

# 現在収益と将来収益のトレード・オフ

—精密機器企業の実証分析

森 田 道 也

## 1. 現在収益と将来収益のトレード・オフ

企業の戦略的意思決定の本質は、動的な経営資源の配分にある。企業の存続基盤は、現時点での収益力のみならず、将来における収益力に依存している。現在と将来の収益力の継続性を確保できるように経営資源の投入の論理を構築しようとするのが戦略的意思決定の核心である。

このような時間的経過の上で、資源配分に関して、製品／市場の選択という観点から論理を展開してきたのがポストン・コンサルティング・グループとかマッキンゼーといった著名なコンサルタント会社であり、プロダクト・ポートフォリオ・マネジメントの考え方として広く普及している<sup>1)</sup>。

ここでは、事業の成長性（所要投入資源量の判断材料になる）と自社又は個別の製品／市場での競争力という二つの基本尺度から、各個別製品／市場およびそれらの間での資源投入と資源移動の論理が展開される。

動的な経営資源の配分における最大の問題は、不確定性の存在であろう。特に、投入資源からの成果についての不確定性が重要になる。完全情報化の状況では、この問題に対する解は、プログラミング手法の使用によって求めることができよう<sup>2)</sup>。

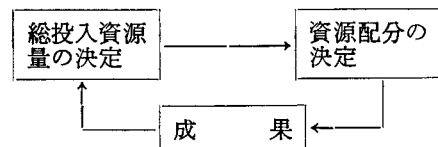
経営資源投入に関する意思決定では、次

の二種類の意思決定が含まれている。

(1) 投入総資源量水準についての決定

(2) (1)の決定で与えられた投入総資源量の枠の中で、どの事業あるいは活動案にどれだけの資源を配分するのかについての決定

資源投入に関する考え方の多くは(1)よりも(2)について焦点を合わせている。すなわち、(2)を投入総資源量をパラメータとしてひとまず考えて、結果として投入資源量が最終的に比較検討のうえで定まるというステップがとられることが多い。第一図は、資源投入についての意思決定のサイクルを表わしている。



第1図 資源投入決定のサイクル

(1)の決定そのものは、第1図の成果が不確定であるというために、経済合理性のみで決まることにはならない。そこには各種の判断、経験、決定者のリスクに対する態度などが作用する。たとえば、その決定に影響すると思われる主たる要素としては、事業の将来性（競合関係、技術革新の可能性を含む）、財務構造の健全性（負債自己資本比率、酸性比率など）、外部関連主体への配慮（一株あたり収益、株価、配当率、売上成長率、収益率などの企業業績）、戦略的優位性（たとえば市

場占有率)からの便益などがあげられる。さらに、経験、企業内の願望や要求も影響要因となろう。これらへの配慮と決定者のリスクに対する態度が混合して決定されるのであり、単に成果のみの情報が決定要因というわけではない。したがって、総投入資源量の決定が資源配分に対して政策として拘束的に働くことが十分に考えられるのである。たとえばよく見られる例として、減価償却内での投資水準に押えるという政策があるが、これなどはほぼ成果からのフィード・バックは軽視されている。成果が本質的に不確定であるということがそのような判断の基礎にある。

この判断は戦略的意思決定の基礎にあり、戦略内容を規定することになろう。この論文の目的は、このような判断が企業においてどのようになされているのかを探ることにあり、そこから帰納的に何らかの意味あいを得られるならば、それらが規範的な議論の契機をもたらすことになるかも知れない。

将来の収益基盤確保を目的とした経営資源投入は、現在収益を源泉とする。それゆえ、現有の経営資源によって生みだされる現在収益水準自身、その将来のための資源投入量の決定によって影響を受ける。すなわち、現時点で将来収益確保のために投入される資源量が増加していく程、それにとまらぬ費用は現在収益の足を引っ張る関係にある。したがって、最終的判断は、将来のためにある投入資源量の決定がなされたときに、上のような関係によって規定される現時点での実現収益と、将来に実現するであろう将来収益の関係を踏まえておこなわれる。

