

事業価値評価と参入方法 資金調達の検討



みらいコンサルティング株式会社
プロフェッショナル・サービス部
みらい事業創造室

須貝 裕保

2015年より現職。新しい収益の柱を生み出したい、世代交代のタイミングで後継者が第二創業を果たしたい、事業開発がなかなか進まない、という悩みを持つ企業を支援。「自走する開発チーム」づくりをモットーとした実行支援で実績多数。



新規事業開発の企画案がまとまり相応の投資を伴う実行段階では、事業計画の評価と意思決定が必要となるが、ここにも成功を阻む落とし穴がいたるところに存在する。

今回は、事業開発の成功確率を上げるために投資決定段階でどのような点に留意して評価を行うべきか、また事業価値評価を行う際の基本的な事項と留意点について解説する。

投資決定段階の評価項目とよくある失敗事例

(1) 完璧主義では事業は生まれない

新規事業開発で大きな投資が必要となる段階では事業計画の評価が重要な論点となる。

一般的には図表2の左列の「評価項目」が検討されるが、すべての項目で完璧を求める評価が行われるため議論が一向に進まないというケースもよくみられる。特に歴史が長く比較的大規模な企業でこのような傾向が強まる。

リーン・スタートアップ (Vol.1 参照) で市場との対話を深め成功確率を高める努力をしたとしても懸念がすべて解消されることはない。まったく新しい市場の創造であっても、既存市場に新たな提供価値で切り込むにしても、新規事業開発は究極的には「やってみなければわからない」ことに挑戦する行為なのである。

他社がすでに類似事業を行ってればもう手遅れだと感じたり、逆にまだ誰も始めていない事業の場合は「市場がないのでは」、「既存の製品に比べるとおもしろみに見える」などの懸念がよく聞かれる。多くの場合、これらはイエスともノーともいえる主観的な懸念であり、そのすべてについて客観的事実に基づく完全な情報を得たうえで事業の是非を判断することはできない（仮にできたとしたらそれはすでに「新規」事業でない可能性が高い）。

(図表1) 新規事業開発の全体像(一部抜粋)

事業開発活動	
よくある失敗	成否の基準不明確 過度な自前主義・カリバリ 楽観的計画・ガバナンス 過度な粗探し・官僚的組織
役割	
経理・財務 経営企画	利益計画、事業価値の評価、 参入方法の比較、最適資本構 成、資金調達 投資
事業開発 リーダー/メンバー	腹をくくる覚悟 社内プレゼンの突破
経営トップ	一定額超の投資の意思決定 (一定額以下は現場執行)

(図表2) 事業計画の評価項目

評価項目	6つの問い
I. 戦略との整合性	1. 取り組む意義があるか？ (前提)
II. 市場の魅力度(成長性・規模)	2. 顧客を獲得できるか？ (最重要)
III. 提供価値の新規性(既存事業と比べて)	
IV. 提供価値の差別性(競合と比べて)	3. 儲かるのか？ (経理・財務の腕の見せ所)
V. 収益性(利益率・額、投資額)	
VI. 実行力(実行組織。誰がやる?)	4. 本当に実現できるか？
VII. 実現性(ビジネスモデル・事業計画)	
VIII. リスクコントロール(NOF、撤退基準)	5. 自社の強みは活かせるか？
IX. 自社の競争優位性(自社の強み)	
X. 模倣困難性(参入障壁)	6. 簡単に真似されないか？

【失敗事例】

G社はある耐久消費財市場で長い歴史を持つ業界のトップ企業である。研究開発により従来とはまったく異なる方式による試作品が開発されたが、完成度が高い従来製品を知り尽くしたG社のプロの目からみるとおもちゃにしかみえず商品化はみ送られた。

その22年後、隣接市場の革新的プレイヤーE社が新方式を採用した商品を発表した。従来製品からみればまだおもちゃ同然であったが新方式の機能が社会のIT化にマッチするなどの要因で新方式製品の市場が急拡大。商品化から9年で従来製品市場はほぼ消滅し、対応が遅れたG社はその後6年後に経営破綻した。従来の勝者が顧客の立場に立つことがいかに難しいかを示す例である。

(2) 評価項目の優先順位

それでは、どのように評価すべきか？ 図表2の評価項目はその性質ごとに右列の「6つの問い」に分けることができるが、重視すべきはそれぞれの優先順位の理解である。

すべての前提となるのが1つ目の「取り組む意義があるか？」である。事業として成立するか否かの前に、自社の使命やビジョン、戦略と整合しなければ中長期投資はできない。一方、仮に既存事業が衰退するなか、どんな新規事業も自社の価値判断と合わないとなれば、価値判断そのものを見直す時期にきている可能性があることにも留意すべきである。

最も重要な問いが2つ目の「顧客を獲得できるか？」である。誰に、何の価値を提供するのか？なぜ他社ではなく当社からその価値を購入するのか？事業計画のなかではこの問いへの回答を最も重視する必要がある。3つ目の「儲かるのか？」よりも優先されるのは、提供価値を支持する顧客さえいれば、提供方法や収益化モデルの転換で利益創出余地の検討や工夫もできるが、顧客がいなければ話にならないからである。ネット書店として生まれたアマゾン創業後7年間赤字であったが「Get Big Fast!」のスローガンのもと顧客を獲得し続け世界最大のECサイトの地位を得た。その圧倒的顧客基盤を背景に電子書籍や動画配信、クラウドサービスなどを展開し、利益体制を構築している。

3つ目の「儲かるのか？」は、資金計画、参入方法、資本構成など、まさに経理、財務、経営企画系の部門の腕の見せ所となる領域である。これについては後半で詳しく解説を行う。

4つ目の「実現できるか？」の優先順位が低いのは、あらゆる新規事業は実現に困難が伴うからである。最大限の仮説検証は重要だが、実現性を完全に担保しようとするとな新規事業の種は生まれない。

特に「誰がやるか」、「ノックアウトファクター（以下、「NOF」という）」、「撤退基準」の3点が重要である。開発担当者には多くの想定外と戦いつつ、当初計画を変更して進める柔軟さと胆力が要求される。ある企業では担当者の選定こそが実現性を最大化する重要な要素だとしてその選定基準を「楽天的で逃げない」だけをしているという。一方、事業成立に不可欠な要素（NOF）を他の要素と明確に区別し、それが手に入らないことが明らかとなった場合や、財務計画との乖離が一定水準を超えた場合には、これらをトリガーに撤退検討を開始するとあらかじめ決めておくことが、判断の遅れを防ぐために重要なポイントである。

(図表3) キャッシュ・フロー・シミュレーション

		減価償却費(※5 継続価値算定では設備投資と減価償却相殺と仮定)						
投資計画	初期投資額	設備投資(機械・建物等)	5,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
		運転資金	900	資金調達				
		初期投資 合計	5,900	自己資金	5,900	/	融資	0
計画PL			0年目	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
		販売個数(客数)		3,000	4,000	5,000	6,000	6,000
		販売単価(客単価)		3	3	3	3	3
		売上高	100%	9,000	12,000	15,000	18,000	18,000
		変動費	売上原価/販売費等 70%	6,300	8,400	10,500	12,600	12,600
		変動利益(貢献利益)	30%	2,700	3,600	4,500	5,400	5,400
	固定費	減価償却費		1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
		その他固定費		2,500	2,000	2,000	2,000	2,000
		固定費計		3,500	3,000	3,000	3,000	3,000
		営業利益・税引前利益		-800	600	1,500	2,400	2,400
		繰越欠損金(残高)		-800	-200	0		
		課税所得		0	0	1,300	2,400	2,400
		法人税	法人税率 35%	0	0	455	840	840
		税引後利益		-800	600	1,045	1,560	1,560
	計画CF		減価償却足し戻し		1,000	1,000	1,000	1,000
		運転資金増減分(マイナスは運転資金増加)			-300	-300	-300	0
		営業活動		200	1,300	1,745	2,260	2,560
		投資活動	-5,900					
		FCF合計	-5,900	200	1,300	1,745	2,260	2,560
事業価値評価	※5							17,833
		FCF合計(継続価値含む)	-5,900	200	1,300	1,745	2,260	20,393
		割引率		8.748%				
	※1	正味現在価値(NPV)	11,764	-5,900	184	1,099	1,616	13,408
	※2	回収期間法	4年2カ月	-5,900	-5,700	-4,400	-2,655	2,165
	※3	割引回収期間法	5年	-5,900	-5,716	-4,617	-3,260	39
	※4	内部収益率法(IRR)	8.9%	-5,900	200	1,300	1,745	2,560
		WACC(加重平均資本コスト)	8.748%					
	割引率	wd: 負債/(負債+株主資本)	30.0%					
		kd: 負債資本コスト	2.0%					
t: 法人税率		35.0%						
ws: 株主資本/(負債+株主資本)		70.0%						
ks: 株主資本の資本平均コスト		11.9%						
			CAPM(資本資産価格モデル)					11.94%
			Krf: リスクフリーレート(長期国債)					0.06%
			β: 自社株価変動率/市場全体変動率					2.0
			Km: 株式市場全体の収益率					6.00%
			Km-Krf: リスクプレミアム					5.94%
損益分岐点売上高		変動利益率		30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
		固定費		3,500	3,000	3,000	3,000	3,000
		損益分岐点売上高		11,667	10,000	10,000	10,000	10,000
		計画売上高		9,000	12,000	15,000	18,000	18,000
		安全余裕率		-29.6%	16.7%	33.3%	44.4%	44.4%

