

# 「金利のある時代」の事業戦略

## —選択肢としてのカーブアウト—



MITSUI & CO.  
GLOBAL STRATEGIC  
STUDIES INSTITUTE

三井物産戦略研究所  
産業社会情報部産業調査室  
大西勝

### Summary

- 金融正常化やインフレに加え、積極財政への懸念を背景に、日本は「金利のない時代」から明確に転換している。今後は、金利があることが常態化する前提で事業計画を再策定する必要がある。
- 金利上昇は債務返済の負担増にとどまらず、資本コストを押し上げ、事業の価値基準を転換させる。資本集約型の低成長事業は不利となり、アセット保有の合理性や資産効率への要求が一段と厳格化する。
- 高金利下では「誰が最も低い資本コストで価値を引き出せるか」が重要となる。非中核事業のカーブアウトは、資本の再配分とポートフォリオ代謝を促進し、PEファンドやリース会社、商社など多様なアセットの受け皿の活用が企業価値を左右する。

## 1. 「金利のある時代」に戻った日本

### 1-1. 金利上昇の背景

このところ日本の長期金利の上昇が顕著で、金利サイクルは新たな局面に入ったともいわれる。足もとで10年国債金利は2%を超え1999年以来の水準に達し、30年国債金利は過去最高水準を超え、4%に近づいている。日銀の金融政策正常化やインフレの長期化に加え、高市政権の積極財政姿勢に対する財政の健全性・持続性への懸念も要因であろう。

1999年に始まった日銀のゼロ金利政策が2006年に解除された後も金利は低位にとどまり、2016年にはマイナス金利が導入されるなど、日本では長く「金利のない時代」が続いた。金利は2019年後半にかけて一段と低下した後も、パンデミック対応による世界的な金融・財政緩和で低位にとどまっていた。しかし、2022年の米国を中心とした急速な金融引き締めや国内の高インフレを受け、金利は上昇基調に転じ、2024年にマイナス金利政策が解除された後は、上昇が加速している。「日本への信認低下」は為替にも表れ、2025年12月の日銀の利

上げ後も円安は止まらず<sup>1</sup>、日米当局によるレートチェック観測から為替相場は乱高下した<sup>2</sup>。2026年2月の衆院選で「責任ある積極財政」を掲げた自民党が大勝したことで、過度な財政政策への懸念が薄れ、金利急騰・円安のトレンドは一服したが、長期的な懸念から金利ははまだ高水準にある。

かつてデフレ要因とされた少子高齢化も、今は社会保障費増大と結び付けられ、構造的な財政不安から金利上昇が続くとの見方は根強い。より長い金利の大幅上昇は、日本財政の先行きに対する市場の警戒感の表れであろう（図表1）。

**図表1：日本の長期金利の推移**



注：「10Y20Yフォワード」は、10年後を起点にその後20年続く将来金利を市場価格から算出した金利で、直近の財政・金融政策要因に加え、30年債固有の需給や流動性プレミアムの影響を相対的に薄めて抽出されるため、30年金利よりも将来の財政持続性に対する市場評価を反映しやすいとされる  
データは2026年3月10日時点

出所：Bloombergから三井物産戦略研究所作成

## 1-2. 広範な産業に及ぶ金利高の負の影響

四半世紀近く実質的に金利のない状態が続いた日本では、企業もそれを前提に財務、事業の戦略を組み立ててきた。しかし「金利のある時代」に戻り、それが常態化、あるいは一段と進む可能性もあるなか、企業には新たな戦略が求められている。帝国データバンクが2025年に実施した調査（全国2万4,274社対象）では、金利上昇の影響について「マイナス影響の方が大きい」との回答が、2024年4月時に比べ全体で6.6ポイント上昇している（図表2）。「不動産」を筆頭に、すべての業界で「マイナス」の回答比率が上昇したことは、金利上昇が広範な産業の逆風となっている証左であり、その対策は喫緊の課題といえる。

<sup>1</sup> 通常、金融引き締めは内外金利差の拡大を通じて自国資産への資金流入を促すため、為替市場では自国通貨高圧力として作用することが多い。しかし、日銀が2025年12月に利上げした後は、財政懸念もあり円安が継続していた。

<sup>2</sup> レートチェックとは、為替介入の実務を担う中央銀行が、金融機関に対して現在の為替レートを問い合わせる行為。為替介入の準備段階として行われることが多く、為替動向に関する市場への強い牽制の意味を持つ。日本経済新聞は、2025年12月時は、日本側の要請ではなくベッセント財務長官が主導したことを複数の米政府関係者が明らかにしたと報道。

**図表2：金利上昇の影響に関するアンケート調査**  
**「マイナス影響の方が大きい」と回答した比率**

業界	2024年 4月調査 (%)	2025年 12月調査 (%)	前回比 (ポイント)
全体	37.7	44.3	6.6
農・林・水産	41.7	45.9	4.2
金融	20.9	28.7	7.8
建設	37.2	40.8	3.6
不動産	47.7	59.6	11.9
製造	42.6	50.9	8.3
卸売	37.8	45.5	7.7
小売	40.2	44.0	3.8
運輸・倉庫	38.5	50.5	12.0
サービス	29.6	36.0	6.4

