

Contents

| | |
|---------------------------------|----|
| 特集：ネットバブルを考える | 1p |
| <今週のThe Economistから> | |
| "Japan after Obuchi" 「小渕後のニッポン」 | 7p |
| <From the Editor> 「わがナスダック体験」 | 8p |

特集：ネットバブルを考える

4月に入ってから、米国ナスダック市場が大幅な調整局面を迎えている。日本でも、これまでIT銘柄の双壁とされてきたソフトバンク、光通信を先頭に、IT関連株が大きく下落している。こうした状況に「ネットバブルがはじけた」という声が高まっている。

たしかにそうかもしれない。では、バブルがはじけたとして、その後は再生に向かうのか、あるいは低迷が続くのか。IT相場のゆくえを考えてみる。

ナスダックのミレニアム相場

まずこの1年のナスダック総合指数の変化を見ていただきたい。

ナスダック総合指数

NAS/NMS COMP SITE (NASDAQ Stock Exchange)
as of 13-Apr-2000



Copyright 2000 Yahoo! Inc.

<http://finance.yahoo.com/>

Net bubble ?

あらためて説明するまでもなく、ナスダックとは全米証券業協会（NASDAQ）の管理下にある店頭株式市場。現在は約4800種の銘柄が売買されている。株式時価総額は6兆1400億ドルで、ニューヨーク証券取引所（NYSE）の11兆1000億ドルに次ぐマーケット（今年2月末）。マイクロソフトやインテルなど、米国を代表するハイテク企業が多数登録していることで知られている。

ナスダック指数は、昨年11月から急上昇を始めた。市場では「Y2K」ならぬ「N5K」（ナスダック指数の5000台乗せ）がいつ達成されるかが噂になった。結局N5Kは、3月8日にはザラ場で、翌9日には終値で実現。そして翌10日の終値5048.62ドルが、目下のナスダックの最高値となっている。

この間、NYSEの指標であるダウ30種平均はそれほど上がってはいない。つまり、資金はNYSEからナスダックへ、「オールドエコノミー」株から「ニューエコノミー」株へとシフトしたと考えられる。この原動力になったのは、以下のような理由であるといわれている。

- ・新しいミレニアムを前に、「買うべきはハイテク株」がコンセンサスになった。
 - ・Y2Kを意識した金融政策により、市場が金余り状態になっていた。
 - ・IT革命による米国経済の生産性向上が、ようやく認識され始めた。
- 一方、ナスダック株全般には次のような傾向があることも忘れてはならない。
- ・ベンチャー企業は市場に流通する浮動株数が少ないので、値動きが大きくなる。
 - ・値動きの良さに惹かれ、機関投資家よりも個人投資家が主体になりやすい。
 - ・個人はオンライン取引などで活発に売買するので、売買高が非常に高くなる。

ハイテクが買われ、従来型産業が取り残される。99年秋から顕著になった二極化相場は、くっきりと投資家の明暗を分けた。

象徴的な事例として、今年3月30日、ヘッジファンドの雄、タイガー・マネジメントが清算を明らかにした。1980年の設立以来、年平均25%の運用利回りを誇ったジュリアン・ロバートソン会長だったが、株式投資の手法はバリュー株（割安株）狙いのオーソドックスなものだった。その結果、99年の運用利回りはマイナス19%と惨澹たるものとなり、投資家の資金償還にあって撤退を余儀なくされた。「マウスとモメンタムが収益や価値の判断を後部座席に追いやってしまった」 偉大な投資家は、顧客に宛てた最後の手紙でこう記したという。¹

クリックに反撃するブリック

ところが同じ頃、市場では新たな地殻変動が生じていた。4月4日、ナスダックはハイテク株を中心に投げ売り状態となり、指数はザラ場で570ドルも下げた。その日はなんとか

¹ 日経金融新聞2000年4月3日「新経済相場、タイガー屈す」

収まったものの、同日のダウ平均は300ドル以上の急伸で「ニューエコノミー株からオールエコノミー株へ」の逆シフトが始まった。

ナスダックが下げた理由は簡単。上げすぎたからである。代表的なハイテク株であるオラクルやシスコシステムズは、気がつけばP E Rが100倍を超えていた。3月28日には、強気で知られるゴールドマンサックスのストラテジスト、アビー・コーエンが「株式保有比率の引き下げ」を勧奨した。そして4月3日には、マイクロソフトの反トラスト訴訟が調停失敗となり、投資家の不安に火をつけてしまった。マイクロソフト株は2日間で17%も下げ、時価総額は実に920億ドル（9兆7000億円）が吹っ飛んだ。

そして今週。4月12日のナスダックは過去2番目の下げ幅となり、ついに4000の大台を割った。これで最高値から25%の下げ。一方、ダウ30種平均はたびかさなる利上げにもかかわらず1万1000ドル台を守っている。**「夢を売って現実を買う」動きが現実のものとなりつつある。**

具体例を挙げれば、少し前までもてはやされていたインターネット銘柄のうち、**B 2 C（消費者向け電子商取引）はもう見向きもされなくなった** この分野の草分けであるアマゾン・ドット・コムでさえ、年間売上げ1600億円に対して累積赤字が900億円になっているという。ついには従業員のレイオフも実施した。アマゾンがこれでは、他は推して知るべし。99年に相次いだドット・コム銘柄は軒並み値崩れ。おもちゃネット販売のe Toysなどは公開時株価の10分の1で低迷している。

B 2 Cが魅力的なビジネスだと思えたのは、「もはや小売店でお客様が来るのを待っている時代ではない。ネットで固定費をかけずに、いくらでも注文が取れるじゃないか」という発想からである。**「クリック産業（ネットによるヴァーチャル企業）がブリック産業（レンガ、転じて既存のモノ中心企業）を駆逐する」と**いわれた。それでは本当にクリック企業は有利な立場だったのか。実際にビジネスを興してみると、ネットで注文を受けた商品を届けるには、結局は倉庫が要り、物流が要り、在庫が要る。フロントエンド（商品販売）だけでなく、バックエンド（在庫管理、支払管理など）も揃わないと、商売は円滑に進まない。電子商取引といえど、ブリック産業の助けなしには成立しないのだ。

そうこうするうちに、ブリック産業が電子商取引に乗り出し始めた。ウォルマートのような巨大企業が、既存のインフラを活かしてネットを使い始めたら、こっちの方がよっぽど脅威である。ネット企業の武器は、ビジネスモデルというアイデアだけ。**「クリックがブリックを身につけると、ブリックがクリックを学ぶのとどっちが早いか** 答えは明らかではないが、ネット企業が前途洋々でないことだけは確かである。

それではB 2 B（企業間電子商取引）はどうか。こちらはまだ高株価が続いているようだ。鋼材の取引市場を運営するeスチールなどは絶好調。しかし、B 2 Bの主演は鉄鋼なり自動車なりの巨大メーカー、つまりはブリック産業である。早晚、ここでもブリックによるクリックの吸収が始まるのではないだろうか。少なくとも、**「B 2 B事業で収益が上がる」という確証はまだ得られていない**

さらに深刻な日本の事情

米国のネット銘柄の調整は、めずらしいことではない。なにしろ、ナスダックでインターネット銘柄が脚光を浴び始めたのは、1995年のネットスケープ株上場から。この間の有為転変は激しく、多くのスター企業が誕生するとともに、いくつものスター予備軍が消えていった。数々のドラマを体験しているだけに、**米国のベンチャー起業家や投資家の間には学習効果がある**。市場のルールも比較的整備されている。

さらにナスダック指数自体、昨年11月からのブームの前は3000ドル以下だったことを考えれば、ようやくまともな状態に戻ってきたと見ることもできる。仮に現在のネットバブルが崩壊したとしても、ビジネスのシーズはまだまだあるし、ベンチャー予備軍はいくらでもいるし、なにより**IT革命はまだ道半ばである**。ナスダック市場は当面、調整期間となるだろうが、IT関連投資はまた復活するはずだ。

問題は同時期に発生した、日本のネットバブル崩壊である。「ベンチャー振興」の官民大合唱の下、昨年からはマザーズやナスダック・ジャパンなどのベンチャー企業向け資本市場の整備が急ピッチで進んだ。そして米国のIT関連銘柄の活況に歩をあわせ、誕生して間もない企業にびっくりするような値がつくようになった。渋谷周辺のベンチャー企業群にはビットバレーという名前が付き、「日本経済の救世主」という見方までされるようになった。**市場も企業も投資家も未成熟なまま、ブームが到来してしまった**

しかし現在、マザーズの銘柄は高値から半値に値崩れしている。4月6日には日経店頭平均が半年ぶりに2000円台を割り込んだ。さらにナスダックの調整を受け、4月13日にはネット関連株が売りが売りを呼ぶ展開となった。

ネットバブル崩壊の引き金を引いたのは、東証一部の光通信とソフトバンクの下落ある。両社については、すでに多くの報道がされているのでここでは繰り返さないが、ネットビジネスの両巨頭は現在、まるで憑き物が落ちたかのようにバッシングの対象になってしまった。そしてネットビジネスに参加している起業家のうちかなりの数が、2社のいずれかから出資を受けている。下手をすれば共倒れになってしまう。両社が有望なアイデアや起業家に金をばらまいたことが、かえってあだになるかもしれない。

「ビジネスモデル」の陥穽

ベンチャー企業の多くは、**ビジネスモデルという「絵に描いた餅」**で投資家を説得する。優秀なアイデアには、高い値段がつく。問題は、株式公開を成し遂げた時点で多くの起業家が満足してしまうことだ。たしかにその時点で巨万の富を得ることができる。しかし株式公開とは、本来はビジネスを行うための手段であるはず。IPOで集めた金でビジネスモデルを実際に作って動かし、収益を上げた時点ではじめてベンチャーは成功したと

いえる。入り口だけで満足してしまうような起業家は失格である。

これは米国にも当てはまることだが、マイクロソフト社のように**本当に利益を上げて**
いるIT企業は、かならずしも多くはない。「絵に描いた餅」の出来栄えはともかく、
先に挙げたアマゾンの例のように、ビジネスを実践してみるとうまくいかない例は結構多
いのだ。だが、そこまで完成させないとIT産業は育たない。

新しいビジネスモデルを作る、というのは元手が少なくてよく、当たれば大きいとい
う意味で、才能ある若者にとっては魅力的な仕事である。ただしうまくいくビジネスモデ
ルなど、そうたくさんあるはずがない。また、情報を価値の源泉とするビジネスは、物財
を売る商売に比べて格段に「値付け」が難しい。サービスの対価を回収して収益に結びつ
けることは、さらに難しい。

下に現行のネットビジネスを簡単に分類してみた。日本のオリジナルのアイデアはほ
とんど見当たらない。しかも技術よりはサービスで勝負しているものが多い。**日本のネ
ットビジネスはまだまだ層が薄い**のだ。

ネット関連の主要なビジネス形態

| 種類 | 仕事の内容 | 主な具体例 | コメント |
|------|--|---|----------------------------|
| インフラ | 通信、放送、プロバイダー、 ハード/ソフト データ処理 | オラクル、サンマイクロ NTT3兄弟 ソニー、セガ、富士通な ど | 堅実な投資対象。 大資本が必要 要技術力 |
| サポート | 広告、コンサルタント、 VC、IPO支援 | ザバ-エージェント ソフトバンク、光通信、 | バブル業種多し。 |
| B2B | 企業間取引のネット化 | 商社連合 大手メーカー | 大企業多し。 従来の物流を革新？ |
| B2C | オンラインショッピング、 バンキング、e-trade コンテンツ配信 | アマゾン、楽天、 マネックス サイバード | 最大の激戦区。アイ デアひとつで勝負。 |
| C2C | サーチエンジン、ネット・オーク ション、コミュニティ | ヤフー、ニフティ、 AOL、まぐまぐ | ポータルで勝負。 |

参考資料：株式投資向上委員会“e-investor”「ネット株投資のこれだけは」(4/1)

時価総額至上主義の問題点

日本のネット企業の中では、やはりソフトバンクと光通信が占める地位が圧倒的に大
きい。この2社がはなばなしい成功を収めたことは、多くの才能をベンチャーに向かわせ
るという意味で効果があった。その一方、**「時価総額の極大化」を目指すという両社の
経営方針が、ベンチャー全体にもたらした弊害は無視できない**。

最近流行のEVA理論でいけば、企業が生み出す毎年の純粋な利益は、EVA（経済
付加価値）として算出できる。このEVAを将来にわたって合計し、現在価値に割り引い

たものをMVAと呼ぶ。理屈通りであれば、企業の時価総額はMVAと同額になるだろう。

しかし現実には両者が一致することは少ない。時価総額の方が高ければ、プレミアムが発生しているわけで、これは市場がその企業に収益力以上の期待感を寄せていることを意味する。しかしMVAとの格差は、あくまでも御祝儀であると認識すべきであろう。

$$MVA（企業価値）+ プレミアム（期待感）= 時価総額（株価×株数）$$

MVAを伸ばすという目標は、本業によるキャッシュフローを増やし、将来有望な事業を伸ばしていくことで達成される。しかし時価総額の増大を目標とする場合は、極端な話、投資家の評価さえ高ければいいという結論になってしまう。

そこで考えられたのが、**「他のベンチャー企業に投資して株式を公開させ、自社の含み益を増やす」**という手法である。ヤフーが大化けしたことで、それに投資したソフトバンク自身も化けた。そこからソフトバンクは金融ビジネスに傾斜していく。光通信もその後を追う。両社は本業で儲けた資金を原資とし、ベンチャーキャピタルを事業の中核に据えた。彼らの傘下から新しいネットビジネスが誕生する毎に、株式公開を通じて利益が入ってくることになる。かくして両社は才能とアイデアの困り込みを始め、投資家の期待を受けて株価はどんどん上がった。

しかしこのような経営をしていると、企業アナリストなどにとっては、「何をしている会社かさっぱり分からない」ことになってしまう。本気で「インターネット財閥を作る」（孫正義）というのであれば、ソフトバンクは金融監督庁や日本銀行の監視下に置かれるべきであろう。

そうこうするうちに、マスコミ報道などによって両社の経営実態が少しずつ明らかになってきた。実はキャッシュが足りなかった、本業が赤字に転落していた、といったニュースが流れるたびに株価は下落。2月15日に24万円の最高値をつけた光通信は、4月13日現在で10営業日連続のストップ安で3万6800円の売り気配。それでもまだ底値が見えない。**同社の時価総額のほとんどが実体のないプレミアムであり、企業価値が極端に小さかったことが明らかになった**といえよう。

ネットバブルの構造

今回のネットバブルを作ったもうひとつの原因は、投資家の側にある。

投資家にとってIT関連投資は非常に魅力的である。なぜなら**「決着するまでの時間が短く、金額もそれほど多額である必要はなく、成功したときのリターンが極端に大きい**情報に関するビジネスは、「多くの人を利用すればするほど価値が高まる」という特性があるから、収穫逓増の法則が働くのだ。デファクトスタンダードを作れば、全世界の市場を握ることだって夢ではない。高炉のような製造プラントを作る投資に比べれば、魅力の

比較優位は明らかであろう。

とくに日本の場合、もともと優良な投資案件が少ないところに、低金利で行き場を失っていたマネーが、「米国でIT関連が上がっているから日本も」という安直な発想で流れ込んでいる。しかもIT関連銘柄が少なかったために、いくつかの人気企業に投資が集中した。こういう資本は逃げ足が速い。とくに個人投資家の多くはキャピタルゲインだけを狙っている。株式公開にこぎつければ、あるいは高値をつければすぐに売り抜けようと考えている。新しい買い手がどんどん入ってくる間はうまく回転するが、当のネット企業が利益を出せなかったらサイクルは崩れてしまう。

短期の資金が、投資対象をよく知らないままに大量に流入した、という意味では、**ネットバブルの構造はアジア通貨危機に似ている**。IT産業（アジア）はたしかに可能性に満ちた世界である。世界中の資金が集まるのも無理はない。その反面、IT産業（アジア）には、情報開示の不備や人材不足、放漫経営といった問題も付随することがある。ときどきはこうした調整局面があることを、投資家は覚悟しておいた方がいい。

それではバブルからの再生は可能だろうか。

米国では、ナスダック市場の調整は続いても、ネットビジネスの発展は止まらないだろう。ネットバブルの発生と調整は、過去に何度も繰り返されているからだ。

日本においてはどうか。今回の調整局面は、**日本のベンチャー投資市場が初めて体験するは本格的な淘汰局面**となる。それだけに回復には時間がかかるかもしれない。つまり、「ビジネスモデル 株式公開 他のネットベンチャーへの投資」といった時価総額至上主義の方程式を、根本から見直すべきである。そうしないと、せっかく定着しかけたベンチャー投資の仕組みがつぶれてしまいかねない。今回のネットバブル崩壊が、起業家と投資家が進化する契機としなければならない。

< 今週の “The Economist” から >

"Japan after Obuchi" April 8th 2000 Leaders

「小渕後のニッポン」(p16-17)

*いろいろ物議をかもした今回の政権交代。外国のマスコミの受け止め方は、総じて芳しくないようだ。"The Economist"誌はいかが？

<要約>

リーダーの退場は普通の国では事件である。だが日本ではそうではない。先週末、小渕首相が発作で倒れ、新しい首相を選出したが、これで変化があると予測するものはいない。次の総選挙まで待たなきゃ、と思っているようだ。でも日本にそんな余裕はないはずだ。

小渕氏は「ごくごく平凡」を自称しながら、戦後最悪の不況を終わらせる上で大いなる

貢献をした。99年度0.6%成長を公約し、これは達成されそう。スーパータンカーと評される日本のこと、よほど努力しなければ針路変更は難しい。マイナス成長から抜け出すには35兆円の公共投資が必要だったことになる。

困ったことに、今のままの経済運営を続けることはできない。企業を刷新し、消費者の信頼を回復する新しい指導者が求められている。一刻も無駄にせず、有権者の負託を得て必要な変化をもたらすべきである。だのに後継者は、古いタイプの政治家・森喜朗である。

明るいニュースといえば、自民党が選挙の前倒しを考えているらしいことだ。小淵は景気回復とサミットの成果に期待して、秋の総選挙を望んでいた。しかし自民党首脳は同情票を当てにして、早期選挙に傾いている。理由は違うが、早期選挙は日本にとっていいことである。どんな結果になるにせよ、政権は新たな任期を得るからだ。

経済政策とサミットの準備、有珠山噴火対策など懸案は山積状態。自由党との連立解消も被害が大きかった。これが普通の国なら、リーダーの空白は国家の危機である。しかし日本の場合は、株価が最高値を更新して円が上昇する。この国では変化が隔離され、すべて予測どおりに動くと思われているからだ。

困ったことに、日本の改革は進みそうにない。選挙が近づくと有権者を怒らせそうなことはどんどん先送りされる。首相の諮問会議はいろんな提言を行っているけれども。

結論は「遅れ」だ。政治家は政争を続け、官僚が政策を用意する。真の変化には次の世代を待たねばならないのか。不幸なことに、次の世代には高齢化や銀行の不良債権や、重荷を背負った企業、公的部門の赤字といった問題が先送りされる。そのときになったら「普通の人」ではこなせない仕事となるだろう。仕事はいまこそに取りかかるべきである。

<From the Editor > わがナスダック体験

こんな記事を書いたついでに、恥を忍んで個人的な思い出話を少し。

1995年秋、ネットスケープがナスダックに上場されました。1株120ドル。それまで一通りの株式投資をやっていたものの、2部や店頭株にはけっして手を出さなかった筆者が、初めてナスダック銘柄を買いました。初めて触れたインターネットに感動したので、ネットスケープ・ナビゲイターを作った会社を応援するような気持ちでした。

間もなくビル・ゲイツが、歴史的な「インターネット参入宣言」を発してマイクロソフト社の戦略を転換。たちまちネットスケープ株は暴落。ところがすぐに持ち直して、1対2の株式分割を実施。160ドルになったので売却。緒戦は勝利でした。

以後、時代の先端に参加しているという快感が忘れられず、96年から97年にかけてナスダックのハイテク関連株をあれこれと売買しました。オラクルやサンマイクロでさえ何をする会社かよく分からず、ヤフーやアマゾン・ドット・コムはまだ誕生前。「ナスダック銘柄を買っているんですよ」などというと、株が好きな友人たちからも奇異な目で見られ、

「そんなのやって大丈夫？」と聞かれた時代です。

とにかくナスダックは値動きが速かった。「電子マネーがブームになる」と思い、サイバーキャッシュという銘柄を買ってみたら、その日のうちに1割上がった、なんてこともありました。逆にグリーンスパンがネガティブな発言をすると、一気に相場全体が値崩れするという不安定な世界。利食いしたり損切りしたりするたび、「とんでもない鉄火場だ」と何度も思いました。

戦績の方は、適度に泣いたり笑ったりしましたが、たまたま証券口座を置いていた山一証券が97年末に自主廃業。これを機会にすべての取引を清算し、キャッシュに換えて住宅ローンの返済に充ててしまいました。おかげでぼろ儲けもなかった代わりに、大きなやけどは負わずに済みました。以後は株とは無縁な暮らしをしています。

今回、あらためてこの世界を覗いてみると、IT投資があまりにも普通のことになっているのに驚きました。それと反比例するように、大きな夢を感じさせる会社が減っているような気がします。ネット関連銘柄がバブルか否かはさておき、あらためて「買いたい株があるか」と探すと、なかなか見当たらない。こんなことなら知り合いベースで、アーリーステージのベンチャーに出資する「小額エンジェル」にでもなってみようかと思う今日このごろです。

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。
日商岩井ビジネス戦略研究所 吉崎達彦 TEL:(03)3588-3105 FAX:(03)3588-4832
E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp