

2013年3月12日
H&L企業研究クラブ

【サイバーエージェント（4751）に対するネガティブなレポートに関して】

会員の方から、次のような質問が来しました。

3月7日

（質問）

有賀様

こんばんは。
サイバーAですが、大きく下げましたね。
三菱UFJのレポートによると、広告効果は限定的で1月の月商も思わしくない様子。
今期の利益も難しいという報告になっています。
レポートを出すくらいなので、取材をしているのではないかと推測されます。
有賀さんはどのようにお考えですか？

よろしくをお願いします。

（回答）

〇〇様

お問い合わせありがとうございます。
まず、アナリストのレポートなので、事実はおそらく間違っていないと思います。

ただし、事実は正しくても、事実に基づいた予測が正しいかというと、特にこの会社の現時点の予測は誰もできないだろうと思っています。私のレポートでも平均的な予測であって、上下に大きくぶれる前提です。

まして、株価の予測もまだまだ不可能だろうと思います。私の投資スタンスも、まだまだ良くわかりませんが、経営者のセンスに賭けてみませんかというものです。今回もそもそもなぜその前に大きく上昇したのかもよくわかりません。そして、その後のネガティブな情報で上げた分を下げました。それゆえ、しばらくは株価は乱高下を繰り返すのだろうと

予測しています。

一応、レポートを入手して、事実を確かめようと思っっていますが、現時点ではすぐに入手できるかどうかわかりません。また、入手できて、事実は確認できても、予測の背景がどこまで詳細に出ているかがわからないという問題もあります。新たに何かわかるかもしれませんが、現時点では上のような見方をしています。

有賀

その後、レポートが入手できましたので、それに対する見解を述べます。

要約

アナリストレポートの内容は、今何が肝心なのかということがすっぱり抜けているもので、ほとんど意味がありません。著者はトップアナリストですが、私が繰り返し述べているように、他の多くのアナリスト同様ネットの世界をたぶん理解していません。ということで、せっかくのチャンスなので、買い増してはいかがでしょうか。

ゲームビジネスのしくみとは

まず、ゲームビジネスの仕組みを簡単におさらいします。

かつて、スタンドアローンのゲーム機の時代は、ゲーム機をたくさん売った会社が勝ちました。つまり、任天堂です。同じゲーム会社でもそのほかの会社は任天堂にファミコンの使用料を払って、ゲームを提供していました。

それに挑戦した会社がソニーやセガでした。ソニーやセガもそれなりにうまく行った時期もありました。

さて、次の時代がネットゲームの時代です。ここでの勝者は明らかに、グリーやディーエヌエーです。彼らが集めた会員が、ゲーム機に相当し、多くのゲームメーカーがそこにゲームを供給しています。そこで、ゲーム機の販売台数に相当するものが、この SNS の会員数です。彼らの会員がゲームのプラットフォームになり、それを外部のゲームメーカーが使えるようにすることをオープン化と言います。まさに、グリーやディーエヌエーはオープン化で急成長を遂げました。

一方、サイバーエージェントはグリーやディーエヌエーにゲームを供給するゲームメーカーです。しかし、一方で独自の集客の仕組みとして、アメブロを構築し、そこでも自社でゲームを供給しています。当然、利益率はこちらの方が高くなります。しかし、このアメブロはオープン化していませんでしたから、アメブロへのゲーム供給は自社だけです。

このような関係の中で、同社はスマホでのプラットフォームづくりに取り組んできました。このスマホでは最初からオープン化を目指しており、すでに2012年6月からオープン化を始めています。まさに、今の段階ではグリーやディーエヌエーが任天堂とすれば、同社はソニーやセガです。ポイントは先行2社と異なるどんな属性の人が集められるかにかかっています。

さまざまなゲームメーカーがアメーバにゲームの供給を始めていますが、当クラブでカバーする銘柄では enish (3667) やインタースペース (2122) があります。たまたま、両社の得意とするゲームが、女性向けであり、アメーバスマホの現時点の特徴を表しているとも言えます。

まだまだ小さいのですが、enish のプラットフォーム別の売上構成比を見ると、2011年度はグリー73%、ミクシィ10%、ディーエヌエー9%に対してアメーバはゼロでしたが、2012年度にはグリー60%、ミクシィ22%、ディーエヌエー10%に対してアメーバ2-3%となっています。

アナリストレポートの問題点

まず、論点の一つは、「同社が他社に供給するゲームで継続的に高い成長は難しい」と述べています。これは、その通りですので、問題はありませんし、新しい情報でもありません。それゆえ、同社はゲームの供給メーカーではなく、プラットフォームになろうとしているのですから。

