資料４

第2回　価値創造経営小委員会

企業のROE-PBRポジション毎の課題と障壁

2025年3月4日（火）
16:00−18:00

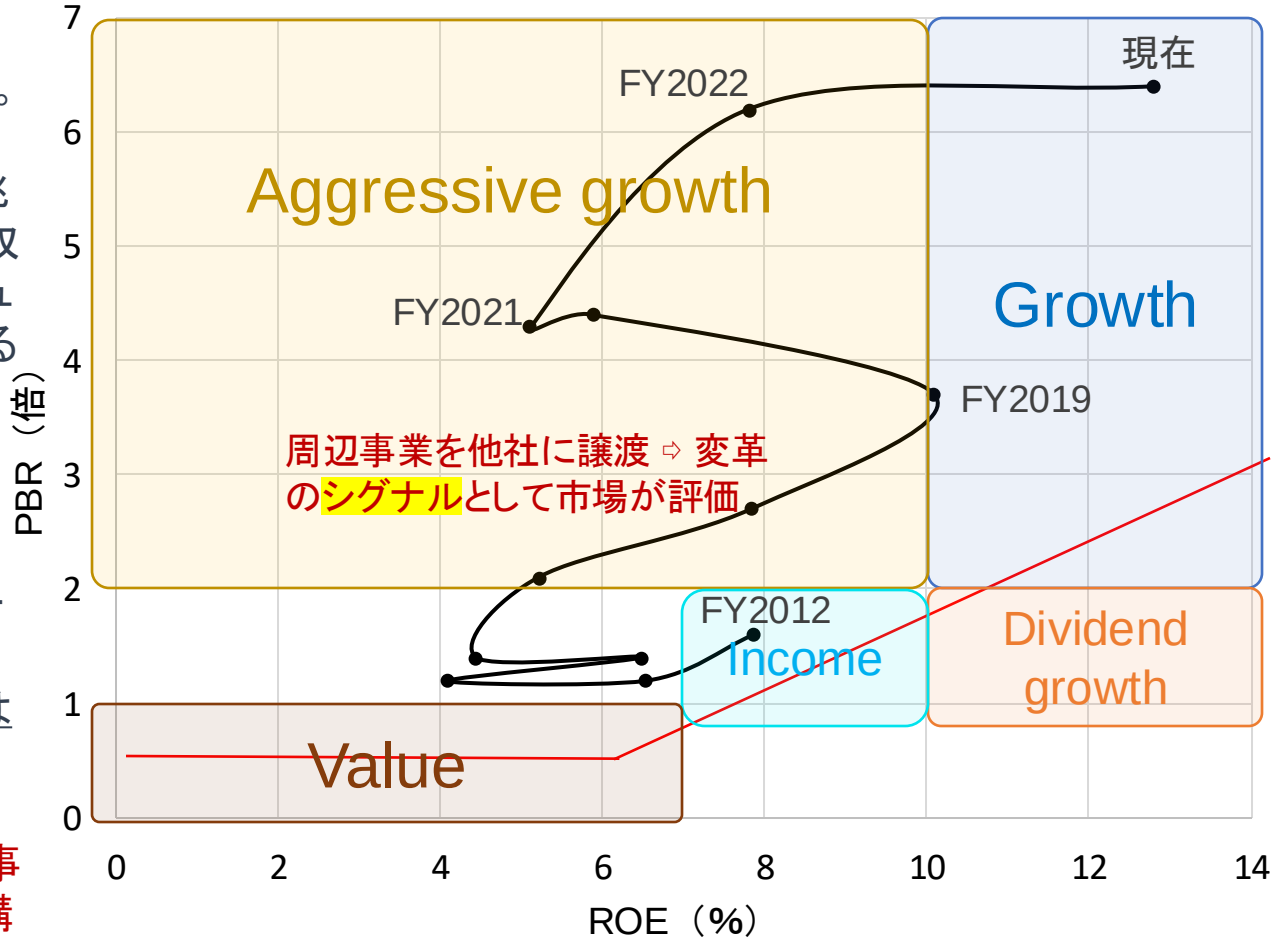
三瓶 裕喜
アストナリング・アドバイザー LLC　代表

企業のROE-PBRポジション（投資スタイル区分）

【ライフサイクル①】
Aggressive growth
果敢に成長を目指す企業。革新的な製品やサービスによって市場を開拓する挑戦者。成長投資が先行し収益性は高くない。キャッシュバーンする前に収益化する必要がある。

【ライフサイクル④】
Value
衰退企業。企業のライフサイクルは終盤にあり、成長事業が無く、資本収益性は株主資本コストを下回っている。
【取組むべき課題】先ず、事業撤退・資産売却などの構造改革を行い、ぜい肉を落とし体力回復を図る。

ROE、PBRの座標軸で可視化した各投資スタイルの対象領域



出所: アストナリング・アドバイザー作成

【ライフサイクル②】
Growth
利益成長企業。良好な業績実績に裏付けられており、今後も堅調な利益成長が見込まれる企業。

【ライフサイクル③】
Income, Dividend growth
成熟企業。企業のライフサイクルが成熟期に入っており、2桁成長は見込めない。株主資本コストを超える資本収益性を確保しているが主要な成長事業が無く再投資需要が旺盛ではないため株主還元を励行する企業。
【取組むべき課題】既存事業が収益性を維持しているうちに、成長事業を立ち上げる。

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

投資スタイル区分上の分布状況（グローバル比較、3年前との比較）

企業数ベース 分布最大、 分布最少

%	日本	米国	欧州	アジア
Agg. Gr	6(0)	27(+1)	12(-1)	22(+10)
Growth	22(+5)	39(+8)	38(+7)	37(+3)
Div Gr	17(0)	12(-6)	19(-3)	13(-10)
Income	18(+8)	5(0)	8(+3)	6(-2)
Value	17(-12)	5(-1)	11(-1)	9(+1)
その他	20(-2)	12(-1)	12(-6)	13(-3)

2025年2月21日株価ベース、時価総額10億ドル以上
（）内は、2022年4月8日ベースとの比較
企業数は、日本676社、米国1842社、欧州1075社、アジア2932社

