

# グローバル・ポートフォリオ戦略の 財務的評価

柴 健 次

## 1 戦略評価の視点

### (1) 本稿の立場

多国籍企業のグローバル・ポートフォリオ戦略を策定するにあたっては、戦略策定過程において諸代替案を財務的観点から事前に評価する必要がある、というのが本稿の基本的立場である。さらに、将来予測にかかわる戦略評価の手法としては、財務的評価に基礎を置くモデル・シミュレーションが有用であると考え。その有用性は、戦略策定過程で決定される諸変数から導かれる結果をシナリオとして描くことができ、また変数間の関係を明確化できる点に求められる。その結果をフィードバックすることにより、状況をより客観的に把握した上で意思決定が可能になると期待できる。

グローバル・ポートフォリオ戦略を遂行する経営管理者にとって有効な会計情報はいかなるものであるか。たとえば、伝統的なDCF分析、ROI分析、および回収期間法を利用するのに必要な会計情報がポートフォリオ戦略にとっても有用だという見解もあろう。しかし、本稿では、競争戦略と企業価値の関係を株主価値の創造の観点から展開するA・ラパポート

---

1) Alfred Rappaport, CREATING SHAREHOLDERVALUE : The New Stan-

(Alfred Rappaport) のモデル<sup>1)</sup>に依拠しながら、このモデルのグローバル・ポートフォリオ戦略への応用を検討する。

## (2) 環境適応としての戦略

組織はその環境に適応することなしに自己を存続させえない。組織の存続については、環境が組織の存続を許しているともいえるし、組織が環境に適応できてはじめて存続しているともいえる。つまり、組織は環境が課す制約条件下で環境に適応できなければ存続できないということである。歴史上、無数の組織が誕生し、また消滅した。現代企業もその例外ではない。

環境が課す制約条件は多岐にわたる。自然環境も社会環境も含まれる。要するに、環境が課す制約条件とは、企業の存続に対する一切の制約条件である。すなわち、自然的、倫理的、宗教的、文化的、法的、社会的、経済的等の制約条件である。それらは、企業にとって短期的に脅威となりうるし、また、長期的に脅威となるかもしれない。しかも、それら制約条件は時代により変化する。影響度の大きい制約条件も変化する。環境変化の速度が増せば制約の厳しさも増す。

企業が環境の変化に適応できなければ、社会はその存続価値を認めなくなり、ヒト、モノ、カネといった一切の経営資源が当該企業に集まらなくなり、早晚、組織の崩壊という事態を迎える。したがって、企業組織のすべての構成員とりわけ経営者は、その企業に属することを通じて自己目的を満足するためには、企業を環境に適応させなくてはならない。

多国籍企業とよばれる巨大企業は創業以来このような環境適応に成功してきた企業であると思われるが、この先もそうであるという保証は何もない。

企業を取り巻く環境を企業が行う事業の競争条件ととらえるならば、そ

---

standard for Business Performance, 1986. (A・ラパポート著、岡野光喜監訳、古倉義彦訳『株式公開と経営戦略』東洋経済新報社、1989年)。

こでの環境適応戦略は競争戦略と理解される。多国籍企業とは、このような競争戦略をグローバルな観点から採っている企業である。しかも、単一事業では環境変化に適応できないリスクが大きいので、複数の事業を展開することによりリスクの縮小を行っている企業である。したがって、多国籍企業は環境変化に適応するために事業ポートフォリオをも変化させる必要がある。

### (3) 財務的評価の意義

企業をその活動を通じて資金 (cash)<sup>2)</sup>が循環する組織という観点からとらえるならば、企業の環境適応能力とは現金創出能力 (cash-generating ability)と理解できる。すなわち、企業は外部者との金銭的なつながりを維持しなければ存続できない。もし企業が外部者の金銭的期待に応じられないなら、活発な組織として機能できなくなる。それゆえ、企業は常に現金創出能力を高めるよう努めなければならない。そして、外部関係者への金銭支払能力は、事業による現金創出能力と外部からの資金調達能力の2つに依存している<sup>3)</sup>。

このように企業の存続条件を利害関係者との金銭的関係の継続に見出す立場からみれば、企業活動は利害関係者との間での資金循環をバランスさせる必要がある。そのうえで企業が成長するためには「営業活動からの〈プラスの〉キャッシュ・フロー (CFO: cash flow from operation)」が必要である。企業の初期の段階においては、まずその資金繰りが問題とされよう。しかし、そのような段階を越えた場合には、関心は収益力に移行

---

2) わが国では資金概念が多義的に使われている。キャッシュ=現金=資金という関係が成立するとしても、ストックとフロー、総額と純額、実績値と予測値などが区別される。また資金をキャッシュ (現金) より幅広く定義することも多い。戦略評価に必要な資金概念は、一般に予測・純額・現金フロー概念として把握され、一種の利益代替指標といえる。

3) Rapaport, p. 11-13.

しよう。したがって、企業価値の源泉としての CFO がより重要となる。発展段階に応じて関心も変わるが、基本的に企業の支払能力は現金創出能力及び資金調達能力に依存しているといえる。そして資金調達能力は現金創出能力に依存すると考えられるから、企業にとっては現金創出能力が何より重要となる。

企業は常に不確実な将来に向かって新たな戦略の策定に迫られる。異なる立場からの主張を調整できないため、適時に採るべき戦略が決まらないこともある。経営者は、プログラム化された意思決定マシンでないから、十分な情報を収集し、多角的に分析したつもりでいても、問題の所在をあいまいにしたままで最終決定を下すかもしれない。しかも、そのような決定が重大な結果を招くかもしれない。新たな戦略を採択しようとするときに、その戦略による追加的な現金創出能力が把握できないなら、例えば、現金創出能力を低めるような売上拡大戦略を採用してしまうといった危険があるからである。

したがって、全社的観点からの財務的評価プロセスが戦略策定のプロセスに組み込まれることによって、意思決定に介入するあいまいさを明確にできるならば、より合理的な意思決定ができると期待できる。最近のコンピュータの発展は理論的財務評価モデルの実践性を高めた。モデルのシミュレーションが容易になり、それだけ問題の発見が容易になってきたといえる。ヒトの直感や経験は往々にして正確性を欠くことから、あいまいとした、時にはあやまったイメージを生むので、これらを払拭できるモデル・シミュレーションは意思決定に有用である<sup>4)</sup>。

---

4) Michel Schlosser, CORPORATE FINANCE : A Model Building Approach, Prentice Hall, 1992. 同書はモデル・ビルディング・アプローチを採用した企業財務のテキストである。同書は1-2-3等のスプレッド・シートを利用したシミュレーションの効用が実感できるように書かれている。本稿で取り上げるラパポート・モデルも同じ方法でシミュレーションできる。これらの手法の価値は、財務的評価プロセスを非専門家を含む多数の意思決定者に共有させることである。