このような現在収益と将来収益の間での適切なバランスの確保をトレード・オフ問題の焦点とすると、これは投入総資源量の決定に強い影響を与える。重要な点は、将来収益のみがこの決定に影響するのではないということである。

さて、現在収益と将来収益の間のトレイ

ド・オフを考える場合に、まず各々の規定(または定義)をしておく必要がある。その定義の仕方として次のような三つの仕方が要約的に考えられよう。

- (1) 現有事業からの収益を現在収益といい、新規事業からの収益を将来収益とする。
- (2) 現在時点を含めたある短い期間(たとえば1~2年)までの収益を現在収益といい、それより先の収益を将来収益とする。
- (3) より確実な収益(または確定的収益)を現在収益といい、不確定な収益を将来収益という。

(1)の定義では時間的要素は捨象されている。現在する事業からの収益か、現存しない事業からの収益という区別だけである。このような定義が関連性をもつようになる状況としては次のようなものが考えられる。たとえば、ある企業が現有事業の拡張ないし改善のために資源を投入しようとしているとしよう。そのときに、別に新規の事業展開の可能性があれば、問題は現有事業の拡張強化をすべきか、新規事業の育成のために投入すべきかということになる。

(2)の定義が時間的要素を強調したものであるということ以外に、(1)との差異は事業内容に立ち入っていないということである。その意味では集計性の程度が(1)よりも高いということになる。

(3)においては、不確定性の有無あるいは大小で区別される。したがって、(1)と(2)をその中に含んだ形になっている。新規事業ほど不確定性は高まるし、遠い将来ほどそれは増加すると考えられるからである。

これら三種の定義の相違は、マネジメントのレベルの差や状況の差を反映している。企業であれば、これらは多かれ少なかれ、関連する定義である。この三種の定義の中でも、投入総資源量の決定においてはまずその成果の不確定性が影響要因として非常に大きいと

いうことから、(3)の定義が基本的に重要であるし、基本的関心に合致するであろう。意思決定者にとって最も基本的なところでの関心は、成果が確実に否かであり、確実にないところに意思決定の差異が発生する。

(3)の定義を投入総資源量決定においてまず関連すると考えたときには、将来収益は今投入されようとする資源から発生するであろう収益のことになる。新規事業のこともあれば既存事業の拡張の場合もある。時間的次元でいえば、現時点以降の収益は将来収益である。

現在収益と将来収益の区別を(3)の定義によってつけたとしても、次に問題となるのは、将来収益に付随する不確実性をどのように評価して、トレード・オフの関係として見るのであろうか。たとえば、資本予算決定では、キャッシュ・フローの推定には明示的に不確実性を考慮するメカニズムは含まれていない。回収期間法には、意思決定者の将来に関する判断が反映されている。そこでは、時間的に遠い将来時点の収入はあてにされない。また、リスク分析のような分析体系もあるが、それをそのまま信頼することができるほどの精度を持っているとはいえないし、最終的に結果についての主観的判断を必要とする。

このような状況において、意思決定者はどのような判断基準を持ちうるであろうか。ひとつの考え方は、現在収益と将来収益の直接的トレード・オフの前に、現在収益のどれだけの将来収益獲得のための資源投入のために犠牲にしてもよいかという意思決定者の態度である。すなわち、企業においては、各事業部などから種々の資源投入案についての分析情報や成果の報告が送られてくるであろうが、不確定であることには違いない。総投入資源量の決定主体は、期待成果の値はどうであれ、最も基本的なところでは、どの投入水準までを限界とするかについての態度を固めていると考えられるのである。この状況は、賭けご

とに参加しようとする個人の態度と通ずる。彼は、賭けからの儲けの大きさを考える前に、その賭けに自分の所持金のどこまでを費しても良いという一応の目安を持っているのが一般的であろう。もちろん、その水準は同じ主体でも時間の経過と共に（あるいは儲けの具合によって）変化することはありうる。