時価総額ベース 分布最大、 分布最少

%	日本	米国	欧州	アジア
Agg. Gr	4(-3)	12(-3)	9(-2)	16(+7)
Growth	32(+9)	75(+13)	57(+14)	45(+9)
Div Gr	22(-2)	7(-9)	18(-4)	13(-14)
Income	20(+12)	3(0)	4(-1)	7(-1)
Value	9(-12)	1(0)	4(-3)	5(-1)
その他	14(-3)	3(-1)	8(-5)	15(0)

2025年2月21日株価ベース、時価総額10億ドル以上
（）内は、2022年4月8日ベースとの比較
時価総額合計（単位10億ドル）は、日本5,821、米国60,168、欧州16,234、アジア25,107

【現状】 日本は海外との比較で、衰退（Value）企業、成熟（Income/Dividend Growth）が多く、成長（Growth / Aggressive Growth）企業が少ない ⇨ リスクマネーの取り合いで劣後している

【課題】 ①衰退（Value）からの脱却、②成熟事業（Income/Dividend Growth）が衰退する前に成長事業を創出すること、③果敢に成長を目指す企業（Aggressive Growth）の後押し ⇨ ゴールはGrowth企業を増やすこと

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

【優先課題】 ①衰退（Value）からの脱却、②成長事業の創出

⇨ 2つの課題は表裏一体＝新陳代謝が進まない（企業LCの高齢化）

優先課題	現状を打開できない理由・企業側の声	
	衰退（Value）企業	成熟（Income/Div growth）企業
事業撤退・資産売却などの構造改革が進まない	▪ 代々引き継いできた事業を続けたい、残すべきとの空気 ▪ 事業規模縮小への抵抗感、事業売却・撤退だけではジリ貧だが、有力な成長事業が見つからない（躊躇） ▪ リストラ（軋轢）を避けたい、人材獲得が難しくなる（評判） ▪ 事業撤退・資産売却による回収資本は株主還元で社外流出する（将来の成長原資を失う）	
成長事業を創出できない	▪ コンセンサスに傾斜、ハーディング（群がり）に陥っている ▪「投資＝成果」（OUTCOME思考）ではなく、「投資＝支出」（INPUT思考）になっており、リスクテイクを躊躇 ▪ 事業機会は売上獲得・利益の積み増しと捉えている（競争優位の発揮ではない） ▪ 赤字にならないよう、投資の逐次投入 ▪ 成熟企業（Income/Dividend growth）も衰退に向かう	

「成果」より「障壁」に注目しがち ⇨「成果」に目を向けるにはMindsetの切り替えが必要

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

「成果」より「障壁」に注目しがち ⇨「成果」に目を向けるにはMindsetの切り替えが必要

企業の課題：Mindsetの切り替え

- リスクテイクを促すにはコンセンサスに傾きがちな社内議論に注意が必要
- 行動経済学が指摘する典型的な行動バイアス（損失バイアス、現状維持バイアス）への注意喚起が必要
- 「失敗から学ぶ」重要性
  “Learn from your own mistakes”（アインシュタイン以外は凡人で、凡人は自分で経験した失敗からしか学ばない。）
  “学ぶべき失敗がないとしたら、リスクテイクしていない”（米国ベンチャービジネスに投資するコミュニティのカルチャー）

資本市場の課題：プロフェッショナルとしてのAuthenticity（真正性）

- スチュワードシップ責任の深い理解と実践
  ①経済、環境、社会に持続的な利益をもたらす資本配分の責任
  ②投資先企業のパフォーマンスを改善する責任（積極的に働きかけて潜在力を実現しようとする責任）

政策の課題：ボトムアップ視点の必要性（個別性、idiosyncrasy、革新性を踏まえた規制運用）

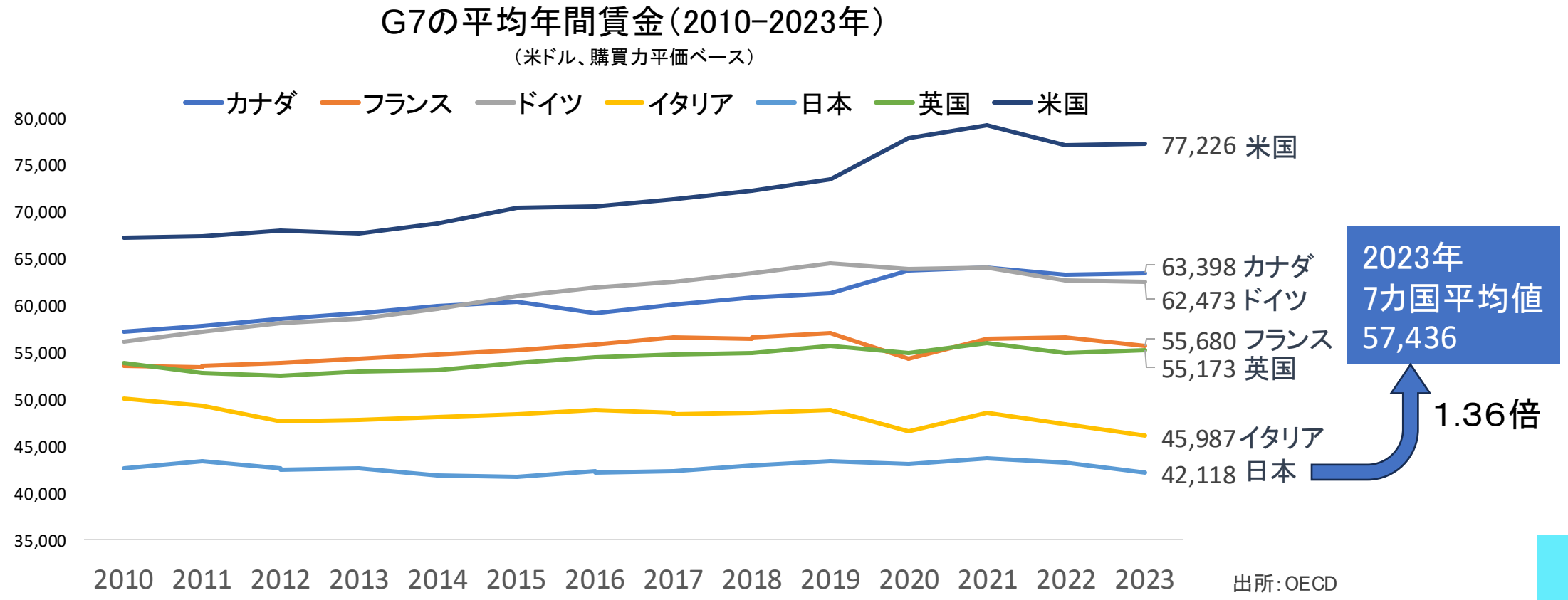
- 明るく「失敗から学ぶ」事例集・情報交換機会などを継続的に支援（イメージ：「イグノーベル賞」）
- ①政策保有株式売却、②事業譲渡による回収資金を成長事業に再投資する場合には税制優遇措置を設ける ⇨ その結果、売却、譲渡によって手元に残るキャッシュが増え、①再投資と株主還元を両立できる（金融資産から事業資産への入替促進のインセンティブ）、②成長投資が加速する（事業ポートフォリオ入替促進のインセンティブ）
- 料金・価格改定が規制されている産業やサービス提供責任などが課されている産業などについて、新たなビジネスモデルに対する規制適用緩和や規制事業と非規制事業の区別の明確化など（例：英国の電力会社に対するregulated assetとnon-regulated assetの区別など）

