

Money meets the Int

ウォール街は、なぜインターネット企業を愛するのか？

執筆者 エリック・ガワー + 榎山 寛
Eric Gower Masuyama



インターネットの可能性にもっとも敏感に反応しているのは、米国の株式市場かもしれない。「Money meets ~」第二部では、伝統的な産業とは異なったビジネスモデルの米国ネット関連企業を、個人投資家の立場から考えてみたい。今回は、接続プロバイダーの最大手アメリカオンライン(AOL)を取り上げる。

この記事は特定の金融商品への投資を勧誘するものではありません。運用は目的を持って自己責任で行ってください。

Chapter

2

2000万人の会員を持つ 世界最大の接続プロバイダーAOL

株式投資とは、 会社を買うことだ

8月末現在、アメリカの株価は堅調ながら上昇している。NYダウ平均は8月25日に11,400ドル台を記録し、春先から高止まり感のあったナスダック平均も、7月以降、少しずつ最高値を更新している。こうしたマーケットの指数は、文字通り「平均的」な状況を知るためには便利だが、個別銘柄の動きとは必ずしも一致していない。一般的に「アメリカの株価」といえばNYダウを指すわけだが、その正式名称が「ダウジョーンズ工業平均」であることからわかるように、ボーイングやコカコーラといった「大手製造業の代表30社」が選択されているにすぎない。そこにはマイクロソフトもヤフーもデルも入っていない。つまり、全体(森)を見ているだけでは、個別企業(木)のことは見えてこないのだ。

一方、世界有数の投資家ウォーレン・バフェットによれば、株式投資とは「会社を買う」ことにほかならない。個別銘柄の売買においては、投資家自身がそれぞれの会社をどう見るかが最大のポイントになるのだ。日本でも、株式手数料の自由化を目前に控え、オンライントレーディングが株式投資のあり方を大きく変えてしまうだろう。しかし、企業の状態を分

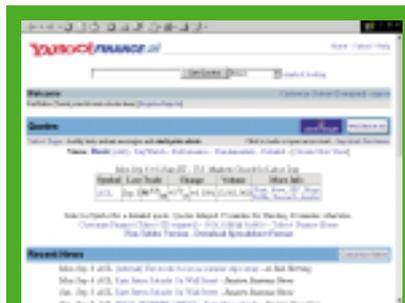
析する必要がなくなるわけではない。むしろ、ネット上の情報公開が進み、プロとアマチュアが同じ情報を得られる時代だからこそ、そうした知識が必要になるのではないだろうか。

株価分析の基本 EPSとPERとは？

さて、私たちが「YAHOO! Finance」で株価を見るとき、ティッカーシンボルを入力して最初に出てくる「BASIC」画面では、株価と前日比、出来高が表示されるだけだが、[Jump01](#)、より詳しい情報を知りたいとき

には「Detailed」をクリックする[Jump02](#)。そこでは、株価やその企業の状態を知るための数値を知ることができる。今回は、その中の「EPS」と「PER」について考えることにしよう。

EPSは、Earnings per Shareの略で、「YAHOO! Finance」では「Earn/Shr」と表示される。1株あたりの理論的な利益値を示すもので、「年間の純利益」を「株数」で割ったものだ。ごくごく単純に考えて、純利益がすべて株主に還元された場合の1株あたりの金額ということだ。当然ながら、実際には配当や株価の金額がそれだけで決まるわけ



[Jump quote.yahoo.com/q?s=aol&d=vi](http://quote.yahoo.com/q?s=aol&d=vi)



[Jump quote.yahoo.com/q?s=aol&d=t](http://quote.yahoo.com/q?s=aol&d=t)

AOLの株価は 5年で100倍に!

今回取り上げるのはアメリカオンラインだ。ナスダックではなくニューヨーク市場 (NYSE) に上場している (ティッカー【AOL】)。同社はS & P 500に選ばれている唯一のネット企業でもある。AOLは、ネット関連会社の中でも特にユニークな会社だ。90%以上の赤字のネット企業とは異なり、AOLはすでに膨大なおカネを稼いでいるからだ。2000万人近い会員が1か月に22ドルの使用料を支払っている。それが四半期に約13億ドルもの安定的な収入となり、3億ドル程度のそれ以外の収入 (広告、オプション料金など) がプラスされる。使いやすくユーザーフレンドリーなインターフェイス画面で、私 (ガワー) の母でさえ使いこなしている。余談だが、これは個人的な究極のマーケティングである。母が問題なく使えれば、マスマーケットで成功する可能性は高い。もしダメなら、その確率はゼロだ。

一方でAOLは、第一級のマネジメントチームに支えられている。「超」が付くほど競争が激しい環境で、明快なビジネスの立場を保ち、成長する能力を繰り返し証明してきた。リピート率の高いコンテンツが会員の基礎数を固め、成長率の高い業界にありながら、大きなマーケットシェアをキープし続けているの

だ。AOLの可能性を見越して幸運にも5年前の94年8月に株を買っていた人は、その頃なら1株が1ドル以下だったはずだ (分割調整後)。昨日 (99年8月23日) の終値は99ドルちょうどだから、5年間で10,000%も上昇したことになる (アメリカでは俗にワンハンドレッド・バガー = 100 壘打銘柄と呼ばれる)。なんと100万円の投資が、1億円になる計算だ。

しかし、ウォール街にとって過去はあまり意味がない。われわれも未来だけを見るべきなのだ。ほんの2週間前 (8月5日ごろ)、AOLの株価は80ドル台の下のほうに付けていた。今年の4月に記録した175ドルという過去最高値の半分以下である。言うまでもなく、この銘柄は変動率がものすごく高いのだ。

この株価の急降下は、私にトム・ウルフの小説『ライトスタッフ』 (原題 "Right Stuff, the ") の一説を思い出させる。宇宙飛行のプログラムに選ばれるための訓練を繰り返すNASAのテストパイロットたちの物語で、あるパイロットが事故で地面に激突してしまっただけのことだ。彼は計器だけを見ており、すべて順調と報告していたのだ。「窓の外を見ないからだ」と、彼をバカにする他の飛行士と同じ気持ちにはなれないとウルフは言う。目の前の数字だけを見てわからないことが、周囲に起きていることがあるのだ。



はないが、EPSが大きければ企業の価値が評価される傾向があるのは確かだ。それに注目して、株価分析の指標として考えられたのがPER (Price Earnings Ratio、YAHOO! Financeでは「P/E」) だ。「現在の株価」を「EPS」で割ったものである。PERは業界や市場によって基準が異なるが、S&P500に選ばれた企業であれば30倍程度が目安とされている。下の表は、99年9月3日現在の主な企業のPERを示したものだ。

主な企業のPER値	
フォード【F】	10.23
AT & T【T】	19.97
ボーイング【BA】	21.84
IBM【IBM】	31.82
コカコーラ【KO】	44.82
ジレット【G】	50.91
マイクロソフト【MSFT】	67.52
デル【DELL】	78.47
シスコ【CSCO】	114.42

99年9月3日現在

AOLの株価の推移



Money meets the Internet!!

ウォール街は、なぜインターネット企業を愛するのか？

常時・高速接続の トレンドはいつ？

「AOLは、非常に大きな問題を抱えている！」と主張するアナリストがいる。それは2つの大きな要素からなり、いずれも最近の株価の下落傾向に反映されているのだ。1つは、CATVやADSLといった高速接続技術の急速な発展、もう1つはマイクロソフトや他の重量級競合会社が約束する、マスマーケットへの無料インターネットアクセスである。それは、いずれもAOLの価格設定の安定性を脅かすものだ。では、1つずつ見ていこう。

もしあなたが、通常のモデム(56Kbps)の10倍、CATV経由で実質6Mbpsくらいの高速接続を経験したことがあれば、その瞬間に、これまでの遅さが耐えられなくなってしまうだろう。重い画像やムービーを満載したサイトにアクセスしたときは特にそうだ。56Kbpsのモデムで1時間かかるダウンロードも、CATV接続なら数十秒ですんでしまう。病みつきになることは請け合いた。

AOLに関する最大の懸念は、高速接続の恩恵を得たユーザーが大量に脱会してしまう可能性だ。AOL自身も高速サービスを提供する必要があるわけだが、その方法はあるのだろうか。AOLは複雑な法的起訴によってAT&Tの回線の一部を提供させ、AOLのコンテンツに高速アクセスができるように要望している。しかし、現在のところAT&Tはそれを拒否している。また、ローカルな電話会社とともに衛星やADSLによる接続サービスの予定をアナウンスしてはいるものの、AOL側は、まだ高速接続のニーズがそれほど大きくないと考えている。衛星やADSL接続は初期的な機材の設置や設定が複雑なので、技術者が実際にユーザーの自宅まで行ってインストールしなければならないからだ。これは、ウォール街の見方と異なっている点だ。

しかしAOLは、まだまだ十分に時間が残されていると強気に主張する。CATVでもADSLでも他の技術でも、超高速接続を可能にする技術的な多くの課題が解決されるには、少なくともあと3~5年は必要だというのだ。そし

AMERICA ONLINE INC. (AOL)

AOLは1985年に「パソコン通信」のサービスプロバイダーとして創業、現在ではインターネット接続サービスの最大手として、約2000万人もの会員を有している。かつての競合会社コンピュサーブや、インターネットブームの発端ともいえるネットスケープを買収し、増収を続けている。

 www.aol.com/corp/profile/



Data

本社	米国バージニア州
設立	1985年
代表者	Stephen M. Case (CEO)
株式取引市場	NYSE
Ticker Symbol	AOL
分類	Internet Service Providers
株価	96.81ドル(99年9月3日)
時価総額	約1,072億7,599万5,000ドル
発行株数	1,100,894,000株

 www.aol.com

て、AOLの優秀なマネージメントチームは、その間に自分たちを必要な方向へと導くだろうと。

ここで、冒頭で取り上げた「PER」を見てみよう。現在の株価(99ドル)で計算しても、PERは160倍、時価総額¹は1,100億ドルにも上り、非常に高い水準にあると言える。また、専門家の多くが「1を超えたら、その株価は高すぎる」としているP/Sも約23という空に届きそうな高さを示している  ⁰³。さらに、大量の「インサイダー」(内部の取締役など)からの売りも公表されている  ⁰⁴。

今年初旬にAOLに買収されたネットスケープの創業者であり、AOLのチーフ技術取締役(Chief Technical Officer: CTO)であるマ

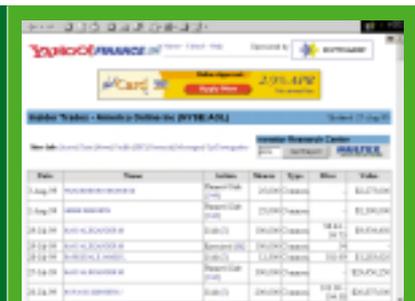
ーク・アンドリーセンは100万株近くを売ろうとしているし²、プレジデントでありCOO(Chief Operating Officer)のボブ・ピットマンは、400万株(約4億ドル)といつてもない量売るための登録をしたばかりだ。そして、それは、AOLの株価が、今よりもさらに下がる余地があることを示している。

¹ 時価総額: (Market Capital) 株価に発行株数をかけたもの。Yahoo! Financeでは「Mkt Cap」と記される。なお、AOLの1,100億ドルは約12兆円。ちなみにソニーが540億ドルで約6兆円だ!(9月3日現在) AOLの高値ぶりが見えるだろう。

² 本稿締切後の9月10日、アンドリーセンはAOLのCTOを退き、非常勤取締役になることが発表された。



P/SやPERの詳しいデータがわかる
「stocksheets.com」
 www.stocksheets.com



アメリカでいう「インサイダー」は日本語の「違法」なニュアンスはなく、内部情報を持つ取締役などのこと。
 biz.yahoo.com/t/a/aol.html

無料接続との 競争

AOLに関するウォール街の2つ目の心配は、マイクロソフトやデル、ゲートウェイといった「重量級」の競合会社である。これらは、すべて、無料のプロバイダーサービスを実際に始めたか、やがて始めるとアナウンスしているのだ。デルやゲートウェイからパソコンを買おうとする人たち、特に新たにコンピュータの世界に足を踏み入れようとするユーザーは、当然のように自分が買ったメーカーの提供する「無料」接続サービスを利用するだろう。そしてその初心者たちは、これまでAOLのメインカスタマーだったのだ。

デルは、すでにヨーロッパでは無料の接続サービスを開始しており、アメリカでのサービスも7月末に発表したばかりだ。さらにマイクロソフトが、この乱闘に参入を表明しており、AOLのこれまでのビジネスモデルはシビアなプレッシャーを受けることになる。『ウォール・ストリート・ジャーナル』誌は先日、マイクロソフトのシニア・インターネット・ストラテジストであるブラッド・チェイス氏の発言を以下のように伝えた。「マイクロソフトは、接続サービスにアグレッシブに挑みます。AOLはそれを収益の元と考えているようだが、われわれはそうではありません。」

もちろん、AOL側も何もしいまま攻撃を甘んじて受けるわけではないだろう。しかし、AOLがシェアを保つには、価格の大幅な値下げか、何らかの現金割引制の導入を強いられるというのが私の考えだ。いずれにしても「イ

ンターネット接続に関する儲け」(AOLの売り上げの大部分)は、小さくならざるを得ない。あるいは、通常の56Kbpsモデムは無料で、ADSLなどの高速接続は有料といった、二段構えの課金体系を設定しなければならないかもしれない。ただ、AOLの会員はインターネット上でもっとも技術に詳しくない人々だろうから(技術知識が不要だからこそAOLを使っているのだ!)、高速接続にアップグレードするペースは遅いだろうし、これまで22ドルかかっていた接続料が無料になるのはハッピーに違いない。その間に、ADSLやCATV接続のコストは下がり続け、インターネット接続環境の状況は非常にコンペティティブになってゆくはずだ。

また、8月末現在、AOLは「インスタントメッセージング」³という、もう1つ別の前線でもマイクロソフトと交戦中だ。もともとAOLのオリジナル技術である「AIM」(AOL Instant Messenger)に似たサービスをMSNが開始し、それに伴いAOLはMSN会員とのメッセージのやりとりができないようにしてしまったが、その数日後にMSNが対抗措置として、それを可能にする修正版を発表するなど、まさに迫撃戦の相を呈している。マイクロソフト側は、インターネットコミュニティー全体の利益のために、インスタントメッセージングのプロトコルをオープンにし、AOLにも公開を働きかけているが、現在のところAOLはそれを拒否している。

³ インスタントメッセージング：リアルタイムの電子メール、あるいはチャットのようなサービス。



デルの無料接続サービスのプレスリリース。
www.dell.com/jp/dell/news/990728.htm



マイクロソフトのネット接続事業強化のニュース。
www.zdnet.co.jp/news/9907127/msn.html



AOLのインスタントメッセージ、バージョンアップのニュース。
www.hotwired.co.jp/news/news/Technology/story/2795.html

AMERICA ONLINE INC.【AOL】の業績と株価

		1998年			1999年	
		6月期(2Q)	9月期(3Q)	12月期(4Q)	3月期(1Q)	6月期(2Q)
業績	売上げ	7億9,270万	8億5,800万	9億6,000万	12億5,300万	13億7,800万
	収益	730万	10,800万	1億2,100万	4億2,000万	1億4,400万
株価	高値	27.44	35.13	80	155	175.25
	安値	17.3	17.25	20.63	65	89.5

単位：ドル



[インターネットマガジン バックナンバーアーカイブ] ご利用上の注意

このPDFファイルは、株式会社インプレスR&D(株式会社インプレスから分割)が1994年～2006年まで発行した月刊誌『インターネットマガジン』の誌面をPDF化し、「インターネットマガジン バックナンバーアーカイブ」として以下のウェブサイト「All-in-One INTERNET magazine 2.0」で公開しているものです。

<http://i.impressRD.jp/bn>

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、URL、団体・企業名、商品名、価格、プレゼント募集、アンケートなど)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、写真の撮影者、イラストの作成者、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収録されていない場合があります。
- このファイルやその内容を改変したり、商用を目的として再利用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する際は、出典として媒体名および月号、該当ページ番号、発行元(株式会社インプレス R&D)、コピーライトなどの情報をご明記ください。
- オリジナルの雑誌の発行時点では、株式会社インプレス R&D(当時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の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。

このファイルに関するお問い合わせ先

株式会社インプレスR&D

All-in-One INTERNET magazine 編集部

im-info@impress.co.jp