

3D strategy

~Beyond Transformation~



応募区分： 大学

チーム ID： SL2501947

チーム名： 3D 調査団

学校名/学年： 同志社大学経済学部 3 年

リーダー名： 飯島

メンバー名： 梅澤、白尾谷

中橋、三浦

指導教員： 新関 三希代 教授

基礎学習

1. 私たちの生活に必要な財やサービスを [1] 生産 し、[2] 流通 させ、[3] 消費 することを経済という。財やサービスには、代金を払った人だけが消費を独占できる [4] 私的財 と、政府が税金等を使って提供する [5] 公共財 とがある。
2. 経済の主体には、生産・流通の主体である [6] 企業、消費の主体である [7] 家計、行政サービスや公共財の提供などを通して一国の経済活動を調整する主体である [8] 政府 がある。
3. 通貨には、紙幣や硬貨などの [9] 現金通貨 と、銀行などに預けられており振替などで決済手段として機能する [10] 預金通貨 とがある。
4. 国民の金融リテラシー向上を目的として 2024 年に設立された [11] J-FLEC 金融経済教育推進機構 は、金融経済教育の機会を幅広い年齢層に向けて全国的に提供することを目指し、学校や企業などに講師派遣や、セミナーなどを行っている。
5. 2024 年から始まった新 NISA に関する説明文のうち、正しいものは？ [12] d
 - a. 新 NISA では、資産を積極的に投資に振り向けることを目的に、年間投資額の上限が撤廃された。
 - b. 新 NISA には、毎月積み立てる「つみたて投資枠」と、対象商品が多い「成長投資枠」の 2 つの枠があり、どちらか一方を選択する。
 - c. 新 NISA では、複数の金融機関で NISA 口座を開設できる。
 - d. 新 NISA の口座は、18 歳以上であれば親の同意なしで作ることができる。
6. 日本では人口減少が進む中、性別や年齢、言語や宗教など多様な視点を有する人たちが構成される組織のほうが強さを増すという [13] ダイバーシティ の重要性が指摘されている。
7. アメリカが離脱した TPP の基本的な内容を引き継いで締結された「環太平洋パートナーシップに関する包括的先進的な協定 (CPTPP)」は、2024 年にイギリスが参加し現在は [14] 12 か国となっている。一方、「地域的な包括的経済連携協定 ([15] RCEP)」は、日本や中国、韓国など東アジアを中心に [16] 15 か国が参加し、世界の人口と GDP のおよそ 3 割を占める世界最大規模の自由貿易圏である。
8. グローバル化の進展に関する次の説明文のうち、正しいものは？ [17] c
 - a. 貿易が自由化され、安い輸入品が国内に入ってくることは、消費者にとっても国内の生産者にとってもメリットになる。
 - b. 貿易の自由化に加え、知的所有権や労働者の移動など、幅広い分野での協力を定めた協定を自由貿易協定 (FTA) と呼ぶ。
 - c. 自然災害等によりグローバルなサプライチェーン (供給連鎖) が分断されると、世界経済に悪影響が及ぶ懸念がある。
 - d. 近年の日本の国際収支統計をみると「第一次所得収支」が大幅な赤字を計上している。
9. SDGs17 の目標達成のために、どのように資金を集めるかが企業の課題となっており、二酸化炭素を大量に排出するなど環境負荷の大きな事業に対しては、金融機関が融資を停止する動きがある。これは [18] ダイベストメント と呼ばれている。

10. 「持続可能な開発目標 (SDGs)」の 17 の目標のうち、今回、グループで設定した投資テーマと特に関連が深い目標を挙げ (3 つ以内)、その主な理由を記述してください。

関連の深い SDGs の目標	その主な理由
8 : 働きがいも成長も	選定企業は、適切な資源配分を通じ、企業の収益力および成長性強化によるマクロ経済の好循環の実現を促すため。
9 : 産業と技術革新の基盤を作ろう	選定企業は、「3D 戦略」を通じ、成長領域へ経営資源の再配分を行い、日本独自の技術優位性を活かした持続的な技術革新と価値創造を促すため。
12 : つくる責任、つかう責任	選定企業は、「三方よし」の取組を通じて、ステークホルダーへの配慮と付加価値創出の両立を実現するため。

11. 「ESG 投資」で重視する 3 つの要素の組み合わせとして、正しいものはどれか? [19] b
- 経済 — 科学 — 成長
 - 環境 — 社会 — 企業統治
 - 効率 — 持続可能性 — 企業統治
12. 日本最大の証券取引所は、東京証券取引所 (東証) であるが、その他にも [20] 札幌、[21] 名古屋、[22] 福岡 に地方証券取引所があり、地域経済や地域企業のサポート役として存在している。
13. 投資のリスクを小さくする方法には、「長期」、「分散」、[23] 積立 の 3 つが重要とされている。分散投資は [24] 資産 や、[25] 地域、[26] 時間 を分けることで安定した収益が期待出来る。
14. 「積立投資」に関する次の説明文のうち、誤っているものは? [27] c
- 積立投資は、定期的に株式などの金融商品を購入する投資の方法の一つである。
 - 積立投資には定量購入と定額購入の 2 つがある。
 - 積立投資は、元本が保証されている安全な投資方法である。
 - ドル・コスト平均法では、株価が高いときには少ない数しか株を買えないが、株価が下がれば購入できる株が多くなり平均的な購入価格を抑えることができる。
15. 「人々の注目や関心が経済的な価値を持つ」ということから、SNS で特徴的なビジネスモデルとなっている一方、偽・誤情報の拡散や炎上を助長させる構造を有しており、世界各国で様々な対策や取り組みが進められている考え方はなにか。 [28] アテンション・エコノミー
16. 次のうち、株主から出資してもらったお金 (自己資本) をどのくらい上手に使って利益を上げているのかを見るための指標はどれか。 [29] a
- ROE
 - 自己資本比率
 - PER
 - PBR

要旨

近年、日本経済および資本市場は、歴史的な成長モデルの転換点に直面し、新たな経営のあり方が問われている。この構造転換の核心は、デフレ脱却に伴う約 17 年ぶりの「金利のある世界」への回帰と、企業統治改革をはじめとする市場規律の強化という、企業を取り巻く 2 つの環境変化にある。金融政策の正常化による企業の支払利息の増加と企業統治改革による株主や資本収益性を意識した経営転換の要請は、資本コスト以上のリターンを創出する本質的な「稼ぐ力」の必要性を顕在化させる。

しかし、現状の日本企業の「稼ぐ力」は依然として不十分であると言わざるを得ない。独自分析によれば、価値創造を行っていない資本効率の低い事業が、全体の約 3 割と最大の割合を占めている。こうした状況を脱し、「稼ぐ力」を確立させるためには、各事業の収益性や成長性を考慮した上で、最適な経営資源の配分を行うことが必要不可欠である。

そこで本稿では、転換点に直面する現在、企業価値を持続的に向上させる鍵は、経営資源の最適配分を断行する**事業ポートフォリオ戦略**の実行にあると結論づけた。そして、この戦略を完遂するために不可欠な能力を以下の 3 つの要素に分解し、これらを「**3D 戦略**」と定義した。第 1 に、収益性や成長性が見込みがない事業の撤退や売却を行う「**Divestiture (事業新陳代謝)**」。第 2 に、撤退や売却、本業の稼ぎによって得た経営資源をコア事業や成長領域へ再配分し、新たな価値を創出する「**Development (成長投資)**」。第 3 に、不確実な環境変化に対応し、これらの施策を一過性のものとせず、持続的に変革をし続ける「**Dynamics (変革持続性)**」である。

本稿の特徴は、すでに変革を完了した企業ではなく、現在進行形で事業ポートフォリオ戦略を実行し、飛躍的な成長を遂げるポテンシャルを有する企業に焦点を当てた点にある。変革における Divestiture や Development は、一時的なリスクや損失を前提とする。そこで、変革に伴うリスクを投資で支えるべく、スクリーニングにおいては、過去に非効率な事業形態にあったものの、直近で改善の兆しを見せている企業を抽出した。その上で、行動経済学などを用いた課題分析から Divestiture の必要要素を抽出し、米国上場企業をモデルにした定量・定性データによる比較分析から Development の要件を導出した。さらに Dynamics においては、非財務資本を推進力とした競争優位の再構築能力に着目し、企業選定を行った。計 5 段階のスクリーニングを経て 20 社による「**3D ファンド**」を構築した。

ファンドを構成した後、リスク・リターン分析を実施し、「3D ファンド」のパフォーマンスにおける優位性を示した。さらに、推移分析と比較分析を通して、事業ポートフォリオ戦略の動向に対する考察を定量的に行い、「3D 戦略」の実現可能性と潜在的な成長性の裏付けを示した。日本経済および資本市場における構造転換をきっかけに、事業ポートフォリオ戦略を実行できる「3D ファンド」への投資を行うことこそが、企業の中長期的な企業価値向上と成長の後押しとなる。そして、選出した企業の成功に他者が追随するという好循環を生み出し、ひいては日本再興への道筋になることを切に願う。

目次

第 1 章 テーマ決定の背景	5	第 3 章 ポートフォリオ分析	21
第 1 節 日本経済における転換点	5	第 1 節 投資比率の決定	21
第 2 節 日本企業の経営の変遷	5	第 2 節 銘柄紹介	22
第 3 節 日本企業の実態分析	7	第 3 節 フィールドワーク	25
第 2 章 スクリーニング	9	第 4 節 リスク・リターン分析	26
第 1 節 スクリーニング概要	9	第 4 章 実証分析	28
第 2 節 第 1 次スクリーニング	9	第 1 節 事業ポートフォリオ評価スコアの改善	28
第 3 節 第 2 次スクリーニング	10	第 2 節 将来の成長性の推計	28
第 4 節 第 3 次スクリーニング	12	第 5 章 終わりに	29
第 5 節 第 4 次スクリーニング	15		
第 6 節 第 5 次スクリーニング	19		

第 1 章 テーマ決定の背景

第 1 節 日本経済における転換点

現在の日本の資本市場および実体経済が直面する**構造転換**について、インフレに伴う**金融政策の正常化**と企業統治改革に伴う**市場規律強化**の 2 点から説明する。

第 1 に、インフレ定着に伴う金融政策の正常化である。国際市況の高騰や円安などによる輸入物価の上昇により、2022 年 12 月、日本の物価上昇率は第 2 次オイルショック以来、約 40 年ぶりの 4% の高水準を記録した。その後、賃金と物価が連動して上昇する好循環への転換が見込まれたことを受け、日本銀行は 2024 年に 17 年ぶりとなる利上げを決定した（日本経済新聞[2024]、渡辺[2024]参照）。同時に政府も、この持続的なインフレ基調への転換を、デフレからの完全脱却と「成長型経済」へ移行するための分岐点として位置づけている（内閣府[2025]参照）。これは、長らく続いた「金利のない世界」の終焉を意味するものである（第 1 図参照）。

第 2 に、企業統治改革による資本コストへの意識の高まりである。かつての日本企業の経営は安定株主に支えられてきた。しかし、2015 年の「日本再興戦略」を契機とする企業統治改革によって、株式持ち合い解消や政策保有株売却の機運が高まった。その結果、第 2 図で示すように、従来の安定株主に依存した経営構造が見直され、外国人投資家やアクティビストなどの圧力がより一層働くようになった（田村[2025]参照）。

これら 2 つの変化は、低収益体質を温存してきた日本企業に対して、厳しい市場の規律を課すこととなる。これまで長らく続いた異次元の金融緩和や株式持ち合いは、本来、市場から退出すべき低収益で低成長の企業の延命を許容してきた（Hong *et al.*[2022]、Schaede[2020]、山田他[2022]参照）。しかし、金融政策の正常化による支払利息の増加は、企業の収益を圧迫することになる。また、投資家が要求する期待収益率を達成できない企業は、アクティビストの標的となるリスクや資本市場からの評価低下による上場維持コストの増大に直面する。すなわち、資本コストに見合うリターンを上げられない企業に対し、市場からの退出を促す圧力が高まるのである。そして、このようなプロセスは、経済や企業全体で見ると、非効率的な部門から高付加価値を生み出す部門へと資本や労働を移動させるという資源配分の最適化を促進させる（服部他[2024]参照）。

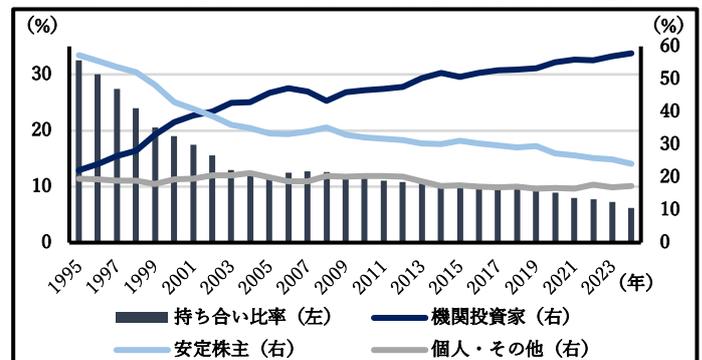
したがって、構造転換を経た新たな経済環境において日本企業に必要な不可欠なものは、デフレ期に常識とされたコスト削減に終始する経営ではなく、自己変革を通じて資本コストを上回るリターンを創出する「**本質的な稼ぐ力**」である。そして、この真に「稼ぐ力」を持つ企業こそが、構造転換後の世界で持続的な企業価値向上を実現させることができる。

第 1 図 消費者物価指数と政策金利の推移



（注）e-Stat・日本銀行[2025]より独自作成

第 2 図 持ち合い比率と日本株式保有率の推移



（注）JPX[2025]・野村資本市場研究所[2025]より独自作成

第 2 節 日本企業の経営の変遷

本節では、企業が乗り越えるべき課題と必要とされる要素を、戦後の日本の成長を支えた経営体制の変遷、および企業統治改革の観点から考察した。その結果、「**PL 偏重経営**」からの**脱却**と、資本コストや資本収益性を重視した**経営資源の最適配分**の重要性が浮き彫りになった。

第 1 項 高度経済成長の戦略

1950 年代半ばから 70 年代初頭にかけて、高度経済成長を推進した原動力は、財政金融政策と大量消費の最終需要に支えられた企業の大規模設備投資であった。そして、当時の日本企業における経営戦略は、メインバンク制と株式持ち合いを基盤に、拡大する需要を取り込む**規模の経済**を追求することであった（Schaede[2020]参照）。

総人口増加に伴う豊富な労働供給と消費の拡大を背景に、高度経済成長期では、さまざまな産業で事業を拡大し、「終身雇用」「年功序列」「企業別労働組合」をはじめとする日本的経営を確立させた。当時は、いかにコストを削減しながら

ら市場シェアを拡大するかが経営の最重要課題であった。また、多角化戦略も成長を加速させる有効な手段として機能していた（上野[2011]参照）。

このような経営戦略は、「大量生産・大量消費」の時代では合理的なものであった。しかし、この高度経済成長期の成功体験が売上の最大化を目的とするなど、「規模」を過度に重視する企業文化の醸成につながった（朝倉[2018]、Schaede[2020]参照）。

第 2 項 バブル崩壊・リーマンショックの遺産

1990 年以降のバブル崩壊および 2008 年のリーマンショックは、一時的な景気後退にとどまらず、日本企業の成長前提に大きな影響を及ぼした。バブル崩壊による長期的な日本経済の停滞、さらに、リーマンショックによる外需縮小は、従来の「ものづくり」で価値創造に繋げるといふ高度経済成長期の成功法則を機能不全に陥らせた（延岡[2011]参照）。多くの日本企業は、巨額の事業赤字の計上や倒産を経験したにもかかわらず、過去の成功体験から脱却することができず、抜本的な事業構造の改革ではなく、既存事業の延命やコスト削減に終始した。

こうした経済危機を通して、日本企業においては損益計算書（以下、PL とする）における数値を過度に意識する「**PL 偏重経営**」が定着した。その根底には、株主資本コストや資本収益性などに対する認識の低さがあった。結果として、企業は株主価値の最大化よりも経営の安定や保身を優先し、将来への投資の抑制や、現金保有を厚くする「守りの経営」を行うようになった（Sher[2014]参照）。また、長期化するデフレのもとで、経営の主眼は人件費や設備投資の削減を行い、目先の営業利益の確保や売上規模の維持に置かれた（経済産業省[2014]参照）。

以上の貸借対照表（以下、BS とする）や資本効率を軽視した「PL 偏重経営」は、不採算事業への利益移転によって生じる多角化ディスカウントや不正会計を助長した（朝倉[2018]、浜田[2016]参照）。結果として、経済全体において労働所得や投資は低迷し、成長が停滞する悪循環が定着するに至った。

第 3 項 企業統治改革の成果と課題

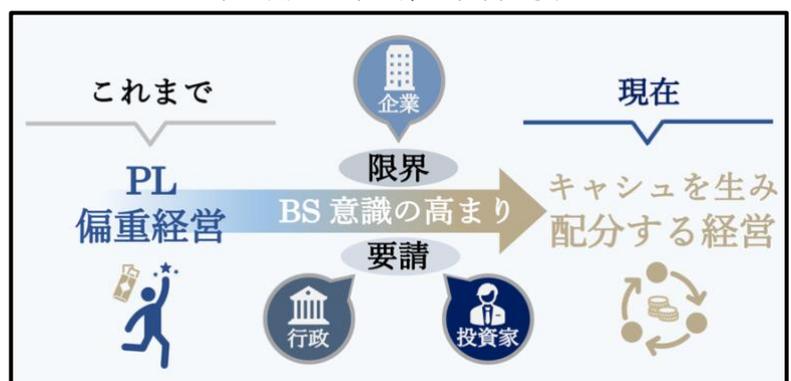
資本コストや資本収益性を軽視した「PL 偏重経営」は、日本企業の閉鎖的で非効率的な経営構造の脆弱さに起因している（Aoyagi and Ganelli[2017]参照）。政府および公的機関はこの課題に対し、制度面からの是正を図ってきた。そして、企業統治改革の実施から 10 年が経った現在、さらなる企業価値向上のためには、**経営資源を適切に配分する能力が不可欠**となっている。

具体的には、2014 年に経済産業省が公表した「伊藤レポート」が、日本企業の目指すべき最低限の資本効率（ROE 8%以上）を明示し、資本コストを意識した経営への転換を促した。これを受け、2015 年には「日本再興戦略」の一環として「コーポレートガバナンス・コード（以下、CGC とする）」が策定された。その後も、東京証券取引所や金融庁による「市場区分の再編」や「資本効率や株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を通じて、改革の実効性を追求してきた。また、こうした制度的な環境変化はアクティビストの活動を後押しし、2025 年の株主提案数は過去最多を更新した（野村総合研究所[2025]参照）。アクティビストは企業に対して株主還元の拡充、経営陣の交代などの働きかけを行い、市場規律を通じた改革圧力を一段と強めている。

