

無限大

上場企業×未上場企業=∞  
～越境した個性が生み出す  
イノベーション～

応募区分：大学  
チームID：SL400430  
法政大学人間環境学部

チームお花畑  
3年 糠塚琴美 (☆)  
3年 志村美江  
2年 久米祐梨子  
2年 小坂幸美  
2年 福屋実希子

指導教員 長谷川直哉



## 投資銘柄一覧

| 証券コード  | 上場市場 | 業種       | 銘柄名              | 購入株数 | 最終購入金額（円） | 組入比率（％） |
|--------|------|----------|------------------|------|-----------|---------|
| 2931   | 東証1部 | 食料品      | 株式会社ユーグレナ        | 221  | 355,184   | 7.10    |
| 8001   | 東証1部 | 卸売業      | 伊藤忠商事株式会社        | 257  | 354,852   | 7.10    |
| 2802   | 東証1部 | 食料品      | 味の素株式会社          | 154  | 344,870   | 6.90    |
| 4452   | 東証1部 | 化学       | 花王株式会社           | 76   | 337,703   | 6.75    |
| 5334   | 東証1部 | ガラス・土石製品 | 日本特殊陶業株式会社       | 93   | 335,595   | 6.71    |
| 2267   | 東証1部 | 食料品      | 株式会社ヤクルト本社       | 51   | 324,770   | 6.50    |
| 6701   | 東証1部 | 電気機器     | 日本電気株式会社         | 774  | 291,819   | 5.84    |
| 6501   | 東証1部 | 電気機器     | 株式会社日立製作所        | 307  | 284,404   | 5.69    |
| 4324   | 東証1部 | サービス業    | 株式会社電通           | 62   | 279,506   | 5.59    |
| 1833   | 東証1部 | 建設業      | 株式会社奥村組          | 456  | 252,125   | 5.04    |
| 7203   | 東証1部 | 輸送用機器    | トヨタ自動車株式会社       | 33   | 243,968   | 4.88    |
| 9613   | 東証1部 | 情報・通信    | 株式会社NTTデータ       | 50   | 228,946   | 4.58    |
| 7911   | 東証1部 | その他製品    | 凸版印刷株式会社         | 292  | 225,791   | 4.52    |
| 2501   | 東証1部 | 食料品      | サッポロホールディングス株式会社 | 400  | 219,141   | 4.38    |
| 8159   | 東証1部 | 卸売業      | 株式会社立花エレクトック     | 128  | 196,789   | 3.94    |
| 8355   | 東証1部 | 銀行業      | 株式会社静岡銀行         | 164  | 189,309   | 3.79    |
| 7862   | 東証1部 | その他製品    | トッパン・フォームズ株式会社   | 148  | 172,336   | 3.45    |
| 7004   | 東証1部 | 機械       | 日立造船株式会社         | 196  | 127,388   | 2.55    |
| 9747   | 東証1部 | サービス業    | 株式会社アサツーディ・ケイ    | 39   | 120,825   | 2.42    |
| 9062   | 東証1部 | 陸運業      | 日本通運株式会社         | 199  | 114,654   | 2.29    |
| 精算金額合計 |      |          |                  |      | 4,999,975 | 100.00  |
| 残金     |      |          |                  |      | 25        |         |
| 合計     |      |          |                  |      | 5,000,000 |         |

## 要旨

近年、激化する企業間競争の中、企業は常に新たなビジネスを追求しなければ生き残れない。こうした状況下において、オープンイノベーションの概念が非常に有効であるとされている。当ファンドでは技術面や事業構想において、イノベティブでオリジナリティのあるノウハウを保有しているのにも関わらず、資金・ネットワークの面でのサポートがないために発展を阻害されている未上場企業が多いことを課題と位置づけた。当ファンドの投資理念は、上場企業と未上場企業の異業種間でのアライアンスを理想とし、無限の可能性を秘めたアライアンスが起こすオープンイノベーションこそが、新たなビジネスを創出する源泉であるとした。分析の結果、わが国における上場企業と未上場企業による異業種間アライアンスは、親会社と子会社の関係が多いこと、業種によってアライアンスの展開に偏りがあることが明らかとなった。わが国企業に欠けているのは、「さらなる知の探索」、「異なる知の統合」である。閉塞する経済環境から脱却するには、上場企業と未上場企業による異業種間アライアンスが戦略的に重要になるという確信を抱いた。投資企業は、オープンイノベーションの活用と未上場企業とのアライアンスによって、イノベーション創出を目指す経営構想力に富む企業 20 社を選定した。



## 目次

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 投資銘柄一覧.....                             | 2  |
| 要旨 .....                                | 2  |
| 目次 .....                                | 3  |
| 図表一覧 .....                              | 4  |
| 1. テーマ背景.....                           | 5  |
| 1-1 ユーグレナと伊藤忠商事の邂逅 .....                | 5  |
| 1-2 コーポレート・ベンチャー・キャピタル .....            | 6  |
| 1-3 越境によってイノベーションをデザインする .....          | 8  |
| 1-4 ビジョン×投資意義＝社会価値創造.....               | 9  |
| 1-5 理想の企業 .....                         | 10 |
| 2. 投資哲学&投資プロセスのフレームワーク .....            | 11 |
| 3. ユニバース決定までの流れ.....                    | 12 |
| 3-1 1 <sup>st</sup> STAGE.....          | 12 |
| 3-2 2 <sup>nd</sup> STAGE.....          | 12 |
| 4. ポートフォリオの構築.....                      | 15 |
| 4-1 3 <sup>rd</sup> STAGE -非財務分析- ..... | 15 |
| 4-2 3 <sup>rd</sup> STAGE -財務分析- .....  | 20 |
| 4-3 ポートフォリオ決定 .....                     | 23 |
| 4-4 ポートフォリオ企業紹介 .....                   | 25 |
| 5. 組入比率及び購入金額の決定 .....                  | 35 |
| 6. アンケート調査&ヒアリング調査 .....                | 37 |
| 6-1 株式会社高木商会（未上場企業） .....               | 38 |
| 6-2 株式会社電通（上場企業） .....                  | 39 |
| 6-3 日本自動車ターミナル株式会社（未上場企業） .....         | 40 |
| 6-4 サッポロホールディングス株式会社（上場企業） .....        | 41 |
| 6-5 株式会社日立産機システム（未上場企業） .....           | 42 |
| 7. ポートフォリオ運用結果 .....                    | 43 |
| 8. 最後に .....                            | 44 |
| 8-1 企業社会の未来像.....                       | 44 |
| 8-2 ストックリーグを通して学んだこと .....              | 44 |
| 9. 編集後記 .....                           | 46 |
| 参考文献／参考 Web／資料一覧.....                   | 47 |



## 図表一覧

|      |                                                 |    |
|------|-------------------------------------------------|----|
| 図 1  | (株) ユーグレナと伊藤忠商事 (株) のアライアンス .....               | 6  |
| 図 2  | 上場企業と未上場企業のアライアンス .....                         | 6  |
| 図 3  | 未上場企業の資金調達額 .....                               | 7  |
| 図 4  | 理想の企業像 .....                                    | 9  |
| 図 5  | ポートフォリオ決定までの全体像 .....                           | 11 |
| 図 6  | 2 <sup>nd</sup> STAGE 検索方法 .....                | 12 |
| 図 7  | 非財務分析 5 つの中核要素 .....                            | 15 |
| 図 8  | 投資金額の配分方法 .....                                 | 35 |
| 表 1  | ユニバース一覧 .....                                   | 13 |
| 表 2  | 非財務分析における 5 つ中核要素評価指標 .....                     | 15 |
| 表 3  | 非財務分析に 5 つの中核要素における配点一覧 .....                   | 16 |
| 表 4  | 非財務分析格付 .....                                   | 16 |
| 表 5  | 3 <sup>rd</sup> STAGE 非財務分析評価結果 .....           | 17 |
| 表 6  | 非財務分析格付の詳細 (格付別) .....                          | 18 |
| 表 7  | 財務分析 4 つの指標 .....                               | 20 |
| 表 8  | 財務分析格付表 .....                                   | 20 |
| 表 9  | 3 <sup>rd</sup> STAGE 財務分析結果 .....              | 21 |
| 表 10 | ポートフォリオ組入対象格付 .....                             | 23 |
| 表 11 | 3 <sup>rd</sup> STAGE 最終結果 ーポートフォリオ 20 社ー ..... | 24 |
| 表 12 | 1 社あたりの基準組入比率 .....                             | 35 |
| 表 13 | 組入比率及び購入金額一覧 .....                              | 36 |



## 1. テーマ背景

### 1-1 ユーグレナと伊藤忠商事の邂逅

テーマ設定の原点は、所属する人間環境学部の講義「現代企業論」で特別講師として講演された株式会社ユーグレナ代表取締役社長・出雲充氏との出会いにある。同社は、2005 年に設立されたベンチャー企業である。「人と地球を健康にする」という経営理念を掲げ、ミドリムシを中核としたイノベーションを創出し、環境問題、食糧問題、エネルギー問題、健康問題に対するソリューションをビジネスとして提供している。

同社の企業ビジョンは「バイオテクノロジーで、昨日の不可能を今日可能にする」というものであり、その歴史は 1998 年に出雲氏がバングラデシュを訪れたことから始まる。発展途上国であるバングラデシュを訪れ、日本では出会うことのない、しかし世界に確実に存在する貧困問題の本質を学んだ。その時に抱いた社会的課題解決への思いが創業のバックボーンとなっているという。私たちは、ありふれた社会課題の中からイノベーションを構想し、大規模な市場を見出していることに大きな衝撃を受けた。

2012 年 12 月、東証マザーズへの上場を果たし、さらに 2014 年 12 月には東証 1 部に格上げとなった。創業 9 年目の現在、59 種類にも及ぶ豊富な栄養素を備える石垣産ユーグレナを使用した健康食品や化粧品などを提供している。

同社の成長の陰には、伊藤忠商事株式会社の存在がある。1858 年、初代伊藤忠兵衛が行商で創業したことに始まり、1 世紀半の社歴を有する。現在は世界 67 ヶ国に約 130 の拠点を持つ大手総合商社として、繊維、機械、金属、エネルギー、化学品、食料、住生活、情報、保険、物流、建設、金融の各分野において国内、輸出入及び三国間取引を行うほか、国内外における事業投資など、幅広いビジネスを展開している。業界シェアは三菱商事について第 2 位である。伊藤忠商事がバイオ燃料の事業化に向けた共同研究を行うなど、ユーグレナとアライアンスを組んだことが、ユーグレナの成長を牽引してきたと言っても過言ではない。

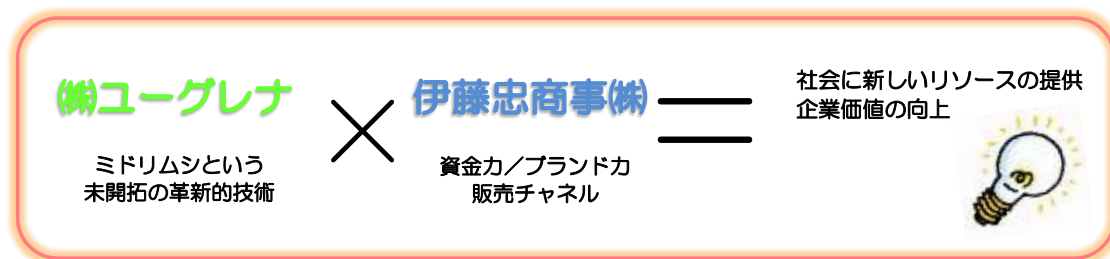
当時、ユーグレナの認知度は低く、資金力も乏しかった。出雲氏によればアライアンスを申し入れた 500 社から全て断られたという。501 社目に会った伊藤忠商事とのアライアンスがイノベーションを生み出す一歩となった。**潜在的成長力の高いユーグレナと資金力、販売力、社会的認知度に勝る伊藤忠商事がアライアンスを組むことは、創造的破壊を生み出すためには極めて有効な手段**であった。双方の強みを生かしたアライアンスを通じて、新たなビジネスが誕生するだけでなく、バイオテクノロジーで、「昨日の不可能を今日可能にする」というユーグレナのビジョンを実現し、社会的課題に対する新しいソリューションを提供することが出来つつある。

他社と組んで新事業の立ち上げを模索する企業は多い。しかし、実際に有望なナレッジを持つ未上場企業とのアライアンスは、「会社の実績や信用力がない」という型にはまった常識的な理屈で実現しないケースがほとんどだ。上述した 500 社がその例である。上場企業である伊藤忠商事の決断が、社会課題の中から骨太なイノベーションを生み出す原動力となったのである。(図 1)





図 1 (株) ユーグレナと伊藤忠商事(株) のアライアンス

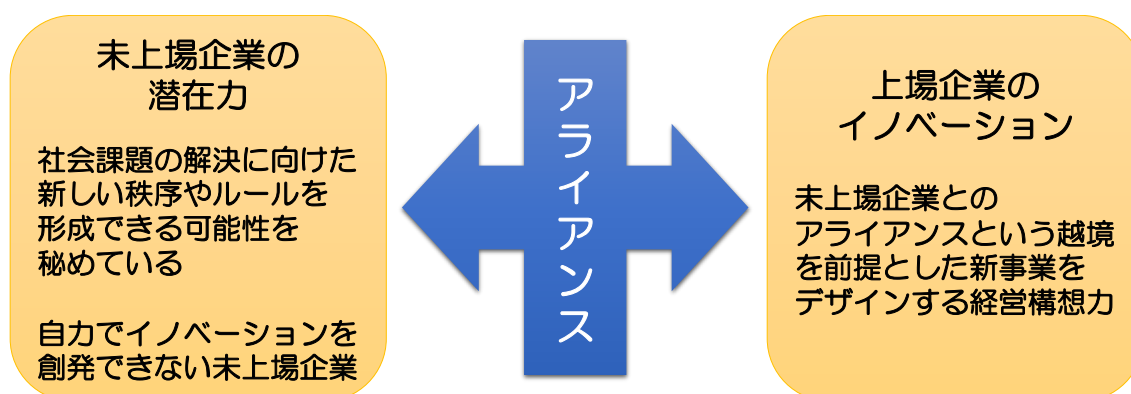


(出所) 筆者作成

無名であったユーグレナは、伊藤忠商事とのアライアンスを締結後、JX 日鉱日石エネルギー(株)、(株)日立製作所、清水建設(株)、ANA ホールディングス(株)、(株)電通、東京センチュリーリース(株)、日本コルマー(株)など錚々たる企業とのアライアンスが実現した。

当ファンドは伊藤忠商事とユーグレナのケースが示すように、上場企業がこれまでのような内向きの経営姿勢から脱却し、未上場企業との戦略的アライアンスに踏み込んだ経営からイノベーションが創出されるという投資理念を掲げるに至った。(図 2)

図 2 上場企業と未上場企業のアライアンス



(出所) 筆者作成

## 1-2 コーポレート・ベンチャー・キャピタル

ユーグレナと伊藤忠商事のアライアンスは、コーポレート・ベンチャー・キャピタル(Corporate Venture Capital、以下 CVC と表記)の一つである。CVC とは事業会社自らが未上場企業への出資・投資活動を行う機能を持つ取り組みを指す。CVC の主な投資目的は、投資サイドの本業への貢献であり、キャピタルゲインの獲得は副次的な目的と位置づけられている。本業への貢献とは、マーケットシェアの拡大、ROE の拡大、新製品開発など投資サイドの強みを伸ばす、あるいは弱みを補完する等、財務面で一定のプラス効果を生み出すことである。一方で、未上場企業は上場企業とのアライアンスによって、単なる資金調達だけではなく、「信用力」・「ブランド力」・「技術力」・

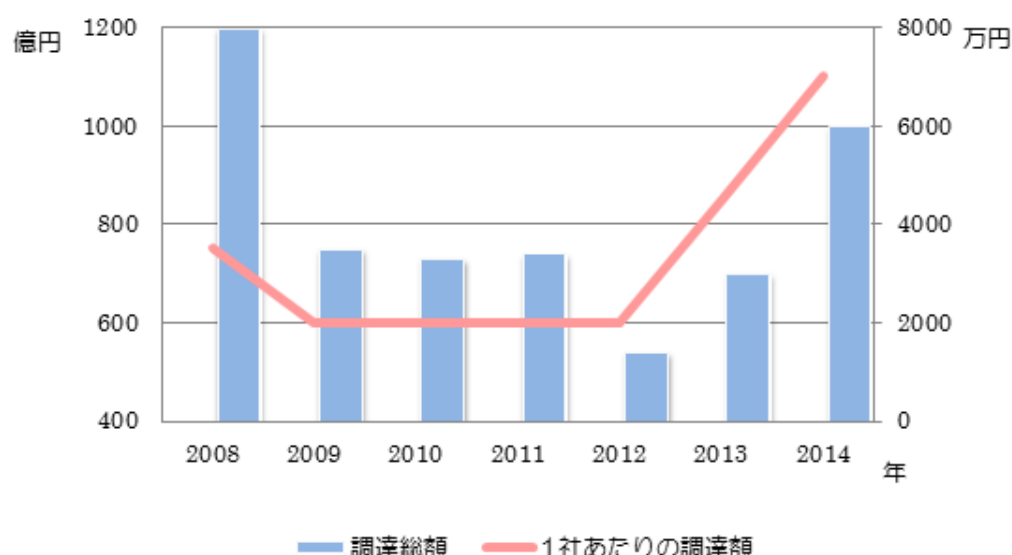
「販売力」等の面でプラス効果が期待できるのである。

M.ポーターは共通価値の創造(CSV:Creating Shared Value)仮説を通じて、社会的価値と経済的価値は相反するものではなく、両者が両立することによって企業は新たなビジネスチャンスを見出せると主張した。当ファンドは、ポーターの仮説を基に CVC によるアライアンスから次世代の日本経済を牽引するビジネスが生まれる可能性があると考えた。

CVC を通じたアライアンスは上場企業と未上場企業間に win-win の関係を築き、それは両者の経営構想力の向上へ繋がるものである。また、外部の技術や価値観を取り入れることは、新技術の発掘、既存技術の向上と共にイノベーションを喚起し、社会・顧客の求めるニーズに応える手段が多様化することで、企業の社会的価値をも高めることが可能となるであろう。このように、**上場企業と未上場企業のアライアンスが社会的課題の解決と企業の経済的価値の向上に繋がるのであれば、サステナブル社会を築くためには CVC の取り組みが活発化することは必須**といえよう。

近年、未上場企業に対し上場企業が資金を供給したり、事業面で支援したりする動きが活発になっている。(株) ジャパンベンチャーリサーチによると、2008 年以降下降線を辿っていた未上場企業による資金調達額の総額は、2013 年に増加に転じ、2014 年に 1,000 億円を突破した。これは 6 年ぶりの高水準である。また、1 社平均の資金調達額は、前年の 4,400 万円から 1.5 倍増の 6,880 万円になった。資金調達金額の大型化が顕著となったのは 2013 年後半からであるが、2014 年も同傾向が継続している。(図 3) このような資金調達環境の改善により、さらなる未上場企業の発展が期待できるだろう。

図 3 未上場企業の資金調達額



(出所) 読売新聞記事 (2014 年 12 月 22 日) を参考に筆者作成

### 1-3 越境によってイノベーションをデザインする

近年、グローバル市場での競争の激化や、消費者ニーズの早い変化に対応するため、これまで以上に速いスピードでイノベーションを実現することが求められている。従来のように自前主義のクローズスタイルではなく、必要となる研究開発能力、技術的知見、人的資源及び資金を広くオープンな外部市場から調達し、効率的なイノベーションを目指す、いわゆる「オープンイノベーション」が世界の潮流となってきている。世界中が急速な価値創造に凌ぎを削る中で、日本企業はまだ遅れをとっているのが現状である。

イノベーションとは「新しい知」を生み出すことである。ここでいう「知」とは技術や経営ノウハウなど企業に必要なものの総称である。新しい知は、既存の知と既存の知の『新しい組み合わせ』から生まれると考えられ、これは経営学におけるイノベーションのコンセンサスである。人間は無から有を生み出せないのであるから、既存知の融合からイノベーションが生まれるという考えは当然であろう。シュンペーターが「New Combination (新結合)」(1912年)という概念を紹介して以来、イノベーションの基本原理の1つとなっている。

しかし、人の認知力には限界があり、人や組織は自分の「周辺の知」だけを組み合わせる傾向がある(知の深化)。新たな組み合わせには、なるべく**自組織から離れた知を幅広く探し、それと自組織の知を組み合わせることが必要**になる。これを当ファンドでは「知の探索」と定義し、上場企業と未上場企業間でのアライアンスで実現できるという仮説を立てた。

次に、企業家の発言からイノベーションの捉え方についてみていこう。ソフトバンクグループ創業者である孫正義は「突然変異が進化を生みます。他の種族と交わることが突然変異の要因になるので、自己進化を促す為に、無理にでも異業種と混交する必要があります」、創薬ベンチャーアキュセラ創業者である窪田良は、「加齢黄斑変性を飲み薬で治すというアプローチは過去になく、難易度が極めて高いチャレンジです。それを実現するには、全く新しい仮説を構築しなければなりません。その際にカギを握るのは組織の多様性です。思いもよらない発想はバックボーンが異なる人同士が議論を戦わせることで生み出されるものだからです」と述べている。このように、成功した企業家たちは**越境(業種の垣根を越える)によるアライアンスを組むことが新たなイノベーションを生み出し、プロジェクトの達成が企業価値の向上をもたらす**ことを訴えている。

政府も2014年6月に経済財政運営と改革の基本方針で、イノベーションの促進をテーマの1つに掲げている。上場企業と未上場企業、さらには業種の垣根を越えた異業種間でのアライアンスは、イノベーションを構想する際に重要視すべきポイントになってくるであろう。

当ファンドは、以上の情報から異業種間でのアライアンスを「異なる知」とし、上場企業と未上場企業間での「知の探索」と並ぶオープンイノベーションの核であると位置づけた。『**上場企業と未上場企業という知の探索と、異業種間でのアライアンスという異なる知**





『**新たな組み合わせによって、そこにイノベーションが起こる。**』これこそが当ファンドが理想とする企業像であり、オープンイノベーションに対して抵抗感の強い上場企業の意識変革を期待したい。

#### 1-4 ビジョン×投資意義＝社会価値創造

日本には約 430 万社の企業が存在している。そのうち、上場企業は約 3,500 社であり、未上場企業の占める割合は約 99%に達する。社会に対する認知度やブランド力に関しては、上場企業が圧倒的に有利であることは言うまでもない。しかし、日本企業の約 99%を占める未上場企業の中には、オリジナリティ溢れる経営構想力を秘めている企業も少なくないのではないだろうか。いくら良い Seeds(ビジネスの種)を持っていたとしても、それを育み果実を社会に提供する術を持たなければ意味がない。

社会に山積する課題を解決することで、社会的価値と経済的価値の向上を実現することが企業の目指すべき方向性である。こうした視点に立てば、**オリジナリティに富んだアイデアを持っている未上場企業が上場企業とアライアンスを組むことは、社会的課題の解決と経済的価値の向上を両立できる、今までにないイノベーションを提供するためには有効な手段である**と考える。つまり、上場企業の知(既存の知)と未上場企業の知(知の萌芽)の組み合わせによる新たな価値の創造は、世の中の変化のスピードが増し、未来の不確実性も高まっていく中で、さらに求められるようになってくるのではないだろうか。

図 4 理想の企業像



当ファンドは、図4のようにアイデア(種)を持っているにも関わらず、事業展開できていない未上場企業と資金(太陽)やノウハウ(水)を持つ上場企業がアライアンスを組むことで、ユーグレナと伊藤忠商事のアライアンスのように今までにないイノベーション(花)を起こすことができるのではないかと考えた。さらに、そのイノベーションが数多く起こることで、より良い日本社会(様々な花が咲くお花畑)を創り出すことができると考えている。

### 1-5 理想の企業

私たちは、技術面や事業構想において、オリジナリティのあるノウハウを保有しているのにも関わらず、サポートがないために発展を阻害されている未上場企業が多いことを課題と位置づけた。

従って当ファンドは、



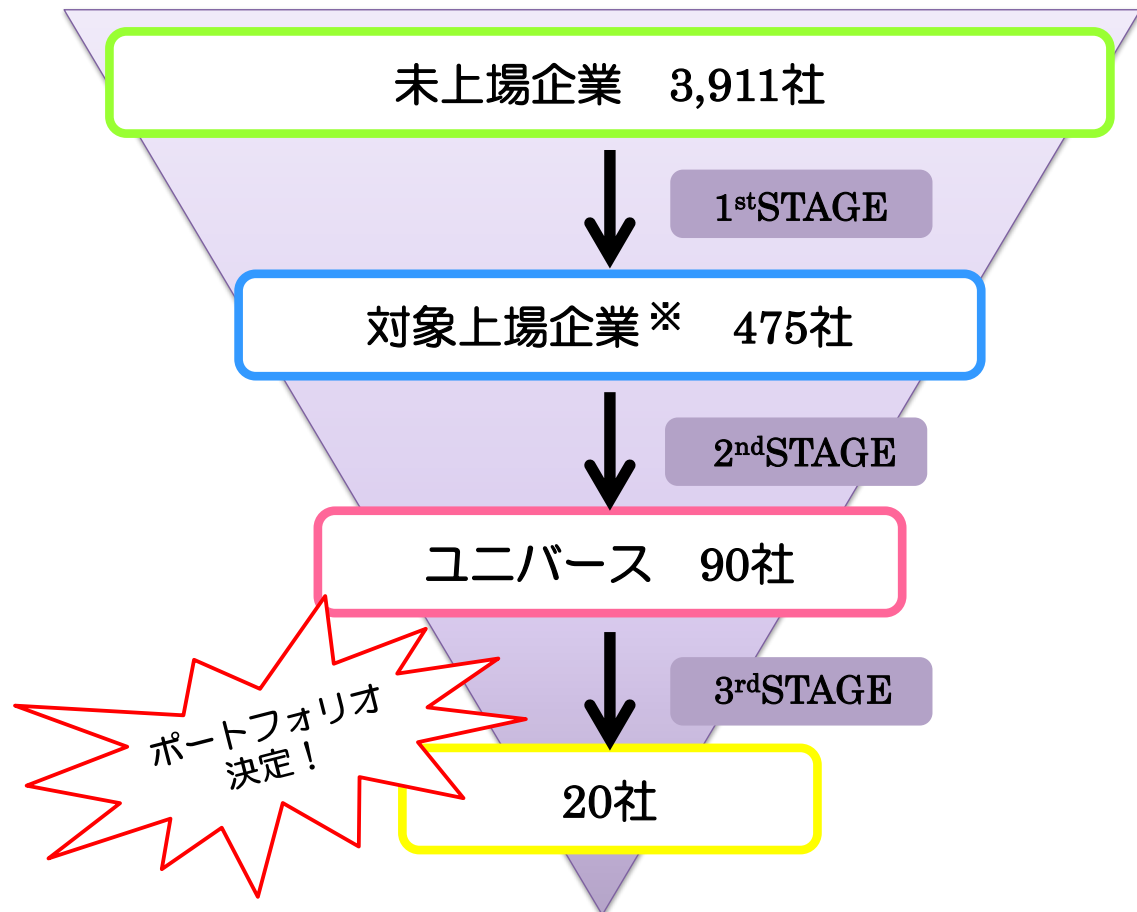
未上場企業とのオープン・アライアンスを通じて  
経営構想力を高める共通価値創造企業

をテーマに投資を行う。

## 2.投資哲学&投資プロセスのフレームワーク

以下がポートフォリオ決定までの全体像である。(図 5)

図 5 ポートフォリオ決定までの全体像



※対象上場企業 475 社とは、未上場企業とアライアンスを組む上場企業のことを指す。

(出所) 筆者作成

### 3.ユニバース決定までの流れ

#### 3-1 1<sup>st</sup>STAGE

まず、会社四季報・未上場会社版を用いて 3,911 社の株主構成を調査し、未上場企業の株主となっている上場企業 475 社を抽出した。CVC の目的が投資先である未上場企業の本業(事業ドメイン)への貢献であり、キャピタルゲインの獲得は副次的な目的であるとしても、両社のアライアンスのきっかけとなるのは、上場企業からの投資を通じた資本面での関係性構築が基本であると考えたからである。

#### 3-2 2<sup>nd</sup>STAGE

2<sup>nd</sup>STAGE では、1<sup>st</sup>STAGE で抽出した上場企業と未上場企業のアライアンスの実態を調査するため、企業のホームページ、新聞記事、ニュース記事等、インターネットで開示されている情報を基に分析を行った。(図 6)このスクリーニングを通じて 475 社から 90 社が抽出された。この 90 社をユニバースとした。(表 1)

図 6 2<sup>nd</sup>STAGE 検索方法

|       |        |    |
|-------|--------|----|
| 上場企業名 | 未上場企業名 | 検索 |
|-------|--------|----|



(出所) 筆者作成

表 1 ユニバース一覧

〈異業種 64 社〉

| 証券コード | 上場市場 | 業種       | 銘柄名         | 未上場企業名            | 業種関係 |
|-------|------|----------|-------------|-------------------|------|
| 1332  | 東証1部 | 水産・農林業   | 日本水産        | クニヒロ              | 異業種  |
| 1928  | 東証1部 | 建設業      | 積水ハウス       | アクタス              | 異業種  |
| 1833  | 東証1部 | 建設業      | 奥村組         | 丸五基礎工業            | 異業種  |
| 1803  | 東証1部 | 建設業      | 清水建設        | 日本土地建物            | 異業種  |
| 2503  | 東証1部 | 食料品      | キリンホールディングス | ヨネイ               | 異業種  |
| 2264  | 東証1部 | 食料品      | 森永乳業        | デイリーフーズ           | 異業種  |
| 2267  | 東証1部 | 食料品      | ヤクルト本社      | 四国化工機             | 異業種  |
| 2207  | 東証1部 | 食料品      | 名糖産業        | 大和産業              | 異業種  |
| 3402  | 東証1部 | 繊維製品     | 東レ          | 昭和プロダクツ           | 異業種  |
| 3405  | 東証1部 | 化学       | クラレ         | 山陽放送              | 異業種  |
| 4004  | 東証1部 | 化学       | 昭和電工        | 鶴崎海陸運輸            | 異業種  |
| 4998  | 東証2部 | 化学       | フマキラー       | NSファーマージャパン       | 異業種  |
| 4182  | 東証1部 | 化学       | 三菱ガス化学      | 日本海洋石油資源開発        | 異業種  |
| 4452  | 東証1部 | 化学       | 花王          | リブドゥコーポレーション      | 異業種  |
| 4217  | 東証1部 | 化学       | 日立化成        | 新神戸電機             | 異業種  |
| 5002  | 東証1部 | 石油・石炭製品  | 昭和シェル石油     | リーフェナジー           | 異業種  |
| 5401  | 東証1部 | 鉄鋼       | 新日鐵住金       | 産業振興              | 異業種  |
| 5486  | 東証1部 | 鉄鋼       | 日立金属        | 日本エアロフォージ         | 異業種  |
| 5991  | 東証1部 | 金属製品     | ニッパツ        | ホリキリ              | 異業種  |
| 6845  | 東証1部 | 電気機器     | アズビル        | 郵船商事              | 異業種  |
| 6971  | 東証1部 | 電気機器     | 京セラ         | 京都試作センター          | 異業種  |
| 6758  | 東証1部 | 電気機器     | ソニー         | 松浦機械製作所           | 異業種  |
| 6752  | 東証1部 | 電気機器     | パナソニック      | BS・TBS            | 異業種  |
| 6501  | 東証1部 | 電気機器     | 日立製作所       | アイシーエス            | 異業種  |
| 6702  | 東証1部 | 電気機器     | 富士通         | 西京銀行              | 異業種  |
| 6701  | 東証1部 | 電気機器     | NEC         | 日本事務器             | 異業種  |
| 7203  | 東証1部 | 輸送用機器    | トヨタ自動車      | ラティス・テクノロジー       | 異業種  |
| 7267  | 東証1部 | 輸送用機器    | ホンダ         | 山下ゴム              | 異業種  |
| 6201  | 東証1部 | 輸送用機器    | 豊田自動織機      | ユー・エム・シー・エレクトロニクス | 異業種  |
| 7862  | 東証1部 | その他製品    | トッパン・フォームズ  | トスコ               | 異業種  |
| 7911  | 東証1部 | その他製品    | 凸版印刷        | 東京書籍              | 異業種  |
| 7912  | 東証1部 | その他製品    | 大日本印刷       | 主婦の友社             | 異業種  |
| 9503  | 東証1部 | 電気・ガス業   | 関西電力        | 立山黒部貫光            | 異業種  |
| 9507  | 東証1部 | 電気・ガス業   | 四国電力        | 四国計測工業            | 異業種  |
| 9505  | 東証1部 | 電気・ガス業   | 北陸電力        | 北日本放送             | 異業種  |
| 9502  | 東証1部 | 電気・ガス業   | 中部電力        | 中部国際空港            | 異業種  |
| 5334  | 東証1部 | ガラス・土石製品 | 日本特殊陶業      | イースタン             | 異業種  |
| 9062  | 東証1部 | 陸運業      | 日本通運        | 日本自動車ターミナル        | 異業種  |
| 9048  | 東証1部 | 陸運業      | 名古屋鉄道       | 長島観光開発            | 異業種  |
| 9101  | 東証1部 | 海運業      | 日本郵船        | 八馬汽船              | 異業種  |
| 9202  | 東証1部 | 空運業      | ANAホールディングス | ニッポンレンタカーサービス     | 異業種  |
| 9233  | 東証2部 | 空運業      | アジア航測       | 日本国土開発            | 異業種  |



| 証券コード | 上場市場   | 業種       | 銘柄名                   | 未上場企業名       | 業種関係 |
|-------|--------|----------|-----------------------|--------------|------|
| 8001  | 東証1部   | 卸売業      | 伊藤忠商事                 | 第一製網         | 異業種  |
| 8031  | 東証1部   | 卸売業      | 三井物産                  | 水澤化学工業       | 異業種  |
| 8053  | 東証1部   | 卸売業      | 住友商事                  | NECビッグロープ    | 異業種  |
| 8075  | 東証1部   | 卸売業      | 神鋼商事                  | 大阪精工         | 異業種  |
| 8159  | 東証1部   | 卸売業      | 立花エレクトック              | 三鈴エリー        | 異業種  |
| 8043  | 東証1部   | 卸売業      | スターゼン                 | プライフーズ       | 異業種  |
| 2767  | JASDAQ | 卸売業      | フィールズ                 | フューチャースコープ   | 異業種  |
| 8801  | 東証1部   | 不動産業     | 三井不動産                 | 長島観光開発       | 異業種  |
| 9747  | 東証1部   | サービス業    | アサツーディ・ケイ             | mediba       | 異業種  |
| 4281  | JASDAQ | サービス業    | デジタル・アドバタイジング・コンソーシアム | mediba       | 異業種  |
| 4324  | 東証1部   | サービス業    | 電通                    | ビデオリサーチ      | 異業種  |
| 8363  | 東証1部   | 銀行業      | 北國銀行                  | 金沢名鉄丸越百貨店    | 異業種  |
| 8355  | 東証1部   | 銀行業      | 静岡銀行                  | 静岡鉄道         | 異業種  |
| 8324  | 東証1部   | 銀行業      | 第四銀行                  | 新潟日報社        | 異業種  |
| 8316  | 東証1部   | 銀行業      | 三井住友フィナンシャルグループ       | 日本総合研究所      | 異業種  |
| 8332  | 東証1部   | 銀行業      | 横浜銀行                  | セコム損害保険      | 異業種  |
| 8541  | 東証1部   | 銀行業      | 愛媛銀行                  | 伊予鉄道         | 異業種  |
| 8385  | 東証1部   | 銀行業      | 伊予銀行                  | 伊予鉄道         | 異業種  |
| 8393  | 東証1部   | 銀行業      | 宮崎銀行                  | Solaseed Air | 異業種  |
| 8386  | 東証1部   | 銀行業      | 百十四銀行                 | 四国ガス         | 異業種  |
| 9320  | 東証2部   | 倉庫・運輸関連業 | 三和倉庫                  | 日曹商事         | 異業種  |
| 8593  | 東証1部   | その他金融    | 三菱UFJリース              | 八十二リース       | 異業種  |

〈同業種 26 社〉

| 証券コード | 上場市場 | 業種    | 銘柄名          | 未上場企業名          | 業種関係 |
|-------|------|-------|--------------|-----------------|------|
| 2501  | 東証1部 | 食料品   | サッポロホールディングス | 協同乳業            | 同業種  |
| 2270  | 東証1部 | 食料品   | 雪印メグミルク      | 協同乳業            | 同業種  |
| 2802  | 東証1部 | 食料品   | 味の素          | ヤマキ             | 同業種  |
| 4118  | 東証1部 | 化学    | カネカ          | 富双合成            | 同業種  |
| 4503  | 東証1部 | 医薬品   | アステラス製薬      | トーアエイヨー         | 同業種  |
| 5802  | 東証1部 | 非鉄金属  | 住友電気工業       | 三映電子工業          | 同業種  |
| 6367  | 東証1部 | 機械    | ダイキン工業       | 日本無機            | 同業種  |
| 7004  | 東証1部 | 機械    | 日立造船         | 神港精機            | 同業種  |
| 6474  | 東証1部 | 機械    | 不二越          | 旭精工             | 同業種  |
| 6724  | 東証1部 | 電気機器  | セイコーエフソン     | アヴァシス           | 同業種  |
| 7269  | 東証1部 | 輸送用機器 | スズキ          | シヤトコ            | 同業種  |
| 6902  | 東証1部 | 輸送用機器 | デンソー         | 神星工業            | 同業種  |
| 7201  | 東証1部 | 輸送用機器 | 日産自動車        | オーテックジャパン       | 同業種  |
| 7211  | 東証1部 | 輸送用機器 | 三菱自動車工業      | シヤトコ・トランステクノロジー | 同業種  |
| 7003  | 東証1部 | 輸送用機器 | 三井造船         | マキタ             | 同業種  |
| 7205  | 東証1部 | 輸送用機器 | 日野自動車        | ホリキリ            | 同業種  |
| 8058  | 東証1部 | 卸売業   | 三菱商事         | 神明              | 同業種  |
| 8267  | 東証1部 | 小売業   | イオン          | ザグザグ            | 同業種  |
| 2433  | 東証1部 | サービス業 | 博報堂          | ビデオリサーチ         | 同業種  |
| 8362  | 東証1部 | 銀行業   | 福井銀行         | 富山第一銀行          | 同業種  |
| 9433  | 東証1部 | 情報・通信 | KDDI         | 中部テレコミュニケーション   | 同業種  |
| 9605  | 東証1部 | 情報・通信 | 東映           | 九州朝日放送          | 同業種  |
| 8056  | 東証1部 | 情報・通信 | 日本ユニシス       | ユニアデックス         | 同業種  |
| 4832  | 東証2部 | 情報・通信 | JFEシステムズ     | アヴァシス           | 同業種  |
| 9613  | 東証1部 | 情報・通信 | NTTデータ       | ニューソン           | 同業種  |
| 2317  | 東証1部 | 情報・通信 | システナ         | 北洋情報システム        | 同業種  |

(出所) 筆者作成



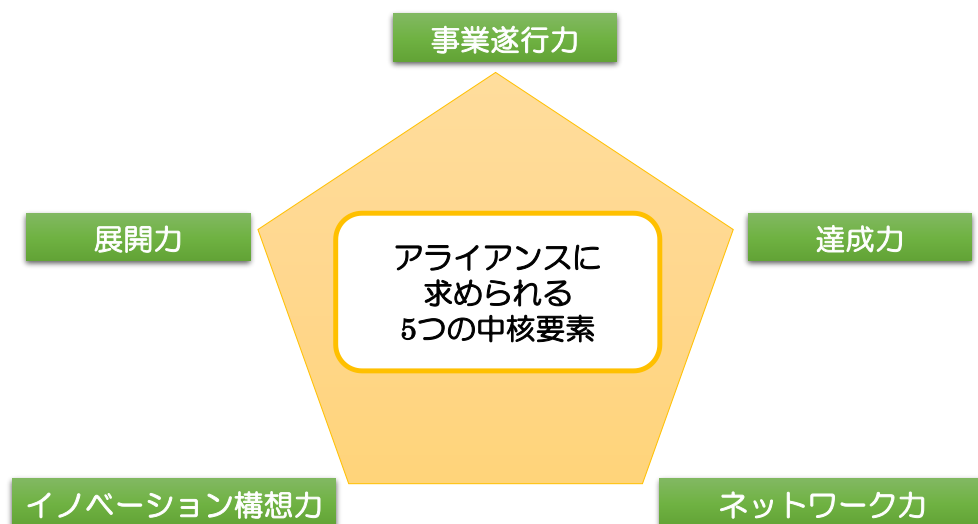
## 4.ポートフォリオの構築

### 4-1 3<sup>rd</sup>STAGE -非財務分析-

3<sup>rd</sup>STAGE の非財務分析は、ユニバース 90 社に対し、ホームページ等で開示されているアライアンス内容、アンケート、ヒアリングの結果を基に定量評価を試みた。

当ファンドがアライアンスモデルと位置づけている[ユーグレナ × 伊藤忠商事]の事例分析から、共通価値の創出に必要と思われる 5 つの中核要素を抽出し評価尺度とした。これら 5 つの中核要素がインテグレートされたアライアンスこそが、当ファンドが追求する理想の企業である。以下、5 つの中核要素の評価基準は、図 7 および表 2 に示した通りである。

