



DCF という名の裸の王様

DCF に別れを告げ、ペイバック期間を見直すとき

「永久成長率」という名の SF 小説

私は 20 年以上にわたり、企業財務の世界で聖域のように扱われてきた考え方に、ささやかな疑問を抱いてきた。

企業価値の 80～90% がターミナルバリュー（継続価値）で決まるのなら、そもそも評価モデルの考え方に根本的な問題があるのではないか。

そう思いながらも、長い間、この疑問を大きな声で口にすることはなかった。DCF（割引キャッシュフロー法）に異を唱えるのは、物理学者ばかりの部屋で重力の存在を疑うようなものだからだ。前提に限界があることは誰もが知っている。それでも DCF は金融・投資の共通言語となっており、疑問を呈すれば「ファイナンスを理解していない」と受け取られかねない。

しかし、AI が普及した今こそ、そろそろ率直に問い直してもよいのではないだろうか。

ターミナルバリューが支配する評価

問題は、ターミナルバリューから始まる。事業開発、M&A、投資銀行業務、経営企画などに携わった人なら、よくご存じだろう。予測期間を 10 年とする典型的な DCF モデルでは、企業価値の大部分がターミナルバリューによって説明されることが少なくない。私の経験では、評価額の 80～90% が 10 年目以降のキャッシュフローに由来するケースも珍しくない。

少し考えてみてほしい。

Triad Consults 資料室

「DCF という名の裸の王様」

作成年: 2026 年

公開: 2026 年 10 月

© Triad Consults



何千ものセル、複雑な前提、詳細な損益計算書・貸借対照表・キャッシュフロー予測。売上高、利益率、運転資本、減価償却、設備投資について、担当者たちが何か月も議論を重ねることもある。ところが、最終的な評価額の大半は、たった一つの仮定に左右される。

「10 年目の先に、永遠に何が起きるのか？」

それはファイナンスというより、神学に近い。

ターミナルバリューという仮定の危うさ

ターミナルバリューの計算で広く使われるのが、永久成長モデルだ。数学的には美しい。しかし、実務上は危うい。一定の予測期間を過ぎた後も、企業のキャッシュフローが「g」と表される控えめな成長率で、永久に増え続けると仮定する。

金融の世界では、これを永久成長率と呼ぶ。文学の世界なら、SF 小説に分類されるかもしれない。

文明は滅びる。帝国は崩壊する。技術は陳腐化する。製品は時代遅れになる。産業そのものが消えていくこともある。それなのに、今日、工業製品を販売している企業が、将来にわたって成長するキャッシュフローを永遠に生み出すと仮定する評価モデルが、驚くほど多い。

この仮定が何十億ドルもの投資判断を左右していなければ、笑って済ませられるのだが。

衰退する産業を見てきた経験

私は職業人生のかなりの部分を、印刷関連産業が徐々に縮小していく過程とともに過ごしてきた。オフセット印刷は、かつてはなくなるものに思えた。新聞も商業印刷も、紙の消費も、ずっと続くように見えた。

そこへインターネットがやってきた。デジタルの世界は、既存産業に遠慮して登場時期を相談したりはしなかった。静かに、しかし確実に、世界を変えていった。

Triad Consults 資料室

「DCF という名の裸の王様」

作成年: 2026 年

公開: 2026 年 10 月

© Triad Consults



印刷物の需要は減り、従来のビジネスモデルは弱まり、生産能力は過剰になった。市場が縮小していくのを何年も目の当たりにすれば、数十年先まで続く予測を無条件に信じることは慎重になる。

永久成長が妥当な標準仮定だという考え方を、私は次第に受け入れにくくなった。事業の価値が永遠に増えるとは限らない。場合によっては、事業そのものが消えてしまう。ときには、価値を生むどころか負担になることさえある。

金利上昇があらわにする弱点

金利が上昇すると、問題はさらに大きくなる。超低金利の時代には、遠い将来のキャッシュフローも、現在のキャッシュフローと同じように寛大に評価されがちだった。しかし、今の環境は違う。金利も地政学的な不確実性も、技術革新による破壊的変化も大きくなっている。競争も激しさを増している。

その結果、リスクプレミアムが高まり、加重平均資本コスト（WACC）が上昇する。割引率が上がれば、10年後のキャッシュフローの現在価値は大きく目減りする。将来が不確実になり、割引率が高くなるほど、ターミナルバリューを支える数学上の前提も揺らいでいく。

評価モデルの小さな秘密

ファイナンスの専門家が、あまり公然とは語らない問題がもう一つある。DCF は、前提のわずかな変化に非常に敏感だ。WACC を 0.5% 下げる。永久成長率を 0.5% 上げる。それだけで、企業価値が数億ドル、規模によっては数十億ドルも変わることがある。