これらの一連の政策や市場圧力により、企業は資本コストを意識した経営状況の開示、独立社外取締役の設置など形式的なガバナンス体制の整備を進展させた。しかし、本質的な施策の目的は、持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向け、資本コストや資本収益性を意識した上で経営資源の適切な配分を実現することである（日本証券取引所[2025]参照）。また、2026 年に計画されている CGC 改訂では、現預金の活用に関する説明責任などが焦点となっており、経営資源の配分能力がより一層重要視される段階に入っている（金融庁[2025]参照）。

以上のように、これまで日本企業は長らく「PL 偏重経営」を維持してきたが、政府や公的機関および投資家の要請により、改善の試みがなされてきた。そして、現在ではキャッシュを生み、資本コストや資本収益性を意識した適切な**経営資源の配分**を行う経営がより重要なフェーズに移り変わっているのである（第 3 図参照）。

第 3 図 日本企業の経営の変遷



第 3 節 日本企業の実態分析

本節では、日本企業の資本配分状況を定量的に評価し、**事業ポートフォリオ戦略**の実行が必要不可欠であると結論づけた。そして、事業ポートフォリオ戦略に求められる能力を **Divestiture**、**Development**、そして **Dynamics** の 3 つの D とし、「**3D 戦略**」と名付けた。

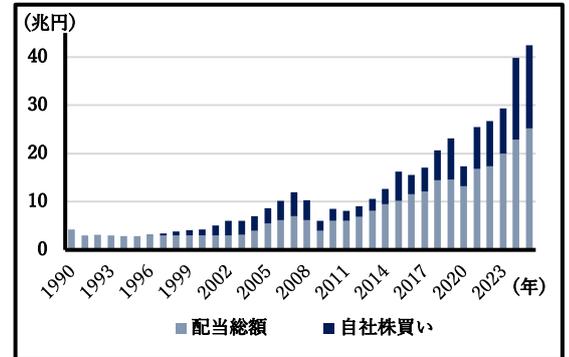
第 1 項 経営資源の配分

現在の日本企業は経営資源配分を最適化し、将来の成長に向けた再配分を実現できているのだろうか。この問いに答えるべく、本項では **キャピタルアロケーション**の観点から検証する。

経営資源の配分実態は、企業活動の源泉となる資金の使い道、つまり **キャピタルアロケーション**において最も端的に表れる。企業の資金配分行動は、「**将来の成長に向けた再投資**」、あるいは「**余剰資金の株主還元**」の 2 つに集約される。これは、現代ファイナンス理論において、期待収益率を上回る投資機会（正の NPV 事業）が存在する場合にのみ成長事業へ資金を投じ、そうでない場合には株主に資金を返還することが合理的な資金配分であるとされるためである（Miller and Modigliani[1961]参照）。

この観点から現状を整理すると、次のような日本企業の状況が明らかになった。第 4 図に示す通り、日本企業では自社株買いや増配といった株主還元が記録的な水準で増加している（日本経済新聞[2025a]参照）。期待収益率を下回る事業への無理な投資を避け余剰資金を株主に還元することは、企業価値の毀損を防ぐという点で経済合理性に適った判断である（Jensen[1986]参照）。しかしながら、株主還元が記録的な水準で積み上がっているという事実は、日本企業において資本コストを上回る投資機会が構造的に不足している証左でもある。株主還元が進む一方で、その原資を生み出す事業そのものに目を向けると、資本効率の低い、あるいは価値を毀損している事業を温存している可能性は否定できない。そこで次項では、このような状況を成長への投資不足の裏返しと捉え、現在日本企業が保有する事業状況について客観的に検証する。

第 4 図 株主還元の推移



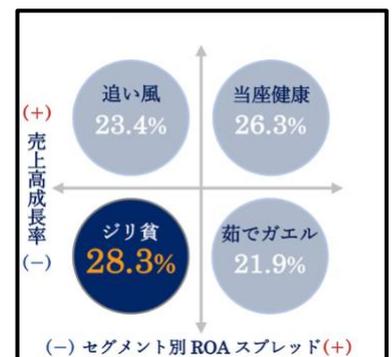
(注) 野村証券[2025]より独自作成

第 2 項 事業ポートフォリオとしての価値創造

本項では、佐藤[2022]に基づいた独自算出と加賀谷[2025]の先行研究を踏まえ、日本企業が所有する事業の現状を分析した。その結果、依然として**低収益かつ低成長**の事業を有しており、多くの事業で企業価値を毀損していることが明らかになった。

はじめに、佐藤[2022]は、企業の価値創造が「成長」と「稼ぐ力」によって牽引されることから、企業が有する複数事業の質についてもこれら 2 要素で評価することが望ましいと指摘した。そこで本稿では、佐藤[2022]を踏まえ、売上高の計測年度から過去 2 年度間の平均成長率（当年度と 2 年度前の売上高比率の平方根）を「成長」と定義した。「稼ぐ力」については、本来、ROIC が適切であるが、事業別財務データの制約から、代替指標として ROA を用いた。資本コストにおいては、全社 WACC に総資産に対する投下資本比率を乗じて推計し、セグメント別 ROA との差である ROA スプレッドを算出した。分析対象年度は、COVID-19 の影響を受ける以前で、企業活動が安定していた 2019 年度と直近の 2024 年度の 2 時点とした。なお、データは

第 5 図 価値創造事業分析



(注) Bloomberg Terminal・日経 NEEDS より独自作成

Bloomberg Terminal および日経 NEEDS から取得した。その結果、第 5 図に示されるように、**28.3%**の事業が「成長」と「稼ぐ力」の双方でマイナスとなり、「追い風」および「当座健康」の事業数を上回り、**最も高い割合**を占めた。

また、加賀谷[2025]は各国の上場企業の資本配分状況を分析し、以下の結果を示している。分析では、ROIC および株式市場の評価の高さを示すトービンの q を算出し、各国の上場企業を 5 つの区分に分類した。その結果、第 1 表で示す通り、米国や欧州では、トービンの q と ROIC がともに高い「価値創造」群に占める企業の割合は、40%を超えている。一方で、日本企業は **23.9%**と低く、価値を創造する事業への資本配分が不十分であるという課題を指摘している。

第 1 表 価値創造企業の割合

国名	価値創造群企業割合
米国	43.1%
欧州	40.1%
日本	23.9%

(注) 加賀谷[2025]より独自作成

以上のような投資の非効率性は、企業の資本生産性の低下を招き、企業価値を毀損する要因となる（佐藤[2022]、加賀谷[2025]参照）。したがって、企業は経営資源の適切な配分を通じて、低収益で低成長の事業から、資本コストを上回るリターンが見込める事業へと積極的に投資をシフトさせ、価値創造を実現する必要がある。

第 3 項 事業ポートフォリオ戦略

資本コストを上回る価値の創出には、各事業の成長性や収益性を考慮し、事業の強化や撤退を判断する、**事業ポートフォリオ戦略の実行が必要不可欠**である。そこで本項では、これまでの分析結果を踏まえ、「資本の投下、回収、そして再配分」という企業活動の循環プロセスから、戦略を成功させるために必要な以下の 3 つの要素を導出した。

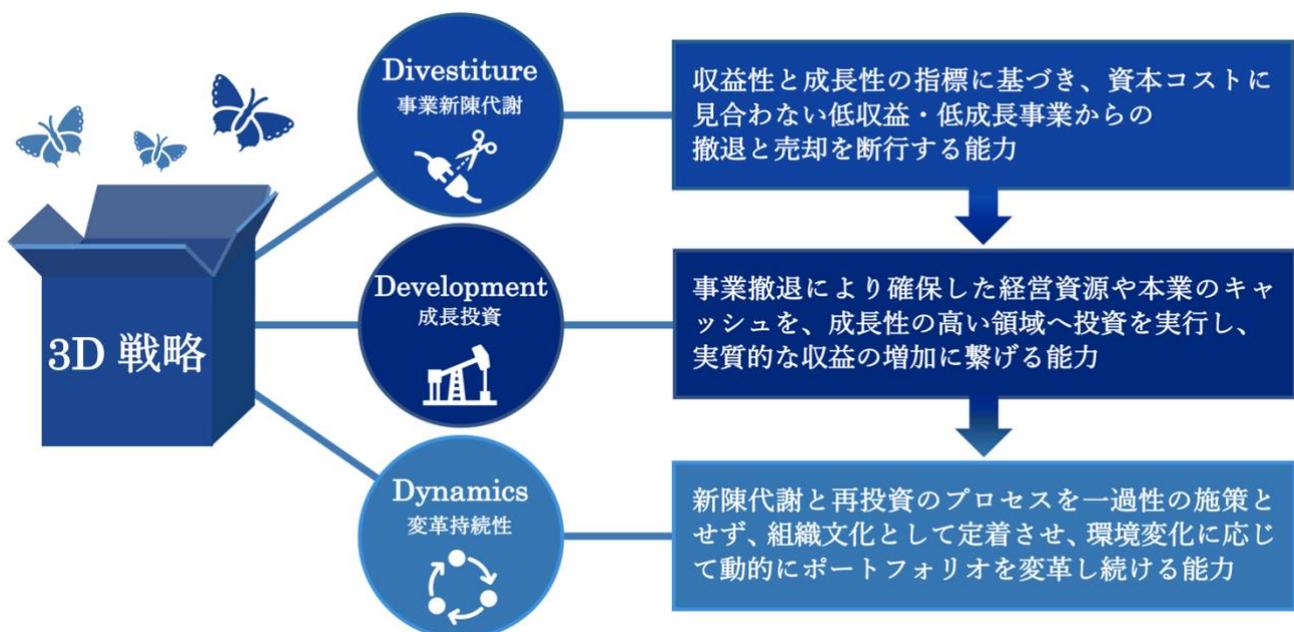
第 1 に、**不採算事業や黒字事業であっても、資本収益性や成長性が見込みがない事業を売却、あるいは撤退を行う能力**である。これまでの現状分析から明らかなように、日本企業は低収益かつ成長性が見込みに乏しく、価値創造につながらない事業を依然として多く所有している。そして、田村[2021]が指摘するように、資本コストを上回らない事業は、投下資本の程度にかかわらず、企業価値の向上には寄与しない。また、日本企業は特有の制度や企業統治の構造的な問題から、事業撤退や売却を不得意とする傾向にあると指摘されている（猿山[2018]、仁村[2012]参照）。したがって、企業価値向上には、資本コストに見合わない事業からの撤退や売却を実行する能力が、事業ポートフォリオ戦略実行の起点として必要不可欠である。そして、この能力を **Divestiture（事業新陳代謝）** と名付ける。

第 2 に、**撤退や売却や本業の稼ぎによって生み出された資源を、コア事業や成長性のある事業に配分し、事業ポートフォリオ戦略を成果に繋げる能力**である。日本企業は元来、同一組織内で「稼いでいる事業」の利益を「稼げない事業」の補填に回す傾向がある（牛島[2025]参照）。しかし、資本コストを上回る資源配分を行うためには、資源を非効率な相互補助に費やす慣習を断ち切り、事業撤退や売却を行った後、成長事業への投資を実行する能力が求められる。また、自社の経営計画に沿わない過度な自社株買いだけでなく、適度なリスクテイクを行い、中長期的な視点の成長投資を断行することも重要である（野村資本市場研究所[2023]参照）。したがって、事業ポートフォリオ戦略を企業価値向上に繋げるためには、事業撤退や売却を生かして、新たな資源を生み出すための成長投資に回す能力が必要である。そして、この能力を **Development（成長投資）** と名付ける。

第 3 に、**不確実な環境変化に対応し、これらの施策を一過性のものとして終わらせない能力**である。Teece *et al.*[1997] は、急激に変化する市場環境の中で、自社が所有する経営資源を柔軟に組み換え、競争優位を構築することが重要であると指摘している。つまり、事業ポートフォリオ戦略においても、常に外部環境の変化に対応する形で見直す必要がある。そして、この能力を **Dynamics（変革持続性）** と名付ける。

以上の考察を踏まえ、Divestiture、Development、そして Dynamics の三位一体の能力を持つ企業こそが真に事業ポートフォリオ戦略を完遂できる企業であると結論づけた。そしてこの 3 つの能力を「**3D 戦略**」と位置づけ、改めて定義を行い、第 6 図に示す。

第 6 図 3D 戦略の定義



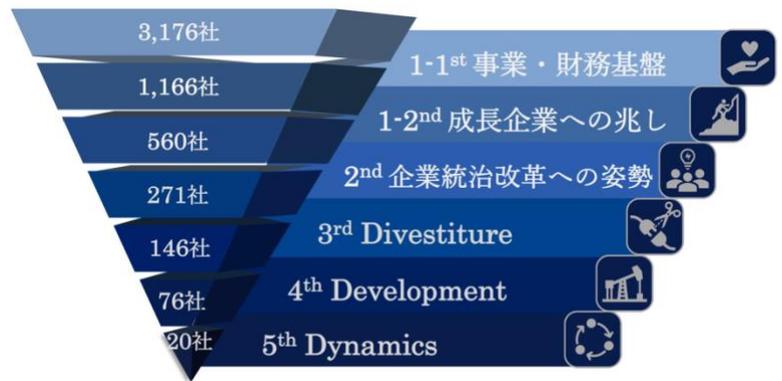
第 2 章 スクリーニング

第 1 節 スクリーニング概要

前述の背景を踏まえ、本稿では「日本経済および資本市場が直面する構造転換を企業自身で乗り越え、成長を実現させるポテンシャルを有した企業は企業価値が向上する」という仮説のもとに企業を選出する。本稿では、企業統治改革の観点からスクリーニングを行うため、2025 年 11 月 1 日時点で、改革の対象となるスタンダード市場およびプライム市場に上場する 3,176 銘柄を対象とした。また、スクリーニングや企業評価に関するデータに関しては、日経 NEEDS、有価証券報告書、統合報告書、そして Bloomberg Terminalなどを参考にした。

はじめに、第 1 次スクリーニングでは、中長期的な経営が行えること、そして事業を複数有していることを前提条件とした。また、事業ポートフォリオ戦略の実行には、構造改革によるリスクや損失が伴うことから、そのリスクを投資で支えるべく、現在進行形で変革を行っていることも条件として加えた。続いて、第 2 次スクリーニングでは、企業統治改革の観点から、「PL 偏重経営」を脱し、BS に対する経営意識を有する企業を評価した。そして、第 3 次、第 4 次スクリーニングでは、経営資源の再配分の観点から、Divestiture と Development のポテンシャルを有する企業を抽出した。最後に、第 5 次スクリーニングでは、持続的な変革が行える Dynamics の能力を測定した。以上の全 5 段階のスクリーニングを通して 20 社を選出し、「3D ファンド」を構築した（第 7 図参照）。

第 7 図 スクリーニング概要



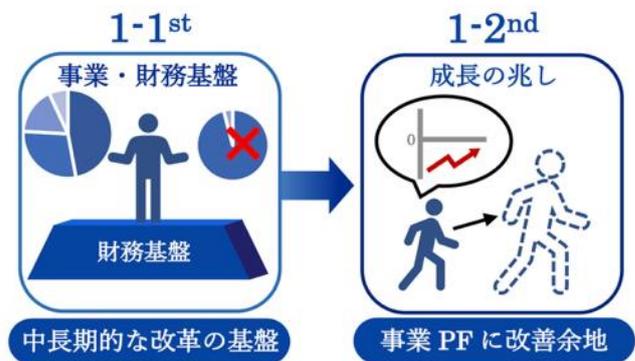
第 2 節 第 1 次スクリーニング

本節では、事業ポートフォリオ戦略を適切に行うことのできる 2 つの前提条件を備え、現在進行形で戦略を推進し、将来にわたって成長が期待できる企業を評価する。

具体的には、中長期的な事業ポートフォリオ変革を実行し得る事業基盤および財務基盤を備え、事業形態に改善余地を残す成長ポテンシャルを持った企業を対象とした。事業ポートフォリオ戦略に伴う Divestiture や Development は、一時的なリスクや損失の伴う構造改革となる。そこで本稿では、投資による後押しで成功モデルを創出し、他企業の追随を促す波及効果によって日本再興へと繋げる。

以上の理由から、変革を終えた企業ではなく、あえて変革の最中である企業を選出することにした。第 1 次スクリーニングの概要図は第 8 図の通りである。

第 8 図 第 1 次スクリーニングの概要図



第 1 項 事業・財務基盤

本項では、事業ポートフォリオの組み換えが可能な複数の事業、および中長期的な視点で経営を行える財務基盤を有している企業を選定する。

はじめに、複数事業を展開する企業に関しては、多角化戦略を分類した Rumelt[1974]の定義より、コア事業セグメントの売上高比率が 95%を上回る単一セグメント企業を除外した（第 2 表参照）。

第 2 表 コア事業セグメント売上高比率

1 - 1 st - ① 複数事業を展開する企業か	
$\text{コア事業セグメント売上高比率} = \frac{\text{コア事業セグメントの売上高}_i}{\text{総売上高}_i}$	
コア事業セグメントの売上高 _i : 企業iの売上高最大事業セグメントの売上高	総売上高 _i : 企業iの連結売上高

次に、中長期的な経営が可能な財務を有する企業に関しては、白田[2003]の SAF2002 モデルを採用する。白田[2003]は当該モデルについて、経済的側面から企業の将来性に対する評価についても加味しており、企業の今後を見据えた分析が可能であると示唆している。この式の測定値が 0.68 を下回る企業は倒産の危険が認められるため、0.68 より大きい 1,166 社を通過とした。モデルを以下に示す（第 3 表参照）。

第 3 表 倒産予知モデル

1 - 1 st - ② 中長期的な経営を支える財務基盤があるか	
$SAF = 0.01036x_1 + 0.02682x_2 - 0.06610x_3 + 0.02368x_4 + 0.70773$	
x_1 : (内部留保/総資産) × 100	x_2 : (税引前当期純利益/総資産) × 100
x_3 : 棚卸資産/月別平均売上高	x_4 : (支払利息・割引料/売上高) × 100

第 2 項 成長企業への兆し

本項では、**現在進行形で事業ポートフォリオ戦略を実行し、将来的な成長が見込める企業**を選定する。具体的には、数年前まで非効率な事業形態であったが、その後上昇傾向に転じた企業である。

佐藤[2022]は、企業価値を牽引する「成長（売上高成長率）」と「稼ぐ力（税引後 ROIC スプレッド）」から事業ポートフォリオの質を評価し、投資による価値創造と破壊の関係を示している。これに基づき、事業ポートフォリオ評価スコアが 2023 年度のマイナスから 2024 年度以降に上昇へ転じている企業を選出した（第 4 表参照）。スクリーニングの結果、1,166 社の中から今後、成長に転じるための前提条件を有した 560 社が選出された。

