

Contents

特集：再びネットバブル考	1p
<今週のThe Economistから>	
"Rosy prospects, forgotten dangers" 「ばら色の未来、忘れられた危機」	7p
<From the Editor> 「夜のネットバブル」	8p

特集：再びネットバブル考

2周続けて同じテーマを取り上げる。先週号で取り上げたポイントは以下のとおり。

- ・昨年11月から始まったナスダックのミレニアム相場が調整に入った。実際のネット・ベンチャーもそれほど順調ではない（クリック企業に対するブリック企業の反撃）。
- ・日本の場合はさらに深刻で、企業も市場も投資家も未熟なままにブームが来てしまった。現在は光通信、ソフトバンクを中心にIT関連銘柄が急落し、反省材料となっている。
- ・起業家の時価総額至上主義と、投資家の安直な姿勢がネットバブルを作った原因である。今回の調整局面を機に、ネットビジネスのあり方を見直す必要がある。

IT産業の長期的な発展を考えれば、ここでネットバブルが調整することは悪い話ではないはず。しかし今週の株式市場の動きを見ていると、**バブル崩壊によるマイナス効果は意外と大きい**。ITやベンチャーをめぐるわが国のさまざまな問題点も、はっきりしてきた。そこで今週も引き続きネットバブル問題を取り上げてみる。

バブル崩壊がもたらすもの

4月10日付のFinancial Timesが、"Net snagged in Japan"というコラムで、日本におけるネットバブル崩壊現象を見事にまとめている。以下はその要約。なお、この記事は先週末の株価下落以前に書かれていることにご注意願いたい。

「日本の破れたネット」

日本でもっとも有名なソフトウェア会社の株価下落は、あの資産バブルの崩壊をほうふつとさせる。過去7週間で、ソフトバンクにおける孫正義の資産は780億ドルから280億ドルに減った。光通信における重田康光の資産は480億ドルから98億ドルへ。彼らの損失は、世界的な技術関連株の減価による部分が多い。だが日本のケースは他に比類がない。このままでは投資家の信頼を失い、世界第2位の経済大国におけるインターネットの成長を阻害しかねない。「こんなにひどいインターネットの調整は見たことがない」とHSBCのアナリストは語る。

彼らが回復しないのであれば、日本のインターネット現象は春の桜のように散ってしまいかねない。ソフトバンクが失った時価総額1270億ドルは、ポーランドのGDPを超える。光通信が失った560億ドルはニュージーランドのGDPに近い。

絶頂期の頃の彼らは慢心していた。重田はIRの場で「光通信は100兆円を目指す」と豪語した。2社は先月、巨額の時価発行増資を検討していた。彼らの株価が上がるにつれ、機関投資家は競って参加した。アナリストも荷担した。リーマンブラザーズはソフトバンクの株価は40万円になると予測した。これでは同社の時価総額は8220億ドルとなり、日本のGDPの16%に達してしまう。

先月、ソフトバンクの北尾吉孝が重田を批判し、社外取締役の辞任を迫った。それに続いたのが文芸春秋の記事。光通信のビジネスモデルに疑問が投げかけられた。両社は、事業会社と投資ファンドを併せ持っている。光通信は携帯電話を売る「ヒットショップ」2100点を有し、ソフトバンクはジフ・デービスなどを持つ。投資面では、両社は上場、未上場のインターネット企業の株を買っていた。彼らの資産内容への懸念が、株価を不安定なものにした。そこへ両社が、事業での利益が期待したほどではないことを発表すると、一気に信頼が失われた。

彼らはインターネット投資を処分することで、損失を埋めようとした。しかしことは簡単ではない。ソフトバンクの関連会社は、親会社同様に株価が下げている。光通信の株価は連日のストップ安だ。東京三菱証券の予測によれば、2月の高値24万1000円に対し1万円まで下げるかもしれない。この水準だと時価総額は29億ドル、重田の資産は20億ドルに目減りする。また、ソフトバンクは日米欧のポータルサイト、ヤフー株を所有しているものの、これを手放すとなると高額なキャピタルゲイン税が課せられてしまう。

しかし株価の下落は、両社の経営や社長の資産にはあまり関係がなさそうだ。むしろインターネット企業への投資家の信頼が損なわれる危険がある。インターネット起業に、金が集まりにくくなることも考えられる。日本におけるインターネット革命は、止まらぬまでも遅れることになりそうだ。

マイケル・ルイスによるシリコンバレーに関する著作によれば、10億ドルと20億ドルの資産では、生活水準に何ら違いは見られない。株がいくら売られても、孫と重田の生活は変わらないだろう。日本のソフトウェア長者たちにとってはたしかに悪い時期かもしれない。だが、ソフトバンクと光通信に投資した者たちにとってはもっと悪いだろう。

バブル崩壊の被害額

実際に投資家にとって、今回の株価下落でどの程度の損害が出たのだろうか。日経金融新聞の時価総額ランキングを比較してみよう。

時価総額ランキングの変化

	< 2月17日 >	< 4月14日 >	< 増減 >
ソフトバンク	18兆6847億円、3位	7兆2966億円、7位	11兆3881億円
光通信	6兆9666億円、7位	1兆1401億円、82位	5兆8265億円
NTTドコモ	36兆7718億円、1位	35兆5269億円、1位	1兆2449億円
トヨタ	17兆7975億円、4位	20兆8013億円、3位	+ 3兆0038億円
ソニー	12兆9373億円、5位	12兆1519億円、4位	7854億円

こうしてみると、2社の下げ方がいかに異常かがよく分かる。わずか2ヶ月の間に、2社合計の時価総額25兆円が8兆円にしばみ、3分の1になった計算になる。その後も両社の株価は下げている。

これだけの規模で株価が下落したら、個人消費、ひいては景気全体にも影響するだろう。**昨年秋に打たれた景気対策は総額8兆円。それに近い金額が株式市場から消えてしまった**のである。病み上がりの日本経済は、思わぬところでリスクを抱えてしまったのではないだろうか。

「損をしたのは一部の投資家だけ」とは言っていられない。このところ株式市況の活発を受けて、株式投資信託が売れている。4月からの郵貯の大量償還もあり、テレビCMなどでも投信をさかんに扱っている。今年2月には実に2兆7000億円もの株式投信が設定された。これはバブルの絶頂期だった1989年12月（3.8兆円）に次ぐ過去2番目の高水準。2月といえば、まだソフトバンクと光通信の株価が高かった時期である。

国際証券エクイティ調査部が、最近の投資信託の組み入れ銘柄を調査している¹。これによると、資産額200億円以上のファンド59本の運用対象は、1位NTTドコモ（3007億円）、2位ソニー（1632億円）に続き、ソフトバンクは堂々の第3位（1272億円）。光通信は19位で256.5億円。情報関連銘柄の高値警戒感から、さすがに組み入れ額は下がっているが、機関投資家としては、時価総額の大きい銘柄を無視することはできない。そこで少なからぬ投資信託が、ネットバブル崩壊の影響を受けていることが想像できる。最近、投信を買った多くの投資家が、この損失を共有していることになる。

¹ <http://www.kokusai.co.jp/kokusai/analyst/analyst0015b.html>

日本のベンチャー市場の問題点

日本の株式市場は、99年にドラスチックな変質を遂げた。時価総額に占めるIT、通信関連の銘柄の比率が急増し、NTTドコモ、ソニー、富士通などが相場の主役となった。昨年9月2日には、光通信が店頭市場から東証一部に格上げになり、5万7000円の初値をつけた。期待した通り同社の株価は急伸し、IT産業を代表するスター銘柄となり、東商全体の時価総額の伸びにも貢献した。

こうしたIT銘柄の活況が、空前のベンチャーブームを可能にした。少しばかり前には、「日本にはベンチャーに資金を供給する仕組みがない」ことが問題視されていたのに、いきなりベンチャーバブルが発生してしまった。つまり、**日本のベンチャー市場は発展途上段階でブームを迎えてしまった**

それがいきなり腰折れしたため、予想以上に今後禍根を残す可能性がある。現にマザーズは上場7銘柄が公募価格を下回っている。ベンチャーに対する投資家の信認は大きく失われてしまった。IT産業を中長期的に育て、日本経済成長のコア部分としていくためには、今回の事態への反省が必要である。

まずは証券市場の問題。**日本の市場に本当の意味で価格決定力があつたのが**問われている。これまで光通信の株価は、いろんな噂が飛び交うたびに、ストップ高、ストップ安を繰り返してきた。額面50円の株券に24万円の値がつき、その2ヶ月後には、底値の経験則といわれる「半値8掛け2割引」以下になっても値がつかない。いくら相場は生き物だからといって、異常な事態というべきであろう。

しかも下げ局面になると、ストップ安の値幅制限があだとなり、売買が成立しない状態がもう半月も続いている。この間、株主は欧州市場の気配値を見ながら、自分の財産の増減を推し量るしかない。そもそも「売りたい人が売れない」ようでは、市場と呼ぶに値しないのではないだろうか。

危ない会社の経営実態を、証券アナリストが見抜けなかったという問題も残る。「20万円台の株価で買いを推奨していたアナリストが、3万円台で売りを推奨している」といった批判は避けられないところである²。証券会社の調査能力が向上しないことには、投資家は「IT産業は恐くて買えない」ということになってしまうだろう。

さらに問題は発行体である企業の側にもある。「IR重視」といいつつ、都合のいい話だけをディスクロズしたがるような企業に対し、投資家の怒りは高まっている。光通信の重田社長は4月24日に記者会見を行う。対応をひとつ間違えれば、同社の経営の根幹にもかかわる危機となりかねない。

² 4月18日日経夕刊コラム「幹事証券とアナリストの責任」（安田火災グローバル投信投資顧問、伊藤稔）

ベンチャーを甘やかす資本市場

今週4月19日に、国内最大手のB2C企業、楽天が店頭公開を行った。さすがに時期が悪く、公募価格は3300万円のところ、初値1990万円と低い出だしとなった。その後は上昇に転じ、4月20日は4000万円で引けている。

同社が公募調達した資金は実に495億円。96年に公開した武富士を上回る最高金額である。これはブックビルディングが好調すぎたせいだが、ネットバブルは健在という感がする。たしかに高い株価がつくことは、企業に対する期待が高いことを意味し、起業家の資産も増えるわけで悪い話ではない。ただし度を過ぎた資本市場の「太っ腹」は、ベンチャー企業にとってはかえってマイナスになると心得るべきだろう。

そもそも楽天は年商6億円、経常利益2.2億円（99年12月期）の会社である。こんな会社が500億円近い資本金を調達して、いったい何に使うつもりなのか。三木谷社長は「海外事務所、M&A、B2Bへの進出」などに使うと語っているらしい。しかし多すぎる資本金は、企業にとっては低いROEを意味する。仮に10%のROEを目指すならば、楽天は年間50億円の税引き後利益を上げることが必要になる。これが達成できないと楽天は資本効率の低い会社という評価を受け、最終的には株価が下落することになる。

巨額の資本を使って、新たな成長分野に取り組むつもりであれば話は別である。グッドウィルの折口会長は、人材派遣業である同社を公開して得た資金200億円を、介護ビジネスのコムスンに投じる予定である。投資家は、こういうグッドウィル・グループのシナリオを評価して、高い株価をつけている。これならば筋が通っている。単に自己資本が増えれば満足、というのでは経営者失格である。

以下は先週号の話といささか重なるが、株式を公開することの意味が誤解されている気がしてならない。企業が株式を公開するのは、事業に必要な資金を調達するための手段であって、起業家のご褒美を得る手口ではない。株式を公開すると、企業は公のものになり、その時点で起業家はオーナーから雇われ経営者に転落する。以後は投資家に対して責任が生じ、経営がうまくいかないとプレッシャーを受ける立場になる。そういうトレードオフを理解していない起業家が多いのではないだろうか。

ゼロ金利政策の弊害

これまで、投資家がIT関連やベンチャーに気前良く投資してきたのは、前途を高く評価しているからというのは建て前で、実はほかに有効な投資対象が少なかったからではないだろうか。つまり初めに金余り現象があり、しかるがゆえにネットバブルが起きたのではないか。この場合、IT関連株は「価値が無限大になる」可能性があるので都合がいい。つまりいくらでも買い進めることができるのである。PERが100杯を超えても、「成長性があるから」といって済ませることができる。これがバリューストックであればそうは

いかない。80年代後半の日本の地価と同じで、ITの理屈は後からいくらでもついてくるのである。

このように考えると、いわゆるゼロ金利政策がネットバブルの温床になっているように思えてくる。99年2月に日銀がゼロ金利政策に踏み切ってから、すでに1年以上が過ぎている。「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」という解除のための条件は、まだ満たされていない。速水総裁は4月12日の定例記者会見で「金利正常化は、なるべく早い時機にやるべきこと」と述べ、早期解除に意欲を見せた。しかしその直後のG7と株価の下落により、その可能性は遠のいた感がある。

ゼロ金利という異常事態は、さまざまな弊害をもたらしているが、その最たるものは「リスクを取るべきでない人にリスクを取らせてしまう」ことにある。最近、都内のある書店では、ベストセラー上位50冊のうち20冊以上が株に関する本だったという。これだけ株がブームになったとたんに、多くの個人投資家がやけどを負ってしまった。

「株式投資は自己責任」といってしまえばそれまでだが、前述した通り制度面で多くの問題点があったことは間違いない。今後はいろんな形で投資家のクレームが各方面へ寄せられることになるだろう。Yahoo!掲示板の「光通信」の欄³では、このところ連日のように投資家からの怒りの声が寄せられている。4月10日にはサーバーがダウンしてしまったほど。こうした投資家の不信感が、「株はやっぱり怖い」「ベンチャー企業は信用できない」といった心理につながるようでは、いろんな意味で逆戻りになってしまう。

ゼロ金利の解除については、今年の7-9月頃、10-12月頃、来年以降、などの見方がある。つまり沖縄サミットの前のことはあり得ない。あとは景気回復の速度いかんということになる。ここが悩ましいところだが、解除が早すぎれば景気が腰折れになり、遅すぎればそれだけモラルハザードが深まる、といういずれかの弊害が残る前者と後者のリスクを勘案すると、「解除が早すぎるよりは遅すぎたほうがまし」という結論にならざるを得ない。なにしろ今回、景気回復が腰折れした場合、日本政府にはもはや財政政策の余力はほとんど残っていない。慎重の上にも慎重を期さなければならない。

たしかに景気回復が早ければ、解除は思ったより早くなるだろう。その反面、今回のネットバブル調整が個人消費に及ぼす影響が懸念される。これで景気回復が遅れば、ゼロ金利解除も先送りされ、「不況下の株高」という不健全な状態が続くことになる。

日本経済が緩やかな成長過程にあるという現下の判断は、「IT産業を中心とする民間設備投資の伸び」と、「企業収益の回復を反映した株高」という2つの前提に支えられている。株式相場の変調は、このシナリオにリスクが生じていることを意味している。ネットバブルの崩壊を、他人事だと構えていては判断を誤る可能性がある。

³[http://messages.yahoo.co.jp/?action=m&board=yahoo.d9.0b.835701&topicid=4m00&msgid=83p2dn\\$nbq\\$5@m00.yahoo.co.jp](http://messages.yahoo.co.jp/?action=m&board=yahoo.d9.0b.835701&topicid=4m00&msgid=83p2dnnbq5@m00.yahoo.co.jp)

< 今週の “The Economist” から >

"Rosy prospects, forgotten dangers" April 15th 2000 Leaders

「小渕後のニッポン」(p16-17)

* 日本にいと気がつきにくい、欧米では景気の先行きに対しては楽観論一色であるらしい。へそ曲がりの“The Economist”誌は、いつも通り警鐘を発している。

< 要約 >

2000年はすばらしい年になりそうだ。少なくともIMFの予想によれば。米国は奇跡的な成果を維持し、欧州も上り調子。何よりエマージング市場が戻ってきた。とくに東アジアは予想を超える回復ぶり。一時は世界経済を危機に陥れるかと思われたが、じきに「アジアの奇跡」が一回休みになったのだと見なされよう。失政の日本にも明るさが見える。

こうした予想にミスはないものの、ミスリードはありうる。リスクは大きいし、拡大している。だのに、いい知らせが続くから、政府は腰が重くなる。残念なことだが、信じるに足る経済の法則によれば「山高ければ谷深し」である。

世界経済の総本山にして、いつも良き知らせをもたらしてくれるのは米国である。割く年10月、IMFは2000年の米国成長率を2.6%と予測した。さらに失業率は4%、インフレ率は2.5%という結構な数字。ところがIMFは、成長率は4.4%だと見直した。米国がこれだけいいのなら、世界の景気は更に牽引される。

長期的に見れば、米国と全世界は新しい時代に入ったのだと思われよう。米国の持続可能な長期成長率は、丸1%は伸びたようだ。ということは見通しは明るい。なぜか。ウォール街はやがて真実に目覚めよう。投資家は、「ニューエコノミー」といえど、現状の投機を正当化することはできないと気がつく。金融危機があるとしても穏やかなものとなる。また、米国の生産性が向上したことは、他国も真似することができる。米国の労働市場、資本市場のように、急進的な改革を喜んで受け入れることになる。

だが、もし新経済派が間違っているとしたら、危険は明らかだ。ウォール街の真実の目覚めは悲劇的なものとなる。予想と実際の収益の違いは大きく、株価は下落し、世界の市場に波及していくだろう。米国の経常赤字の拡大は、ドルの下落を不可避にする。

歴史に学ぶならば、ニューエコノミーは疑ったほうがいい。歴史に学ばなくても、最悪に備えて最善を祈るにしくはない。世界経済を楽観し過ぎると、国際金融市場を安全にし、欧州の財政を再建して変化に対応させ、エマージング諸国の企業と金融と政府を立て直すなどということは不可能になる。いいニュースは変化を先送りさせるからだ。

最近の経済改革は一進一退している。「金融アーキテクチャー」の議論はもうたくさんだ。行動が伴っていない。欧州はユーロがうまくいって緊張感がなくなっている。途上国の構造改革は以前に比べれば立派だが、まだまだ必要なまでに至っていない。政府が自己満足に陥ることがなければ、もっと明るい展望を楽しむことができるのだが。

<From the Editor > 夜のネットバブル

面白い話を聞きました。銀座あたりの「座っただけでン万円」の高級クラブは、このところ客層がすっかり入れ替わったそうです。以前はそこそこの年配の方々が客層の中心でしたが、社用族の激減とともにめっきり姿を見掛けなくなり、今ではベンチャー企業の若手実業家や、交際費をたくさん持ったIT企業の社員が幅をきかせているとのこと。

客が一気に若返ったので、お相手を務めるのも和服の似合う妙齢のママさんたちでは具合が悪く、学校を出たての若い人たちを雇って対応しているのだとか。そうしないと年齢が逆転するし、そもそも話題がかみ合わないのだそうです。100%成果主義の世界だけに、夜の街のリストラは、さぞかしきびしいものになったことでしょう。

それにしても高い店で遊ぶというのは、金融関係なり、高級官僚なり、文化人なり（昔は商社マンだった時代もあるそうですが）、要はオールドエコノミーの人々のライフスタイルだったのではないのでしょうか。ニューエコノミーのプレイヤーたるもの、できればもっと気のきいた遊び方をしてほしいものです。そうでないと、本当の意味で世の中を変えることにならないから。

ニューエコノミーの旗手たちには、できれば新しいライフスタイルも提案して欲しいと思います。たとえばビル・ゲイツが、ノーネクタイで記者会見をこなすようにしたのは、メディアの世界ではひとつの革命でした。今では普通のことになってしまい、石原慎太郎までが同じことをやっていますけれども。

さて、今回のネットバブル崩壊は、東京の夜の街にとっても脅威となるのではないのでしょうか。おりからの公務員倫理法成立もあり、高級店にとってはきびしい時代が到来しそうです。

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までお願いします。

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