

今月の一言 ストックの時代に、CxやPDCAが重要です。その実践版の一つがESCOです。CO₂という天下の印籠のもと、嗅覚や押しも用いて社会貢献を始めています。我々の行動により実際に削減できたCO₂量を定期的に発信したいと考えています。(栗山知広)

Topics

- 都市経営研究センターの石原克治所長が、ハノイで開催された国際会議 (SECOND INTERNATIONAL CONFERENCE ON MULTI-NATIONAL JOINT VENTURE FOR CONSTRUCTION WORKS) で「Governance of PFI Projects」について発表しました。
- 四街道市民間活力導入可能性調査業務プロポーザルにおいて、日建設計グループが、草津町湯畑広場基本設計業務プロポーザルにおいて、日建設計グループ・竹中工務店の2社が特定されました
- CASREEE 自治体版の作成業務を福岡市、神戸市、札幌市から、ESCO 事業可能性調査を京都府、宮城県から受託しました。

『ノストラダムスの予言も当たらない』

株式市場の道具を実社会に適用する

学校の成績表や企業の人事評価など、子供の頃から数多くの芳しくない評価を受けながら、ある時は自分を大器晩成だと信じ、又ある時は評価者を無能だと思っている。そんな読者も多いのではないだろうか。筆者は、人事評価ではないが、民間プロジェクトの事業評価、公共事業の費用対効果分析、PFIの事業者提案評価等々の評価業務を主たる生業としている。アカデミックな視点でも「評価」というのは、なかなか奥が深い。今回は予測屋が百花繚乱し好き勝手なことを言う不確実な時代に、威力を発揮すると期待される評価手法をご紹介しよう。(不確実性とリスクは、異なるものとして定義される場合もあるが、本稿では特段の区別無く使用している。)

書店のビジネス書売場にキャッシュフロー分析を題材とした本が何種類も平積みされたのは1998年のことであり、古い記憶ではない。当時、直感や経験に頼った投資を続けバブル崩壊の後遺症に悩まされていた民間企業にとって、国際会計基準の導入への対応と国際競争力の向上が急務であった。キャッシュフロー分析について書かれたベストセラーは当時の状況について、「多くの会社でWACC(加重平均資本コスト)の算定方法すら浸透していなかった」と記している。公共事業に関しては、費用便益分析が大規模な事業に対して適用されていたが、キャッシュフローを評価するという観点では、自治体でもようやく民間の企業会計の考え方を導入しようという段階であった。

しかし、時を同じくしてアメリカでは、株式のオプション理論を実物資産への投資に適用して事業評価を行うリアルオプションと呼ばれるアプローチを採用する企業が現れ始めていた。NPV(正味現在価値)法は、将来にわたって明確なシナリオを設定し、事業評価を行う。これに対して、不確実性の有る状況の中で、シナリオそのものの不確実性を考慮し、それをオプションという形で評価する考え方である。このよ

うに、リアルオプションの考え方は戦略的な投資を設計するツールとして各方面で期待されているが、日本におけるリアルオプションの利用は、まだ始まったばかりである。

リアルオプション的アプローチに基づけば、リスクへの対処策は選択肢を多く持つこととなる。従来はリスクを悪者扱いし、事業にかかわるリスクを削減することが事業担当者の責務であると考えられていた。しかし、リスクは悪者ではない。むしろ、市場の平均的なプレイヤーよりも上手くリスクと付き合えば、将来多様な展開が可能となり、事業の価値が高まるのである。あらゆる不確実性を忌み嫌い悪者扱いする従来のDCF(割引キャッシュフロー)法とは、発想を180度転換するものとも言うことができる(図1)。

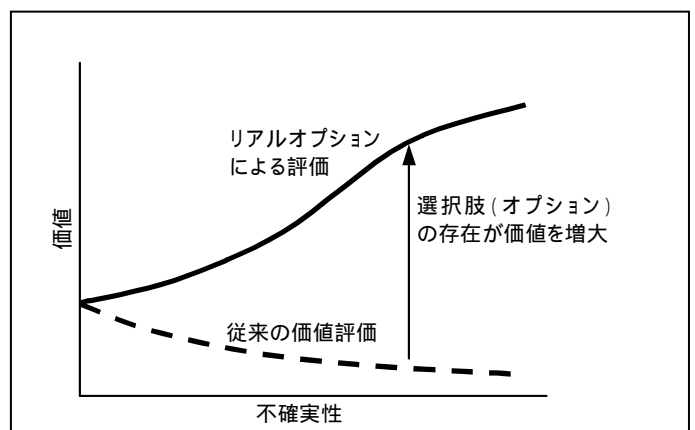


図1 不確実性と事業価値 (Amram and Kulatilaka に加筆)

企業活動におけるリアルオプション

企業活動においては、貴重なビジネスチャンスを逃さないためにも、ある程度の不確実性は許容する中でプロジェクトに係る意思決定がなされる。行政における意思決定も、多かれ少なかれ同様であろう。しかし、極端に情報が少なくプロジェクトの成否について不確実性が大きい場合に、経営者は「もう少し情報を集めて、その上で判断する」として、プロ

プロジェクトに対する即座のGOサインは見送ることも多い。こうした行動もリアルオプションの概念を用いれば、論理的に説明することができる。すなわち、リアルオプションを用いれば、プロジェクトの実施にかかわる選択権を留保しながら意思決定を先延ばしにすることの価値を評価することができるのである。また、「リスクが大きすぎるので事業プランを却下する」という意思決定が下される場合もある。リアルオプションの概念を用いて、こうした意思決定を解釈すれば、これ以上の情報収集に要する費用、すなわちオプションを維持する費用がオプション価値に見合わないということである。

新規事業を開始する上で、小さな部署の設置や小型の調査から着手する例は多い。一方、ピークを過ぎた不採算部門からの撤退が遅れがちになることもある。こうした行動もリアルオプションの概念に基づいたものであると考えることが可能であり、リアルオプションを適用することによって、こうした意思決定の経済的合理性を説明することができる。

個人生活にも見られるリアルオプション

私たちは、個人の日常生活において無意識の内にリアルオプション価値を踏まえた行動をとっている。図2は目的地までの経路選択の例を示している。AからDに自動車で向かう経路には、Bを経由するルートとCを経由するルートがある。なお、BD間、CD間は渋滞が頻発するが、渋滞状況に関する情報は、BとCそれぞれに到着するまで得られないものとする。Dへの早着を目的とする場合、それぞれ平均所要時間は22分と21分であり、C経由のルートが選択される。ここで、BD間に渋滞知らずの抜け道がある場合を想定しよう。平均所要時間で比較する範囲においては、抜け道がない場合と同様C経由のルートが選択される。しかし、賢明な読者の方々はB経由のルートを選択する。すなわち、B市に到着した時点でBD間が渋滞していれば、抜け道を利用するのでBD間の平均所要時間は10分となる。読者の方々は、日頃同じような選択をされているのではないだろうか。

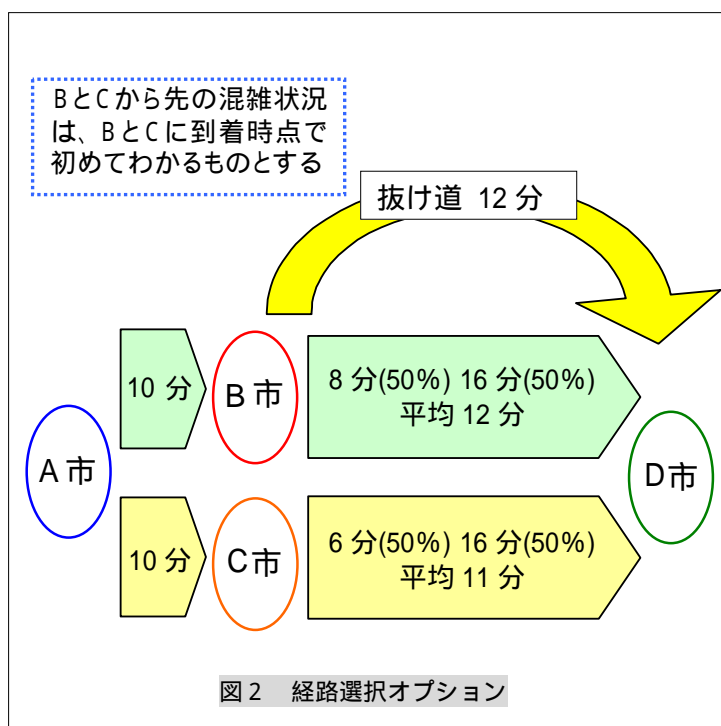
進学先や就職先の選択にリアルオプションの概念をあてはめてみると、若者の行動も理解できる。昨日の花形産業が今日の斜陽産業となる激動の時代にあっては、進学先や就職先を選ぶ場合も将来の可能性が広く開けた所謂 つぶしの利く分野を選択する者も多い。このように将来のオプションを数多く持つことの優位性は、リアルオプションによって説明することができる。さらには、フリーターとなって意思決定を

先延ばしすることも、リアルオプションの概念に基づけば、合理的であるかもしれない。突詰めれば、結婚や離婚などの意思決定も、リアルオプションとして考えることができる。われわれの生活は選択の連続であり、人生はリアルオプションの集合であるといってもよい。

一見効果的だが・・・

概念的には有効なツールのように思われるリアルオプションであるが、日本社会にはまだ浸透していない。そもそもキャッシュフロー評価さえも、経営層には十分浸透していないのだから、計算過程のトレースがより困難なリアルオプションが社会に広く受け入れられるには、まだ時間を要するだろう。また、リアルオプションの有効性ばかりを強調してきたが、将来訪れる意思決定のタイミングにおいて正しい選択をすることが、リアルオプション価値の大前提となっていることは付記しておきたい。

世間を震撼させたノストラダムスの予言は、幸いにして当たらなかった。筆者自身、1年前の時点では、日建設計総合研究所が設立されVIEWの原稿を書くことになるとは思ってもいかなかった。こうした不確実な状況を少しでも評価システムに組み入れることができれば、評価結果も多少は腑に落ちるものになると考える。(石原克治)



定期配信をご希望の方

定期配信を御希望の方は、下記メールアドレスまでご連絡をお願いいたします。

(chihiro.kimura@nikken.co.jp 担当: 木村千博)

編集後記

ちょうどこの原稿を編集して帰宅すると、愛犬が40度を超える熱を出してぐったりしていた。こんなことは初めてである。さて、夜間救急診療所に連れて行くべきか、様子を見るべきか。リスクが頭をよぎりながらも、私の選択は一晩様子を見る事に。息子はこの選択には不安だったようで、一晩中そばにいたそうである。(K)