検証することが難しい仮定を少し動かすだけで、評価モデルの結論が大きく変わってしまう。買収価格を高くしたければ WACC を少し下げる。戦略的買収を正当化したければ成長率を上げる。大きなのれんを説明したければ、いくつかの前提を調整する。

表計算ソフトの見た目は立派なまま、答えだけが都合よく変わる。少なくとも、すぐには誰も気づかない。

Triad Consults 資料室

「DCF という名の裸の王様」

作成年: 2026 年

公開: 2026 年 10 月

© Triad Consults



価値を測るモデルが、結論を正当化する道具になる

長年 M&A を見てきて、私は時折、DCF モデルが価値を測る道具から、あらかじめ決めた価値を正当化する道具へと変わってしまったのではないかと考えることがある。価値を発見するのではなく、先に決めた価値を守ろうとしているように見えるのだ。

手順が逆転している。まず取引価格が決まり、その後に評価モデルが作られ、最後に結論を支える前提が選ばれる。そこには科学的な精密さがあるように見える。しかし、根底にある不確実性が消えたわけではない。

後になって巨額の減損損失を計上した買収案件のうち、どれほど多くが、楽観的なターミナルバリューによって当初正当化されていたのだろうか。企業史に積み上がる膨大なのれんの減損は、その問いに対する無言の証言にも見える。

高校数学が支える何十億ドルの評価

私が面白いと思うことがある。何十億ドルもの企業価値を算出する知的な土台が、実は高校数学で学んだ等比級数の公式と本質的に同じだということだ。

表計算ソフトは高度になった。ソフトウェアもプレゼン資料も洗練された。しかし、数学そのものは変わっていない。永久成長モデルの根底にあるのは、無限級数の美しい応用である。

数学的に美しいことは間違いない。だが、それが現実をどこまで表しているのか。そこは、まったく別の問題だ。

Joe Finnerty 先生の教え

私の疑問は、ひとりで生まれたものではない。30 年以上前、イリノイ大学でファイナンスを学んでいた私は、Joe Finnerty 先生の授業を受ける機会に恵まれた。

Triad Consults 資料室

「DCF という名の裸の王様」

作成年: 2026 年

公開: 2026 年 10 月

© Triad Consults



当時、学界では DCF、NPV、そして新しい企業価値評価理論が重視されていた。研究論文は数学的な厳密さを称賛し、教科書は割引キャッシュフロー法を高く評価し、ビジネススクールでは NPV がほとんど普遍的な真理のように教えられていた。

そんな中で、Finnerty 先生は時折、印象的なことをおっしゃった。投資評価の手法は、一般に思われているほど信頼できるものではない。そして、投資の良し悪しを判断したいなら、ペイバック期間、つまり投資資金を回収するまでの期間に目を向けなさい、と。

当時の私たちには、少々型破りな意見に聞こえた。しかし今振り返ると、その言葉は驚くほど先見性があったように思える。

先生がすでにイリノイ大学を退職され、ボランティア活動などをしながら元気に過ごされていると知ったことも、私にとっではうれしいことだった。先生の教えは、懐かしい思い出にとどまらず、今あらためて投資評価を考えるうえでの大切な手がかりになっている。

ハーバードのケースが投げかける問い

以前、Harvard Business Publishing のケース教材で、デスクトップカレンダー事業の MBO（経営陣による買収）を検討したことがある。引退を考えた現オーナーが、事業を経営陣に売却しようとするというストーリーだ。舞台は 1970 年代で、その事業は市場の約 60% を占めていた。季節性が強く、販売シーズンの前には運転資金が必要になる一方、10 月以降になると資金が回収されていくという特徴もあった。

私は AI を使って、この事業の公正市場価値（FMV）を推計してみた。AI が示した結果は、以前、自分で分析した結果と大きくは違わなかった。AI は、こうしたケースの分析を短時間で、もっともらしい形にまとめることができる。

しかし、ここで別の問いが浮かぶ。2026 年の今、この事業は同じように成り立つのだろうか。デスクトップカレンダーは、ある意味でオフセット印刷産業から派生した商品だ。印刷物の需要が縮小する中で、紙のカレンダーに手書きで予

Triad Consults 資料室

「DCF という名の裸の王様」

作成年: 2026 年

公開: 2026 年 10 月

© Triad Consults



定を書き込む人は、今後どれほど残るのだろう。デジタルの代替手段が普及した市場で、かつての事業モデルはどこまで持続できるのか。

もちろん、1970 年代の経営判断を、2026 年の技術や市場環境を知っている私たちが裁くのは公平ではない。当時、インターネットが印刷産業に及ぼす影響を、現在と同じ知識で予測できたはずはない。後知恵と先見性を混同すべきではない。

だが、ここで問いたいのは、当時の MBO が正しい判断だったかどうかではない。市場そのものが徐々に縮小しているときにも、同じ永久成長率のロジックを使い続けてよいのか、ということだ。