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

Mindsetの切り替えには前向きでわかりやすい**旗印**が必要ではないか

【旗印】「平均年間賃金をG7平均並みへ引き上げる」

- ⇨ 限られたパイの取り合いは社会の分断を招く
- ⇨ パイの拡大が必要＝差別化・競争優位性追求型のビジネスモデル構築により、「成長事業の創出」×「粗利率を引き上げ」好循環をもたらす

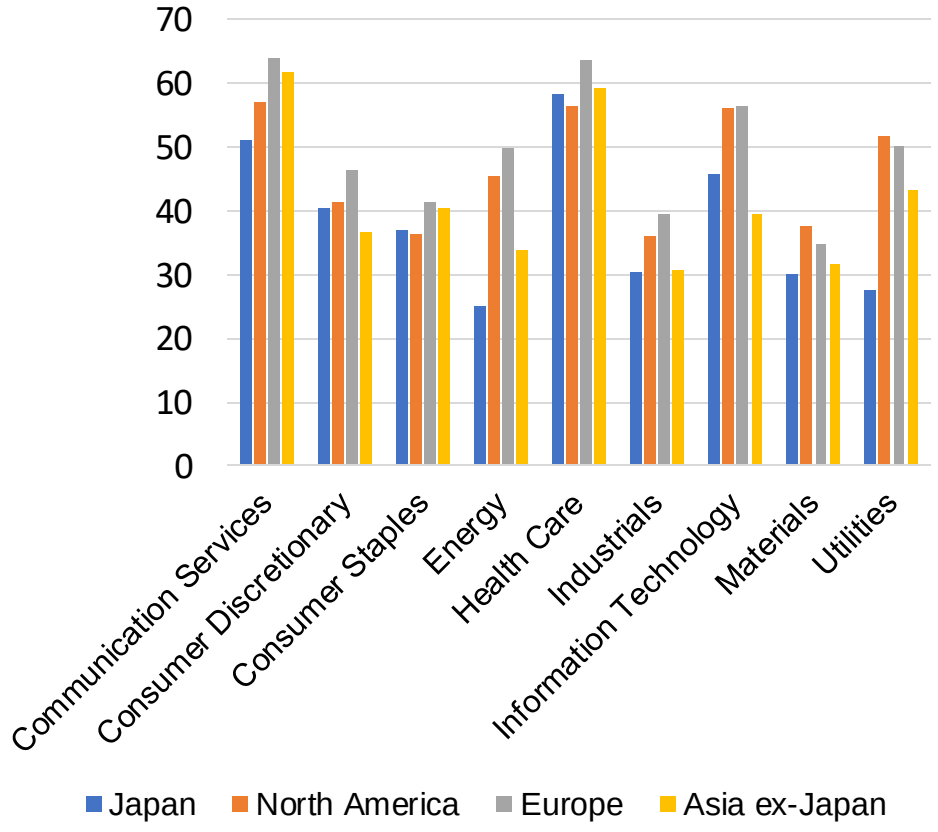


無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

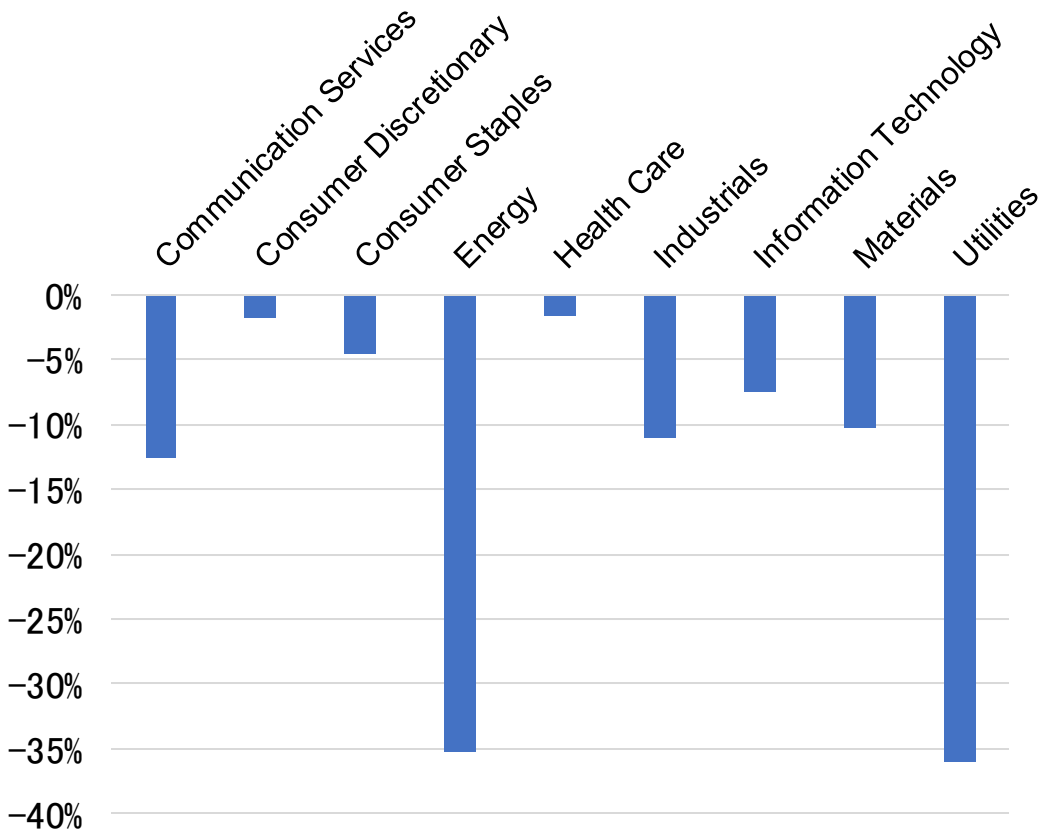
（ご参考）日・北米・欧州・アジアの産業別Gross Profit Margin（粗利率）比較

