

## Bevalco Report Vol.15

2006 / 11 / 27

### ベンチャー企業に求められる期待成長率

2006年の新興市場は1月のライブドアショックに始まり低迷を続けています。新興市場では明るい話題は比較的少ない中、今年注目を集めたのが株式会社ミクシイのマザーズへの上場です。上場当日は取引が成立しないほどの過熱ぶりで、一時は株価が300万円を超えていました。日本企業の将来収益の見通しが悪化したこと等の理由により、日本の株式市場全体が低迷していることにもよりますが、ミクシイの株価は平成18年11月21日時点で159万円となっています。上場直後と比較した場合には、半値程度まで落ち込んでいますが、依然として高水準にあります。では、ミクシイの現在の株価が適正株価であるとした場合、ミクシイが今後どれだけの将来キャッシュフローを確保することができれば、現在の株価と理論株価と比較して妥当と言えることができるのでしょうか。

前回まで、企業評価手法についてご説明をしてきましたが、その中からDCF法(Discounted Cash Flow; ディスカウント・キャッシュフロー)に着目して、ミクシイに求められる期待成長率を考えてみたいと思います。期待成長率を考える前に、DCF法について簡単に復習したいと思います。

#### DCF法により算定される理論株価

DCF法は、企業が生み出す将来のキャッシュフローを見積り、将来キャッシュフローを現在価値に割引いたものの総和を事業価値とする評価手法です。事業価値は当該事業から獲得される価値を表すため、株主に帰属する価値のみではなく、債権者に帰属する価値も含んでいます。理論株価を算出するには、株主にのみ帰属する価値を算定する必要があるため、事業価値をもとに株主にのみ帰属する株主価値を算定します。具体的には次のように算定されます。

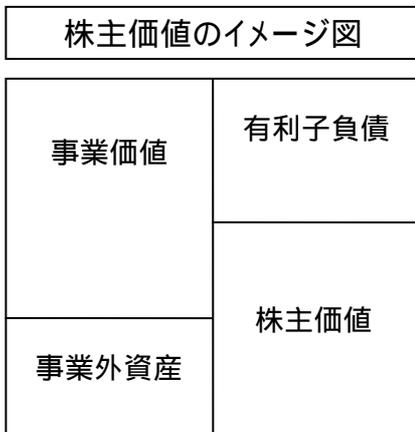
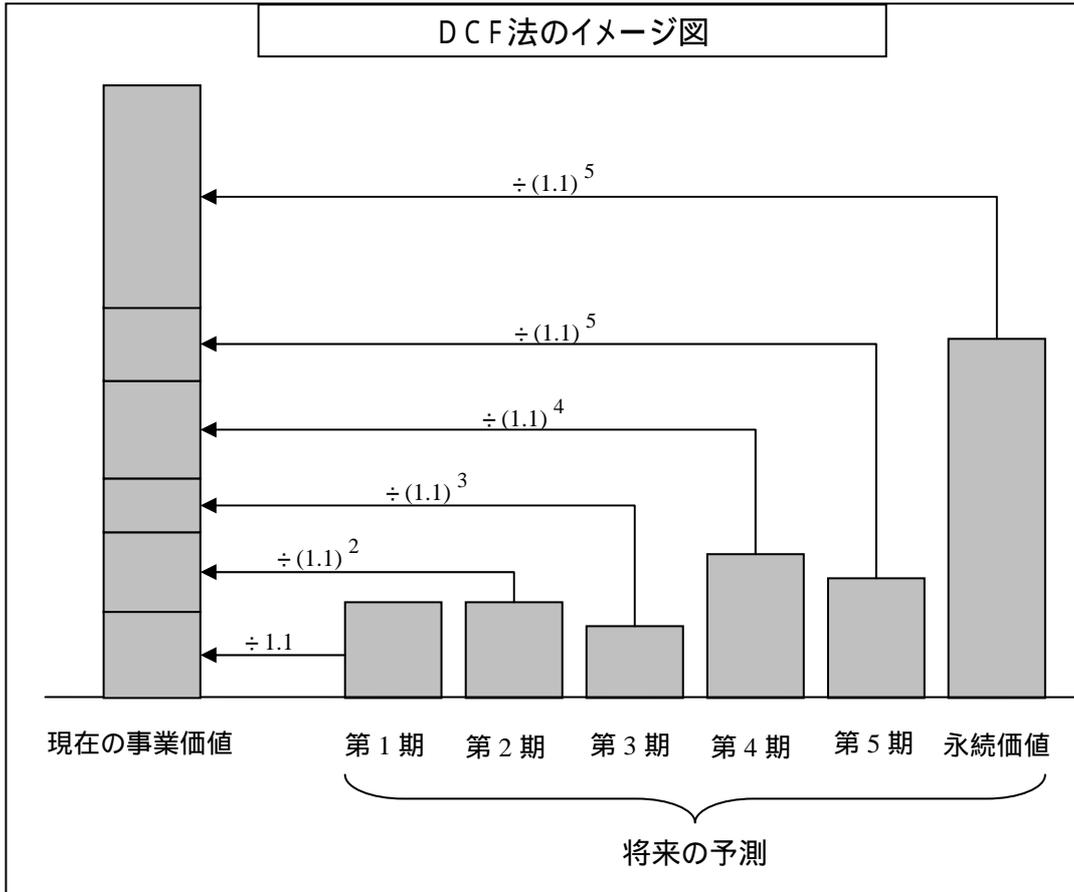
1. 事業から生み出される営業フリー・キャッシュフローをWACC(加重平均資本コスト)で割引くことにより事業価値を算出します。
2. 事業価値に非事業用資産を加算することによって、企業全体の価値を表す企業価値を算出します。
3. 企業価値から有利子負債時価を控除することによって、株主にのみ帰属する株主価値を算出します。

---

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意をはらい、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) Bevalco Japan. All Rights Reserved.