一方、「同社はコミュニティの制作・運営が得意分野であるかもしれないが、コミュニティにおける収益化は、同社だけではなく、ネット業界の課題であろう」としています。

実は今回のレポートは、説明会の内容を受けたレポートであるらしく、それ以上の詳しい話はなく、これだけの説明で終わっています。つまり、同社がスマホでプラットフォーム化を目指していることとか、それが成功するのかわからないのかといった最も肝心の議論は全くない内容となっています。

ネットビジネスの本質は、まずはネット上にどれだけの顧客を集め、囲い込めるかが最初の、かつ最大のポイントです。それは古くは Yahoo であり、Google であり、Facebook であったわけです。まずは、集めて、囲い込めば第 1 段階の成功なのです。

もちろん、その後、その集めて、囲い込んだ顧客からどう収益を上げるかという次の関門があります。しかし、マーケットはまず集めて、囲い込んだことを評価します。そして、それに対して高いプレミアムを付けます。最初から、最後には一体どれだけ稼げるのかということは、誰もわからないのでそれほど議論の対象にはしないのです。

そうであるならば、「集めて、囲い込むのは得意な会社だが、最後どれだけ儲かるかわかりません」という結論は、全く結論になっていないのです。

むしろ、集めて、囲い込むことが得意な会社という部分に価値があるのです。結果的には誰も大きな収益を上げられると思っていなかったブログで、後発で参入してアメブロで収益を稼げるようにしてしまった藤田社長が、最も多額の投資をしてスマホのプラットフォーム獲得競争の第 1 歩で他社を圧倒したわけです。しかも、それで十分な種火ができたわけですから、多額の投資はもうしないと言っています。

もちろん、ネットの世界は、大きなお金をかけずに、世界中であつという間に 1 億人のユーザーを獲得したラインなどという別次元の発想が次々と出てくることでしょう。そういったリスクはあります。

ただし、断っておきますとアメーバとラインが直接競合するわけではありません。同じ人が接続しても、その時の目的が異なるので、その後の行動も異なることが多いからです。また、どれだけそこに集まった人の属性が似ているかも重要です。

まずは、アメーバスマホは女性ユーザーが多いということで、グリーやディーエヌエーと差別化しています。おそらく、リアルの世界でも同様ですが、まずは流行に敏感な若い女性を集めておいて、その後その女性を餌（ちょっと表現は悪いですが）にして、男性を集めるのは常套手段です。同社もそのような形で、集めて、囲い込むボリュームを増やして行くことになると思います。

このレポートのアナリストはもちろん元同僚ですから知っているわけですが、やや性格的に真面目すぎます。こちらに彼が書いたコンテンツ業界の見方があります。内容としては、ゲームは成長して行くような産業ではないというスタンスです。その辺りも問題ではないかと思えます。

<http://diamond.jp/articles/-/17157>

3部作と長いものですが、最初の表題に

『「ソーシャルゲームは、パチンコみたいなもの」

三菱UFJモルガン・スタンレー証券レポートの衝撃』

とあります。

引用はダイヤモンド社がしていますが、そもそも衝撃を受ける部分が違うのではないかという感じです。つまり、「ソーシャルゲームはパチンコみたいなもの」なのであって、その部分は驚く話ではないのです。問題は、書いた人もダイヤモンド社もパチンコなんかはくだらないもので、産業などと呼べるものではないというスタンスの部分が問題なのです。

かつて、パチンコ産業を調査し、どっぷりとパチンコに浸ったことがある私とすれば、論点は違わうだろうという気がします。それを言い始めたら、ネット証券なんかも全く同じです。ネット証券は顧客に儲かってもらう必要は全くなく、売り買いを頻繁にしてもらえばいいわけです。だから、システムトレードなんかを推奨し、いかにも売り買いを早めたらリスクは少ないというような教育までします。

カード会社だって同じです。今や銀行の金利が0.X%なんていう時代に、カードでちょっとお金を借りれば18%です。とんでもない暴利に、銀行を筆頭に、その他の金融業や百貨店や小売りなどの流通業も群がっています。

要するにまじめすぎてしまって、世の中の汚さは許せないぐらいなスタンスです。それを良しとするかどうかは別として、いまや飛ぶ鳥を落とす勢いのユニクロは実はブラック企業の筆頭などというのが世の中の真実です。それを攻めだしたら、株式投資なんてできません。

ということで、せっかくそんなレポートが出て下げたココは、絶好の買い場ではないでしょうか。

なお、このレポートは株価が大きく売られた3月12日に、H&L企業研究クラブの会員だけに配布されたレポートである。

注意事項

当レポートの株式に関する記述は、投資の勧誘を目的としたものではありません。情報の

内容も私の観測であり、不確定要素を多く含みます。当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても、当社では一切の責任を負いません。投資判断はすべて自己責任にてお願い致します。