

米国 IT ビジネス企業の収益性サーベイ

岩田 祐一[†] 松本 正雄[‡]

A survey on profitability of IT Business Companies in the United States

Iwata, Yuichi[†] Matsumoto, J. Masao[‡]

[Summary]

いわゆる IT ビジネス企業に関しては、株価を基準として見る限り、この数年、その評価は著しく上下にぶれることとなった。このような中、各企業の真の評価を見据えるものは、その企業の過去から将来にわたる収益性であるといえよう。本稿では、米国 IT ビジネス企業等 70 社程度を対象にし、過去数年に渡って原価、販管費(販売費ならびに一般管理費)、売上高、営業利益、ならびに原価率、販管費率、営業利益率の状況を追うことにより、IT ビジネス企業の収益性創出(損失率改善)ならびに、投資対効果の状況についてサーベイを行った。

その上で、収益性創出に成功した企業ならびに未成功企業の実例をあげ、米国証券取引委員会への年間報告書である 10-K などを利用し、その要因を見出した。

本稿で取り上げなかった多くの IT ビジネス企業についても、本稿に示した方法に基づき注目することで、企業の事業成否、ひいては IT 革命そのものの成否について一定の判断を下すことが可能である。

<はじめに>

いわゆる IT(Information Technology)ビジネス企業に関しては、株価を基準とした評価から見る限り、その評価は 1990 年代後半から 2000 年初頭にかけて著しく上昇したものの、その後著しく下落する傾向を見せた。これを「バブル」と評する声もある。しかし、ひとえにバブルか否か、各企業の真の評価を見据えるものは、その企業の将来にわたる収益性であるといえよう。本研究では、米国 IT ビジネス企業 70 社あまりの 99 年以降の四半期財務データをとらえ、それらに収益性上昇(損失率改善)の傾向があるか否か、それらはどの程度のペースで進んでいるものか、という点を観察することとし、あわせて、収益性を創出できた企業、未だ出ていない企業の実例ならびにその要因を探ることとする。

1. IT ビジネス企業に対する収益性の見極めの必要

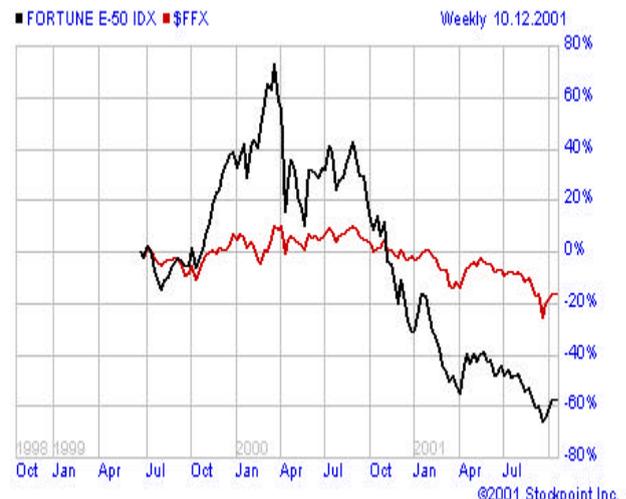
1-1. 株価の動きを見る IT ビジネス企業への評価のぶれ

IT ビジネス企業と呼ばれる企業が 1990 年代中盤以降勃興してから、現在に至るまでの株価は、大きな変動を見せた。かいつまんでいえば、2000 年春をピークとして、急上昇と急下降を描く形となっている(図表 1 参照)

株価がこのような動きを見せるということは、この期間を通じて、IT ビジネス企業への評価が一定でないことを意味する。そして、低い株価で安定するようになった現在、その評価はネガティブな位置付けで定まったようにみえる。しかし、世間での評価は必ずしもネガティブな位置付けで定まったとはいえない。むしろ、株価の低迷している現在においても、依然として IT ビジネスへの期待は小さくないのが現状である。

世界的に景気の低迷が続く中、IT ビジネスへの将来期待には

景気回復の牽引者の意味も込められる現在の状況下で、IT ビジネス企業への評価を定めるためにはどうすればよいか。本研究では、その答えを、過去から現在に至る、当該各企業の収益率改善(損失率改善)に見いだすことにした。



図表 1 Fortune 500 指数と、Fortune e-50 指数との比較

1-2. IT ビジネス企業の収益性をみる観点

IT ビジネス企業の収益性をみるにあたっては、会計的なアプローチと株価によるアプローチの 2 つが考えられる。本稿では、基本的に前者を採用することにするが、それぞれのアプローチの意義をまず整理し、続いて前者を採用の理由を述べることにしたい。

1-2-1. 会計的アプローチ

会計的アプローチは、過去から現在に至るまでの財務数値から、

[†] 筑波大学修士課程(経営システム科学専攻)、NTTコミュニケーションズ(株)財務部 Graduate School of Systems Management, University of Tsukuba; Accounts and Finance Department, NTT Communications Corporation [‡] 筑波大学ビジネス科学研究科 Graduate School of Systems Management, University of Tsukuba

収益性のトレンドを見出だそうというものである。通常、企業の財務分析で収益性を判断するときには本手法がとられている⁽¹⁾

1-2-2.株価によるアプローチ

株価の決定要因については、学問的に様々な議論があるところである。そのなかで、株価が将来のその企業の収益性を反映しているとする理論を踏まえ、株価を将来の収益性の手がかりとして考えるアプローチ、たとえば、ファイナンス理論における、ディスカунティッド・キャッシュフロー法（DCF法）による株価算定アプローチが、これに該当する。

DCF法では、株式価値と純負債の総和からなる企業価値は、将来にわたって、その企業があげるキャッシュフローを現在価値に割り引いたもの（ネット・プレゼント・バリュー（NPV））であるとされている⁽²⁾。この理論に従えば、株価がついている企業は、必ず将来において、キャッシュフローをあげるものだと、市場が考えていることを示している。なぜなら、株価は、このNPVを、債権者の価値と株主の価値に分け、その後者を総株式数で割った数値であるためである⁽³⁾。

1-2-3.両者の結合とアプローチ手法の決定

1-2-1,1-2-2 でみたように、会計的アプローチは過去から現在の財務数値に基づいて企業の収益性を測るものであり、株価によるアプローチは、将来の収益性予測、もしくはそれに基づくとされる現在の株価をみて、企業の収益性を測るものといえる。

しかし、将来の収益性を示す株価が、DCF法によって説明されうることを想起すれば、そのバックデータは財務数値の予測で説明されうることとなり、ここに、過去から現在までの財務数値実績、ならびに将来の財務数値予測とが結合しうる可能性が見出せる。

本研究では、将来への成長性が期待される II ビジネス企業をみていくが、その将来的な成長について考察する際には、過去からのトレンド、および過去と将来のトレンドの連続性 / 非連続性を考慮する必要がある。

本研究では、必ずしも将来の成長可能性についてまで言及しきることは出来ないが、そこに繋がる下地となるためにも、本研究では、会計的アプローチを用いて、企業の収益性をみていくことが適切であると判断したい。

1-3. II ビジネス企業の収益性をめぐる議論

II ビジネス企業の収益性をめぐる議論は百花総攬である。1-2-2.に示した株価によるアプローチの観点で言えば、株価が上昇から一転、下降をはじめた直前となった 2000 年の 2 月における、証券アナリストジャーナルの特集号でも、株価が適正水準であるという考察と、適正水準でない考察とが拮抗していた状況であった⁽⁴⁾。

現時点では、当時の株価はバブルであったという論調が支配的であるかに見える。しかしながら、II ビジネスの収益性はいかなる程度のものであるかについては、概念的な研究および考察はまだしも、実証的な研究はほとんど行われていない。

収益性の概念的な研究については、いくつかの収益機会別ビジネスモデルを示し、収益をあげる可能性を示したものは出ており⁽⁵⁾、また実証的には、成功したと思われる企業を取り上げてその成功要因を分析しているものはある⁽⁶⁾が、ともに、理論の説明、現実の説明に留まっており、そこから理論と現実とを結合したうえで II ビジネスの収益性へのインプリケーションを導くこととはなっていない。

したがって、II ビジネス企業の収益性を見極める研究の意義は決して小さくないのが現状である。

2.収益性見極めへのアプローチ

2-1.アプローチ範囲ならびに見極めの手法

II ビジネスと一口に言っても様々な業態が存在し、収益性の分析ポイントもそれぞれ異なることが予想される。そこで、まずは範囲の明確化を行う。

これについては、参考文献 2,3 にて試みた業態の分類⁽⁷⁾による三分類、すなわち、<ネットビジネス産業><ネットワーク産業（=通信ビジネス）><ネットワーク機器産業、SI 産業>のうち、本研究では、II のプラットフォーム上で展開するビジネスである<ネットビジネス産業>と、II のプラットフォームを構成する<ネットワーク産業（=通信ビジネス）>の 2 つに焦点をあてて分析を行うこととする。

そして、見極めの手法であるが、過去のある一定の期間において、II ビジネス企業の営業利益率、ならびに費用率の推移を追うことで、過去の収益性について見極める。そして、それが未来への収益性へどういったインプリケーションをもたらすか、ということをも更に見ていくこととする。

2-2 分析対象および内容

II ビジネス産業に関しては、自らすでに参考文献 3 にて試行的に分析を試みている。ここでは、参考文献 3 にて分析を試みた米国 II ビジネス企業 15 社のうちの 10 社⁽⁸⁾に加え、参考文献 7 をもとに選定した 65 社を加えた合計 75 社を分析対象企業とした（図表 2）⁽⁹⁾。また、分析対象とする期間は 1999 年の 4-6 月期から、2001 年の 4-6 月期に至る 2 年間、9 四半期とした⁽¹⁰⁾。分析にあたっては、対象企業の Cost of Goods and Sales（COGS、日本でいう原価に相当）、Sales and General Administration Expenses（SG&A、日本でいう販売費及び一般管理費（販管費）に相当）、Revenue（売上高）、Earning before interest and tax（EBIT、日本でいう営業利益に相当）のデータを採取し、これらから、上記各社・各期間の、売上高、原価率（原価 / 売上高）、販管費率（販管費 / 売上高）、営業利益率（EBIT / 売上高）を導き出したうえで、その動向を追うとともに、時点間比較を行った⁽¹¹⁾。

図表 2 から分かるように、分析対象企業は、いくつかの業態に分類される（筆者による分類）。図表 2 にはあわせて、それぞれの分類における収入要素、主な費用、および収益性をあげるに

あたってのポイントを示した。

これらモデルに共通する、利益体質へのポイントは、「一定レベルの収益規模達成」と、「販売費ならびに一般管理費（販管費）の抑制」である。販管費のなかでも、IT ビジネスにおける事業戦略によって費用の軽重が大きく変わるの、主にマーケティング費用（設備投資の現れである）減価償却費である。IT ビ

ジネスにおける収益性の実現には、これら費用をいかに有効にかけながら、利益体質へ企業を導いていくか、ということが命題となる。特に、これらのことを念頭において、分析を進めることにする。

	データ対象社名	収入要素	主な費用	収益性をあげるにあたってのポイント
1)通信販売型	ALLOY INC, BIGSTAR ENTERTAINMENT INC BARNESANDNOBLE.COM INC DRUGSTORE.COM INC, FASHIONMALL.COM 1-800-FLOWERS.COM INC MUSICMAKER.COM INC, ROWECOM INC STAMPS.COM INC, CYBERIAN OUTPOST INC INTERNET AMERICA, AMAZON.COM INC BEYONDCOM CORPORATION INSIGHT ENTERPRISES INC, PEAPOD INC	商品販売高, [広告]	仕入原価、販管費（減価償却費含）	Critical 'Sales Volume', 原価・販管費抑制
2)コミュニケーション提供型	ASK JEEVES INC, COMMTOUCH SOFTWARE LTD DELIA'S CORPORATION EASYLINK SERVICES CORP INTRAWARE INC, INT MEDIA GROUP INC IVILLAGE INC, JUNO ONLINE SERVICES INC THEGLOBE.COM INC, DOUBLECLICK INC	取扱高, [広告]	販管費（減価償却費含）	Critical 'Transaction Volume' (+広告収入), 販管費抑制
3)情報提供型	AUTOBYTEL INC, CHINADOT COM CORP DICE INC, EDGAR ONLINE INC HEADHUNTER.NET INC HOMESTORE.COM INC, HOOVERS INC LOOKSMART LTD, MARKETWATCH.COM INC ONESOURCE INFORMATION SERVICE SALON MEDIA GROUP INC, US SEARCH.COM STAR MEDIA NETWORK INC 24/7 MEDIA INC, THESTREET.COM INC HOTJOBS.COM LTD, QUOTESMITH.COM INC CNET NETWORKS INC SPORTSLINE.COM INC, YAHOO! INC	会員収入（利用者、情報提供者）、[広告]	販管費（減価償却費含）	Critical Mass(+広告収入), 販管費抑制
4)コンテンツ配信型	INTERNET PICTURES CORP INFOSPACE INC AUDIBLE INC	コンテンツ販売高, [広告]	販管費（減価償却費含）	Critical 'Delivery Volume', 販管費抑制
5)トランザクション型	CLAIMSNET.COM INC, CYBERSOURCE CORP EBAY INC, GOTO.COM INC INTERNET CAPITAL GROUP INC IMAGEX.COM INC, TICKETMASTER PRICELINE.COM INC, PURCHASEPRO.COM INC VERTICALNET INC, VENTRO CORPORATION INSWEB CORPORATION NATIONAL INFO CONSORTIUM INC	取扱高, [広告]	販管費（減価償却費含）	Critical 'Transaction Volume' (+広告収入), 販管費抑制
6)ネットワークインフラ型	ARDENT COMMUNICATIONS INC APPLIEDTHEORY CORPORATION CRITICAL PATH INC EXODUS COMMUNICATIONS INC FOCAL COMMUNICATIONS CORP HIGH SPEED ACCESS CORP INTERLIANT INC NETWORK PLUS CORP PRODIGY COMMUNICATIONS, DIGEX INC INSIGHT COMMUNICATIONS CO. WORLDGATE COMMUNICATIONS INC EARTHLINK INC, AT HOME CORP	利用量	販管費（減価償却費含）	Critical 'Traffic Volume', 販管費抑制

図表2 IT ビジネスの研究対象企業一覧と収支モデル別分類

（筆者作成）

3. 収益性の分析結果

本章では、2で挙げた対象企業を全体的に分析した結果を見ていくこととする。なお、以下の数値は、特に断りのない限り、

99年4-6月期と、01年4-6月期の比較である。

3-1. 売上高ならびに費用の変遷

3-1-1. 売上高伸び率

売上高は 99 年 4-6 月期と、01 年同期とのあいだで年平均約 88%増の伸び。しかしここには、一部企業の、企業買収による売上高の増加も含まれていることに留意する必要がある。

3-1-2. 原価伸び率

伸び率の平均は、売上高のそれを若干下回り 71%と、各企業のコスト削減努力が全般的な傾向として覗える。しかし、原価の伸び率が売上高の伸び率を上回っている企業も 19 社あり、調査対象の 1/3 弱を占めている。

3-1-3. 販管費伸び率

伸び率の平均は、売上高のそれを若干下回り 58%と、各企業のコスト削減努力が全般的な傾向として覗える。しかし、原価の伸び率が売上高の伸び率を上回っている企業も 26 社あり、調査対象の 1/3 強を占めている

3-2. 営業利益率の分布と改善度合い

01 年 4-6 月期における営業利益率の分布については図表 3 を参照されたい。

-100%を下回る範囲の企業が最も多く、調査対象の 1/3 以上を占める。-100%を下回るということは、売上高の倍以上の損失をあげていることを示しており、-50%~-100%の企業とあわせると、調査対象企業の過半数を上回る状況を鑑みるに、IT ビジネス企業を全体的に見た場合の収益性の悪さを示しているといえよう。調査対象企業の平均は-104.5%である。

利益を創出している企業は、全体のわずか 10%弱に過ぎない。

一方、99 年 4-6 月期ないし 00 年同期から 01 年 4-6 月期にかけての改善度合いについては図表 4 を参照されたい。なお、この「改善度合い」は、01 年 4-6 月期の営業利益率(%)の数値から、99 年 4-6 月期の営業利益率(%)の数値を引いて算出したものであり、以下、同様の定義とする。

ここでは、50%~100%の範囲の企業が最も多く(全体の 1/5~1/3 程度)おしなべて改善が進んでいることは伺われる。しかしながら、悪化している企業も 1/3 程度あり、企業差がある様子も伺わせる

ただ、おしなべて改善が進んでいるとはいえ、現状の利益率をみるに、-100%を下回る企業が多いことを考えると、多くの企業において、利益の創出に至るまでは、改善の余地がまだまだ大いにあることには間違いない。

3-3. 原価率の分布と改善度合い

01 年 4-6 月期における原価率の分布については図表 5 を参照されたい

範囲としては、60%~80%に属する企業が最も多い。この数値範囲自体は、3-4.でみる販管費を考慮しても、営業利益を創出するレベルにある数値といえる。しかし、これら企業、ならびに

これらより原価率の低い企業について、この数値を見ただけで、十分な利益率が確保できるとするのは早計である。なぜなら、3-2 において、営業利益率(損失率)が悪い状態を全般的に示しているからである。従って、3-4.にて述べる販管費率も考え合わせて、原価率の妥当性は検証すべきである。

IT ビジネス企業においては、原価と販管費の区分が、他の産業の企業と比べて困難な場合がある。例えば、製造業や販売業では、原材料や商品の仕入れを原価として割合容易に認識することが出来る。しかし、IT ビジネス企業においては、特に図表 2 であるところの 2)~6)の型において、設備投資によって設けられた固定資産をいかに効率よく利用して収益をあげていくか、という形のビジネスモデルになりがちであり、このとき、個別企業のビジネスモデルによって、原価と認識可能な費用の範囲が変わってくるし、また一意に定めにくいビジネスモデルもある。こういう状況を考え合わせても、原価率が 100%をそれなりに下回る範囲に位置したとしても、原価率のみで企業の収益性を判断するのは早計といえる。

その一方で、100%を超える範囲の企業も 1 割弱存在する。これはすなわち、原価だけで、売上高を上回っていることを意味する。原価は、先に挙げた原材料や仕入商品をはじめとした、製品・サービス販売にあたっての直接費用を一般的に指すが、これが売上高を上回っているということは、企業の製品・サービスの価格設定に問題があるなど、企業の販売戦略における根本的問題を孕んでいる可能性が大きい。

一方、99 年 4-6 月期ないし 00 年同期から 01 年 4-6 月期にかけての改善度合いについては、図表 6 を参照されたい。ここでは、0%~20%の範囲の企業が、全体の半数程度と最も多い。さらに、-20%~0%もあわせると、対象企業企業の 2/3 を超える。

これらからみて、2 年間で大きな改善があった企業数は多くないのが現状であるといえる。営業利益が計上できない企業が対象企業の 9 割程度ある中で、経費削減が 2 年間で大きくなされていない企業が全体の 2/3 以上を超えるということは、今後の収益創出へ向けての見通しが決して楽観的でないことを示しているといえよう。

99 年から 01 年の 2 年間で、投資家が IT ビジネス企業を見る目は厳しくなり、期限を定めない将来的な利益創出への期待から、利益の創出がいつ為されるかに視点が移りつつある。このような中、原価率の改善が総体的にみて進んでいない状況は、IT ビジネス企業の経費削減努力の限界がありうることを示している可能性がある。

3-4. 販管費率の分布と改善度合い

3-4-1. IT ビジネス企業収益性分析にとっての販管費率の意味

IT ビジネス企業は、その成長維持、そして利益創出のために、マーケティング費用の支出や設備投資支出を先行的に行うことがよくある。これらの費用は、販管費(一般・販売管理費)の項目に表れるため、販管費を売上高で割った、いわゆる「販管費率」

が、IT ビジネス企業の成長度合いを示す1つのメルクマールであるといえる⁽¹²⁾。

3-4-2. 販管費率の分布と改善度合い

01年4-6月期における販管費率の分布については図表7を参照されたい。

範囲としては、100%を超える企業が最も多く、全体の2/3を占める。100%を超えるということはすなわち、販管費が売上高を上回っていることを指している。これは、販管費だけですでに損失を出していることを意味し、IT ビジネス企業全般における収益創出体質への道のりの遠さを伺わせる。

販管費については、業種にもよるが一般的には60%程度未満、原価率を低く抑えうるといふIT ビジネス企業の特質を考えたとしても80%程度未満でない、収益創出体質への転換は簡単でないといってもよいと思われる。しかし、80%以下は対象企業全体の2割未満、60%以下となると対象企業全体の1割強しかこの条件に当てはまらないのが現状である。

一方、99年4-6月期ないし00年同期から01年4-6月期にかけての改善度合いについてであるが、図表8を参照されたい。

範囲としては、いずれも50%~100%の企業が最も多く、2年間で比較した場合には全体の1/3程度、1年間で比較した場合には全体の1/5程度となっている。この状況を見る限り、販管費率の低減度合いは高いように見える。しかし、図表7と考え合わせると、確かに改善はしているものの、利益創出体質のレベルまではこの2年で達していない企業が多いことがいえ、今後も高い改善度合いが続くかどうか、引き続き注目する必要がある。

一方、悪化している企業も、全体の20%超あり、これらについては、企業の存続可能性の面からも、まずは悪化から改善傾向への反転に注目する必要がある。

3-5. IT ビジネス企業における投資対効果の分析

3-4-1.にも示したように、IT ビジネス企業は、マーケティング費用や設備投資支出を先行して行う。なかには、3-4-2.に示唆したように、企業規模に比して過大と思われるマーケティング費用や設備投資をする企業もある。これら企業は、「将来のための先行投資」として自ら説明することが多いが、果たしてそれは本当に将来のためになっているといえるのだろうか。

この点について、2つの観点からみていくこととしたい。

3-5-1. 観点1「販管費を先行して多くかけると、売上が伸びる」

この観点から見た結論は図表9に示す。これは、X軸に99年4-6月期の販管費率、Y軸に99年4-6月期と01年4-6月期との間の売上高年平均増加率をとったものである。

この結果からは、調査対象の大半の企業において売上高が増加していることから、販管費と売上増加の正の相関があることは明らかである。しかしながら、販管費率を高めて、先行投資を積極的に行うことと売上増加の効果とが、一様の比例関係になっていないこともまた、明らかであることに留意したい。

ところで、売上が伸びても、企業の追求目標である利益が伸びないと、先行投資の意味がない。次にこの観点からみることにする。

3-5-2. 観点2「販管費を先行して多くかけると、利益が伸びる(損失が縮小する)」

この観点から見た結論は図表10に示す。これは、X軸に99年4-6月期の販管費率、Y軸に99年4-6月期と01年4-6月期とを比べての営業利益率(損失率)の改善度合いをとったものである。

図表10からは、販管費率と、営業利益率の改善度合いに一定の比例関係があるということは一意にいえない。むしろ、販管費率をいくらかけようとも、営業利益率(損失率)の改善している企業、改善しない企業とに分かれるということが見て取れる。

しかしながら、ここで2点着目点を挙げておきたい。

1つは、営業利益率(損失率)が改善している企業だけをとると、およそ点線のような相関関係を見ることが出来ることである。この想定される相関関係からみた場合には、販管費率の割合にはある程度比例して、営業利益率(損失率)が改善しうることがいえる。だが、この販管費率以上をかければ必ず営業利益率(損失率)が改善する、といった分岐点は存在しない。ここからいえることは、先行投資的に販管費をかけたところで、この程度以上かければ必ず利益に結びつく、といった水準は、発見できないということである

2番目には、販管費率が80%未満の企業であっても、営業利益率(損失率)の改善度合いに大きなばらつきがみられるということである。販管費率が80%未満の企業は、3-4.で挙げたように、利益創出体質への実現が比較的可能な域に達している企業と見られる。しかし、これらの範疇に入る企業であっても、営業利益率(損失率)が改善している企業よりもむしろ、変化なし、もしくは悪化している企業のほうが優勢である状況は、IT ビジネス企業における利益創出体質実現への困難さを意味していると思われる。

3-6 株価評価指標へのコメント ~売上高倍率への懐疑~

IT ビジネス企業の株価水準を推し量る1つの指標として、企業価値もしくは株価を売上高で割った、いわゆる「売上高倍率」というものがある⁽¹³⁾。これは、本来、当該企業が将来にわたって生み出す利益が企業価値算定の根拠となるところ、IT ビジネス企業については利益の未だ出ていないところが多いため、その代用として、売上高を用いているものである。こういった代用は、「売上が伸びれば利益も伸びてくる」という仮定に基づく。

しかし、3-5.の結果より、この仮定は必ずしも当てはまらないことがいえる。従って、株価を「売上高倍率」ではかることには、指標のアベイラビリティからやむを得ない面があることを勘案しても、大きな問題があると言えよう。

4. 個別企業分析

3.で対象企業の全体の傾向を探ってきた。特に3-5-2.では、ITビジネス企業の収益創出体質への可能性と難しさの状況を指摘した。

これらの企業を、個別具体的にみていくことで、この「可能性」と「難しさ」が一体何であるのか、それをより明確化することが可能であろう。

そこで本章では、スペースの関係もあり、収益創出体質をほぼ達成した企業として2社、達成にいたっていない企業を2社取り上げ、その原因をみていくこととした。

なお、原因を見るにあたっては、主に、米国証券取引委員会（US-SEC）へ、米国での株式公開企業が届け出ることになっているForm 10-K（年次報告書）の直近（2000年度のもの）を参考にすることとした⁽¹⁴⁾。

4.1. 収益創出企業例

4-1-1. eBay

この会社は、インターネット上でオークションを行うことを主なビジネスとする企業である。ITビジネス企業の中でも、現時点での数少ない成功例として取り上げられることが多い。

2000年度の10-Kを主要ソースとし、以下の3点を、その強みとして挙げる事が出来る。Critical Massを意識した戦略の立案、実行；ITビジネス企業にとって、Critical Massの達成が事業成功へのキーポイントであることは、図表2でも示しているところだが、その具体的な目標を外部に公表し、その達成に向けて努力していく企業は意外と少ない。eBayは数少ないその一社である。このことは、具体的な目標をもつことを示すだけでなく、具体的に地に足の着いた戦略をもっていることを示している。

Small start, 身の丈にあった成長を追及；これは、雑誌によるCEOへのインタビューで明らかにされていることである⁽¹⁵⁾。先行投資をして、売上が追いつくのを待つ、という多くのITビジネス企業にみられる戦略とは一線を画している。これは、オークションビジネスという、比較的規模の拡大・縮小が容易なビジネスをとっていることにも一因が求められよう。10-Kでは、過剰設備を持たない戦略であることも同様に明らかにされている。

様々なリスクを考慮した戦略の推進；eBayは上記10-Kにおいて、20ページに渡ってビジネスリスクを記述している。この慎重さ、思慮深さも、他のITビジネス企業とは一線を画する部分である。

4-1-2. One Source Information Systems

この会社は、インターネット上で金融情報サイトを運営することを主なビジネスとする企業である。この会社はeBayと異なり、もともとインターネット上でビジネスを始めた企業ではなく、ある意味、業態転換によって、うまくネットビジネスに軸足を切り替えてきた企業といえる。

もともとは、CD-ROMによる金融情報の提供が中心であった。しかし、インターネットの普及により、速報性等に主眼を置く観点から、インターネット上での金融情報提供に切り替え、

CD-ROMによる情報提供部門を徐々に縮小してきた。これはいわば、プロダクトラインの変更といえよう。そして、このプロダクトラインの変更に伴い、企業買収も実施することで売上を伸ばし、もともと赤字気味だった体質から、収支相償体質へと移行してきたのが、この企業である。

同社の2000年度10-Kによれば、CD-ROMビジネス中心時代、インターネットビジネス中心時代を通じて、収支構造は比較的安定している。原価率を3割、販管費を7割程度にキープし、競争力の維持に努めているようである。

4.2. 収益未創出企業例

4-2-1. Focal Communications

この会社は、インターネットサービスプロバイダー(ISP)、ならびに競争的ローカルアクセス事業者(Competitive Local Access Carrier: CLEC)である。ISP、CLECは、既存の電話会社との競争の中で、地力をもつ彼らに苦戦を強いられているところが多い。この会社も、その典型的な一社である。

2000年度の10-Kからを中心に、次の2点を、その弱みとして挙げる事が出来る。売上の増加(年率65%)を上回る費用増加(販管費:年率128%);10-Kでは、新規サービス開始による顧客の大幅増をあてこんで、先行的に大量の設備投資を行ったという記述がある。理由はともあれ、売上の増加を費用増加が上回るこの状態が続くと、いくら売上が伸びているとはいえ、収益性は低下の一途であり、企業の成長は苦しい。ビジネスリスクの軽視?;上記の10-Kには、ビジネスリスクについての明確な記述が見当たらない。これは、自社のビジネスリスクを冷徹に見極めたうえでの事業展開が行えていないことを示す1つの状況である。

4-2-2. 24/7 Media

この会社は、Web上での広告を販売する代理店である。これらの業種は、ITビジネス全体の景気の上下に左右されやすい、という強みにも弱みにもなる点を持ち合わせているが、この企業についてはさらに、2000年度の10-Kからを中心に、次の2点を弱みとして挙げる事が出来る。

利益体質への転換ほど遠く/拡大戦略にもかかわらず、資金不足;10-Kにおけるリスク記述の一番目にこれを掲げており、世界的なWeb広告代理店への青写真を壮大に描いているものの、足元での資金不足は、事業継続にとって致命傷である。これは、無理のある成長戦略といえよう。M&Aによる規模拡大がもたらす営業種の減損;M&Aによって売上の拡大を実現してきたが、買収対象企業の価値の下落によって、当該企業の営業権に評価損を計上せざるを得なくなった。1.にも示したようにITビジネス企業の株価が全体的に下落する中で、これはある意味やむを得ない部分ともいえよう。しかしこのことは、企業買収が必ずしも完全に成功しなかったことを示す1つの手がかりになりうると共に、企業の規模によっては、資本構造に大きな打撃をもたらし、企業の存続へ重大な負の影響を与えることにつながる。

4-3. 収益創出企業と収益未創出企業との株価推移比較

図表 11 は、4-1,4-2 で挙げた 4 企業の、99 年 11 月末から 01 年 11 月末までの株価の変化である。スタート時期を各々 100 とした場合の指数的な変化をみたものだが、01 年末時点の現在の結果として、収益創出企業が上位 2 つで、共に 80 程度の数値に踏みとどまっているのに対し、収益未創出企業が下位 2 つで、共に 10 程度の数値、すなわちスタート時点に比して 9 割程度の株価下落となっており、実際の収益創出の有無と株価の状況とが一致している。

現時点で利益を出せる体質となっていなくとも、将来的な収益への期待が投資家からあるとすれば、1-2 にも示したように、株価はそれなりの水準に踏みとどまっているはずだが、株価がこれだけの下落を見せているということは、投資家の期待も大きく下落してしまったことを示しており、今回例にあげた収益未創出企業の 2 社に対しては、現在までの利益未創出という事実に加え、将来における収益への期待もかなり薄くなってしまっているということがいえよう。

<おわりに>

IT ビジネス企業の投資対効果について、1999 年 4-6 月期から 2000 年同期のデータを基に、比較しつつ見てきた。

順調に利益率を伸ばしてきている企業は、この 2 年間、戦略がある程度、妥当であったことがいえる。その一方、利益率（損失率）が停滞している企業、逆に悪化している企業は、現在とっている戦略に限界があるか、大きく変わってきた競争環境に戦略を適応できなかったか、もしくは戦略がそもそも妥当でなかったか、ということがいえる。

このように、本研究対象の 2 年間、存続してきている IT ビジネス企業も各々、その業績の改善具合の善し悪しにかなりの差が生じていることが確認できる。が、やはり、それらを総体的に見た場合には「業績改善は進んでいるものの、利益体質になるまではまだ努力の余地が大いにある」というところであるといえる。しかも、今回の研究では、この 2 年間のうちに、事実上の倒産に追い込まれたり、株式の公開停止になったりした企業は対象としなかった。これらの存在を考え合わせるに、現在生き残っている IT ビジネス企業の多くについては、その事業継続懸念を払拭し、一層の飛躍、業績安定のために努力すべき存在である、ということがいえよう。

IT ビジネス企業は、1999 年に IPO（株式公開）の一大ブームを迎えており、本稿で検討してきたように、2 年間という期間が、投資対効果が表れる期間の 1 つの目安とするならば、この 2001 年には、多くの IT ビジネス企業の業績的、財務的な優劣が明らかになってくることであろう、と参考文献 4 で述べたが、事実、春先から、事実上の倒産、もしくは株式の取引停止に追い込まれる企業が目立つようになってきている。景気の低迷は、こ

の動向に一層の追い討ちをかけることになっている。

今の IT 不況は、もしかしたら一時のものかも知れず、また、数年の間続くものになるかもしれない。しかしながら、企業は、株主、債権者、そして雇用している従業員のためにも、事業継続を続け、収益をあげるために最大限の努力を行っていくべき存在である。時宜にあわせた柔軟な拡張・縮小戦略、もしくはこの時期を我慢時と捉え、次なる市場の成長に備えて準備を怠らない戦略等々、各企業が、今を、そして次を見据えた戦略をとっていくことが、収益体質を実現していく道であり、また、低迷する株価を回復させていく道でもある。

こういった意味でも、今後、IT ビジネス企業の動向をみていくにあたって、本稿であげた財務数値について継続的にウォッチしていくことは有用なことであろう。

本稿では、IT ビジネス企業のうち<ネットビジネス企業><ネットワーク企業>を総体的にみてきたが、図表 2 で見たように、これらの企業はいくつかの業態別ビジネスモデルに分けることが可能である。これらの各々についてフォーカスすることで、さらに詳しい分析が可能ではないか、と考えている。

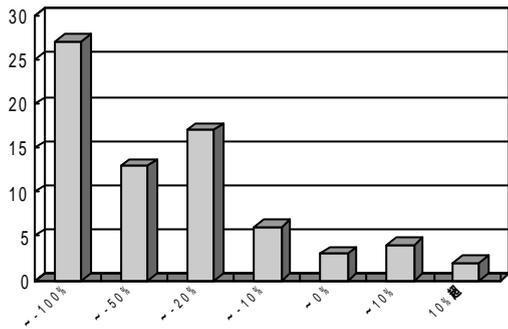
更に、本研究はサンプルの制限から、2 年間という短い年限での分析となったが、今後の継続的なウォッチにより観察年限と観察サンプル企業数が拡大することにより、創業もしくは株式公開からの年数の違いに基づいた、特徴ある財務状況が見出せる可能性がある。ここから、IT ビジネス企業の成長過程を示す手がかりの発見へとつながる可能性も考えられる。

また、こういった詳細な分析により、IT ビジネス企業が収益性をあげるようになるまでのリスク要因についても、同様な詳細な分析が可能になると考えている。

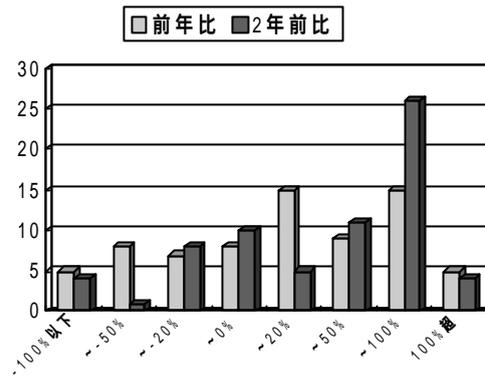
これらを今後の課題としていきたい。

<付記>

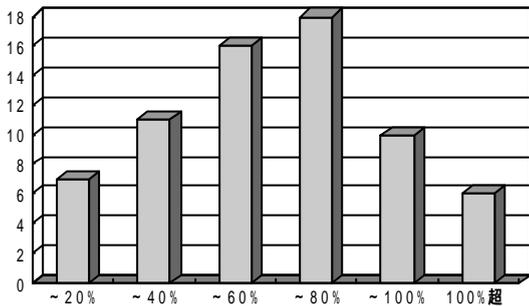
本稿は、筆者の 1 人である岩田が属する企業の見解とは独立した、岩田個人の見解であることをお断りさせていただく。また、ありうべき誤謬は、すべて筆者の責にある。



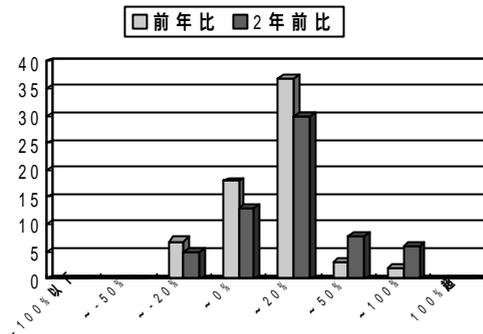
図表3 営業利益率の分布 (01年4-6月期)



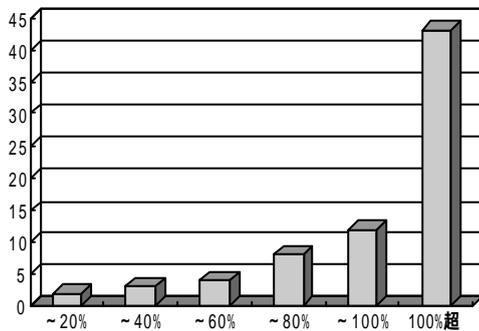
図表4 営業利益率の改善度合い分布 (01年4-6月期との四半期ベースでの比較)



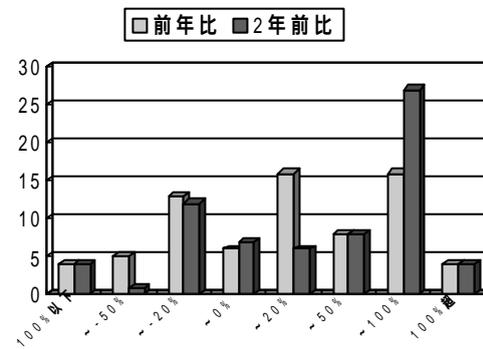
図表5 原価率の分布 (01年4-6月期)



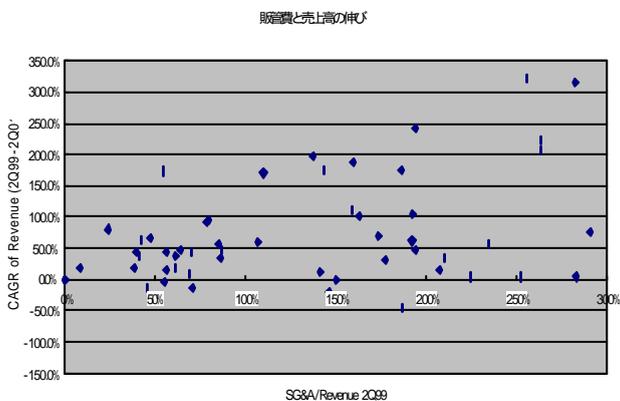
図表6 原価率の改善度合い分布 (01年4-6月期との四半期ベースでの比較)



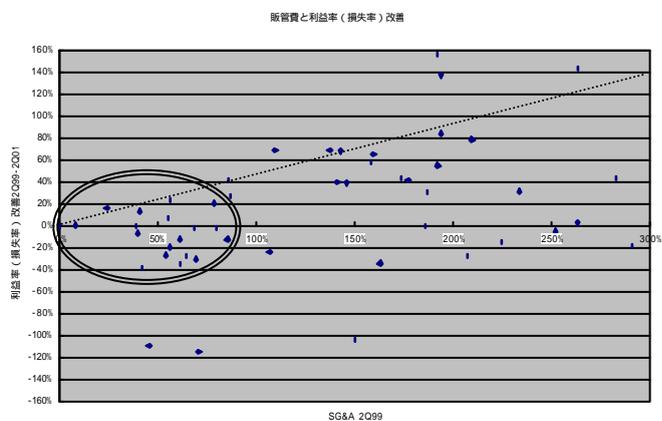
図表7 販管費率の分布 (01年4-6月期)



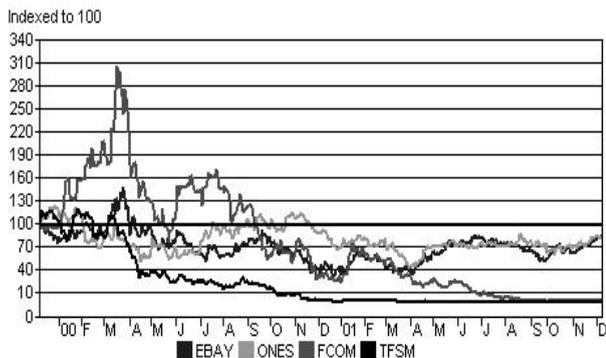
図表8 販管費率の改善度合い分布 (01年4-6月期との四半期ベースでの比較)



図表9 販管費(99年4-6月期)と売上高の伸び (99年4-6月期 01年4-6月期：年平均伸び率)



図表10 販管費(99年4-6月期)と営業利益率改善度合い (99年4-6月期 01年4-6月期)



図表 11 4 企業の株価グラフ (99 年 11 月末~01 年 11 月末)

EBAY : eBay, ONES : One Source, FCOM : Focal Communication, TFMS : 24/7 Media

<註>

- (1) 例えば、売上高営業利益率、ROA、ROE など。
- (2) 割引率は、企業価値算出の場合、債権者ないしは株主の期待利回りの加重平均として算出される。詳しくは、参考文献 9 (邦訳) pp171-174 を参照。
- (3) 参考文献 9 (邦訳) pp212-215 を参照。
- (4) 参考文献 10 を参照。株価が適正水準であるとする考察は当該特集のうち、アビー・ジョセフ・コーエン「フェアバリュー近くにある米国の株価水準」、太田清久「.com」相場に関するアナリストの私見。一方、適正水準でないとする考察は、筒井義郎「アメリカの株価はバブルか」、また、説明の仕方によって正当化できる、という説明方法に焦点を当てた考察は、水野琢夫「グローバリゼーション下の米国株価を支える新しいファンダメンタルズ」、木下芳之・和田康志「米国インターネット株の評価」。
- (5) 参考文献 5 など。
- (6) 参考文献 1 など。
- (7) IT ビジネス分類を試みている文献は、政府や業界団体によるものを含めて複数存在するものの、各文献での分類対象分野が必ずしも IT ビジネス全体をカバーしておらず、標榜的に定められた分類は存在しない。従って、IT ビジネス産業が一覧的に網羅・分類されている数少ない資料等を参考に、自ら参考文献 2.3 にて業態的分類を試みた。
- (8) 今回の対象に含めなかった 5 社は、<ネットワーク機器産業・SI 産業> の分類に属するものである。
- (9) 選出にあたっては、参考文献 7 に掲載の企業を対象とし、調査対象全期間に渡って、企業が存続し、なおかつ株式の公開を続けている企業のみを対象とした。株式の公開を条件としたのは、米国で株式を公開企業する企業は、米国証券取引委員会に財務状況を定期的に届け出ることになっているためであり、財務データを分析対象とする本研究において、財務データが取得可能なことを保証する条件は必須であるためである。
- (10) 2 年間で比較としたのは、対象企業の約 8 割が、1999 年に株式公開を果たしており、それ以前に遡っての財務データが取得不可能であったため(同様の理由で、創業年次別の財務状況比較も本研究では見送った) 四半期での比較としたのは、変化の速い IT ビジネスの動きをなるべく細かく捉えたいと考えたため。4-6 月期としているのは、データ採取時点(2001 年 10 月)にて、各社横並びにて利用可能な直近四半期データが 4-6 月期だったため。ただし、対象企業の一部は、年次決算期が 1-12 月

期以外を採用しており、四半期データのタイミングがずれのため、1ヶ月ずれ(5-7 月期等)のデータを利用している。

(11) 財務データは、比較可能性を重視し、Bloomberg 社 (<http://www.bloomberg.com>) の専用金融情報端末上における、損益計算書のデータを利用した(コマンド CH2) 同データでは、損益計算書の販管費については、対象企業企業によって、合併・買収による Goodwill (営業権) 償却費が含まれている企業と、除かれている企業がある。しかし、これら暖簾代の影響を正確に加えること、除去することは難しいため、基本的には Bloomberg のデータにそのまま従った。

(12) 本項について、より詳しくは、参考文献 2, 3 にて示した。

(13) たとえば、売上高倍率の 1 つである、株価売上高倍率 (PSR) について、同倍率を用いた IT ビジネス企業の株式価値評価ならびにその状況については、参考文献 5 pp32-36, 44-47 を参照。

(14) 米国の企業分析にあたっての 10-K の効用については、参考文献 2, 3 などを参照。また、10-K は、届出各企業の Investor Relation (IR) 関係サイトもしくは、US-SEC (<http://www.sec.gov>) のサイトなどからアクセス可能。

(15) 週刊ダイヤモンド 2001 年 5 月 12 日号 pp46-48

【参考文献】

1. 有元美津世『黒字ドットコム』インプレス、2000
2. 岩田祐一・松本正雄「IT 産業成長期の財務的視点からのビジネスモデル - IT ビジネスを対象に -」、電子通信学会ソフトウェアインタプライズモデリング専門委員会研究会 SWIM00-17、2000
3. 岩田祐一・松本正雄「財務面から見た IT 産業ビジネスモデルの分析 - IT ビジネス成長期を対象に -」第 7 回社会情報システム学シンポジウム 記念学術論文集、2001
4. 岩田祐一・松本正雄「ネットビジネス成長期における投資効果の考察」電子通信学会ソフトウェアインタプライズモデリング専門委員会研究会 SWIM01-07、2001
5. 大和田崇『ネット企業の評価軸』NTT 出版、2000
6. 小尾敏夫『デジタル・ネット産業革命』PHP 研究所 2000
7. 斉藤弘弘・小尾富士夫『米国ナスダック 329 社』日刊工業新聞社 2000
8. Hangstefer, James B. "Measuring Company Growth Momentum", Management Review 88, no. 10, 1999
9. Higgins, Robert C. "Analysis for Financial Management" (3rd Edition), Richard D. Irwin, Inc., 1992 (邦訳「ファイナンシャル・マネジメント」ダイヤモンド社、1994)
10. 『特集 米国の株価水準』(「証券アナリストジャーナル」Vol. 38 No. 2, 2000)