促す効果が期待される。これらを踏まえ、初期段階では観光庁が制度設計を主導し、その後は民間主体が運営を担う自律的な運営体制への移行を想定することで、政策依存を回避しつつ長期的な運用が可能となる。

以上の点から、本提言は高い実現可能性を有する政策モデルであるといえる。

第3節 政策提言のまとめ

政策提言 I により、インバウンド版事業再構築補助金によって観光関連企業が経営環境の変化に応じた柔軟な事業再編が可能になると見込まれる。事業の縮小や再構築を検討している企業にとっては、経営資源の再配置を進めながら新たな市場に対応するための資金的基盤を確保することができる。これにより、単なる事業維持ではなく、企業の選択と集中を通じた持続可能な成長への転換が促進されると期待できる。政策提言 II では、政府の間接的認定を受けたインバウンド共同体の設立を通じて、観光関連企業が相互に連携し、資金の分配や情報の共有をしながら持続的な成長を実現する仕組みが整備されると見込まれる。共同体内部でのデータ連携や協働体制の強化により、重複投資の抑制や経営資源の最適化が進み、産業全体として効率的な構造が形成される。さらに、政府の間接的認定による信用補完は投資家や金融機関からの資金調達を促進し、企業の経営安定化に寄与するこ

とが期待される。これにより、インバウンド共同体は政策支援に依存しない民間主導の発展段階へと移行し、観光産業全体の活性化が見込まれる。

参考文献・データ出典

国土交通省「訪日外国人の消費動向 2024 年次報告書」

(<https://www.mlit.go.jp/kankocho/content/001884192.pdf>)2025/11/04

財務省 国際収支

(https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/reference/balance_of_payments/bpnet.htm)2025/11/04

国土交通省 「明日の日本を支える観光ビジョン」

https://www.mlit.go.jp/kankocho/seisaku_seido/suishintaisei/vision_koso.html

(<https://www.mlit.go.jp/kankocho/content/810001135.pdf>

<https://www.mlit.go.jp/kankocho/content/810001134.pdf>)2025/11/04

国土交通省 「観光立国推進基本計画について」

https://www.mlit.go.jp/kankocho/seisaku_seido/kihonkeikaku.html

(<https://www.mlit.go.jp/kankocho/content/810001005.pdf>)2025/11/05

国土交通省 「新時代のインバウンド拡大アクションプラン」

(https://www.mlit.go.jp/kankocho/seisaku_seido/inbound_actionplan/index.html

<https://www.mlit.go.jp/kankocho/content/810000991.pdf>)2025/11/04

国土交通省 「観光立国推進基本計画について」

https://www.mlit.go.jp/kankocho/seisaku_seido/kihonkeikaku.html

(<https://www.mlit.go.jp/kankocho/content/810001005.pdf>)2025/11/05

国土交通省 「新時代のインバウンド拡大アクションプラン」

(https://www.mlit.go.jp/kankocho/seisaku_seido/inbound_actionplan/index.html

<https://www.mlit.go.jp/kankocho/content/810000991.pdf>)2025/11/04

日本政策金融公庫 インバウンドが業況に対してプラスに影響する小企業は 6.1%、中小企業は 12.8% プラスの影響を受けた割合は、規模の大きい企業ほど高い

「中小企業の経営にインバウンドが与える影響に関する調査」結果

～「全国中小企業動向調査 小企業編・中小企業編」2025 年 4 ～ 6 月期特別調査～

(https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/tokubetu_250902.pdf)2025/11/4

Pokke

(<https://studio.pokke.in/report/measure-casestudy>)2025/11/3

インバウンドの現状：企業等の取り組みと地域活性化の注目点

(<https://www.boj.or.jp/research/brp/rer/data/rerb190610b.pdf>)2025/11/1

寿スピリッツ株式会社 2025 年 3 月期決算説明会

(<https://www.kotobukispirits.co.jp/ja/ir/library/closing/main/01/teaserItems1/0119/linkList/01/link/File2025051405.pdf.pdf>)2025/11/1

Pan Pacific International Holdings | 統合レポート 2024

(https://ppih.co.jp/ir/pdf/ar_2024.pdf)2025/11/1

高島屋 2025 2 月 決済補足

(<https://www.takashimaya.co.jp/base/corp/topics/250414b.pdf>)2025/11/1

公益財団法人日本交通公社 地域のつながりを生み出す 世界が知る” Snow Monkey” (長野県山ノ内町湯田中渋温泉郷)

