

## DCF法という名の評価法 (道路公団を材料にして)

あれだけ世間を賑わして更迭された道路公団前総裁も急に大人しくなり、小泉改革の目玉であった特殊法人・道路公団改革も何処となく「落とし所」を模索する段階となってきた(ようだ)。一転、ピエロを演じる羽目になった推進委員達もそそくさと帰り支度に取りかかり、観客は「やっぱりネ」と白けだす。かくして、凱歌は我が官僚の頭上に上がることになる...

今、ここに道路公団が公表している前2期分のB/SとP/Lがある。公団に2つの異なる決算書があり、一方の決算書は資産超過であるが一方では債務超過等といったことが真剣に(?)論議されていたが、私達の常識では、売上総額2兆円の公団がどう踏ん張っても売上の20倍規模の有利子負債を真っ当に返済できるとは思えない。そこで、この債務超過ではない公表決算書数値に基づき、道路公団を話題のディスカウント・キャッシュフロー法(以下DCF法)によって評価してみたくなった。DCF法は、金融庁が銀行に「そうした方がよい」と現在指導している企業評価の一手法である。しばし、お付き合いいただき、DCF法なるものがどのようなものであるかを併せてご理解いただければ幸いです。

DCF法とは、「将来予定している収入や収益を現時点で評価すると幾らになるか」を算出し、それをもってその収益主体を評価する方法である。ファイナンス(投融資)の世界では古くから使われている評価方法であるが、不良債権処理の一環として銀行の企業評価の世界に導入されたのは最近のことである。破綻した足利銀行の検査でも使われたようだが、この方法は使い方によっては鞭にもなり、また逆に飴にもなる。

DCF法で重要なポイントは3つだ。1つは「将来の収入」、2つはそれを「何年」見込むか、そして3つは、将来収入を現在価値に引き直す際に使う「金利」(ディスカウント率と呼ぶ)である。この3つの数値を確定できれば、将来の価値を現在価値に引き直すことが可能となる。逆に云うと、将来の収入やディスカウントする金利が恣意的であれば、DCF法による企業評価も大きなぶれが生ずることになる。

例えば、来年の収益100万円を現在価値に引き直す時、ディスカウント率を10%だとすると90.9万円(100÷1.1)となるが、1%に下げれば99万円(100÷1.01)に跳ね上がる。このようにディスカウント率を幾らに設定するかによって現在価値はかなり違って来る。又、来年の収益100万円そのものもあくまで予測に過ぎない。当然、将来の収益を大きく見積もれば現在価値も大きくなる。DCF法はそんな限界をもった評価方法なのである。

では、道路公団をDCF法で評価するとどうなるか。将来の収益を予測することはここでは困難なので、前2期の債務償還準備金繰入前利益額を今後も毎年獲得できる平均的収益だとすると、その金額は約1兆円となる。2兆円の売上収入の内1兆円を経費に使い1兆円を返済や建設に廻しているというのが現在の公団の姿であるが、これが今後30年続くものとして30年分の収益を現在価値に引き直す算式は次のようになる。

現在価値 = 「1兆円 ÷ (1 + ディスカウント率)<sup>1~30乗</sup>」(解りにくくて澄みません)

これに従ってエクセルで計算してみると、ディスカウント率5%とすると約15兆円、2%では約22兆円、1%でも26兆円弱となる。

公団の15/3時点の負債は約40兆円、自己資本は2兆円であるから、ディスカウント率が5%だと約25兆円(40-15)、2%だと約18兆円(40-22)、1%でも14兆円(40-26)の債務超過になる。金利を一寸いじったり、あるいは期間の取り方を変えたりすることによって現在価値は様変わりの結果となるが、いずれにせよDCF法でやれば公団は大幅債務超過であることは間違いない(違っているだろうか?)。

低金利と債務の長期化で何とか救われている...これが公団の実体だと思う。実際、公団は僅かの金利上昇に耐えられない体質となっている。計算するまでもなく、有利子負債の金利が平均2%上がっただけで約8千億円の金利負担増加となり1兆円の実質利益の大半が吹っ飛んでしまう。だから、公団にとって長期金利上昇を見込んだDCF法はタブーに近い評価方法だろうし、債務償還も50年等という途方もない期間を見積もる必要があるのだろう。

ともあれDCF法という評価手法は、かなり恣意性が入り込む余地のある評価法である。