第 4 表 事業ポートフォリオ評価スコア

1 - 2 nd	事業ポートフォリオ変革途上の企業
$\text{事業ポートフォリオ評価スコア} = (\text{符号}) \times \text{売上高成長率} \times \text{税引後 ROIC スプレッド} $	
符号：売上高成長率および税引後 ROIC スプレッドともに正の場合に(+)、その他の場合は(-)	

第 3 節 第 2 次スクリーニング

本節では、事業ポートフォリオ戦略に取り組む上で求められる**企業統治改革に対する基本的な姿勢**を評価するにあたり、2 つの観点からスクリーニングを行う。具体的には、第 1 に「PL 偏重経営」からの脱却、第 2 に BS に対する意識である。

バブル崩壊やリーマンショックで形成された「PL 偏重経営」は、目先の利益最大化が目的化するため、非効率な経営や粉飾事件につながる。このような思考の定着は、資本効率を意識した経営や適切な経営資源の配分を妨げる要因となる。加えて、企業統治改革では、BS を意識した上で、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を目指す経営判断が重要視されている。以上を踏まえ、「PL 偏重経営」を脱却し、その上で PL だけでなく BS に対する姿勢が経営に反映されている企業を選定する（第 9 図参照）。

第 9 図 第 2 次スクリーニングの概要図



第 1 項 「PL 偏重経営」からの脱却

本項では、企業における「PL 偏重経営」からの脱却を評価するにあたり、経営者の裁量的な会計行動を検討する。実証会計学の研究では、経営者が利益目標を達成するために、裁量的な会計操作を行う動機が存在を指摘している（Degeorge *et al.*[1999]参照）。また、Graham *et al.*[2005]は、多数の CEO が短期的な利益目標達成のために、長期的には企業価値を毀損する行動も取り得ると示唆している。そこで、Kaszniak[1999]による CFO 修正ジョーンズモデルを用いて、経営者の裁量的な会計行動の程度を測定することで「PL 偏重経営」からの脱却状況を判断する（第 5 表参照）。

第 5 表 CFO 修正ジョーンズモデル

2 - 1 st 「PL 偏重経営」からの脱却			
$\frac{TAC_t}{A_{t-1}} = \alpha_0 \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_1 \frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta CFO_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t, \quad TAC_t = E_t - CFO_t$			
TAC_t : t期における会計発生高	ΔREV_t : t期における前年の売上高差額	ΔREC_t : t期における前年の売上債権差額	PPE_t : t期における有形固定資産
CFO_t : t期における営業 CF	ΔCFO_t : t期における前年の営業 CF 差額	A_{t-1} : t-1期における期末総資産	ε_t : 誤差項

会計上の利益と営業キャッシュフローの差分である会計発生高は、事業活動に伴い自然発生する非裁量的発生高と、経営者によって操作可能な裁量的発生高に分けられる。第 5 表の回帰式によって得られた係数を用い、予測された値と実際の会計発生高との乖離 (ε) を裁量発生高とし、この値が小さいほど「PL 偏重経営」による利益操作が行われていないと解釈した。

第 2 項 BS に対する意識

本項では、企業における BS の健全性および資本効率や資本コストを意識する経営姿勢を評価する。評価の定量化には、Khan and Watts[2009]の会計保守主義のモデルを用いた。

一般的に経理処理の方針として認識される会計保守主義は、先行研究によれば、企業の投資行動や資本コストに直接的な影響を与えるガバナンスの機能を果たすことが示されている。Watts[2003]は、会計保守主義が経営者に不都合な情報を隠蔽することを抑制し、契約の効率性を高めることで、企業価値向上に寄与すると指摘している。また、Lara *et al.*[2016]の実証研究においては、会計保守主義が高い企業ほど、将来キャッシュフローに繋がらない過剰な投資が抑制され、投資効率の向上に繋がることが明らかにされている。これは、損失を早期に認識する会計方針が、経営者に対して不採算事業からの迅速な撤退や事業ポートフォリオの見直しを促すためである。

以上より、会計保守主義は単に会計に対する慎重さを示すにとどまらず、資本効率を意識した投資規律が機能していることを反映した概念であると言え、BS を意識した経営ができていないかを判断する上で、妥当なモデルである。

会計保守主義の測定には Khan and Watts[2009]の C_Score を用いる。C_Score は Basu[1997]によって提案されたモデルを拡張し、個別企業の年度ごとの測定を可能にしたものである。以下に、本モデルによって導出した係数をもとに、Khan and Watts[2009]が定義した線形関数を示す (第 6 表参照)。

第 6 表 Khan and Watts[2009]の線形関数

式 (1) 【推定式】	
$C_{Score} \equiv \beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 Size_i + \lambda_3 \frac{M_i}{B_i} + \lambda_4 Lev_i$	
$Size_i$: 企業iの時価総額の自然対数	M_i : 企業iの時価総額
B_i : 企業iの自己資本簿価	Lev_i : 企業iの負債比率

式(1)を Basu[1997]のモデルに代入した拡張モデルを用いて、年度ごとにクロスセクション回帰分析を行い、市場共通のパラメータ (λ) を推定する。拡張モデルは以下の回帰式で表される (第 7 表参照)。

第 7 表 クロスセクション回帰分析

式 (2) 【推定式】			
$X_i = \beta_1 + \beta_2 D_i + R_i \left(\mu_1 + \mu_2 Size_i + \mu_3 \frac{M}{B_i} + \mu_4 Lev_i \right) + D_i R_i \left(\lambda_1 + \lambda_2 Size_i + \lambda_3 \frac{M}{B_i} + \lambda_4 Lev_i \right) +$ $(\delta_1 Size_i + \delta_2 \frac{M}{B_i} + \delta_3 Lev_i + \delta_4 D_i Size_i + \delta_5 D_i \frac{M}{B_i} + \delta_6 D_i Lev_i) + \varepsilon_i$			
D_i : 企業iの悪いニュースのダミー変数	R_i : 企業iの当期株式リターン	$Size_i$: 企業iの時価総額の自然対数	M_i : 企業iの時価総額
B_i : 企業iの自己資本簿価	Lev_i : 企業iの負債比率	ε_i : 誤差項	

得られたパラメータを各企業の財務データに適用することで、個別企業の C_Score を算出する。本指標が高いほど、損失を早期に認識する保守的な会計方針が採用されていることを示す。

以上の分析に基づき、各指標を評価が高い順番で 10 等分し、1 点～10 点の点数付けを行い、合計点を算出した。双方で 2 点以上かつ中央値以上を満たす企業を選出した結果、271 社が通過した。

第 4 節 第 3 次スクリーニング

本節では、Divestiture について、先行研究や企業統治改革に関する資料から日本企業が元来、事業売却や撤退を不得意としてきた理由を考察する。その上でスクリーニング項目を作成し、企業の評価を行う。

これまで日本企業は、戦後の事業拡大の過程において、数多くの子会社や関連会社を設立してきた。しかし、こうした事業に収益性や成長性が見込みが失われてもなお、保有し続ける傾向が強く見られる。企業統治改革が行われて約 10 年が経過した現在、資本コストや資本収益性に対する意識が芽生えつつある中で、それでもなお事業売却を阻む理由が存在する。その要因を Thywissen[2014]の意思決定プロセスの枠組みに沿って、**経営管理上の仕組み**、**経営陣や企業風土における意識**、そして**実行段階における調整**の 3 つの側面から検討する。要因の分類にあたっては、Brauer[2006]、Thywissen[2014]、そして経済産業省[2020]の「事業再編実務指針」を参考とした。

第 1 項 経営管理上の仕組み

第 1 の要因は、**事業の撤退や売却に関する客観的な基準の欠如**である。多くの日本企業では、不採算事業が優良事業の生み出すキャッシュに依存して存続する構造が見られる。また、再投資先としての成長事業の見通しが立っていない場合、それが不採算事業であっても既存事業の維持が優先されやすい。これは、事業撤退の判断基準が明確に数値化やルール化されていないため、結果として事業撤退の先送りを生じさせる。この解決策として、資本市場の規律を経営に持ち込むための仕組みを **A. ガバナンス**、**B. 財務基準**、そして **C. 経営基準**の 3 つの「規律化」という観点から評価する（第 10 図参照）。なお、3 つの分類にあたっては、外部による監視機能の存在から、財務基準をもとに経営の執行プロセスに至るまで、Divestiture を促す仕組みがあるか、その一連の過程に着目した。

第 10 図 規律化の概要図



(注) 独自作成

A. ガバナンス

はじめに、**ガバナンス**においては、外部による規律の有無を検討する。経済産業省[2020]によれば、外部規律は事業撤退等の構造改革における意思決定を促進する機能を持つ。これを踏まえ、各社の経営方針において、事業ポートフォリオに関する情報の記載有無を確認する。これにより、当該企業が事業ポートフォリオ戦略の実行をステークホルダーに明示し、株主の監視機能が作用しているかを判断する。

また、構造改革を促す機能として、社外取締役および指名委員会等の設置があるかを判断軸とした。事業撤退とガバナンスの影響について実証した先行研究によれば、内部から昇格した経営陣は、過去の意思決定や既存事業への固執から撤退判断を遅らせる傾向が強い。一方、独立した社外取締役は、そのような利害関係から自由であり、客観的な視点から不採算事業の売却を促進すると示されている (Hoskisson *et al.*[1994]参照)。

加えて、指名委員会等を通じた厳格な監視機能は、経営陣に対して業績不振時の進退をかけた構造改革へのインセンティブとして機能する (Weisbach[1988]、Guo *et al.*[2015]参照)。したがって、ガバナンスの観点から指名委員会の設置をスクリーニング項目に加えた。

B. 財務基準

次に、**財務基準**においては、事業撤退や売却を判断できる財務上の明確な指標の有無を検討する。これは、経営者には過去に投下した資源に囚われ、非合理であっても現在の行動方針を正当化および継続しようとする心理的バイアスが存在するためである (Staw[1976]参照)。経営者がこのバイアスに陥り、低収益事業の延命を図ることを抑制するためには、経営者の裁量の余地を排除した客観的かつ強制力のある数値基準を導入する必要がある。

したがって、本稿では、まず、財務基準の質を担保する要素として IFRS の適用を項目に加えた。その理由は、IFRS が重視する公正価値評価と厳格な減損テストにある。日本の会計基準では、のれんの定期償却により損失の認識が平準化しやすいが、IFRS では兆候がある場合、即座に減損が求められる。すなわち、IFRS の採用は不採算事業を早期に顕在化させ経営者に対して撤退を先送りさせないための会計的な規律付けとして機能する。その上で、事業を管理する際

に、事業セグメントごとに ROIC や ROA などの資本収益率の指標を導入しているか、市場の成長性を考慮した上で事業を展開できているか、明確な財務基準の有無を評価する。

C. 経営基準

最後に、これまでの基準を運用し、実際に撤退を実行するための**経営基準**の有無を検討する。具体的には、2021年のCGC改訂に伴い重要視されるサステナビリティの要素が経営方針に組み込まれているかを確認する。これにより、企業が中長期的な企業価値向上を前提としているかを判断する。

加えて、CFOの権限やマネジメントの仕組みに着目する。組織経済学の観点では、事業再編の局面において、各事業部門は自部門の存続を目指し、また、再編後にはより多くの権限や資源を獲得するために企業内部で「インフルエンス活動」を展開する。特に、業績の面から相対的に劣る部門であっても、再編時には交渉を有利に進めるよう行動することが示されている（宮本[2017]、Milgrom and Roberts[1988]参照）。

こうした圧力を抑制し、全体的な視点から成長領域へ資源の再配分を実行するためには、CFOによる統制が必要となる（Stein[1997]参照）。また近年、CFOの役割は、企業価値向上のためにステークホルダーとの対話にとどまらず、財務戦略を立てた上で、成長戦略を推進する役割として注目されている（徳成[2023]参照）。したがって、企業におけるCFOの設置状況を見るとともに、CFOの能力や財務戦略を最大限発揮させる仕組みや規律として、FP&Aの設置を項目に加えた。

以上、「規律化」の観点から、Divestitureを促す経営管理上の仕組みを明らかにした。スクリーニング項目は以下の表にまとめ、9項目のスコアリングを行った（第8表参照）。

第8表 第3次スクリーニング 規律化

		スクリーニング項目	点数付け
規律化	ガバナンス	事業ポートフォリオに関する情報開示	実施体制や開示があれば1点
		社外取締役の構成	過半数で1点 3分の1以上で0.5点
		指名委員会等設置	指名・報酬の両方が存在する企業に1点 片方みの企業に0.5点
	財務基準	IFRSの適用	IFRS適用で1点
		セグメント別経営指標の導入	セグメント別にROIC・ROAなどの指標を導入していれば1点
		成長性・市場評価を示す指標	売上高成長率やTSRなどの指標があれば1点
	経営基準	経営方針	ESG項目を含み、中長期的な持続性に言及していれば1点
		CFOの設置	CFOの設置で1点
		FP&Aの設置	FP&Aがあれば1点

第2項 経営陣や企業風土における意識

第2の要因は、**経営判断における心理的なバイアス**である。事業の切り出しや売却は、短期的に売上規模の縮小や損失を伴う改革であるため、経営陣には強力な現状維持バイアスが働きやすい。したがって、短期的な変化を恐れる慣性を断ち切るための経営陣の強力なリーダーシップやインセンティブ設計が不可欠である。具体的に、**A. リスクテイク・スコア**、**B. インセンティブ設計**、そして**C. CEOの年齢**の3つの「**慣性の克服**」という観点から、リスクを伴う意思決定を行える経営体制の有無を評価する。

A. リスクテイク・スコア

はじめに、**適切なリスクテイクを促す経営環境**があるかどうかを定量化するために、2つの対照的な**エージェンシー問題**の観点から、それらを排除できている度合いを「**リスクテイク・スコア**」と定義した。本稿における適切なリスクテイク環境とは、経営者が保身のためにリスクを回避する「**過小投資**」の状態と、自己顕示のために無駄な資産を抱え込む「**過剰投資**」の状態の双方における非効率性が排除された状態を指す。この2つの問題を克服することで、適切なリスクテイクが促進され、企業価値向上に資する本質的な投資が行われると考えた。

第 1 の指標は、経営者が変革の伴う摩擦を避け、現状維持を優先する「**The Quiet Life**」仮説に基づく（第 11 図参照）。Bertrand *et al.*[2003]は、外部からの規律が弱まった場合、経営者は企業規模の拡大よりも現状維持を優先する傾向があり、その結果、企業の全要素生産性と資本利益率が低下することを実証している。そこで、**現預金に対する有利子負債比率**の指標を用いて、経営者が現状維持を優先する状態を乗り越えているかを測定した。Jensen[1989]は、負債による利払いの義務は経営者の規律づけに作用すると指摘しており、豊富な現預金に安住せず、変革へと促す動機になると示唆している。なお、有利子負債の危険水準は業種により異なるが、第 1 次スクリーニング（倒産予知モデル）で過大な企業は除外したため、現状指標に沿ってスコアリングを行った。

第 11 図 The Quiet Life 仮説



第 2 の指標は、経営者が資本効率よりも自身の評判のために企業規模の維持と拡大を目的化する「**Empire Building**」に基づく（第 12 図参照）。Jensen[1989]は、経営者がフリーキャッシュフローを株主還元や成長投資に回さず、内部留保や浪費に費やす原因は、自身の権限や報酬を増やすために企業規模の拡大を追求することにあると指摘している。こうした「Empire Building」のために、経営者は非効率な資産の肥大化や過剰投資を行うという問題が発生する。そこで、「Empire Building」の克服の指数として**総資本回転率**の指標を使用し、経営者が私的な帝国建設のために無駄な資産を抱え込んでいないかを検討する。また、Ang *et al.*[2000]は、エージェンシー・コストの代理指標の一つとして総資本回転率を挙げ、回転率が高いほどエージェンシー・コストは低くなると実証している。

第 12 図 Empire Building



以上の 2 つの指標を用いて、企業において適切なリスクテイクが行われる環境であるかを検討する。そして、2 つの指標の標準化を行った上で合算し、それを「**リスクテイク・スコア**」とした（第 9 表参照）。

第 9 表 リスクテイク・スコア算出式

【算出式】	
$\text{リスクテイク・スコア} = Z \left(\frac{\text{有利子負債}_i}{\text{現預金}_i} \right) + Z \left(\text{総資本回転率}_i \right)$	
$Z :$	企業 <i>i</i> の現預金に対する有利子負債比率および総資本回転率の標準化

B. インセンティブ設計

次に、「リスクテイク・スコア」に加え、CEO がリスクテイクを促すインセンティブ設計として、業績連動型報酬または業績連動型株式報酬の有無を確認した。Sanders[2001]は、CEO 報酬の形態が事業売却に与える影響について、特に業績と連動した株式報酬は、CEO に事業売却などのリスクテイクを促すインセンティブとして働くと指摘している。したがって、業績に連動する報酬は CEO が事業売却を含むリスクテイクを積極的に行うインセンティブになり得ると考え、項目に採用した。

C. CEO の年齢

最後に、リスクテイクが行える環境を確認した上で、実際に経営陣自身が慣性を克服できる素質を有しているかを検討する。Li *et al.*[2017]は、CEO の個人的な特性が与える企業行動の影響について分析し、その中で、CEO の年齢が事業撤退の行動に与える影響について実証している。その結果、CEO の年齢が若いほど事業撤退を行うことが示されている。したがって、CEO の年齢がセクター内平均よりも若い企業を評価した。

以上、「**慣性の克服**」の観点から、経営陣や企業風土における意識を乗り越えるための制度設計を明らかにした。スクリーニング項目は以下の表にまとめ、3 項目のスコアリングを行った（第 10 表参照）。

第 10 表 第 3 次スクリーニング 慣性の克服

	スクリーニング項目	点数付け
慣性の克服	リスクテイク・スコア	2 つの指数の合計の上位 25% に 1 点 中央値以上に 0.5 点
	インセンティブ設計	業績連動型・業績連動型株式報酬の いずれかを満たしている企業に 1 点
	CEO の年齢	CEO の年齢がセクター内平均以下で 1 点

第 3 項 実行段階における調整

最後の要因は、**Divestiture** の段階で生じる**従業員や組織の摩擦**である。日本的経営の特徴であるメンバーシップ型雇用においては、従業員のスキルは特定の企業環境に依存する性質を帯びやすい（Becker[1964]参照）。さらに、事業売却は従業員にとっての「切り捨て」と捉えられ、社内から抵抗を招く可能性がある（Shleifer and Summers[1988]参照）。しかし、事業再編がベストオーナーへの移行という視点のもとで行われるためには、従業員自身が市場価値を持ち、組織の境界を超え活躍できる市場の流動性と、事業単位で切り離しが可能な仕組みが必要であると考へた。したがって、以上のような仕組みの有無を **A. アルムナイ採用**、**B. ジョブ型雇用**、そして **C. 副業・兼業** の 3 つの「摩擦の軽減」という観点から検討する。