#### (4) 多国籍企業の戦略評価

複数国に生産・販売拠点を持つ多国籍企業は、内外の競争企業との関係を考慮した戦略の立案を迫られる。その「MNEがそのグローバルな競争企業に対して自らが生き残り、成功できるような立場に立つための諸計画を立案すること」<sup>5)</sup>がグローバル競争戦略と呼ばれるものである。このグローバル競争戦略に、たとえば、ボストン・コンサルティング・グループ(BCG)が開発した事業ポートフォリオ・マトリックス分析<sup>6)</sup>を応用できれば、ここにグローバル・ポートフォリオ戦略が成立する。

しかし、ここでは財務的評価の観点から当面の課題に接近するため、状況を簡単にしよう。まずはじめに、第1表に示すように、外国通貨圏において活動するか否かを考慮した主要取引通貨の数と企業が従事する事業の数の組み合わせを考えてみる。そこでは、単純な状況から複雑な状況までが4つに区別される。すなわち、国内において単一の事業を行う企業(A)、内外において単一事業を行う企業(B)、国内において複数の事業を行う企業(C)、そして、内外において複数の事業を行う企業(D)である。つぎに、Aを基本として、AからBへの展開をグローバル戦略、AからCへの展開をポートフォリオ戦略、これらの同時的展開(D)がグローバル・ポートフォリオ戦略を表すと考えておく<sup>7)</sup>。ただし、すべてのケースでの企業

---

5) ラグマン=ルクロウ=ブース著、中島潤、安室憲一、江夏健一監訳『インターナショナル ビジネス 企業と環境』マグローヒル、昭和62年、425頁。

6) J・C・アベグレン=ボストン・コンサルティング・グループ編著『ポートフォリオ戦略』、『インターナショナル ビジネス』427-430頁。

7) ここでは、グローバル競争戦略やポートフォリオ戦略がこのように単純に定義できるとは考えていない。ただ、第1表のケースAは明らかに両戦略と関係ない状況である。そして、グローバル・ポートフォリオ戦略を採用する企業は明らかに状況Dに置かれる。BとCはDを考察するための橋渡しをするための状況である。その際、グローバル競争戦略やポートフォリオ戦略を多通貨化、多事業化と位置づけておいたのである。市場ポートフォリオが多通貨化に通ずることを否定しないし、多通貨化のみがグローバル化の特徴であると考えているわけではない。

行動は本国通貨に支配されているという仮定をおくことにする<sup>8)</sup>。したがって、AからDへの展開は、特定国企業の国際化と呼ぶのがふさわしいかもしれない。もちろん、多国籍企業は状況Dで活動する企業である<sup>9)</sup>。

第1表 取引通貨と事業のマトリックス

	単一事業	複数事業
単一通貨	A 単一通貨単一事業	C 単一通貨複数事業
複数通貨	B 複数通貨単一事業	D 複数通貨複数事業

### (5) 財務評価と会計情報

従来より、企業評価ないし事業評価の尺度として一株利益 (EPS)、投資利益率 (ROI)、株主資本利益率 (ROE) 等が企業内外で利用されてきた。これらの指標は会計数値を利用している。もともと会計数値 (とりわけ利益) が経済的価値の測定には適さないのであるから、経済的価値としての企業評価の観点からは会計指標の欠点が明らかになる。

8) 単一通貨に支配されるという仮定を置かないと、単一通貨による統合的財務評価と矛盾する。なぜなら、統合化の方向を見失うからである。この観点よりみれば、企業の国籍は問題ではない。その企業が根幹にかかわる意思決定をどの通貨で考えているかが問題なのである。また、したがって、国内企業か多国籍企業かの区別も関係ない。必要なのは、単一通貨企業か複数通貨企業の区別である。第1表は、取引通貨の単複にかかわらず、すべてこの意味での単一通貨企業である。通常、多国籍企業もその母国通貨に支配されるといえるから、その意味では、国内企業と本質的な差はないと考える。だから、日本系多国籍企業といえども決定的に重要な意思決定が外国通貨でなされるなら、例えば米ドル企業、多通貨企業と呼んで差し支えない。

9) ここでの単純化の方法とは別に、事業、市場、通貨等、論理的に考えうるあらゆる組み合わせの中から、特定の組み合わせを選択した結果が、複数通貨複数事業となり、しかも、この選択にあったては、必ずしも単一の通貨に支配されないとすれば、このような選択ができる企業をグローバル企業と呼んでよいかもしれない。同様に、国際化の延長線上にグローバル企業への脱皮が想定されるなら、このような展開をグローバル化と呼んでよいかもしれない。その際、戦略の評価も違ってこよう。すなわち、グローバル企業にあつては、複数通貨による財務的評価が不可欠となる。

ラパポートは利益が企業の経済的価値の測定に適さない理由として、

- ・代替的会計処理法が採用されていること
- ・リスクが考慮されていないこと
- ・投資必要額が考慮されていないこと
- ・配当政策が考慮されていないこと
- ・貨幣の時間価値が考慮されていないこと、

を挙げている<sup>10)</sup>。

戦略の全社的評価のシミュレーション・モデルとしての会計モデルも考えられなくはない。つまり、意思決定される諸変数をもとに、1年後、2年後等の予測財務諸表を描いてみるのである。ただし、その場合、ラパポートが指摘するような欠点を含んだままの将来名目計算であること、また、そこからは名目数値による売上高、利益等を把握できるにしても、そのモデル自体はどの程度の売上や利益が達成されたなら、企業の存続にとって望ましいのかといったことが明確にならないことなどが問題である。

それでも、財務的評価モデルに入力する変数値を決定する段階で会計情報は有用であろう。また、財務的評価モデルにより変数値の再検討がなされた後に、それらの変数と一定の会計処理を前提として企業の将来像を損益計算書と貸借対照表で描くというような段階での利用は有用であろうと思われる。なお、経営管理の諸過程において会計情報が有用であることはいうまでもない。要するに、戦略の全社的評価においては、それが経済価値計算である限りにおいて、過去の会計情報の有用性に限界があるのである。

---

10) Rappaport, Chapter 2. これらの指摘に対しては、会計の立場から二通りの反論ができる。その一は、本来予定しない利用の仕方からの指摘であるから、会計上の問題ではない。その二は、このような指摘も会計上の問題ととらえる必要がある。つまり、近年、米国 FASB 概念報告書等に見られるように、財務報告の目的においてキャッシュ・フローが重視されていることを考えると、第一の反論は正当ではない。わが国ではいずれの反論がより正当性を持つか考えてみる必要がある。この問題は本稿の趣旨からそれるのでこれ以上触れない。

## 2 単一通貨・単一事業の評価

### (1) ラパポートの企業価値評価モデル

多国籍企業のグローバル・ポートフォリオ戦略の評価に取り組む準備作業として、グローバル競争戦略、ポートフォリオ戦略の問題をひとまずあともわしにして、競争戦略とその評価について論じたラパポートの『株主価値の創造』<sup>11)</sup>に依拠しながら、単一通貨・単一事業の評価の方法を概観する。ラパポートは、『株主価値の創造』の第一部で株主価値アプローチを説明し、第二部で競争戦略の評価への適用を論じ、第三部で業績評価と役員報酬、M&Aの個別問題への適用を論じている。このように、彼は、主にモデルの内部利用に焦点をあてている<sup>12)</sup>。

すでに指摘したように、ラパポートは企業評価目的に照らした場合のROI等会計的指標の欠点を克服するため、株主価値アプローチを提唱する。株主価値は企業価値から負債価値を控除したものであるので、ラパポート・モデルは企業価値モデルと理解してよい。負債の金額は、通常、信頼性をもって測定されるから、株主価値は企業価値に依存する。したがって、企業の行う投資が、その資本コスト以上の報酬をもたらすときに企業価値及び株主価値が増大するということになる。彼のモデルの特徴として、企業財務のテキストで一般に取り上げられる企業価値評価の理論モデルを実践可能なように変形していること、その結果、競争戦略の策定段階で戦略の評価に利用できること、の2点を指摘できる。

---

11) 前出、注1) 参照。

12) しかし、企業が株主価値の創造の観点から経営するのであれば、そのような経営姿勢が投資者にも伝わらなければならない。その媒介を果たすのが会計情報であるなら、それらの情報に基づいて外部者も株主価値を計算できなければならない。これについては、すでに佐藤倫正・柴健次「会計情報と企業評価モデル」『会計』1992年10月で試みているので参照されたい。また、同論文の続編「資金情報と企業評価モデル」『企業会計』1993年11月号も参照されたい。



ラパポートの株主価値評価モデルは、これを数式化して紹介された佐藤倫正教授によれば以下のように表される<sup>13)</sup>。

$$S V = \sum_{t=1}^n \frac{S(1+g)^t \cdot p \cdot (1-T) - S \cdot g \cdot (1+g)^{t-1}(f+w)}{(1+k)^t} + \frac{S(1+g)^n \cdot p \cdot (1-T)}{k(1+k)^n} + M - B \quad (1式)$$

ここに、SVは株主価値、

nは予測期間数、

Sは前年度売上高、

gは売上成長率、

pはCFO比率、

TはCFO税率、

fは固定資産純投資増加倍率、

wは運転資本投資増加倍率、

kは資本コスト、

Mは市場性ある有価証券及びその他投資、

Bは債務及びその他義務、を意味する。

pとTの名称について誤解のなきように注意しておく必要がある。ラパポートによれば、営業活動からのキャッシュ・フローすなわち、CFOは1式第1項分子の $S(1+g)^t \cdot p \cdot (1-T) - S \cdot g \cdot (1+g)^{t-1}(f+w)$ である。この式の前半は、前年度売上高と売上高成長率から得られた当年度売上高にp(営業利益率: operating profit margin)を乗じ、その結果に(1-T)を乗じて税引後数値に直している。一方、後半は当年度の売

13) 佐藤・柴「会計情報と企業評価モデル」37頁。同モデルの詳細は、佐藤倫正「ラパポート企業評価論の会計的考察」『一橋論叢』第102巻第5号、1989年11月を参照。第1式は佐藤教授の定式化を踏襲するが、記号等一部変更を加えた。Rapaport, Chapter 3, p.50-55.

上増加額  $(S \cdot g \cdot (1 + g)^{t-1})$  に対する運転資本投資の比率 ( $w$ ) と固定資産投資の比率 ( $f$ ) から求められた新規投資額を示す。したがって、CFO は各年度の税引後新規投資後営業キャッシュ・フローと定義される。このように、会計指標に不信感をいだくラパポートは会計的な指標の利用を避けて、売上高とその成長率を基本に CFO を自動計算させている。この簡便法に含まれる  $P$  や  $T$  は、会計的な意味での営業利益率ではないし、実際の税率でもない。そのため、両変数について、それぞれ、CFO 比率、CFO 税率とした。

会計数値を利用した営業キャッシュ・フローとして、会計利益と減価償却費の合計を用いるケースや、税引後営業利益に減価償却費を加算したキャッシュ・フロー利益 (CFE) から運転資本投資を控除する方法など、CFO も多様に定義できよう。ただ、前者の方式は代替的会計処理の選択の影響を受けるので正確ではない。それに対して、後者の方式を具体的に展開しているシュロッサー<sup>14)</sup>においても、CFE の算定過程で代替的会計処理の選択の影響を完全に排除できていないのでやはり正確ではない。

ただ、シュロッサーの場合は売上高からの控除方式を採用しているので算定方式を厳密にすれば、CFE は現金ベースの税引後営業利益になる。この CFE はラパポートの 1 式第 1 項前半の  $S(1 + g)^t \cdot P \cdot (1 - T)$  に相当する。そこで、ラパポートの CFO とシュロッサーの CFO を比べてみると、固定資産投資を控除するか否かに相違があることがわかる。これは、戦略的投資を、運転資本投資と固定資産投資の双方とみるか、固定資産投資とみるかの相違による。

ラパポート・モデル (1 式) の第 1 項の分子すなわち CFO は、従って、現金ベースの税引後営業利益 (CFE) から戦略的新規投資のキャッシュ・フローを控除したものである。この CFO を資本コストで割り引いた現在価値が第 1 項の値である。これが「予想期間中のキャッシュ・フローの現

---

14) Schlosser, Part II, p.11-44.

在価値」である。これを単に計画期間価値 (PV) と呼んでおこう。第2項は、計画期間以降のキャッシュ・フローにつき、永久価値法を用いて算定した残存価値 (RV) である。第3項と第4項は有価証券等の投資 (MV) と負債の時価 (BV) である。よって、株主価値 (SV) は以下のよう示される。

$$SV = PV + RV + MV - BV \quad (2式)$$

このうち第3項までの合計が企業価値 (CV) である。つまり、

$$CV = PV + RV + MV = SV + BV \quad (3式)$$

第2表 ラバポート・モデル

(金額単位は百万ドル)

変数	n	S	g	p	f	w	T	t	k	M	B
設定値	5年	100	16%	13%	21%	15%	50%	50%	20%	3	10

注：1式ではTとtを区別していない。ここで、Tは計画期間内CFO税率、tは計画期間後CFO税率である。

企業価値及び株主価値の計算

(単位 千ドル)

年度	キャッシュ・フロー (OCF)	現在価値 (PV)	累積現在価値	残存価値の現在価値 (RV)	累積現在価値 + 残存価値 (PV+RV)
1	\$1,780	\$1,483	\$1,483	\$31,417	\$32,900
2	2,065	1,434	2,917	30,369	33,287
3	2,395	1,386	4,303	29,357	33,660
4	2,778	1,340	5,643	28,379	34,022
5	3,223	1,295	6,938	27,433	34,371
				有価証券等(MV)	<u>3,000</u>
				企業価値(CV)	37,371
				-負債(BV)	<u>10,000</u>
				株主価値(SV)	<u>27,371</u>

出典 Rappaport, p.64-67, Table3-1, 3-2.

DCF 法企業価値理論モデルを、ラパポートは以上のように具体化したのである。一組の変数と計算過程をスプレッド・シートのイメージで示したのが第 2 表である。

## (2) 株主価値の創造

ラパポートのモデル構築は、以下の信念に基づいている。すなわち、

- a. 事業は優れた計画策定によって株主価値を創造できる。
- b. 経営者はとりわけ最近のテイク・オーバーの風潮から「資本主義は自社の価値を最大化できない企業に対してなんらの保護も与えない」

ことをよく分かっている。

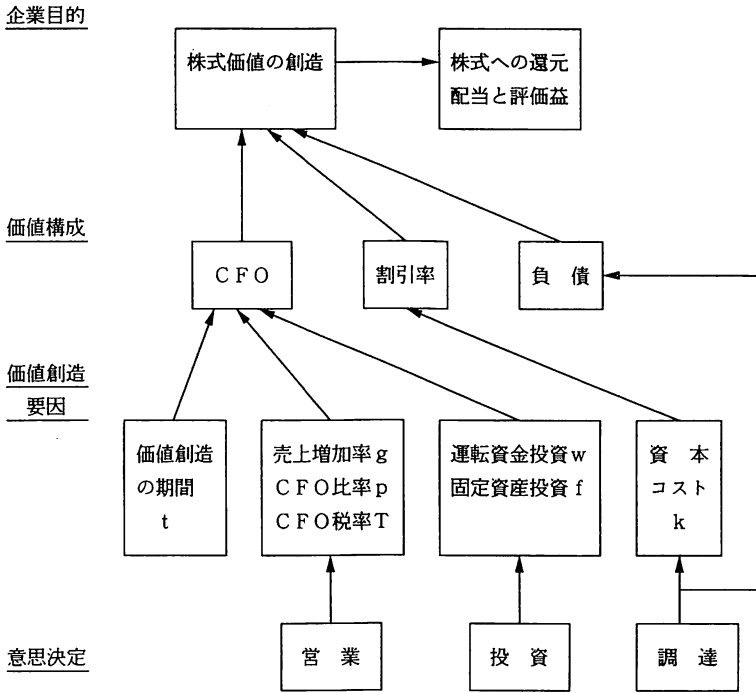
このことは、1 節 (2) に述べた企業と環境の関係を、資本市場の発達した米国のコンテキストの中でこそ、よりよく理解できるであろう。すなわち、株主価値を創造できない企業は存在価値がないことを肝に銘じて、価値創造的事業に取り組むべきである、と。この観点よりみると、株主価値の創造を伴わないで、売上高を伸ばし、市場シェアを伸ばすことは愚行である。それでは、新しい戦略の価値はどのように測定されるのだろうか。その、算式はいたって簡単である。

新戦略の創造価値 = 戦略採用後の株主価値 - 戦略採用前の株主価値

(4 式)

ラパポートの考えは第 1 図のように要約される。そこでは、経営意思決定によって決まってくる価値創造要因が、企業価値の構成要素を通じて、企業目的である株主価値さらには株主の利益に影響する経路が示されている。したがって、株主価値を創造できる新戦略を生むためには、この図に描かれた諸関係、とりわけ価値創造要因について理解を深める必要がある。

事業計画の期間が一体どの程度になるかにも左右されるが、比較的多い



第1図 株主価値創造の構図

出典：Rappaport, p. 76.

と思われる5年ないし10年という期間を想定してみても、試算すれば明らかとなるが、事業計画期間に関する現在価値 (PV) の企業価値に占める割合はそれほど大きくない。むしろ、事業計画期間以降に関する残存価値が決定的となりうる。このことは、第2表を打ち込んだスプレッド・シート画面において、P値を幅広い範囲で打ち込むことにより、その残存価値部分の変化の大きさを実感できる。

1式に示すモデルによると、残存価値は、事業計画期間終了時点のキャッシュ・フローと資本コストから算定される。このモデルにおいて、事業計画期間のキャッシュ・フローが漸減するようなケースを想定してみよう。

例えば、計画期間満了時点ではキャッシュ・フローが、マイナスの大きな値、あるいはたとえプラスであるとしても小さな値になっているとしよう。この場合には、企業価値に占める残存価値の占める割合は小さい。このような結果が明かな新規事業を採用することは株主価値の創造の観点からは疑問とされよう。しかしながら、既存事業が成熟段階を過ぎて、追加的新規投資が行われず、もっぱら収益の回収過程に入っており、あるいは近い将来に撤退も考えられるような場合には、このような結果を導く意思決定がなされることもあろう。ここでの問題は、このようなケースにおいて残存価値の算定に永久価値法が採用されることである。ラパポートが指摘するように、このようなケースでは、残存価値は清算価値とするのが合理的である。

ところが、当面、清算を予定しない事業については、残存価値の算定が困難である。新規投資をてこに、市場占有率や競争的地位を高めることにより高い成長が期待される既存事業および新規事業の評価についてこのことがあてはまる。このような継続事業の残存価値評価に対して、ラパポートは永久価値法を想定している。それが1式であった。永久価値法が利用されるのは、市場で競争のダイナミックスが働く結果として、事業計画期間終了後、企業の新規投資は平均して投資時点の現在価値がゼロになる程度の資金しか回収しえない、と仮定されているからである<sup>15)</sup>。

そこで、継続事業の評価について検討を進めたい。継続事業においては、固定資産及び運転資本に対する戦略的新規投資は株主価値を創造するものでなければならない。また、ラパポートモデルでは新規投資の価値創造は事業計画期間以降の期間に及ばない。したがって、事業計画期間内のキャッシュ・フローは一点で価値的に等価となる。この等価点を越えるとき株主価値が創造される。事業計画期間の特定年度につき、以下が成立する。

---

15) 残存価値の議論については、rappaport, 59-64. ラパポートは、例として、harvesting strategy と share-building strategy を引き合いに議論している。ここでの指摘は、いわゆる BCG ポートフォリオ分析を利用する際の注意点と見ることもできる。

t 期の株主価値創造 = 増加キャッシュ・フローの現在価値 - 戦略投資の現在価値 (5 式)

したがって、5 式の右辺の第 1 項と第 2 項が等しいとき株主価値は生まれない。ラパポートは、いわゆる「損益分岐点分析」になぞらえて、価値志向的損益分岐点分析を展開し、株主価値分岐利益率 (threshold margin) を求める。以下、彼の主張を筆者なりに数式で要約しておこう。事業計画期間中の各期につき、売上増加額基準で算定される株主価値分岐利益率を限界株主価値分岐利益率 (ITM) とするとき、すなわち、 $p = \text{ITM}$  のとき、以下が成立する。

$$S \cdot g \cdot \text{ITM}(1 - T) / k = S \cdot g(f + w) / (1 + k) \quad (6 \text{ 式})$$

事業計画期間の t 期において、その期末になされる戦略投資の現在価値と、それが生み出す増分キャッシュ・フローの無限流列の現在価値が均衡する ITM は、それゆえ、

$$\text{ITM} = (f + w)k / (1 + k)(1 - T) \quad (7 \text{ 式})$$

となる。このとき、売上成長率に関係なく株主価値は創造されない。以上を、売上高ベースの株主価値分岐利益率 (threshold margin = TM) に置き換えると、

$$\text{TM} = (S \cdot p + \text{ITM} \cdot S \cdot g) / (S + S \cdot g) \quad (8 \text{ 式})$$

ここで、 $S = 1$  とおくと、

$$\text{TM} = (p + \text{ITM} \cdot g) / (1 + g) \quad (9 \text{ 式})$$

したがって、もし  $P = ITM$  なら  $TM = ITM$  となる。事業計画期間を通じて各変数値が同じであれば、各期の ITM は同じ値をとる。株主価値が創造されるか否かは、 $P$  値が ITM 値を上回るか否かで判定できる。このときのスプレッドすなわち  $P - ITM$  を ITMS とおけば、 $t$  期の株主価値創造額 (ISV) は以下のように総括される。

$$ISV_t = \frac{S \cdot g \cdot (1 + g)^{t-1} \cdot (1 - T) \cdot ITMS_t}{k \cdot (1 + k)^{t-1}} \quad (10式)$$

このように、戦略的事業が生み出す株主価値創造は、(1)売上増加率  $g$ 、(2) ITMS、及び(3) ITMS がプラスの期間  $t$  (価値創造期間) の 3 要素できまるのである<sup>16)</sup>。

### (3) 競争戦略とラパポート・モデル

ラパポートはマイケル・ポーター (Michael E. Porter) が示す競争戦略の枠組み<sup>17)</sup>に基づいて策定される戦略を株主価値創造の考え方と結びつけた評価方法を提唱する<sup>18)</sup>。

ポーターによれば、戦略を練るには、まず、産業全体の特徴を理解し自社のおかれた状況を分析することから始めなければならない。その際、自社の競争力は現在の競争相手のみならず、参入障壁、買い手の価格競争力、売り手の価格競争力、代替品の競争力の集約されたものとして決まる。これらの状況を把握したのちは、競争優位の発見につとめて、コスト支配戦略 (cost leadership strategy) または製品差別化戦略 (differentiation

16) 以上は、rappaport, 69-75.

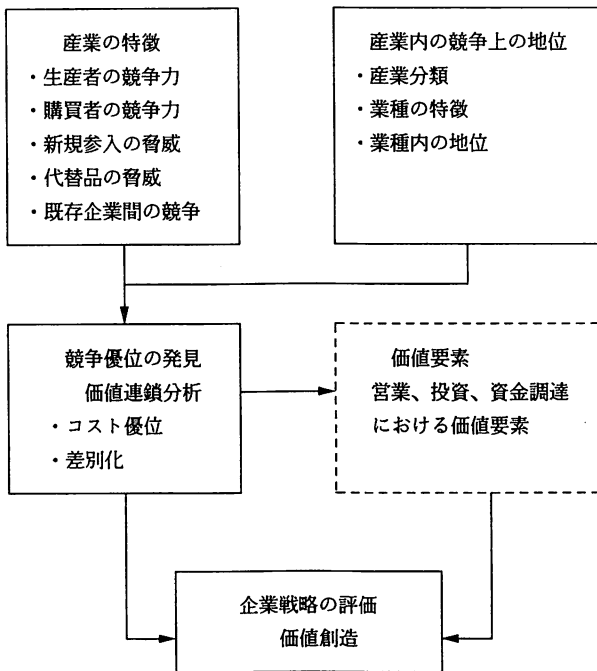
17) Michael E. Porter, Competitive Strategy, 1980 (土岐坤・中辻萬治・服部照夫訳『競争の戦略』ダイヤモンド社, 1982年), Michael E. Porter, Competitive Advantage, 1985 (土岐坤・中辻萬治・小野寺武夫訳『競争優位の戦略』ダイヤモンド社, 1985年).

18) Rappaport, p.81-99.



strategy)を組んでいくことになる。その際、ポーターは具体的戦略の検討のために価値連鎖表を示した<sup>19)</sup>。ここではポーターの戦略論についての検討は省略する。

ラパポートは各業界に属する事業部ごとにポーターの枠組みを利用するという前提で、価値連鎖表を用いた競争的経営戦略分析と戦略の価値評価を第2図のように関連づけた<sup>20)</sup>。



第2図 競争力分析と戦略の価値評価

出典：Rapaport, p. 88.

19) Porter, 1985, chapter 2. 価値連鎖表は利益が生み出される過程を主活動と支援

ラパポートは、ポーターの戦略枠組みを戦略評価の観点からとらえ、具体的に競争戦略を株主価値評価モデルの各変数（ $g$ 、 $k$ 、 $P$ 等）と結び付ける。まず、ポーターの価値連鎖表を各業界に属する事業部ごとに作成する。この価値連鎖表によれば、事業部の CFO をその主活動単位ごとに把握できるので、事業評価計算の基本要素である各変数設定に有効である。一方、事業が属する産業の分析と産業内の競争上の地位から競争優位を発見する過程で価値連鎖表分析を行うことにより、競争優位戦略と事業リスクの関係が明確になる。このようにして設定される競争優位戦略は最終的に株主価値分岐利益率（ITM）を上回る現金ベースの税引後営業利益率（ $P$ ）を達成できなければならない。第3表は2つのタイプの競争戦略の具体的な行為と事業価値計算上の基本要素の関係をラパポートがまとめたものである<sup>21)</sup>。なお、具体的な戦略行為が価値計算要素に及ぼす影響は互いに相殺しあうこともあるので、価値計算要素である変数の予測値が甘すぎないかどうかをより具体的な課題を設定して検討してみる必要がある<sup>22)</sup>。

以上のようなプロセスを経て行われる戦略策定において、代替案の中からの絞り込みが戦略評価のプロセスを通じてなされる。

#### （4）単一通貨単一事業の評価

単一通貨単一事業という最も単純なケースにおいては、為替相場の変動を考慮する必要もなく、個別事業価値と企業価値の関係について追加的に

---

活動のマトリックスで示したもの。主活動は、購買物流、製造、出荷物流、販売・マーケティング、サービスの5つ、インフラとしての全般管理に携わる支援活動は、人事・労務、技術開発、調達活動の3つが、それぞれ描かれている（『競争優位の戦略』49頁）。

20) Rappaport, p.85-88.

21) *ibid.*, p.94-99.