図 7 非財務分析 5 つの中核要素



(出所) 筆者作成

表 2 非財務分析における 5 つ中核要素評価指標

|                |                            |                                             |
|----------------|----------------------------|---------------------------------------------|
| 事業遂行力          | 目標設定<br>目標具体性              | 具体的な目標を設定し、その目標を計画的に推進するマネジメント体制を構築しているか    |
|                | リスクマネジメント<br>リスク対策         | アライアンスに含まれるリスクを認識し、具体的なリスクマネジメントを行っているか     |
| 達成力            | 収益性<br>本業に対する寄与度           | アライアンスを通じて創出させた製品・サービスが、両社の経済的価値の向上に寄与しているか |
|                | 積極性<br>同一未上場企業とのプロジェクト数    | 同一未上場企業との間で、複数のプロジェクトが締結・実践されているか           |
| ネットワーク力        | 開示性<br>アライアンスに関する情報開示      | マルチステークホルダーに対してアライアンス情報を開示し、エンゲージメントを行っているか |
|                | 共有<br>経営資源の共有              | 両社の経営資源が強みを生かすとともに弱みを補完するために使われているか         |
| イノベーション<br>構想力 | 越境性<br>異業種間アライアンスの有無       | 越境（業種・業界の垣根を越えた）を意識したアライアンスが行われているか         |
|                | 知の探索<br>複数の未上場企業とのアライアンス関係 | 複数の未上場企業とのアライアンスを通じて、多様性に富む「知」を結合しているか      |
| 展開力            | 発展性<br>派生的イノベーションの創出       | 1つのアライアンスから派生的なイノベーションが生み出されているか            |
|                | インパクト<br>社会的影響度            | アライアンスから創出された製品・サービスに社会的インパクトはあるか           |

(出所) 筆者作成

また 5 つの中核要素の点数配分は以下の通りである。(表 3)

表 3 非財務分析に 5 つの中核要素における配点一覧

| テーマ            | 点数               | サブテーマ         |                                  | 配点詳細                                                                          |
|----------------|------------------|---------------|----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 事業遂行力          | 12点満点<br>(各6点満点) | 目標設定          | 目標具体性                            | 6点：定量的目標の記載あり<br>3点：定性的目標の記載あり<br>0点：記載なし                                     |
|                |                  | リスク<br>マネジメント | リスク対策                            | 6点：リスク対策の記載あり<br>3点：リスクの記載のみ<br>0点：記載なし                                       |
| 達成力            | 12点満点<br>(各6点満点) | 収益性           | 本業に対する寄与度                        | 6点：製品・サービスとして収益に寄与している<br>3点：製品・サービスとしての提供はないが<br>ブランド価値の向上に寄与している<br>0点：上記以外 |
|                |                  | 積極性           | 同一未上場企業との<br>プロジェクト数<br>※同一内容でも可 | 6点：3件以上<br>3点：2件<br>0点：1件                                                     |
| ネットワークカ        | 12点満点<br>(各6点満点) | 開示性           | アライアンスに関する<br>情報開示               | 6点：両社とも情報開示あり<br>3点：1社のみ情報開示あり<br>0点：上記以外<br>0点：記事の記載のみ                       |
|                |                  | 共有            | 経営資源の共有                          | 6点：経営資源の共有に関する具体的記載あり<br>3点：経営資源の共有に関する記載あり<br>(具体性に欠ける)<br>0点：記載なし           |
| イノベーション<br>構想力 | 12点満点<br>(各6点満点) | 越境性           | 異業種間<br>アライアンスの有無                | 6点：異業種間アライアンス<br>0点：同業種間アライアンス                                                |
|                |                  | 知の探索          | 複数の未上場企業との<br>アライアンス関係           | 6点：3社以上<br>3点：2社<br>0点：1社                                                     |
| 展開力            | 12点満点<br>(各6点満点) | 発展性           | 派生的<br>イノベーションの創出                | 6点：実現している<br>3点：実現可能性あり<br>0点：実現可能性なし                                         |
|                |                  | インパクト         | 社会的影響度                           | 6点：新しい秩序を形成している<br>3点：新しい秩序を形成する可能性あり<br>0点：上記以外                              |
| 合計             | 60点満点            |               |                                  |                                                                               |

(出所) 筆者作成

さらに、各企業の合計点の平均値を取り、平均(18.8点)を基準に 30 点以上を A 格付、19 点以上を B 格付、15 点以上を C 格付、3 点以上を D 格付とした。(表 4)

表 4 非財務分析格付

| 非財務格付 | 基準点         | 対象社数 | 分布比率(%) |
|-------|-------------|------|---------|
| A     | 30点以上       | 15社  | 16.7    |
| B     | 30点未満～19点以上 | 22社  | 24.5    |
| C     | 19点未満～15点以上 | 22社  | 24.4    |
| D     | 15点未満～3点以上  | 31社  | 34.4    |
| 合計    |             | 90社  | 100.0   |

(出所) 筆者作成



以下が 3rdSTAGE 非財務分析での点数と格付結果である。(表 5)

表 5 3rdSTAGE 非財務分析評価結果

| 証券コード | 上場市場   | 業種       | 銘柄名             | 未上場企業名             | 事業遂行力 |           | 達成力 |     | ネットワーク力 |    | イノベーション構築力 |      | 展開力 |       | 総合点 | 格付 |
|-------|--------|----------|-----------------|--------------------|-------|-----------|-----|-----|---------|----|------------|------|-----|-------|-----|----|
|       |        |          |                 |                    | 目標設定  | リスクマネジメント | 収益性 | 積極性 | 開示性     | 共有 | 継続性        | 知の探索 | 発展性 | インパクト |     |    |
| 6701  | 東証1部   | 電気機器     | NEC             | 日本事務器              | 6     | 3         | 6   | 6   | 6       | 6  | 6          | 6    | 3   | 3     | 51  | A  |
| 1833  | 東証1部   | 建設業      | 奥村組             | 丸五基礎工業             | 3     | 0         | 6   | 3   | 3       | 6  | 6          | 0    | 6   | 6     | 39  |    |
| 8001  | 東証1部   | 卸売業      | 伊藤忠商事           | 第一製網               | 6     | 3         | 6   | 0   | 3       | 6  | 6          | 0    | 3   | 6     | 39  |    |
| 2802  | 東証1部   | 食料品      | 味の素             | ヤマキ                | 3     | 3         | 6   | 3   | 6       | 6  | 0          | 0    | 3   | 6     | 36  |    |
| 6501  | 東証1部   | 電気機器     | 日立製作所           | アイシーエス             | 3     | 3         | 3   | 0   | 3       | 6  | 6          | 6    | 3   | 3     | 36  |    |
| 7203  | 東証1部   | 輸送用機器    | トヨタ自動車          | ラティス・テクノロジー        | 3     | 0         | 6   | 0   | 3       | 6  | 6          | 6    | 3   | 3     | 36  |    |
| 8056  | 東証1部   | 情報・通信業   | 日本ユニシス          | ユニアテックス            | 3     | 0         | 6   | 6   | 6       | 6  | 0          | 3    | 3   | 3     | 36  |    |
| 9613  | 東証1部   | 情報・通信業   | NTTデータ          | ニュートン              | 3     | 0         | 6   | 3   | 6       | 6  | 0          | 0    | 3   | 6     | 33  |    |
| 7911  | 東証1部   | その他製品    | 凸版印刷            | 東京書籍               | 3     | 0         | 6   | 3   | 3       | 6  | 6          | 0    | 3   | 3     | 33  |    |
| 2267  | 東証1部   | 食料品      | ヤクルト本社          | 四国化工機              | 0     | 0         | 6   | 3   | 6       | 0  | 6          | 0    | 6   | 3     | 30  |    |
| 4452  | 東証1部   | 化学       | 花王              | リプトンコーポレーション       | 3     | 0         | 6   | 0   | 6       | 6  | 6          | 0    | 3   | 0     | 30  |    |
| 5334  | 東証1部   | ガラス・土石製品 | 日本特殊陶業          | イースタン              | 3     | 3         | 6   | 0   | 6       | 6  | 6          | 0    | 0   | 0     | 30  |    |
| 4324  | 東証1部   | サービス業    | 電通              | ビデオリサーチ            | 3     | 3         | 6   | 0   | 3       | 6  | 6          | 0    | 0   | 3     | 30  |    |
| 2501  | 東証1部   | 食料品      | サッポロホールディングス    | 協同乳業               | 3     | 6         | 6   | 0   | 6       | 6  | 0          | 0    | 3   | 0     | 30  |    |
| 1803  | 東証1部   | 建設業      | 清水建設            | 日本土地建物             | 3     | 0         | 6   | 0   | 6       | 3  | 6          | 3    | 0   | 3     | 30  |    |
| 8159  | 東証1部   | 卸売業      | 立花エレテック         | 高木商会               | 3     | 3         | 6   | 0   | 6       | 6  | 0          | 3    | 0   | 0     | 27  | B  |
| 7004  | 東証1部   | 機械       | 日立造船            | 神港精機               | 6     | 0         | 3   | 0   | 6       | 6  | 0          | 0    | 3   | 3     | 27  |    |
| 9747  | 東証1部   | サービス業    | アサツティ・ケイ        | mediba             | 3     | 0         | 3   | 0   | 6       | 0  | 6          | 3    | 3   | 3     | 27  |    |
| 9062  | 東証1部   | 陸運業      | 日本通運            | 日本自動車ターミナル         | 6     | 3         | 6   | 0   | 0       | 3  | 6          | 0    | 0   | 3     | 27  |    |
| 8385  | 東証1部   | 銀行業      | 伊予銀行            | 伊予鉄道               | 3     | 3         | 6   | 0   | 6       | 3  | 6          | 0    | 0   | 0     | 27  |    |
| 8053  | 東証1部   | 卸売業      | 住友商事            | NECビッグロープ          | 0     | 0         | 3   | 3   | 3       | 3  | 6          | 3    | 3   | 3     | 27  |    |
| 7912  | 東証1部   | その他製品    | 大日本印刷           | 主婦の友社              | 3     | 0         | 0   | 6   | 3       | 3  | 6          | 0    | 3   | 3     | 27  |    |
| 8386  | 東証1部   | 銀行業      | 百十四銀行           | 四国ガス               | 0     | 0         | 6   | 0   | 3       | 3  | 6          | 0    | 3   | 6     | 27  |    |
| 6702  | 東証1部   | 電気機器     | 富士通             | 西京銀行               | 0     | 0         | 6   | 3   | 6       | 0  | 6          | 3    | 0   | 0     | 24  |    |
| 9433  | 東証1部   | 情報・通信業   | KDDI            | 中部テレコムコミュニケーション    | 0     | 0         | 6   | 6   | 6       | 0  | 0          | 6    | 0   | 0     | 24  |    |
| 8593  | 東証1部   | その他金融    | 三菱UFJリース        | ハニートリース            | 3     | 0         | 6   | 0   | 3       | 3  | 6          | 3    | 0   | 0     | 24  |    |
| 9048  | 東証1部   | 陸運業      | 名古屋鉄道           | 長島観光開発             | 0     | 0         | 6   | 3   | 3       | 0  | 6          | 3    | 3   | 0     | 24  |    |
| 9101  | 東証1部   | 海運業      | 日本郵船            | 八馬汽船               | 3     | 0         | 3   | 3   | 3       | 0  | 6          | 6    | 0   | 0     | 24  |    |
| 8362  | 東証1部   | 銀行業      | 福井銀行            | 富山第一銀行             | 3     | 0         | 6   | 0   | 6       | 3  | 0          | 3    | 3   | 0     | 24  |    |
| 7862  | 東証1部   | その他製品    | トッパン・フォームズ      | トスコ                | 6     | 0         | 0   | 0   | 3       | 6  | 6          | 0    | 0   | 0     | 21  | C  |
| 8355  | 東証1部   | 銀行業      | 静岡銀行            | 静岡鉄道               | 6     | 0         | 3   | 3   | 3       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 21  |    |
| 8316  | 東証1部   | 銀行業      | 三井住友フィナンシャルグループ | 日本総合研究所            | 3     | 0         | 6   | 0   | 3       | 3  | 6          | 0    | 0   | 0     | 21  |    |
| 8058  | 東証1部   | 卸売業      | 三菱商事            | 神明                 | 3     | 0         | 3   | 0   | 3       | 6  | 0          | 0    | 3   | 3     | 21  |    |
| 5401  | 東証1部   | 鉄鋼       | 新日鐵住金           | 産業振興               | 0     | 0         | 6   | 0   | 6       | 3  | 6          | 0    | 0   | 0     | 21  |    |
| 9202  | 東証1部   | 空運業      | ANAホールディングス     | ニッポンレンタカーサービス      | 0     | 0         | 6   | 3   | 3       | 0  | 6          | 3    | 0   | 0     | 21  |    |
| 6474  | 東証1部   | 機械       | 不二越             | 旭精工                | 3     | 3         | 6   | 0   | 6       | 3  | 0          | 0    | 0   | 0     | 21  |    |
| 8541  | 東証1部   | 銀行業      | 愛媛銀行            | 伊予鉄道               | 0     | 0         | 6   | 0   | 6       | 3  | 6          | 0    | 0   | 0     | 21  |    |
| 5991  | 東証1部   | 金属製品     | ニッパツ            | ホリキリ               | 3     | 0         | 3   | 0   | 3       | 3  | 6          | 0    | 0   | 0     | 18  |    |
| 2767  | JASDAQ | 卸売業      | フィールズ           | フューチャースコープ         | 0     | 0         | 3   | 0   | 6       | 3  | 6          | 0    | 0   | 0     | 18  |    |
| 1928  | 東証1部   | 建設業      | 積水ハウス           | アクタス               | 0     | 0         | 6   | 0   | 3       | 3  | 6          | 0    | 0   | 0     | 18  |    |
| 4503  | 東証1部   | 医薬品      | アステラス製薬         | トアアイヨー             | 0     | 0         | 3   | 3   | 3       | 3  | 0          | 0    | 6   | 0     | 18  |    |
| 4281  | JASDAQ | サービス業    | メディバ・アサツティ・ケイ   | mediba             | 0     | 0         | 3   | 0   | 6       | 3  | 6          | 0    | 0   | 0     | 18  |    |
| 3402  | 東証1部   | 繊維製品     | 束し              | 昭和プロダクツ            | 0     | 0         | 6   | 0   | 0       | 0  | 6          | 0    | 3   | 3     | 18  |    |
| 4217  | 東証1部   | 化学       | 日立化成            | 新神戸電機              | 0     | 3         | 0   | 0   | 3       | 3  | 6          | 3    | 0   | 0     | 18  |    |
| 8043  | 東証1部   | 卸売業      | スターゼン           | プライフーズ             | 0     | 0         | 6   | 0   | 3       | 3  | 6          | 0    | 0   | 0     | 18  |    |
| 8031  | 東証1部   | 卸売業      | 三井物産            | 水澤化学工業             | 0     | 0         | 6   | 0   | 3       | 0  | 6          | 3    | 0   | 0     | 18  |    |
| 4182  | 東証1部   | 化学       | 三菱ガス化学          | 日本海洋石油資源開発         | 3     | 0         | 3   | 0   | 6       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 18  |    |
| 9505  | 東証1部   | 電気・ガス業   | 北陸電力            | 北日本放送              | 0     | 0         | 3   | 0   | 3       | 0  | 6          | 6    | 0   | 0     | 18  |    |
| 4998  | 東証2部   | 化学       | フマキラー           | NSファーマージャパン        | 6     | 0         | 3   | 0   | 0       | 3  | 6          | 0    | 0   | 0     | 18  |    |
| 3405  | 東証1部   | 化学       | クラレ             | 山陽放送               | 0     | 0         | 0   | 6   | 3       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 15  |    |
| 2317  | 東証1部   | 情報・通信業   | システナ            | 北洋情報システム           | 3     | 3         | 3   | 0   | 3       | 3  | 0          | 0    | 0   | 0     | 15  |    |
| 7205  | 東証1部   | 輸送用機器    | 日野自動車           | ホリキリ               | 3     | 0         | 6   | 0   | 0       | 6  | 0          | 0    | 0   | 0     | 15  |    |
| 6758  | 東証1部   | 電気機器     | ソニー             | 松浦機械製作所            | 3     | 3         | 0   | 0   | 0       | 0  | 6          | 3    | 0   | 0     | 15  |    |
| 7267  | 東証1部   | 輸送用機器    | ホンダ             | 山下ゴム               | 0     | 0         | 6   | 0   | 0       | 0  | 6          | 0    | 3   | 0     | 15  |    |
| 7201  | 東証1部   | 輸送用機器    | 日産自動車           | オーテックジャパン          | 6     | 0         | 6   | 0   | 3       | 0  | 0          | 0    | 0   | 0     | 15  |    |
| 8324  | 東証1部   | 銀行業      | 第四銀行            | 新潟日報社              | 0     | 0         | 3   | 3   | 3       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 15  |    |
| 6201  | 東証1部   | 輸送用機器    | 豊田自動織機          | ユニー・エム・シー・エレクトロニクス | 0     | 0         | 6   | 0   | 0       | 3  | 6          | 0    | 0   | 0     | 15  |    |
| 6724  | 東証1部   | 電気機器     | セイコーエフソン        | アワタシス              | 3     | 0         | 0   | 0   | 6       | 6  | 0          | 0    | 0   | 0     | 15  |    |
| 9507  | 東証1部   | 電気・ガス業   | 四国電力            | 四国計測工業             | 3     | 0         | 3   | 0   | 0       | 0  | 6          | 3    | 0   | 0     | 15  |    |

| 証券コード | 上場市場 | 業種       | 銘柄名         | 未上場企業名           | 事業遂行力 |           | 遂行力 |     | ネットワーク力 |    | イノベーション構築力 |      | 展開力 |       | 総合点 | 格付 |
|-------|------|----------|-------------|------------------|-------|-----------|-----|-----|---------|----|------------|------|-----|-------|-----|----|
|       |      |          |             |                  | 目標設定  | リスクマネジメント | 収益性 | 機敏性 | 開示性     | 共有 | 創造性        | 知の探索 | 発展性 | インパクト |     |    |
| 6845  | 東証1部 | 電気機器     | アズビル        | 郵船商事             | 0     | 0         | 3   | 0   | 3       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 12  | D  |
| 8332  | 東証1部 | 銀行業      | 横浜銀行        | セコム損害保険          | 3     | 0         | 0   | 0   | 3       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 12  |    |
| 6971  | 東証1部 | 電気機器     | 京セラ         | 京都試作センター         | 6     | 0         | 0   | 0   | 0       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 12  |    |
| 9320  | 東証2部 | 倉庫・運輸関連業 | 三和倉庫        | 日唐商事             | 3     | 3         | 0   | 0   | 0       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 12  |    |
| 5486  | 東証1部 | 鉄鋼       | 日立金属        | 日本エアロフォーシ        | 3     | 0         | 0   | 0   | 3       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 12  |    |
| 6752  | 東証1部 | 電気機器     | パナソニック      | BS-TBS           | 0     | 0         | 3   | 0   | 3       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 12  |    |
| 7003  | 東証1部 | 輸送用機器    | 三井造船        | マキタ              | 0     | 0         | 6   | 0   | 3       | 3  | 0          | 0    | 0   | 0     | 12  |    |
| 8801  | 東証1部 | 不動産業     | 三井不動産       | 長島観光開発           | 0     | 0         | 3   | 0   | 3       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 12  |    |
| 2264  | 東証1部 | 食料品      | 森永乳業        | デイリーフーズ          | 3     | 0         | 0   | 0   | 3       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 12  |    |
| 9605  | 東証1部 | 情報・通信業   | 東映          | 九州朝日放送           | 0     | 0         | 3   | 6   | 3       | 0  | 0          | 0    | 0   | 0     | 12  |    |
| 8267  | 東証1部 | 小売業      | イオン         | ザグザグ             | 3     | 0         | 0   | 0   | 3       | 6  | 0          | 0    | 0   | 0     | 12  |    |
| 9502  | 東証1部 | 電気・ガス業   | 中部電力        | 中部国際空港           | 0     | 0         | 3   | 0   | 3       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 12  |    |
| 1332  | 東証1部 | 水産・農林業   | 日本水産        | クニヒロ             | 3     | 0         | 0   | 0   | 3       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 12  |    |
| 4118  | 東証1部 | 化学       | カネカ         | 富双合成             | 0     | 0         | 3   | 0   | 3       | 3  | 0          | 0    | 0   | 0     | 9   |    |
| 8075  | 東証1部 | 卸売業      | 神鋼商事        | 大阪精工             | 0     | 0         | 0   | 0   | 3       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 9   |    |
| 2270  | 東証1部 | 食料品      | 雪印メグミルク     | 協同乳業             | 0     | 0         | 0   | 0   | 6       | 3  | 0          | 0    | 0   | 0     | 9   |    |
| 9503  | 東証1部 | 電気・ガス業   | 関西電力        | 立山黒部貫光           | 0     | 0         | 0   | 0   | 3       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 9   |    |
| 8363  | 東証1部 | 銀行業      | 北國銀行        | 金沢名鉄丸越百貨店        | 0     | 0         | 3   | 0   | 0       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 9   |    |
| 4004  | 東証1部 | 化学       | 昭和電工        | 鶴崎海陸運輸           | 0     | 0         | 0   | 0   | 3       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 9   |    |
| 9233  | 東証2部 | 空運業      | アジア航測       | 日本国土開発           | 0     | 0         | 0   | 0   | 0       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 6   |    |
| 6367  | 東証1部 | 機械       | ダイキン工業      | 日本無機             | 3     | 0         | 0   | 0   | 3       | 0  | 0          | 0    | 0   | 0     | 6   |    |
| 4832  | 東証2部 | 情報・通信業   | JFEシステムズ    | アヴァンシ            | 0     | 0         | 0   | 0   | 3       | 3  | 0          | 0    | 0   | 0     | 6   |    |
| 7269  | 東証1部 | 輸送用機器    | スズキ         | ジャスコ             | 0     | 0         | 3   | 0   | 0       | 3  | 0          | 0    | 0   | 0     | 6   |    |
| 5802  | 東証1部 | 非鉄金属     | 住友電気工業      | 三峽電子工業           | 0     | 0         | 0   | 0   | 6       | 0  | 0          | 0    | 0   | 0     | 6   |    |
| 2503  | 東証1部 | 食料品      | キリンホールディングス | ヨネイ              | 0     | 0         | 0   | 0   | 0       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 6   |    |
| 8393  | 東証1部 | 銀行業      | 宮崎銀行        | Solaseed Air     | 0     | 0         | 0   | 0   | 0       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 6   |    |
| 2433  | 東証1部 | サービス業    | 博報堂         | ビデオリサーチ          | 0     | 0         | 0   | 0   | 3       | 0  | 0          | 3    | 0   | 0     | 6   |    |
| 5002  | 東証1部 | 石油・石炭製品  | 昭和シェル石油     | リーフェナジー          | 0     | 0         | 0   | 0   | 0       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 6   |    |
| 2207  | 東証1部 | 食料品      | 名糖産業        | 大和産業             | 0     | 0         | 0   | 0   | 0       | 0  | 6          | 0    | 0   | 0     | 6   |    |
| 6902  | 東証1部 | 輸送用機器    | デンソー        | 神屋工業             | 0     | 0         | 3   | 0   | 0       | 0  | 0          | 0    | 0   | 0     | 3   |    |
| 7211  | 東証1部 | 輸送用機器    | 三菱自動車工業     | シャットコ・トランステクノロジー | 3     | 0         | 0   | 0   | 0       | 0  | 0          | 0    | 0   | 0     | 3   |    |

(出所) 筆者作成

表 6 非財務分析格付の詳細（格付別）

| A格付（15社） |          |              |     |
|----------|----------|--------------|-----|
| 証券コード    | 業種       | 銘柄名          | 総合点 |
| 1833     | 建設業      | 奥村組          | 39  |
| 1803     | 建設業      | 清水建設         | 30  |
| 2802     | 食料品      | 味の素          | 36  |
| 2267     | 食料品      | ヤクルト本社       | 30  |
| 2501     | 食料品      | サッポロホールディングス | 30  |
| 4452     | 化学       | 花王           | 30  |
| 6501     | 電気機器     | 日立製作所        | 36  |
| 6701     | 電気機器     | NEC          | 51  |
| 7203     | 輸送用機器    | トヨタ自動車       | 36  |
| 7911     | その他製品    | 凸版印刷         | 33  |
| 8001     | 卸売業      | 伊藤忠商事        | 39  |
| 4324     | サービス業    | 電通           | 30  |
| 5334     | ガラス・十石製品 | 日本特殊陶業       | 30  |
| 8056     | 情報・通信業   | 日本ユニシス       | 36  |
| 9613     | 情報・通信業   | NTTデータ       | 33  |

| B格付（22社） |        |                 |     |
|----------|--------|-----------------|-----|
| 証券コード    | 業種     | 銘柄名             | 総合点 |
| 5401     | 鉄鋼     | 新日鐵住金           | 21  |
| 7004     | 機械     | 日立造船            | 27  |
| 6474     | 機械     | 不二越             | 21  |
| 6702     | 電気機器   | 富士通             | 24  |
| 7912     | その他製品  | 大日本印刷           | 27  |
| 7862     | その他製品  | トッパン・フォームズ      | 21  |
| 9062     | 陸運業    | 日本通運            | 27  |
| 9048     | 陸運業    | 名古屋鉄道           | 24  |
| 9101     | 海運業    | 日本郵船            | 24  |
| 9202     | 空運業    | ANAホールディングス     | 21  |
| 8159     | 卸売業    | 立花エレテック         | 27  |
| 8053     | 卸売業    | 住友商事            | 27  |
| 8058     | 卸売業    | 三菱商事            | 21  |
| 9747     | サービス業  | アサツーディ・ケイ       | 27  |
| 8385     | 銀行業    | 伊予銀行            | 27  |
| 8386     | 銀行業    | 百十四銀行           | 27  |
| 8362     | 銀行業    | 福井銀行            | 24  |
| 8355     | 銀行業    | 静岡銀行            | 21  |
| 8316     | 銀行業    | 三井住友フィナンシャルグループ | 21  |
| 8541     | 銀行業    | 愛媛銀行            | 21  |
| 8593     | その他金融  | 三菱UFJリース        | 24  |
| 9433     | 情報・通信業 | KDDI            | 21  |

| C格付（22社） |        |                       |     |
|----------|--------|-----------------------|-----|
| 証券コード    | 業種     | 銘柄名                   | 総合点 |
| 1928     | 建設業    | 積水ハウス                 | 18  |
| 3402     | 繊維製品   | 東レ                    | 18  |
| 4217     | 化学     | 日立化成                  | 18  |
| 4182     | 化学     | 三菱ガス化学                | 18  |
| 4998     | 化学     | フマキラー                 | 18  |
| 3405     | 化学     | クラレ                   | 15  |
| 4503     | 医薬品    | アステラス製薬               | 18  |
| 5991     | 金属製品   | ニッパツ                  | 18  |
| 6758     | 電気機器   | ソニー                   | 15  |
| 6724     | 電気機器   | セイコーエプソン              | 15  |
| 7205     | 輸送用機器  | 日野自動車                 | 15  |
| 7267     | 輸送用機器  | ホンダ                   | 15  |
| 7201     | 輸送用機器  | 日産自動車                 | 15  |
| 6201     | 輸送用機器  | 豊田自動織機                | 15  |
| 9505     | 電気・ガス業 | 北陸電力                  | 18  |
| 9507     | 電気・ガス業 | 四国電力                  | 15  |
| 8031     | 卸売業    | 三井物産                  | 18  |
| 2767     | 卸売業    | フィールズ                 | 18  |
| 8043     | 卸売業    | スターゼン                 | 18  |
| 4281     | サービス業  | デジタル・アドバタイジング・コンソーシアム | 18  |
| 8324     | 銀行業    | 第四銀行                  | 15  |
| 2317     | 情報・通信業 | システナ                  | 15  |

（出所）筆者作成



#### 4-2 3<sup>rd</sup>STAGE・財務分析-

財務分析においては、上場企業を対象に、「成長性」「安全性」「収益性」「効率性」の4つの指標を用いて点数付け(各10点、合計40点)を行った。(表7)上場企業と未上場企業のアライアンスが、継続・発展していくためには、オリジナリティ溢れるアイデアだけではなく、安定した財務が上場企業に求められると考えたからである。さらに非財務分析同様、合計点の平均値を取り、平均(22.5点)を基準に26点以上をA、22点以上をB、18点以上をC、10点以上をDとした。(表8)

表7 財務分析4つの指標

|     |          |                                           |
|-----|----------|-------------------------------------------|
| 成長性 | 売上高増減率   | $\{(当期売上高 \div 前期売上高) - 1\} \times 100$   |
|     | 営業利益増減率  | $\{(当期営業利益 \div 前期営業利益) - 1\} \times 100$ |
| 収益性 | ROE      | 当期利益 $\div$ 株主持分(期首期末平均) $\times 100$     |
|     | ROA      | 当期利益 $\div$ 総資産(期首期末平均) $\times 100$      |
|     | 売上高営業利益率 | 当期利益 $\div$ 当年度売上高 $\times 100$           |
| 効率性 | 総資産回転率   | 売上高 $\div$ 総資産(期首期末平均)                    |
|     | 棚卸資産回転期間 | 棚卸資産(期首期末平均) $\div$ 月平均売上高                |
|     | 売上債権回転期間 | 期末売上債権 $\div$ 月平均売上高                      |
|     | 買入債務回転期間 | 期末買入債務 $\div$ 月平均売上高                      |
| 安全性 | 有利子負債依存度 | 有利子負債残高 $\div$ 総資産                        |
|     | 流動比率     | 流動資産 $\div$ 流動負債 $\times 100$             |
|     | 株主持分比率   | 株主持分 $\div$ 総資産 $\times 100$              |

(出所) 筆者作成

表8 財務分析格付表

| 財務格付 | 基準点         | 対象社数 | 分布比率(%) |
|------|-------------|------|---------|
| A    | 26点以上       | 27社  | 30.0    |
| B    | 26点未満～22点以上 | 29社  | 32.2    |
| C    | 22点未満～18点以上 | 21社  | 23.4    |
| D    | 18点未満～10点以上 | 13社  | 14.4    |
| 合計   |             | 90社  | 100.0   |

(出所) 筆者作成

以下が、財務分析における点数の内訳と格付結果である。(表 9)

表 9 3<sup>rd</sup>STAGE 財務分析結果

| 証券コード | 上場市場   | 業種       | 銘柄名                   | 成長性 | 収益性 | 効率性 | 安全性 | 計  | 格付 |
|-------|--------|----------|-----------------------|-----|-----|-----|-----|----|----|
| 8001  | 東証1部   | 卸売業      | 伊藤忠商事                 | 8   | 10  | 8   | 6   | 32 | A  |
| 5991  | 東証1部   | 金属製品     | ニッパツ                  | 8   | 10  | 8   | 6   | 32 |    |
| 2767  | JASDAQ | 卸売業      | フィールズ                 | 10  | 10  | 6   | 6   | 32 |    |
| 4217  | 東証1部   | 化学       | 日立化成                  | 6   | 10  | 8   | 8   | 32 |    |
| 4452  | 東証1部   | 化学       | 花王                    | 8   | 8   | 8   | 6   | 30 |    |
| 5334  | 東証1部   | ガラス・土石製品 | 日本特殊陶業                | 6   | 10  | 4   | 10  | 30 |    |
| 8159  | 東証1部   | 卸売業      | 立花エレテック               | 8   | 8   | 8   | 6   | 30 |    |
| 3405  | 東証1部   | 化学       | クラレ                   | 6   | 10  | 6   | 8   | 30 |    |
| 9320  | 東証2部   | 倉庫・運輸関連業 | 三和倉庫                  | 4   | 8   | 8   | 10  | 30 |    |
| 6902  | 東証1部   | 輸送用機器    | デンソー                  | 8   | 8   | 6   | 8   | 30 |    |
| 2267  | 東証1部   | 食料品      | ヤクルト本社                | 8   | 8   | 4   | 8   | 28 |    |
| 8355  | 東証1部   | 銀行業      | 静岡銀行                  | 8   | 10  | 4   | 6   | 28 |    |
| 6845  | 東証1部   | 電気機器     | アズビル                  | 6   | 8   | 6   | 8   | 28 |    |
| 6971  | 東証1部   | 電気機器     | 京セラ                   | 8   | 8   | 4   | 8   | 28 |    |
| 7205  | 東証1部   | 輸送用機器    | 日野自動車                 | 10  | 6   | 10  | 2   | 28 |    |
| 5486  | 東証1部   | 鉄鋼       | 日立金属                  | 8   | 8   | 6   | 6   | 28 |    |
| 9233  | 東証2部   | 空運業      | アジア航測                 | 8   | 6   | 6   | 8   | 28 |    |
| 4118  | 東証1部   | 化学       | カネカ                   | 8   | 6   | 8   | 6   | 28 |    |
| 6367  | 東証1部   | 機械       | ダイキン工業                | 8   | 8   | 8   | 4   | 28 |    |
| 2802  | 東証1部   | 食料品      | 味の素                   | 6   | 8   | 4   | 8   | 26 |    |
| 7862  | 東証1部   | その他製品    | トッパン・フォームズ            | 6   | 6   | 6   | 8   | 26 |    |
| 1928  | 東証1部   | 建設業      | 積水ハウス                 | 6   | 6   | 6   | 8   | 26 |    |
| 4503  | 東証1部   | 医薬品      | アステラス製薬               | 4   | 8   | 6   | 8   | 26 |    |
| 2317  | 東証1部   | 情報・通信    | システナ                  | 8   | 8   | 4   | 6   | 26 |    |
| 4281  | JASDAQ | サービス業    | デジタル・アドバタイジング・コンソーシアム | 6   | 6   | 10  | 4   | 26 |    |
| 8332  | 東証1部   | 銀行業      | 横浜銀行                  | 8   | 10  | 4   | 4   | 26 | B  |
| 3402  | 東証1部   | 繊維製品     | 東レ                    | 8   | 8   | 6   | 4   | 26 |    |
| 6501  | 東証1部   | 電気機器     | 日立製作所                 | 8   | 8   | 6   | 2   | 24 |    |
| 7004  | 東証1部   | 機械       | 日立造船                  | 6   | 8   | 6   | 4   | 24 |    |
| 6702  | 東証1部   | 電気機器     | 富士通                   | 6   | 6   | 8   | 4   | 24 |    |
| 8316  | 東証1部   | 銀行業      | 三井住友フィナンシャルグループ       | 10  | 10  | 2   | 2   | 24 |    |
| 7267  | 東証1部   | 輸送用機器    | ホンダ                   | 6   | 8   | 6   | 4   | 24 |    |
| 8031  | 東証1部   | 卸売業      | 三井物産                  | 4   | 8   | 2   | 10  | 24 |    |
| 2264  | 東証1部   | 食料品      | 森永乳業                  | 6   | 6   | 8   | 4   | 24 |    |
| 4832  | 東証2部   | 情報・通信    | JFEシステムズ              | 8   | 4   | 6   | 6   | 24 |    |
| 7269  | 東証1部   | 輸送用機器    | スズキ                   | 4   | 6   | 8   | 6   | 24 |    |
| 8075  | 東証1部   | 卸売業      | 神鋼商事                  | 4   | 6   | 10  | 4   | 24 |    |
| 2270  | 東証1部   | 食料品      | 雪印メグミルク               | 4   | 8   | 8   | 4   | 24 |    |
| 6701  | 東証1部   | 電気機器     | NEC                   | 6   | 4   | 8   | 4   | 22 |    |
| 4324  | 東証1部   | サービス業    | 電通                    | 6   | 6   | 6   | 4   | 22 |    |
| 9747  | 東証1部   | サービス業    | アサツーティ・ケイ             | 8   | 2   | 6   | 6   | 22 |    |
| 9062  | 東証1部   | 陸運業      | 日本通運                  | 4   | 4   | 6   | 8   | 22 |    |
| 9433  | 東証1部   | 情報・通信    | KDDI                  | 6   | 8   | 4   | 4   | 22 |    |
| 8593  | 東証1部   | その他金融    | 三菱UFJリース              | 6   | 6   | 6   | 4   | 22 |    |
| 8058  | 東証1部   | 卸売業      | 三菱商事                  | 4   | 4   | 6   | 8   | 22 |    |
| 5401  | 東証1部   | 鉄鋼       | 新日鐵住金                 | 8   | 4   | 6   | 4   | 22 |    |
| 8043  | 東証1部   | 卸売業      | スターゼン                 | 6   | 4   | 8   | 4   | 22 |    |
| 6758  | 東証1部   | 電気機器     | ソニー                   | 8   | 4   | 6   | 4   | 22 |    |
| 6752  | 東証1部   | 電気機器     | パナソニック                | 8   | 2   | 8   | 4   | 22 |    |
| 7003  | 東証1部   | 輸送用機器    | 三井造船                  | 4   | 8   | 8   | 2   | 22 |    |
| 8801  | 東証1部   | 不動産業     | 三井不動産                 | 6   | 8   | 4   | 4   | 22 |    |
| 4182  | 東証1部   | 化学       | 三菱ガス化学                | 8   | 4   | 6   | 4   | 22 |    |
| 9605  | 東証1部   | 情報・通信    | 東映                    | 6   | 8   | 4   | 4   | 22 |    |
| 7201  | 東証1部   | 輸送用機器    | 日産自動車                 | 6   | 8   | 4   | 4   | 22 |    |
| 7211  | 東証1部   | 輸送用機器    | 三菱自動車工業               | 6   | 6   | 8   | 2   | 22 |    |
| 5802  | 東証1部   | 非鉄金属     | 住友電気工業                | 6   | 6   | 4   | 6   | 22 |    |

| 証券コード | 上場市場 | 業種      | 銘柄名          | 成長性 | 収益性 | 効率性 | 安全性 | 計  | 格付 |
|-------|------|---------|--------------|-----|-----|-----|-----|----|----|
| 2501  | 東証1部 | 食料品     | サッポロホールディングス | 8   | 6   | 4   | 2   | 20 | C  |
| 7203  | 東証1部 | 輸送用機器   | トヨタ自動車       | 8   | 4   | 6   | 2   | 20 |    |
| 9202  | 東証1部 | 空運業     | ANAホールディングス  | 6   | 4   | 6   | 4   | 20 |    |
| 8385  | 東証1部 | 銀行業     | 伊予銀行         | 6   | 8   | 2   | 4   | 20 |    |
| 6474  | 東証1部 | 機械      | 不二越          | 4   | 6   | 6   | 4   | 20 |    |
| 8267  | 東証1部 | 小売業     | イオン          | 6   | 6   | 4   | 4   | 20 |    |
| 9502  | 東証1部 | 電気・ガス業  | 中部電力         | 4   | 4   | 6   | 6   | 20 |    |
| 6201  | 東証1部 | 輸送用機器   | 豊田自動織機       | 6   | 4   | 6   | 4   | 20 |    |
| 9505  | 東証1部 | 電気・ガス業  | 北陸電力         | 4   | 6   | 4   | 6   | 20 |    |
| 9503  | 東証1部 | 電気・ガス業  | 関西電力         | 8   | 2   | 6   | 4   | 20 |    |
| 8393  | 東証1部 | 銀行業     | 宮崎銀行         | 6   | 10  | 2   | 2   | 20 |    |
| 2433  | 東証1部 | サービス業   | 博報堂          | 6   | 4   | 6   | 4   | 20 |    |
| 9613  | 東証1部 | 情報・通信   | NTTデータ       | 6   | 6   | 4   | 2   | 18 |    |
| 1833  | 東証1部 | 建設業     | 奥村組          | 6   | 4   | 2   | 6   | 18 |    |
| 7911  | 東証1部 | その他製品   | 凸版印刷         | 6   | 4   | 4   | 4   | 18 |    |
| 8053  | 東証1部 | 卸売業     | 住友商事         | 2   | 8   | 2   | 6   | 18 |    |
| 7912  | 東証1部 | その他製品   | 大日本印刷        | 4   | 4   | 4   | 6   | 18 |    |
| 9048  | 東証1部 | 陸運業     | 名古屋鉄道        | 6   | 6   | 4   | 2   | 18 |    |
| 8324  | 東証1部 | 銀行業     | 第四銀行         | 6   | 6   | 4   | 2   | 18 |    |
| 2503  | 東証1部 | 食料品     | キリンホールディングス  | 4   | 6   | 4   | 4   | 18 |    |
| 8363  | 東証1部 | 銀行業     | 北國銀行         | 8   | 6   | 2   | 2   | 18 |    |
| 1803  | 東証1部 | 建設業     | 清水建設         | 4   | 4   | 4   | 4   | 16 | D  |
| 9101  | 東証1部 | 海運業     | 日本郵船         | 2   | 2   | 6   | 6   | 16 |    |
| 8386  | 東証1部 | 銀行業     | 百十四銀行        | 6   | 4   | 2   | 4   | 16 |    |
| 6724  | 東証1部 | 電気機器    | セイコーエプソン     | 4   | 4   | 6   | 2   | 16 |    |
| 1332  | 東証1部 | 水産・農林業  | 日本水産         | 8   | 2   | 4   | 2   | 16 |    |
| 4004  | 東証1部 | 化学      | 昭和電工         | 2   | 4   | 8   | 2   | 16 |    |
| 2207  | 東証1部 | 食料品     | 名糖産業         | 2   | 4   | 2   | 8   | 16 |    |
| 8056  | 東証1部 | 情報・通信   | 日本ユニシス       | 4   | 4   | 4   | 2   | 14 |    |
| 8541  | 東証1部 | 銀行業     | 愛媛銀行         | 4   | 6   | 2   | 2   | 14 |    |
| 8362  | 東証1部 | 銀行業     | 福井銀行         | 4   | 4   | 2   | 4   | 14 |    |
| 9507  | 東証1部 | 電気・ガス業  | 四国電力         | 2   | 4   | 4   | 4   | 14 |    |
| 5002  | 東証1部 | 石油・石炭製品 | 昭和シェル石油      | 2   | 2   | 6   | 4   | 14 |    |
| 4998  | 東証2部 | 化学      | フマキラー        | 4   | 2   | 2   | 2   | 10 |    |

(出所) 筆者作成

### 4-3 ポートフォリオ決定

#### 【組入銘柄の選定方針】

3<sup>rd</sup>STAGE で行った、非財務分析と財務分析の格付を統合し、ポートフォリオを決定した。当ファンドは長期投資を前提としており、企業間アライアンスによって創出される将来の経営構想力にフォーカスした銘柄選定を行うという投資理念に基づき、非財務要素の評価にウェイトを置いた。

AA 格付 5 社、AB 格付 3 社、AC 格付 5 社、BA 格付 3 社、BB 格付 3 社、計 19 社をポートフォリオとした。(表 10)BB については、企業数が 9 社あったが、組入企業枠が 3 社であったため、非財務分析と財務分析の合計点数で上位であった 3 社を組み入れた。また、ユーグレナは、私たちのテーマ設定のきっかけとなったモデル企業であるため、特別枠として組み入れた。

表 10 ポートフォリオ組入対象格付

|       |   | 財務格付       |            |            |    |
|-------|---|------------|------------|------------|----|
|       |   | A          | B          | C          | D  |
| 非財務格付 | A | AA<br>(5社) | AB<br>(3社) | AC<br>(5社) | AD |
|       | B | BA<br>(3社) | BB<br>(3社) | BC         | BD |
|       | C | CA         | CB         | CC         | CD |
|       | D | DA         | DB         | DC         | DD |

※表の塗色部分が投資対象格付である。

(出所) 筆者作成

表 11 は、上記の組入れ方針に基づいて選定したポートフォリオ 20 社の最終結果である。

これらの企業は、社会的課題の解決と経済的価値の向上を両立させ、サステイナブル社会の実現を担う企業であるとの期待を込めて投資対象としたものである。

表 11 3rdSTAGE 最終結果 ポートフォリオ 20 社

| 銘柄コード | 上場市場 | 業種       | 銘柄名          | 未上場企業名       | 非財務評価点数 | 財務評価点数 | 格付  |
|-------|------|----------|--------------|--------------|---------|--------|-----|
| 2931  | 東証1部 | 食料品      | ユーグレナ        |              | NA      | NA     | 特別枠 |
| 8001  | 東証1部 | 卸売業      | 伊藤忠商事        | 第一製網         | 39      | 32     | AA  |
| 2802  | 東証1部 | 食料品      | 味の素          | ヤマキ          | 36      | 26     | AA  |
| 4452  | 東証1部 | 化学       | 花王           | リブドゥコーポレーション | 30      | 30     | AA  |
| 5334  | 東証1部 | ガラス・土石製品 | 日本特殊陶業       | イースタン        | 30      | 30     | AA  |
| 2267  | 東証1部 | 食料品      | ヤクルト本社       | 四国化工機        | 30      | 28     | AA  |
| 6701  | 東証1部 | 電気機器     | 日本電気         | 日本事務器        | 51      | 22     | AB  |
| 6501  | 東証1部 | 電気機器     | 日立製作所        | アイシーエス       | 36      | 24     | AB  |
| 4324  | 東証1部 | サービス業    | 電通           | ビデオリサーチ      | 30      | 22     | AB  |
| 1833  | 東証1部 | 建設業      | 奥村組          | 丸五基礎工業       | 39      | 18     | AC  |
| 7203  | 東証1部 | 輸送用機器    | トヨタ自動車       | ラティス・テクノロジー  | 36      | 20     | AC  |
| 9613  | 東証1部 | 情報・通信    | NTTデータ       | ニューソン        | 33      | 18     | AC  |
| 7911  | 東証1部 | その他製品    | 凸版印刷         | 東京書籍         | 33      | 18     | AC  |
| 2501  | 東証1部 | 食料品      | サッポロホールディングス | 協同乳業         | 30      | 20     | AC  |
| 8159  | 東証1部 | 卸売業      | 立花エレテック      | 高木商会         | 27      | 30     | BA  |
| 8355  | 東証1部 | 銀行業      | 静岡銀行         | 静岡鉄道         | 21      | 28     | BA  |
| 7862  | 東証1部 | その他製品    | トッパン・フォームズ   | トスコ          | 21      | 26     | BA  |
| 7004  | 東証1部 | 機械       | 日立造船         | 神港精機         | 27      | 24     | BB  |
| 9747  | 東証1部 | サービス業    | アサツーディ・ケイ    | mediba       | 27      | 22     | BB  |
| 9062  | 東証1部 | 陸運業      | 日本通運         | 日本自動車ターミナル   | 27      | 22     | BB  |

(出所) 筆者作成

#### 4-4 ポートフォリオ企業紹介

以下、当ファンドの組入銘柄のアライアンスについて紹介する。

| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                                                                                                             |      |  |            |                                                           |  |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--|------------|-----------------------------------------------------------|--|
| 伊藤忠商事（株）                                                                                                                                                                                                 |      |  | 第一製網（株）    |                                                           |  |
| 業種                                                                                                                                                                                                       | 卸売業  |  | 業種         | 繊維製品                                                      |  |
| 証券コード                                                                                                                                                                                                    | 8001 |  | 事業内容       | 合成繊維の加工、生産技術をベースに、建設用安全ネット・土木用フィルターネットなど生活に密着した製品作りに取り組む。 |  |
| 上場市場                                                                                                                                                                                                     | 東証1部 |  |            |                                                           |  |
| アライアンス内容                                                                                                                                                                                                 |      |  |            |                                                           |  |
| 伊藤忠商事（株）は、シキボウ（株）、海苔養殖網製造最大手の第一製網（株）と共同で、"抗ウイルス加工"を施した防鳥（野鳥の侵入を防止する）用「フルテクトネット」を開発。<br>「フルテクトネット」はポリエステル原着糸で組織された網に抗ウイルス加工を施した防鳥用ネットで、シキボウが開発した「フルテクト」を使用し、第一製網（株）が編網、塗布及び裁断縫製加工、伊藤忠商事（株）と第一製網（株）が共同で販売。 |      |  |            |                                                           |  |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                                                                                                               |      |  | 財務格付/非財務格付 |                                                           |  |
| 71点                                                                                                                                                                                                      |      |  | A/A        |                                                           |  |
| 財務分析：32点                                                                                                                                                                                                 |      |  | 非財務分析：39点  |                                                           |  |
| 成長性                                                                                                                                                                                                      | 8点   |  | 事業遂行力      | 9点                                                        |  |
| 収益性                                                                                                                                                                                                      | 10点  |  | 達成力        | 6点                                                        |  |
| 効率性                                                                                                                                                                                                      | 8点   |  | ネットワーク力    | 9点                                                        |  |
| 安全性                                                                                                                                                                                                      | 6点   |  | イノベーション構想力 | 6点                                                        |  |
|                                                                                                                                                                                                          |      |  | 展開力        | 9点                                                        |  |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                                                                                                    |      |  |            |                                                           |  |
| 野鳥侵入とウイルスの付着した浮遊物（野鳥の羽糞など）の侵入を防ぐとともに、その浮遊物が網目に付着すると、抗菌剤が瞬時にウイルスに働きかけ速攻で滅却する効果が期待できるようになった。これにより、ウイルスに感染する可能性が低下。今後もウイルス感染予防や野鳥から身を守る製品の開発が期待できる。                                                         |      |  |            |                                                           |  |

| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                                                                                                                                      |      |  |            |                                                       |  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--|------------|-------------------------------------------------------|--|
| 味の素（株）                                                                                                                                                                                                                            |      |  | ヤマキ（株）     |                                                       |  |
| 業種                                                                                                                                                                                                                                | 食料品  |  | 業種         | 食料品                                                   |  |
| 証券コード                                                                                                                                                                                                                             | 2802 |  | 事業内容       | 鰹節・だしの価値を深め・広げることに取り組み、近年では外食・中食向けの業務用商品の開発や海外事業にも展開。 |  |
| 上場市場                                                                                                                                                                                                                              | 東証1部 |  |            |                                                       |  |
| アライアンス内容                                                                                                                                                                                                                          |      |  |            |                                                       |  |
| 両社は和風調味料事業のコア原料であり日本の伝統的食材でもある鰹節を基点に和風調味料を広く普及させることを通じて、消費者のおいしく健康的な食生活に貢献することを目指すという経営ビジョンを共有しており、両社の事業を幅広く相互に補完することで、事業の拡大とコスト削減を実現。和風調味料分野における知的財産・ノウハウなどの相互供与、鰹節・鰹副生物の利用などに関する共同研究、原材料の共同購買や物流の共同配送などの幅広い分野でのコスト削減などを進めていく予定。 |      |  |            |                                                       |  |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                                                                                                                                        |      |  | 財務格付/非財務格付 |                                                       |  |
| 62点                                                                                                                                                                                                                               |      |  | A/A        |                                                       |  |
| 財務分析：26点                                                                                                                                                                                                                          |      |  | 非財務分析：36点  |                                                       |  |
| 成長性                                                                                                                                                                                                                               | 6点   |  | 事業遂行力      | 6点                                                    |  |
| 収益性                                                                                                                                                                                                                               | 8点   |  | 達成力        | 9点                                                    |  |
| 効率性                                                                                                                                                                                                                               | 4点   |  | ネットワーク力    | 12点                                                   |  |
| 安全性                                                                                                                                                                                                                               | 8点   |  | イノベーション構想力 | 0点                                                    |  |
|                                                                                                                                                                                                                                   |      |  | 展開力        | 9点                                                    |  |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                                                                                                                             |      |  |            |                                                       |  |
| 味の素（株）は食品事業だけでなく、アミノ酸事業、医薬事業と幅広い分野で成長を続けている企業で、日本の味づくりを大切にしているヤマキ（株）の和風の味付けで和風調味料を開発し健康的な食生活に貢献。伝統ある日本の和風調味料が、日本だけでなく世界へ普及するだろう。                                                                                                  |      |  |            |                                                       |  |

| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                                                 |      |                                        |            |                                       |                                                             |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----------------------------------------|------------|---------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| 花王（株）                                                                                                                                        |      | <div>×</div> （株）リブドゥコーポレーション           |            |                                       |                                                             |
| 業種                                                                                                                                           | 化学   |                                        | 業種         | その他製品                                 |                                                             |
| 証券コード                                                                                                                                        | 4452 |                                        | 事業内容       | 大人用紙おむつ、介護用品、メディカルティスボーザブル用品の製造および販売。 |                                                             |
| 上場市場                                                                                                                                         | 東証1部 |                                        |            |                                       |                                                             |
| アライアンス内容                                                                                                                                     |      |                                        |            |                                       |                                                             |
| 花王（株）と（株）リブドゥコーポレーションは、中長期的な事業環境の変化に対応し、新たな価値創造が可能であるとの共通認識に至ったことからアライアンスが実現。両社の介護事業で培った研究開発力を生かして、消費者の立場に立った商品を共同で開発し、より付加価値の高いサービスの提供を目指す。 |      |                                        |            |                                       |                                                             |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                                                   |      |                                        | 財務格付/非財務格付 |                                       |                                                             |
| 60点                                                                                                                                          |      |                                        | A/A        |                                       |                                                             |
| 財務分析：30点                                                                                                                                     |      |                                        | 非財務分析：30点  |                                       |                                                             |
| 成長性                                                                                                                                          | 8点   | <div>成長性<br/>収益性<br/>効率性<br/>安全性</div> | 事業遂行力      | 3点                                    | <div>事業遂行力<br/>達成力<br/>ネットワーク力<br/>イノベーション構想力<br/>展開力</div> |
| 収益性                                                                                                                                          | 8点   |                                        | 達成力        | 6点                                    |                                                             |
| 効率性                                                                                                                                          | 8点   |                                        | ネットワーク力    | 12点                                   |                                                             |
| 安全性                                                                                                                                          | 6点   |                                        | イノベーション構想力 | 6点                                    |                                                             |
|                                                                                                                                              |      | 展開力                                    | 3点         |                                       |                                                             |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                                        |      |                                        |            |                                       |                                                             |
| 現在は、大人用紙おむつ製品の共同開発を行うことにより、高齢化する社会に対応。今後の成長分野である、ヘルスケア事業の拡大が期待できる。                                                                           |      |                                        |            |                                       |                                                             |

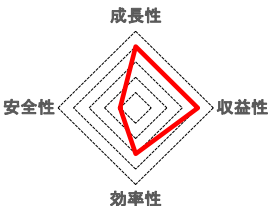
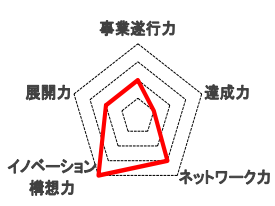
| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                                                                                      |          |     |            |                                      |  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|-----|------------|--------------------------------------|--|
| 日本特殊陶業（株）                                                                                                                                                                         |          |     | （株）イースタン   |                                      |  |
| 業種                                                                                                                                                                                | ガラス・土石製品 |     | 業種         | 電気機器                                 |  |
| 証券コード                                                                                                                                                                             | 5334     |     | 事業内容       | パッケージ型基盤事業とパワーシステム事業の2つの事業で最先端製品を提供。 |  |
| 上場市場                                                                                                                                                                              | 東証1部     |     |            |                                      |  |
| アライアンス内容                                                                                                                                                                          |          |     |            |                                      |  |
| 両社は、価格競争力の強化を目的に、オーガニックICパッケージの製造部門を統合。スマートフォン・タブレット用のアプリケーション・プロセスに使用される、パッケージ基板である「FCCSP分野」の事業を共同で推進。スマホ市場が拡大する中で、同分野の市場も広がると予想。「伸びていく分野で一定のシェアを獲得することが両社の共通認識」とし、国内での製造も可能と判断。 |          |     |            |                                      |  |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                                                                                        |          |     | 財務格付/非財務格付 |                                      |  |
| 60点                                                                                                                                                                               |          |     | A/A        |                                      |  |
| 財務分析：30点                                                                                                                                                                          |          |     | 非財務分析：30点  |                                      |  |
| 成長性                                                                                                                                                                               | 6点       |     | 事業遂行力      | 6点                                   |  |
| 収益性                                                                                                                                                                               | 10点      |     | 達成力        | 6点                                   |  |
| 効率性                                                                                                                                                                               | 4点       |     | ネットワーク力    | 12点                                  |  |
| 安全性                                                                                                                                                                               | 10点      |     | イノベーション構想力 | 6点                                   |  |
|                                                                                                                                                                                   |          | 展開力 | 0点         |                                      |  |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                                                                             |          |     |            |                                      |  |
| 携帯電話用のロジック半導体や、メモリに用いられるサイズと作業の優位性、封止装置の信頼性といった様々なパッケージング技術の長所を兼ね備えた基板であるCSPタイプのオーガニックICパッケージ分野の製品を開発。今後も進化するであろうスマホ市場と同分野であるFCCSP分野の最先端の製品開発が期待できる。                              |          |     |            |                                      |  |



| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                                                                          |      |  |            |                                                           |  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--|------------|-----------------------------------------------------------|--|
| (株) ヤクルト本社                                                                                                                                                            |      |  | 四国化工機 (株)  |                                                           |  |
| 業種                                                                                                                                                                    | 食料品  |  | 業種         | 機械                                                        |  |
| 証券コード                                                                                                                                                                 | 2267 |  | 事業内容       | 機械、包装資材、食品の三分野の事業体が相乗効果を発揮する三位一体の「システム経営」で食文化の向上と健康促進に貢献。 |  |
| 上場市場                                                                                                                                                                  | 東証1部 |  |            |                                                           |  |
| アライアンス内容                                                                                                                                                              |      |  |            |                                                           |  |
| ヤクルト本社(株)は、日本製紙(株)、四国化工機(株)三社で共同開発した「乳酸菌ソイα容器(ノンアルミフジパック)」はアルミ箔層を無くして、代わりにPET層を設けた。容器に求められる酸素バリア性は確保しつつも、CO2排出量の削減を実現すると共に、屋根型の紙パック容器と同じ一般的なルートで回収が可能となる環境に配慮した容器を開発。 |      |  |            |                                                           |  |
| 財務+非財務=合計点                                                                                                                                                            |      |  | 財務格付/非財務格付 |                                                           |  |
| 58点                                                                                                                                                                   |      |  | A/A        |                                                           |  |
| 財務分析：28点                                                                                                                                                              |      |  | 非財務分析：30点  |                                                           |  |
| 成長性                                                                                                                                                                   | 8点   |  | 事業遂行力      | 0点                                                        |  |
| 収益性                                                                                                                                                                   | 8点   |  | 達成力        | 9点                                                        |  |
| 効率性                                                                                                                                                                   | 4点   |  | ネットワーク力    | 6点                                                        |  |
| 安全性                                                                                                                                                                   | 8点   |  | イノベーション構想力 | 6点                                                        |  |
|                                                                                                                                                                       |      |  | 展開力        | 9点                                                        |  |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                                                                 |      |  |            |                                                           |  |
| 容器に必要な性質は確保しつつ、CO2排出量の削減を実現するとともに、屋根型で紙パックと同じ一般的なルートで回収できる環境に配慮した容器の開発を可能にした。今後も環境に配慮した商品開発の発展が期待できる。                                                                 |      |  |            |                                                           |  |

| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                                                                                                             |      |     |            |                                            |  |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----|------------|--------------------------------------------|--|
| 日本電気（株）                                                                                                                                                                                                  |      |     | 日本事務器（株）   |                                            |  |
| 業種                                                                                                                                                                                                       | 電気機器 |     | 業種         | 情報・通信                                      |  |
| 証券コード                                                                                                                                                                                                    | 6701 |     | 事業内容       | 高度な業務ノウハウと技術力をベースに、幅広い業種・業務のさまざまなITニーズに対応。 |  |
| 上場市場                                                                                                                                                                                                     | 東証1部 |     |            |                                            |  |
| アライアンス内容                                                                                                                                                                                                 |      |     |            |                                            |  |
| 医療機関における患者受付・入院管理・会計・レセプト発行など医療事務の基幹領域において、日本電気（株）が開発・販売する医療事務システム「MegaOakIBARSⅡ」の中核エンジン（中核ソフトウェアモジュール）を日本事務器（株）にライセンス提供。日本事務器（株）は、このモジュールを中堅規模の医療機関向けに実績のある自社製システム「MAPSシリーズ」に搭載し、「MAPSIBARS」の名称で新たに製品化。 |      |     |            |                                            |  |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                                                                                                               |      |     | 財務格付/非財務格付 |                                            |  |
| 73点                                                                                                                                                                                                      |      |     | A/A        |                                            |  |
| 財務分析：22点                                                                                                                                                                                                 |      |     | 非財務分析：51点  |                                            |  |
| 成長性                                                                                                                                                                                                      | 6点   |     | 事業遂行力      | 9点                                         |  |
| 収益性                                                                                                                                                                                                      | 4点   |     | 達成力        | 12点                                        |  |
| 効率性                                                                                                                                                                                                      | 8点   |     | ネットワーク力    | 12点                                        |  |
| 安全性                                                                                                                                                                                                      | 4点   |     | イノベーション構想力 | 12点                                        |  |
|                                                                                                                                                                                                          |      | 展開力 | 6点         |                                            |  |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                                                                                                    |      |     |            |                                            |  |
| 医療機関の電子カルテシステム等ITを活用した経営・業務改善の取組み実施に対応し、インターネット上で診察報酬や医療制度改定、薬剤マスタ変更等の情報を患者に迅速に提供するシステムを構築した。医療情報システム分野で時代を見据えた事業拡大が期待できる。                                                                               |      |     |            |                                            |  |



| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                                                                          |      |                                                                                   |            |                                                   |                                                                                     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----------------------------------------------------------------------------------|------------|---------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| (株) 日立製作所                                                                                                                                                             |      |                                                                                   | (株) アイシーエス |                                                   |                                                                                     |
| 業種                                                                                                                                                                    | 電気機器 |                                                                                   | 業種         | 情報・通信                                             |                                                                                     |
| 証券コード                                                                                                                                                                 | 6501 |                                                                                   | 事業内容       | 自治体や医療さらには流通など各分野の専門的な業務知識を活かし、地域における情報化社会の構築に対応。 |                                                                                     |
| 上場市場                                                                                                                                                                  | 東証1部 |                                                                                   |            |                                                   |                                                                                     |
| アライアンス内容                                                                                                                                                              |      |                                                                                   |            |                                                   |                                                                                     |
| <p>(株)日立製作所、(株)アイシーエスは、岩手県滝沢村・岩手県立大学と連携し産学共同研究システムの一環として、滝沢村住民の参加による「顧客向け次世代行政サービス提供システム」の実証実験を実施。</p> <p>このシステムによって、住民が知らなかったために行政サービスを受ける機会を逸したというケースを減らすことが可能。</p> |      |                                                                                   |            |                                                   |                                                                                     |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                                                                            |      |                                                                                   | 財務格付/非財務格付 |                                                   |                                                                                     |
| 60点                                                                                                                                                                   |      |                                                                                   | B/A        |                                                   |                                                                                     |
| 財務分析：24点                                                                                                                                                              |      |                                                                                   | 非財務分析：36点  |                                                   |                                                                                     |
| 成長性                                                                                                                                                                   | 8点   |  | 事業遂行力      | 6点                                                |  |
| 収益性                                                                                                                                                                   | 8点   |                                                                                   | 達成力        | 3点                                                |                                                                                     |
| 効率性                                                                                                                                                                   | 6点   |                                                                                   | ネットワーク力    | 9点                                                |                                                                                     |
| 安全性                                                                                                                                                                   | 2点   |                                                                                   | イノベーション構想力 | 12点                                               |                                                                                     |
|                                                                                                                                                                       |      | 展開力                                                                               | 6点         |                                                   |                                                                                     |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                                                                 |      |                                                                                   |            |                                                   |                                                                                     |
| 自治体職員は、住民一人ひとりの情報に基づき利用可能なサービスを抽出し、その結果を郵便やインターネット等の様々な手段を用いて積極的に告知できるようになる。従来の申請主義から脱却し、住民に有用な行政サービスの提案が期待できる。                                                       |      |                                                                                   |            |                                                   |                                                                                     |

