世界金融危機が及ぼしたネット企業への影響

山科 拓 ●日興シティグループ証券株式会社　株式調査部 通信・インターネット・IT担当アナリスト

リーマンショック以降、サービスの選別が加速したネット業界 厳しいベンチャー投資環境の中で新たな成長分野を提示できるか

サブプライムローンやクレジットデフォルトスワップ（CDS）といった金融商品の高いリスクは、2008年9月のリーマンショックをピークに顕在化した。これと前後して金融機関の信用創造不全と規模の縮小や、実体経済の後退など、さまざまな問題が生まれている。本稿では、このような金融危機と景気の悪化がネット業界の経営戦略にどう影響するかについて、資本市場からの影響、実体経済からの影響、ネット企業の株価評価、そうした中でも成長している企業の存在や注目される収益モデルなどに焦点を当て、整理したい。

資金調達コスト上昇、回復が待たれるベンチャー市場

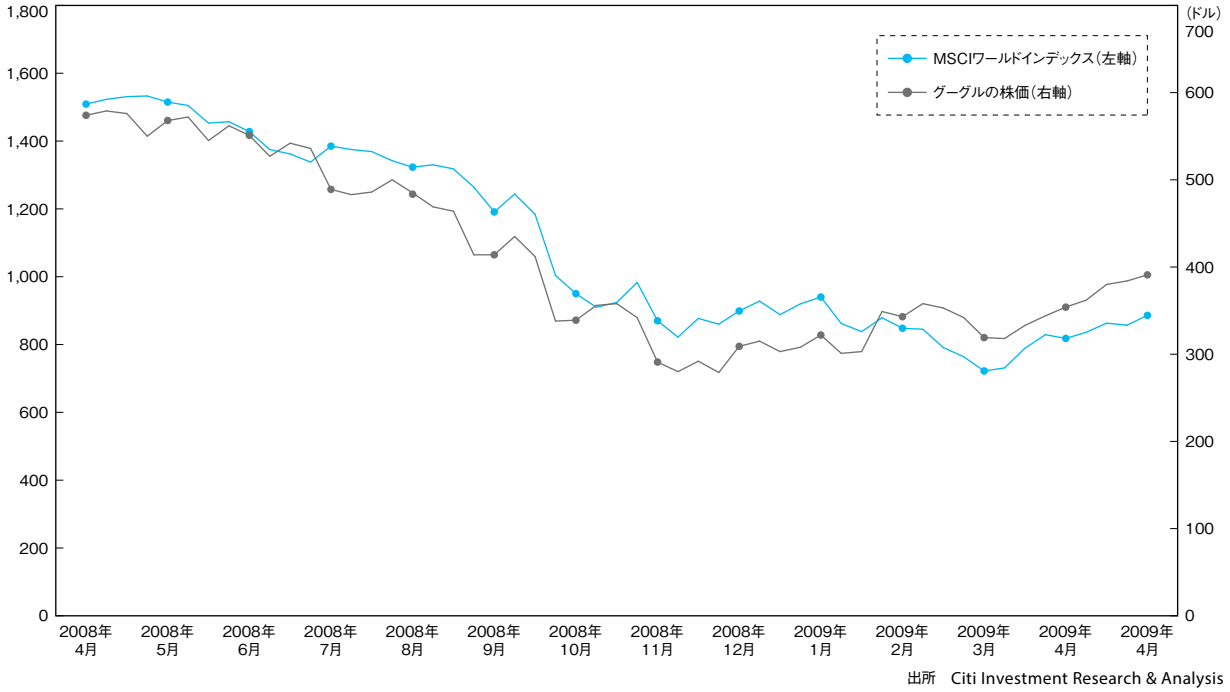
金融危機の直接的な影響として、まずは全世界的な株価の下落＝株主価値の毀損（きそん）という厳然かつ明確な事実が挙げられるだろう。また、金融機関自体の規模の縮小も直接的、間接的に影響している。こうした資本市場の動向はネット業界も無縁ではなく、世界の株式市場の推移（MSCIワールドインデックス）とグーグルの株価はリーマンショックを挟む2008年4月末から2009年4月末の1年間、ほぼ同じような推移を見せてきた（資料1-6-1）。

株価の下落を企業金融理論から見ると、教科書的には株主資本コスト（株式による資金調達コスト）の上昇を意味する。すなわち「株価の下落は株式発行による資金調達を行う意欲を減退させる」という流れとなる。

また、銀行からの借入や社債発行などのデット（負債）ファイナンスについても同様に、金融危機により高リスク金融市場が崩壊し、信用リスクに対して敏感になっている

世界の株式市場と同じ推移を見せたグーグル

資料1-6-1　MSCIワールドインデックスとグーグルの株価



出所　Citi Investment Research & Analysis

インターネット白書／ ©1996-2012 Impress R&D

日米では広告市場が減速に。中国などでは有料サービスが好調

資料1-6-2　売上高の前年比成長率

企業名	07年 第1四半期	07年 第2四半期	07年 第3四半期	07年第 4四半期	08年 第1四半期	08年 第2四半期	08年 第3四半期	08年 第4四半期	09年 第1四半期
Google（純売上高）	66%	63%	61%	52%	46%	43%	34%	25%	10%
Amazon.com	32%	35%	41%	42%	37%	40%	31%	18%	18%
Yahoo!（純売上高）	9%	11%	14%	14%	14%	8%	3%	-2%	-14%
eBay	27%	30%	30%	27%	24%	20%	12%	-7%	-8%
TenCent	20%	23%	44%	57%	85%	84%	91%	87%	
Shanda Interactive	62%	46%	58%	62%	61%	65%	57%	52%	
ヤフージャパン	22%	15%	19%	29%	29%	28%	20%	7%	1%
楽天	-7%	-5%	9%	25%	23%	23%	20%	4%	
（楽天市場のみ）	27%	27%	26%	22%	21%	22%	25%	23%	

出所　Citi Investment Research & Analysis

ことから、「貸し渋りなどの話が出るほどに銀行の体力が傷んでいる時に、借金による資金調達は非常にしにくい、または金利＝負債コストが上昇する」という状況にある。

このように、資金供給の面での投資資産の縮小とともに、企業側の資金調達需要の面では株主資本コスト、負債コストともに上昇し、資金調達が容易ではない状況が生まれていると考えられる。

ベンチャー市場にもこうした状況が現れてきており、いくつかのブログでベンチャーキャピタルの投資リターンがマイナスに陥ったなどと論じられているように、一般的に高リスクとされるベンチャー投資の環境は一段と厳しい状況にあることが想定される。なかでも、フェースブックの資金調達が難航していると報じられていることは象徴的な例と言える。一方で、トゥイッターなどが順調に資金調達を行っているのは例外的と言えよう。

広告を中心とした減速感の日米、有料サービスが好調の中国

事業・収益上の影響は、金融市場での高リスク商品の拡大に伴って生まれていた実体経済のレバレッジが崩壊したことから発生していると考えてよいだろう。具体的には、消費や設備投資の縮小などを背景に、広告市場の縮小の可能性、Eコマース市場での価格競争の激化と価格競争力のない企業の収益鈍化といった影響が発生してきている。

2008年9月のリーマンショック以降、特に米国や日本では広告市場の減速がみられる。その一方で中国などでは有料サービスが好調を持続しており、対照的となっている（資料1-6-2）。

ネット企業の成長期待感が、ほかの業界並みに

また、このような業績成長の鈍化は、成長に対する期待値を下げる方向に働き、その結果、株価が下落する方向に働いていると言えよう。このような状況では、資本市場がある程度回復したとしても、実体経済の回復とそれに伴うネット業界の成長期待が回復しないことには株価が回復しない可能性も十分に予想できる。

具体的には、例えば、株価の評価において最も基礎的な指標であるPER（株価収益率）にその成長に対する期待の強弱がある程度現れる。PERとは企業の利益に対し、株価が何倍となっているか、すなわち、企業利益に対し、何年分の確実性を認めるかを評価する指標となっている。高成長企業の場合は利益の成長を考慮して、数年後の利益に対しての評価がなされる場合がよく見られる。

ネット企業も過去には、将来の成長性を高く評価し、PERが高くなる傾向にあったが、リーマンショック以降、急速にほかの業界の水準まで下落してきている。米国のケースでは、ダウ・ジョーンズ平均株価に含まれる非金融企業の過去5年間のPERはおおむね10～20倍で推移してきていたのに対し、ヤフーやアマゾンは50倍を超える水準であったことも珍しくない。グーグルは相対的に低いとはいえ、20～30倍で推移していた。

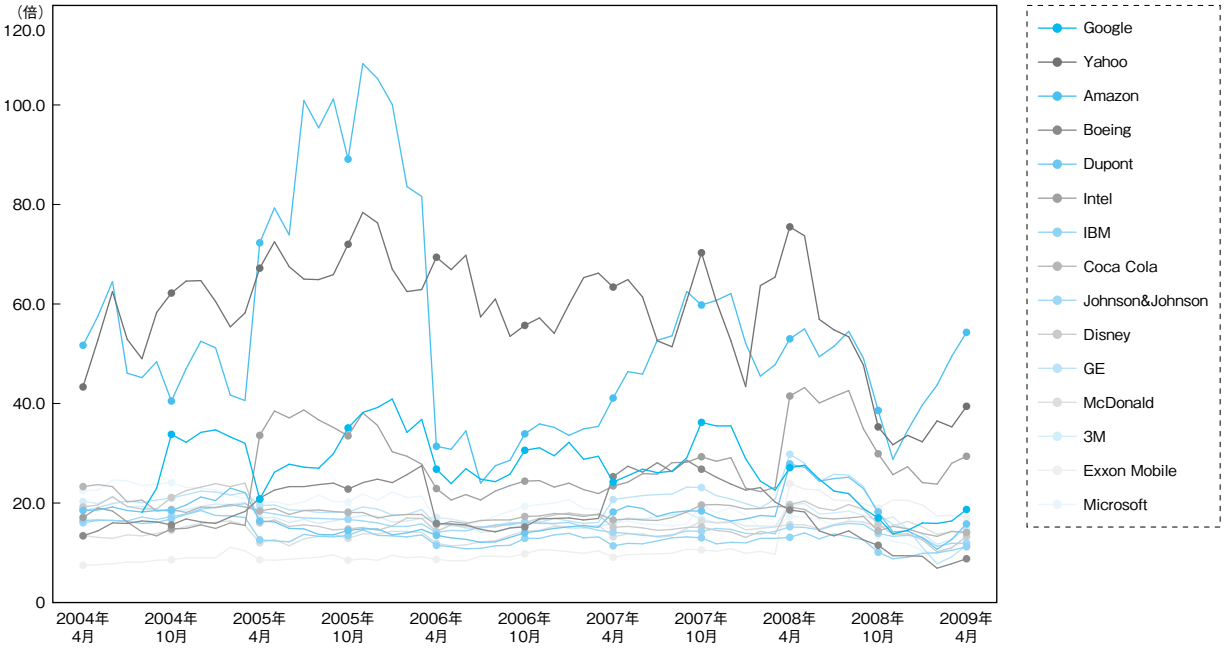
リーマンショック以降、これらのネット企業のPERは急落し、30倍を下回っている。特に、グーグルの場合はそれが顕著に表れており、ほかの成熟産業の大手企業と同程度の水準となる14～15倍まで低下していた（資料1-6-3）。

インターネット白書／ ©1996-2012 Impress R&D

世界金融危機が及ぼしたネット企業への影響

グーグル、ほかの成熟産業の大手企業と同程度の期待感

資料1-6-3　米国の主要非金融企業と主要ネットの過去5年間のPER推移



出所　Citi Investment Research & Analysis

求められる新たな成長分野と収益モデル

このような環境下とはいえ、すべての企業の業績が悪化したり、株価が下落したりするわけではなく、成長を持続し、株価を上昇させているネット企業が存在していることは、今後数年のネット業界での成長分野や収益モデルのあり方を考えるうえで示唆するものが多いと思われる。

2008年4月末から2009年4月末までの株価動向を見ると、主要なネット企業のうち、2008年4月末段階で時価総額5億ドル（約500億円）を上回る企業が約70社あったのに対して、株式市場の動向に伴い2009年4月末には約50社まで減少している。この中で時価総額を上昇させている企業は12社あった（資料1-6-4～1-6-6）。

株価の堅調な企業の特徴としては、(1) ソフトウェアやインフラ系のいわゆるイネーブラーと位置付けられる企業で、特にSaaS/ASP型の企業、(2) 中国の非広告収益モデル、(3) 不況に耐性のある収益モデル（単価の低い有料サービス、生活防衛型など）、の大きく3点を挙げることができる。

騰落率トップのネットフリックスは、ぽすれんやツタヤなどで日本でも馴染みのあるCD/DVD宅配サービスであるが、ストリーミングも提供することで、ほかの物販・レンタルやVOD事業者とのサービスの差別化とコスト競争力を手にし、不況に対する耐性を得たと考えられる。アマゾンとカカクコムについてはオフラインからオンラインへのシフトや、不況に伴う低価格商品への需要（生活防衛需要）など、Eコマースの景気耐性の強さを評価する流れと見られる。

騰落率上位の中国企業（シャンダ、ネットイーズ、テンセント）に共通しているのは、エンターテインメント系で少額課金モデルを成功させている点が挙げられよう。景気回復の兆しとともに2009年2月以降株価が回復している。

SaaS/ASP型企業は不況下でも企業のIT投資に対するコスト削減効果などを理由に成長期待が続いていると理解でき、ある意味では不況に耐性があるモデルと考えられる。

いずれのケースも、いわゆるWeb 2.0という用語がもてはやされた時期を経て生まれたサービス形態や技術を取り込んでいる点も見逃せず、その意味では、新分野・新技術に対する成長性期待は評価されていると考えることもできよう。ベンチャー市場もまた同様で、新たな成長分野と収益モデルを提示できれば資金調達は厳しいながらも可能な環境と思われる。こうした視点から考えると、金融危機はサービスの選別を加速している可能性もあるだろう。

インターネット白書／ ©1996-2012 Impress R&D

不況下でも12社が時価総額を上昇

資料1-6-4　12か月間の株価騰落率

順位	企業名	騰落率
1	NetFlix	41.68%
2	Shanda Interactive Entertainment	39.49%
3	Asiainfo Holdings	37.63%
4	Netease.com	35.22%
5	TenCent	33.46%
6	Kakaku.com	25.51%
7	Digital River	16.96%
8	J2 Global Communications	12.10%
9	Telecity Group	11.39%
10	Open Text	5.67%
11	Amazon.com	2.40%
12	VistaPrint	0.94%
13	eAccess	-3.17%
14	GMarket	-6.20%
15	WebSense	-8.33%
16	Wotif.com Group	-10.96%
17	Blue Nile	-14.31%
18	SkillSoft	-16.22%
19	Earthlink	-16.98%
20	WebMD	-17.67%
21	Ariba	-19.04%
22	DealerTrack	-21.10%
23	Gourmet Navigator	-21.48%
24	SAVVIS	-22.32%
25	Equinix	-22.33%
26	IAC Interactive	-23.02%
27	Rakuten	-23.38%
28	Switch & Data Facilities	-23.58%
29	So-net M3	-23.75%
30	Priceline.com	-23.93%
31	Sohu.com	-24.56%
32	ACCESS	-30.75%
33	Google	-31.05%
34	NutriSystem	-31.57%
35	NHN	-33.26%
36	SK Communications	-34.77%
37	Salesforce.com	-35.85%
38	Alibaba.com	-36.11%
39	Baidu	-36.30%
40	Akamai Technologies	-38.44%
41	Sina	-39.37%
42	United Internet	-42.34%
43	Daum	-42.76%
44	Ultimate Software	-42.88%
45	VeriSign	-42.91%
46	Info Edge (India)	-44.38%
47	Mixi	-45.76%
48	Mercadolibre	-45.97%
49	Ominiture	-46.01%
50	Expedia	-46.12%
51	Yahoo! Japan	-46.56%
52	So-net Entertainment	-46.60%
53	ValueClick	-46.87%
54	Ebay	-47.36%
55	CyberAgent	-47.79%
56	Yahoo!	-47.87%
57	Ctrip.com	-50.18%
58	United Online	-50.37%
59	Bankrate	-52.14%
60	Dwango	-52.25%
61	DeNA	-52.63%
62	GMO Internet	-56.84%
63	Gigamedia	-57.26%
64	Kizoo	-58.42%
65	RealNetworks	-60.06%
66	Internet Initiative Japan	-60.46%
67	1800flowers.com	-66.89%
68	ModusLink Global Solutions	-73.25%
69	Orbitz Worldwide	-76.10%
70	Tiscali	-84.77%
71	TreeTop Industries	-95.16%

資料1-6-5　2008年4月末現在の時価総額ランキング

順位	企業名	(百万米ドル)
1	Google	180,380
2	Ebay	41,176
3	Yahoo!	37,712
4	Amazon.com	32,842
5	Yahoo! Japan	26,803
6	Baidu	12,502
7	TenCent	11,899
8	NHN	11,141
9	Alibaba.com	9,335
10	Rakuten	8,178
11	Salesforce.com	8,014
12	Expedia	7,231
13	VeriSign	7,019
14	Akamai Technologies	5,978
15	United Internet	5,407
16	Priceline.com	4,911
17	Ctrip.com	4,120
18	DeNA	3,464
19	Equinix	3,324
20	IAC Interactive	2,974
21	Netease.com	2,711
22	Sohu.com	2,607
23	Sina	2,565
24	Shanda Interactive Entertainment	2,482
25	Tiscali	2,263
26	Mercadolibre	2,237
27	NetFlix	1,973
28	ValueClick	1,954
29	Open Text	1,887
30	WebMD	1,804
31	Ominiture	1,635
32	VistaPrint	1,502
33	Digital River	1,333
34	GMarket	1,269
35	Mixi	1,232
36	SkillSoft	1,134
37	ACCESS	1,108
38	So-net M3	1,057
39	So-net Entertainment	1,055
40	Ariba	1,015
41	Earthlink	1,002
42	Bankrate	987
43	J2 Global Communications	950
44	Telecity Group	933
45	eAccess	904
46	RealNetworks	879
47	WebSense	878
48	Wotif.com Group	876
49	Gigamedia	840
50	DealerTrack	820
51	Ultimate Software	812
52	Daum	792
53	TreeTop Industries	778
54	SAVVIS	777
55	CyberAgent	776
56	Blue Nile	745
57	Kakaku.com	740
58	United Online	725
59	Internet Initiative Japan	695
60	GMO Internet	692
61	Gourmet Navigator	686
62	ModusLink Global Solutions	678
63	Orbitz Worldwide	660
64	Info Edge (India)	652
65	SK Communications	642
66	Kizoo	636
67	Dwango	617
68	NutriSystem	613
69	1800flowers.com	558
70	Asiainfo Holdings	550
71	Switch & Data Facilities	519

資料1-6-6　2009年4月末現在の時価総額ランキング

順位	企業名	(百万米ドル)
1	Google	125,102
2	Amazon.com	34,595
3	Ebay	21,190
4	Yahoo!	19,944
5	TenCent	16,034
6	Yahoo! Japan	14,509
7	Baidu	8,039
8	Rakuten	6,613
9	Alibaba.com	5,982
10	NHN	5,856
11	Salesforce.com	5,283
12	Priceline.com	4,043
13	VeriSign	3,969
14	Expedia	3,923
15	Akamai Technologies	3,754
16	Netease.com	3,665
17	Shanda Interactive Entertainment	3,461
18	Equinix	2,666
19	United Internet	2,641
20	NetFlix	2,614
21	IAC Interactive	2,418
22	Ctrip.com	2,053
23	Sohu.com	1,995
24	Open Text	1,732
25	DeNA	1,691
26	Sina	1,564
27	WebMD	1,503
28	Digital River	1,467
29	VistaPrint	1,452
30	Mercadolibre	1,205
31	GMarket	1,204
32	J2 Global Communications	1,070
33	Kakaku.com	982
34	Ominiture	937
35	eAccess	924
36	ValueClick	920
37	So-net M3	852
38	Ariba	840
39	SkillSoft	822
40	ACCESS	809
41	Earthlink	801
42	WebSense	789
43	Telecity Group	773
44	Asiainfo Holdings	736
45	Mixi	718
46	Blue Nile	617
47	SAVVIS	617
48	DealerTrack	609
49	Wotif.com Group	601
50	So-net Entertainment	594
51	Gourmet Navigator	568
52	Ultimate Software	481
53	Bankrate	470
54	United Online	440
55	NutriSystem	422
56	CyberAgent	419
57	Switch & Data Facilities	400
58	Gigamedia	359
59	Daum	357
60	RealNetworks	331
61	SK Communications	329
62	GMO Internet	315
63	Tiscali	313
64	Dwango	298
65	Info Edge (India)	295
66	Internet Initiative Japan	286
67	Kizoo	203
68	1800flowers.com	186
69	ModusLink Global Solutions	169
70	Orbitz Worldwide	158
71	TreeTop Industries	32

出所　Citi Investment Research & Analysis

インターネット白書／ ©1996-2012 Impress R&D

Internet White Paper ARCHIVES
インターネット白書
ARCHIVES
1996,1997,1998,1999,2000

［インターネット白書ARCHIVES］ご利用上の注意

このファイルは、株式会社インプレスR&Dが1996年～2012年までに発行したインターネットの年鑑『インターネット白書』の誌面をPDF化し、「インターネット白書ARCHIVES」として以下のウェブサイトで公開しているものです。

http://IWParchives.jp/

このファイルをご利用いただくにあたり、下記の注意事項を必ずお読みください。

- 記載されている内容（技術解説、データ、URL、名称など）は発行当時のものです。
- 収録されている内容は著作権法上の保護を受けています。著作権はそれぞれの記事の著作者（執筆者、写真・図の作成者、編集部など）が保持しています。
- 著作者から許諾が得られなかった著作物は掲載されていない場合があります。
- このファイルの内容を改変したり、商用目的として再利用したりすることはできません。あくまで個人や企業の非商用利用での閲覧、複製、送信に限られます。
- 収録されている内容を何らかの媒体に引用としてご利用される際は、出典として媒体名および年号、該当ページ番号、発行元（株式会社インプレスR&D）などの情報をご明記ください。
- オリジナルの発行時点では、株式会社インプレスR&D（初期は株式会社インプレス）と著作権者は内容が正確なものであるように最大限に努めましたが、すべての情報が完全に正確であることは保証できません。このファイルの内容に起因する直接的および間接的な損害に対して、一切の責任を負いません。お客様個人の責任においてご利用ください。

お問い合わせ先 | 株式会社インプレスR&D | ✉ iwp-info@impress.co.jp

©1996-2012 Impress R&D, All rights reserved.