直接的な現在収益と将来収益の間のトレード・オフの前に、現在収益と投入される資源に伴う費用という形の犠牲の間の関係についての判断がある種の態度として先行すると考えられるのである。これを基礎的トレード・オフということにすれば、この基礎的トレード・オフの点は、企業の歴史や経験を通じて形成されてきた判断基準あるいは姿勢として、投入総資源量の決定に際して強い影響力を持つであろう。

## 2. 基礎的トレード・オフの尺度

基礎トレード・オフの尺度としてここでは次のようなものを考えることにする。

ある任意の期間  $t$  において実現するはずであった収益（以後、潜在収益という）は、その  $t$  期の実現収益に、資源投入によって犠牲となった収益が加えられたものとみる。すなわち、

$P_p(t)$  :  $t$  期における潜在収益

$P_a(t)$  :  $t$  期の実現収益

$P_f(t)$  :  $t$  期の資源投入によって失われた（犠牲となった）収益

とすれば、

$$P_p(t) = P_a(t) + P_f(t) \quad \text{①}$$

ただし、 $t$  期の資源投入からの収益は、 $t+1$  期以降に発生するものと仮定する。多くの資源投入の効果はこのような性格を持つとみられるので、非現実的仮定とはいえないのであろう。さらに、基礎的トレード・オフの対象自体が、このような種類の資源投入である。

①の  $P_f(t)$  の定義が問題であるが、ここ

では次のように考える。

$I(t)$  :  $t$  期の支払利子

$d_i$  :  $t$  期の配当率

$C(t)$  :  $t$  期の資本金

$R(t)$  :  $t$  期の受取利子

とすれば、

$$P_f(t) = \{I(t) - I(t-1)\} + d_i \{C(t) - C(t-1)\} - \{R(t) - R(t-1)\} \quad \textcircled{2}$$

②式は、 $t$  期に投入した資金に付随する  $t$  期の実際費用の計算式といえることができる。たとえば、内部留保を資源投入に向けたとすれば、それからもたらされていた利子収入分が減少し、第3項の括弧内は負となり、その前の負の符号と相殺されて  $P_f(t)$  として計上される。もしその資源投入をしなかったならば、実現収益  $P_a(t)$  に加算された  $P_p(t)$  が実現したであろう。借入金をして投入したとすると、その分に支払利子がかかり、やはり潜在収益の実現を阻止したことになる。増資についても同様のことがいえる。逆に、借入返済、内部留保の積み立て、減資といったときには潜在収益の方が実現収益以下となる。これは潜在収益をふくらまして実現収益のレベルにまで持っていったことになり、現在収益を重視する姿勢を表わしていると考えられる。

②式からも明らかなように、犠牲になった収益は投入資源そのものの量ではない。企業の存続上重要なのは、使用したり、投入したりする資源量の大きさではなく、そこからもたらされる収益である。基礎的トレイド・オフの問題は、確実な現在収益のどの程度を、将来収益のための資源投入のために犠牲にしても良いのかについての態度の決定である。この割合が安定的である（強い態度を持っている）ならば、それは投入量を拘束するように働く。たとえば、この割合に基づいて設備投資量が決められたとすると、翌期から稼動することを前提とするならば、翌期から減価償却が計上される。それは実現可能収益を低める働きをする。したがって、現在の収益額

が一定であり続けたら、可能投入資源量は次第に小さくなっていくことになる。基礎的トレイド・オフにおける基準割合が不変、資本コストも不変という状況では、企業の投入資源量が一定比率で成長していくには、限界投資収益が現在の収益率を維持させることが条件となる。

基礎的トレイド・オフでの基準割合は、企業によってその維持の考え方が異なることもあろう。たとえば、每期必ずある基準割合を遵守するような企業もあれば、3年間とか5年間の平均値である基準割合を維持するという企業もありうる。あるいは、景気変動に応じて変化する場合も考えられる。また規模や収益率水準に応じて変わることもあろう。

### 3. 潜在収益の計測と実現収益との関係

$P_p(t)$  については、損益計算書の項目の支払利息・割引料、受取利息・配当金、資本金、配当率から各年度計算できる。今回の分析では、1965年（昭和40年）から1980年（昭和55年）までの16年間を採りあげている。日本開発銀行企業財務データより、大科目分類の精密機械器具産業に属する27社を標本として抽出している。これら企業は分析期間すべてにわたってデータが得られている。小科目分類では、計測、器試験機（9社）、光学機器（10社）、時計、同部品（5社）、その他精密機械器具（3社）に各々分類される企業から成っている。

$P_f(t)$  は、これら27社について1966年から1980年までの15年間について求めた。増分を使うので、15年間（15個）の  $P_f(t)$  が各社について計算される。

収益については、経常利益を使用した。すなわち、実現収益は経常利益である。 $P_f(t)$  と  $P_a(t)$  より  $P_p(t)$  が求まるが、計算ではこれらを総資産額で除している。したがって、

以後では、 $P_p(t)$ 、 $P_a(t)$ 、 $P_f(t)$  はすべて総資産に対する比率（%）である。

まず第一に、 $P_p(t)$  と  $P_a(t)$  の関係を産業全体として見るために、各社について  $P_p(t)$  と  $P_a(t)$  の 15 年間の平均値を求め、その単回帰分析をおこなってみた。標本数は 27 である。結果は次の通りであった。

$$P_p = 0.2523 + 0.9967 P_a \quad (3)$$

$$(69.1643)$$

$$R^2 = 0.994$$

( ) は  $t$  値を表わす（以後の推定式も同じ）。

この結果は、実現収益率と潜在収益率が非常に強い相関を有することを示している。この式から、 $P_f$  について解くと、左辺が  $P_a$  と  $P_f$  の和となっているので、その  $P_a$  を右辺に移項し、次のようになる。

$$P_f = 0.2523 - 0.0033 P_a \quad (4)$$

これからいえることは、15年間平均で見ると、犠牲にされた収益は実現収益に対して負の関係にあるということである。ちなみに、実現収益率 10% の企業は、総資産の 0.2193% を犠牲にする資源投入をおこなっており、同じく 15% の収益率の企業は、0.2028% の犠牲で資源収入をおこなっていることになる。実現収益に占める犠牲にされた収益の割合は、実現収益率の高い企業ほど低いのである。

すべての企業の実現収益率が等しいのであればこのことは自明であるが、実際にはそうではない。負の関係は次のような二つの解釈をもたらす。すなわち、第一は、この産業での存続のために、各企業には等しくあるレベルの資源投入の必要性が課されており、高収益実現企業はそのレベルを越えても積極的に資源投入をしていく動機が存在せず、低収益実現企業は、それに追従する必要からより多くの割合の犠牲を払っているということである。賭け金の高い場の賭けに、ふところ具合のさびしい人が参加する状況と類似している。

第二の解釈は、高収益と低収益企業の間での犠牲比率の差は、資本コストの違いから生

ずるということである。たとえば、低収益企業は投入資金源泉を借入金に頼る割合が高く、借入金の資本コストの方が内部留保のそれよりも高いとすれば、この違いが比率の差になって現われる場合もある。けれども、ちなみに、自己資本比率と  $P_p/P_a$  の比の間の相関係数は 0.2243 となっており、低自己資本比率が借入金依存傾向を示唆し、さらにその借入金の高資本コスト化を招き、犠牲割合を増大させるという論理を支えてくれるものではない。

精密機器産業の場合には第一の解釈が有力であるとしても、犠牲にされた割合あるいは  $P_p/P_a$  の比率には、産業全体の平均的傾向と企業固有の性格とが混在していることになる。後者については後節で考えるとして、ここでは  $P_p/P_a$  の比率についてさらにみてみたい。

27 社についての 15 年間の  $P_p/P_a$  の平均比率は 1.058 である。すなわち、平均的に経常利益の 5.8% を犠牲にしていることになる。この比率が 1.0 の場合には全く犠牲がなく、資源投入をおこなっていないのであろうか。それは正しくない。

ある  $t$  期に発生した収益が内部留保され、借入も増資もなかったとすると、その内部留保積み立てによって利子収入が前期より増加し、②式から  $P_p/P_a$  は 1.0 以下となる。いいかえれば、投入資源なしのときには、1.0 未満の値になるのである。1.0 という数字は、 $t$  期の実現収益に相当する部分が投入されていることを意味している。 $t$  期の実現収益として経常利益がとられているために、留保利益と一致しないが、そのことを無視したとして、 $t$  期中の平均収益（たとえば  $t$  期末収益の約 50%）に相当する利子収入が犠牲にされて 1.0 に近い値が実現する。ゆえに、 $P_f = 0$  のときには、実現収益からの収入増を相殺する資源投入がおこなわれていると考えられる。

次に、 $P_p/P_a$  の比率そのものが資源投入量

とつながらないことに注意すべきである。たとえば1.0という企業同志を比較してみると、上述の通り、経常利益からの内部留保に対応した犠牲を払っているのであるが、その内部留保額が異なると投入資源量も異なることになる。たとえば、資源投入先として最も大きいものとして有形固定資産を考えると、その成長率と  $P_p/P_a$  の関係は次のようになる。

$$FAG = 24.179 - 13.401 \left( \frac{P_p}{P_a} \right) \quad (1.4513)$$

$$R^2 = 0.077$$

ただし、 $FAG$  は有形固定資産成長率。相関は低く、しかも符号条件をみると負となっている。あるいは、資源投入が配当金という形でおこなわれることもあるが、配当率と  $P_p/P_a$  の相関係数は0.046で無相関に近い。

#### 4. トレイド・オフ比と業績

基礎的トレイド・オフ比の  $P_p/P_a$  についての適切な水準が存在しうるであろうということは直観的にも理解できる。犠牲が大き過ぎたり、殆んど犠牲を払わないという状況は好ましいとは考えられないのである。しかしながら好ましい水準がどの位なのかは先験的には推測し難い。そこでこの基礎的トレイド・オフ比と企業の業績の間の関係について考えてみることにしよう。

企業業績としては、収益および売上成長率の15年間の平均水準とそれらの変動性を採り上げることとした。変動性は15年間の変動係数によって代理する。収益率としては、総資産経常利益率を考えている。

まず収益率を  $P_a$ 、変動性を  $VP_a$  とすれば、 $(P_p/P_a)$  とそれらとの関係式としては次のような推定式が得られた。

$$P_a = -21.594 + 51.245 \left( \frac{P_p}{P_a} \right) - 23.806 \quad (1.7283) \quad (1.9274)$$

$$\times \left( \frac{P_p}{P_a} \right)^2$$

$$R^2 = 0.182$$

$$VP_a = 85.366 - 139.63 \left( \frac{P_p}{P_a} \right) + 56.329 \left( \frac{P_p}{P_a} \right)^2 \quad (9.1404) \quad (8.8520)$$

$$R^2 = 0.782$$

両式とも、先験的な推測を裏付けているといえよう。すなわち、平均収益水準は上に凸の二次関数であり、適切なトレイド・オフ比の存在を示唆している。他方、変動性についても適切なトレイド・オフ比の水準でありうるということがわかる。変動性が低い方が好ましいとすると、その最小点があることを示しているからである。

各々の最適点における  $(P_p/P_a)$  の水準を求めると、平均収益率については1.076、変動性については1.239のときである。これらの値の差が意味することは、収益率の水準を上げることと、収益率の変動性を低く押えることとは必ずしも両立するとはいえないということである。前者においてすぐれた企業はほどほどの犠牲（平均を若干上回れる程度）にとどめているのに対し、後者ですぐれた企業は相当の犠牲を払って資源投入をおこなっている。やはり将来収益を重視して、現在収益を犠牲にする程度が高いのであろう。