守屋邦彦、西川亮 2011.12.10 UP
 (<https://www.jtb.or.jp/research/inbound-snow-monkey-2011/>) 2025/11/3
 『スノーモンキー』にぎわう 外国人客回復 コロナ禍前の8割に「うれしい悲鳴」 インバウンドに期待
 2023年1月5日(木) 20時31分
 (<https://www.nbs-tv.co.jp/news/articles/?cid=12572>) 2025/11/3
 直島における地域活性化の事例研究 東京大学大学院公共政策学教育部 児玉 周丈
 (<https://www.pp.u-tokyo.ac.jp/graspp-old/courses/2015/documents/graspp2015-5140040-5.pdf>) 2025/11/2
 公益財団法人日本交通公社 世界が注目する“徹底的にアート”な島 (香川県直島町)
 守屋邦彦、石黒侑介 2011.10.20 UP
 (<https://www.jtb.or.jp/research/inbound-naoshima-2011/>) 2025/11/3
 やまとごころ.jp 人口の7倍 62万人のインバウンド客が訪れた岐阜県高山市の挑戦、観光
 を暮らしに生かす地域経営 取材／文：佐藤優子
 (https://yamatogokoro.jp/inbound_interview/53042/) 2025/11/3
 訪日ラボ 飛騨高山に外国人観光客が殺到する理由、高山市のインバウンド戦略
 訪日ラボ編集部
 (<https://honichi.com/news/2018/08/23/takayamainbound/>) 2025/11/1
 銭湯と宿でまちづくり 中村匠郎
 飛騨高山が外国人に人気の理由は？（“たまたま”からの編）
 (<https://sento-guesthouse-local.net/why-takayama-so-popular/>) 2025/11/3
 コト消費（体験型消費）へのシフト国土交通省・観光庁
 令和6年版観光白書について
 (<https://www.mlit.go.jp/policy/shingikai/content/001743038.pdf>) 2025/11/1
 大和総研
 インバウンド拡大のカギは一人あたり旅行消費額の安定的な増加 経済調査部中村 華奈子
 (https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20240124_030141.pdf)
 2025/11/3
 日本政府観光局（JNTO）
 地域で成果を出すための訪日インバウンド入門講座、5つの最新トレンドと5つの実践ステップ
 株式会社やまとごころ 代表取締役／インバウンド戦略アドバイザー 村山慶輔（むらやまけいすけ）
 (<https://www.jnto.go.jp/projects/regional-support/news/3919.html>) 2025/11/3
 最近のESRI研究成果より 国際パネルデータを用いた分析②—我が国における近年のインバウンド客増加の背景— 経済社会総合研究所総務部総務課課長補佐 浦沢 聰士
 (https://www.esri.cao.go.jp/jp/esri/esr/esr_report/esr_017/esr_017_g.pdf) 2025/11/1
 日本のインバウンド・ツーリズムの需要分析＊—経済時系列データから捉えた訪日外国人旅行者数の動向— 麻生憲一 奈良県立大学
 (https://www.jstage.jst.go.jp/article/koutsugakkai/44/0/44_113/_pdf/-char/ja) 2025/11/1
 アジア新興観光企業の登場とインバウンドの進展 一春秋旅行の急成長とその要因一 住田

弘之

(https://www.jstage.jst.go.jp/article/jptmrone/2/0/2_30/_pdf/-char/ja) 2025/11/1
地域の持続可能性を高める観光地域づくり（前編、後編）

公益財団法人日本交通公社 観光政策研究部 活性化推進室長（上席主任研究員） 中野文彦

(file:///C:/Users/fujit/OneDrive/%E3%83%89%E3%82%AD%E3%83%A5%E3%83%A1%E3%83%B3%E3%83%88/AA12631966_08_05.pdf
file:///C:/Users/fujit/OneDrive/%E3%83%89%E3%82%AD%E3%83%A5%E3%83%A1%E3%83%B3%E3%83%88/AA12631966_09_06.pdf) 2025/11/04

インバウンド・ツーリズム産業における 持続可能なビジネス・エコシステム構築に向けて
—米国ナパバレーのワインツーリズムにおけるエコシステムを事例に—

日本大学商学部准教授 井上葉子 早稲田大学経営管理研究科教授 池上重輔 東洋大学国際
観光学部専任講師 八木京子

(https://www.ibunkakeiei.com/s-board/data/f613_00.pdf?utm_source=chatgpt.com) 2025/11/05
KabutanbyMINKABU (<https://kabutan.jp/>) 2025/09/01