A. アルムナイ採用

はじめに、アルムナイ採用の有無を確認する。アルムナイ採用とは一度退職した従業員の再採用制度のことで、日本企業特有の「転職者は裏切り者」という従来の固定的な制度ではなく、外部労働市場との接続性を確認する指標となる（日本経済新聞[2025b]参照）。そして、組織の境界が開放的である場合、事業売却に伴う人材移動の摩擦は低下する。

B. ジョブ型雇用

次に、ジョブ型雇用の採用の有無を確認する。メンバーシップ型雇用では経営上の理由に基づく人員整理として行われる「整理解雇」の合理性が認められにくい。そのような意味で、職務内容を明確化するジョブ型雇用は労働力を機能単位で明確化し、事業売却時の分離可能性を高める。

C. 副業・兼業

最後に、副業や兼業の解禁の有無を確認する。副業や兼業による従業員のキャリア形成促進は、社外でも通用する人的資本を蓄積する機会となり、企業への過度な依存を解消する。従業員が自律的なキャリア形成を促すことは、結果として従業員の不利益を最小化し、円滑な合意形成を促す。

以上、「摩擦の軽減」という観点から、特に、組織や人材の流動性における取り組みを検討した。これらの 3 項目をスクリーニング項目とし、スコアリングを行った（第 11 表参照）。

第 11 表 第 3 次スクリーニング 摩擦の軽減

	スクリーニング項目	点数付け
摩擦の軽減	アルムナイ採用	アルムナイ採用がある企業に 1 点
	ジョブ型雇用	ジョブ型雇用を導入している企業に 1 点
	副業・兼業	副業・兼業の許可有で 1 点

「規律化」の点数を 3 分の 1 に圧縮し、各要素で 1 点以上を獲得、かつ合計点数が中央値以上の企業 146 社を第 3 次スクリーニング通過とした。

第 5 節 第 4 次スクリーニング

本節では、日本企業が **Divestiture** を実行した後、**Development** を通じて**付加価値を向上させるためのポテンシャル**を分析する。その分析結果を踏まえてスクリーニング項目を作成し、企業の評価を行う。

具体的には、**Development** において日本を先行する米国上場企業を対象に、**Development** 成功企業群と失敗企業群を選出し、**比較分析**を行う（第 13 図参照）。米国上場企業の開示ルールに則り、経営基盤に関する普遍的な評価指標を独自作成してスコアリングを実施し、両企業群間で統計的に有意な差が認められた指標を抽出することで、**Development** の成功に資する要素を導出する。最後に、得られた分析結果と日本企業の現状および課題を踏まえ、**Divestiture** を完遂した上で **Development** により付加価値を向上させるポテンシャル要素を整理し、スクリーニング項目を策定した。

第 13 図 米国企業分析の概要図



第 1 項 米国上場企業への着眼

本項では、分析対象を**米国上場企業**とした理由を 2 点述べる。第 1 に、日本企業の多くは依然として不採算事業を抱えているため、Divestiture を起点とした Development による付加価値創出という前提に立っていない点である。このため、現時点の日本企業を分析対象とすることは、将来の成長モデルを導出する上で適切ではなく、既にその実践モデルが存在する市場を参照する必要があると考えた。第 2 に、米国は Development を通じて高い付加価値を創出してきた先進国である点である。経済産業省[2025]によると、米国は事業ポートフォリオ最適化や成長投資を利益へと結び付ける能力および制度面において世界を牽引する。以上の理由から、米国上場企業を分析モデルとして用いた。

第 2 項 経営基盤に関する分析

本項では、**Development 成功企業群と失敗企業群の比較分析**を行う。はじめに、独自に作成した経営資源に関する評価指標に基づき、両企業群で点数付けを行い、2 群間で差が認められた指標を抽出する。分析手法の詳細を以下に示す。

A. 分析対象・分析期間

分析対象として、Bloomberg Terminal に基づき、2019 年度から 2022 年度に資産売却を実施した米国上場企業 200 社を抽出した。John and Ofek[1994]を参考に、資産売却の 2 年後に EBITDA に対する売上高比率が上昇した企業を Divestiture 成功企業群として定義し、母集団に設定した。

B. Development 成功の定義

Development 成功企業群および失敗企業群の定義については、S. Kester[2009]および Ariel and Mark[1984]の議論を踏まえ、**Divestiture を契機とした成長投資**および**事業ポートフォリオの質的改善**が実現されているかという観点から判別を行った。具体的には、Divestiture 前後 1 年間に於いて研究開発費に対する売上高比率が増加していること、かつ実施から 3 年後に事業ポートフォリオ評価スコアが改善していることの双方を満たす企業を Development 成功企業群と定義した。一方、これらの条件をいずれか一つでも満たさない企業を、Development 失敗企業群と定義した。

C. 米国上場企業の評価方法

はじめに、Development 成功における**経営基盤**のポテンシャルを分析するため、紺野[1988]を参考に、ヒト・モノ・情報の観点からグローバル企業に共通する普遍的な経営基盤の評価指標を作成した。なお、経営基盤の効果を金銭的成果として捉える観点から、カネは結果として位置づけ、分析対象からは除外した。

次に、評価項目の作成にあたっては、米国証券取引委員会の開示ルールに基づき、普遍的な評価項目を設定した。評価に際しては、開示の有無にとどまらず、定量的開示の有無や、当該内容が組織的な運用やプロセスとして実装されているかについてを評価対象とした。これは、形式的な開示状況のみならず、取組に対する具体性を踏まえることで、Development を支えるポテンシャルをより精緻に把握できると考えたためである。評価指標を第 12 表に示す。

第 12 表 ヒト・モノ・情報に関する普遍的な指標

経営基盤	中項目	評価指標			
ヒト	従業員	人材教育・リスクリング方針の制度と指標	従業員エンゲージメント調査の実施と活用	多様性やマイノリティへの配慮と体制	働き方・働きやすさへの取組
	株主	経営の規律が効く株主構成・インサイダー保有	株主還元方針と配当性向への取組	透明性・対話の確保による株主への姿勢	海外投資家・多様な株主への情報アクセス
	経営者	取締役会の多様性と構成方針	スキルマトリックスと在任期間の体制	独立社外取締役の外部兼任と独立性の確保	指名報酬委員会のガバナンスの設置と活用
モノ	原材料	原材料・サプライチェーンリスク管理への取組	エネルギー調達安全性・安定性	無形資産の位置づけと活用方針	川下への責任ある調達への取組
	土地建物事業	海外事業の位置づけ・役割の説明	カントリーリスクの把握・管理	地域エコシステム構築への取組	地域環境・環境規制への対応
	機械備品	設備の説明と能力の説明	設備投資・メンテナンスの計画への説明	品質・サービスへの取組の発信	設備稼働・効率性の KPI の記載と取組
情報	情報力	顧客満足の重視の記載と活用	サイバーセキュリティガバナンスへの取組	成長投資・事業再編の開示・説明	地域連携・部門間情報共有の体制
	技術力	研究開発整備の体制と活用への取組	コア技術の明記と事業への活用具合の説明	オープンイノベーションとその戦略の説明	知的財産の開示と知財戦略の説明
	システム力 組織力	バーパスの明記と経営・ビジネスへの落とし込み	事業・部門間シナジーの設定・運用	産官学連携の活用	コンプライアンスへの意識と経営への浸透
	イメージ 社風	コミュニティ貢献への取組	企業文化の発信・説明	ウェルネス・ウェルビーイングへの取組	職場の心理的安全性への機会への取組

次に、作成した評価指標に基づき、各企業における最新年度の年次報告書や Form 10-K、Form 14A、Proxy Statement、企業 HP などを用いてデータを取得し、比較分析を行った。

各評価項目については、該当する記載無しで 0 点、開示もしくは方針の記載のみで 1 点を付与する。定量的な開示が行われており、さらに組織的な運用およびプロセスまで落とし込まれている場合は 2 点を付与し、差の検定を用いて 2 群における差の要素を抽出した。なお、ヒトに関する評価項目のうち「経営の規律が効く株主構成とインサイダー保有の度合い」および「株主還元方針と配当性向」については、米国証券取引委員会が掲げるミッションである「投資家の保護、規律ある効率的な市場の維持、資本形成の促進」を踏まえ、エージェンシー理論に基づき、株主モニタリングおよび資本規律の観点から評価を行った。「経営の規律が効く株主構成とインサイダー保有の度合い」については、Aghion *et al.*[2013]を参考に、機関投資家が主要株主である場合に 2 点、安定株主の影響が相対的に大きい場合に 1 点、インサイダー保有比率が高く、創業家や経営陣の影響が強く働き、支配株主と少数株主の利益相反が生じやすい場合に 0 点を付与した。「株主還元方針と配当性向」については、株主還元や自社株買いが財務規律を強化するとの Jensen[1986]の議論を踏まえ、株主還元方針の有無および株主還元の増加に関する定量的開示の有無を評価基準とした。

差の要素を抽出するにあたり、ウェルチの t 検定を用いて、2 群間の平均値の差が有意水準 5%で有意に出た指標を選定した。ウェルチの t 検定を用いた理由は以下 3 点である。第 1 に、2 群のデータは 1 対 1 対応のないデータであること、第 2 に、2 群の分散が一致しない場合においても用いることができること、第 3 に、2 群のサンプルサイズが 60 以上であれば正規分布に従っていないくとも用いることができる点である。

第 3 項 分析結果とスクリーニング

本項では、米国上場企業を対象に、Development 成功企業群と失敗企業群の比較分析から抽出された指標をベンチマークとして、日本企業の現状および課題を踏まえた考察の結果を第 13 表に示す。あわせて、これらの考察をもとにスクリーニング項目を作成した。

第 13 表 Development 成功・失敗企業群の比較分析結果および日本企業の考察

経営資源	指標	考察
ヒト	人材教育 リスクリング	企業の教育訓練投資・人材育成投資が生産性を高める（森川[2018]参照）。一方、日本では人的資本投資の GDP 比が主要国中で最も低く、資本配分を用いた体制強化生産性向上・成長の政策課題と位置づけている（宮川・滝澤[2022]参照）。
	株主構成	創業家・オーナー側に議決権や持株が集中している企業ほど、売上と生産性成長が低い（森川[2008]参照）。一方、機関投資家による持株比率が高い企業ほど、モニタリング機能が働き、経営陣の過剰投資を抑制する効果が見られる（Aghion <i>et al.</i> [2013]参照）。さらに、外国人株式保有率が高い企業はモニタリング機能が働きやすい（Chung <i>et al.</i> [2004]参照）。
	株主還元方針 配当性向	日本企業を対象とした分析では、株主優待と自社株買いは長期的に業績が下がる一方、増配のみが業績を上昇させる（石川[2019]参照）。加えて、借入で配当を賄うと言った「タコ足配当」は財務危機確率を大きく高め、ファンド・リターンを低下させる（Bhardwaj <i>et al.</i> [2025]参照）。
モノ	カントリーリスクの 把握と対策	サプライチェーンリスクに関して、製造および調達拠点を高リスク地域から低リスク地域へ再配置することで、ショック時の操業継続性と柔軟性が高まる（Leung <i>et al.</i> [2024]参照）。また、現在、日本企業が抱えるカントリーリスクのうち、企業収益のダウンサイドリスクとして、為替リスクが最も多く挙げられており、リスクヘッジの対象として重要になっている（経済同友会[2025]参照）。
	地域 エコシステム構築	地域の社会構造に密接な結び付きのある企業は、顧客やサプライヤーとの直接的な接触、技術・熟練労働力といった有形資産やネットワークといった無形資産にアクセスしやすく、それが生産性や競争力の基礎条件を整える（Baù <i>et al.</i> [2019]参照）。
情報	成長投資・事業再編の 開示・説明	事業再編のリストラチャリングについて、投資家は再編の成功が期待される企業では正に反応し、失敗企業等では負の反応が観察される（Reichelt <i>et al.</i> [2009]参照）。加えて、企業による任意開示が情報の非対称性と資本コスト、さらに企業価値にも有意に影響する（Diantimala <i>et al.</i> [2022]参照）。
	地域・社内の 情報共有体制	組織ネットワークは、参加組織間で知識を創造・転移・共有する場となり、地理的または組織的に分散した拠点や組織をつなぐネットワークが、知識の移転を通じてイノベーションと業績向上、つまり企業成長に寄与する（Marchiori <i>et al.</i> [2020]参照）。
	オープン イノベーション	産官学連携の研究開発はイノベーションを創出し、企業成長につながる（元橋[2003]参照）。また、スタートアップから技術・知識を外部獲得する CVC により、投資企業のイノベーション発生率が有意に高まる（Dushnitsky and Lenox[2005]参照）。加えて、経営環境の劇的変化に応じたイノベーションの創出において、M&A は有効な手段として位置づけられている（高[2022]参照）。

分析結果および日本企業の現状を踏まえた考察に基づき、第 4 次スクリーニング指標の小項目を設定した（第 14 表参照）。ヒト・モノ・情報の各指標で 0 点の企業を除外し、かつ合計点数が中央値以上の企業 76 社を第 4 次スクリーニング通過とした。

第 14 表 第 4 次スクリーニング ヒト・モノ・情報

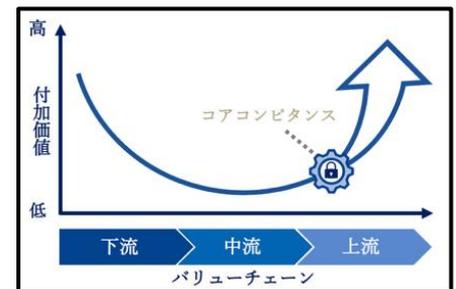
		スクリーニング項目	点数付け
ヒト	人材教育 リスクリソグ	人材教育の KPI の導入有無	記載があれば 1 点
		従業員一人あたりの人件費	上位 25% で 1 点、中央値以上で 0.5 点
		人的資本 ROI	上位 25% で 1 点、中央値以上で 0.5 点
	株主構成	非オーナー系社長と機関投資家の株式保有率	経営者の株式保有率が 5% 未満かつ機関投資家の保有率が 30% 以上で 1 点、片方で 0.5 点
		外国人株式保有率	上位 25% で 1 点、中央値以上で 0.5 点
		政策保有株解消方針 / KPI の記載有無	記載があれば 1 点
	株主構成方針 配当性向	増配率	増配率 20% 以上で 1 点
		営業 CF に対する配当金比率	営業 CF に対する配当金比率が 30% 以下で 1 点、30%~70% で 0.5 点
		ROE-DOE	セクター内平均以上で 1 点
モノ	カントリー リスクの 把握と対策	サプライチェーンリスクへの言及有無	記載があれば 1 点
		調達先や生産拠点の分散の実施有無	
		為替リスクの対応記載有無	
	地域 エコシステム 構築	地域でのサステナビリティへの取組有無	記載があれば 1 点
		地域産業支援機構との協定の有無	
		地域での雇用創出の有無	
情報	成長投資・ 事業再編の 説明	成長戦略の KPI 記載有無	記載があれば 1 点
		「挑戦・変革・刷新」の記載有無	記載があれば 1 点
		中長期経営計画書に「財務戦略」や「キャピタルアロケーション」のスライド有無	スライドに具体的な金額の記載があれば 1 点 スライドのみの掲載で 0.5 点
	地域・社内の 情報共有体制	CDO 設置の有無	記載があれば 1 点
		新たな情報を関連付ける可能性のある知識・技術が多様な組織構造	1-HHI 指数が上位 25% で 1 点 中央値以上で 0.5 点
		社内イベントの実施	記載があれば 1 点
	オープン イノベーション	スタートアップへの出資	過去 3 年間でスタートアップに出資していたら 1 点
		知的財産部門の設置	記載があれば 1 点
		今後実施する M&A の投資枠・予算の記載	中長期計画書に記載があれば 1 点

第6節 第5次スクリーニング

本節では、Divestiture と Development の一連の流れを一過性の施策に終わらせず、**環境変化に合わせて持続的に変革し続ける能力**、すなわち **Dynamics** のポテンシャルを評価する。欧米企業において、経営資源の再配分はしばしば流動的な労働市場を前提とした急進的なリストラクチャリングによって実行される。しかし、Schaeede[2020]が指摘するように、日本企業が欧米流の破壊的な変革を、そのまま模倣することは必ずしも最適解ではない。Schaeede[2020]は、Gelfand[2018]の「タイト・ルーズ理論」を用いて、日本社会には正しい行動に対する強い規範があり、逸脱者を排斥するメカニズムが働く特徴があると指摘している。「タイトな文化」が重要視される社会の中で、日本企業が事業ポートフォリオ変革を実行するためには、ステークホルダーに対して社会的な規範を継続して遵守する必要がある。こうした取引関係は組織間の情報の非対称性を低減し、安定的で持続的な構造転換につながる側面がある（Schaeede[2020]参照）。したがって、社会との摩擦を最小限にしながら持続的な発展が行える企業を、「三方よし」のフレームワークを用いて検討する。

加えて、Schaeede[2020]は、日本企業の「ビジネス再興」に必要な課題として、「利益のスマイルカーブ」における上流のコアコンピタンスを構築し、優位性を獲得することであると指摘している（第14図参照）。そして、この上方向の移動における必要なアクションとして、新しいコアコンピタンス、もしくはその改善に組織を集中させ、企業の刷新と変革のマネジメントを行っているかが重要である。特に、コアコンピタンスを軸に将来の事業分野で新しい競争優位を構築する経営は、環境変化に直面する場合においても、持続的に自社の強みを再定義できる（Teece *et al.*[1997]参照）。したがって、Prahalad and Hamel[1990]の**コアコンピタンス**における理論を援用し、スクリーニング項目を作成する。

第14図 利益のスマイルカーブ



第1項 三方よしの精神

はじめに、「タイトな文化」が強く存在する日本社会の中で、事業ポートフォリオ変革を持続的に進める能力があるか、「三方よし」のフレームワークを用いて、その要素を検討し評価する。「三方よし」とは近江商人の経営哲学で、「**売り手よし、買い手よし、世間よし**」の三者の利益を重視する考え方である。そこで、「三方よし」の精神がステークホルダーとの信頼関係を関係資本として蓄積し、独自の文化の中で事業ポートフォリオ変革を行う場合でも、変革に伴う摩擦を最小化できると考えた。

A. 買い手よし

第1に「**買い手よし**」の視点では、顧客およびサプライチェーン全体に対する関係性資産が構築されているかを評価する。具体的には、単なる製品提供や下請法の遵守にとどまらず、サプライヤーとの長期的な信頼関係を通じて情報の非対称性を解消し、サプライチェーン全体での付加価値向上を目指しているかを検討する。したがって、スクリーニング項目では、はじめに、共創による付加価値の創出ができていないかを評価指標として採用する。次に、サプライチェーン管理については、「パートナーシップ構築宣言」に代表されるように、発注側と受注側の情報の非対称性や交渉力の格差を是正し、共存共栄を図っているかを評価する（中小企業庁[2025]参照）。

