

第5章 公正価値の一般概念としてのリアル・オプション価値

本章では、本論文で述べていくリアル・オプション価値について、まず、リアル・オプション価値が公正価値の一般概念あるという見解を述べる。その手順として、まず会計の果たす役割について述べるとともに、公正価値概念の論点として、公正価値測定の目的、公正価値測定が誰のためのものか、客観的公正価値、主観的公正価値、将来キャッシュ・フローによる現在価値等とその実際適用における問題点を取り上げる。その上で公正価値の一般概念がリアル・オプション価値であることを明らかにする。

1. 公正価値の目的

(1) 投資者・債権者の意思決定に有用な情報としての公正価値

FASB は、FSAC 第1号「営利企業の財務報告の基本目的」で、「財務報告は、現在および将来の投資者、債権者その他の情報利用者が合理的な投資、与信およびこれに類似する意思決定を行うのに有用な情報を提供しなければならない (FASB[1978]par.34)」と規定している。この目的に照らして公正価値を考えると、FASB は、基本的には所有主としての株主の特定のニーズから分離して投資者・債権者全般のための公正価値を想定していると考えられる。

このことは、SFAS 133における公正価値の考え方が、金融商品を財務諸表上で認識した上で、「公正価値は、金融商品に対して最も目的適合的な測定値であり、そしてデリバティブについては、唯一の目的適合的な測定値である。そして公正価値は、現在および将来の投資家、債権者そしてその他の利用者が合理的な投資、与信、そして類似の意思決定を行うときに有用な情報を提供する (FASB[1998]pars.3(b),217(b))」と規定されていることから見て取れる。

IASB においては、従来 IASB の概念フレームワークにおける財務諸表の目的は、「広範な利用者が経済的意思決定を行うに当たり、企業の財政状態、経営成績及び財政状態の変動に関する有用な情報を提供することにある (IASB[1989] *Conceptual Framework* par.12)」と規定されていた。さらに第3章で触れた IASC[1997]における公正価値表示に対する考え方として、「企業が契約の当事者となった時に公正価値で金融資産をおよび金融負債を認識し、公正価値で継続的に測定するという基礎に基づいた統合的な原則を採用するための十分な論拠が存在すると考えており、この原則は資本市場、合理的な財務リスク管理の実務慣行および投資家の意思決定プロセスを反映するものであると考えられる (IASC[1997]par.1.4)」としている。また、JWG[2000]における公正価値表示に対する考え方は「公正価値は、金融商品とその類似項目の最も有用な測定値である (JWG[2000] par.1.5(a))」と規定している。

これらを見て行くと、そこにおける公正価値は、あくまで投資家・債権者の意思決定に

有用な情報としての位置づけとして、市場参加者の合意によって客観的に成立する市場価値（客観価値）におかれている。この考え方は、最新の IFRS 第 13 号「公正価値測定」にそのまま、引き継がれている。

公正価値評価情報は、財務諸表本体に表示される以前から、注記により表示されてきた。その意味では、公正価値評価情報は、投資者・債権者全般のための意思決定において、その支援機能を改善する役割を果たしていると言える。しかしながら流動性の低い金融商品の公正価値情報はその表示の在り方も含めて問題であり、実際には、その保有目的に応じて償却原価による測定も考慮した、混合属性アプローチが採用されている。この現状から、あくまで投資者・債権者のためのだけとするならば、当該情報が投資家の意思決定に有用であるとの観点からその価値関連性についてもさらに精査する必要がある。

IASB と FASB は、その後、概念フレームワークに関する共同プロジェクト公開草案[2008]（以下公開草案[2008]という）において、財務報告が特定のグループのニーズを重視するのではなく、幅広いユーザーのニーズに応えることを目的とする形に広げる考え方を取ろうとした。この公開草案[2008]は、若干の変更の上、2010 年 9 月、IASB では、IASB の概念フレームワーク、第 1 章「一般目的財務報告の目的」、第 3 章「有用な財務情報の質的特性」に、FASB においては、SFAC 第 1 号「営利企業の財務報告の目的」、SFAC 第 2 号「会計情報の質的特性」が SFAC 第 8 号「第 1 章一般目的財務報告の目的」および「第 3 章有用な財務情報の質的特性」に差し替える形で正式に採用され、IASB と FASB の共通のフレームワークとなった。ここでの議論では、IASB の概念フレームワークの番号で見て行く。

採用された IASB の概念フレームワークは、財務報告の目的の内容を「一般目的の財務報告の目的は、企業に資源を提供するかどうかの意思決定を行う上で、既存のおよび潜在的な投資家、貸付者、およびその他の債権者にとって有用な、報告企業に関する財務情報を提供することにある」（IASB の概念フレームワーク OB.2）と規定している。そこでは、公開草案[2008]では続けて記載されていた「資本提供者の意思決定に有用な情報は、資本提供者でない、他の財務報告の利用者にとっても有用であることがある」（公開草案[2008]OB.2）の表現は削除されている。

公開草案[2008]では、財務報告の目的との関係において受託責任（stewardship）も論点にあげられ、受託責任についても、投資家の意思決定情報の提供と並列した財務報告の目的とすべきではないかの議論があった。結局、パラグラフ OB2 で示された財務報告の目的は、受託責任を評価するのに有用な情報を含んでいるとして、情報財務報告の目的の表現は、投資家への意思決定情報の提供のみに絞られることとなった。

公開草案[2008]では、企業主体論(entity theory)に関する議論も行われた。企業主体論とは、株主などの出資者の観点に立脚し、企業は出資者の集合体と見る資本主理論に対して、株主に限定されることなく企業自体の観点に立脚すべきであるとして、企業は出資者とは別個の独立した存在であり、出資者は企業の利害関係者集団の一つにすぎないと見る理論である（桜井[2007] 57～58 ページ）。

公開草案[2008]では、「出資者自らが経営する企業では資本主論が妥当するが、所有と経営が分離して財務報告が要求される現代の大企業には、企業主体論が適する（公開草案[2008]BC1.11～1.16）」としていた。この点については、ASBJは、この公開草案[2008]に対するコメントとして「会計主体観は誰の立場から会計をみるか、すなわち誰の観点から財務諸表を作成するかという問題であり、利用者の立場を問題にしているのではない（財務会計基準機構[2008]par.6）」として、その議論を避けるべきとの意見を述べた。結局最終的には企業主体論に関する表現は削除されている。

しかしながら、公開草案[2008]で議論された、財務諸表の目的として、焦点を合わせる利用者を投資者からすべての資本提供者や財務諸表の利用者に拡張するという視点は必要であり、公正価値情報においても、投資者・債権者の意思決定に有用な情報としての公正価値から、幅広いものに広げて行く議論が必要と考える。その議論の結果として、投資者・債権者の意思決定に有用な公正価値から、幅広い利用者への公正価値として行くべきである。

（２）企業の持分所有主としての株主のための公正価値

本項では、株主のための財務報告の立場から、企業の持分所有主としての株主のための公正価値会計を提示すべきとの考え方について考察する。

一般的に株主や債権者といった利害関係者は、自らの利害に一致した行動を経営者に動機づけるために、経営者報酬や債務契約といった契約を締結する。佐藤は「契約理論における会計のコントロール機能は、意思決定者の行動と将来の環境要因との結合結果として生ずる業績（会計情報）を報酬（組織の処遇）に結びつける業績評価ルールを通じて、意思決定者の行動選択に影響を与えることを目的としているとされる」（佐藤[2009] 4 ページ）と述べている。かかる契約においては、観察可能な経営者の行動結果に基づいて純利益、運転資本、負債比率等といった公表済みの会計数値を用いた契約が設計されることがあり、これらの契約内容により、エージェンシーコストの削減が可能となる。

ここでの会計情報の提供は、経営者と投資家間に存在する情報の非対称性を小さくし、逆選択を回避することが財務会計に期待される役割の一つである。草野はかかる財務会計の役割を「契約支援機能」と呼んでいる（草野[2005] 15 ページ）この言葉にしたがえば、この場合の公正価値情報は、これらの契約支援機能を有するものと考えられる。

一方では、すべての金融資産と金融負債を公正価値で評価し、その評価損益は、当該期間の利益として認識した場合でも、企業とくに金融機関が基本的には ALM¹ に基づいて、その資産・負債を管理するとすれば、ALM に基づくリスク管理の成果はそこに表れているとの考え方もある。

また、保有目的により原価評価が行われる混合測定評価においては、経営者の行動や努

¹ ALM とは、金融機関総合的等が行う総合的資産・負債管理(asset and liability management)のことを言う。

力水準と相対的に関連性が高いと期待される稼得利益（純利益）の中に、リスク管理の成果を反映しない要素が含まれない場合もある。その場合財務情報が契約支援機能を果たすためには、「その他の包括利益」等の表示によりその部分を明らかにし、さらにリサイクリングの考え方が必要になる。

企業の持分所有主としての株主のための公正価値においては、その契約支援機能としての役割を果たすためにも、事前に締結した契約の履行状況を確認するための有用な会計情報が必要になる。その点では、出口価格たる「売却時価」や入口価格たる「購入価格」に加え、経営者の意思も反映された将来キャッシュフローに基づく現在価値（企業価値）の考え方が重要となる。企業の持分所有主としての株主のための公正価値には、将来キャッシュフローに基づく現在価値（企業価値）が必要不可欠であり、その企業価値をどのように測定し開示して行くかが必要となる。

（３）意思決定機能と契約支援機能を考慮した公正価値の必要性

多くの実証研究により、財務会計の機能には意思決定機能と契約支援機能が同時に存在することが確認されている（Watts and Zimmerman[1986] p.198, 翻訳 201 ページ）。そこにおいて考えられる公正価値は投資者・債権者のためであり、かつ株主のための公正価値でなければならない。この二つの機能を考慮した公正価値においては、公開草案[2008]で検討されたように、財務報告は特定のグループのニーズだけを重視するのではなく、幅広いユーザーのニーズに応えるものでなければならないと考える。

一方で、「焦点を合わせる利用者を拡張し、彼らに共通して必要な公約数としての情報を提供すれば、提供される情報量は減少する。最終的なリスクを負担し、それゆえ最も多くの情報を必要とする株主に焦点を合わせることにより、それ以外の利用者の要求も基本的に満たされる」（財務会計基準機構[2008]par.4）との意見もある。

意思決定機能と契約支援機能を考慮し、幅広いユーザーのニーズに応えるための有益な公正価値の測定方法と表示があれば、この問題は解決する。問題を解決するための公正価値の測定方法と表示は、将来キャッシュ・フローに基づく現在価値（企業価値）の考え方が基本になると考える。そこで有効となるのが、以下に述べる公正価値の一般概念としてのリアル・オプション価値である。

その詳細については、第４節で述べる。

２． 客観的公正価値か主観的公正価値か

（１）客観的公正価値概念と主観的公正価値概念

客観的公正価値は市場参加者の合意によって客観的に成立した公正価値概念であり、公正価値として出口価格たる「売却時価」をとるか入口価格たる「購入時価」をとるかが考えられる。IASBにおける公正価値概念は前述のように売却時価による市場価格としている。

(IFRS 第 13 号 par.24) また、日本においても企業会計基準公開草案 43 号 (以下公開草案 43 号という)「公開価値測定及びその開示に関する会計基準 (案)」においても出口価格としている (財務会計基準機構[2009]第 4 項)。

公正価値の核となる原則としてとしては、IFRS 第 13 号においては、資産または負債、取引、市場参加者、価格、資産への適用、負債への適用、持分商品への適用が挙げられている。(IFRS13 pars.5~52) また、具体的な測定に関連して、前述のように、当初認識における公正価値および評価技法へのインプット・公正価値ヒエラルキーとして、レベル 1 からレベル 3 のインプット等が述べられている (IFRS13 pars.76~89)。また、3 つの広く用いられている評価技法として、マーケット・アプローチ、コスト・アプローチ、インカム・アプローチが要約されている (IFRS13 pars.B5~B11)。

主観的公正価値は、経営者の主観的評価に基礎づけられた公正価値概念であり、公正価値の基本が客観的公正価値にあるとしても、金融資産・負債においては、その内容の複雑化につれて、市場が不完全で流動性が低い資産・負債においては、経営者の主観的見積もりによる現在価値に頼らざるを得ない面がある。現実の場面においては、金融商品等の複雑化・広範囲化もあり、多くの資産・負債において市場が不完全で流動性が乏しかったり、市場が整備されていないケースが多く生じており、客観的公正価値のみでの測定には限界がある。この市場が存在しない場合には、DCF 法、オプション評価モデル等の様々な評価技法が用いられる。

客観的公正価値と主観的公正価値を IFRS13 の規定に従って整理すると、下記の表 5-1 のようになる。

表 5-1 客観的公正価値と主観的公正価値

| 公正価値の種類・技法 | 階層のヒエラルキー | 測定のアプローチ |
|------------|---|-----------------------------|
| 客観的公正価値 | レベル 1 同一資産・負債の相場価 の適用 (pars.76-80) | マーケット・アプローチ (pars B5-B7) |
| | レベル 2 類似資産・負債の相場価格の適用 (pars.81-85) | コスト・アプローチ (pars.B8-B9) |
| 主観的公正価値 | レベル 3 代替的評価方法の選択・適用 (pars.86-89) 割引現在価値 オプション・モデル評価額 その他の評価額 | インカム・アプローチ (pars.B8-B9) |

出典：筆者作成

入力のインプットにおける階層のヒエラルキーにおいては、レベル 1 とレベル 2 は、同一もしくは類似の資産・負債の市場価格を用いることから客観的公正価値概念であり、レベル 3 の、経営者の主観的評価に大きく依存する割引現在価値や、オプション・プライシング・モデルによる評価額は主観的公正価値概念である。測定のアプローチにおいては、資産について売却市場に焦点をおくか（マーケット・アプローチ）、取替購入市場に注目するか（コスト・アプローチ）の差異はあるが、両方のアプローチとも市場価格に基礎を置く、客観的公正価値概念であるといえる。インカム・アプローチは経営者の将来キャッシュ・フローの予測を基礎としており、主観的公正価値概念であるといえる。

実際には、客観的公正価値概念としたアプローチにおいても、見積もりによる時価測定がおこなわれることがある。マーケット・アプローチでは、対象物または類似物の市場価格を基礎とし、必要に応じて当該価格を補正して時価としている。たとえば、債券の時価見積もりでの比準価格方式がそれである。コスト・アプローチでは、対象物の再構築価格をもって時価としている。インカム・アプローチでは、対象物から生じる将来キャッシュ・フローの現在価値をもって時価とする。いわゆる、割引現在価値法やオプションプライシング・モデルである。

いずれのアプローチでも、金融商品の場合、時価概念は市場価格に基づく公正価値である。その見積もりにおいては、市場参加者が考慮する要素である、リターンの引き受け価格であるリスクを反映する必要がある。金融商品に係る主なリスクには、市場リスク、信用リスク、流動性リスクがある。これらのリスク要素が評価モデルにパラメーターとして使用される。ここで言えるのは、上記の客観的公正価値概念とした分類においても、見積もりと不確実性の反映がなされるケースがあるということである。

第 3 章で述べた SFAS157 や SFAS157-4 は、公正価値を評価するための技法や公正価値の階層や、取引量が著しく減少した場合の追加的指針等により、主観的評価についてもそのルールを明らかにしようとした。しかし、企業における適用においては、そのルールに出来るだけ近づけようとしても、金融商品の複雑化・広範囲化もあり、一定ルールでの評価は困難である。また、この主観的公正価値の測定においては、評価モデルでの諸仮定の厳密性、正当性が要求され、経営者はそれを示す必要があり、実際の監査法人の監査においても 1 つの焦点とされた。²

2008 年 9 月のリーマンショックに発端する金融危機で問題とされたのが、サブプライムローンによる証券化商品である。この証券化商品は、原資産であるサブプライムローン自体の問題とともに、証券化による優先劣後が繰り返されることにより、非常に複雑なものとなり、結局証券化の本来の機能であるリスク分散がなされなかった。そこには、本来あるべ

² 複雑化された金融商品であり、債権自体を移転することなく信用リスクのみを移転する CDS(credit default swap)はその構成するファンド多種多様であり、その評価は主観的であり、監査時の説明を強く求められたケースがある。

き、十分な市場機能が存在していない。企業が観測の基としたインプットの有効性をどう判断するかが問題となる。そこで、考えられるのが、無形財的な特性を顧慮しての現在価値としての公正価値である。次にそれについて考えてみる。

(2) 会計測定的基础となるべき公正価値

FASB は、IFRS13 の基礎となる公開草案として、2004 年に、FASB[2004]、*Exposure Draft, Fair Value Measurement*(以下 FASB[2004]という)を発表した。FASB[2004]では、主観的公正価値概念は、市場参加者がゴーイング・コンサーンに基づく企業または、企業により利用される資産を継続的に使用するという仮定に立つのに対して、客観的公正価値概念は、市場参加者は当該資産を売却するという仮定に立っていた (FASB[2004] par.13)。

この考え方には、継続的使用を目的とした機械・設備等の事業用資産には、主観的公正価値概念が適合し、最終的に売却を目的とする金融資産等は客観的公正価値概念が適合するという視点があつたと考えられる。そこでは、使用価値と交換価値(市場価値)との差額において、経営者の能力や経営効果を表わす「のれん」が発生し、無形資産も含めて考えれば「のれん」を含めた企業価値となる。しかし、金融商品等では、交換価値が公正価値をなすので、「のれん」は生じない。

会計測定的基础となるべき公正価値としては、第 4 章で論じた、エドワーズ・ベルの操業利益と原価節約の概念をさらに広げて、企業としての主観利益を考慮した上で、その公正価値には、ゴーイング・コンサーンとしての企業のトータル・バリューである、無形資産も含めた使用価値としての主観的利益概念である企業価値が望ましい。全面的な公正価値による測定アプローチにおいて、償却原価による測定も考慮した、混合属性アプローチによる客観的な測定を行うことにより、企業は市場価格変動の影響について、タイムリーな情報を提供出来るという捉え方もある。しかし、そこで明らかになるのは、評価時点(期首・期末等)の影響であり、本来、顧客・株主・社員を始めとするステークホルダーが最も知りたい、将来の企業のビジネス・プランが反映された影響は反映されない。

会計測定的基础として、将来キャッシュ・フローを用いた現在価値があり、観察可能な市場価格は、現在価値に関して市場による評価はその具体化された特殊な形だとすれば、公正価値としては、期待将来アプローチによる現在価値が公正価値の一般概念であり、適切であると言える。そこで、期待将来アプローチによる公正価値として、何が最適であるかを考察する。

3. 公正価値としての将来キャッシュ・フローを用いた現在価値とリアル・オプション

(1) 既存の価値評価とその問題点

将来キャッシュ・フローを用いた現在価値の一つとして、正味現在価値(以下 NPV とい

う)がある。この NPV は、第 4 章で述べたように、プロジェクト案が生み出す毎期のフリー・キャッシュ・フロー (FCF) を加重平均資本コスト (WACC) で割り引いて現在価値を計算し、これから初期投資額を控除して算出する。これは、期待収益から、リスク・プレミアムを差し引いた確実等価であるといえる。しかし、NPV には、いくつかの問題がある。

1 つは、リスク・プレミアムをどのように推定するかである。株式投資等で、リスク・プレミアムは主として市場リスクという単一指標により推定できる。しかし、不動産や建設、研究開発などは、複数の個別リスクを考慮していくつかのシナリオを前提にしての、リスク・プレミアムの積み上げが必要となる。いわゆるリスク調整済 NPV を算出する。ただ、不確実な将来に対して、完全なシナリオを描くことは困難である。

NPV のもう 1 つの問題点は、特定のシナリオを想定しながら、意思決定を今行うことにある。NPV 評価では、初期投資を取引の条件として、将来の期待収益の現在価値を上回る場合のみが考慮される。この NPV 評価では、想定したシナリオ通りにプロジェクトにおける行動が取れるかどうか不明であるばかりでなく、不確実な将来の環境に対して、もっとよい行動がとれるであろう機会を考慮していない。

損益計算書だけでなく、貸借対照表の情報も考慮し、「資本コスト」という概念を使用した経済的付加価値を求めたものに EVA (economic value added)がある。EVA を求めるには、第 4 章で述べたごとく、投下資本利益率 (ROIC, return on invested capital)、税引後営業利益 (NOPAT, net operating profit after tax)、資本コストを用いて

$$EVA = \text{NOPAT (税引後営業利益)} - \text{資本費用}$$

で、求められる。

EVA は、その期に生み出された利益だけでなく、その利益を生み出すためにどれだけの資本が使用されたかについても考慮している。また、EVA においては、資本コストが考慮されているため、資本を使用した場合にどれだけの利益を生み出すことが期待されているかという点も考慮されている。成長機会をチャンスとして捉え、事業活動から生み出されるキャッシュ・フローを上回るような積極的投資を行った時、当面のフリー・キャッシュ・フローがマイナスとなっても、その投資からあがるリターンがコストを上回る場合は、プラスの EVA が生み出され、EVA は増加する。ある面、価値創造につながったといえる。

しかし、EVA を企業価値評価の中心におくには、やはりいくつかの問題がある。1 つは、NOPAT および資本費用を用いての評価は、短期的視点の性格を持つ点である。前期、当期等の比較による評価となり、長期的な企業価値を生み出すような経営プロセスに成りづらい点がある。投資効率を重視するあまり、成長投資に消極的になり新たな商品企画やプロジェクトが生まれにくくなることもある。また、短期的な効果が出やすい経費節減に走りやくすなる可能性がある。

2 つ目に EVA は、もともと、利益や投資額が安定しない企業 (ベンチャー企業等) には向かない。また、銀行等においては、その収支計算の内容から、NOPAT としては、経常利

益から税金を差し引いた金額を使用し、資本コストについても実態に合わせるなどの調整を行うが、特に資本コストの算定においては、恣意的になりやすい。無形資産も考慮したナレッジ型市場経済での企業価値評価とはなり得るには、新たな検討が必要と考えられる。

さらに、実際の EVA 計算を現場に示した時の経験として、複雑な計算を伴う場合もあり、評価数値を見ても企業価値を生み出しているという実感に乏しいとの反応が見られたことがある。

(2) リアル・オプション価値とその適用

リアル・オプションはもともと、金融オプションの考え方を実物資産（リアル）や、プロジェクトに採用した概念である。リアル・オプションの詳しい内容は、第 6 章で述べるが、リアル・オプションでは、オプションとしての企業行動において、不確実性をプラスの要因として捉え、この将来の不確実性に対して柔軟な行動をとろうとする点にある。リアル・オプション価値においては、現在価値を出発点とし、資産を弾力的に評価するためのボラティリティが計算要素に入れられる。

割引キャッシュ・フローに依存する伝統的な評価方法では、資産や投資機会が備えているプロジェクトが進行して行く過程で不確実性のある側面が分かった時点で経営陣の投資方針を変更するという、柔軟性が考慮されていない問題点がある。リアル・オプションでは、そこに、経営陣が戦略的かつ柔軟なオプションを作り出し、行使し、放棄する能力を持っていることを考慮に入れている（Mun [2000] p.57, 翻訳 90 ペジ）。

リアル・オプションの価値は原資産の価値、行使価格、公式期間、ボラティリティ、リスクフリー・レート の 5 つに加え、原資産からの配当がある。リアル・オプションに影響を与えるパラメーターを、マッキンゼー社は、この金融オプションのパラメーターをリアル・オプションのパラメーターとして、さらに次のように整理している（Koller, Goedhart and Wessels[2005] p.548, 翻訳下巻 191 ページ）。

(1) 現在価値の不確実性（ボラティリティ）

戦略の自由度がある場合、不確実性が増し、オプション価値も増大する。

(2) 投資から生み出される将来キャッシュ・フロー

プロジェクトの現在価値の増加は、プロジェクト価値（NPV）を増加させ、したがってオプション価値も増大する。

(3) リスクフリー・レート

リスクフリー・レートの上昇は、投資コストを延期することによる価値、すなわち時間の価値を増加させ、オプション価値の増大をもたらす。

(4) 必要投資コスト

投資額が大きいと、戦略の自由度が少ない NPV が減少し、リアル・オプション価値も減少する。

(5) 行使期間

行使期間が長いほど、将来の不確実性が多くなり、オプション価値は増大する。

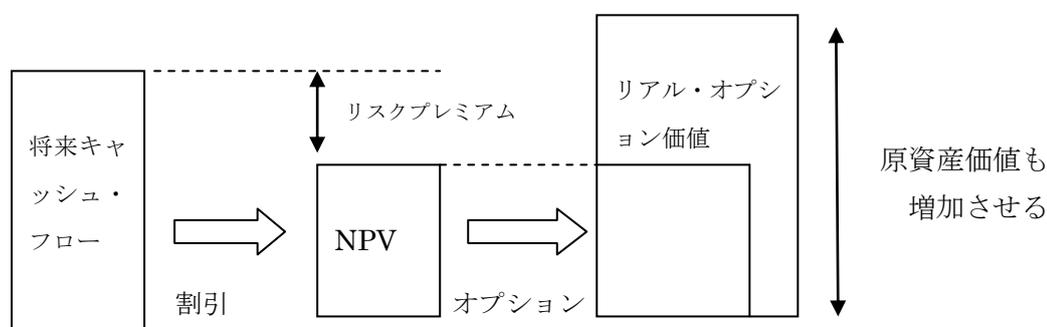
(6) 早期に参入した競合他社にもって行かれるキャッシュ・フロー

競合他社にもって行かれるキャッシュ・フローが増大すると、オプション価値は減少する。

金融オプションとリアル・オプションの重要な違いは、金融オプションでは、原資産の価値に影響を与えることが出来ないが、リアル・オプションについては、企業はプロジェクトの原資産価値に影響を与えることが出来る。³

リアル・オプション価値を図でイメージすると、下記の図 5-1 のようになる。

図 5-1 NPV からリアル・オプション価値へ



出典：筆者作成

リアル・オプション価値は現在価値を出発点とし、上記パラメーターの影響を考慮して、計算する。パラメーターの影響する内容は、(1)から(6)に記載した通りである。この中で、出口価格たる現在価値との関連で、注目すべきはボラティリティである。ボラティリティが大きければ資産価値の変動は大きく、ボラティリティが小さければ資産価値の変動は小さい。ボラティリティがゼロの場合、すなわち資産価値の変動がゼロの状態が現在価値である（上野[2006]244 ページ）。

このことから、現在価値はリアル・オプション価値の特殊形態であり、公正価値の一般概念は現在価値を発展させたリアル・オプション価値であると言える。したがって、公正価値において、評価基準としてリアル・オプション価値を適用することが考えられる。

³ 第6章 図6-2参照