出所：帝国データバンクから三井物産戦略研究所作成

## 2. 金利上昇で考慮すべき3つのポイント

金利上昇の企業への影響について考慮すべき点は、主に以下の3つに集約される。

### 2-1. 事業の価値基準の変化

金利上昇は、債務返済の負担増にとどまらず、資本コスト（WACC）を押し上げ、すべての事業の採算基準を引き上げる。その結果、従来は容認されていた低成長・資本集約型事業も投下資本に見合うリターンを生まなければ評価されにくくなる。

### 2-2. アセット保有の再定義

高金利下では、長期・固定・低回転のアセットほど価値が毀損しやすく、アセットを持つこと自体が潜在的なリスクとなる。財務レバレッジによるROE改善が難しくなり、総資産回転率と資本効率への要求は一段と厳しくなる。一方で、価格転嫁力があり競合に代替されにくい強みを持つアセットは、高金利下でも高い収益性を維持しやすい。重要なのは、単に「アセットを持つべきか否か」ではなく、「どのアセットを、どの主体が持つべきか」という視点だ。

### 2-3. 選択肢としてのカーブアウト

金利のある環境が常態化すれば、保有コストへの意識が高まり、事業の取捨選択はより厳格になる。「すべてを守る」戦略は難しくなり、非中核事業は整理される可能性が高まる。ただし、それらのなかでも独立することで価値向上が見込める事業は、カーブアウト（事業の切り出し）も合理的な選択肢の1つとなる。

### 3. カーブアウトの成功要件と「アセットの受け皿」

本章では、前章で合理的な選択肢としたカーブアウトの具体事例を挙げ、成功事例に共通する要件と戦略的意義に加え、それを可能にする「受け皿」について考察する。

#### 3-1. 過去のカーブアウト事例

金利のある環境下では、企業は資本コストを意識することを迫られ、事業ポートフォリオの再設計の必要性を問われやすくなる。欧米では、時代ごとに象徴的なカーブアウトが行われてきた。1980年代は、インフレと高金利により複合企業の経営戦略に対する評価が厳しくなった時代だ。米GEは、1981年に就任したJack Welch CEOのもと、事業ポートフォリオの再編に着手した。家電や一部素材事業など資本効率の低い領域の縮小・売却と、航空機エンジン、発電、医療機器といった高収益事業への集中を2000年代まで続け、収益体質を改善させた。また、米司法省による独禁法訴訟を受け、1984年に長距離通信や研究開発を行う本体と、7つの地域通信事業（Baby Bells）を切り離したAT&Tの事例も象徴的だ。高コスト構造のまま稼ぎ頭の地域事業を失った本体は、分割後に競争力を失った一方、Baby Bellsは規制のもと、低コストで安定的なキャッシュフローを創出し続けた。

1990年代は欧州を中心に「資本市場規律」が浸透した時代だ。銀行依存の資金調達から、グローバルな投資家を意識したROE重視の経営への転換を迫られた。独Siemensはこの潮流に呼応し、多角化した事業群の抜本的な見直しを行った。不採算の半導体部門の分離<sup>3</sup>などを皮切りに、非中核事業の整理を段階的に進め、2000年代に行ったエネルギー、産業、医療といった資本効率の高い中核領域への資源集中を盤石なものとした。仏Alcatelも1990年代後半に通信機器以外の事業を切り離し、一時的な財務体質の改善と市場評価の向上に成功し、切り出された事業も専門化により競争力を高めた<sup>4</sup>。

2000年代は、ITバブル崩壊という難局を経て、資本効率の管理が経営の至上命題となった時代だ。蘭Philipsは、業績変動の大きい半導体事業を2006年にNXPとして切り出し、本体はボラティリティの低い医療・ヘルスケアに経営資源を集中させた。NXPも独立後に事業基盤を強化し、後にPEファンドの関与を経てコスト構造を改善させ、高い競争力を構築した。また米IBMは、2004年にPC事業を中国のLenovoに売却し、低収益のハードウェアから、高付加価値のサービス・ソフトウェア中心の事業構造へ転換を加速させた。

（図表3）。これらの事例は、金利や市場環境が変動するなかで企業が高い資本効率を維持するために、自社の象徴的事業も果敢に切り離す必要性を示している。ただし、AT&TやAlcatelなどの分離後の不振が示すように、再編の成否は事業環境と資本構成のバランスに左右されるという教訓も残した。

<sup>3</sup> Infineonとして独立

<sup>4</sup> 仏Alcatelは、1990年代後半、通信機器への集中戦略を打ち出し、鉄道・発電設備を手がけるGEC Alsthomを1998年に分離・上場させ、非中核のエンジニアリング事業（Cegelec）も整理した。これにより同社は、通信専門企業へと構造転換を図り、いったんは財務体質の改善に成功した。ただし、2000年代にITバブル崩壊で再び危機を迎えることとなった。また、分離後のAlstom（旧称Alsthom）も、2000年代に入り経営不振に陥っており、再編の成果は一樣ではなかった。

図表3：過去の主要なカーブアウト事例

年代	企業	概要
1980年代	米GE	家電や一部素材事業など資本効率の低い領域を縮小・売却し、航空機エンジン、発電、医療機器といった高付加価値・高ROIC事業へ集中
	米AT&T	地域通信事業を切り離し、本体は長距離通信や研究開発に集中。分離された地域会社は規制下で安定的なキャッシュフローを確保
1990年代	独Siemens	多角化した事業群を見直し、非中核事業の整理や独立を進め、後のエネルギー、産業、医療といった中核領域への集中的な資本投下を可能にさせた
	仏Alcatel	通信機器以外の事業を切り離し、売却側は財務体質と経営の明確化を実現し、切り出された事業は専門化によって競争力を高めた
2000年代	蘭Philips	半導体事業をNXPとして切り出し、本体は医療・ヘルスケアに経営資源を集中。切り出されたNXPは独立後に事業基盤を強化
	米IBM	PC事業をLenovoに売却し、低マージンのハードウェアからサービス・ソフトウェア中心の事業構造へ転換を加速

出所：各種資料から三井物産戦略研究所作成

### 3-2. 成功事例に共通する要件と戦略的意義

上記の成功事例に共通するのは、金利のある世界では「抱え続ける合理性」よりも「誰が最も低い資本コストで価値を引き出せるか」が重視され、カーブアウトが防衛策ではなく戦略的選択として機能した点だ。成功要件は、グループ本体にとっては非中核でも、市場で独立価値が測定可能であり、本体のWACCでは見合わなくても、専門化すれば十分な内部収益率（IRR）が見込める事業であることだ。また、カーブアウトは非中核事業を切り出して資金を成長分野へ再配分する「ポートフォリオの代謝」を可能にする点で、アセットライト化の有効な手段となる。

### 3-3. 多様化する「アセットの受け皿」

企業が事業を切り出すには、その買い手となる受け皿が必要だ。その主体は、事業会社に加え、近年はPEファンドやインフラファンドなど多様化している。また、事業を切り離した後も、本体の事業運営に必要な機能は、第三者が提供する代替機能を利用することになる。その意味での受け皿の代表例がリース会社だ。さらに、事業の買い手と代替機能の提供の双方を行う主体として商社も挙げられる（図表4）。

図表4：主要な「アセットの受け皿」と各主体の特性

役割・機能	主体	投資回収期間	許容IRR	資本コスト特性	向く資産・事業
事業の 買い受け	事業会社	中期	高	WACC高	成長事業
	PEファンド	5～10年	高	高IRR要求	再編対象
代替機能 の提供 買い受け/ 機能提供	インフラファンド	20年+	低	低ボラティリティ	長期キャッシュフロー
	リース会社	契約期間	低	金利連動	設備
	商社	中～長期	中	バランス型	資源・現物

出所：各種資料から三井物産戦略研究所作成

---

カーブアウトの受け皿となる事業会社は、当該事業を自社戦略に組み込み、既存事業とのシナジーや市場支配力の強化を通じて価値最大化を図る。自社のWACCを基準に投資判断を行うため、短期的な資本効率が低くても、技術、顧客基盤、人材などの戦略的価値があれば保有が正当化される。一方で、資本規律は相対的に緩くなりやすく、環境変化に応じた迅速なポートフォリオの入替えは制約されやすい。PEファンドは、明確な保有期間とエグジットを前提に、ガバナンス強化や資本構成の見直しを通じて投資リターンの最大化を図る。グループ内では埋もれていた事業でも、独立運営により収益力を引き出す点に強みがある。インフラファンドは、長期契約や規制に支えられた安定的キャッシュフローを重視し、資本効率よりも収益の予見可能性を重視する。

リース会社は、資産の回収確実性を重視し、所有と利用を分離することで企業のバランスシート軽量化を可能にする受け皿であり、比較的短中期で回収可能なアセットに適合する。商社は、事業運営能力を背景に一定のリスクを取りつつ、中長期で価値を育成する点で、事業投資と金融投資の中間的な性格を持つ。

#### 4. 求められる金利変動への柔軟な対応

日本を取り巻く外部環境の変化は著しく、今後の金利の行方を見通すことは困難だ。しかし、企業経営に重要なのは、金利の先行きを正確に予想することではない。金利サイクルが新たな局面入りしたといわれるなか、今後は金利変動を所与として、事業と資本のあり方を再設計し、柔軟な姿勢で事業ポートフォリオの代謝を進めることが必要となる。そのなかで、多様化が進み選択肢が増えている「アセットの受け皿」を、必要に応じて適切に活用できるかが、今後の企業価値を左右する重要な分岐点となる。

---

当レポートに掲載されているあらゆる内容は無断転載・複製を禁じます。当レポートは信頼できるとされる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。当レポートは執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社および三井物産グループの統一した見解を示すものではありません。また、当レポートのご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社および三井物産グループは一切責任を負いません。レポートに掲載された内容は予告なしに変更することがあります。