B. 売り手よし

第2に「**売り手よし**」の視点では、本来の「売り手」を支える核心的主体である「従業員」に着目し、人的資本の投資と還元を評価する。特に、近年のステークホルダー資本主義において、企業の持続可能性は財務的な利益だけでなく、人的資本に対する投資や還元が注目されている（経済産業省[2022]参照）。そこで、離職率の低さや勤続年数の長さといった定着率を評価し、それが従業員への適切なインセンティブ設計や労働環境の整備の結果であるかを検討する。これにより、企業や事業者だけが利益を獲得するのではなく、従業員を含めた売り手に対して本質的に良好な関係構築を行えているかを評価する。

C. 世間よし

第3に「**世間よし**」の視点では、企業の競争力を合理的に高めることを目指しながら、経済的・社会的な貢献を目指しているかを評価する。具体的には、「共有価値の創造（以下、CSVとする）」の定量的な成果が、経営理念と整合しているかを確認する（Porter and Kramer[2011]参照）。また、近年の物価上昇局面における「賃上げ」については、単なるコスト増加ではなく、人的資本への再投資および家計への還元による経済循環への貢献として捉え、評価する。Fombrun and Shanley[1990]は社会からの支持や信頼は、企業の存続基盤を安定化させ、長期的な企業のレピュテーションを高める効果があると指摘する。

以上の要素を満たす企業は、事業再編等の局面においても、ステークホルダーとの信頼関係を維持し、長期的かつ持続的な企業価値向上を実現できると考えられる。第 15 表の 6 つの項目に基づきスコアリングを行った。

第 15 表 第 5 次スクリーニング 三方よし

	スクリーニング項目	点数付け	
三方よし	買い手よし	顧客共創 (Co-creation) の体制構築があれば 0.5 点	「パートナーシップ構築宣言」の公表・登録があれば 0.5 点
	売り手よし	離職率がセクター内平均以下で 0.5 点	平均勤続年数がセクター内平均以上で 0.5 点
	世間よし	社会課題解決事業 (CSV 事業) の定量目標の記載があれば 0.5 点	進捗開示賃上げ (ベア) がセクター内平均以上で 0.5 点

第 2 項 日本の競争優位性

本項では、社会的基盤に加え、企業が自社の競争優位を環境変化に合わせて再定義し、持続的な成長ができるかを検討する。本稿では、Prahalad and Hamel[1990]の理論に基づき、コアコンピタンスが「確立・定義・展開」のプロセスを経て企業価値に寄与しているかどうかを、A. 知財・技術の構築、B. 技術の抽象化、そして C. 技術の転用の 3 段階に分けて整理した。

A. 知財・技術の構築

第 1 段階は競争優位を確立させる「知財・技術の構築」である。Prahalad and Hamel[1990]は、長期的な競争優位の源泉をコアコンピタンスに求めた。これは、組織における集合的な学習であり、特に技術を製品化するだけでなく、多様な生産スキルを調整し、複数技術の流れを統合する方法であると述べている。しかし、学習によって得られた技術やスキルは、適切に保護されなければ競合他社に模倣され、利益を毀損するリスクがある。したがって、Teece[1986]が指摘する、イノベーションからの利益を確保するための「専有可能性」に基づき、自社の競争優位を確立させる仕組みを検討する。具体的には、特許網の構築や IP ランドスケープを通じて組織内の暗黙知を形式化し、他者が模倣困難な参入障壁を有している企業を評価する。

B. 技術の抽象化

第 2 段階はコアコンピタンスを定義する「技術の抽象化」である。多くの企業は、自社の強みを最終製品で定義する傾向がある (Prahalad and Hamel[1990]参照)。しかし、市場環境が変化しても持続的な成長を続けるためには、特定の製品に依存せず、その構成要素である「コア・プロダクト」を明確に定義する必要がある (Prahalad and Hamel[1990]参照)。したがって、自社の競争優位を製品ベースではなく、能力をベースに定義付けを行っている企業を評価する。

C. 技術の転用

第 3 段階はコアコンピタンスを市場に展開する「技術の転用」である。第 2 段階で定義した「コア・プロダクト」は既存市場だけでなく、多様な市場へ展開されることで規模の経済と範囲の経済を獲得する。Rumelt[1974]は、全く新しい事業分野に進出するのではなく、自社の強みを生かせる「関連多角化」が最も高いパフォーマンスを生むことを実証している。したがって、日本企業が Dynamics を発揮させる要素として、自社のコア技術を転用して成長市場へ参入した実績を評価する。以上の 3 項目について、第 16 表に基づきスコアリングを行った。

第 16 表 第 5 次スクリーニング 日本の競争優位性

	スクリーニング項目	点数付け
日本の競争優位性	知財・技術の構築	特許網や IP ランドスケープなど自社の競争優位を確立させる仕組があれば 1 点
	技術の抽象化	自社の強みを製品・サービス名ではなく「機能・能力・資産」として定義・言語化していれば 1 点
	技術の転用	コア技術が、異なる 2 つ以上の事業セグメントで活用されている事例の記載があれば 1 点

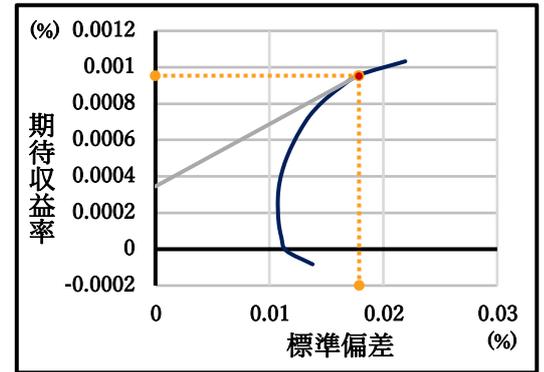
本スクリーニングを踏まえ、第 3 次スクリーニングから第 5 次スクリーニングの点数を同等の比重で合算し、上位 20 社を選定した。これにより、事業ポートフォリオ戦略を通じて成長企業へと変化するために必要な、3 つの D を兼ね備えた企業を抽出した。

第 3 章 ポートフォリオ分析

第 1 節 投資比率の決定

本節では、スクリーニングにより選定した 20 社の最適な投資比率を決定するため、株式のヒストリカルリターンとリスクに基づき、過去 10 年間の株価データを用いて効率的フロンティアを作成した(第 15 図参照)。しかし、投資比率が 0 となる企業が存在し、一部の企業に保有が偏る結果となった。この場合、特定の銘柄のリスクがポートフォリオ全体の変動に影響し、ファンド全体の安定性を損なう恐れがある。また、本稿の目的は、短期的な利益追求ではなく、「稼ぐ力」を発揮し将来にわたり企業価値向上を実現できる企業の選定にある。そのため、効率的フロンティアに基づく配分は、本稿の趣旨に沿わないと結論づけ、最終的に選定された 20 社を対象にリスク・パリティ戦略を用いて投資配分を決定した。この戦略では、企業のリスク寄与度に基づき配分を行うため、リスクが低く、投資家の長期保有が見込まれる。第 17 表および第 18 表は、Kazemi[2012]で定義されているリスク寄与度の算出式と、リスク・パリティ戦略を用いて算出した構成銘柄の内訳であり、これを「3D ファンド」と名付けた。

第 15 図 効率的フロンティア



第 17 表 リスク寄与度の算出式

$$MC_i = w_i \times \frac{\sum_{j=1}^N w_j Cov[R_i, R_j]}{\sigma[R_f]}, \quad R_f = \sum_{j=1}^N W_j R_j$$

MC_i : i社のリスク寄与度	w_i : i社の投資比率	R_i : i社の期待収益率	R_j : j社の期待収益率
R_f : f(ファンド)の収益率	Cov : 共分散	σ : 標準偏差	N : ファンドの企業数(N=20)

第 18 表 投資配分比率

Ticker	銘柄名	株数	購入金額	構成比率(%)
1332	ニッスイ	506	¥625,416	12.665%
2269	明治ホールディングス	46	¥154,974	3.199%
3407	旭化成	96	¥125,184	2.539%
4043	トクヤマ	12	¥49,272	1.073%
4188	三菱ケミカルグループ	201	¥177,081	3.595%
4202	ダイセル	202	¥265,428	5.389%
4204	積水化学工業	48	¥127,584	2.603%
4901	富士フイルムホールディングス	115	¥386,400	7.851%
5333	日本ガイシ	41	¥126,321	2.559%
5411	JFE ホールディングス	53	¥101,495	2.070%
6501	日立製作所	58	¥288,144	5.918%
6503	三菱電機	37	¥156,251	3.164%
6762	TDK	144	¥368,640	7.455%
6841	横河電機	20	¥99,840	2.102%
7911	TOPPAN ホールディングス	31	¥156,178	3.199%
8002	丸紅	62	¥255,378	5.232%
8053	住友商事	24	¥117,552	2.405%
9506	東北電力	443	¥510,336	10.327%
9508	九州電力	208	¥362,336	7.349%
9532	大阪ガス	84	¥460,656	9.340%
手数料・消費税			¥54,040	1.080%
現金保有			¥31,494	0.630%
合計			¥5,000,000	100.000%

第 2 節 銘柄紹介

本節では、選定した 20 社の銘柄紹介を行う（第 16 図参照）。表の上部には各企業における「3D 戦略」に関して、現時点で取り組まれている事業内容および今後の計画を記す。また、表の右上には第 3 次スクリーニングから第 5 次スクリーニングまでのスコアを 10 点満点に換算してグラフを作成し、仮説の整合性を視覚的に表現した。表の右下では、事業セグメントの現状を可視化した。その際、縦軸を 2022 年度から 2024 年度の 3 カ年 CAGR（年平均成長率）、横軸を 2024 年度の ROIC スプレッドと置き、プロットを行った。なお、事業セグメント別の ROIC 算出にあたって、Carlo[2015]を参考に ROA（総資産利益率）を代替指標とした。各プロットの円の大きさは、資本投下量を反映するセグメント資産の規模を表す。

さらに、その下では各社の配当政策を、キャピタルアロケーションの観点から 3 類型に分類した。成長投資への資源配分を最優先する企業を「成長投資優先型」、成長投資と配当に加えて、資本圧縮を重視し BS 改善に取り組む企業を「総還元重視型」、利益の変動に左右されない配当維持を優先する企業を「安定配当重視型」と定義した。これにより、選出企業の株主還元に対する取組の姿勢や特徴を明確化する。

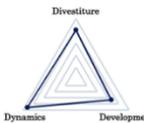
最後に、表の左下に示す Divestiture および Development に関するポテンシャル考察では、各社の取組に関する企業側およびアナリスト側の評価と課題認識を整理し、企業側は統合報告書と中長期計画書、アナリスト側は Bloomberg Terminal で取得可能であった 19 社のアナリストレポートを参照した。そして、これらの分析結果を踏まえ、各社が今後、「3D 戦略」を通じて成長を実現するために必要な Divestiture および Development に向けた行動について考察を加えた。銘柄紹介の詳細は、第 19 表の通りである。

第 16 図 銘柄紹介の構成

Ticker	企業名	業種	定性 Score
【Divestiture に対する現状の取組】			第 3・4・5 次スクリーニングの定性スコアを可視化
【Development に対する現状の取組】			
【Dynamics に対する現状の取組】			
ポテンシャル考察			事業セグメント
Divestiture		Development	
◆ Divestiture に関する企業目線の評価と課題		◆ Development に関する企業目線の評価と課題	
◆ Divestiture に関するアナリスト目線の評価と課題		◆ Development に関するアナリスト目線の評価と課題	
◆ 今後、稼ぐ上で必要な Divestiture の考察		◆ 今後、稼ぐ上で必要な Development の考察	
			【企業の配当政策】
			成長投資優先型 総還元重視型 安定配当重視型

第 19 表 銘柄紹介

1332	ニッスイ	水産・農林業	定性 Score	2269	明治ホールディングス	食料品	定性 Score
北米水産加工、南米漁業を「体質強化」の課題セグメントとし、事業売却を通じた事業ポートフォリオ改善を行う。				ROIC を軸に既存事業の収益力向上と資本効率化を図り、マテリアリティとして事業ポートフォリオ変革を据える。			
ROIC を活用し事業管理を実行。養殖やファインケミカル等の重点成長領域へ積極投資する計画を発表している。				食品・医薬品をコアとし、「成長投資と財務規律の調和」というマテリアリティの下、成長投資を活発化させている。			
健康やサステナビリティ等を掲げ、持続可能な水産資源の提供を通じ、利益向上と中長期成長、リスク削減を目指す。				乳酸菌等の知見や食と薬に跨る研究基盤を有し、meiji らしい健康価値として健康寿命の延伸や安心を提供する。			
ポテンシャル考察			事業セグメント	ポテンシャル考察			事業セグメント
Divestiture		Development		Divestiture		Development	
◆北米水産加工や南米漁業を課題事業と位置づけ、南米では船舶等の資産売却により生産性の改善を試みている。		◆ファインケミカル事業の再成長へ経営資源を重点配分するが、養殖や同事業は現時点で安定感を欠き成長に時間を要するという課題を認識。また食品・水産を中心に、1,100 億円の成長投資を計画している。		◆ROIC を中核指標に事業再編と体制構築を行うが、ポートフォリオの組み替えが課題である。		◆食品事業では独自価値の創出に注力するが、海外展開、特に中国事業の苦戦を課題と認識。	
◆アナリストは高純度 EPA の拡販や国産イワン油活用によるコスト削減を評価。		◆アナリストは高純度 EPA 事業の再成長機会に注目。		◆アナリストは医薬品事業の構造改善を評価する一方、ワクチン忌避の影響を注視する。また、資産売却等で 800 億円超の資金確保を見込む。		◆アナリストは海外展開の鈍化に加え、コスト増を値上げのみで吸収する施策への懸念を示す。	
◆今後は北米水産加工事業の効率化を通じた収益性の向上に加え、事業全体におけるコスト構造の抜本的な見直しを進める必要がある。		◆今後は拡大が遅れるファインケミカル事業の早期収益化の実現が求められる。		◆今後は ROIC 経営や資産売却で創出したキャッシュを顧客の安全性懸念を考慮した資源配分が必要である。		◆今後は各地域の特性に合わせたグローバル展開を加速させることで、海外事業の収益化を確実に進めていく必要がある。	
配当政策			総還元重視型	配当政策			総還元重視型
			総還元重視型 総還元性向 40%以上を計画。機動的な自社株買いを実施している。				総還元重視型 「ROESG 経営」を掲げ、総還元性向 50%以上の株主還元を実施。
3407	旭化成	化学	定性 Score	4043	トクヤマ	化学	定性 Score
収益・資本効率が低迷する事業に対し、事業モデル転換を含む構造改革を進め、事業売却を積極的に実行している。				資本コストや株価を意識した経営に向けて ROIC 指標を用いた既存事業の見直しに取り組んでいる。			
医薬・クリティカルケア・海外住宅を成長ドライバーとし、M&A 成果の収益化と重点事業への資源配分を進める計画。				中期経営計画 2025 で政策保有株削減を掲げると共に、供給網リスク回避へ調達先の複数確保を進めている。			
広い事業領域と高付加価値の専門性を融合し、3 領域で社会貢献と企業価値向上を両立するエコシステムを構築。				セラミックス焼結等の特有技術を源泉に、化学を礎として電子機器の熱問題を解決する放熱材料を提供している。			
ポテンシャル考察			事業セグメント	ポテンシャル考察			事業セグメント
Divestiture		Development		Divestiture		Development	
◆マテリアル事業、特に石油化学部門は市場変動の影響を受けやすいと認識。		◆ヘルスケアや住宅事業を成長ドライバーと位置づけ投資を行う予定。		◆化成系やセメント等の伝統事業は、再編を進めるが売上比率は依然高く目標未達である。		◆電子先端やライフサイエンス等を成長事業とし、M&A や体制構築へ積極投資している。	
◆アナリストは、その不安定さが全社評価を押し下げ、住宅やヘルスケア事業の成長に対し多角化デイスカウントの要因となっていると指摘。		◆アナリストは同事業の安定的収益性が株価の下支えをしており独自技術への期待を示す一方で、その大型投資のリターン説明不足を指摘。		◆アナリストは利益貢献を認めるも、PBR1 倍割れの現状は市場評価に繋がっていないと指摘。		◆アナリストは年率 21% の成長を見込み、高い評価を与える。	
◆今後は、資本効率化にとどまらず、課題である石油化学部門の事業売却を含む抜本的な構造改革が求められる。		◆今後は安定収益源である事業のグローバル展開、特に海外 M&A の成功事例を積み重ね、全社の成長ストーリーを市場に提示する必要がある。		◆縮小する国内需要を鑑み、再編により得たキャッシュを成長事業へ集中させる、市場を意識した資本配分転換が強く求められている。		◆今後は M&A のシナジーや早期収益化に加え、価格競争力を持つ中国勢に対抗するため、技術的参入障壁の高いニッチトップ製品群を拡充する差別化戦略が必要。	
配当政策			成長投資優先型	配当政策			安定配当重視型
			成長投資優先型 キャッシュの約 80%を成長投資へ優先配分し、残った約 20%を配当に充当。				安定配当重視型 DOE の導入や配当性向 40%への引き上げを検討し、株主還元の強化を示す。

