

割引率から考える

古泉 忠宏

日本経済研究所調査局 調査第四部長

1. 資産価値評価の普及

企業や事業、有形でも無形のものでも問わないが、将来にわたって収益を生み出す源となる資産の価値を算出するためには、予想される収益を各期毎に割り引くための割引率を設定する必要がある。しかしながらこの割引率の設定方法については、近年になるまでの長い間、実務レベルにおいて「理論的な」根拠を備えた方法がほとんど存在しなかったと想像される。しかし1990年代に入り、そうした計算方法が、急速に実務の現場に広がるようになり、今日に到っている。それは、実物的資産の期待収益率を直接判定することは困難であるものの、バランスシートの資産側と負債側の動きに恒等関係を仮定することで、負債側の期待収益率を実物側のそれと見なそうというものである。一般に WACC (Weighted Average Cost of Capital) と呼ばれる計算方法は、この時、負債側の一構成要素である資本に対する収益率の算定に、CAPM (Capital Asset Pricing Model) と呼ばれる考え方を取り入れた上で加重平均を行う。

WACC を支える各種の理論的な前提条件はかなり数が多いが、全ての条件が満たされているものと仮定しさえすれば、あとの計算方法はとても簡単であることから（というより、簡単になるように前提が置かれている）、実務の分野、特に金融機関を始めとして、評価機関、そして事業会社自身において、この考え方に基づき広く割引率の算出が行われるようになってきている。

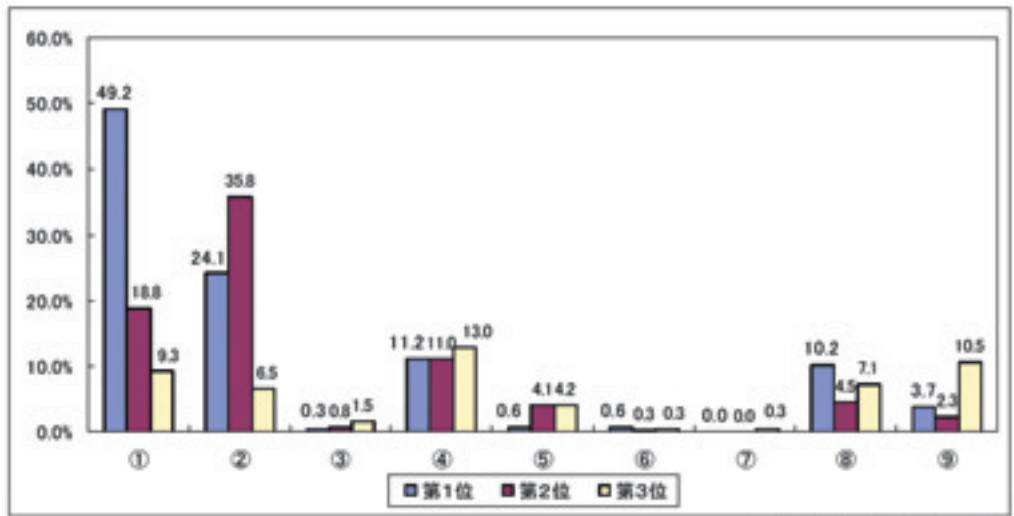
2. WACC の利用とその限界

しかし周知のように、この、数が多い各種の前提

条件は、それぞれ、現実とかけ離れていたり、或いは CAPM の利用に際して、データの限界からかなり強引な運用が行われている。資産から生み出される収益が、将来、どのくらいの確率でどのくらいの金額になるのか、或いは、投資家はリターンに対してどんな満足感を得るのか、といった基本的な事柄の設定に対する無配慮、株式市場から得られる情報を利用することの危険、収益率の実績平均イコール期待収益率と想定しがちな運用の実態、そして、計算の過程で、企業活動の成果を表す決算データなどを用いようとする時、外部からでは年毎のものしか得られず、そこから加工されて出てくる数値を信頼するには、あまりにも実績データ数が少なすぎることなど。但し書きが多いのである。企業によっては年に数回のデータが得られる場合があるが、一方で実績のない企業や事業については、業種分類的な類推から必要データを引っ張ってきたものが利用されることすらある。