22) 例えば、コスト優位戦略において売上増加率が増えたときに運転資金調達のための金融リスクが増えないかどうか、製品差別化戦略において上乗せ価格は追加費用を反映して決定されているか、など（*ibid.*, p.99.）

第3表 価値ドライバー (変数) 毎に整理した戦略と戦術

変数	コスト支配戦略を支える戦術	製品差別化戦略を支える戦術
g	<ul style="list-style-type: none"> <li>競争的低価格の維持</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>差別化割増価格の請求</li> </ul>
p	<ul style="list-style-type: none"> <li>製造・販売等における規模の経済を得る為市場占有率を伸ばす</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>割増価格が受け入れられる市場の開拓</li> </ul>
w	<ul style="list-style-type: none"> <li>活動すべてで規模の経済を追求</li> <li>学習効果改善の為の機能を導入 例：製品標準化, デザイン変更, 製造手順の改善等</li> <li>対仕先関連コストの削減 例：仕入先デザイン, 品質, 包装, 発注方法など</li> <li>対流通経路関連コストの削減</li> <li>価値に無関連な間接費の削減</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>顧客の負担を減らし質を高めるような差別化を効率的に遂行できる価値創造活動の組合わせを選択</li> <li>顧客ニーズと無縁のコストを削減</li> </ul>
f	<ul style="list-style-type: none"> <li>固定資産の利用効率の促進</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>差別化戦略運動の売掛金政策</li> </ul>
k	<ul style="list-style-type: none"> <li>生産効率増強のための資産取得</li> <li>戦略との一貫性を保った事業リスクの削減</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>サービスの差別化に適した在庫</li> <li>買掛金の条件の改善</li> <li>差別化のための特定資産への投資</li> <li>取得資産の最適利用</li> <li>差別化度合いを高め, 一般経済の変動に左右されにくい需要を生む</li> </ul>
変数：その内容		上記の2つの戦略に共通する戦術
g：売上高成長率		
p：CFO利益率		
w：運転資本投資増加倍率		<ul style="list-style-type: none"> <li>現金残高の最小化</li> </ul>
f：固定資産純投資増加倍率		<ul style="list-style-type: none"> <li>不要資産の売却</li> </ul>
k：資本コスト		<ul style="list-style-type: none"> <li>最小コストによる資産利用, 例：リース vs 購入</li> <li>最適資本構成の追求</li> <li>最小コストの資金調達手段の選択</li> </ul>

出典：Rappaport, p.97-98, Table4-2, 4-3. ここでは両表を1表にまとめて示す。

考察する必要もない。しかしながら、そこでは、同一事業に対する異なる戦略案の比較検討が要求される。この過程で、第1式ないし表2のモデルが利用され、事業価値の諸変数の変化を媒介に、具体的な戦略行為が絞り込まれる必要がある。

ラバポートが『株主価値の創造』第5章で、具体的な設例を用いて展開する議論のうち、単一事業に限定してポイントを示すと以下のようである。

- 1) 事業にふさわしい計画期間を定める。
- 2) その事業計画につき、最悪状態を想定した保守的ケース、最も起こりうるケース、大成功をおさめる楽観的ケースの各々に対応するモデル変数 ( $k$  以外) を決める。
- 3) 次に、想定される複数の資本コスト ( $k$ ) に対応する株主価値を計算する。これとケースの生起確率から事業リスクをつかむ。

以上を前提に事業価値のシミュレーションを行えば、以下が明確になる。

- 1) その事業の計画期間各年度における株主利益創造額と CFO 比率  $P$  と ITM との差としての ITMS。
- 2) その他、諸変数の 1% 変化に対応する株主利益の変化 (価値要素別弾力性)。

これらが明らかになることにより、変数間の関係、株主利益に対する感応度などが数値化されるので、これらを最終判断の基礎に用いることが可能になる。また従来の会計的指標に対して、価値的 ROI (戦略によって生み出された株主利益/投資の現在価値) が測定される。価値的 ROI がゼロであれば事業戦略は資本コストと同じ収益率、プラスであれば資本コストを上回る収益率をあげることになる。

競争戦略の策定にあたっては、競争企業の株主価値創造力の分析も必要となろう。すなわち、競争企業と自社のいずれが社会から受け入れられるかが問題だからである。しかし、競争企業意思決定過程は知りえないので、競争企業の株主価値の試算にあたっては、企業は一般投資者と同じ外部者の立場にたたされる。ただし、自社の競争戦略策定の過程で相当程度の競争者分析を済ませているであろうから、一般投資者よりは公表会計情報に依存する割合は小さいであろう。

### 3 グローバル・ポートフォリオ戦略の評価

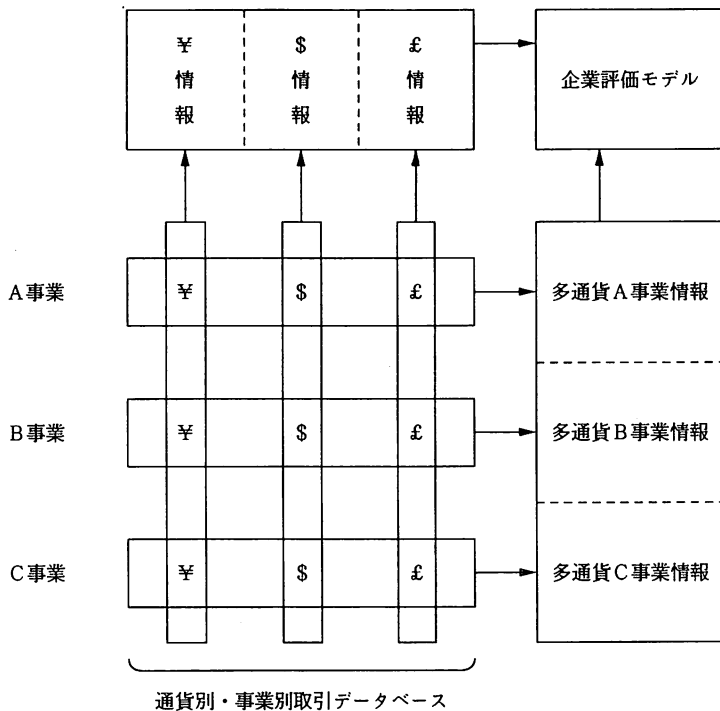
#### （1）より複雑な環境における企業評価

ラパポートによれば株主価値を高めることが企業目的であった。この観点からは、株主価値を創造する戦略が選択されるべき戦略であった。この信念ないし結論に対しては当然反論が予想される。しかしながら、ここではあくまで単一通貨・単一事業環境における論議を論理的に展開したい。まず、第一に、株主価値以外の何らかが企業目的というのであれば前節までに示した財務的評価は意味をなさないからである。第二に、株主価値の創造という信念は株主が企業に対して求める他の価値観とは必ずしも矛盾しないと考えられるからである。例えば、環境問題に配慮しない企業は株主から支持されないとしよう。その場合、このような価値観に適合することは企業の戦略に織り込まれるべきものであるから、なおその上で株主価値を創造する企業が支持されると考えるのが論理的である。これを一般化するなら、株主価値創造に対立しない企業目的は、ラパポート・モデルの変数決定に織り込まれるということである。

そこで、依然として、ラパポートに従うとすれば、事業環境が複雑になるにつれ、企業戦略の評価で何が問題になるのかという技術的な点に関心が寄せられる。その際、事業の複数化（多事業化）と通貨の複数化（多通貨化）では根本的に異なる問題が生ずる。ラパポート・モデルの概要は単一事業で説明した。彼は、モデルの現実への適用に関して具体例を挙げて説明しており、そこでは当然のこととして多事業化が視野に含まれる。従って、我々もこの問題については、ラパポートに従って考察すればよいことになる。

それに対して、多通貨化が提起する問題は複雑である。このことを明示化するために第3図を用意した。一見、複数通貨・単一事業は複数通貨・複数事業の特殊形態として位置づけられるように見える。しかし、リスク