<p>4188 三菱ケミカルグループ 化学</p> <p>事業選別基準によるノンコア事業売却や、既存事業の赤字回避・構造改革を通じて、自立性を高める体質転換を図る。</p> <p>グリーンスペシャリティ企業を目指し、半導体やEV需要に応えるスペシャリティ素材や産業ガスへ重点投資する。</p> <p>アクリル樹脂世界首位を保持し、KAITEKI理念の下、経済・技術・サステナビリティの3軸で経営を行う。</p>	<p>定性 Score</p> 	<p>4202 ダイセル 化学</p> <p>事業を基盤・成長牽引・次世代育成に分類し成長戦略を実行。政策保有株売却を進めポートフォリオを最適化。</p> <p>成長投資の成果で売上を拡大し、創出資金で次世代の柱を育成。成長事業を積み上げオーガニック成長を図る。</p> <p>ダイセル式生産革新を競争力の源泉とし、価値共創で社会課題に対応。技術革新と環境負荷低減の両立を図る。</p>	<p>定性 Score</p> 
<p>ポテンシャル考察</p>		<p>ポテンシャル考察</p>	
<p>Divestiture</p> <p>◆原料炭高騰や海外市況低迷で苦戦する炭素事業は、構造改革による赤字解消が急務と認識。</p> <p>◆アナリストはMMA 価格低迷や炭素繊維の競争激化等により収益改善が鈍化している指摘。</p> <p>◆今後は同事業の合理化やノンコア売却を断行し、そこで創出したキャッシュを確実に成長投資の原資へと転換することが求められる。</p>	<p>Development</p> <p>◆成長戦略の核であるスペシャリティマテリアルズ事業は、収益の伸び悩みが課題と認識。</p> <p>◆アナリストは田辺三菱製薬の売却資金を活用した成長投資に注目している。</p> <p>◆今後はこの豊富な資金を、同事業内でも特に競争優位性のある得意分野へ集中的に投下し、確実な収益成長へと繋げていく戦略の実行が強く求められる。</p>	<p>Divestiture</p> <p>◆事業再編は進展したが、棚卸資産の積み増しの一時的増加によりアセットライト化は継続課題と認識。</p> <p>◆アナリストは生産・在庫体制の変革による100億円規模の原価低減を評価し、利益率改善を期待。</p> <p>◆事業再編の一定の成果を踏まえ、今後は生産・在庫管理変革の徹底と、保有資産の効率性向上のフェーズへの移行が必要である。</p>	<p>Development</p> <p>◆エンジニア・プラスチックとスマート事業を成長牽引事業として投資しているが、後者の収益貢献遅れが課題と認識。</p> <p>◆アナリストはROEに対しPERが低く、成長期待が市場で未反映と指摘。</p> <p>◆市場期待の醸成へ、スマート事業など拡大が遅れる事業の収益化を早期に実現し、その成果を積極的に発信することが今後、重要である。</p>
<p>配当政策</p> <p>安定配当重視型</p> <p>安定配当の維持を基本方針とし、中期的に連結配当性向35%を目指す。</p>		<p>配当政策</p> <p>総還元重視型</p> <p>総還元性向40%以上を掲げ、事業構造改革の利益に連動した還元拡充を計画。</p>	
<p>4204 積水化学工業 化学</p> <p>全33事業をROICと成長性で4象限に分類。低収益でROICスプレッド負の事業は撤退や構造改革を行う。</p> <p>戦略投資の70%超を高機能プラ等のコア・新事業に配分。ROICと成長性の四象限に基づき重点投資を行う。</p> <p>人や地球に配慮した持続可能な水産資源の提供を通じ、利益向上と中長期成長、事業リスクの低減を目指す方針。</p>	<p>定性 Score</p> 	<p>4901 富士フイルムホールディングス 化学</p> <p>事業ポートフォリオ変革の一環として、放射性医薬品や電子カルテ・レセプト関連事業の売却を実施し体制を整えた。</p> <p>積極的なM&Aを掲げ、基盤事業の創出キャッシュを成長・新規事業へ投入。事業を4分類し資源配分を進める。</p> <p>写真フィルム技術を多角展開。中期CSR計画「SVP2030」のもと、事業を通じた社会課題解決を図る。</p>	<p>定性 Score</p> 
<p>ポテンシャル考察</p>		<p>ポテンシャル考察</p>	
<p>Divestiture</p> <p>◆不採算事業の撤退等、構造改革の推進は資本効率改善に寄与した。また市場と技術の両軸で定量評価する「K値」制度を活用し、事業の将来性を多角的に判断している。一方、総資本回転率が1を下回っている現状より、資産効率の改善を課題として認識。</p> <p>◆資産効率改善による経営のスリム化とともに、「K値」制度を活用した攻めの事業売却が求められる。</p>	<p>Development</p> <p>◆高機能プラスチックが成長を牽引し、住宅や環境・ライフライン等の安定収益に加え、メディカル等の将来成長も期待しているが、重点拡大製品の売上が中長期計画目標を大幅に下回る点が課題と認識。</p> <p>◆今後は新事業基盤の早期確立に加え、拡大の遅れる製品群での利益貢献を実現させ、成長軌道に載せる取組が必要である。</p>	<p>Divestiture</p> <p>◆アナログ印刷の需要縮小に伴い生産を縮小し高収益分野へ資本を集中。</p> <p>◆アナリストは売上増でも利益率見直しは低い点についてディスプレイ材料の需要減や高収益事業の回復遅れが圧迫要因と指摘。</p> <p>◆今後は市場縮小への感度を高めつつ、高収益事業の利益率向上に向けた体制見直しを行い、収益性を確実に回復させることが求められる。</p>	<p>Development</p> <p>◆ヘルスケア事業とエレクトロニクス事業を成長の柱とし、3カ年で19兆円を投資する。</p> <p>◆アナリストは高齢化に対応したヘルスケアの安定性と、ディスプレイ赤字を補う半導体材料の投資拡大を評価し売上増を見込んでいる。</p> <p>◆今後は安定的なヘルスケアで創出した資金を、需要拡大が創出半導体材料等へ回す資本配分が求められる。</p>
<p>配当政策</p> <p>総還元重視型</p> <p>配当性向目標の引き上げや業績連動と自社株買いを組み合わせた還元を計画。</p>		<p>配当政策</p> <p>成長投資優先型</p> <p>成長領域投資を最優先し、利益連動の増配と機動的な自社株買いを実施。</p>	
<p>5333 日本ガイシ ガラス・土石製品</p> <p>NGK版ROICと成長性で事業を評価。改善が見られない場合は期限を定めて撤退等を判断する方針を明確にしている。</p> <p>事業をカーボンニュートラルとデジタル分野へ転換。両分野へ設備投資や研究開発を積極的に行い成長を図る。</p> <p>独自のセラミック技術を核とし、企業理念に基づき製品を通じて環境保全や産業発展に貢献、新価値を創造する。</p>	<p>定性 Score</p> 	<p>5411 JFEホールディングス 鉄鋼</p> <p>赤字や将来性のない事業は縮小・統合・撤退を進める。国内は設備休止を伴う生産体制再構築で収益性を高める。</p> <p>インドでの新会社設立やクロスボーダーM&Aを推進。ローカライズ戦略を重視しグローバルな事業拡大を行う。</p> <p>最高の技術で社会貢献する理念の下、鉄鋼脱炭素化を推進。高機能鋼材の提供で社会のCO2削減に貢献する。</p>	<p>定性 Score</p> 
<p>ポテンシャル考察</p>		<p>ポテンシャル考察</p>	
<p>Divestiture</p> <p>◆市場縮小の読み違いや対応遅れを課題と認識し、事業売却のKPIと期限を明確化する予定。</p> <p>◆アナリストはNAS電池の中止を評価する一方、セラミックパッケージや絶縁基板といった不採算事業の再建が急務と指摘。</p> <p>◆今後は市場を注視した不採算事業の的確で迅速な売却判断力を、実行を通じて市場に示すことが必要である。</p>	<p>Development</p> <p>◆10年で3,000億円の研究開発費の約80%をCNとDS分野へ配分し、新事業売上1,000億円を目指す「New Value 1000」を推進する。</p> <p>◆アナリストは為替レートの影響を見込み、DS事業がガイドランスを20億円上回る230億円の営業利益を予測する。</p> <p>◆今後は高収益なハイセラムキャリア等、DS事業への注力を通じて「New Value 1000」推進に繋げる必要がある。</p>	<p>Divestiture</p> <p>◆需要縮小に伴い、国内生産体制の適正化・スリム化を進めるが、想定以上の需要減で収益目標未達となった。</p> <p>◆アナリストは倉敷工場のコスト改善に期待する一方、PBR0.5倍という成長期待の低さを懸念する。</p> <p>◆今後は国内体制の早期スリム化でBSを改善し、市場の成長期待を醸成することが不可欠である。</p>	<p>Development</p> <p>◆インドのJSWや北米Nucoerとの協業強化に取り組む。</p> <p>◆アナリストは26年度以降の増益要因としてJSWの成長等を挙げる一方、中長期成長戦略の不明確さを指摘。</p> <p>◆今後は海外事業のリターンや成長ストーリーを明確化し投資家へと発信し、成長戦略と利益目標の道筋を具体的に示す必要がある。</p>
<p>配当政策</p> <p>安定配当重視型</p> <p>配当性向30%、DOE3.0%と安定的かつ継続的な利益還元を掲げる。</p>		<p>配当政策</p> <p>安定配当重視型</p> <p>下限を設けたDOEを導入。業績に左右されない安定的配当の継続を計画。</p>	
<p>6501 日立製作所 電気機器</p> <p>Lumadaの成長性やROICを基準に、低収益・ノンコア資産の売却を継続しアセットライト化を進める方針。</p> <p>デジタル変革へLumada拡大を掲げ、生成AIやデータセンター等の戦略領域と研究開発に資源を重点配分。</p> <p>IT・OT・プロダクトの融合を強みとし、セクター横断の諮問委員会を設置してOne Hitachi連携を推進。</p>	<p>定性 Score</p> 	<p>6841 三菱電機 電気機器</p> <p>収益改善の見られない課題事業は撤退や売却を検討。物流や自動車機器事業の売却・再編を行い構造改革を進めた。</p> <p>3年で1兆円のM&A投資枠を設定。新規事業獲得やコア強化に向けクロスボーダーM&Aを活発に進める。</p> <p>国内1位の特許資産をコンポーネントの強みとし、環境解決と事業成長を両立するトレード・オンを追求する。</p>	<p>定性 Score</p> 
<p>ポテンシャル考察</p>		<p>ポテンシャル考察</p>	
<p>Divestiture</p> <p>◆資産効率向上のためにアセットライト化を進め、キャッシュ創出とROIC改善を図る。Lumadaとの親和性や成長性が低い事業は再編対象とする。</p> <p>◆アナリストは事業再編の進展に注目している一方、改革の再加速に焦点を当てる。</p> <p>◆今後はLumadaとのシナジーが薄い事業の切り離しによる中長期的なROIC改善が求められる。</p>	<p>Development</p> <p>◆売上比率80%等の目標「Lumada80-20」を掲げ拡大を図るが、十分な成長投資ができなかった点が課題と認識。</p> <p>◆アナリストはDX需要等による利益成長を予測する一方、概念の浸透に対し実益への貢献が課題と指摘。</p> <p>◆今後はDX事業の強化によるLumada事業の収益性強化を通じ、実質的な利益を伴う更なる成長が求められる。</p>	<p>Divestiture</p> <p>◆FA制御システムは市況低迷等による業績悪化が課題と認識。</p> <p>◆アナリストは空調等の在庫売却による関税影響緩和に言及しつつ、売上8,000億円規模の課題事業に対する迅速な判断を重視する。</p> <p>◆今後は価値再獲得事業の売却判断を的確に行い、創出したキャッシュを成長投資へ繋げるサイクルを回すことが強く求められている。</p>	<p>Development</p> <p>◆ビルシステムの安定収益は評価されるが、空調事業における欧州市場の成長鈍化が課題と認識。</p> <p>◆アナリストは今後3年間で1兆円規模のM&A投資を規律正しく実行できるかに注目。</p> <p>◆今後はSerendie活用による事業強化を図りつつ、1兆円の投資枠を長期的視点で判断し、成長への道筋をつけることが求められる。</p>
<p>配当政策</p> <p>総還元重視型</p> <p>DX・GX関連の成長投資と機動的な自社株買いや増配の両立を目指す。</p>		<p>配当政策</p> <p>安定配当重視型</p> <p>株主還元への安定性を高めるため、DOE3%の指標を新たに導入。</p>	

<p>6762 TDK 電気機器</p> <p>ROIC と将来性が低い 27 事業を重点監視し売却等を実行。ROIC10%を基準とし厳格に管理を行う。</p> <p>変革に向け AI 市場を最重要ドライバーとし積極投資。新規事業やベンチャーキャピタル設立も推進する。</p> <p>磁性材料技術を起点に技術融合を図る。創造による貢献という社是のもと、サステナビリティ経営を実践する。</p>	<p>定性 Score</p>	<p>6841 横河電機 電気機器</p> <p>個別案件のリスクに応じハードルレートを設定。資本コストを意識した投資で、継続的な超過リターンを創出する。</p> <p>M&A 等の成長投資で企業価値向上を図る。人的資本を重視し、適材適所の「人財ポートフォリオ」を実践する。</p> <p>測る力とつなぐ力で OT と IT を融合。営業強化で信頼築き、社会的・経済的価値を両立する CSV 経営を実践。</p>	<p>定性 Score</p>
<p>ポテンシャル考察</p>		<p>ポテンシャル考察</p>	
<p>Divestiture</p> <p>◆重点モニタリング対象の 27 事業に対し、早期の立て直し策を実行し 7 事業を譲渡した。</p> <p>◆アナリストは黒字化や譲渡決定などの進捗を評価し、不採算事業の改善による利益成長と ROIC 拡大を見込む。</p> <p>◆事業については過半数が再建・検討中であるため、将来的に成長が見込めない事業については、引き続き積極的な売却等の決断が求められる。</p>	<p>Development</p> <p>◆従来はスマホ部品が主力だったが、AI エコシステム市場を成長の核と捉え直し、電池や AI インフラ製品へ投資している。</p> <p>◆アナリストは CATL との協業や需要増による利益成長を評価する。</p> <p>◆今後はスマホ依存からの脱却と収益多様化へ向け、需要的拡大が続く電池や AI 関連製品の生産体制を拡充し、成長を確実にする必要がある。</p>	<p>Divestiture</p> <p>◆長期的なサービス提供に向け財務耐性を重視し、過去の負債増大や赤字を踏まえた基盤強化を進めている。</p> <p>◆アナリストは過去の投資における減損の多さを懸念する。</p> <p>◆今後は財務体質の強化に加え、過去の投資案件を事業単位で厳格に監視し、損失の早期処理を行う体制を構築してリスク管理を徹底することが求められる。</p>	<p>Development</p> <p>◆中長期計画で 1,000 億円以上の成長投資を掲げることが実績は 90 億円にとどまり、乖離がある。</p> <p>◆アナリストは LNG や AI 製品に期待する一方、低い EV 対 EBITDA 倍率から成長期待が未反映と指摘。</p> <p>◆今後は M&A 等で短期成果を上げつつ、AI 等の高付加価値ソリューションを展開し全社的な高収益化を実現することが必要である。</p>
<p>配当政策</p> <p>成長投資優先型</p>		<p>配当政策</p> <p>成長投資優先型</p>	
<p>7911 TOPPAN ホールディングス 電気機器</p> <p>市場縮小する印刷事業の統廃合で収益を改善。市場魅力度と効率性の 4 象限で評価し、積極的な事業再編を行う。</p> <p>市場魅力度の高い事業へ重点投資。M&A やオーガニック成長で海外展開を強化し、積極的な成長投資を行う。</p> <p>印刷技術と IT 等の融合で進化。顧客・社会視点で事業展開し、サステナビリティと事業を両立する企業を目指す。</p>	<p>定性 Score</p>	<p>8002 丸紅 卸売</p> <p>成長の掛けぬ事業から回収し成長投資へ配分。ROIC・CROIC 基準の厳格な成果管理で事業を評価する。</p> <p>成長事業に投資の 7 割を配分しロールアップ M&A を実施。組織改革で自律性向上と意思決定迅速化を図る。</p> <p>現場力と人材を強みに成長事業へ展開。取り「正・新・和」の下、サステナビリティや環境課題に取り組む。</p>	<p>定性 Score</p>
<p>ポテンシャル考察</p>		<p>ポテンシャル考察</p>	
<p>Divestiture</p> <p>◆国内パッケージ工場の集約や飲料充填事業売却、液晶製造撤退を実施し、今後国内パッケージ事業の縮小等を視野に入れる。</p> <p>◆アナリストは売却基準や余剰資本の削減を課題視する。</p> <p>◆今後は構造改革による事業整理の効果を基盤とし、ソリューション型ビジネスへの転換を加速させ、新たな収益モデルを確立することが求められる。</p>	<p>Development</p> <p>◆成長市場である半導体事業、特に FC-BGA の拡大を計画する。</p> <p>◆アナリストは同事業の成長見通し強化や AI 向け需要への期待が PBR1 倍超えに寄与したと分析する。</p> <p>◆今後は強みである安定的に創出されるキャッシュを成長が見込める事業へ確実に投資し、FC-BGA などを中心として全社の成長を牽引していくことが求められる。</p>	<p>Divestiture</p> <p>◆成長なき事業から 3 年で 6,000 億円の回収を計画する。</p> <p>◆アナリストは損失リスク案件の消化による利益成長見通しを評価し、段ボール事業撤退による増益も見込む。</p> <p>◆今後は事業撤退等で強化されたキャッシュ創出力を活かし、創出した資金を成長領域など最適な資本配分へと繋ぎ、企業価値を継続的に高めることが求められる。</p>	<p>Development</p> <p>◆3 年間の成長投資枠のうち 70%以上を戦略プラットフォーム事業へ配分する計画。</p> <p>◆アナリストは北米モビリティやチリ銅鉱山拡張への投資効果に注目。</p> <p>◆今後は同事業への優先的な資本配分を継続し、大規模投資の成果としての利益貢献を早期に実現させ、成長ストーリーを実証することが必要である。</p>
<p>配当政策</p> <p>総還元重視型</p>		<p>配当政策</p> <p>総還元重視型</p>	
<p>8053 住友商事 卸売</p> <p>市場魅力度と ROIC が低い再構築事業は売却等で資本回収。キャッシュサイクルを通じ事業ポートフォリオ変革を加速する。</p> <p>鉄鋼やデジタル等の成長分野へ過去最高の重点投資を実施。高 ROIC の注力事業へ資本投下し収益基盤を拡大する。</p> <p>アセマック・現場力・遂行力の 3 つの強みを転用。自利利他公私一如の精神で、利益拡大と共に社会や顧客の課題を解決する。</p>	<p>定性 Score</p>	<p>9506 東北電力 電気・ガス</p> <p>事業別 ROIC とバックキャスト思考を導入。計画を単年度に見直し、PDCA サイクルの迅速化と経営の機動性を高める。</p> <p>「よりそう next+PLUS」で CN 等に対応。11 区分で人材スキルを分類し、流動的な人的資本配分を行う。</p> <p>電力資産をデジタルや AI 技術と融合し外部提供。グリーンビジネスを展開し、既存起点で新規事業拡大に取り組む。</p>	<p>定性 Score</p>
<p>ポテンシャル考察</p>		<p>ポテンシャル考察</p>	
<p>Divestiture</p> <p>◆ROIC 管理徹底で低採算事業や石炭火力の売却を加速し、経営課題であるアンパトビー事業の債務削減を促進。</p> <p>◆アナリストは資産入れ替えを評価しつつアンパトビー等の損失や財務悪化を懸念。</p> <p>◆今後は資産売却実行による財務回復に加え、懸念の強いアンパトビーやエチオピア通信等の厳格な監視、リスク切り離し等の抜本的改革を早期完了する体制が必要である。</p>	<p>Development</p> <p>◆成長 8 分野への集中投資や大型買収を進めている。</p> <p>◆アナリストは中長期計画達成への期待と共に、完遂リスクや市場の織り込み不足を指摘。</p> <p>◆今後は投資の完遂と PMI による早期利益貢献に加え、市況に依存しない実力値としての成長を証明し、資本コストを上回る稼ぐ力への信頼を獲得して PBR 向上に繋げる行動が求められる。</p>	<p>Divestiture</p> <p>◆経済性を踏まえた火力の廃止やリプレースなどの選択と集中により、燃料費 600 億円の削減を見込む。一方、送配電事業は災害やコスト増等の課題に直面。</p> <p>◆アナリストも大幅減益を懸念視する。</p> <p>◆今後は同事業へ厳格なモニタリングを適用し、抜本的な収益化に向け取り組みを強化して課題を克服することが求められる。</p>	<p>Development</p> <p>◆再生エネルギーや分散型電源等の需要獲得で、2030 年までに約 3,000 億円の投資を行う予定。</p> <p>◆アナリストは原発リスクを考慮しても PBR1 割割れの現状は割安と指摘する。</p> <p>◆今後は資本コストを上回る収益性を確保できる事業への注力を徹底し、市場評価を高めて PBR1 割割れの改善を早期に実現することが求められる。</p>
<p>配当政策</p> <p>総還元重視型</p>		<p>配当政策</p> <p>総還元重視型</p>	
<p>9508 九州電力 電気・ガス</p> <p>ROIC を活用し資産入替やモニタリングを実施。セノコ社売却など 10 年で 10 件のアセットリサイクルを目指す。</p> <p>ハードルレート超の案件を厳選し投資。委員会審議を経て、高事業性の案件へ優先的に成長投資を実行する。</p> <p>国内電力の技術や人材を海外や都市開発へ展開。社会・経済価値の両立を掲げ、地域の課題解決や CN に取り組む。</p>	<p>定性 Score</p>	<p>9532 大阪ガス 電気・ガス</p> <p>セグメント別 ROIC 目標で管理。アルムナイ網を構築し、従業員に寄り添い摩擦を抑制する施策を実行する。</p> <p>神戸市との脱炭素連携等で地域エコシステムを構築。成長戦略 KPI を設定し事業ポートフォリオ改革を推進。</p> <p>石炭化学等のコア資産を複数分野で活用。国際提携による顧客共創の仕組みや社会課題解決目標を定量化する。</p>	<p>定性 Score</p>
<p>ポテンシャル考察</p>		<p>ポテンシャル考察</p>	
<p>Divestiture</p> <p>◆ポートフォリオ経営のため、海外事業でのアセットリサイクルで原資を確保し 35 年度には ROIC4%を目指す。</p> <p>◆アナリストは 2,000 億円の優先株償還リスクを見据えた財務改善優先の姿勢に注目し、効率化の加速を期待する。</p> <p>◆今後は資産入替の早期実行でキャッシュ創出力を市場に証明し、投資家の信頼を獲得して財務体質改善を確実に進めることが必要である。</p>	<p>Development</p> <p>◆九州での半導体やデータセンター建設を背景に今後 10 年で電力需要の 1.3 倍への拡大を見込み、高い原発稼働率を維持。</p> <p>◆アナリストは需要増と稼働率による成長性を評価しつつ PBR1 割割れを指摘。</p> <p>◆今後は地の利を活かした供給力強化と成果の可視化を通じ、成長期待を醸成して PBR1 割割れを打破することが求められる。</p>	<p>Divestiture</p> <p>◆24 年度の米国火力や不動産の売却等、各部門が自律的に資産効率を高めるアセットライト経営を推進。</p> <p>◆アナリストは PBR と ROE の観点から株価の過小評価を指摘し、資本コスト改善と機動的な還元を期待。中期的には年 800 億円の自社株買いで ROE を高めると予想。</p> <p>◆今後は財務健全性の維持と積極的な株主還元を両立が強く求められている。</p>	<p>Development</p> <p>◆3 年で 5,600 億円を投じ、国内の姫路天然ガス建設や米印のガス事業拡大に注力。</p> <p>◆アナリストは米ガス事業を将来の成長や ROE 向上の基盤と評価し、海外事業による中期的成長を見込む。</p> <p>◆今後はトランジション事業で得た資金を e メタンの新規開発へ向け、収益と将来投資を両立させる両利き経営の実践が必要である。</p>
<p>配当政策</p> <p>安定配当重視型</p>		<p>配当政策</p> <p>安定配当重視型</p>	