資産価値や割引率の算出が特に必要とされるのは、投資先の採算比較をおこなう場合、或いは、事業部門の売買において取引価格の参考値を計算したり、若しくは経営不振の状況において、債務額を下回る弁済可能額の提示を巡り、債務者保有資産の評価額に関心が向けられる場面などであろう。しかし、後者のような場合、結局そうした金額を左右するのは、今ある資産にどの程度の価値を見出せるスポンサーを見つけることが出来るのか、といったいわゆる需給状況なのであって、割引率を設定する作業は、優良債券の利回り水準を、状況から考えてかなりの程度上回らなければならない、といった常識的な要件さえ満たしていれば、あとは将来計画の客観性を装飾するための後追いつ的な作業になりかねない。

図表 事業採算性の判断手法



有効回答企業数：1,147

- ①財務諸表（B/S、P/L）分析（利益率、売上高等の伸び率、損益分岐点分析など）
- ②事業に投資した金額の回収期間（回収期間法）
- ③マルチプルアプローチ（P/E、P/B など）
- ④内部収益率、DCF 法など
- ⑤シナリオ分析
- ⑥ダイナミック DCF 法、VaR、EaR
- ⑦リアルオプション法
- ⑧過去の事業投資により定性的な経験則はあるものの、具体的な方法はない
- ⑨その他

（出所）経済産業省設備投資調査（平成16年3月）

* 投資の意思決定には、様々な手法が利用されるようになっている。事業の評価などには、割引率の設定が欠かせなくなっている。

3. 金融実務における収益予想の意義

ファイナンス理論は、近年、リスクとリターンの関係を、実務のレベルに浸透させることには貢献したのだが、金融の実務において、事業会社の実物的な動きを Liability 側との関連において評価したり、Liability 側の姿をより望ましいものに変えようと試みる場合などに、どのような成果をもたらしたのであろうか。

企業や事業を評価する上で、収益についての予想を立てるのは、古くから金融機関における審査ルーティーンにおいて重要な作業部分であった。それは、限られた時間の内ではあるものの、最大公約数として、かかわる人たちにとって受容されるべき期待値を作り上げていくプロセスである。そして、金融機関、事業会社、それぞれにとって関心の強い事柄の

一つは、債権債務関係を結んだ途端に生まれる債権回収不能、債務不履行の可能性を、どの程度のものを見込んでおくべきか、感覚的に認知することによって、そのために必要な資料として中期的な収支計画が作成されるのである。

債務の形態は様々あるが、ひとたびそれを負えば、返済不履行の確率が正となり、事業の行く末、経営権、ひいては雇用の継続が資金繰りから大きな影響を受ける状況下に置かれることになるため、事業存続を将来にわたってどの程度見込むことができるのか、というダウンサイドの要請により、収益予想を立てることの重要性が現実味を帯びるのである。そういう意味では、割引率の概念が広がり、これを利用してストックの価値を算出する、というプロセスの導入、企業価値というストック情報への相対的な関心の高まりは、有機的な事業のあり様、身に迫る

リスクの評価を、無機的なものに変えてしまう感ずらある。

4. 実物の動きとファイナンス理論

Liability 側の選択、評価は、一般に“ファイナンス”という言葉で表現されるが、ファイナンスは、実物側のあり方に少なからず影響を与える、というのがインセンティブを考慮した理論が教えるところである。確かにそこで言われているような、ガバナンスの問題は、資金調達構成が、設備投資や実物的業務運営に影響を与える経路を整理する上では参考になる。

理論のほとんどは、物事が起きたあとからそれを説明するように組み立てられるが、しかし実際に、過去と照らして一体どんなシナリオが繰り返されているのか、事実の発生と並行して現下に判断することはほとんど不可能である。今起きている様々な事柄の中で、何が状況を左右する重要なポイントになっているのか、それは、ある程度の時間の経過を待たなければ選り分けることができない。

ファイナンス上の問題に関連して、いろいろな角度からのアイデアが持ち寄せられたことで、理論の内容は一見豊かになったが、実務的な判断プロセスにおいて参照できる命題を依然として持ち合わせてはいない。ファイナンス上の選択が、実物をどちらの方向に導くのか、逆算することを意思決定に活用しようとする試みはトリビアルなのである。クラシカルな理論を持ち出すまでもなく、実物の動きはあたかもファイナンスから独立している、と割り切られてしまったとしても仕方のないことなのであろう。

5. 事業活動を支える原動力とは

一方、債券投資、リスク、デリバティブなどに対する関心の高まりと相前後して、これらに関連する様々な評価ツールが提供され、大学などの教育現場にも、こうしたものが広く紹介されるようになって

いる。

こうした概念は企業金融のジャンルにも応用され、実務にもツールの一つとなって浸透したことは前述の通りであるが、「最終的に」事業が実施される現場で、日々行われる業務のなかには、こうした指標の算出や比較は副次的なものでしかない。企業の整理、更生の過程で労力がかかるのは、事業を引き続き運営しようと考えている主体が、現存の債務を返済することなく減らして身軽になるための、債権者との交渉である。債権放棄という債権者からの支援を受け取るためには、それと引き換えになる「合理化」を実施することが求められる。合理化とは、債権者以外の利害関係者にも様々な損失を受忍してもらうことである。数多い利害関係者から、多少の整合性には目をつぶっても、最終的に何らかの方法で合意を取り付ける、そういった性格の作業を日常の業務として行うのが実務である。

それは、債券投資に臨もうとする投資家のデータ分析とはまるで性格が異なる。まして、人々の興味を引き付ける財、サービスを新たに提供し、利益を求めようとする基本的な商業活動を支える原動力になるのは、事後的な分析ではなく、人の energetic なもの、感性などといった計測不可能なものであることを忘れてはならないであろう。

背景に理論的根拠を抱え、算出過程が複雑な、様々なファイナンシャルな統計の利用は広がる一方であり、こうしたものの実務への取り込みは今後も増え、また変遷し続けるであろう。これらの展開を、追って理解しようとすることは、金融仲介機関や、また、事業にかかわる主体にとっても興味深いものではあるが、この流れが実務の基本的な態様を変えていく訳ではない。

6. 金融仲介機関の役割とは

事業の果実である利益の分配を受けるのは、資金を工面した債権者である。これは通念化された、階

層的なものの見方ではある。債権の形態を様々に変形したものが考えられるようになって、信用の手段は多様化し、金融投資家の選択肢は広がった。しかしこれと並行して、市場価格などを加工した統計値に対する関心が高まるようになると、事業会社の評価もこうした数値の動きにより敏感になる。事業会社と直接的な取引関係にあって、外部者の中ではその企業のことを一応、一番良く知る立場にある金融仲介機関であっても、金融市場での関心の向き方は考慮せざるを得ない。

信用市場に、数多くの一般投資家が流入するようになり、そして、債券投資のツールが企業評価にも広く活用されるようになるにつれ、企業と直接向き合う金融仲介機関が、評価基準と実態の矛盾に直面する場面は増えていくであろう。しかし、柔軟な対応を個々に求めるのか、それとも事業会社との付き合い方について、何かもっと政策的な観点に基づいて指向性を持たせるのか、それをどのように信用過程に反映させようとするのか。これは判断マターで

ある。

投融资の現場においては、マクロ的な経済状況の変化に追いつけず、困難な状況におちいつている事業会社に対して、wetな視点で金融的支援を施したいと私的に考えている金融仲介機関側担当者は多いのであって、こうした、いわば思い入れをどう解釈したらよいのか。情熱といった類いのものは、金融の実務を遂行するなかには、何かを変えるエネルギーになり得るものなのかどうか。

バブル崩壊の後処理と並行して、長い時間を費やして進められてきた金融取引の「近代化」、会計制度の変更、ファイナンシャルツールの浸透など、その様子を眺め、振り返る時、眉をひそめることがあったとしても、それでは結局、信用供与という分業過程が、実物的経営に対して「信用力を判定する」、「財務制限条項を付ける」といったデジタルな機能を超えて、一体どの程度、無形の役割を果たすことができるものなのか、そんな疑念になって跳ね返ってくるのである。