算定された株主価値を発行済株式総数で控除することにより 理論株価が算出されます。

$$\text{理論株価} = \text{株主価値} \div \text{発行済株式総数}$$

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払ひ、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

### ミクシィに求められる期待成長率

企業の理論株価がこのように算出される一方、実際の株式市場においては、理論株価とは乖離した株価で取引されているのが実情です。特に新規上場株式 (IPO 銘柄) は上場後株価が高騰し、理論株価と実際の株価が乖離する傾向にあります。新規上場銘柄を実際に売却しているのは証券会社になりますが、新規上場株式をすべて売却したい証券会社は当初の公募価格を低めに設定していることや、新規の募集・売出株式数が少ないため需給関係で需要が圧倒的に供給を上回ること等の理由により初値が公募価格よりも高値となり、その後も株価が上昇していく傾向にあります。

先にも述べたように、ミクシィも上場初日は初値がつかず、終値で 300 万円を越えている時もありました。株式市場全体の低迷に伴い一時の株価よりも落ち着いていますが、現在でも高水準で株価は推移しています (2006 年 11 月 21 日の終値で 159 万円)。ミクシィの現在の株価が妥当な水準であるとするならば、DCF 法において今後どの程度の将来キャッシュフローが必要となるのでしょうか。

DCF 法では、将来の安定成長期までの期間の事業計画を作成し、各期の将来キャッシュフローを現在の価値に割引き、安定成長期に入ってから価値を継続価値として求めます。安定成長期に移行するまでの期間を 5 年、7 年、10 年と想定し、安定成長期に移行した後の永久成長率を 0%、1%、2% と仮定して検討を実施してみたいと思います。それぞれの場合において、今後ミクシィに求められる期待成長率がどの程度になるかを求めてみたところ、要求される期待成長率は次の通りとなります。

安定成長期までの期間 \ 永久成長率	永久成長率		
	0%	1%	2%
5 年間	97.7%	94.2%	90.3%
7 年間	65.9%	63.9%	61.6%
10 年間	45.5%	44.3%	43.0%

計算の実施に際しては割引率である WACC を 10.06% としています。WACC はブルームバーグより平成 18 年 11 月 22 日に入手した値です。

安定成長期までの期間を 5 年間とした場合のキャッシュフローの成長率は、その後の継続的な成長率が横ばいだとすると、今後 5 年間は毎年 97.7% の成長率が求められます。安定成長期までの期間が 10 年間とした場合でも毎年 45.5% の成長率が求められます。年間 45.5% の成長率と言えば、さほど困難ではないように思われるかもしれませんが、確かに 1 年や 2 年の間であれば、成長著しい新興企業にとって達成可能な場合も少なくないでしょう。むしろ、それ以上の成長を達成することも珍しいことではないかもしれません。しかし、10 年間もの長期間に渡り年間 45.5% の成長を達成することは現実的には厳しいと思います。日本経済全体が低迷する可能性もあり、また、新規市場が飽和することにより既存のビジネスのみで成長を続けることは困難であると考えられるからです。10 年間 45.5% の成長を継続すると、売上高は 10 年後には現在

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払ひ、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

の売上高の41倍となります。2006年3月期のミクシの売上高は約19億円ですが、約770億円の売上高が必要となります。ちなみに今後10年間の成長率が20%、安定成長期の永久成長率が1%とした場合の理論株価は31万円で、現在の株価の1/5になります。

【今後10年間の成長率20%、安定成長期の永久成長率が1%とした場合】

(単位:百万円)

	第1期	第2期	第3期	第4期	第5期	第6期	第7期	第8期	第9期	第10期	第11期 以降
売上高	2,272	2,727	3,272	3,926	4,712	5,654	6,785	8,141	9,770	11,724	11,724
営業利益	1,095	1,314	1,577	1,892	2,270	2,724	3,269	3,923	4,708	5,649	5,649
法人税等	444	533	640	768	921	1,105	1,326	1,592	1,910	2,292	2,292
減価償却費	36	44	52	63	75	90	108	130	155	187	0
営業キャッシュフロー	687	824	989	1,187	1,424	1,709	2,051	2,461	2,954	3,545	3,357
割引率	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
現価係数	0.909	0.826	0.750	0.682	0.619	0.563	0.511	0.464	0.422	0.383	0.383
継続価値											37,058
現在価値	624	681	742	809	882	962	1,049	1,143	1,247	1,359	14,210

現在価値合計	23,707 百万円
新株予約権行使による増加額	225 百万円
小計( + )	23,931 百万円
発行済み株式総数	71,000 株
潜在株式	6,834 株
小計( + )	77,834 株
理論株価( ÷ )	307,467 円

こう考えてみると、マーケットはミクシにいかにも期待をかけているかが分かります。同時に現在の株価水準が妥当かどうか分かりやすくなります。

実際の株価の決定要因は複雑であるため、将来の予測キャッシュフローのみからで株価が算定できるものではありませんが、ミクシについては、株式上場により調達した資金使途が明確でないこと、今後の成長のためのビジネスモデルが不透明との指摘もありました。同社の今後の株価の動向と業績動向を引き続き注視していきたいと思えます。

(文責:渋谷大)

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払ひ、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) Bevalco Japan. All Rights Reserved.