第 3 節 フィールドワーク

本節では、選定企業がいかなる意識のもとで事業ポートフォリオ変革に取り組み、日本の「三方よし」の精神や競争優位性をどのように体現しているのかについて、さらなる知見を得ることを目的として、選定企業のうち協力が得られた 4 社に対し、ヒアリング調査を実施した。フィールドワークを通じて、事業ポートフォリオ戦略や Divestiture および Development の実行過程において、投資家だけではなく、従業員を含めたステークホルダーへの配慮や企業としての意気込みがどのように位置づけられているのかを確認した。これにより、現場の視点から本論文における仮説およびスクリーニング指標の妥当性を検証することができた。第 20 表に調査結果を示す。

第 20 表 フィールドワーク

九州電力株式会社【12/10(水) オンライン】		
担当者	(下段右) コーポレート戦略部門 増永様	
訪問者	(上段左より) 三浦・中橋・飯島	
<p>【事業ポートフォリオ戦略で重視していること】 新経営ビジョンにおいて「キャピタルリサイクリング」を明文化している。再生可能エネルギーや海外事業といった成長事業においては、黒字で収益を上げている局面であっても、あえて事業を売却し、キャッシュを創出して次の投資資金へと回すサイクルの構築を図っている。事業ポートフォリオの評価にあたっては、財務面に加え、自社が当該事業のベストオーナーであるかどうかといった定性的な観点も重視している。</p> <p>【新規事業開拓における自社の強みの活用】 再生可能エネルギーや海外事業などの成長領域では、外部パートナーとの提携を積極的に進めている。金融面などで専門的な知見を有するパートナーと連携しつつ、自社が強みとする技術面でのプレゼンスを発揮することが期待されている。</p>		
大阪ガス株式会社【12/12(金) オンライン】		
担当者	(上段右) 資源海外事業部 坪田様	
訪問者	(上段左、下段) 中橋・三浦	
<p>【事業ポートフォリオ戦略で重視していること】 事業ごとの経営目標・ROIC をもとに 8 つの事業ユニットを構築し、各事業ユニットにおいて資本効率向上に資する取組を行っている。また、財務面だけではなく、今後の持続的な成長に向けた取組についてのステークホルダーへの説明といった定性面も重視した事業ポートフォリオ戦略を意識している。</p> <p>【「三方よし」における取組と日本企業の強み】 お客さま価値を第一として、地域社会やステークホルダーを重視した経営を行っている。従業員価値の創造にもいち早く取り組んでおり、人事制度の改訂など、人的資本を重要な資源として取組を行っている。また、保安の高度化と生産性向上の両立を図っている。例としては、ガス漏れなどに備えた従業員への保安教育を徹底するとともに、データ分析を用いた緊急車両の配置の最適化など、DX による業務効率化を図っていることが挙げられる。</p>		
株式会社日立製作所【12/12(金) 書面】		書面によるご回答
担当者	インベスター・リレーションズ ご担当者様	
<p>【事業ポートフォリオ戦略で重視していること】 事業ポートフォリオ改革においては、グローバル市場で競争力を持たない事業は生き残れないという強い危機感のもと、ステークホルダーに対して粘り強い説明を行いながら、「その事業にとって、また日立グループ全体にとって何が最善か」を常に問い、実行している。</p> <p>【新規事業開拓における自社の強みの活用】 グループ全体のシナジーを最大限に発揮するため、「真の One Hitachi」の実現に向けた経営基盤の強化を進めている。2021 年度に買収した GlobalLogic をグループ内外で積極的に活用するなど、シナジー創出の取組が Lumada 事業の拡大や他セクターとの連携強化につながっている。</p> <p>【「三方よし」における取組と日本企業の強み】 グループの持続的成長およびサステナブル経営の深化を目的として、サステナビリティ戦略フレームワーク「PLEDGES」を策定している。また、日立グループ・ビジョンである「VISION」が「PLEDGES」の根底にあり、日本企業としての強みとして意識している。</p>		
積水化学工業株式会社【12/26(金) オンライン】		
担当者	(上段左) 人事部 田中様	
訪問者	(上段右、下段) 中橋・三浦・梅澤	
<p>【事業ポートフォリオ戦略で重視していること】 事業ポートフォリオの見直しに関しては、経済合理性とステークホルダーへの配慮の整合を行うことが重要だと考えている。黒字事業をノンコアと位置づける場合は、自社がベストオーナーであり続けられるに加え、資源の配分先として最適なのかを意識し、グループ全体の「ありたい姿」を重視した事業ポートフォリオ戦略を行っている。</p> <p>【新規事業開拓で重視していること】 外部から獲得した人財やノウハウなどを自社の強み等と結合し、事業価値へ転換するプロセスと位置づけている。また、一律の統合は行わず、自社事業・研究部門との混成チームで一定の独立性を保つ取組なども行っている。</p>		

第 4 節 リスク・リターン分析

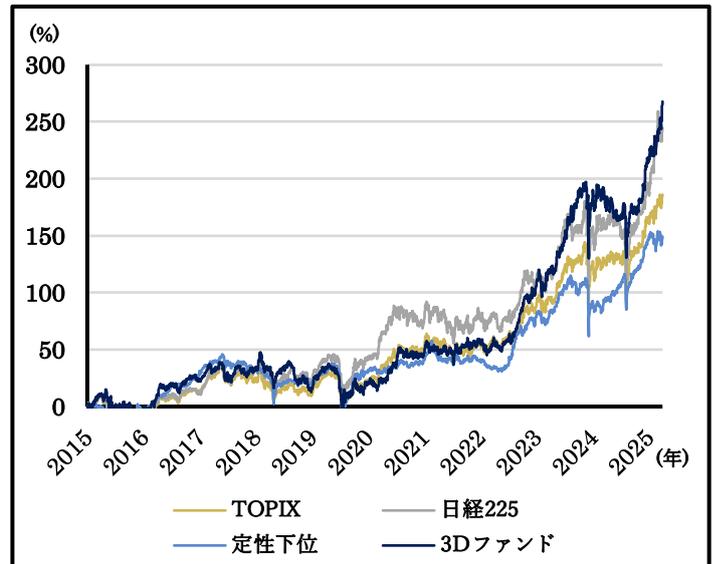
本節では、「3D ファンド」のリスク・リターンに関して考察を行う。構築したファンドの分析を行うにあたり、比較対象として定性下位ファンドを組成した（第 21 表参照）。

定性下位ファンドの銘柄は、第 1 次スクリーニング通過企業を対象に第 2 次スクリーニングのスコア下位 20 社により構成した。構成比率については、「3D ファンド」と同様に、リスク・パリティ戦略を用いて決定した。定性下位ファンドを組成した目的は、「3D 戦略」実行のポテンシャルを有する企業が「真の稼ぐ力」を持つ企業であり、企業価値が高いという本稿の仮説を証明するためである。また、日本市場の代表的なベンチマークである TOPIX と日経 225 についても比較対象として用いた。以下、第 22 表にリスク・リターン分析の結果を示す。

第 21 表 定性下位ファンド

Ticker	銘柄名	Ticker	銘柄名
1418	インターライフ ホールディングス	6147	ヤマザキ
2687	シー・ヴィ・エス・ ベイエリア	6747	大同信号
3011	バナーズ	7021	ニッチツ
3420	ケー・エフ・シー	7116	ダイワ通信
3571	ソトー	7719	東京衡機
4040	南海化学	8104	クロザワ ホールディングス
4274	細谷火工	8115	ムーンバット
5189	桜ゴム	8144	デンキョーグループ ホールディングス
5285	ヤマックス	8152	ソマール
5820	三ツ星	9193	東京汽船

第 17 図 トータル・リターン



以下では、分析結果から示唆される当ファンドの優位性を示す。まず、「3D ファンド」は比較対象に対してリターン面で優れている（第 17 図参照）。第 22 表より、全てのリターン指標において、比較対象を上回る結果となり、当ファンドのリターンの高さが示された。また、5 factor model により推定した期待リターンや α 値においても、他のファンドの銘柄に対する 3D ファンド銘柄の潜在能力の高さが窺える。次に、標準偏差やダウンサイドリスクに関して、TOPIX と定性下位ファンドと比較して僅かに劣る結果となったが、市場の代表的なベンチマークの 1 つである日経 225 に対して優位な結果を示している。リスク指標が低いポートフォリオは 10 年のトータルリターンに関しても低い値であるため、この点を考慮すると妥当な結果であるといえる。また、シャープレシオに関しても、定性下位ファンドやベンチマークと比較して高い結果であることから、当ファンドは、リスクに見合った効率的なリターン獲得能力を持っていることが明らかとなった。以上より、「3D ファンド」は総合的に見て優位性を有しており、安定的かつ効率的なファンドであることが証明された。

第 22 表 リスク・リターン分析結果

指標	3D ファンド	TOPIX	日経 225	定性下位
トータルリターン(10年)	230.61	162.10	212.02	149.30
平均リターン(年率)	14.84	12.05	14.46	10.65
期待リターン(年率)	25.31			15.17
α 値 5 factor model	1.21 (2.309)**			0.48 (1.174)
β 値 5 factor model	1.01 (6.044)***			0.86 (7.514)***
標準偏差	19.34	18.62	20.62	13.93
ダウンサイドリスク(年率)	13.98	13.53	14.81	10.91
シャープレシオ	0.77	0.65	0.70	0.76
VaR(四半期, 95%)	26.80	27.19	32.44	27.29

A. 期待リターンの推定

期待リターンおよび α 値の推定には、マルチファクターモデルの中でも標準的なモデルファクターとして、Fama *et al.*[2015]の 5 factor model を採用した。マルチファクターモデルとは、個別株式や債券などのリターンの形成要因が、複数の系統的なファクターによって定まるとするモデルである。5 factor model を採用した理由は、従来の CAPM 理論や 5 factor model の前身となる 3 factor model では考慮されていなかった収益性と投資に関するファクターを含有しており、既存の分析モデルより精緻に分析することが可能であるためである。

5 factor model では、マーケットリスクプレミアム ($R_M - R_F$)、サイズプレミアム (SMB)、バリュープレミアム (HML)、収益率プレミアム (RMW)、そして投資成長率プレミアム (CMA) の 5 つのファクターを用いる。 α 値とは、各ファクターでは説明されなかった超過収益率のことであり、その銘柄の固有能力を表すとされている。また、 β 値は、マーケットポートフォリオに対する感応度のことであり、市場の動きに対してポートフォリオが受ける影響を示したものである。マーケットリスクプレミアムと各ファクターは Dartmouth[2025]より取得した月次データを、銘柄のリターンは Bloomberg Terminal を利用し、2015 年 10 月から 2025 年 10 月までのデータを用いた。そして、取得したデータをもとに、重回帰分析を行った。第 24 表に示した 5 factor model の α 値における回帰結果の () 内は t 値、***は 1%水準、**は 5%水準を表す。第 24 表より、 β 値が 1.011 であり 1%有意であることから、市場全体の変動と強く連動していることが示された。つまり、市場全体の成長を効率的に享受できるファンドであると考えられる。

期待リターンについては推定された β 値をもとに、第 23 表の推定式にしたがって月次の期待リターンを推定し、年次換算を行った。また、 $t+1$ 期の期待リスクフリーレートと各ファクターの期待リスクプレミアムは、それぞれ過去 10 年間の平均値を利用した。比較対象である他のファンドについても同様の分析を行った。論文の制約上、当ファンドの推定結果のみを以下に示す。推定結果は第 24 表の通りであり、推定式において、 u は誤差項、添え字の i はサンプル数を示す。

第 23 表 期待リターンの算出式

$E_t(R_{i,t+1}) = R_{F,t+1} + \sum_{j=1}^J \beta_j^i E_t(F_{t+1}^j)$	
$E_t(R_{i,t+1})$: 銘柄 i の $t+1$ 期の期待リターン	$R_{F,t+1}$: $t+1$ 期のリスクフリー利率
β_j^i : 銘柄 i のファクター j に対する感応度	$E_t(F_{t+1}^j)$: ファクター j の期待リスクプレミアム

第 24 表 Fama French 5 factor model 回帰分析結果

【推定式】						
$R_{i,t} - R_{F,t} = \alpha_i + \beta_i (R_{M,t} - R_{F,t}) + \beta_i SMB_t + \beta_i HML_t + \beta_i RMW_t + \beta_i CMA_t + u_{i,t}$						
【変数の名称】						
$R_{i,t}$: 資産 i のリターン	$R_{F,t}$: 安全資産のリターン					
$R_{M,t}$: マーケットポートフォリオのリターン	SMB_t : 企業規模に関するリスクファクター					
HML_t : 簿価時価比率に関するリスクファクター	RMW_t : 収益性に関するリスクファクター					
CMA_t : 企業規模に関するリスクファクター	β_i : それぞれのリスクファクターに対する感応度					
【記述統計量】						
	$R_i - R_F$	$R_M - R_F$	SMB	HML	RMW_t	CMA_t
平均値	1.941	0.594	-0.047	0.286	0.010	0.054
最大値	21.798	10.920	4.450	14.580	5.230	6.050
最小値	-15.237	-10.090	-7.190	-7.390	-6.690	-6.120
標準偏差	7.239	3.886	1.890	3.642	1.830	1.882
【推定結果】 (注) 以下括弧内は t 値の絶対値を示している。***は有意水準 1%、**は有意水準 5%、*は有意水準 10%である。						
$R_{i,t} - R_{f,t} = 1.208 + 1.011(R_{M,t} - R_{f,t}) - 0.569SMB_t$						
(2.309)** (6.944)*** (-1.960)*						
$+ 0.577HML_t - 0.733RMW_t - 0.961CMA_t + u_{i,t}$						
(1.941)* (-1.333) (-2.271)**						
サンプル数 n=121 修正済み決定係数=0.402						

第 4 章 実証分析

第 1 節 事業ポートフォリオ評価スコアの改善

本節では、ファンドを構築するにあたり掲げた仮説が事業ポートフォリオ評価スコアの向上に寄与するのかについて検証する。データについては Bloomberg Terminal を用いて分析を行った。算出にあたり、ROIC については Mauboussin and Callahan[2022]で定義されている以下の式を用いた（第 25 表参照）。EBIT と投下資本については、企業の将来性や、長期的なトレンドを分析するため、2023 年度と 2024 年度の実績に加え、取得可能であった 2025 年度から 2027 年度のアナリストの予想値平均を、実効税率は財務省[2025]より 30.64%を用いた。「3D ファンド」のうち、Bloomberg Terminal からアナリストの業績予想が取得可能であった 19 社の事業ポートフォリオ評価スコアの平均値の推移を以下に示す。

第 25 表 ROIC の算出式

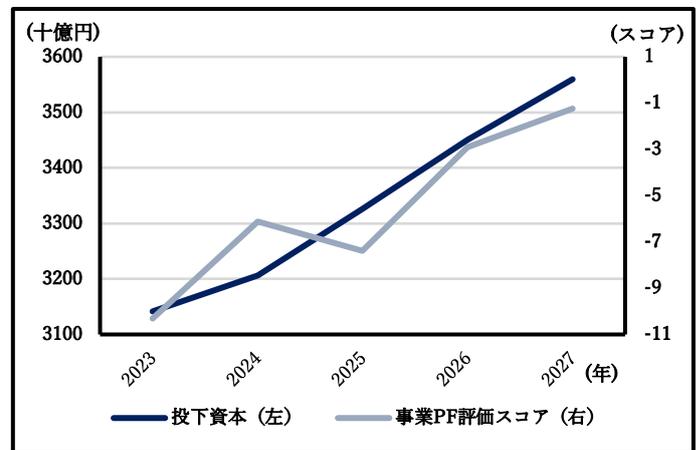
【算出式】

$$ROIC = \frac{EBIT \times (1 - \text{実効税率})}{\text{投下資本}}$$

事業ポートフォリオ評価スコアの平均値の推移を見ると、2023 年度では平均 -10.3 点から、2027 年度には平均 -1.2 点へと改善することが明らかになった（第 18 図参照）。詳細な動向としては、2024 年度には上昇し、その後 2025 年度には減少、2026 年度以降には再び上昇していることがわかる。加えて、投下資本の平均値についても 2025 年度の伸びが加速していることが見られる。

このことから、2024 年度までは Divestiture が進められ、2025 年度からは Development へと戦略の重点が移り、その後、成長へと繋がっているように、本稿で提唱した Divestiture から Development への事業ポートフォリオ戦略が実際に取られていると解釈できる。

第 18 図 投下資本と事業 PF 評価スコアの推移



第 2 節 将来の成長性の推計

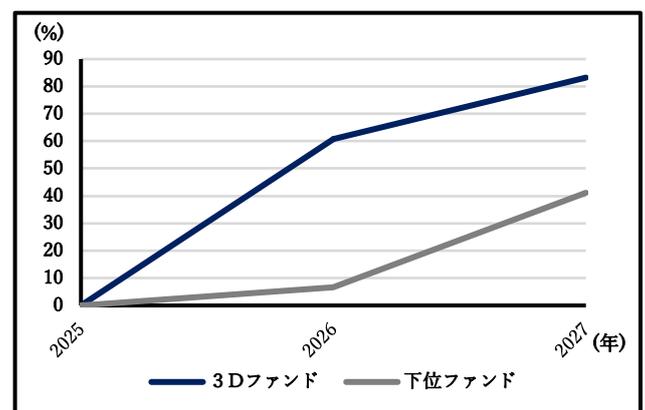
本節では、将来の成長性に関して仮説の妥当性を検証する。前節の分析において、2025 年度が本格的な Development フェーズへと移行する転換点であることが確認された。事業ポートフォリオ戦略の成功は Development フェーズ移行後の再成長に位置づけられる。そのため、事業ポートフォリオ戦略の完遂度合いを測るべく、2025 年度以降の事業ポートフォリオ評価スコアの上昇について下位ファンドとの比較分析を行う。

比較対象として、第 1 次スクリーニングを通過し、第 2 次スクリーニングを通過しなかった企業のうち、データ取得が可能であった 12 社を用いた。

分析の結果、2025 年度から 2027 年度にかけて、事業ポートフォリオ評価スコアが、「3D ファンド」では平均 83.2%上昇したのに対し、定性下位ファンドでは平均 41.2%上昇にとどまり、「3D ファンド」が上回ることが示された（第 19 図参照）。このように、両ファンドはいずれも事業ポートフォリオ評価スコアが改善傾向にある企業群であるものの、改善する見込みは、「3D ファンド」の方が大きい結果となった。これは、本稿において、事業ポートフォリオ戦略の成功を遂げるためのポテンシャルとして位置づけた要素を有する企業が、アナリストの評価においても高い成長が見込まれていることを示唆している。

以上より、本稿で選定した企業は「稼ぐ力」と「成長」を示す事業ポートフォリオ評価スコアが将来的に、より力強く上昇することから、事業ポートフォリオ戦略を完遂できるといえる。

第 19 図 事業ポートフォリオ評価スコアの上昇率



第5章 終わりに

アメリカの小説家で飛行家のリチャード・バックは、彼の著作の中でこのように述べた。

“What the caterpillar calls the end of the world, the master calls a butterfly.”

毛虫が世の終わりと考えるものを、救世主は蝶と名づける。

これは「毛虫にとって蛹や蝶になる過程は人生の終わりのように見えても、高い視点で見れば、それは空を飛ぶ美しい蝶の誕生に過ぎない」という意味である。つまり、どのような困難や変化が伴う状況であっても、視点を変えればそれは、新たな段階へ進むために必要な過程なのである。そのような意味で、「3D ファンド」はリスクの伴う変化を経験しながらも、中長期的に企業価値を向上させることのできる企業群である。また、変革段階にある企業を投資で応援するというテーマをもとに企業を選出したからこそ、投資が一時的なものではなく、企業と共に成長する過程や動向を見守っていきける魅力的なファンドでもあると考える。

そして、私たちもまた、企業を選出する中で次のような学びを得た。それは、「**学びを忘れず、変化を恐れない姿勢**」である。私たちのチームでは、これまでの学生生活の中で目標に届かず力不足を感じた経験から、全力を尽くし、何かを成し遂げたいという一同の共通する想いが本稿を執筆する上で大きな原動力となった。1つの課題に対して妥協なく向き合い続けた経験は、多角的な思考力の醸成に繋がった。そして、変化を見極める上でも学ぶことを忘れてはならない。学び続ける姿勢を持つことで、さまざまな視点から世界を見つめ、世の中の状況や変化を常に捉えることができる。STOCK リーグを経験したことで、学ぶ姿勢と変化を忘れず、成長を続けられる存在となることができただろう。

最後に、本稿を執筆するにあたり、最後まで熱心にご指導いただいた新関三希代先生や、手を差し伸べてくださった先輩方に深く感謝申し上げます。また、フィールドワークに応じてくださった企業の皆様、貴重な学習機会を与えてくださった日経STOCK リーグ関係者の皆様に心より御礼申し上げます。そして、テーマが決まらず、共に頭を悩ませた日々や深夜までスクリーニングを行った日々、そのいずれもが仲間の存在があったからこそ経験できた、かけがえのない4ヶ月でした。こうした仲間感謝の気持ちを込めて、本稿の結びとさせていただきます。

参考文献

- Abhishek Bhardwaj, Abhinav Gupta and Sabrina T Howell[2025], “Capital Structure & Firm Outcomes: Evidence from Dividend Recapitalizations in Private Equity”, NBER Working Paper, 1-57.
- Andrei Shleifer and Lawrence H. Summers[2022], “Breach of Trust in Hostile Takeovers”, NBER Working Paper No. w2342
- Aoyagi Chi, Ganelli Giovanni[2017], “Unstash the cash! Corporate governance reform in Japan”, Journal of Banking and Financial Economics
- Ariel Pakes and Mark Schankerman[1984], “The Rate of Obsolescence of Patents, Research Gestation Lags, and the Private Rate of Return to Research Resources”, University of Chicago Press, 73-88.
- Barry M. Staw[1976], “Knee-deep in the big muddy: a study of escalating commitment to a chosen course of action”, Organizational Behavior and Human Performance, 16(1), 27-44.
- Carlo Alberto Magni[2015], “Investment, financing and the role of ROA and WACC in value creation Author links open overlay panel”, European Journal of Operational Research, 244(3), 675-994.
- Charles Fombrun and Mark Shanley[1990], “What’s in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy”, Academy of Management Journal, 33(2), 233-258.
- Christian Thywissen[2014], “Divestiture decisions: conceptualization through a strategic decision-making lens”, Management Review Quarterly, 65, 69-112.
- C.K. Prahalad and Gary Hamel[1990], “The Core Competence of the Corporation”, Harvard Business Review, 69(3), 275-292.
- Danilo Marchiori and Mário Franco[2020], “Knowledge transfer in the context of inter-organizational networks: Foundations and intellectual structures”, Journal of Innovation & Knowledge, 5(2), 130-139.
- Dartmouth[2025], “Kenneth R. French - Data Library”, Kenneth R. French
- David J. Teece[1986], “Profiting from technological innovation: Implications for integration, collaboration, licensing and public policy”, Elsevier, Research Policy, 15(6), 285-305.
- Dushnitsky and Lenox[2005], “When Do Firms Undertake R&D by Investing in New Ventures?”, Strategic Management Journal, 26, 947-965.
- Fama, E. F. and K. R. French[2015], “A five-factor asset pricing model”, Journal of Financial Economics, 116(1), 1-22.
- François Degeorge, Jayendu Patel and Richard Zeckhauser[1999], “Earnings Management to Exceed Thresholds”, The Journal of Business, 72(1), 1-33.
- Galen Sher[2014], “Cashing in for Growth: Corporate Cash Holdings as an Opportunity for Investment in Japan”, IMF Working Papers, 2014(221)
- Gee Hee Hong, Deniz O Igan and Dongyeol Lee[2021], “Zombies on the brink: Evidence from Japan on the reversal of monetary policy effectiveness”, IMF Working Papers, 2021(044)
- Hossein Kazemi[2011], “An Introduction to Risk Parity”, Alternative Investment Analyst Review, 1(1), 20-31.
- James S. Ang, Rebel A. Cole and James W Lin[2000], “Agency Costs and Ownership Structure”, Journal of Finance, 55(1), 81-106.
- Kaszniak, R.[1999], “On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management”, Journal of Accounting Research, 37, 57-81.
- Kenneth John Reichelt, charlene henderson and Nusrat Jahan[2009], “Do Corporate Restructuring Announcements Imply Bad News? Evidence from Short Selling”, AAA 2020 Virtual Annual Meeting
- Jeremy C. Stein[1997], “Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources”, The Journal of Finance, 52(1)
- John R. Graham, Campbell R. Harvey and Shiva Rajgopal[2005], “The economic implications of corporate financial reporting”, Journal of Accounting and Economics, 40(1-3), 3-73.
- Juan Manuel García Lara, Beatriz García Osma and Fernando Penalva[2016], “Accounting conservatism and firm investment efficiency”, Journal of Accounting and Economics, 61(1), 221-238.
- Kose John and Eli Ofek[1994], “Asset Sales and Increase in Focus”, Journal of Financial Economics, 37(1), 105-126.
- Lixiong Guo and Ronald W. Masulis[2015], “Board Structure and Monitoring: New Evidence from CEO Turnovers”, The Review of Financial Studies, 28(10), 2770-2811.

- Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan[2003], "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences", *Journal of Political Economy*, 111(5), 1043-1075.
- Massimo Baù, Francesco Chirico, Daniel Pittino, Mikaela Backman and Johan Klaesson[2019], "Roots to Grow: Family Firms and Local Embeddedness in Rural and Urban Contexts", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 360-385.
- Matthias Brauer[2006], "What Have We Acquired and What Should We Acquire in Divestiture Research? A Review and Research Agenda", *Journal of Management*, 32(6), 751-785.
- Michael C. Jensen[1986], "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Michael C. Jensen[1989], "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*
- Michael J. Mauboussin and Dan Callahan, CFA[2022], "Return on Invested Capital", *Morgan Stanley*
- Michael S. Weisbach[1988], "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
- Michele J. Gelfand[2018], "Rule Makers, Rule Breakers", *Scribner*
- Merton H. Miller and Franco Modigliani[1961], "Dividend policy, growth, and the valuation of shares", *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Mozaffar Khan and Ross L. Watts[2009], "Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism", *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 132-150.
- Philippe Aghion, John Van Reenen and Luigi Zingales[2013], "Innovation and Institutional Ownership", *American Economic Review*, 103, 277-304.
- Michel E. Porter and Mark R. Kramer[2011], "The big idea: Creating Shared Value.", *Harvard Business Review*, 89(1-2), 62-77.
- Ross L. Watts[2003], "Conservatism in Accounting - Part I: Explanations and Implications", *Accounting Horizons*, 17(3), 207-221.
- Richard Chung, Sandra Ho and Jeong-Bon Kim[2004], "Ownership structure and the pricing of discretionary accruals in Japan", *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 20, 1-20.
- Robert E. Hoskisson, Richard A. Johnson and Douglas D. Moesel[1994], "Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms: Effects of Governance, Strategy, and Performance", *The Academy of Management Journal*, 37(5), 1207-1251.
- Richard P. Rumelt[1974], "Strategy, Structure and Economic Performance.", *The Business History Review*, 49(02), 282-284.
- S. Kester[2009], "Divestitures and their impact on the innovative capacity of firms", *Business Economics*
- Ulrike Schaeede[2020], "The Business Reinvention of Japan: How to Make Sense of the New Japan and Why It Matters", *Stanford Business Books*
- Wm. Gerard Sanders[2001], "Behavioral Responses of CEOs to Stock Ownership and Stock Option Pay", *Academy of Management Journal*, 44(3), 477-492.
- Woon Sau Leung, Jing-Sheng Song, Jiong Sun and Shuo Wang[2024], "Geopolitical Risk and Supply Chain Reshoring", *SSRN*
- Xiaoyang Li, Angie Low and Anil K. Makhija[2017], "Career concerns and the busy life of the young CEO", *Journal of Corporate Finance*, 47, 88-109.
- Yossi Diantimala, Sofyan Syahnur and Islahuddin Islahuddin[2022], "Recursive correlation between voluntary disclosure, cost of capital, information asymmetry, and firm value", *Cogent Business & Management*, 1-18.
- 朝倉祐介[2018], 「ファイナンス思考：日本企業を蝕む病と、再生の戦略論」, *ダイヤモンド社*
- 石川博行[2019], 「会社を伸ばす株主還元」, *中央経済社*
- 板津直孝[2023], 「自社株買い等による短期の株主還元の議論-長期のイノベーション循環とのバランス-」, *野村資本市場研究所*
- 上野恭裕[2011], 「戦略本社のマネジメント-多角化戦略と組織構造の再検討」, *白桃書房*
- 牛島辰男[2025], 「組織現象としての内部資本市場」, *組織科学*, 58(3), 15-25.
- 大崎貞和[2025], 「日本市場における株主アクティビズムのあゆみと展望」, *野村総合研究所, 未来創発センター 研究レポート, Vol.22*
- 金融庁[2025], 「第1回コーポレートガバナンスコードの改訂に関する有識者会議(令和7年度) 事務局説明資料」
- 経済産業省[2014], 「『持続的成長への競争力とインセンティブ~企業と投資家の望ましい関係構築~』プロジェクト」
- 経済産業省[2020], 「事業再編実務指針~事業ポートフォリオと組織の変革に向けて~」
- 経済産業省[2022], 「人的資本経営の実現に向けた検討会報告書 ~人材版伊藤レポート 2.0~」
- 経済産業省[2025], 「企業の成長戦略を中心とする社会システム・政策体系の構築に向けて」
- 経済同友会[2025], 「2025年9月(第154回) 景気定点観測アンケート調査結果」
- 高瑞紅[2022], 「M&Aによる事業拡大と買収後の統合タイミング」, *アジア経営研究*, No.28, 69-89.
- 紺野剛[1988], 「経営資源の測定と分析」, *創成社*
- 財務省[2025], 「法人課税に関する基本的な資料」
- 佐藤克宏[2022], 「日本企業の持続的な成長を目指した事業ポートフォリオ変革~日本企業の現状と課題~」
- 猿山純夫[2018], 「日本企業の事業再構築：撤退と投資の実証研究」, *法政大学学術機関リポジトリ*
- 白田佳子[2003], 「企業倒産予知モデル」, *中央経済グループパブリッシング*
- 田村俊夫[2015], 「稼ぐ力をどう稼ぐか~コーポレートガバナンスと経営指標~」, *資本市場リサーチ 2015年夏, Vol.36*
- 中小企業庁[2025], 「パートナーシップ構築宣言公表要領」
- 東京証券取引所[2025], 「コーポレート・ガバナンス白書」
- 徳成旨亮[2023], 「CFO思考 日本企業最大の『欠落』とその処方箋」, *ダイヤモンド社*
- 内閣府[2025], 「『強い経済』を実現する総合経済対策について」, *内閣府*
- 日本経済新聞社[2024], 「日銀が追加利上げ決定、政策金利を0.25%に」, *2024年7月31日*
- 日本経済新聞社[2025a], 「自社株買い急増、崩れた『死蔵金の大山』 ホンダの現金4000億円減」, *2025年9月3日*
- 日本経済新聞社[2025b], 「元社員採用する『アルムナイ』導入7割『転職者は裏切り者』風潮薄まる」, *2025年11月13日*
- 加賀谷哲之[2025], 「供給力を高めるには、長期投資へ対話を深めよ 加賀谷哲之氏」, *日本経済新聞社, 2025年11月19日*
- 延岡健太郎[2011], 「価値づくり経営の論理：日本製造業の生きる道」, *日本経済新聞出版社*
- 服部直樹・酒井才介・河田皓史・坂中弥生・中信達彦・坂本明日香[2024], 「変革を迫られる日本企業~ヒト・モノ・カネの変化で生じるリスクとチャンス~」, *みずほリサーチ&テクノロジーズ*
- 浜田康[2016], 「粉飾決算:問われる監査と内部統制」, *日本経済出版社*
- 宮川努・滝澤美帆[2022], 「日本の人的資本投資について-人的資源価値の計測と生産性との関係を中心として-」, *RIETI Policy Discussion Paper Series 22-P-010, 独立行政法人経済産業研究所*
- 宮本浩明[2017], 「組織の再編成局面における部門行動」, *経営学論集第87集*
- 元橋一之[2003], "University-industry collaborations in Japan: The role of new technology-based firms in transforming the National Innovation System", *Research Policy*, 583-594.
- 森川正之[2008], 「同族企業の生産性-日本企業のマイクロデータによる実証分析-」, *RIETI Discussion Paper Series 08-J-029, 独立行政法人経済産業研究所*
- 森川正之[2018], 「企業の教育訓練投資と生産性」, *RIETI Discussion Paper Series 18-J-021, 独立行政法人経済産業研究所*
- 山田琴音・箕浦征郎・中島上智・八木智之[2022], 「企業金融支援と資源配分-研究の潮流と新型コロナウイルス感染症拡大後の動向-」, *日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.22-J-4*
- 渡辺努[2024], 「物価を考える：デフレの謎、インフレの謎」, *日経 BP 日本経済新聞出版*