GPM抜本的改善の方法は原価低減ではない。プライシングが重要。そのためには価値訴求力が鍵。

産業別Gross Profit Margin%の平均水準
（金融、不動産除き）



日本企業の4市場平均対比
（金融、不動産除き）



出所：UBS HOLT Lensデータより、アストナリング・アドバイザー作成。時価総額10億ドル以上（2025年2月28日終値ベース）、直近年度実績ベース。

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

（ご参考）日本企業の経営について投資家が抱く違和感（下図左）と期待（右）

	戦略不在・計画未達・遅い経営スピード	戦略遂行・迅速な経営スピード
1	正確性重視の結果、複雑化	単純化・強調・集中
2	計画・予算思考	戦略思考
3	PDCA思考（Plan（計画）-Do（実行）-Check（確認）-Action（改善））	OODA思考（Observe（観察）-Orient（方向付け）-Decide（意思決定）-Act（行動））
4	丁寧に検討を重ねる・現状維持バイアス	できることは直ぐやる・変える
5	社内資料多い、資料修正を重ねる	資料作りより、明確な論点整理
6	コンセンサス（confirmation bias）、ハーディング	First mover advantge、オンリーワン
7	プロセス重視	責任（権限）と結果重視
8	投資＝支出（何にいくら使うのか＝INPUT思考）	投資＝成果を創出する資産形成（狙い・目的が明確＝OUTCOME思考）
9	確実（管理可能）なコスト（or最大損失）の管理に注力（＝制約）	不確実な成果達成・遂行に注力（＝規律）
10	資本効率はコスト削減、分母削減で改善（INPUTを減らす）	資本効率はプライシング、投資成果で向上（OUTPUTを増やす）
11	事業機会＝売上高獲得、利益額積み増し（何をするか、何を目指すか：WHAT）	事業機会＝競争優位発揮、高投資効率（なぜ達成できるか：WHY、どう可能にするか：HOW）
12	成果が出るまで時間を要す（投資の逐次投入）	早く成果を出すために集中投資
13	オペレーショナル・エクセレンス、すり合わせ・要素技術を賞賛	プライシングへのこだわり、価値化を優先
14	安定供給・取引優先、価格軽視	バリューチェーンの支配力
15	安全マージン（“Nice to have”）多め	“Must have” と “Nice to have” の区別
16	失敗しても瑕疵はなく善管注意義務違反などの責任を問われないよう証拠を準備（＝失敗を想定）し、地位を維持	成果をとことん追求し、成功すれば高額報酬で報われ、失敗したらポジションを失う覚悟（失敗は学ぶ機会）
17	社長がCEOとは限らない、暗黙の任期がある、任期を超える長期戦略にはコミットできない（後任に迷惑）	CEOの任期はない、結果を出せば長期戦略にコミットできる

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

（ご参考）投資スタイルと「変化を求めるエンゲージメント」の相性

投資スタイル	変化を求めるエンゲージメント	進捗モニタリング
Value	✓ 事業撤退、資産売却などバランスシート改革	N/A
Income	✓ 株主還元	N/A
Dividend Growth	❖ 株主還元と成長投資のバランス	❖ 株主還元と成長投資のバランス
Growth	N/A	✓ 再投資による持続的成長
Aggressive Growth	N/A	✓ 新規事業育成・Cash burn回避

スチュワードシップ・コード以前から、投資哲学・運用の差別化としてエンゲージメントをα（超過リターン）獲得のドライバーとしてきた投資家がいた。

米Lens Asset Management（90年代初期～）、米Relational Investors（1996年～）、英Hermes Focus Asset Management（1998年～）、ValueAct Capital（2000年～）など、Valueスタイルと親和性がある。

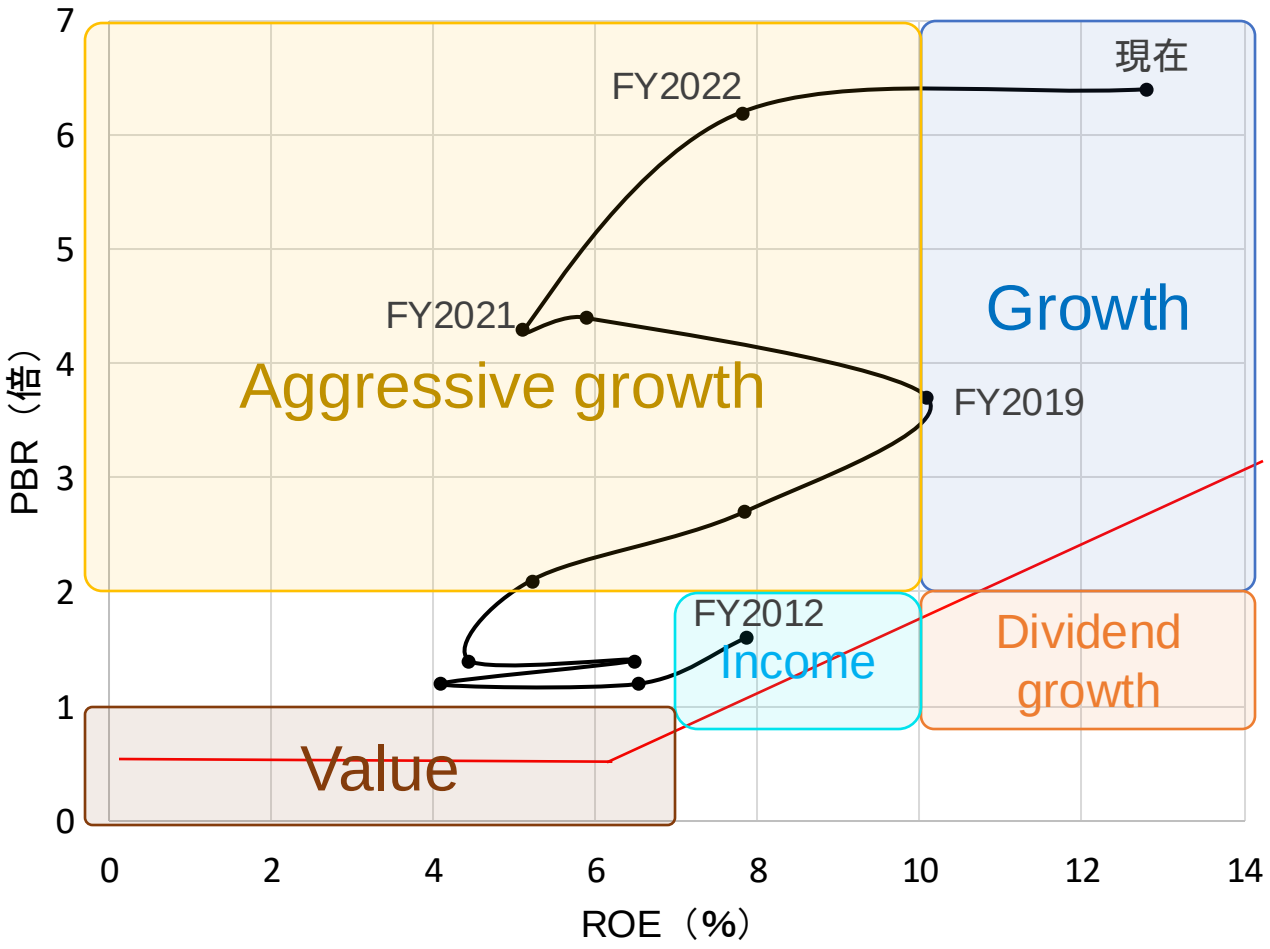
無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

（ご参考）投資スタイル区分と特化型ファンドの投資対象の関係

Aggressive growthに属する事業または連結企業は、ベンチャー・ファンドの投資対象に似た位置づけである。事業基盤を構築するまでは収益性を見込めないが、その状態が想定以上に長引けばキャッシュ・バーンに陥り事業の立ち上げに失敗することになる。

Valueに位置する場合、ディストレスト・ファンドや企業再生ファンドのターゲットになる。投資の成功確率を高めるために債権や資産を格安で手に入れようと、危機的状況に陥り投げ売り状態になるのを待っている。

ROE、PBRの座標軸で可視化した各投資スタイルの対象領域



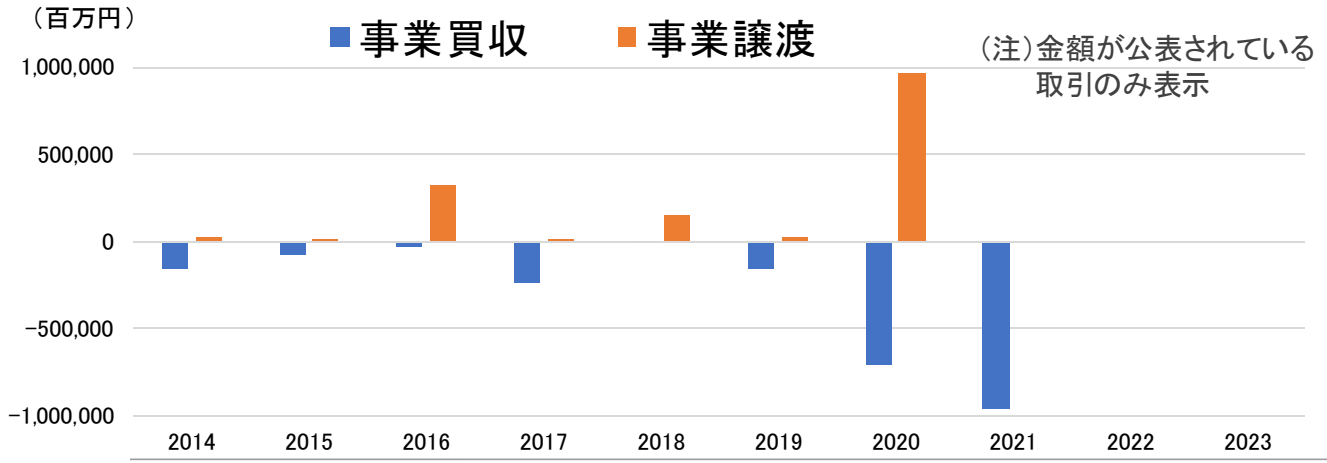
出所: アストナリング・アドバイザー作成

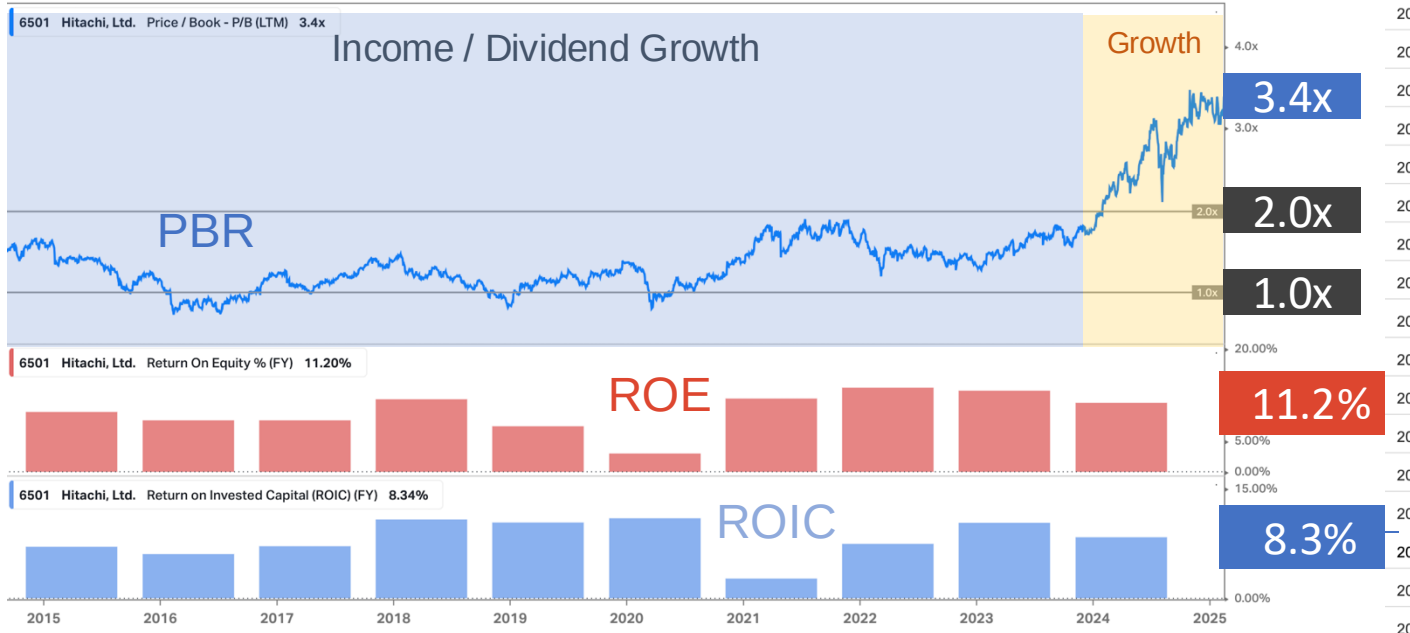
Income, Dividend growth に位置する場合、LBOファンドなどのバイアウト・ファンド、M&Aファンドがキャッシュ・カウを手に入れようとターゲットにすることがある。安定的にキャッシュフローを創出するので、レバレッジを効かせればより効率的にキャッシュ創出することが見込まれるからである。また、M&Aを通じた横展開または垂直統合によって成長性の課題を克服することができると見込むからである。