5つ目の「競争優位性」を早期獲得するためには自社の強みの活用が重要であるが、その強みを最も活用できるのは既存事業であるため、それだけで戦おうとして小さな周辺事業しか創れないという例も多い。どのようにして新たな強みを獲得するか？という視点が必要なのである。

6つ目の「簡単に真似されないか？」は、情報の入手が容易となった今日最も難しい問いであるが、圧倒的スピードとシェア制圧、独自ノウハウ、ブランド化による参入障壁構築が多くに共通する対策である。

顧客の利便性を追求し圧倒的シェアを確保したアマゾン「ワンクリックであらゆるものが廉価ですぐに届くのが当然と考える決済情報登録済みの顧客を世界で数億人」獲得しながらその利益率は1桁台前半と、強力な参入障壁を構築している。

これらの評価項目をすべてクリアできなければ不採用としていては、新規事業は生まれない。最初から実現性が高そうな誰もが賛同しやすい案件は既存事業の延長線上で成長余地が小さく、参入障壁も低いケースが多い。問いの1と2は必須としても、どのようにしたら3以降がクリアできるか？という視点でさらなるブラッシュアップを促すことが重要なのである。

キャッシュ・フロー・シミュレーションと事業価値評価（図表3）

（1）キャッシュ・フロー・シミュレーション

収益性の評価において、新規事業で投資に見合うリターンが得られるか、資金需要はどの程度かを明らかにするために留意すべき点について解説する。

まずはキャッシュ・フローの前提として売上・コストの予測と初期投資額の算定が必要となる。コストと投資額は価値提供に必要な項目の積み上げさえできれば特に問題とならないが、難しいのが売上の予測である。予測がある程度ぶれても問題とならないように、複数の想定を行う。

フェルミ推定（Vol.2 参照）やアンケート調査、テストマーケティングのデータをもとに顧客数、客単価について、ベスト、標準、ワーストに分けて予測し、費用にも必要な調整を加える（感度分析）必要がある。

ワーストケースではどの時点で資金が危険水域に入るのかを把握しておくべきであるし、ベストケースでは増収に伴う必要運転資金の増加額を見積もっておくなど、業績の触れ幅に応じた資金需要を想定し計画を立てるべきである。

また、費用を変動費と固定費に分けることで、損益分岐点売上高を認識しておくことも有用である。無論、ムダな固定費は計上すべきではないが、不測の事態が起きやすい新規事業では「経費は多めに、売上は少なめに」が基本である。企画担当者が作成した計画の場合、利益創出の苦しさから本来必要な経費を無理に削減していないか確認すべきである。

法人税控除後の利益に減価償却費を足し戻し、売上の増加に伴う運転資金増減分を加減して営業キャッシュ・フローを算出する。初年度の投資キャッシュ・フローとあわせて事業の投資回収の金額（FCF：フリー・キャッシュ・フロー）のシミュレーションが完成する。さらに精緻に行いたい場合は予測貸借対照表を作成してFCFを算定すれば項目ごとに実績との差異を明確に認識することが可能となる。

（2）事業価値評価

企業の新規事業として投資に値するかどうかという事業価値の判断に用いられるDCF法の概念を改めて確認する。

① DCF法とは

DCF（Discounted Cash Flow）法は、投資が生み出す将来のキャッシュ・フロー（FCF）を一定の割引率（資本コスト）で現在価値に割り引く手法である。DCF法のなかにも複数の方法があるが、取扱いの容易さと相対的な欠点の少なさから実務上多く利用されているのが正味現在価値法である。

② 正味現在価値（NPV）法とは

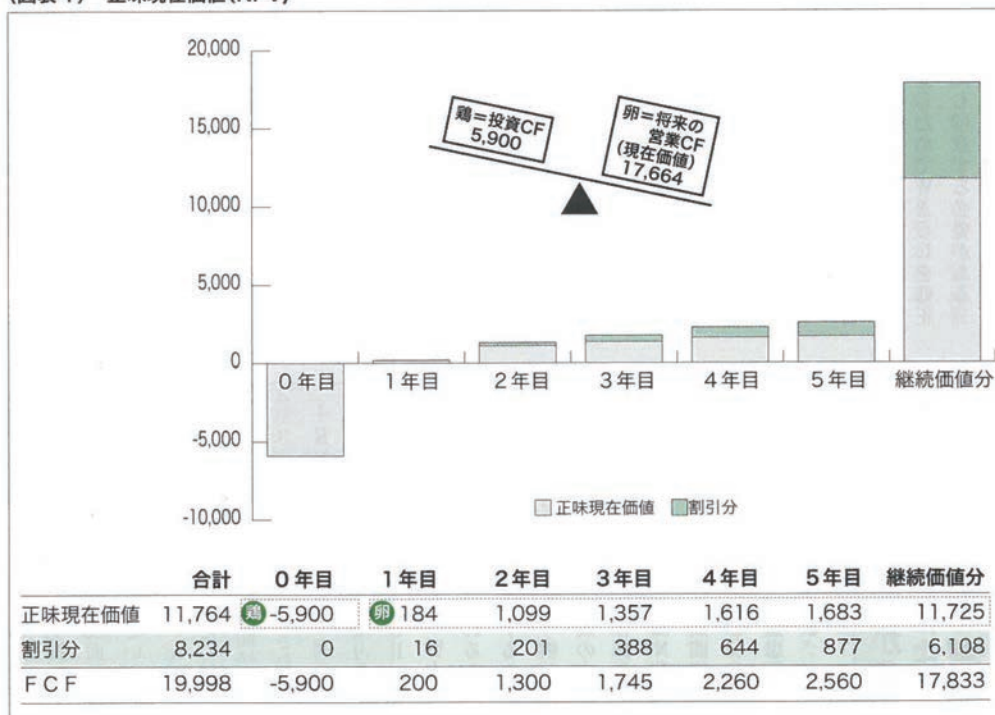
正味現在価値（NPV: Net Present Value）法は、投資が生み出す将来のキャッシュ・フローの現在価値と初期投資額を比較し、現在価値が初期投資を上回るかどうかによって投資を評価する手法である。図表3※1の1年目から5年目までのFCFの現在価値の合計17,664が初期投資5,900を超えてプラスであるため投資に値する価値がある案件と判断される。

③ 継続価値

図表4はNPVとFCFの関係をグラフで表したものである。NPVは、事業（鶏）を生み出すコスト（投資CF）より将来生み出すキャッシュ（卵＝営業CF）の現在価値の合計が高ければ事業価値があるとする考え方である。将来生み出すキャッシュを算定するには、何年卵を産み続けられるのか？という疑問に答えなければならないが、これを正確に予測することは不可能であるため継続価値という概念を用い、一定の営業CFがその後永続的に発生するものと仮定してNPVを算定することが一般に行われている。

具体的にはシミュレーションの最終年度の翌年（図表3の例では6年目）以降に継続発生する営業CFを見積もり、採用している割引率で割ることにより継続価値としてのCFを求めることができる。その継続価値を最終年度（図表3の例では5年目）の営業CFに合算したうえで現在価値に割り引く。図表3においては、6年目以降は5年目同等の業績が継続し、設備投資と減価償却が同額行われると仮定した。結果的に、5年目の営業CFの減価償却足し戻し分を控除した1,560を割引率で除した17,833を継続価値としている（図表3※5）。

