

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 エリック・ガワー + 榎山 寛
Eric Gower Masuyama



Y2K問題をクリアした後、世界経済はどう進むのか。それを知るためには、やはり米国経済の先端を知らなければならない。この連載では、話題の米ネット企業を個人投資家の観点から考えてみる。今年も米国市場からは目が離せない。

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

6

99年は株価上昇率24倍！ CDMA技術の「QUALCOMM」

時価総額から見た AOLとTWXの合併

お正月気分も抜けきらない成人の日（1月10日）深夜、アメリカから大ニュースが飛び込んできた。AOLとタイムワナー（NYSE：ティッカー-TWX）が、合併に合意したのである（Jump01）。ブロードバンドのインフラや、さらなるコンテンツを必要とするAOLと、ネットへの本格参入を期していたタイムワナーの思惑が一致し、史上最大のM&Aが実現することになった。

伝統的な大メディア会社と、新興ネット関連会社の合併という意味では、99年のパイアコムとCBSとが合併に合意した先例もあり、ディズニーやヤフーなどをめぐり、ウォール街ではさまざまな噂が飛び交っていた。しかし、この大規模な合併を予想した人はほとんどいなかったようだ。

CNBCや米ブルームバーグといった金融情報テレビ局でも、さまざまなアナリストが驚きを示し「これはキングコングとゴジラの合体だ」という表現まで出ていた。合併後の新会社の年間売り上げは、300億ドル（約3兆円）を超えると言われており、独占禁止法に触れるのではないかという懸念も出ている。

さて、この報道に関して興味深かったのは、

国内と海外の論調の微妙な違いだ。日本のメディアでは「ほぼ対等の合併」という部分が強調されていたが、欧米メディアではBBCでもニューヨークタイムズでも明らかに「AOLがタイムワナーを買った」としており、主語がAOLであることを印象付けていた（Jump02）。日本では特に、知名度や企業イメージという点でタイムワナーのほうが数段上であり、AOLが主語になることに潜在的な抵抗があったのではないだろうか。実際、売り上げや純利といった数字はタイムワナーのほうが約3倍も上だ。

しかし、ウォール街の観点から見ればAOL

がタイムワナーを「買う」ほうが当然なのだ。時価総額を見てみると、1月10日現在TWXは1,190億ドル、AOLは1,630億ドルであり、合併発表によりTWXが30ドル近く上げた後でさえ、AOLのほうが大きく勝っているからだ。よく考えれば、タイムワナーがAOLを買うには、株式以外のファイナンスングをしない限り不可能だということがわかる。

Y2K問題をクリアした後、米国市場は乱高下をしているように見える。常識的に考えれば、Y2Kの懸念で年末は下げ相場、年明けの状況如何で一気に上昇、というシナリオが予測されたわけだが、Y2Kがそれほどの問題



合併を伝える AOL サイト内のニュース。記者会見をビデオで見することもできる。
Jump01 www.corp.aol.com/cgi/announce.html



NYタイムズの記事では「AOLがタイムワナーを1,650億ドルで買収」としている。
Jump02 www.nytimes.com/library/financial/01100time-aol.html



にならないことは、ウォール街ではすでに年末から「織り込み済み」だったようだ。

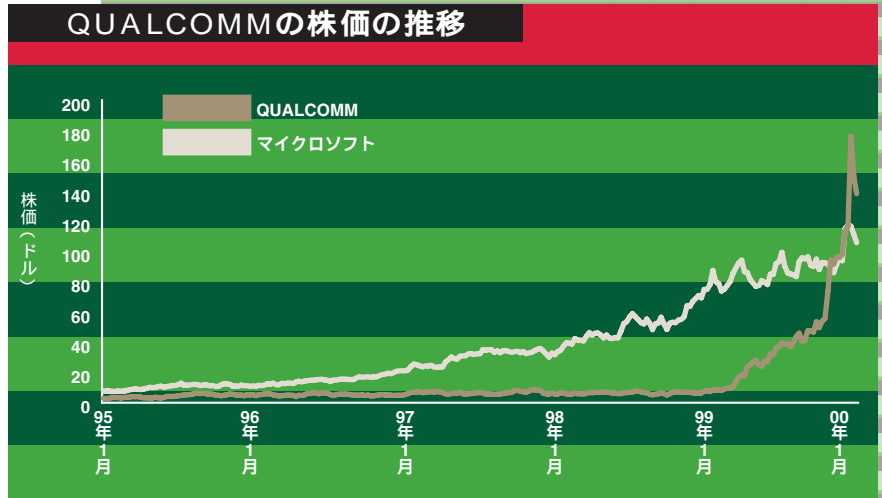
未来物語タイプ の株価上昇

さて、今月取り上げるのは、先月の「デルコンピュータ」と同じく、1年前までは誰も「ネット銘柄」だとは考えていなかった会社「QUALCOMM」(クオルコム、Nasdaq: QCOM)だ。米国サンディエゴを拠点とする同社は、デジタル携帯電話やワイヤレス情報機器に使われるCDMA (Code Division Multiple Access) 技術のパイオニアだ。

収益のほとんどは次の2つが源泉となっている。CDMA技術を使う他社からのロイヤルティと、ASICと呼ばれるCDMA用チップの売り上げだ。

これまで、この連載では投下資本利益率(ROIC)や株価収益率(PER)といった投資における技術的な側面、企業の分析法を見てきた。しかし、今回焦点を当てるのは、それよりもずっと難しい手法「未来の予測」についてだ。

すでに多くの人が知るところとなっている



が、昨年のクオルコムは、S & P500を含む複数の巨大なベンチマークの中で、全米で最高のパフォーマンスを上げた銘柄である。1999年の年末を、なんと2400%もの上昇率でフィニッシュしたのだ。

いったい何が起きたのだろうか。投資家は、たった12か月前に50億ドル(時価総額)だった会社に、なぜ急に1,060億ドル(2000年1月10日)もの価値があると思うようになったのか。

私(ガワー)は、これを「未来物語タイプ」の急上昇と呼んでみたい。ナスダックで高値をつけている銘柄の急上昇は、多くの場合「収益ドライブ」がかかっている。典型的な例を挙げれば、デル社の素晴らしい株価パフォーマンスは、アナリストたちが予測したよりも、はるかに優れた収益を報告したことが引き金になってきた。しかも、デルはそれをシステムティックに、かつコンスタントに続けてきたのだ。

しかし、99年にデルがやや停滞してしまったことの大きな理由は、パソコンの時代が「終焉」したという認識が広まったことにある。それは、未来の技術、特にワイヤレスでウェブにアクセスできるハンドヘルドのデバ

スが、デルにおける収益マシンを消滅させるだろうという認識でもある。

昨年のクオルコムの株価が、まるでロケットのように急上昇した理由の一部には、収益の予想以上の上昇傾向があったことも確かだ。この3四半期において、クオルコムの収益はすべての予想を上回っている。

しかし、それよりも大きな理由だと私が考えるのは、同社が、次世代のコミュニケーションを支配する確固たる技術によって、近い将来、予期できないほどの収入を上げるのではないかという膨大な「集合的信念」のほうである。

この銘柄が、なぜ昨年だけで24倍にもなったのかという問いに答えるにあたって、我々は次のことを忘れてはならない。マーケットには、「未来志向メカニズム」が働いているのだ。割安志向(Value-oriented)の投資家にとって、1989年の日本株市場がそうであったように、クオルコムは投機的パブル銘柄に見えているかもしれない。

しかし、その一方で未来志向の人々は、今後2~4年間のクオルコムの収益パワーはロケットのように上昇すると判断したのだ。

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？

コルコムは次世代のマイクロソフトか？

楽観的な見方の中には、コルコムは今やマイクロソフトとインテルの両方と似たような強力な特権を得たというものもある。マイクロソフトが、世界中で売られるウィンドウズPCの、実質上すべてからロイヤルティーを「抜き取る」ように、コルコムは、CDMA端末やそのインフラ機器が売れるたびに、同様のロイヤルティーを受け取るだろう。

また、コルコムのASIC部門は、インテルがパソコンの「頭脳」であるCPUを供給しているのと同じ立場にある。CDMAを駆動させる機器の中にあるASICチップのほとんどは、コルコムによって製造されているからだ。

1980年にIBMが下した「自社パソコンのOSをマイクロソフトのもので標準化する」という決定は、現在この地球上でもっとも価値のある企業の出現を呼ぶ出来事だった。

1986年、ほとんどすべてのアナリストは、マイクロソフト株がすでに高いPERを示していたため、まったく注目していなかった。彼らは、マイクロソフトを真に分析するためには、次四半期の会計報告などより、ずっと先に焦点を当てなければならないことを理解していなかったのだ。パソコンというものが、ビジネスや個人の生活でどれだけ使われる可能性があるかを考えるべきだったのだ。

コルコムの強気相場は、これからも維持されるだろう。その知的財産の核が次世代のワイヤレスネットワークにおける「OS」であ

QUALCOMM INC. 【QCOM】

コルコムは1985年、元MIT、UCSDのコンピュータサイエンス教授、アーウィン・ジェイコブス（現CEO）によって設立された。ビジネスの基本はCDMAを中心とするワイヤレス通信技術の開発だが、日本では「ユードラ」という定番メールソフトの販売元としても知られているだろう。世界14か国で、計9000人以上の社員が働く。99年には『インダストリーウィーク』誌によって「優秀経営ベスト100社」に選ばれている。



Data

| | |
|---------------|-------------------------|
| 本社 | 米国カリフォルニア州 |
| 設立 | 1985年 |
| 代表者 | Irwin Mark Jacobs (CEO) |
| 株式取引市場 | NASDAQ |
| Ticker Symbol | QCOM |
| 分類 | Communication Equipment |
| 株価 | 138.25ドル (2000年1月12日) |
| 時価総額 | 912億2,177万4,000ドル |
| 発行株数 | 6億4636万4000株 |

2000年1月12日現在

www.qualcomm.com

ることから、1980年代中期のマイクロソフトのようなポジションにあると思われるからだ。

日本では、昨春IDOがCDMAの携帯電話を売り出したことがよく知られているだろう。音質がよく、通話が途切れることも少なく、しかも他社より安いという「スーパーデジタル」携帯。あれがコルコムの技術であり、あれを買った人は全員がASICチップを買ったことになる。

ちょうどその頃、コルコムはスウェーデンの電話メーカー、エリクソンとの法的な戦い

に勝利を収めていた。それは特許に関する長期間の論争だったが、エリクソンは最終的に抵抗をやめ、コルコムのインフラビジネスを買い上げ、他社と同じようにCDMAにロイヤルティーを支払うことに同意したのだ。

この勝利は、コルコムにとってワイヤレス業界の標準戦争における決定的な勝ち戦となった。今やCDMAが“第三世代”の標準となったのだ。エリクソンには、ほとんど選択肢は残されていない。現在のところ、ローコストで広い帯域を供給できるのはCDMAだけなのだ。

その数か月後、コルコムはアメリカの大手500社の株価指数であるS & P500インデックスに加えられた。それが株価をさらに押し上げたのは言うまでもない。さまざまな金融機関で販売されるすべてのS & P500のインデックスファンドが、新しく登録された銘柄を購入しなければならないからだ。



エリクソンとの合意を伝えるニュース。下記URLから「PRESS ROOM」を選び、99年3月25日のリリースを見る。

www.qualcomm.com



99年に入れ替えがあったS & P500企業のリスト。米国経済の変化ぶりが見えてくる。

www.spglobal.com/ssindexmain500indchange1999.html

ビジネスは順調、 株価は別問題

すでに熱く燃えている火の上にさらにガソリンを注いだのは、コルコムが赤字だった電話製造事業を京セラに売却したというアナウンスだった。ウォール街のアナリストは、コルコムが利益率の高いチップのデザインや研究に専念できることになるとして、そのニュースを非常に好感した。

また、同時期にコルコムは、3期連続してアナリストの予想を上回る四半期決算を発表。アナリストの評価、ひいては株価をさらに上げることになり、結果的に非常に珍しい4対1の株式分割を発表することになった。

昨年12月後半には、さらに大きな上昇があった。そのきっかけは、証券会社パイプウェーのアナリスト、ウォルター・ビーシックによる「コルコムの株価は1,000ドルが適正」という議論の余地のある発言だった。

ビーシックはそのレポートで、1999年に5000万個であったコルコムのASICチップが2001年には倍の1億個になるという期待値をあげている。そして、2010年には平均180ドルの携帯電話が世界で30億台売れ、その内の85%がCDMA技術を使い、コルコムには200億ドルものロイヤルティーが入る、と予測したのだ。

その発言は、分割前の株価で1日に156ドルもの上昇を呼んだ(99年12月28日から29日)。その高揚感、年を越しても続いている。コルコムへの需要は、機関投資家からも個人投資家からも、まるで飽くことがないように見える。

現時点で何かまずい点はあるだろうか？ 私

には、コルコムのビジネス自体は来たるべきワイヤレスコンピューティング時代に向けて、完璧に位置付けられているように見える。

前述したように、マイクロソフトと同じく、すべてのメーカーのすべての機器から多額の「OS」使用料を取ることができ、優秀なR&Dをさらに進めることができるからだ。マネージメントチームも一流で、ビジネスを成長させる術を理解しているようだ。ちなみに、創業者であるCEOのアーウィン・ジェイコブスは、IVYリーグの工学教授出身だ。

ビジネスが順調と言っても、株価が適正かどうかというのは別問題だ。上昇があまりに急だったため、株価を鼻血が出そうなレベルまで引き上げてきたモメンタム(勢い重視)の投資家自身が「樹木は空に向かって永遠に伸び続けるものではない」と考える状態にまで来ている。彼らが大量に株を手放してしまえば、結局のところ、自分で自分の予言を実行することになるのだ。

多数の機関投資家がコルコム株を手放さなければならなくなっているのも不安材料だ。というのは、彼らが投資できる個別銘柄の法的限界にまで来ているからだ。1銘柄をトータルなポートフォリオ価値の5%以下に抑えなければならぬ場合が多いのだ。

また、容赦のない金融関連メディアは「現在のナスダックの高価格銘柄は、17世紀のオランダで起きた異常なチューリップ投機におけるチューリップにすぎない」と主張している。それは、下落相場が起きた途端に、一気にしぼんでしまうものだ。

いずれにせよ、コルコム株は投資家を混乱させ続けるだろう。このとんでもなく大きい騰落率が続けば、大金を稼ぐのも失うのも、

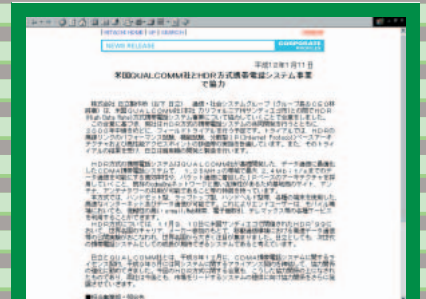
コルコムのテクノロジーやビジネス、さらにはウォール街のセンチメントを理解していると自ら信じている人々ということになる。



コルコムの通信端末機器事業を買収した京セラのリリース。
Jump03 www.kyocera.co.jp/news/1999/9912/0005-j.asp



ウォルター・ビーシックによる発言の詳細。
Jump06 www.redherring.com/insider/1999/1230/inv-qualcomm.html?id=yahoo



2000年1月11日には日立がコルコムとの協力を発表。
Jump07 www.hitachi.co.jp/New/cnews/0001/011.html

QUALCOMMの業績と株価の推移

| | 1998年度 | | 1999年度 | | |
|-----|----------|----------|----------|---------|-----------|
| | 9月期(4Q) | 12月期(1Q) | 3月期(2Q) | 6月期(3Q) | 9月期(4Q) |
| 業績 | | | | | |
| 売上げ | 9億2,600万 | 9億4,120万 | 9億3,240万 | 10億410万 | 10億5,906万 |
| 収益 | 3,990万 | 4,850万 | -4,260万 | 5,890万 | 1億3,600万 |
| 株価 | | | | | |
| 高値 | 8.42 | 7.5 | 15.72 | 36.48 | 49.75 |
| 安値 | 5.12 | 4.72 | 6.53 | 15.38 | 33.97 |

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