かつて市場シェア 60%を誇った企業であっても、市場全体が縮小していれば、その 60%が繁栄を保証するわけではない。市場が干上がりつつあるなら、そもそも何が永久に成長すると仮定できるのだろう。永久成長率「g」を何%に設定するかを議論する前に、まず、その事業に将来も市場が存在するかを問うべきではないだろうか。

なぜ今、ペイバック期間なのか

不確実性が極めて高い状況では、最も重要な問いは「20 年後にこの事業はいくら稼ぐのか」ではないかもしれない。むしろ、「投じた資金をどれほど早く回収できるのか」と問うべきではないだろうか。これがペイバック期間の基本的な考え方である。

第一に、資金回収の速さは、企業の流動性と生存可能性を高める。回収した資金は、新技術や新製品に再投資してもよいし、競争環境の変化に備えて手元に残してもよい。変化の激しい時代には、選択肢を持つことが価値になる。

第二に、ペイバック期間は、将来予測の限界を認める。経営者にとって、3 年先を正確に予測することさえ容易ではない。5 年先なら、すでに大胆な挑戦だ。10 年先になると、SF の領域に近づくこともある。ペイバックという考え方は、世界が再び変わってしまう前に、具体的なキャッシュの回収を実現する投資を重視する。

Triad Consults 資料室

「DCF という名の裸の王様」

作成年: 2026 年

公開: 2026 年 10 月

© Triad Consults



ペイバック期間にも限界はある

もちろん、ペイバック期間にも弱点はある。それだけを基準にすれば、長期的な投資を避けることになりかねない。インフラ投資を過小評価したり、収益の大半が後年に生まれるプラットフォーム型の事業に不利に働いたりする可能性もある。真剣に投資評価を考える人なら、企業価値の評価そのものを放棄すべきだとは言わないだろう。

一つの理論を別の理論に置き換えて、今度はそれを新たな信仰にすることが解決策ではない。必要なのはバランスである。

例えば、許容できる回収期間に一定の上限を設け、その期間内に資金を回収できない案件をいったん除外する。そのうえで、残った案件について NPV や戦略的価値を比較する。こうした組み合わせなら、投資規律と柔軟性を両立できる。さらに、DCF の予測期間を短くし、複数のシナリオでストレステストを行う方法も考えられる。

AI が突きつける課題

AI の登場は、従来の評価理論にもう一つの課題を突きつけている。今では AI にファイナンスのケースを読ませれば、わずか数分で整った評価分析を作成できる。私も実際に試してみたが、結果はかなり優秀だった。かつて人間が何時間もかけて行っていた分析と比べても、大きく見劣りしない場合がある。

そこで、少し居心地の悪い考えが浮かんだ。AI が既存の前提を使って DCF モデルを簡単に作れるのなら、本当の弱点は計算そのものではなく、その前提にあるのではないか。

3 年先の技術革新や市場の変化さえ確実に予測できないのに、30 年先のターミナルキャッシュフローを、どこまで正当な根拠をもって予測できるのだろう。計算は完璧かもしれない。しかし、前提が現実離れしている可能性は残る。

永久成長は現実と矛盾しないか

結局のところ、問題の出発点は単純だ。永遠に成長し続けるものなどない。企業も、産業も、技術も、帝国も、いずれ競争や破壊的変化、停滞、衰退、消滅に直面する。

Triad Consults 資料室

「DCF という名の裸の王様」

作成年: 2026 年

公開: 2026 年 10 月

© Triad Consults



その現実を無視したからといって、現実が消えるわけではない。見た目は精密でも、実際の世界から離れていくモデルができるだけだ。ビジネスの歴史から考えれば、永久成長は保守的な仮定ではない。むしろ、かなり大胆な仮定である。

DCF に別れを告げ、ペイバック期間を見直す

私は、DCF を使ったことのない人間として、これを批判しているのではない。職業人生を通じて、自分自身が DCF を使ってきた。モデルを作り、数式を確認し、前提を検討し、表計算シートを承認してきた。つまり、私もその仕組みの一員だった。

だからこそ、今になってその前提を問い直すことに意味があるのかもしれない。世界は変わった。AI は変化の速度をさらに高めている。金利は再び上昇し、事業環境の変化は速まり、産業の再編や破壊的変化は珍しいことではなくなった。

こうした環境では、理論上の永久成長を予測することよりも、投じた資金を早く回収し、次の変化に対応できる余地を確保することの方が重要な場合もある。

そこで、Finnerty 先生の教えに戻る。30 年以上前には型破りに聞こえた助言が、今では実務的に、そしてある意味では当たり前に見える。

長年、多くの実務家が心のどこかで感じてきた疑問を、そろそろ認めてもよいのではないだろうか。

裸の王様には、キャッシュフローがない。

DCF に別れを告げ、ペイバック期間をもう一度見直そう。

Triad Consults 資料室

「DCF という名の裸の王様」

作成年: 2026 年

公開: 2026 年 10 月

© Triad Consults