（図表4） 正味現在価値（NPV）



既存事業でさえ先行きが不透明で、そもそも生存率が1割程度といわれる新規事業について継続を前提に評価することに違和感を覚えるかもしれないが、継続価値を用いることで、複数の投資案を現在価値で比較できるなどメリットは多い。

図表4で示すとおり、継続価値算定の基礎となる最終年度のキャッシュ・フローが事業価値全体に与える影響は非常に大きい。最終年度のFCFは投資に見合ったできあがりの水準に到達している必要があるが、急激に伸長する計画となっている場合、計画に無理がないか、事業価値が不当に過大となっていないかを確認する必要がある。

また、比較的短期のプロジェクトで一定期間経過後の事業売却を想定している場合などは継続価値を用いずに、売却想定価格と発生する税金等を計画に組み入れ現在価値に割り引くことで事業価値を算定する。

④ 割引率

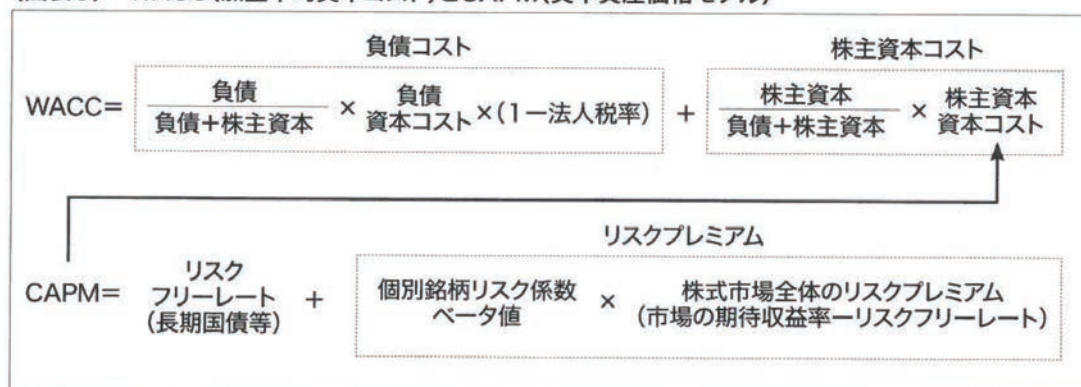
事業価値評価で将来のキャッシュ・フローを現在価値に割り引くためには割引率としてWACC（Weighted Averag Cost of Capital、加重平均資本コスト）が用いられる（図表5）。

ここで留意すべきは、NPVは割引率が高くなれば小さくなり、逆に割引率が低くなれば大きくなるという点である。NPVの妥当性はFCFだけでなく、割引率設定からも大きな影響を受けるのである。

また、自社にとっての新規事業に類似する事業がすでに市場で行われている場合はその企業のベータ値を参考にすればよいが、まったくない場合はいずれかの企業に何らかの類似点を見出して設定しなければならない。これらの合理性がなければ適切な割引率が設定できず、NPVの合理性も担保されない。

また、大規模な資金調達などにより、負債・資本の構成比が変動する場合は、あらためてWACCを修正すべき点にも留意する必要がある。

（図表5） WACC(加重平均資本コスト)とCAPM(資本資産価格モデル)



⑤ その他の事業価値算定方法

ここまでNPV法による事業価値評価について概観してきたが、他にも実務でよく利用される方法としては回収期間法、IRRなどがある。

回収期間法（図表3※2）は直感的に理解しやすい方法で、初期投資を何年で回収できるかを示す指標である。簡便で理解しやすい反面、時間価値が考慮されていないという欠点がある。その点を修正し、FCFを現在価値に割り引いたうえで回収期間を計算する割引回収期間法（図表3※3）という方法も利用される。

IRR（内部収益率法、図表3※4）は、NPVがゼロ（つまり初期投資とその後に生み出すFCFの現在価値が同額）になるときの資本コストである。比率で表現されるため案件の収益性を容易に把握することができるが、NPVと異なり継続価値を評価できない、資本構成の変更を考慮できないなどの欠点もある。

事業価値評価においてはNPVを基本として補完的に回収期間法やIRR法の値を確認するなど、その特性と評価の目的に応じて意思決定に役立てることが重要である。

自力かM&Aか（参入方法の違いによる事業計画検討の留意点）

新規の事業に取り組む際の参入方法としては自社開発、M&A、提携・合併、ライセンス取得などの方法（図表6）がある。それぞれのメリットとデメリットを勘案し自社の状況に応じて参入方法を検討することが重要であるが、本格的な参入方法としては自社開発とM&Aが重要な選択肢となる。

事業計画の妥当性検証において、自社開発とM&Aではコスト積上げの中身が大きく異なる点に留意すべきである。

自社開発の場合は計画のなかに新たな事業開発に必要な資源（人員、設備や事務所など）の取得費用が積み上げられる。一方、M&Aでは事業価値評価によって算定された買収費用（のれん代含む）、対象会社を調査するためのデューデリジェンス費用、M&Aアドバイザーを活用する場合はアドバイザー手数料、買収後の統合作業（PMI）に係る費用、のれんの償却費用と、自社開発とは性質の異なる積上げが必要となるため網羅性の検証が重要となる。また、自社開発・M&A両者ともに既存の経営資源の活用によってコスト削減の余地がないかの検討も忘れてはならない。

（図表6） 参入方法とそのメリット・デメリット

参入方法	メリット	デメリット
自社開発 (子どもを生む)	- 自社の資源を活用できる - 挑戦する風土と人材の育成 - 経営戦略との整合性をとりやすい	- 本当に資源を活用できるかは未知数 - 時間を要する - 成果の実現時期が不透明
M&A (養子をもらう)	- 実現までの時間を短縮できる - 参入障壁を克服できる	- 必要な部分だけ買うことができない場合も - PMI (M&A成立後の統合プロセス) で文化の違いが問題となることも
提携・合併 (お友達)	- リスクの分散・低減 - 参入障壁を乗り越えやすい	- 方針の相違で摩擦がおきやすい - 当事者の温度差により自然消滅も
ライセンス取得 (お客様)	- 技術やノウハウを早期に入手できる - 財務的リスクが少ない	- ライセンス提供元に依存しつづけなければならない - 自社内にノウハウや技術を創る風土が育たない

自社開発で進めている案件であっても目的達成に M&A という選択が可能である場合は、いずれの参入方法がより高い事業価値を生み出すのか、NPV 法等による評価、比較を行ったうえで最適な参入方法の選択を行うことが求められる。

経理・財務部門としては、各方法の計算方法、計算期間、リスクプレミアムの設定、投資・コストの網羅性、自社経営資源の代替可能性を十分に検証するとともに、PMI に必要なコストやリスクについて企画担当者と十分に議論を重ねて自社にとっての最善の意思決定に寄与する情報提供を行うことが重要である。

自己資金が借入れか（最適資本構成）

新規事業に限らず、投資に必要な資金調達については、企業の最適資本構成を考慮して行う必要がある。通常、優先的に弁済を受けることができる負債にかかるコストは株式資本コストより低い。そのため、企業の負債比率が高まると WACC が低下し、その影響で NPV は逆に大きくなる。自己資金で賄える投資ならそれが最も合理的と思えるが、実際には期待収益率の高い株主へのリターンを含めた収益を新たな事業で稼ぎ出さなければならないことを意味し、結果的に事業価値を損なう意思決定となってしまう可能性もある。

負債が一定水準を超えて与信リスクが高まるまでになれば負債コストが上昇し WACC の上昇が懸念される局面もでてくるが、そのような影響が起きない範囲で借入金を積極的に活用し、最適な資本構成を追求しながら自社の資本コストをコントロールすることは経理・財務部門が担うべき業務であり、事業開発によって生み出される価値を最大化できる重要な役割なのである。

◆むすび◆

以上、事業計画の評価項目の全体像から、収益性評価の判断を支える事業価値評価と実行する場合の参入方法、資金調達方法の違いが自社にどのような影響を与えるのか、投資段階の要点を概観してきた。

事業開発活動の全体を通じて、最も経理・財務部門の専門的な知識と経験が活かされる、腕の見せ所となる段階である。事業価値の妥当性検証を確実に行いつつ、投資実行段階では自社にとっての最適資本構成を踏まえた財務方針の立案が期待されているのである。



みらいコンサルティンググループ