| 上場企業名×未上場企業名                                                                                  |       |  |             |                                           |  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-------|--|-------------|-------------------------------------------|--|
| (株) 電通                                                                                        |       |  | (株) ビデオリサーチ |                                           |  |
| 業種                                                                                            | サービス業 |  | 業種          | 情報・通信                                     |  |
| 証券コード                                                                                         | 4324  |  | 事業内容        | テレビ視聴率調査の草分け。テレビ等媒体とインターネットとの関係性、相乗効果の研究。 |  |
| 上場市場                                                                                          | 東証1部  |  |             |                                           |  |
| アライアンス内容                                                                                      |       |  |             |                                           |  |
| (株) 電通と(株) ビデオリサーチは、テレビや新聞などのマス媒体とインターネットを連動させた広告の効果を測定する手法を開発。対象者を固定して継続的に実施する「パネル調査」の手法を活用。 |       |  |             |                                           |  |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                    |       |  | 財務格付/非財務格付  |                                           |  |
| 52点                                                                                           |       |  | B/A         |                                           |  |
| 財務分析：22点                                                                                      |       |  | 非財務分析：30点   |                                           |  |
| 成長性                                                                                           | 6点    |  | 事業遂行力       | 6点                                        |  |
| 収益性                                                                                           | 6点    |  | 達成力         | 6点                                        |  |
| 効率性                                                                                           | 6点    |  | ネットワーク力     | 6点                                        |  |
| 安全性                                                                                           | 6点    |  | イノベーション構想力  | 9点                                        |  |
| 安全性                                                                                           | 4点    |  | 展開力         | 3点                                        |  |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                         |       |  |             |                                           |  |
| 現代多くの人が利用しており、また発信力のあるインターネットを活用することで、より大規模な広告の実現が期待できる。メディア企業や広告主の企業で活用されるだろう。               |       |  |             |                                           |  |

| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                             |      |     |            |                                                             |  |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----|------------|-------------------------------------------------------------|--|
| (株) 奥村組                                                                                                                  |      |     | 丸五基礎工業 (株) |                                                             |  |
| 業種                                                                                                                       | 建設業  |     | 業種         | 建設                                                          |  |
| 証券コード                                                                                                                    | 1833 |     | 事業内容       | 拡張性が高く、設計自由度を高める場所打ち鋼管コンクリート杭の技術を確立。<br>超高層ビルや高架橋などの施工実績多数。 |  |
| 上場市場                                                                                                                     | 東証1部 |     |            |                                                             |  |
| アライアンス内容                                                                                                                 |      |     |            |                                                             |  |
| アースドリル工法として初めて鉋底率4.0の新工法「2倍鉋底杭工法」を共同開発。<br>さらに最大鉋底部径を広げた工法を追加開発し、日本建築センターの評定を取得し実用化。<br>特に大きな荷重が作用する超高層建物や倉庫などの基礎に適している。 |      |     |            |                                                             |  |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                               |      |     | 財務格付/非財務格付 |                                                             |  |
| 57点                                                                                                                      |      |     | C/A        |                                                             |  |
| 財務分析：18点                                                                                                                 |      |     | 非財務分析：39点  |                                                             |  |
| 成長性                                                                                                                      | 6点   |     | 事業遂行力      | 3点                                                          |  |
| 収益性                                                                                                                      | 4点   |     | 達成力        | 9点                                                          |  |
| 効率性                                                                                                                      | 2点   |     | ネットワーク力    | 9点                                                          |  |
| 安全性                                                                                                                      | 6点   |     | イノベーション構想力 | 6点                                                          |  |
|                                                                                                                          |      | 展開力 | 12点        |                                                             |  |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                    |      |     |            |                                                             |  |
| この工法を用いることにより、掘削土の排出量や打設するコンクリート量、施工時に使用する安定液量を少なくできるため、経済的でさらに環境への負荷も小さくできる。<br>昨今の材料費高騰、掘削残土処理問題の顕在化等への対応が期待できる。       |      |     |            |                                                             |  |

| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                                                                                                    |       |     |                |                                                   |  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-----|----------------|---------------------------------------------------|--|
| トヨタ自動車（株）                                                                                                                                                                                       |       |     | ラティス・テクノロジー（株） |                                                   |  |
| 業種                                                                                                                                                                                              | 輸送用機器 |     | 業種             | 情報・システム・ソフト                                       |  |
| 証券コード                                                                                                                                                                                           | 7203  |     | 事業内容           | 超軽量フォーマットXVL関連ソフトウェアの開発・販売。3Dデータ活用のソリューションサービス提供。 |  |
| 上場市場                                                                                                                                                                                            | 東証1部  |     |                |                                                   |  |
| アライアンス内容                                                                                                                                                                                        |       |     |                |                                                   |  |
| 共同開発した大規模データを用いたデザインレビュー（設定上の問題点の検証）を目的としたソフトウェア「XVL Studio Pro」を2005年6月15日より販売を開始。<br>「XVL Studio Pro」は、数万点の部品から構成される自動車の大規模データの高速表示とレスポンスを実現。またデザインレビューに最適な機能を搭載し、自動車設計の業務効率を飛躍的に向上させることができる。 |       |     |                |                                                   |  |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                                                                                                      |       |     | 財務格付/非財務格付     |                                                   |  |
| 56点                                                                                                                                                                                             |       |     | C/A            |                                                   |  |
| 財務分析：20点                                                                                                                                                                                        |       |     | 非財務分析：36点      |                                                   |  |
| 成長性                                                                                                                                                                                             | 8点    |     | 事業遂行力          | 3点                                                |  |
| 収益性                                                                                                                                                                                             | 4点    |     | 達成力            | 6点                                                |  |
| 効率性                                                                                                                                                                                             | 6点    |     | ネットワーク力        | 9点                                                |  |
| 安全性                                                                                                                                                                                             | 2点    |     | イノベーション構想力     | 12点                                               |  |
|                                                                                                                                                                                                 |       | 展開力 | 6点             |                                                   |  |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                                                                                           |       |     |                |                                                   |  |
| 顧客のニーズが多様化する中、開発のプロセス改革とスピードアップが求められている。<br>各部品を組み付けた状態でデザインし、設計を検証することが重要とされている自動車産業において、<br>「XVL Studio Pro」を用いることで、設計品質を向上し、開発から製品化されるまでの期間の短縮の実現が期待できる。                                     |       |     |                |                                                   |  |

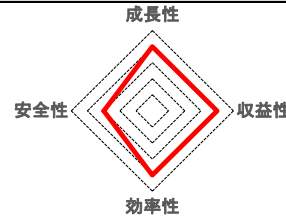
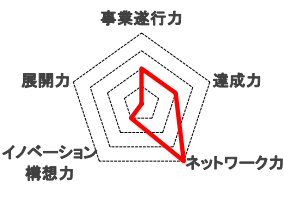


| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                               |       |     |            |                                            |  |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-----|------------|--------------------------------------------|--|
| (株)NTTデータ                                                                                                                  |       |     | ニューソン(株)   |                                            |  |
| 業種                                                                                                                         | 情報・通信 |     | 業種         | 情報・システム・ソフト                                |  |
| 証券コード                                                                                                                      | 9613  |     | 事業内容       | Web・オープン系、オープンソースソフトウェア系から組み込み系まで幅広い技術に対応。 |  |
| 上場市場                                                                                                                       | 東証1部  |     |            |                                            |  |
| アライアンス内容                                                                                                                   |       |     |            |                                            |  |
| スマートデバイス向けコンテンツ変換ソリューション「InfoMesh™Mobile」を提供。<br>InfoMesh Mobileは、PC上のWebブラウザ向けに作られたシステムをスマートデバイス向けに最適化することができるソリューションである。 |       |     |            |                                            |  |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                                 |       |     | 財務格付/非財務格付 |                                            |  |
| 51点                                                                                                                        |       |     | C/A        |                                            |  |
| 財務分析：18点                                                                                                                   |       |     | 非財務分析：33点  |                                            |  |
| 成長性                                                                                                                        | 6点    |     | 事業遂行力      | 3点                                         |  |
| 収益性                                                                                                                        | 6点    |     | 達成力        | 9点                                         |  |
| 効率性                                                                                                                        | 4点    |     | ネットワーク力    | 12点                                        |  |
| 安全性                                                                                                                        | 2点    |     | イノベーション構想力 | 0点                                         |  |
|                                                                                                                            |       | 展開力 | 9点         |                                            |  |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                      |       |     |            |                                            |  |
| 「InfoMesh™Mobile」を用いることで、現行のシステムを改修することなく、PCで扱われるHTML文書をスマートデバイスでも利用できるように最適化することができる。そうすることで、よりビジネスが円滑に行えるようになることが期待できる。  |       |     |            |                                            |  |

| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                                                                                                  |       |     |            |                                                |  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-----|------------|------------------------------------------------|--|
| 凸版印刷（株）                                                                                                                                                                                       |       |     | 東京書籍（株）    |                                                |  |
| 業種                                                                                                                                                                                            | その他製品 |     | 業種         | 新聞・出版                                          |  |
| 証券コード                                                                                                                                                                                         | 7911  |     | 事業内容       | 学習教材・指導用教材、学習参考書の編集・発行。<br>教育用デジタルコンテンツの開発・販売。 |  |
| 上場市場                                                                                                                                                                                          | 東証1部  |     |            |                                                |  |
| アライアンス内容                                                                                                                                                                                      |       |     |            |                                                |  |
| 東京書籍（株）は、教科書の内容をもとにした早押しクイズで、楽しく学習することができるiPad向けクイズアプリ「教科書クイズファミリー」を開発。<br>また、アプリのデザインやインターフェース等の制作は、凸版印刷（株）が担当。両社は今後iPad向けの「教科書クイズファミリー」と、iPhone向けの「教科書クイズ」のアプリを、海外向けや企業内研修など様々なシーンへの展開を目指す。 |       |     |            |                                                |  |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                                                                                                    |       |     | 財務格付/非財務格付 |                                                |  |
| 51点                                                                                                                                                                                           |       |     | C/A        |                                                |  |
| 財務分析：18点                                                                                                                                                                                      |       |     | 非財務分析：33点  |                                                |  |
| 成長性                                                                                                                                                                                           | 6点    |     | 事業遂行力      | 3点                                             |  |
| 収益性                                                                                                                                                                                           | 4点    |     | 達成力        | 9点                                             |  |
| 効率性                                                                                                                                                                                           | 4点    |     | ネットワーク力    | 9点                                             |  |
| 安全性                                                                                                                                                                                           | 4点    |     | イノベーション構想力 | 6点                                             |  |
|                                                                                                                                                                                               |       | 展開力 | 6点         |                                                |  |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                                                                                         |       |     |            |                                                |  |
| 子どもたちは価値観の多様化やグローバル化などにもとまらな多岐にわたる学習に取り組んでおり、それらを後押しするICTの活用も進んでいる。ゲーム感覚で学べるこのアプリは、学校教育の有効な手段のひとつとなるだろう。                                                                                      |       |     |            |                                                |  |



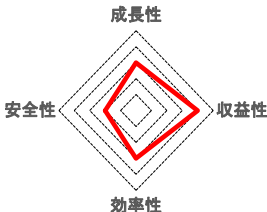
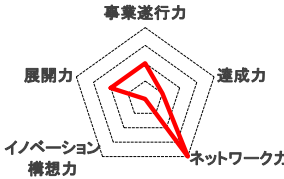
| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                                                                                            |      |  |            |                                            |  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--|------------|--------------------------------------------|--|
| サッポロホールディングス（株）                                                                                                                                                                         |      |  | 協同乳業（株）    |                                            |  |
| 業種                                                                                                                                                                                      | 食料品  |  | 業種         | 食料品                                        |  |
| 証券コード                                                                                                                                                                                   | 2501 |  | 事業内容       | 「メイトー」ブランドの乳製品メーカー。市乳、アイスを柱にチーズ、大豆関連も取り扱う。 |  |
| 上場市場                                                                                                                                                                                    | 東証1部 |  |            |                                            |  |
| アライアンス内容                                                                                                                                                                                |      |  |            |                                            |  |
| 生産管理・製造技術の共有と乳酸菌についての共同研究、原料の共同調達やチルド・ドライ商品の物流機能の補完。協同乳業の商品にサッポロ飲料のキャラクター「リボンちゃん」を付けたり、協同乳業（株）の牛乳宅配ルートを通じたサッポロ飲料の商品拡大など飲料事業の提携などを目指す。<br>今後、両社による「業務提携推進委員会（仮称）」を設置し、研究者も含めた人材交流を進める予定。 |      |  |            |                                            |  |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                                                                                              |      |  | 財務格付/非財務格付 |                                            |  |
| 50点                                                                                                                                                                                     |      |  | C/A        |                                            |  |
| 財務分析：20点                                                                                                                                                                                |      |  | 非財務分析：30点  |                                            |  |
| 成長性                                                                                                                                                                                     | 8点   |  | 事業遂行力      | 9点                                         |  |
| 収益性                                                                                                                                                                                     | 6点   |  | 達成力        | 6点                                         |  |
| 効率性                                                                                                                                                                                     | 4点   |  | ネットワーク力    | 12点                                        |  |
| 安全性                                                                                                                                                                                     | 2点   |  | イノベーション構想力 | 0点                                         |  |
|                                                                                                                                                                                         |      |  | 展開力        | 3点                                         |  |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                                                                                   |      |  |            |                                            |  |
| 協働シナジーを発揮し、技術共有、顧客の拡大、物流の効率化を図ることで両社の企業価値向上に繋がるだろう。共同で乳酸菌の研究等を行っていることから、サッポロホールディングス（株）が食品業界への進出が期待できる。                                                                                 |      |  |            |                                            |  |

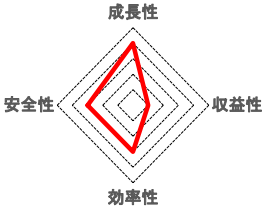
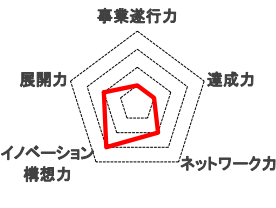
| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                                                                                          |      |                                                                                     |            |                                                          |                                                                                       |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-------------------------------------------------------------------------------------|------------|----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| (株) 立花エレテック                                                                                                                                                                           |      |                                                                                     | (株) 高木商会   |                                                          |                                                                                       |
| 業種                                                                                                                                                                                    | 卸売業  |                                                                                     | 業種         | 卸売業                                                      |                                                                                       |
| 証券コード                                                                                                                                                                                 | 8159 |                                                                                     | 事業内容       | 電子・制御・IT機器の専門商社。情報サイト・フルダクトサーチにサイト内情報を提供。Web販売の専用サイトの運営。 |                                                                                       |
| 上場市場                                                                                                                                                                                  | 東証1部 |                                                                                     |            |                                                          |                                                                                       |
| アライアンス内容                                                                                                                                                                              |      |                                                                                     |            |                                                          |                                                                                       |
| 取り扱いメーカーの重複が少なく販売先・営業地域の重なりも小さいことから、資本業務提携を結ぶことで大きなシナジー効果が得られると判断。両社の販路、商材の強みを活用し、クロスセラーズを通じて事業シナジーを追求する。(株) 高木商会による(株) 立花エレテック販路の活用、(株) 高木商会の既存顧客への(株) 立花エレテック取扱製品の拡販、仕入先の相互活用に取り組む。 |      |                                                                                     |            |                                                          |                                                                                       |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                                                                                            |      |                                                                                     | 財務格付/非財務格付 |                                                          |                                                                                       |
| 57点                                                                                                                                                                                   |      |                                                                                     | A/B        |                                                          |                                                                                       |
| 財務分析：30点                                                                                                                                                                              |      |                                                                                     | 非財務分析：27点  |                                                          |                                                                                       |
| 成長性                                                                                                                                                                                   | 8点   |  | 事業遂行力      | 6点                                                       |  |
| 収益性                                                                                                                                                                                   | 8点   |                                                                                     | 達成力        | 6点                                                       |                                                                                       |
| 効率性                                                                                                                                                                                   | 8点   |                                                                                     | ネットワーク力    | 12点                                                      |                                                                                       |
| 安全性                                                                                                                                                                                   | 8点   |                                                                                     | イノベーション構想力 | 3点                                                       |                                                                                       |
| 安全性                                                                                                                                                                                   | 6点   |                                                                                     | 展開力        | 0点                                                       |                                                                                       |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                                                                                 |      |                                                                                     |            |                                                          |                                                                                       |
| マーケットの拡大により、より幅広い顧客層が使用可能な新たな製品が開発され、(株) 高木商会の製品が広がるだろう。また、アライアンス時に得た上場企業の経営方法から、未上場企業である(株) 高木商会の今後の発展が期待できる。                                                                        |      |                                                                                     |            |                                                          |                                                                                       |

| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                    |      |     |            |                                                  |  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----|------------|--------------------------------------------------|--|
| (株) 静岡銀行                                                                                                        |      |     | 静岡鉄道 (株)   |                                                  |  |
| 業種                                                                                                              | 銀行業  |     | 業種         | 陸運業                                              |  |
| 証券コード                                                                                                           | 8355 |     | 事業内容       | 鉄道事業・索道事業（ロープウェイ）・不動産事業・<br>附帯事業（広告・ホテル・ゴルフ場・介護） |  |
| 上場市場                                                                                                            | 東証1部 |     |            |                                                  |  |
| アライアンス内容                                                                                                        |      |     |            |                                                  |  |
| ワーク・ライフ・バランス（仕事と家庭の両立）の実現を推進するため、子育てしながら安心して働ける職場環境の整備に向け、<br>（株）静岡ガスも加え事業所内保育施設「森のほいくえん」を開設。                   |      |     |            |                                                  |  |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                      |      |     | 財務格付/非財務格付 |                                                  |  |
| 49点                                                                                                             |      |     | A／B        |                                                  |  |
| 財務分析：28点                                                                                                        |      |     | 非財務分析：21点  |                                                  |  |
| 成長性                                                                                                             | 8点   |     | 事業遂行力      | 6点                                               |  |
| 収益性                                                                                                             | 10点  |     | 達成力        | 6点                                               |  |
| 効率性                                                                                                             | 4点   |     | ネットワーク力    | 3点                                               |  |
| 安全性                                                                                                             | 6点   |     | イノベーション構想力 | 6点                                               |  |
|                                                                                                                 |      | 展開力 | 0点         |                                                  |  |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                           |      |     |            |                                                  |  |
| このアライアンスの「森のほいくえん」をきっかけに、女性の働きやすい環境が整備され、そしてワーク・ライフ・バランスの実現化に動き出す企業が増えることが期待できる。現在、社会課題とされる女性の雇用問題の解決の糸口となるだろう。 |      |     |            |                                                  |  |

| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                                           |       |     |            |                                                            |  |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-----|------------|------------------------------------------------------------|--|
| トッパン・フォームズ（株）                                                                                                                          |       |     | トスコ（株）     |                                                            |  |
| 業種                                                                                                                                     | その他製品 |     | 業種         | 情報・通信                                                      |  |
| 証券コード                                                                                                                                  | 7862  |     | 事業内容       | 業務ソフトウェア開発。生産販売やRFIDなど自社開発ソリューション拡大、<br>受注案件の損益改善、原価低減に注力。 |  |
| 上場市場                                                                                                                                   | 東証1部  |     |            |                                                            |  |
| アライアンス内容                                                                                                                               |       |     |            |                                                            |  |
| トッパン・フォームズ（株）はトスコ（株）の株式取得および役員派遣を通じて資本・業務提携を強化。<br>アライアンスを通じてデータ・プリント・サービス（DPS）の高度化と電波を使った人・物の自動識別技術を利用した<br>RFIDビジネス、eビジネス等の新分野拡大を図る。 |       |     |            |                                                            |  |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                                             |       |     | 財務格付/非財務格付 |                                                            |  |
| 47点                                                                                                                                    |       |     | A／B        |                                                            |  |
| 財務分析：26点                                                                                                                               |       |     | 非財務分析：21点  |                                                            |  |
| 成長性                                                                                                                                    | 6点    |     | 事業遂行力      | 6点                                                         |  |
| 収益性                                                                                                                                    | 6点    |     | 達成力        | 0点                                                         |  |
| 効率性                                                                                                                                    | 6点    |     | ネットワーク力    | 9点                                                         |  |
| 安全性                                                                                                                                    | 8点    |     | イノベーション構想力 | 6点                                                         |  |
|                                                                                                                                        |       | 展開力 | 0点         |                                                            |  |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                                  |       |     |            |                                                            |  |
| データ・プリント・サービス（DPS）の高度化とRFIDビジネス、eビジネスなどの更なる新分野が開拓されることと、両社のユーザーの<br>拡大に繋がることが期待できる。                                                    |       |     |            |                                                            |  |



| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                                                                                                |      |                                                                                   |            |                                                           |                                                                                     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----------------------------------------------------------------------------------|------------|-----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 日立造船（株）                                                                                                                                                                                     |      |                                                                                   | 神港精機（株）    |                                                           |                                                                                     |
| 業種                                                                                                                                                                                          | 機械   |                                                                                   | 業種         | 機械                                                        |                                                                                     |
| 証券コード                                                                                                                                                                                       | 7004 |                                                                                   | 事業内容       | 真空技術や光化学技術をキーテクノロジーとしてエレクトロニクス、新素材・表面改質用装置などを販売する技術開発型企業。 |                                                                                     |
| 上場市場                                                                                                                                                                                        | 東証1部 |                                                                                   |            |                                                           |                                                                                     |
| アライアンス内容                                                                                                                                                                                    |      |                                                                                   |            |                                                           |                                                                                     |
| 日立造船（株）が持つ有機層成膜用面蒸発源などの新技術・ごみ焼却施設や化学プラントなどの施工で培ったエンジニアリング力と神港精機（株）が持つ各種真空機器の製造ノウハウを組み合わせることにより、各種の真空装置を含んだ生産ラインを一括して提供。ロールtoロール走行式成膜装置も共同開発を加速し、フィルム化が進む、薄型で平坦な画面を持ったディスプレイのFPD及び太陽電池市場に拡販。 |      |                                                                                   |            |                                                           |                                                                                     |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                                                                                                  |      |                                                                                   | 財務格付/非財務格付 |                                                           |                                                                                     |
| 51点                                                                                                                                                                                         |      |                                                                                   | B／B        |                                                           |                                                                                     |
| 財務分析：24点                                                                                                                                                                                    |      |                                                                                   | 非財務分析：27点  |                                                           |                                                                                     |
| 成長性                                                                                                                                                                                         | 6点   |  | 事業遂行力      | 6点                                                        |  |
| 収益性                                                                                                                                                                                         | 8点   |                                                                                   | 達成力        | 3点                                                        |                                                                                     |
| 効率性                                                                                                                                                                                         | 6点   |                                                                                   | ネットワーク力    | 12点                                                       |                                                                                     |
| 安全性                                                                                                                                                                                         | 4点   |                                                                                   | イノベーション構想力 | 0点                                                        |                                                                                     |
|                                                                                                                                                                                             |      | 展開力                                                                               | 6点         |                                                           |                                                                                     |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                                                                                       |      |                                                                                   |            |                                                           |                                                                                     |
| ごみ焼却施設の施工のエンジニアリングと真空機器の製造ノウハウの組み合わせにより、環境に配慮した製品の製造が可能になることが期待できる。また、未上場企業である神港精機（株）の柱である真空ポンプ事業は、日立造船（株）の海外拠点を活用し営業面および調達面で協力体制をとり、海外展開することが期待できる。                                        |      |                                                                                   |            |                                                           |                                                                                     |

| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                                                 |       |                                                                                     |            |                                                    |                                                                                       |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------------------------------------------------------------------------------------|------------|----------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| (株) アサツーディ・ケイ                                                                                                                                |       |                                                                                     | (株) mediba |                                                    |                                                                                       |
| 業種                                                                                                                                           | サービス業 |                                                                                     | 業種         | 情報・通信                                              |                                                                                       |
| 証券コード                                                                                                                                        | 9747  |                                                                                     | 事業内容       | モバイル端末のauスマートパスを中心に広告、メディアアプロデュースなど事業展開し、スマホ対応に注力。 |                                                                                       |
| 上場市場                                                                                                                                         | 東証1部  |                                                                                     |            |                                                    |                                                                                       |
| アライアンス内容                                                                                                                                     |       |                                                                                     |            |                                                    |                                                                                       |
| 消費者の購買スタイルと企業の対応方法を生活者の視点から明らかにするために、「購買行動におけるモバイル研究プロジェクト」を実施。またその成果を「モバイルが生み出す新たな購買行動“OFFモードショッピング”と“ナビ付きショッピング”」とし、質の高いクライアントサービスを提供を目指す。 |       |                                                                                     |            |                                                    |                                                                                       |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                                                   |       |                                                                                     | 財務格付/非財務格付 |                                                    |                                                                                       |
| 49点                                                                                                                                          |       |                                                                                     | B/B        |                                                    |                                                                                       |
| 財務分析：22点                                                                                                                                     |       |                                                                                     | 非財務分析：27点  |                                                    |                                                                                       |
| 成長性                                                                                                                                          | 8点    |  | 事業遂行力      | 3点                                                 |  |
| 収益性                                                                                                                                          | 2点    |                                                                                     | 達成力        | 3点                                                 |                                                                                       |
| 効率性                                                                                                                                          | 6点    |                                                                                     | ネットワーク力    | 6点                                                 |                                                                                       |
| 安全性                                                                                                                                          | 6点    |                                                                                     | イノベーション構想力 | 9点                                                 |                                                                                       |
|                                                                                                                                              |       | 展開力                                                                                 | 6点         |                                                    |                                                                                       |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                                        |       |                                                                                     |            |                                                    |                                                                                       |
| 新しい消費市場を生み出したり、これまで当たり前だった売り方・買い方の認識や、社会全体の価値観の劇的な変化を促すことが期待できる。また、変化する生活者のメディア消費行動・購買行動をいち早く、的確に捉えることで、今後も質の高いクライアントサービスを提供することが期待できる。      |       |                                                                                     |            |                                                    |                                                                                       |



| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                                                        |      |  |                |                                           |  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--|----------------|-------------------------------------------|--|
| (株) 日本通運                                                                                                                                            |      |  | 日本自動車ターミナル (株) |                                           |  |
| 業種                                                                                                                                                  | 陸運業  |  | 業種             | 陸運業                                       |  |
| 証券コード                                                                                                                                               | 9062 |  | 事業内容           | 特別積合運送事業者を対象に運輸施設を提供。都内に4か所のトラックターミナルを運営。 |  |
| 上場市場                                                                                                                                                | 東証1部 |  |                |                                           |  |
| アライアンス内容                                                                                                                                            |      |  |                |                                           |  |
| <p>(株) 日本通運は、仕入先からの輸送を2ヶ所の狭隘な物流拠点に集約し管理・納品していた。<br/>日本自動車ターミナル (株) が (株) 日本通運に土地を貸与し、物流拠点の集約（総合効率化計画）を図ることで、輸送網の合理化、商品管理の一元化、車両の大型化、CO2削減を達成した。</p> |      |  |                |                                           |  |
| 財務＋非財務＝合計点                                                                                                                                          |      |  | 財務格付/非財務格付     |                                           |  |
| 49点                                                                                                                                                 |      |  | B／B            |                                           |  |
| 財務分析：22点                                                                                                                                            |      |  | 非財務分析：27点      |                                           |  |
| 成長性                                                                                                                                                 | 4点   |  | 事業遂行力          | 9点                                        |  |
| 収益性                                                                                                                                                 | 4点   |  | 達成力            | 6点                                        |  |
| 効率性                                                                                                                                                 | 6点   |  | ネットワーク力        | 3点                                        |  |
| 安全性                                                                                                                                                 | 8点   |  | イノベーション構想力     | 6点                                        |  |
|                                                                                                                                                     |      |  | 展開力            | 3点                                        |  |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                                               |      |  |                |                                           |  |
| 運送がスムーズになることでより早く消費者に商品を提供することができる。<br>また、運搬時にCO2を削減でき環境に配慮した運送を可能にする。                                                                              |      |  |                |                                           |  |

## 【特別枠】

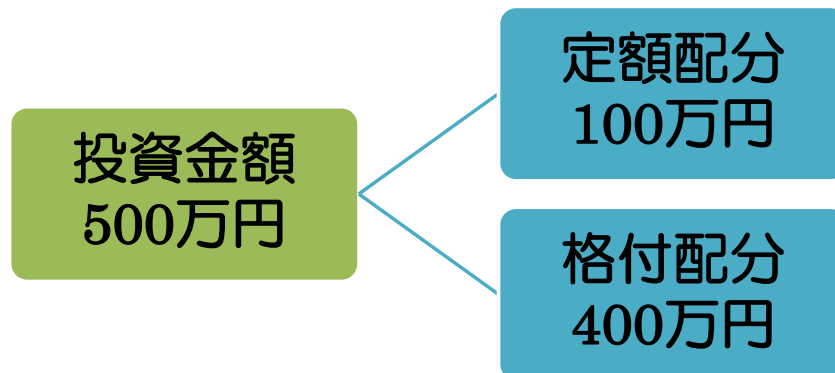
| 上場企業名×未上場企業名                                                                                                                   |      |   |          |                                                  |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|---|----------|--------------------------------------------------|
| 伊藤忠商事（株）                                                                                                                       |      | ✕ | （株）ユーグレナ |                                                  |
| 業種                                                                                                                             | 卸売業  |   | 業種       | 食料品                                              |
| 証券コード                                                                                                                          | 8001 |   | 事業内容     | ミドリムシ（学名：ユーグレナ）を中心とした微細藻類に関する研究開発及び生産管理、品質管理、販売。 |
| 上場市場                                                                                                                           | 東証1部 |   |          |                                                  |
| アライアンス内容                                                                                                                       |      |   |          |                                                  |
| 困難を極めていたミドリムシを商品化することを可能にし、伊藤忠商事（株）が持つ資金力、販売チャネルを活用して販売の拡大に成功。現在、食品にとどまらず、バイオ燃料開発の事業化・環境浄化技術の開発・化粧品の開発等、様々な分野の企業との提携を行う契機となった。 |      |   |          |                                                  |
| このアライアンスのポイント～私たちの期待～                                                                                                          |      |   |          |                                                  |
| 生物学上で植物と動物、両方の性質を備えている大変珍しい存在であり、光合成で栄養素をつくるためCO2の排出が少なく、栄養素の高いユーグレナを幅広い分野で活用することで、地球温暖化問題や食糧不足等、世界が直面している問題を解決することが期待できる。     |      |   |          |                                                  |



## 5.組入比率及び購入金額の決定

選定したポートフォリオ 20 社に対する組入比率を以下の手順で決定した。投資総額 500 万円を、定額配分 100 万円、格付配分 400 万円に振り分けた。(図 8)

図 8 投資金額の配分方法



(出所) 筆者作成

定額配分は、1 社あたり 5 万円ずつ 20 社に振り分けた。

格付配分については、ポートフォリオ決定の際に使用した格付に基づいて配分比率を決定した。AA 格付 6 社(特別枠含む)、AB 格付 3 社、AC 格付 5 社、BA 格付 3 社、BB 格付 3 社である。特別枠であるユーグレナについては、モデル企業であるため最も評価の高い AA 格付と同等扱いとした。

格付ごとに組入比率を設定し、投資を行った。格付順位の間である AC 格付の組入比率がニュートラル(5%前後)となるよう数値を設定した。(表 12)

表 12 1 社あたりの基準組入比率

|             | 1社あたりの基準組入比率 |      |
|-------------|--------------|------|
| OverWeight  | AA (6社)      | 7.5% |
|             | AB (3社)      | 6.0% |
| Neutral     | AC (5社)      | 4.5% |
| UnderWeight | BA (3社)      | 3.0% |
|             | BB (3社)      | 1.5% |

(出所) 筆者作成

実際の組入では、手数料・消費税を加味した結果 500 万円を超過したため、微調整を行った。また、同じ格付であっても、財務評価および非財務評価の総合得点ランキングに基づき、下位企業が上位企業の組入比率を上回ることの無いよう格差をつけた。

以下、ポートフォリオ 20 社の最終的な組入比率及び購入金額である。(表 13)

表 13 組入比率及び購入金額一覧

| 証券コード  | 上場市場 | 業種       | 銘柄名              | 購入株数 | 最終購入金額(円) | 組入比率(%) |
|--------|------|----------|------------------|------|-----------|---------|
| 2931   | 東証1部 | 食料品      | 株式会社ユーグレナ        | 221  | 355,184   | 7.10    |
| 8001   | 東証1部 | 卸売業      | 伊藤忠商事株式会社        | 257  | 354,852   | 7.10    |
| 2802   | 東証1部 | 食料品      | 味の素株式会社          | 154  | 344,870   | 6.90    |
| 4452   | 東証1部 | 化学       | 花王株式会社           | 76   | 337,703   | 6.75    |
| 5334   | 東証1部 | ガラス・土石製品 | 日本特殊陶業株式会社       | 93   | 335,595   | 6.71    |
| 2267   | 東証1部 | 食料品      | 株式会社ヤクルト本社       | 51   | 324,770   | 6.50    |
| 6701   | 東証1部 | 電気機器     | 日本電気株式会社         | 774  | 291,819   | 5.84    |
| 6501   | 東証1部 | 電気機器     | 株式会社日立製作所        | 307  | 284,404   | 5.69    |
| 4324   | 東証1部 | サービス業    | 株式会社電通           | 62   | 279,506   | 5.59    |
| 1833   | 東証1部 | 建設業      | 株式会社奥村組          | 456  | 252,125   | 5.04    |
| 7203   | 東証1部 | 輸送用機器    | トヨタ自動車株式会社       | 33   | 243,968   | 4.88    |
| 9613   | 東証1部 | 情報・通信    | 株式会社NTTデータ       | 50   | 228,946   | 4.58    |
| 7911   | 東証1部 | その他製品    | 凸版印刷株式会社         | 292  | 225,791   | 4.52    |
| 2501   | 東証1部 | 食料品      | サッポロホールディングス株式会社 | 400  | 219,141   | 4.38    |
| 8159   | 東証1部 | 卸売業      | 株式会社立花エレック       | 128  | 196,789   | 3.94    |
| 8355   | 東証1部 | 銀行業      | 株式会社静岡銀行         | 164  | 189,309   | 3.79    |
| 7862   | 東証1部 | その他製品    | トッパン・フォームズ株式会社   | 148  | 172,336   | 3.45    |
| 7004   | 東証1部 | 機械       | 日立造船株式会社         | 196  | 127,388   | 2.55    |
| 9747   | 東証1部 | サービス業    | 株式会社アサツーディ・ケイ    | 39   | 120,825   | 2.42    |
| 9062   | 東証1部 | 陸運業      | 日本通運株式会社         | 199  | 114,654   | 2.29    |
| 精算金額合計 |      |          |                  |      | 4,999,975 | 100.00  |
| 残金     |      |          |                  |      | 25        |         |
| 合計     |      |          |                  |      | 5,000,000 |         |

(出所) 筆者作成

## 6.アンケート調査&ヒアリング調査

企業間で展開されているアライアンスについて、詳細情報の入手と独自の観点から調査を行う目的で、ユニバース 90 社を対象にアンケート調査を実施した。アンケート調査は郵送にて行い、90 社中 6 社(有効回答率 6.7%)から回答をいただいた。回答結果は 3<sup>rd</sup>STAGE(非財務分析)に反映させた。なぜなら、アンケートにより得られる情報は各企業のホームページ等だけでは読み取れない貴重な情報であると考えたからである。方法としては、ホームページ等の情報では無点数だった項目に関して記載があった際に加点を行なった。

また、アンケート実施時にヒアリング調査の可否も確認し、さらにアライアンスを組む未上場企業にも電話にてアプローチをかけ、上場企業 2 社・未上場企業 3 社に対してヒアリング調査を実施した。上場企業ならび未上場企業の両者にヒアリングを行うことで、アライアンスにおける多面的な情報を得ることができた。

以下、ヒアリング内容を訪問順に紹介する。(アンケート調査表は、巻末掲載した。)

## 6-1 株式会社高木商会（未上場企業）

### 【株式会社立花エレテック】 × 【株式会社高木商会】

日 時 : 2014 年 11 月 18 日(火) 14:00~15:00

場 所 : 株式会社高木商会本社

担当者: 総務部 総務課課長 宮崎良一氏

訪問者: 久米祐梨子、小坂幸美

#### 👉 アライアンスの目的

高木商会は、自社の課題として技術、マーケットの拡大、具体的な目標の設定が挙げられていた。そのため、自社とは異なる販売方法やユーザーをもつ立花エレテックの取り組みを学ぶことで自社の課題解決に繋がると考えアライアンスを組んだという。

#### 👉 リスクについて

このアライアンスでは、共同開発ではなく相手企業の販売方法を学び独自で販売しているため、事業失敗による利益損失のリスクはない。しかし、一般的にアライアンスを組む際一番恐れることは利益損失であるという。今回のアライアンスでは相手企業との関係も、同業種であることからトラブルもなく、頼りがいのある企業とアライアンスを組むことができた。

#### 👉 アライアンスの成果

アライアンスを組んだことで、自社の目標設定ができたという。それにより自社拡大の可能性を感じ、以前に比べ個人の能力発揮、時間軸を考え行動する社員が増加し、事業に対する姿勢が変化した。総務部の立場からは労務、福利厚生面で自社に反映している。また、相手企業と決算を一緒に行うなど以前と比べ苦勞する点が多いが自社のレベルアップに繋がっている。

今回のヒアリングで、アライアンスについての考え、取り組み、成果について詳しくお話いただき、上場企業から経営戦略を学んでいることが分かった。また、ノウハウだけでなく社内環境改善にも繋がっており、アライアンスから得られる多くの可能性を感じた。

## 6-2 株式会社電通（上場企業）

### 【株式会社電通】×【株式会社ビデオリサーチ】

日 時：2014年11月10日(月) 18:00~19:00

場 所：法政大学 ボアソナードタワー 10階

担当者：法務マネジメント局 CSR 部部長 木下浩二氏

訪問者：糠塚琴美、志村美江



(左から、志村・木下氏・糠塚)

#### 🔍 アライアンスの目的

電通では、自社の課題解決を目的としてアライアンスを組んでいる。社内では解決できない問題として、インターネット事業について伺った。変化する時代のニーズに合わせて事業拡大、シフトを試みるにしても、やはり専門の分野に移行・介入していくことは自社の持つ技術だけでは難しい。未上場企業という外部ベンチャーのノウハウや技術、人財を取り入れ、自社のものと合わせることで補完し合い、更なるイノベーションを創出するのだという。

#### 🔍 上場企業と未上場企業の差について

自社の課題解決が他企業とアライアンスを組む目的である、とすると相手先は上場企業でも良いのかと質問したところ、上場企業と未上場企業ではやはり差があるという回答だった。相手先が上場企業の場合は、両社ともアライアンスに対して慎重な部分があり、情報開示も少ないという。また、上場企業の場合は株主の意向を考慮しなくてはならず、お互いに経営判断がしづらい。以上の点において、未上場企業とのアライアンスを手段としている。

#### 🔍 アライアンスの今後

自社の課題解決を目的にアライアンスを組むことは非常に有効である。日本のベンチャー企業の持つ技術を上場企業に取り込むことと、上場企業の持つノウハウを未上場企業に落としこむことは今後の日本経済を活性化させる、との考えを確認した。

短い時間でのヒアリングではあったが、多くの質問に的確にご回答いただいた。社名を挙げて具体例とともに、通信業界におけるアライアンスの状況もお話して下さった。私たちの考えである、アライアンスによる経済の盛り上がりを期待・予感させるヒアリングであった。

### 6-3 日本自動車ターミナル株式会社（未上場企業）

#### 【日本通運株式会社】×【日本自動車ターミナル株式会社】

日 時：2014年11月20日(木) 14:00~15:00

場 所：日本自動車ターミナル株式会社本社ビル

担当者：総務部 企画課 中島一成氏

訪問者：糠塚琴美、志村美江、久米祐梨子



(左から、志村・中島氏・久米)

#### 👉 アライアンスの目的・契機

日本自動車ターミナルは、顧客である日本通運のニーズに応えるため、施設を建設した。その際、お互いに win-win の関係を築けると判断しアライアンスを組んだ。アライアンスを結ぶか、その他の手段を選択するかの判断基準は、一社で解決できる事案かどうかである。コンサルティング会社と組むことが多いが、共同事業者として必要な場合はアライアンスという選択もある。

今回の案件は、法人税の一括償却や倉庫登録の簡略化等の利点があり実現した。しかし、特殊な業種で法律の縛りがあるため、革新的なアライアンスというものは今後も難しいという。

#### 👉 リスクについて

施設提供者と施設利用者という関係であるため、アライアンスの際に重大なリスクは特にはない。懸念事項としては、必要書類の作成や手続きに多大な時間がかかる事である。組織の規模から生まれるスピード感の違いに加え、互いが確認期間を設けるため時間を要する。意思疎通・決定の流れが会社の規模、組織体制により異なることから、ひとつの案件がまとまるまでに時間を要することが大きな問題である。

#### 👉 アライアンスの成果

アライアンスにより得たものは、収益だけではなく、アンケート等では見えない本当に求めるものを把握することができたことである。本案件ではないが、アライアンスで得られるものは、人事交流による価値観の多様化も挙げられる。それぞれの会社によって会社カラーのようなものがあり、多様性が失われ、似た考えが生まれやすくなってしまう。人事交流が行われることで新しい個性が追加されることは有意義である。

私たちの調査では分からなかったアライアンスのきっかけを知ることができた。また、上場企業とのスピード感の違いについて組織構成を交えて丁寧にお話しいただき、非常に勉強となった。今後の土地・建物活用に期待できる企業活動であった。



## 6-4 サッポロホールディングス株式会社（上場企業）

### 【サッポロホールディングス株式会社】×【協同乳業株式会社】

日 時：2014年11月27日(木) 13:00~14:00

場 所：サッポロホールディングス株式会社

担当者：戦略企画部 マネージャー 武田真一郎氏

訪問者：糠塚琴美、志村美江、福屋実希子、久米祐梨子



(左から、糠塚・志村・武田氏・福屋・久米)

#### 🔍 アライアンスの目的

両社の課題解決を目的としている。サッポログループが、今後、食のメーカーとしてより成長していくために、今回取り上げた協同乳業とのアライアンスなどによって、例えば、乳酸菌活用に向けた共同研究や商品の共同開発などバリューチェーン全体での協業によるシナジー効果を発揮することを目指している。

#### 🔍 アライアンスを組む基準

上場企業同士の方が有価証券報告書などもあり社外コミュニケーションの方法に共通点が多く、透明性もより高いことから信頼性をはかりやすい。また、開示されている情報からある程度価値観についても想像できるのでアライアンスの候補を見つけやすい。しかし、上場である、未上場であるということは相手を選択するなかでの一つの要素ではあるが、アライアンスが両社の課題解決につながるか否かの方が基準としてはより優先される。

#### 🔍 アライアンスの今後

今後、協働（提携）の必要性は高まっていくとのこと。いいものを持っていても、そのものを価値として世の中に提供するすべをもたない、または、そのような世の中の潜在ニーズに気が付いていない、そういった企業はまだまだある。社会の中にある課題を解決することで価値を提供することが、企業が目指すこと（理念）であるならば、例えば、非上場企業がもっている資産を、我々と協働することで今までにない課題解決の方法を提供できる可能性もある。そのような組み合わせによる新価値の創造は、世の中の変化のスピードがまし、未来の不確実性も高まっていくなかで、さらに求められるようになってくると考えられる。企業同士の提携にかぎらず、マーケティングの世界における顧客との協働、個人レベルでの協働なども、今後ますます進んでいくことが予測できる。

アライアンスに対する会社の方針や今後の動向に加え、武田様の個人の見解もお話しいただき、レポート作成において大変参考になった。今後のサッポロホールディングスのアライアンスも含めた動きをフォローしていきたい。

## 6-5 株式会社日立産機システム（未上場企業）

### 【海外上場企業】 × 【株式会社日立産機システム】

日 時：2014年12月2日(火) 15:00~16:00

場 所：株式会社日立産機システム本社

担当者：経営企画本部 グローバル事業戦略部

竹内康浩氏

訪問者：糠塚琴美、志村美江、久米祐梨子、福屋実希子



(左から、志村・小坂・竹内氏・糠塚・福屋)

#### 👉 アライアンスの目的

技術面、販売面において自社に不足していることを補完することが一番の目的である。日立産機システムは、海外の大手企業と販売提携することでより大きな販売網の中での製品販売を実現している。今後も事業拡大の一つの手段として、他社とのアライアンスによるマーケットの拡大を目指していくという。

#### 👉 アライアンスの決定

日米両国企業の経営戦略の差異は、結論にたどり着くまでのスピードの違いである。米国は個人の意見を重視する一方で日本は合意の文化であるため、決断に時間を要する場合がある。また、日本は保守的でありなかなか事業構造の改革をしきれないことも問題点の一つである。

#### 👉 今後の日本におけるビジネス

今後、日本市場は伸びないと予想される。人口がさほど増えないため、日本のマーケットの拡大は見込めない。そのため、イノベーションがないとビジネスができない。競争相手とどう戦うか、グローバルな視点で見極めることが重要であるという。日立産機システムは、とにかく他の企業との差別化を図っていくという。他の企業よりも新しい技術、新しいビジネスモデルを生み出すことを差別化と考えており、革新を進めていく方針である。また、異業種への進出、提携は考えておらず、日立産機システムの得意分野を伸ばしていくという。

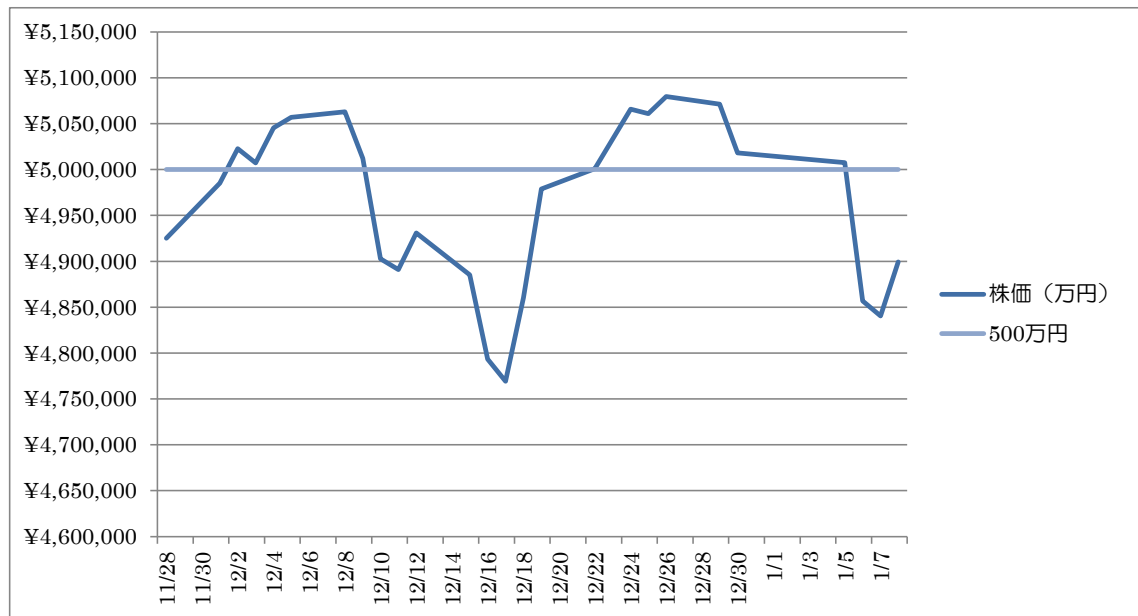
今回のヒアリングでは特に海外のビジネスのあり方、海外の企業とのアライアンスについて具体的にお話していただいたので、今後の日本のビジネスのあり方について考える貴重な機会となった。また、アライアンスを組むことはビジネスの幅を広げるために欠かせない手段であると感じた。

## 7.ポートフォリオ運用結果

2014 年 11 月 28 日～1 月 8 日

最高評価額 5,079,475 円

最低評価額 4,769,213 円



SL400430 : 4,899,191 円 (1 月 8 日現在)

## 8.最後に

### 8-1 企業社会の未来像

当ファンドは、新しいビジネスを創出するためには CVC によるオープンイノベーションが不可欠であるという認識の下、上場企業と未上場企業間で展開される異業種間アライアンスの可能性に着目した。

しかし、調査が深まるにつれ、上場企業と未上場企業における異業種間アライアンスは、①上場企業である親会社と未上場子会社間のアライアンスが多いこと、②異業種間アライアンスは業種によって取組内容に格差が大きいことが明らかとなった。

ヒアリング調査では、「**アライアンスは手段であり、単に異業種でアライアンスを組んでいれば良いというわけではなく、アライアンスのどのような要素からどのようなイノベーションが生み出されたのか、ということが重要なのである**」というコメントを頂き、研究結果と合わせて、学生の描くビジョンだけでは予測できない要素の多さを窺い知ることができた。

また、アライアンスは企業の成長戦略の核となる部分であるため、外部への情報開示は極めて少ない。今回実施したアンケート、ヒアリング調査に応じていただいた企業も多いとは言えなかった。その限られた情報の中で、当ファンドが理想とするアライアンス、企業像を意識しつつ銘柄選定を行った。

何度も原点に立ち返り進めてきた、理想とするアライアンスを展開する企業の選定プロセスには自信を持っている。銘柄選定を終了して言えることは、日本における CVC や異業種間アライアンスが進展する余地はまだまだ大きいという事である。投資をおこなった 20 社は同業種間であっても、アライアンス内容が充実しており、イノベーションの創出を予感した企業である。しかし、上場企業の多くが未上場企業とのアライアンスや異業種間アライアンスに及び腰であるという状況は憂慮すべきものがある。

本稿冒頭で、CVC の展開は日本経済の発展には不可欠な要素であると指摘した。当ファンドでの試みが上場企業の意識を変革し、未上場企業とのアライアンスが企業価値向上の一手となる、という気づきを与える主張になれば幸いである。

### 8-2 ストックリーグを通して学んだこと

私たちは、ストックリーグの活動を通して「異なる個性が生むイノベーションの創出」を学ぶことができた。テーマ設定から銘柄選定プロセスの一つ一つについて熟慮を重ね、安易な妥協を排しメンバー全員が共感できる形を求めて研究活動を進めてきた。当然、意見の対立は起こる。しかし、相手の考えを聞き、相手に自分の意見を伝えるという、相互にエンゲージメントすることの大切さを改めて認識した。

自分の考えや主張を人に伝えることは難しい。しかし、考えを伝えることは相手の、さらには自分にとっても“気づき”となり、そこに新たなイノベーションが生まれるのではないだろうか。実際に、スクリーニング方法を考える時など、一人で考え問題点にぶつかり、諦めかけた案でも、チームに伝えることで打開策が生まれた。



**「個人で解決できない問題をチームで解決する」**ためには、徹底した議論を踏まえたメンバー全員の共感がなければならない。自分とは異なった考えや価値観を持つ他者との共感の中から新しい発想が生まれる。これは、私たちが取り上げたテーマである「上場企業と未上場企業とのアライアンス」の目的、と同じなのではないだろうか。私たちは、日経ストックリーグという投資教育の一環として研究に取り組んできた。それは単なる企業研究ではなく、チームで活動することによって**『異なる個性の統合が新たなイノベーションの創出に繋がる』**という仮説に対する検証を体感することができたのである。

## 9.編集後記

### ☆ Kotomi Nukatsuka

研究を進めていく中で、選択を迷ったとき、誤ったとき、指針となるのは、私たちが描いたストーリーであった。その描いたストーリーに沿って、意見をまとめ、企業を選定されていくプロセスは非常に有意義なものであり、ストーリーへのこだわりは非常に重要であると感じた。私たちが理想とした企業が、未来社会に大きく貢献していくことを期待したい。

### ☆ Mie Shimura

私たちの研究はひとつの企業の講義から始まった。段々と個人の考えが、チームのストーリーとなっていく過程は、私にとって非常に楽しく、充実していた。今後も、仲間と共に何かを作り上げる喜びを大切にしていきたい。また、私たちが描いたストーリーである、企業のアライアンスによる経済成長、消費者ニーズに応えた住みやすい社会の実現に期待したい。

### ☆ Yuriko Kume

レポート作成にあたり、投資に関する知識や、企業の見方、経済の仕組み等、この活動に参加していなければ得ていなかったものを多く得ることができた。また、企業に訪問し実際に働いていらっしゃる方の生の声を聴く貴重な経験もでき、とても楽しかった。未上場企業とのアライアンスがこれから更に盛んになることを期待する。

### ☆ Yumi Kosaka

日経ストックリーグに参加したことによりチームで意見を出し合い、組み合わせることで新たなアイデアが生まれることを学んだ。今回のテーマは外部への情報公開が限られたものであったが、ヒアリングでは文献では得られない情報、日本企業の将来についても伺うことができた。今後の未上場企業の発展そしてアライアンスによる新たなイノベーションの創出を期待する。

### ☆ Mikiko Fukuya

今回、理想のアライアンスとは何かを追究していく中で、理想の社会、またそれを構築するために必要とされる企業とはどのようなものかということ熟考することができた。企業やアライアンス内容を様々な角度から調査したり、個人のアイデアを融合させて新たな発想を生み出したりする経験は大変意義のあるものだと思う。ありがとうございました。

最後に、お忙しい中アンケートやヒアリング調査に応じて下さった企業の皆様、今回このような学習機会を提供して下さいました日本経済新聞社ならびに野村グループの皆様、共に切磋琢磨し1年間やり抜いたゼミの仲間、チームメイトに深く御礼申し上げます。ありがとうございました。

## 参考文献／参考 Web／資料一覧

### 【参考文献】

- ・ P.F.ドラッカー（2008）『企業とは何か』ダイヤモンド社
- ・ デイリー・ハメル，イヴ・L・ドーズ(2001)『競争優位のアライアンス戦略』ダイヤモンド社
- ・ ビジヤイ・ゴビンダラジャン/クリス・トリンブル（2006）『戦略的イノベーション—新事業成功への条件』ランダムハウス講談社
- ・ ヘンリー・チェスブロウ（2007）『オープンビジネスモデル—知財競争時代のイノベーション』翔泳社
- ・ 秋山義継・松岡弘樹（2009）『ベンチャー企業経営論』税務経理協会
- ・ 石井真一（2003）『企業間提携の戦略と組織』中央経済社
- ・ 石山嘉英（2008）『米国大企業のビジネスモデル革新』中央経済社
- ・ 伊藤維年（2000）『ベンチャーキャピタルとベンチャービジネス アメリカとドイツの比較』日本評論社
- ・ 井上善海（2002）『ベンチャー企業の成長と戦略』中央経済社
- ・ 上坂卓郎（2006）『ベンチャー企業論入門』中央経済社
- ・ 内田和成(2009)『異業種競争戦略』日本経済新聞出版社
- ・ 浦木史子（2011）『CVCは企業の持続可能盤を梶進するツールになりえるか？』
- ・ 片山修（2007）『イノベーション企業の研究』PHP研究所
- ・ 神座保彦（2005）『日本のベンチャー・キャピタル』株式会社ファーストプレス
- ・ 忽那憲次治・長谷川博和・山本和彦（2006）『ベンチャーキャピタルハンドブック』中央経済社
- ・ 梶井憲俊（2007）「日本のベンチャーキャピタルの動向と課題—主に株式公開会社のベンチャーキャピタルを中心として—」『経営経理研究第80号』
- ・ 倉林陽（2014）「米国コーポレートベンチャキャピタルのベストプラクティの分析と日本の大手企業における課題」
- ・ 経済産業省（2007）『ベンチャー企業の創出成長に関する研究会第3回資料』
- ・ 玄場公規（2010）『イノベーションと研究開発の戦略』芙蓉書房出版
- ・ 佐藤博樹(2010)『働くことと学ぶこと』ミネルヴァ書房
- ・ 鹿野嘉昭（2004）「ベンチャー企業育成のための課題—日米比較の視点を中心として」  
ITEC Research Paper Series
- ・ 清水健太（2010）「コーポレート・ベンチャー・キャピタルの役割の展開に関する日米比較」
- ・ 高橋透・淵邊善彦（2011）『ネットワークアライアンス戦略』日経BP社
- ・ 田中広志(2000)『これから市場戦略はどう変わるか』ダイヤモンド社
- ・ 張淑梅(2004)『企業間パートナーシップの経営』中央経済社
- ・ 中村元一・山下達哉(1993)『アライアンス戦略』ダイヤモンド社
- ・ 中村裕一郎（2013）『アライアンス・イノベーション』白桃書房
- ・ 西村泰洋（2007）『成功する企業提携』エヌティティ出版
- ・ 浜田康行（1996）『日本のベンチャーキャピタル 未来への戦略投資』日本経済新聞社
- ・ 一橋大学イノベーション研究センター（2012）『イノベーションの衝撃』東洋経済新報社
- ・ 松田修一・早稲田大学アントレプレヌール研究会（1994）『ベンチャー企業の経営と支援』日本経済新聞
- ・ 宮脇敏哉（2005）『ベンチャー企業概論』創成社
- ・ 宮脇敏哉（2010）『ベンチャービジネス総論』税務経理協会
- ・ 元橋一之(2014)『アライアンスマネジメント』白桃書房
- ・ 柳孝一・長谷川博和（2005）『ベンチャー企業論』放送大学教育振興会



## 【参考 Web】

- ・ 株式会社ヤクルト本社HP <<http://www.yakult.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 四国化工機株式会社HP <<http://www.shikoku-kakoki.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 伊藤忠商事株式会社HP <<http://www.itochu.co.jp/ja/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 第一製網株式会社HP <<http://www.seimo.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 花王株式会社HP <<http://www.kao.com/jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 株式会社リブドゥコーポレーションHP <<http://www.livedo.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 日本特殊陶業株式会社HP <<http://www.ngkntk.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 株式会社イースタンHP <<http://www.eastern.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 味の素株式会社HP <<http://www.ajinomoto.com/jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ ヤマキ株式会社HP <<http://www.yamaki.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 日本電気株式会社HP <<http://jpn.nec.com/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 日本事務器株式会社HP <<http://www.njc.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 株式会社電通HP <<http://www.dentsu.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 株式会社ビデオリサーチHP <<https://www.videor.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 株式会社日立製作所HP <<http://www.hitachi.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 株式会社アイシーエスHP <<http://www.ics.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 株式会社NTTデータHP <<http://www.nttdata.com/jp/ja/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ ニューソン株式会社HP <<http://www.newson.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ サッポロホールディングス株式会社HP <<http://www.sapporoholdings.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 協同乳業株式会社HP <<http://www.meito.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ トヨタ自動車株式会社HP <<http://toyota.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ ラティス・テクノロジー株式会社HP <<http://www.lattice.co.jp/ja/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 株式会社奥村組HP <<http://www.okumuragumi.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 丸五基礎工業株式会社HP <<http://www.marugokiso.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 凸版印刷株式会社HP <<http://www.toppan.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 東京書籍株式会社HP <<https://www.tokyo-shoseki.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ トップラン・フォームズ株式会社HP <<http://www.toppan-f.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ トスコ株式会社HP <<http://www.tosco.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 株式会社立花エレテックHP <<http://www.tachibana.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 株式会社高木商会HP <<http://www.takagishokai.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 株式会社静岡銀行HP <<http://www.shizuokabank.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 静岡鉄道株式会社HP <<https://group.shizutetsu.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 日立造船株式会社HP <<http://www.hitachizosen.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 神港精機株式会社HP <<http://www.shinko-seiki.com/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 株式会社アサソーディ・ケイHP <<https://www.adk.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 株式会社mediba HP <<http://www.mediba.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 日本通運株式会社HP <<http://www.nittsu.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 日本自動車ターミナル株式会社HP <<http://www.j-m-t.co.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 株式会社ユーグレナHP <<http://www.euglena.jp/>> (2014.12.10アクセス)
- ・ 「日本のコーポレートベンチャーキャピタル (CVC) とは？」  
<<http://www.venturenow.jp/column/miyoshi/20111031015586.html>> (2014.9.3アクセス)
- ・ 入山章栄「革新の種は異分野にあり」  
<<http://www.nikkei.com/article/DGKDZO74517100Z10C14A7KE8000/>> (2014.9.30アクセス)



【資料一覧】

平成 26 年 11 月吉日  
法政大学人間環境学部  
長谷川研究室  
担当：糠塚琴美

未上場企業とのアライアンスに関するアンケート調査のお願い

拝啓

時下ますますご清々の段、お慶び申し上げます。平素は格別のご高配を賜り、厚く御礼申し上げます。

さて、この度、法政大学人間環境学部長谷川研究室では、日経新聞社主催のストックリーグに参加し、「未上場企業と上場企業のアライアンスによるオープンイノベーション」という投資テーマを掲げて調査を行っております。

日本企業の持続可能な発展と成長には、革新技術やノウハウを持つ未上場企業の発展や成長が必要不可欠です。これらの企業が上場企業とアライアンスを組み、企業内部と外部のアイデアを組み合わせることで、革新的で新しい価値を創り出す“オープンイノベーション”に繋がると考えました。

つきましては、未上場企業とのアライアンスに関する詳細をお聞きしたく、アンケート調査票を送付させていただきました。

お忙しい中、誠に恐縮ではございますが、ご協力を賜りますようお願い申し上げます。

敬具

〈回答データの取り扱いについて〉

本調査の回答により得られた情報は、個人情報保護法ならびに法政大学情報保護規定を遵守し、本研究の目的以外には決して使用することはありません。また、本研究が終了し次第、すべての情報を削除いたします。

〈回答期限について〉

送付いたしましたアンケート調査票にご記入の上、下記の送付先に 11 月 11 日（火）を目処に同封した封筒でご返送ください。

〈問い合わせ先〉

法政大学人間環境学部人間環境学科 教授 長谷川直哉

法政大学人間環境学部人間環境学科 3 年 長谷川研究会所属 糠塚琴美

送付先：〒102-8160

東京都千代田区富士見 2-17-1

法政大学人間環境学部資料室気付

長谷川研究室行

E-mail : kotomi.0330@gmail.com

TEL : 080-3273-9396



## 〈質問させていただきたい内容〉

企業名：\_\_\_\_\_

部署名：\_\_\_\_\_

担当者名：\_\_\_\_\_

E-mail：\_\_\_\_\_

電話番号：\_\_\_\_\_

御社の行っている\_\_\_\_\_とのアライアンス（提携）  
についてお聞きます。

※過去に行われていたアライアンスで、現在終了しているものでも構いません。

1) 未上場企業とのアライアンス（提携）は御社の事業にとって必要だとお考えですか。

- a) はい                      b) いいえ

2) アライアンス（提携）の目的はどのようなものですか。（複数回答可）

- a) ブランド力向上      b) 技術の共有              c) 自社の課題解決  
d) 新製品の開発      e) マーケットの拡大      f) コストの削減  
g) 販売力向上  
h) その他 [                      ]

3) アライアンスの内容・手段はどのようなものですか。（複数回答可）

- a) 資金提供      b) 合併事業の実施      c) 経営ノウハウの共有  
d) 人的交流      e) 研究開発              f) 新製品の共同開発  
g) 販売網の活用  
h) その他 [                      ]

4) アライアンスの成果はどのようなものですか。（複数回答可）

- a) ブランド力向上      b) 技術の共有              c) 自社の課題解決  
d) 新製品の開発      e) マーケットの拡大      f) コスト削減  
g) 販売力向上  
h) その他 [                      ]

5) アライアンスのきっかけはどのようなものでしたか。

- a) 未上場企業側からのアプローチ  
b) 自社からのアプローチ  
c) 他社からの紹介  
d) 金融機関・ベンチャーキャピタルからの商会  
e) その他 [                      ]



