巻　頭　言

企業経営を取り巻く不確実性に対応するリアル・オプション的思考の重要性

忽　那　憲　治
（東京大学応用資本市場研究センター
特任教授　センター長）

リアル･オプションという用語を聞いたことがあるだろうか。フィッシャー･ブラック、ロバート･マートン、マイロン･ショールズ他によって理論的に確立された、金融・証券商品を一定の価格で購入できる権利（コール・オプション）や売却できる権利（プット・オプション）としてのファイナンシャル・オプション（金融オプション）は聞いたことがあっても、リアル・オプションについては知らない人が多いかもしれない。

アメリカのマサチューセッツ工科大学（MIT）のスチュワート･マイヤーズ教授がリアル・オプションという用語を用いてその重要性を指摘したのは比較的新しく、Myers, S.C.（1984）, Finance Theory and Financial Strategy. Interfaces, Vol.14, No.1, pp.126-137.のことである。彼は、この論文の冒頭で「ファイナンス理論は大きな進歩を遂げたにもかかわらず、戦略的な計画にほとんど影響を与えていない。戦略的な計画にはファイナンスが必要であり、理論を正しく適用する方法を学ぶ必要がある。ただし、財務的な分析と戦略的な分析を調和させるためには、ファイナンス理論を拡張する必要がある。」と指摘した。

標準的な割引キャッシュフロー法、いわゆるDCF法では、毎期のフリーキャッシュフローを資本コストで割り引くことで現在価値に還元し、それらの総和としての純現在価値（NPV）を算出することで価値評価を行い、投資等の意思決定を行うというファイナンスの最も基礎となる考え方である。割引率は、企業にとっての資金調達コストであり、加重平均資本コスト（WACC）と呼ばれる。この割引率は、資金提供者（株主と債権者）にとっては要求リターンであるが、企業にとっては資金調達のコストであり、リスクの高い中小企業やスタートアップでは相対的に高くなる。

毎期のプラスのフリーキャッシュフローを短期間で生み出すことが困難な場合は、しばらくはマイナスのフリーキャッシュフローが続いた後、かなり期間が経過してからやっとプラスのフリーキャッシュフローを生み出すことが可能となる。フリーキャッシュフローを生み出すことが時期的に遅くなり、かつ高い資本コストのもとでの現在価値の算定に基づけば、将来の一定期間の経過後に初めて成長が期待されるビジネスではNPVをプラスにするのはなかなか難し

い。こうしたことから、上述したように、標準的な割引キャッシュフロー法は、成長力のあるビジネスを過小評価するきらいがある。

では、リアル・オプションを組み込むと何が違うのであろうか。オプションは権利であって義務ではないことが重要であり、であるからこそオプションは不確実性が存在するときに価値を持つことになる。代表的なリアル・オプションには次のようなものがあろう。第1に、延期オプションであり、不確実性が低下し、必要性が高まるまで資源を消費せず、他社の市場参入や市場の状況変化を把握するまで延期するというものである。第2に、拡張（縮小）オプションであり、需要がどの程度あるのかの不確実性に対応するため、高（低）需要に応えて、操業規模を拡張（縮小）するというものである。第3に、撤退オプションである。事業を行うものからすれば撤退は考えたくない選択肢であるが、万一の場合に備えることがリスクを大幅に減らすため、このオプションの価値は大きい。第4に、段階的投資オプションであり、一括で全額を投資するのではなく、段階的に分割投資を行うものである。

代表的なテキストの1つであるマーサ・アムラム、ナリン・クラティラカ『リアル・オプション：経営戦略の新しいアプローチ』東洋経済新報社、2001年によると、「外部の不確実性は、企業の資産を通じて戦略的投資家の不確実性に変換される。従来型の分析手法では、企業の外部の不確実性に対するエクスポージャーは大きいままである。リアル・オプションは、悪い結果の場合のエクスポージャーを減らし、よい結果のエクスポージャーを拡大させることで不確実性のエクスポージャーを修正し、戦略的投資の価値を増加させる。（同書の図2-4、p.23.）」つまり、従来型の分析手法であるDCF法では、高い水準の不確実性は低い資産価値につながっていた。一方、リアル・オプション・アプローチでは、マネージャーが選択可能なオプションを認識し、来るべき出来事に柔軟に対応すれば、不確実性の増大がむしろ高い資産価値になりうることを示している。

ただ、ファイナンシャル・オプションでは契約の詳細が決まっているのに対して、リアル・オプションは条件付き意思決定であり、自らオプション特定する必要がある。オプションの認識は与えられるものではなく、代替投資の価値に基づいて判断することが必要であり、自ら設定しなければならないところに難しさがある。

事業は様々な選択肢（オプション）の集合体である。リアル・オプションとは、企業が持つ選択肢を投資の最初の段階から織り込み、プロジェクトの評価を行う考え方である。リアル・オプションでは、将来の収益に影響を及ぼす事象が起こる可能性（発生確率）までを含めた投資判断を行う。事業創造を行うものにとっては、何が何でも諦めない熱い心（ホット・ハート）が必要であることはある面事実であるが、その一方で、状況に応じた選択をするリアル・オプション的思考というクールな判断（クール・ヘッド）が求められる。企業経営を取り巻く不確実性に対応するために、中小企業経営者やスタートアップの起業家にはリアル・オプション的思考の重要性が高まっている。