に対する考え方が、通貨と事業を結合して考えるのか、別々に考えるのかによって、両環境に対するとらえ方が変わってくるのではないか。その意味では、まず、複数通貨・単一事業で問題とするのは、外貨キャッシュ・フローの換算という技術的側面に限定しておくのがよさそうである。したがって、グローバルな観点からの戦略評価は複数通貨・複数事業で考察される。



第 3 図 複数通貨・複数事業環境の企業評価

第 3 図は、通貨別・事業別に行われる取引のデータベースの存在を前提として、通貨別取引情報と事業別取引情報の 2 種類の情報が、企業評価モデルのインプット情報となる関係を概念的に示したものである。しかしながら、すべての取引が最終の企業評価に用いられる通貨（通常は親会社の

本国通貨)の観点から行われているとは限らない。事業別よりも、国別、地域別に評価を望むかもしれない。このようなことから、多国籍企業全体の企業評価は多段階評価となることが考えられる。個々の企業ごとにどこに重点をおいて経営を行っているかに応じて、第3図はさまざまな多次元モデルとなろう。

その場合、最終的に算定される企業価値の統合度が高すぎて個々の戦略の採否には適しない危険がある。というのも、情報の統合の順序及び為替相場の変動が大きく企業価値を左右すると考えられるからである。ラパポート・モデルのような簡易モデルではなくて、戦略に影響するすべての確率変数を含む数学的均衡モデルなら統合過程での誤謬を回避できるかも知れないと一応考えられる。しかしながら、仮にそのような理論モデルは開発できても、現在のコンピューターの計算能力では利用できそうもない。数学モデルの開発者でなくとも、多国籍企業にとっての選択枝の多さからして、計算回数が天文学的になるのは容易に想像がつくからである。したがって、多国籍企業のグローバル・ポートフォリオ戦略の実際的な評価は、ごく限定された範囲内での評価となりそうである。

## (2) 事業の複数化

複数の事業が評価の対象となる場合の問題は、事業単位レベルの評価と全社レベルでの評価をどう考えるかに尽きる。財務的評価とは異なる観点からの事業間調整の問題を別にすれば、全社レベルでみて、株主価値が高まるように事業単位レベルの戦略を調整すべきである。

以下、ラパポートに従って、複数事業の評価を見ておこう<sup>23)</sup>。まず、各事業単位ごとに計画期間を定める必要がある。というのも、すべての事業単位に一律に同じ計画期間を設定すると、その事業の効果の出るパターンを

---

23) 本項は、Rappaport, Chapter 5に基づいて説明している。紙幅の関係で説例の紹介を省略しているので、詳しくは同書を参照されたい。

無視することになり、事業によっては、過大・過小評価の危険を伴う可能性があるからである。計画期間が設定されたなら、各事業単位ごとに、変数間の関係、株主利益に対する感応度などが数値化される。次に、ある事業単位の変数と他の事業単位の変数との関係や複数の事業計画における諸変数の同時決定が問題となる。なぜなら、投資案件に対する資金配分が適切でない場合には、株主価値の最大化を達成できないからである。

このようにして各事業単位についての戦略計画が決定されたならば、全社的评价が必要になる。各事業単位で用いられた資本コストが全社的資本コストに一致しない場合、各事業単位ごとに計算された株主価値の合計と、すべての事業単位から生ずるキャッシュ・フローと全社的資本コストから計算した株主価値は一致しない。この点についての、ラパポートの分析は十分とはいえない。ラパポートの設例では後者が前者を越えるように示されているが、彼は両者の差額をおそらく多角化の利益と理解していると思える。

次に、独立した事業単位が共同することによりシナジー効果を生む場合には、全社的立場からの判断が必要となる。ラパポートは、2事業単位のうちの1事業単位がもう一方の事業単位に設備投資の共同負担とそこで製造される部品の共同利用を求めるケースでこのことを説明する。この戦略の例では、前者事業単位の価値創造が後者事業単位の価値喪失を上まわる結果として全社レベルでは正味の価値創造が期待されるよう設定されている。このようなケースでは、経営者は事業単位の独立性を維持するために当該戦略を否定するか、全社的立場から採用するかという選択を迫られるわけである。

ラパポートの説明にはないが、複数事業単位間の共同作業がいずれの事業単位にもプラスの効果をもたらすが投資の負担割合によっては各事業単位の生み出す株主価値が大きく変動するといったケースも同じ問題を含んでいる。すなわち、全社的観点からの戦略決定と以後の事業単位(責任者)の業績評価をどう調整しておくかという問題がそれである。



以上要するに、複数事業単位で策定される戦略がシナジー効果を持つか否かにかかわらず、全社的観点からの事業間調整が必要となってくる。しかしながら財務的評価の観点から株主価値が最大となる戦略の組み合わせが決定される場合であっても、現実には財務以外の観点からの事業間調整が必要となることもあろう。しかし、これは財務評価のらち外の問題である。

### （３）通貨の複数化

ここでは、事業の複数化を無視して、通貨の複数化のみを問題としよう。通貨の複数化を前提にした企業価値の計算にあたり、異なる通貨によるキャッシュ・フローを割引く必要があるが、その際、通貨別現在価値を換算するか換算後キャッシュ・フローを割引くかということ、通貨別の割引率を採用するか共通の割引率を採用するかということが問題となる。

財務会計においても、過去の外貨取引に関していつの時点の為替相場を適用して報告通貨に換算するかは論争の多い領域である。本国親会社の外貨建取引の換算及び決算日時点における外貨建債権債務等の換算並びに、在外子会社等の外貨表示財務諸表項目の換算にあたって適用される換算のルールは国ごとにまちまちである。しかし、あえて単純化するというなら、問題の本質は、過去の外貨による取引額をその後の時点で換算する場合に、過去の取引日の為替相場を適用して換算するか(取引日レート換算)、あるいは過去の外貨による取引額を現在の為替相場を適用して換算するか(現在レート換算)のいずれを選択するかにある<sup>24)</sup>。

財務会計での論争点になぞらえていうなら、企業評価における換算問題とは、将来の外貨キャッシュ・フローを将来時点の為替相場で換算するか

---

24) 財務会計における換算問題については、柴健次『外貨換算会計論』大阪府立大学、1987年を、また、管理会計における換算問題については宮本寛爾『多国籍企業管理会計』中央経済社、1989年を参照されたい。

(将来レート換算)、あるいは現在の為替相場で換算するか(現在レート換算)の選択問題である。ただし、企業評価においては、単に外貨キャッシュ・フローを評価に用いる通貨に換算するにとどまらず、現在価値の計算に結びつけなければならない。従って、換算率の選択と割引率の選択は同時に決定されねばならない。二通貨間の将来為替レートが両国間の予想金利を反映して推定されるとしても、理論的には、将来キャッシュ・フローを将来の為替レートで換算した後に本国の金利をベースとした割引率で現在価値を求める(換算後割引法と呼んでおこう)か、将来キャッシュ・フローを現地の金利をベースとした割引率で現在価値を求めた後に現在の為替相場で換算する(割引後換算法と呼んでおこう)かのいずれを選択するかが問われよう。