他方、連結企業としても事業部門としても、株主還元を迫るアクティビスト・ファンドのターゲットにもなりやすい。創出したキャッシュフローの合理的・効率的な使途がないと結論づけているからである。

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

（ご参考）事業資産の入れ替え：日立製作所



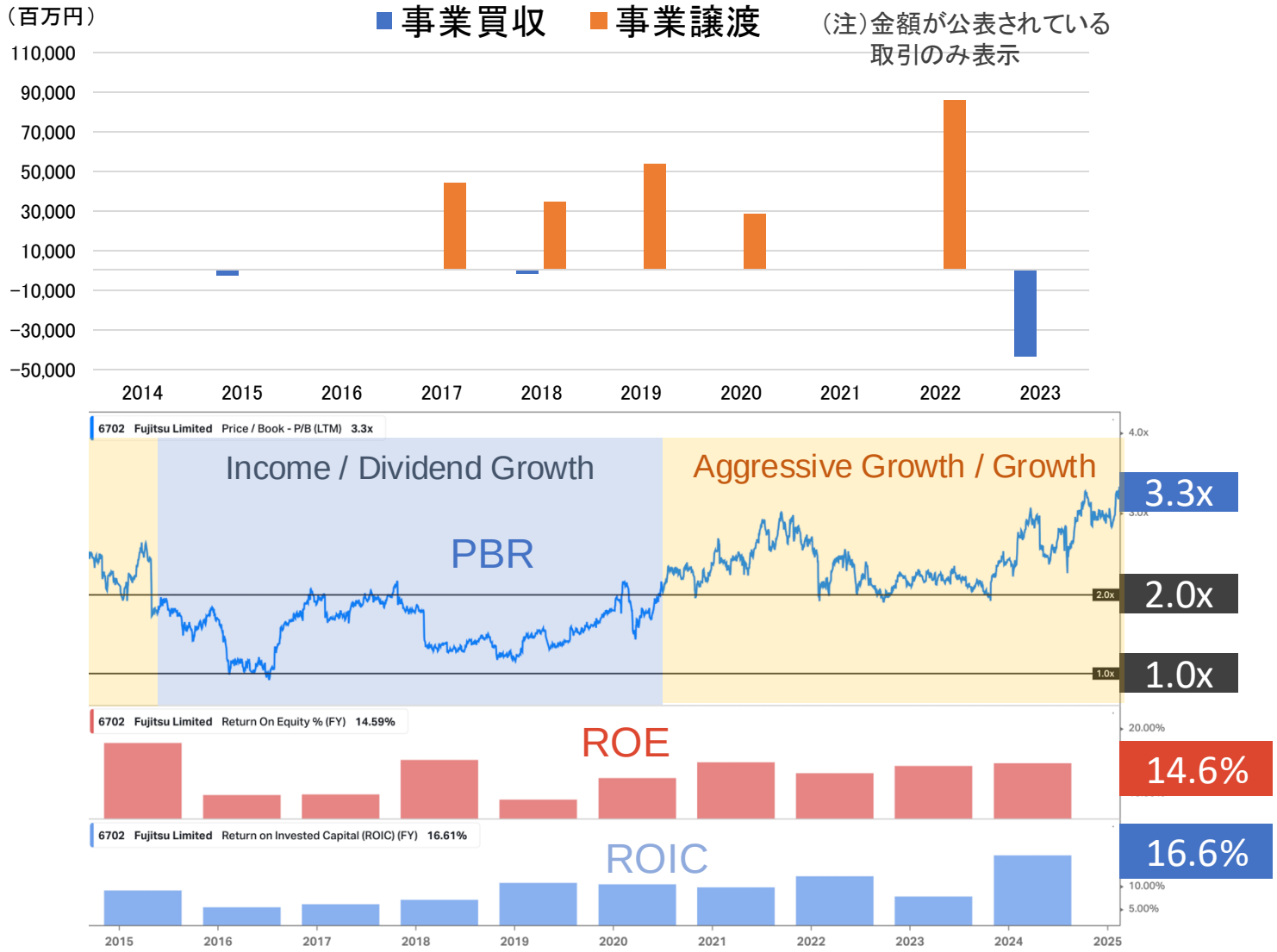


出所：事業資産の入れ替え情報はUBS HOLT Lens、市場・財務データはKoyfin、アストナリング・アドバイザー作成

Year	Firm	Deal Summary	Action	Year	Firm	Deal Summary	Action
2024	HITACHI IBARAKI TECHNIC...		Divestment	2017	JAPAN ADVANCED ROLL C...		Divestment
2024	HITACHI POWER SEMICON...		Divestment	2017	ALAXALA NETWORKS CORP.		Divestment
2023	TEMPLE LIFTS LTD.		Divestment	2017	HITACHI DENTETSU KOTS...		Divestment
2022	HITACHI SUNROCKERS LTD.		Divestment	2017	HITACHI POWER SEMICON...		Divestment
2022	NICHIMOKU SANGYO LTD. /...		Divestment	2017	HITACHI LTD /EOM SOFTW...		Divestment
2022	ALOKA CO., LTD. (TOKYO)		Divestment	2016	HITACHI TRANSPORT SYS...		Divestment
2022	HITACHI REAL ESTATE PAR...		Divestment	2016	HITACHI BUILDING SYSTE...		Divestment
2021	HITACHI HIGH-TECH CORP....		Divestment	2016	AIMECHATEC LTD.		Divestment
2021	HITACHI PLANT CONSTRU...		Divestment	2016	HITACHI IBARAKI TECHNIC...		Divestment
2020	HITACHI ALLOY LTD. /BRA...		Divestment	2016	SEITAN, INC.		Divestment
2020	HITACHI COMPRESSOR (T...		Divestment	2016	HITACHI KOKI CO., LTD.		Divestment
2020	MITO ENGINEERING SERVI...		Divestment	2016	HITACHI CAPITAL CORP.		Divestment
2020	MITSUBISHI POWER LTD.		Divestment	2016	SEISHIN SERVICE CO., LT...		Divestment
2020	HITACHI PLANT MECHANIC...		Divestment	2016	HITACHI CABLE NETWORK...		Divestment
2020	HITACHI METALS LTD. /OK...		Divestment	2016	SINTERMET LLC		Divestment
2020	HITACHI CHEMICAL COMP...		Divestment	2016	SUMITOMO HEAVY INDUST...		Divestment
2020	FUJIFILM HEALTHCARE C...		Divestment	2016	HITACHI SECURITY SERVIC...		Divestment
2019	HITACHI CONSTRUCTION ...		Divestment	2016	HOKKAI HITACHI DENSEN ...		Divestment
2019	SINTERMET LLC		Divestment	2016	HITACHI LTD. /MEDICAL E...		Divestment
2019	HITACHI PROCUREMENT S...		Divestment	2015	HITACHI TOOL ENGINEERI...		Divestment
2019	TAKAOSAN KANKOKAIHAT...		Divestment	2015	HITACHI LTD. /THERMAL P...		Divestment
2019	CLEARIZE CO. LTD.		Divestment	2015	HITACHI METALS LTD. /CO...		Divestment
2019	HITACHI AUTOMOTIVE SYS...		Divestment	2015	HITACHI SOLUTIONS LTD. ...		Divestment
2019	HITACHI TERMINALS MEC...		Divestment	2015	SHANGHAI HITACHI CABLE...		Divestment
2019	HITACHI FORTUNE TRANS...		Divestment	2014	NIPPON GENPACT BUSINE...		Divestment
2018	WESTPOLE SPA		Divestment	2014	HITACHI CHEMICAL CO. LT...		Divestment
2018	AAP ST. MARYS CORP.		Divestment	2014	INFO RISE CORP.		Divestment
2018	HITACHI AUTOMOTIVE SYS...		Divestment	2014	FASFORD TECHNOLOGY C...		Divestment
2018	HITACHI INFORMATION & T...		Divestment	2014	PT HITACHI CONSTRUCTI...		Divestment
2018	HITACHI LIFE LTD. /LIFE...		Divestment	2014	BABCOCK HITACHI KK		Divestment
2018	HITACHI VEHICLE ENERGY...		Divestment	2014	HITACHI METALS TECHNO, ...		Divestment
2018	CLARION CO., LTD.		Divestment				

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

（ご参考）事業資産の入れ替え：富士通

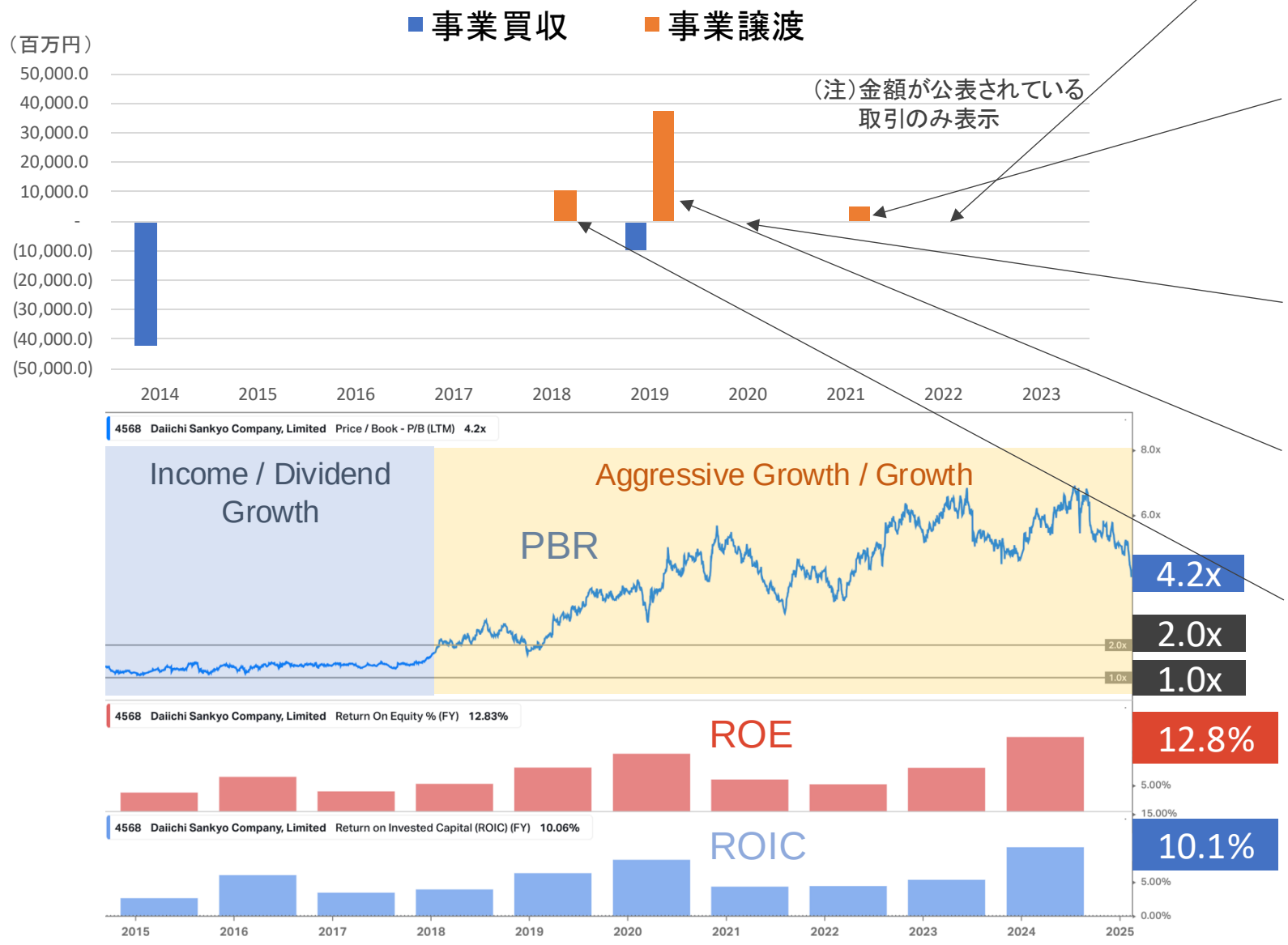


Year	Firm	Deal Summary	Action	
2022	FUJITSU SEMICONDUCTO…		Divestment	
2022	PFU LTD.		Divestment	PFUの株式80%を840億円でリコーに売却
2021	FUJITSU RUNMYPROCESS…		Divestment	
2021	ECO ANALYSIS CORP.		Divestment	
2021	FUJITSU FSAS CREATIVE, …		Divestment	富士通ｴﾌｻｽ株式51%を178百万円でUTｸﾞﾙｰﾌﾟに売却
2020	PT RAYOVAC BATTERY IN…		Divestment	PT FDK Indonesiaを$7.2milでEnergizer Int'l Group BVに売却
2020	FUJITSU TECHNOLOGY S…		Divestment	
2020	FUJITSU PERSONAL SYST…		Divestment	子会社の携帯電話販売事業を286億円でﾃｨｰｶﾞｲｱに売却
2019	FDK CORP. /FERRITE & CO…		Divestment	
2019	FUJITSU TECHNOLOGY S…		Divestment	
2019	MIE FUJITSU SEMICONDU…		Divestment	三重富士通ｾﾐｺﾝﾀﾞｸﾀｰの株式84.1%を544億円で台湾のUMCに売却
2018	AIZU FUJITSU SEMICONDU…		Divestment	
2018	FUJITSU TELECOM NETW…		Divestment	
2018	FUJITSU CLIENT COMPUTI…		Divestment	富士通ｸﾗｲｱﾝﾄｺﾝﾋﾟｭｰﾃｨﾝｸﾞの株式51%を204億円でﾚﾉﾎﾞｸﾞﾙｰﾌﾟに売却
2018	FUJITSU ELECTRONICS, IN…		Divestment	富士通ｴﾚｸﾄﾛﾆｸｽの株式70%を154億円で加賀電子に売却
2018	FUJITSU APRICO LTD.		Divestment	
2017	NIFTY CORP.		Divestment	ﾆﾌﾃｨを252億円でﾉｼﾞﾏに売却
2017	FUJITSU TEN KK		Divestment	富士通ﾃﾝの株式10%を保有するﾃﾞﾝｿｰに追加41%を165億円で売却
2017	FUJITSU COMPUTER PRO…		Divestment	
2016	FJ REFRE KK		Divestment	
2015	FUJITSU TECHNOLOGY S…		Divestment	
2015	FUJITSU TELECOM NETW…		Divestment	

出所：事業資産の入れ替え情報はUBS HOLT Lens、市場・財務データはKoyfin、アストナリング・アドバイザー作成

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

（ご参考）事業資産の入れ替え：第一三共



2022年