次に成長率関係についてみると、次のような関係式が得られた。ただし、 $SG$  が売上高成長率、 $VSG$  が変動性である。

$$SG = -3.5848 + 36.348 \left( \frac{P_p}{P_a} \right) - 17.490 \quad (0.9251) \quad (1.3084)$$

$$\times \left( \frac{P_p}{P_a} \right)^2$$

$$R^2 = 0.078$$

$$VSG = 0.49943 + 0.57216 \left( \frac{P_p}{P_a} \right) \quad (1.8651)$$

$$R^2 = 0.122$$

両推定式共に相関度は低く、有意性も低い。

ただ  $SG$  の符号条件をみると、上に凸であり適正バランスの存在を示唆していることがわかる。変動性については、売上成長率が上昇し続けている場合も含まれるので、必ずしも変動性が高いことが悪いとは限らない(収益率については上昇し続けることはほとんどない)。成長を続けることが収益性も安定させるということにつながるとすれば、先の収益性の変動の小さい企業が犠牲も大きいということと、成長率の変動が大きい企業は犠牲も大きいという今の結果とは矛盾しない。ただ、収益率の方は犠牲が大きくなり続ければ変動性も高くなってくる。

以上の結果をみると、有意性に問題が残るケースもあるが、 $P_p/P_a$  と業績との関係は当初予想していたように、あるバランス点が存在する可能性のあることが示唆される。

## 5. 企業固有の経営姿勢と業績

今までの分析は、 $P_p/P_a$  というトレード・オフ比で考えてきた。しかしながら、実現収益と潜在収益の間での強い相関からも推測されるように、産業全体としての傾向の影響が含まれている。いいかえれば、ある企業についての  $P_a$  の水準が判明すると、その  $P_p$  についても相当程度予測がつくのである。その企業の固有のトレード・オフをみるためには、その産業全体の傾向を除去する必要がある。

企業固有のトレード・オフを考えるにあたって、③式より計算される  $\hat{P}_p$  (理論値) で実際の  $P_p$  を除すことを考える。もしこの値が 1.0 であれば、その企業は産業全体の平均傾向をそのまま反映していて、平均的なトレード・オフをおこなう企業ということになる。この相対値を  $\hat{P}_p/P_p$  以後、 $RP$  とする。

この  $RP$  と業績の関係を求めると次のような関係式が得られる。ただし、業績尺度は前節と同様に経常利益率、売上高成長率、そしてそれらの変動性(変動係数)である。

まず収益率については、

$$P_a = -19.780 + 53.149RP - 27.367RP^2$$

(2.5723) (2.3729)

$$R^2 = 0.230$$

$$VP_a = 16.799 - 94.424RP + 44.991RP^2$$

(19.3729) (16.5371)

$$R^2 = 0.958$$

関係式そのものの形は、 $P_p/P_a$  の場合と同様であるが、精度の向上が認められる。やはり、収益率の高い企業、変動性の少ない企業には中庸の、あるいは適切な比が対応しているのである。ちなみに、収益率最大点、変動性最小点の  $RP$  をみると、各々 0.971, 1.049 となっている。

$P_p/P_a$  の場合との相違は、収益率水準についてみると、経営姿勢としては消極的な企業に高収益水準を維持する企業が対応することである。 $P_p/P_a$  の場合には、トレード・オフ比そのものは産業平均(1.076)以上の値を示していたが、固有の姿勢は平均以下の積極性を示しているのである。すなわち、犠牲にする割合そのものは産業平均以上であるが、その収益源泉の大きさの割には他者よりは慎重という性格が認められる。

変動性については、 $P_p/P_a$  以上に説明力を持っている。やはり、変動性を低めるには、平均以上の犠牲を必要としている。

次に、成長率との関係をみると、次のようになる。

$$SG = -2.9740 + 36.260RP - 17.986RP^2$$

(1.2841) (1.1410)

$$R^2 = 0.077$$

変動性 ( $VSG$ ) については、ほぼ無相関である。成長率そのものに対しても、有意度は低いけれども、 $P_a/P_a$  と同様に上に凸な関数が得られている。

## 6. 結 論

現在収益と将来収益のトレード・オフは戦

略的意思決定の基礎となる決定である。今回の分析では、将来収益をそのままトレード・オフの対象とするのではなく、それを達成するために投入する資源にともなう犠牲となる現在収益が、実現収益に対してどの位の割合になっているかによって、トレード・オフの水準を考えようとしてきた。

このトレード・オフのレベルに適切な点があるのではないかということについては先験的に推測できるが、精密機器産業においては確かにそのような点があるように見える。特に、収益水準およびその変動については、最大点および最小点が存在するような有意な関係が認められる。売上成長率については、一応それらしい関係がみられるが、有意性の点で収益性の場合ほどのことはいい難い。

トレード・オフと業績の関係から導出された望ましいトレード・オフの水準がなぜ良いのかについてはまだ明らかではないが、これらから解釈できることは、次の三点である。

(1) 収益率が平均として良い企業は、将来収益確保のためにそれほど現在収益を犠牲にしていない。それは資源投入が少ないというのではなく、無理なく（犠牲を大きくせずに）資源投入がおこなえるからであろう。あたり前であるが、現在収益水準が高く、そこから再投資的に資源投入をおこなって収益水準が維持できるのが望ましいのである。その意味で、ここで出された望ましいトレード・オフの水準は、投入資源量と現在収益の妥当性を判断する目安となりうるかも知れない。予定される投入資源量に対応して計算されるトレード・オフ比が望ましいトレード・オフ比から乗離していれば、（産業の平均傾向からみて）正常でないと判断できる。もちろん、每期この比に近づけさせる必要はないのであろうが、ある期間で均衡させるための判断材料としての意味があろう。

(2) 収益性の安定を示す企業は犠牲の割合を増加させる傾向を示している。また逆に、犠牲にする余裕もない企業は資源投入もままならず、マージナルな位置にあって景気変動、競争の影響で不安定な収益を示すことも考えられる。これからいえることは、当然のことながら、収益性を維持するためには、現在収益を相当程度犠牲にして資源投入をおこなっているということである。

(3) (1) および (2) のことは、企業の固有の姿勢においてより顕著である。すなわち他社と比較して、収益性水準の高い企業は保守的傾向を示し、収益性安定企業は積極性を示す。これは一見して逆に見える。保守的企業＝収益安定企業という結びつきが直観的に浮かぶが、そうではない。収益を安定させるためには、積極的な犠牲を払う意思があることが示唆される。

今回の分析では残された課題がまだ数多くある。トレード・オフ比がどのようにして決まるのか、時間的経過の上でどうバランスされていくのか。事業特性、プロダクト・ライフ・サイクル（または市場の成熟度）、企業規模、競争などの要因が絡んでこよう。また産業による差異もある。これらは今後の課題である。

本分析は、日本開発銀行企業財務データを使っておこなったが、未完成的な情報処理システムにも拘らず、テープから所要データを検索し、ファイル化し、加工していただいた経済学部3年生の守谷由美さんの助りに感謝したい。彼女のチャレンジ精神がなければ、この分析がこの時点で発表されることは不可能であった。

#### 注

1) ポストン・コンサルティング・グループのプロダクト・ポートフォリオ・マネジメントについては、たとえば、



現在収益と将来収益のトレード・オフ (森田)

Bruce D. Henderson, *Henderson on Corporate Strategy*, Abt Books, 1979.  
マッキンゼーのそれについては、たとえば、  
'Corporate Planning : Piercing Future Fog  
in the Executive Suite', *Business Week*,

April 28, 1975.

2) Malcolm B. Coate, 'An Optimization  
Alternative to Portfolio Planning Models',  
in Thomas H. Naylor (ed.), *Corporate  
Strategy*, North-Holland, 1982.