しかしながら、ここで指摘した換算問題についてはほとんど議論されてこなかった。仮に、上に示した換算後割引法及び割引後換算法という考え方が認められるとしても、ラパポートの企業評価モデルの有効性を無効にしかねない要素をモデルに持ち込むことになる。すなわち、将来の為替相場及び両国の予想金利という変数しだいで企業価値は大きく振れることになり、このことがこれらの変数以外の戦略変数の予想の努力を無意味にしてしまう可能性があるからである。理論的に優れた経済価値計算には実戦への適用に大きな障害があるということである。

それでは、利便性の高いラパポート・モデルを活かすにはどうすればよいか問題となる。考えられる方法は、キャッシュ・フローの推定に関わる諸変数と換算及び割引の推定に関わる諸変数を明確に区別した上で、それぞれのグループに属する変数の株主価値に対する弾力性を正確に識別し、とりわけ後者の変数の影響度を見きわめる必要がある。その上で、戦略策定まで、繰り返しシミュレーションを行う必要があるであろう。

以上、要するに通貨の複数化は為替相場の影響が大きくなるので、戦略評価の段階において十分にこれを考慮しなければならないということである。戦略がいったん実行されたなら、投資の撤退は容易ではないだろうか

ら、グローバルな観点からのリスク・ヘッジが重要課題となる。

#### （４）グローバル・ポートフォリオ戦略の評価

前２項では、単一通貨・単一事業環境におけるラバポート・モデルが、通貨の複数化や事業の複数化にともなって、いかなる問題点を抱えることになるかについて限定的に議論した。これらの問題点は、複数通貨・複数事業という一般的な環境における企業評価においても共通する問題なのであるが、本項ではそれらと質的に異なる議論を展開しなければならない。なぜならば、グローバルな観点からポートフォリオ戦略を展開するといっても、多国籍企業が本国と海外の事業をどのように位置づけるかによって、戦略の評価も影響されるからである。

このような問題についてもこれまで研究の蓄積がない。そこで、ここでの議論の参考にするため岩淵吉秀氏の実証研究を取り上げてみたい<sup>25)</sup>。岩淵氏は日本の国際化企業の戦略パターンと業績評価システムとの間に、前者が後者を規定し、後者が前者をサポートするという関係を検証しようとした。仮説は、次の２つである。

仮説１ 国際化の戦略パターンと予算管理などの経営管理システムに一貫性がある。

仮説２ 為替相場など高度な不確実性に対処する場合には、階層組織の原理に基づいた効率性を意図したコントロールシステムは妥当しない。

岩淵氏の結論はこうである。仮説１が実証されたことにより、戦略展開と経営管理システムの一貫性が支持されたこと。仮説２の実証を通じて、為替変動などへの対応のように高度な不確実性が存在する場合には従来のアプローチでは現実を説明できないこと。後者についてはグローバル・ネッ

---

25) 岩淵吉秀「国際化企業の戦略パターンと業績評価システム」『會計』第144巻第1号，1993年7月。

トワークの観点からの分析が必要となること<sup>26)</sup>。

戦略展開が経営管理システムと一貫性を保つのであれば、戦略評価も経営管理システムとの一貫性が要求されることになろう。岩淵氏によれば、日本企業の国際化戦略のパターンは以下の4つに分類される。すなわち、マルチナショナル企業（以下M型と略称しよう）、グローバル企業（G型）、インターナショナル企業（I型）及びトランスナショナル企業（T型）である。ここに、M型とは分散型、G型とは中央集権型、I型とはコアが中央集権であとは分散型、そしてT型とは分散かつ相互依存型をさす<sup>27)</sup>。ここでは、国際化企業の分類に興味はない。むしろ、国際化企業と呼ばれる企業群に、中央集権と分散の度合いに応じてかなりの幅が見いだせることこそ重要である。

もしそうであるなら、グローバル・ポートフォリオ戦略の評価の視点も経営管理の分散・集中の度合いに応じて変わるであろうと予想される。例えば、集中度が高ければ高いほど、戦略評価においても本国通貨の観点が強くなるであろうから、理論的には外貨キャッシュ・フローは換算後割引法により本国通貨に引き直されるのが合理的かもしれない。一方、分散の度合いが高まれば、第一次的には分散化された単位ごとに戦略評価が行われ、第二次的にグローバルな観点からの評価がなされると想定されるから、理論的には、外貨キャッシュ・フローは割引後換算法により本国通貨に引き直すのが合理的かもしれない。

しかし、それだけでの議論では不十分である。例えば、事業の複数化と分権化された単位（国別、地域別の管理単位）との一致の度合いも問題となる。岩淵氏はネットワーク型の分析の必要性を指摘している。これらの問題をも考慮するとき、戦略の評価にあたって換算後割引法がよいか割引後換算法がよいかは、理論的にも単純には決まらない。

---

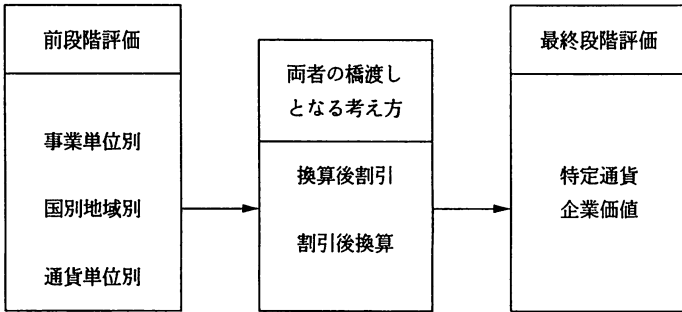
26) 同上、77頁。

27) 同上、71頁。

本稿は、本国通貨が企業行動の根底にあり、その観点から、本国親会社の株主の価値を高める戦略が選択されるべきであることを暗に前提としていた。しかし、これは、あくまで米国のコンテキストで受け入れられやすいラパポートの考え方からでてくる結論である。仮に、この基本前提がわが国において認められるとしても、日々の経営にあって、どうすれば本国通貨の観点を貫くことになるのか、またどの戦略が本国株主のためになるのかは判断しがたいことであろう。

また、すでに指摘したように、数学的に考えうるだけの確率変数を組み込んだ財務モデルをグローバル・ポートフォリオ戦略の評価に応用するのは絶望的なほどに時間とコストがかかる。一方、マーケティングでしばしば言及される市場・製品ポートフォリオ・マトリックスの戦略評価への応用についてはラパポートが指摘する会計指標の欠点を克服する改善が加えられていないため、簡易モデルとしてのラパポート・モデルに照らしてさえ余りにラフすぎる。これらに対して、本稿で紹介したラパポート・モデルは、実行可能性と精度の観点から、その中間にあると思える。ラパポート・モデルが限定された範囲での有用性しかないとはいえ、これを経営管理の類型に応じて戦略の多段階評価に適用するというのが現実的に思える。

最後に、本稿の議論を要約する意味で、経営管理の分散型と中央集権型に対応した多段階評価の概念を第4図として示しておきたい。この図は、グローバル・ポートフォリオ戦略の財務評価の結論というよりは、むしろ、今後の研究のたたき台となるものといえる。



第 4 図 多段階戦略評価