

フィンテックの企業価値評価

The Valuation of FinTech Companies

諸 明秀

高橋 大志

Myeongsoo JEA

Hiroshi TAKAHASHI

慶應義塾大学大学院経営管理研究科

Graduate School of Business Administration, Keio University

要旨:ここ数年で、技術力の発展を背景に、独自の技術を用いて金融ビジネスを展開するフィンテックと呼ばれるスタートアップベンチャーが急増している。本研究では、近年盛り上がりを見せているフィンテック業界が、過去のインターネット株ブーム時と同様にバブルを形成しているのではないかという仮説のもとで、上場企業を数社ピックアップし、それぞれについて企業価値評価を行った。分析の結果、現時点のフィンテック企業の株価は、おおむね企業のファンダメンタルを反映したものとなっているとの結論が得られた。これからのフィンテック企業の動向の分析は今後の課題である。

1. はじめに

フィンテック FinTech とは” Finance ” と ” Technology ” を掛け合わせた造語であり、基本的には IT 分野における技術力を駆使して、金融の分野に参画したスタートアップ全般を指す言葉として使われる。同分野のベンチャー企業の資金調達額はここ数年で急増しており、アクセントのレポートによると、全世界におけるフィンテックの資金調達額は、2010年の20億ドルから2015年には120億ドルと6倍以上増加している[7]。

一方で、フィンテックブームとも言えるこうした盛り上がりを危惧する声もある。すなわち、2000年前後の IT バブルの再来ではないかという懸念である。本稿では、「フィンテックブームの過熱がバブルを再び引き起こすのではないか」という仮説のもと、代表的なフィンテックの企業を数社ピックアップしてそれぞれの企業価値を算定し評価した。

企業価値評価の方法については、基本的な算定方法であるディスカウント・キャッシュ・フロー法（以下 DCF 法）、そしてマルチプル法及びリアル・オプション評価法（以下 ROV 法）を用いた。これらの方法によって算定された企業価値について、実際の時価総額と比較し、実際の価格が算定した価格とどれだけ乖離しているか、またその乖離からフィンテックがバブルの水準にあると言えるか否かについて分析する。

2.においてデータについて示し、3.で実際の分析結果を示す。4.はまとめである。

2. データ

本研究におけるバリュエーションの対象となるフィンテック企業は以下の8社である。数少ないフィンテック上場企業の中でも特に盛り上がりを見せている分野を中心に選出した¹。

Table1 フィンテック上場企業

企業名	国	分野
Paypal	USA	Payment
メタックス	JAP	Payment
LendingClub	USA	Lending
OnDeck	USA	Lending
Xero	NZ	Accounting
Zillow	USA	Real estate
Q2	USA	Banking
LifeLock	USA	Security

DCF法ではフリー・キャッシュ・フローの永久還元定義式を、マルチプル法ではPSR (Price-Sales Ratio) 倍率、EBITDA 倍率を、ROV法ではブラック・ショールズ式を用いて評価する²。

¹ 今回はフィンテックの一部の企業のみを対象としたが、より広範囲の企業を対象とした分析は今後の課題である。

² 本研究では比較的シンプルな設定の下での分析を行っている。詳細な分析は今後の課題である。

Table2 企業価値評価の結果

(千ドル)

	実際の価格	DCF 法	ROV 法	PSR 倍率	EBITDA 倍率
Paypal	42,966,830	42,081,615	54,121,501	93,507,627	61,684,578
メタックス	31,939,880	24,920,260	36,936,391	54,996,847	—
LendingClub	4,568,360	4,711,380	6,456,578	4,552,395	10,023,383
OnDeck	630,470	3,564,045	3,981,525	1,629,106	—
Xero	2,604,110	—	—	1,727,683	—
Zillow	1,358,860	993,572	1,165,832	4,101,529	350,131
Q2	1,063,890	124,490	132,460	995,174	—
LifeLock	1,465,200	3,328,278	4,341,110	5,720,547	1,075,902

なお、企業価値評価に用いるデータは主にロイター社の Datastream を用いた。その他書籍や雑誌、インターネット、統計等さまざまなソースを用いて情報収集に努めたが、いずれも公開情報を用いて分析を行っている。

3. 分析結果

それぞれの評価方法による分析結果を Table2 に示した³。評価方法によって算定価格にばらつきがあるが、ほとんどの企業については、実際の価格と算定した価格はほぼ同水準にある。インターネット・バブル時の企業価値は、実際に理論価格の 10 倍、20 倍あるいはそれ以上の価格がついていたことを考えると、現在のフィンテック企業はバブルの水準にあるとは言えないと考えられる。しかし、一部の企業についてはリアル・オプションの価値を加味しても説明がつかなかったため、やや過大な期待が寄せられている可能性がある。より詳細な分析については今後の課題とする。

4. まとめ

本稿ではフィンテック業界の状況が、過去のインターネット・バブル時の状況と類似していることから、フィンテック企業はバブルの水準にあるのではないかという仮説のもとで、代表的なフィンテック企業について企業価値評価を行った。企業によって算定価格にバラツキはあるが、以上の分析から、現時点でのフィンテック企業は、おおむね企業のファンダメンタルを反映したものとなっており、バブルであるとは言えないという結論に至った。

ただし、この結論に関して注意すべき点が 2 つある。1 点目は、企業価値評価の前提や方法によって、算定した価格にぶれが生じることである。特に今回

取り上げたフィンテック企業は創業してから間もない企業が多いため、評価する際の前提や方法の妥当性には議論の余地がある。2 点目は、あくまでも現時点での結論であり、今後の動向には注意を要することである。冒頭でも述べたが、フィンテックに着目する投資家は年々増えており、資金調達額は急激に増加している。今後、現在のペースでフィンテックブームが過熱し、上場する企業が増加していけば、インターネット・バブルのように、いつの間にかバブルが形成される可能性もある。だからこそ、投資家は常に冷静に状況を観察し、分析することが重要であると考えられる。

参考文献

- [1] 森生明(2001)『MBA バリュエーション』日経 BP 社
- [2] 山本大輔(2001)『入門リアル・オプション—新しい企業価値評価の技術』東洋経済新報社
- [3] 本多俊毅(2005)『企業価値評価と意思決定』東洋経済新報社
- [4] Eli Ofek., Matthew Richardson.: The Valuation And Market Rationality of Internet Stock Prices, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 18, No. 3,(2002)
- [5] Ilanit Gavious., Dafna SchwartzMarket.: Valuations of start-up ventures around the technology bubble, International Small Business Journal, Vol. 29, No.4, pp399-415,(2010)
- [6] Accenture. “The Future of Fintech and Banking: Digitally disrupted or reimagined?” (2015)

³ 適切な算出が困難だった項目については横線 (—) で示している。