- 中国地域での事業ポートフォリオ再編の一環で、第一三共製薬（北京）有限公司を重慶薬友製薬有限責任公司に非公開の金額で売却

2021年

- 第一三共プロファーマが保有する大阪物流センターに関連する資産を太陽ファルマテックに非公開の金額で売却
- 「11種類の長期収載医薬品」事業をアルフレッサファーマに46億円で譲渡

2020年

- Daiichi Sankyo Altkirch SARLをAmerican Regent Incに非公開の金額で売却

2019年

- 第一三共グループの西日本主力工場だった高槻工場を太陽ホールディングスに380億円で売却

2018年

- 化粧品・美容製品のオンライン販売を行なっているジェイコンテンツをアポロトレイディングに非公開の金額で売却
- 経営資源をがん領域に集中させる事業の最適化を図るため、41種類の長期収載医薬品に関連する資産をアルフレッサファーマに104億円で譲渡

出所：事業資産の入れ替え情報はUBS HOLT Lens、市場・財務データはKoyfin、アストナリング・アドバイザー作成

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

（ご参考）事業創出力（ビジネスモデル・イノベーション）の差

- ❑ 今回分析した日米欧亜の企業が所属する業種： GICS分類で74業種

- ❑ Aggressive Growthに分類された企業の所属業種

	日本	米国	欧州	アジア
Aggressive Growth	20業種	58業種	44業種	60業種

- Aggressive Growthに分類される企業が多い業種は各国・地域で異なるが、共通しているのは、ソフトウェアとバイオテクノロジーである。欧州は医療機器、アジアは、半導体・電子部品関係が多い。
- Aggressive Growthに分類される日本企業の中で最も多い業種は機械、ソフトウェア。

海外企業は、特定の業種に限らず既存のビジネスモデルを見直しイノベーションに挑んでいる。

出所： UBS HOLT Lensデータより、アストナリング・アドバイザーLLC作成。2025年2月21日終値ベース

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

（ご参考）米パランティア・テクノロジーズの先行投資と市場評価（PSR 56.4x, PBR 53.7x）

③
営業組織を本格的に整え
攻勢準備（4Q2022）

②
上場後、民間部門が堅調
に伸び、粗利率上昇

①
IPO後1年間は、調達した
資金をR&Dに集中投資

出所：Koyfinデータによりアストナリング・アドバイザー作成

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

重要事項

- 当資料は、アストナリング・アドバイザーが作成しておりますが、掲載情報の正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、状況によって予告なく変更することがあります。
- 当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断り致します。

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC