

選択と集中により利益率を向上させる 米国 IT ハードウェア業界

岩谷 賢伸、吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 通信インフラの拡充とインターネットの普及が進み、通信機器、サーバー、PC、半導体などハードウェアに対する需要は世界的に高まった。米国 IT ハードウェア業界は、2000 年代初頭に IT 不況に見舞われたものの、過去 10 年間で業界主要 42 社の売上高合計は 2,975 億ドルから 5,699 億ドルへとほぼ倍増した。
2. 売上高の 10%以上を研究開発に費やしながらも、営業利益率は IT 不況を乗り越えて 15%近くまで回復した。キャッシュ・フローの創出力は高く、多くの会社でキャッシュが積み上がっていったが、最近では M&A を始めとする攻めの投資や、自社株買いを中心とする株主還元を活性化する会社が増えている。
3. その結果、2001 年度にほとんどなかった日米の ROE の差は、2007 年度には 10 ポイント以上に広がっている。その最大の要因は、日米の利益率の差である。
4. 米国 IT ハードウェア企業は、利益率向上のためにコストの削減や他業種への進出に加え、事業の選択と集中を通じた事業ポートフォリオの最適化に努めてきた。早期の事業売却とコア事業への集中を行ったテキサス・インスツルメンツ、継続的な研究開発の努力と新事業への転換を果たしたコーニング、ライセンス・ビジネスを含む CDMA 関連事業への選択と集中を遂行したクアルコムなどがその例である。
5. わが国 IT ハードウェア業界においても事業の選択と集中が叫ばれて久しいが、米国の例なども参考にしながら、今後各社がその技術力を最大限生かせるような事業ポートフォリオを構築していくことが期待される。

I 米国 IT ハードウェア業界概況

過去 10 年間、情報通信技術の発達により、通信インフラの拡充とインターネットの普及が進み、通信機器、サーバー、パソコン（PC）などハードウェアに対する需要が世界的に高まった。米国 IT ハードウェア業界は 2000 年代初頭の所謂 IT バブルの崩壊によりその後数年間伸び悩んだものの、業界主要 42 社の売上高合計は 1998 年度の 2,975 億ドルから 2007 年度の 5,699 億ドルへとほぼ倍増した。収益性の面でも、業界全体の自己資本

利益率（ROE）¹は直近 15%を超え、バブル前の水準に戻している。だが、米国企業が圧倒的な地位を占めるソフトウェア業界と異なり、IT ハードウェア業界は海外勢とのシェア争いが非常に激しく、個別事業分野で必ずしも首位の座に就く米国企業が多いわけではない。そういった環境の中、事業の選択と集中を M&A や事業売却を梃子に実施し勝ち残っていくとする米国企業の姿は、同じくグローバル競争に晒されているわが国企業にも参考となる。

本稿では、米国の IT ハードウェア業界の過去 10 年間（1998 年度から 2007 年度）の変遷を、S&P500 株価指数を構成する主要 42 社（通信部門 8 社、ハードウェア部門 16 社、半導体部門 18 社）を対象に主に財務的な側面から分析する。参考として、わが国 IT ハードウェア業界の主要企業（NOMURA400 構成銘柄より 26 社）の財務データも一部の項目で集計している。以下では、まず各部門の事業概況を説明する。

1. 通信部門

通信部門は、ルーターやスイッチといったネットワーク機器及びその部品、光ファイバーやケーブル、通信端末などを製造する企業群からなる（図表 1）。IT バブル期の過剰な設備投資が祟り、リストラと業績の回復に時間がかかったが、ルーター等ネットワーク機器トップのシスコシステムズ、ライセンス・ビジネスに特徴を持つクアルコム、液晶ディスプレイ用ガラス事業にシフトしたコーニングなどが高収益企業として勝ち残っている。一方で、携帯電話世界シェア 3 位のモトローラは、収益性の低い同事業の売却を大株主でアクティビストのカール・アイカーン氏に要求されるなど、更なるリストラを迫られている。

図表 1 通信部門 8 社

	会社名	ティッカー	分野	売上高 (億ドル)	時価総額 (億ドル)	ROE(%)
1	モトローラ	MOT	通信	366	178	-0.3
2	シスコシステムズ	CSCO	ネットワーク機器	349	1,381	26.5
3	クアルコム	QCOM	通信	89	764	22.6
4	コーニング	GLW	ネットワーク機器	59	263	25.7
5	ジュニパーネットワークス	JNPR	ネットワーク機器	28	126	6.3
6	テラプス	TLAB	通信	19	16	2.2
7	JDSユニフェーズ	JDSU	ネットワーク機器	14	19	-1.6
8	シエナ	CIEN	通信	8	10	10.3

(注) 売上高、ROE は 2007 年度の数値。時価総額は 2008 年 9 月 25 日現在。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

¹ (純利益) / (自己資本)

2. ハードウェア部門

ハードウェア部門は、PC、サーバー、ストレージやその他周辺機器の製造企業と電子機器組み立て（請負）企業で構成する（図表 2）。

PC 業界ではグローバルのシェア争いが続く中、2007 年にヒューレット・パッカード（以下、HP）がデルを抜いて再びトップに立っている。過去 10 年間では、2002 年の HP によるコンパックの買収、2005 年のレノボ（中国）による IBM の PC 部門の買収、2007 年のエイサー（台湾）によるゲートウェイの買収など、国境を越えた合従連衡が進んでいる。

一方、近年 M&A などを通じて、ハードウェア企業による IT サービス事業やソフトウェア事業の強化が盛んに行われている。IBM によるプライスウォーターハウスクーパースからの IT コンサルティング事業の買収（2002 年）、ビジネス・インテグレーション・ベンダーのコグノスの買収（2007 年）、HP による IT サービス・プロバイダーのエレクトロニック・データ・システムズの買収（2008 年）などが象徴的な案件である。

図表 2 ハードウェア部門 16 社

	会社名	ティッカー	分野	売上高 (億ドル)	時価総額 (億ドル)	ROE(%)
1	ヒューレット・パッカード	HPQ	ハードウェア	1,043	1,168	18.9
2	IBM	IBM	ハードウェア	988	1,627	36.6
3	デル	DELL	ハードウェア	611	332	73.1
4	アップル	AAPL	ハードウェア	240	1,169	28.5
5	ゼロックス	XRX	オフィス機器	172	106	14.5
6	サン・マイクロシステムズ	JAVA	ハードウェア	139	60	7.0
7	タイコ エレクトロニクス	TEL	電子機器組み立て	135	134	-4.9
8	EMC	EMC	ストレージ、周辺機器	132	270	14.6
9	ジャビル・サーキット	JBL	電子機器組み立て	123	22	3.1
10	アジレント・テクノロジー	A	電子機器製造	54	110	18.5
11	レックスマーク	LXK	ストレージ、周辺機器	50	28	26.0
12	サンディスク	SNDK	ストレージ、周辺機器	39	49	4.5
13	モレックス	MOLX	電子機器組み立て	33	41	10.0
14	ネットアップ	NTAP	ストレージ、周辺機器	33	62	16.8
15	テラデータ	TDC	ハードウェア	17	35	32.7
16	キューロジック	QLGC	ストレージ、周辺機器	6	21	12.5

（注） 売上高、ROE は 2007 年度の数値。時価総額は 2008 年 9 月 25 日現在。

（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

3. 半導体部門

半導体部門は、半導体の開発・製造企業と、半導体製造装置の開発・製造企業から構成される（図表 3）。半導体企業は市況のサイクルに影響を受けやすく、収益のボラティリティは他の部門に比べて大きい。また、一言で半導体と言ってもマイクロプロセッサ（CPU）やメモリーなど様々な分野に分かれており、独自の技術を持つ専門分野に特化して生き残っている企業も多い。業界全体で見ると、グローバルな競争の激しい分野であり、サムスン電子、東芝などの海外勢としのぎを削る。

一方、半導体製造装置にも、半導体の製造過程で使用される様々な機械に加えて、監視・検査システムなど多くの事業分野があり、各社固有の技術を持って開発に取り組んでいる。半導体市況の影響を受けるので、売上高や利益率は半導体メーカーと概ね連動している。

図表 3 半導体部門 18 社

	会社名	ティッカー	分野	売上高 (億ドル)	時価総額 (億ドル)	ROE(%)
1	インテル	INTC	半導体	383	1,044	17.5
2	テキサス・インスツルメンツ	TXN	半導体	138	297	24.9
3	アプライド マテリアルズ	AMAT	半導体製造装置	97	215	23.6
4	AMD	AMD	半導体	60	32	-77.0
5	マイクロン・テクノロジー	MU	半導体	57	36	-4.0
6	エヌビディア	NVDA	半導体	41	64	34.5
7	ブロードコム	BRCM	半導体	38	99	5.2
8	KLAテンコール	KLAC	半導体製造装置	27	56	14.8
9	LSIコーポレーション	LSI	半導体	26	36	-113.5
10	アナログ・デバイセズ	ADI	半導体	25	77	17.2
11	MEMCエレクトロニック・マテリアルズ	WFR	半導体製造装置	19	70	51.6
12	ナショナル セミコンダクター	NSM	半導体	19	40	33.8
13	ザイリンクス	XLNX	半導体	18	65	21.7
14	ノベラスシステムズ	NVLS	半導体製造装置	16	20	12.7
15	アルテラ	ALTR	半導体	13	63	23.5
16	テラダイン	TER	半導体製造装置	11	14	6.0
17	リニアテクノロジー	LLTC	半導体	11	68	-
18	マイクロチップ テクノロジー	MCHP	半導体	10	56	19.6

（注） 売上高、ROE は 2007 年度の数値。時価総額は 2008 年 9 月 25 日現在。

（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

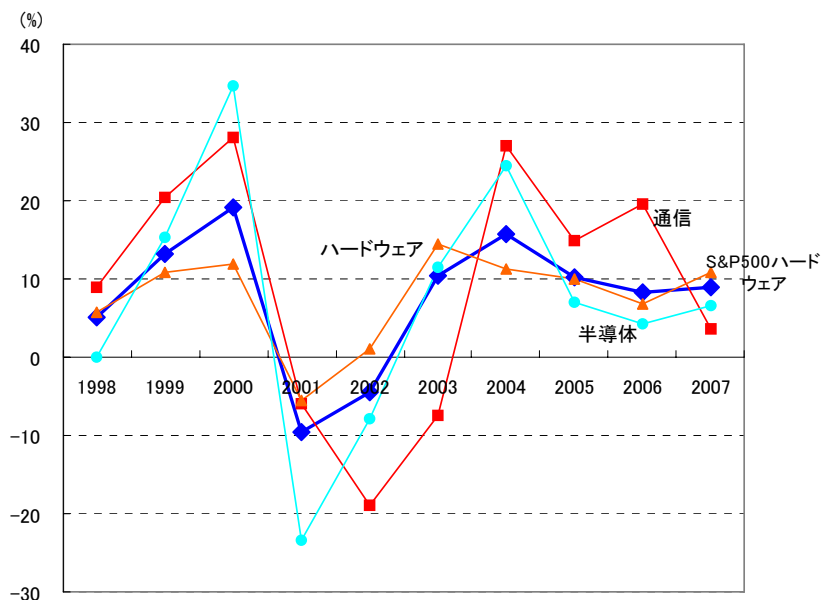
II 過去 10 年間の財務動向

1. 成長性分析～IT 不況を克服し、高い成長性を維持

IT ハードウェア業界は、2000 年代初頭の IT バブル崩壊を受け、2001、2002 年度には売上高の成長率がマイナスになっているが、2003 年度から三期連続で二桁成長を遂げ、IT 不況を克服している（図表 4）。ただし、近年は、PC、携帯電話、半導体などハードウェア市場全般の成熟化の進行と製品価格の下落速度の早さなどにより、売上高成長率は 10%を切っている。

部門別に見ると、通信部門は IT バブル崩壊後三期連続でマイナス成長となったが、在庫整理、人員削減、過剰設備の統廃合などのリストラと企業の IT 投資の回復により 2004 年度からは再び成長軌道に乗っている。2007 年度に成長率が大きく低下しているのは、モトローラの携帯電話事業の売上高が急減したからである。ハードウェア部門は IT バブル崩壊の際の落ち込みが比較的小さい。2003 年度は HP によるコンパックの買収や IT 投資の増加によって 14.4%の高成長を達成しているが、2004 年度以降の成長率は 6.8～11.3%と落ち着いてきており、同部門の成熟化を示している。一方、所謂シリコンサイクル²があるとされる半導体部門では成長率の上下が激しい。例えば、2000 年度の好況期の成長率 34.8%に対し、2001 年度の不況期の成長率はマイナス 23.4%であった。

図表 4 売上高成長率



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

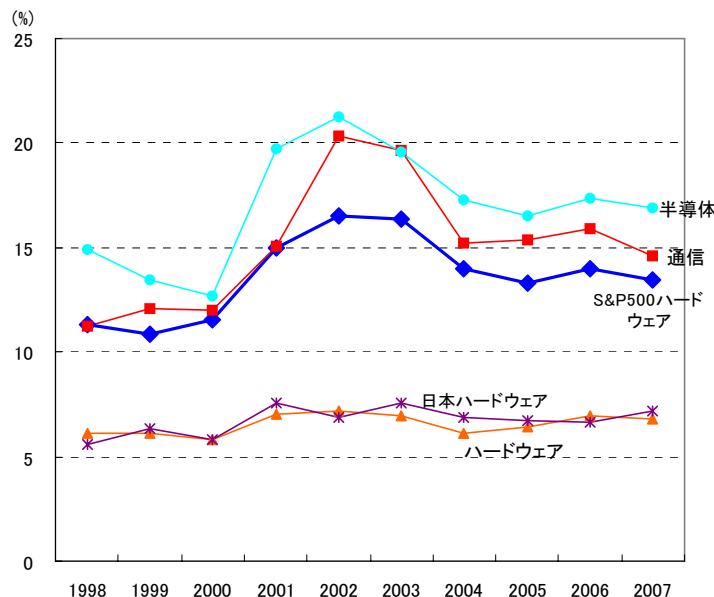
² 半導体業界において、好不況が約 4 年サイクルで周期的に繰り返されること。技術革新の速度が早い同業界では、サイクルの上昇期には製品メーカーから大量の注文が入り、半導体企業も設備投資を強化するが、下降期には過剰在庫が発生し、注文が大幅に減少する。

2. 利益率分析～研究開発に多額の資金を投入しつつも高い営業利益率

IT ハードウェア業界のコスト構造を見ると、原価率³は IT 不況の売上高低迷時に 60% を超えたものの、過去 10 年間 53.3～61.3%と比較的安定的に推移している。部門別に見ると、製造している製品が最終消費財（PC、プリンターなど）に近ければ近いほど原価率が高くなる傾向があり、原価率の高い方から（ハードウェア部門：58.0～63.9%）⇒（通信部門：49.8～61.3%）⇒（半導体部門：47.9～56.9%）となる。例えば、PC 世界シェア 2 位のデルでは、部品をほとんどを外部調達しているため原価率が 80% を超える。一方、マイクロプロセッサ世界首位のインテルでは、原価率は 40～50%である。

次に営業費用に目を向けると、当業界では研究開発費が 40%強と重要な位置を占める。売上高に対する研究開発費の割合（以下、研究開発費率）は、過去 10 年間 10.9～16.5%で推移し、同じく研究開発に力を入れる IT ソフトウェア業界と同水準である（図表 5）。特に技術革新の速度が早い半導体部門では、2001 年度以降同比率が 15%を超えている。通信部門も、近年、概ね 15%を超える水準である。例えば、売上高が 2003 年度以降二桁の伸びを見せているクアルコムや、ルーターの開発を行う新興企業のジュニパーネットワークスの同比率が、2007 年度に 20%を超えている。一方、ハードウェア部門の研究開発費率は相対的に低く、過去 10 年間 5.8～7.1%で推移する。例えば、デルでは 1998 年度から 2007 年度にかけて 1.5%から 1.0%に低下し、HP でも 6.0%から 3.5%に下落している。

図表 5 研究開発費率



(注) 中央値。

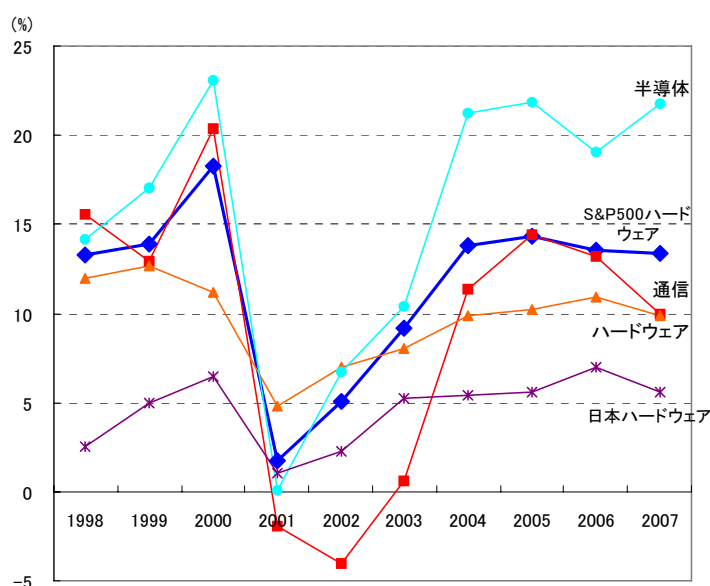
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

³ (売上原価) / (売上高)

これに対して、わが国 IT ハードウェア業界（通信・半導体も含む）の研究開発費率は、過去 10 年間 5.6～7.6%で推移しており、米国ハードウェア部門と同水準である。2007 年度の研究開発費率が 10%を超えるのは 26 社中 4 社に過ぎない。

以上のように、米国 IT ハードウェア企業は研究開発に多額の資金を投資しているが、業界全体の営業利益率⁴は 2001 年度に 1.8%まで低下したものの、2004 年度にかけて順調に回復し、近年は 13、14%台で安定的に推移している（図表 6）。部門別に見ると、通信部門ではシスコシステムズやクアルコムが過去 10 年間営業黒字を継続している一方、IT 不況期に営業赤字に陥った相対的に規模の小さい企業が多かったため、2001、2002 年度は営業利益率がマイナスになっている。最大手のモトローラも、過去 10 年間低収益体質から脱却出来ずにいる。ハードウェア部門の営業利益率は、近年、他の 2 部門を下回っているが、IT 不況期にも比較的底堅かった。デルは 1998 年度以降一貫して HP よりも高い営業利益率を誇っていたが、2006 年度に遂に逆転されている。また、iPod で大成功を収めたアップルの営業利益率は 2001 年度のマイナス 6.4%から 2007 年度には 18.4%まで上昇している。半導体部門の営業利益率はブレが大きいものの、2004 年度以降は IT バブル絶頂期の水準まで回復し、2007 年度は 22.3%であった。半導体の開発を行う各主要企業はマイクロプロセッサやメモリーなど独自の技術を持つ分野に特化し、高い利益率を上げている。一方、わが国ハードウェア業界の営業利益率は、IT 不況の際米国と同水準まで落ち込み、その後緩やかに回復したが、その間米国には一気に差を広げられた。収益よりもシェアの拡大を重視する会社が多かったことや、事業の取捨選択が遅れたことなどが背景にあると考えられる。

図表 6 営業利益率



(注) 中央値。
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁴ (営業利益) / (売上高)

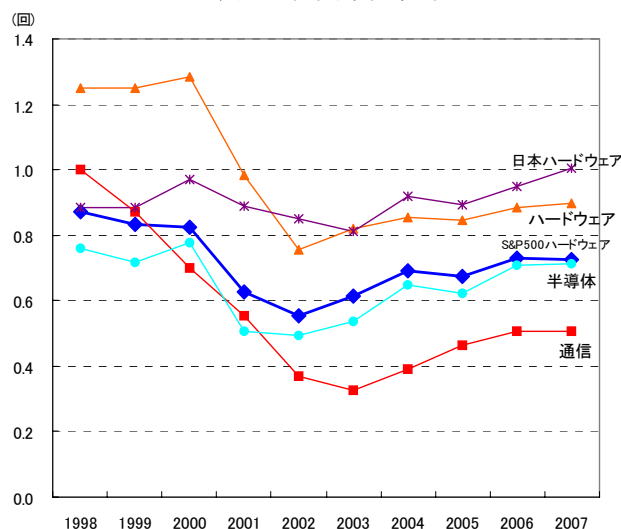
3. 効率性分析～大きな変化は見られない

IT ハードウェア業界の資産効率を過去 10 年間の総資本回転率⁵で見ると、1998 年度の 0.9 回から、売上高の減少した 2001～2003 年度にかけて 0.6 回まで低下し、2007 年度には 0.7 回へと回復している（図表 7）。売上高の変動が与えた影響を考慮すると、1998 年度以降、総資本回転率に大きな変化はないといえる。

しかし、部門別に見ると、通信部門の総資本回転率が 1998 年度から 2003 年度まで一貫して低下している。また、ハードウェア部門でも、2000 年度から 2002 年度にかけて同比率が 1.3 回から 0.8 回へと大幅に低下している。これらの理由としては、IT 不況による売上高の低下に加え、バブル期の積極的な生産能力増強により、バブル崩壊後、過剰在庫・過剰設備を抱えたことが挙げられる。また、2000 年前後に 10 億ドルを超える大型の M&A が相次いで実施され、買収企業の暖簾代の計上を通じて総資産が膨れ上がったことも影響している。M&A は特に通信部門で活発に行われ、例えば、シスコシステムズやコーニングの総資本回転率は同時期に大きく低下している。

一方で、総資本回転率の水準自体を見ると、相対的にハードウェア部門が高い水準にある。その背景として、第一に、直接販売と受注生産を組み合わせたデルのダイレクト・モデルに代表されるように、徹底した在庫管理から棚卸資産回転率⁶の高い会社が多いからである。第二に、最終消費財を提供するハードウェア企業では、研究開発施設や製造設備が相対的に小規模であるからである。わが国 IT ハードウェア業界の総資本回転率も過去 10 年間 0.9～1.0 回と米国よりも高いが、サンプルとした企業に家電製品や PC など最終消費財を提供する企業の割合が高いためだと考えられる。わが国企業でも、半導体専業メーカーの総資本回転率の水準は、米国の半導体部門と同水準である。

図表 7 総資本回転率



(注) 中央値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁵ (売上高) / (総資産)

⁶ (売上原価) / (棚卸資産)

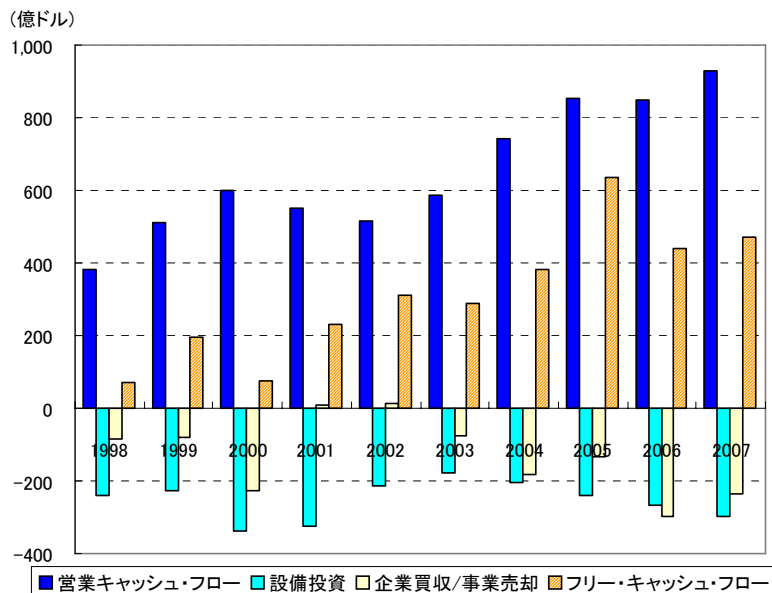
4. キャッシュ・フロー分析～高水準のキャッシュ・フローと攻めの投資

IT ハードウェア業界の営業キャッシュ・フローは過去 10 年間で 384 億ドルから 929 億ドルへと 2.4 倍になり、IT バブル崩壊の影響を受けた 2001～2002 年度と、インテルの業績が悪化した 2006 年度を除いて着実に増加している（図表 8）。では、これらのキャッシュ・フローはどの程度投資に振り向けられているのか。

まず、設備投資に関しては、2000、2001 年度の積極的な設備投資が結果的には過剰投資となり、その後数年間は抑制されたが、2003 年度を底に投資金額は再び上昇に転じている。次に、企業買収／事業売却による支出／収入に関しては、M&A が盛んに行われた 2000、2006、2007 年度にキャッシュの流出額が大きくなっている。2000 年度は、株高を背景に株式交換による案件が多かったため、本来の総案件金額ほど M&A によるキャッシュの流出は起きていない。一方、近年は、潤沢な営業キャッシュ・フローを背景に現金による案件が大半を占めている。IT バブルの頃は通信企業による M&A が目立ったが、近年は、ハードウェア企業によるソフトウェア、IT サービスなど他業種の買収が目立つ（図表 9）。また、通信企業による M&A も盛んであり、特にシスコシステムズは 2006、2007 年度にサイエンティフィック・アトランタの買収など大型案件を立て続けに実施している。総じて、近年、高水準の営業キャッシュ・フローを背景に好調な会社が攻めの投資に出ているものの、フリー・キャッシュ・フロー⁷は増加傾向にある。

だが、業界中位以下の会社を見ると、過去数年、積極的な設備投資や研究開発投資、M&A の結果、フリー・キャッシュ・フローがマイナスになっている会社も 5～10 社程度

図表 8 キャッシュ・フロー（42 社合計）



（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁷ (営業キャッシュ・フロー) + (投資キャッシュ・フロー)

ある。その結果、IT ハードウェア業界では格付けが投機的格付けになっている会社が 9 社（通信 2 社、ハードウェア 3 社、半導体 4 社）と少なくない（図表 10）。

図表 9 主な企業買収／事業売却

実施年	買収者	被買収者	金額 (億ドル)	備考
1998	コンパック・コンピュータ KKR	デジタル・イクイップメント	104	上位機種と世界規模のサービス網を獲得し、コンピュータメーカーとしてIBMに次ぐ世界第2位。
		コーニングの調理器具部門	6	コーニングが調理器具部門を売却。
1999	シスコシステムズ シスコシステムズ	セント	63	光ファイバー網の接続機器を開発するベンチャー企業を買収。
		KPMGのコンサルティング部門	10	KPMGのコンサルティング部門に出資し、ITコンサルティングサービスに進出。
2000	インテル シスコシステムズ シスコシステムズ JDSユニフェーズ JDSユニフェーズ モトローラ テキサス・インスツルメンツ サン・マイクロシステムズ コーニング ブロードコム	TPG	16	モトローラが低価格の半導体部品部門を売却。
		インテル	23	ネットワーク機器向け半導体の技術を獲得し、開発・販売事業の拡大を加速。
		シスコシステムズ	17	ビレリ(伊)の子会社が持つ光通信技術を獲得し、光ファイバー敷設事業に進出。
		シスコシステムズ	50	インターネット接続業者向けのスイッチの技術を獲得。
		JDSユニフェーズ	19	光通信技術における同業他社を買収し、ブロードバンド化に対応。
		JDSユニフェーズ	129	通信機器の同業他社を買収し、ブロードバンド化に対応。
		モトローラ	94	テレビとケーブル間の接続機器の最大手を買収し、双方方向通信に進出。
		テキサス・インスツルメンツ	66	アナログ半導体の技術と技術者を獲得。
		サン・マイクロシステムズ	24	単機能サーバーに進出し、デルやIBMに追随。
		コーニング	36	ビレリの光通信機器部門を買収し、欧州向けを強化。
		ブロードコム	12	同業を買収し、高速処理能力を持つ通信機器向け半導体の技術を獲得。
		京セラ(日)	2	クアルコムが携帯電話製造子会社を京セラに売却。
2001	JDSユニフェーズ シエナ	SDL	362	光通信部品における同業を買収し、需要急増に対応。
		サイラス	28	都市部でのネットワークシステムの構築を手掛ける企業を買収し、製品を強化。
2002	IBM ヒューレット・パッカード	インフォミックスのデータベース部門	10	インフォミックスのデータベース部門を買収し、世界シェアを20%以上とする。
		コンパック・コンピュータ	253	パソコン市場で世界最大手となる。
2003	IBM 日立製作所(日) スリーエム EMC EMC	PwCコンサルティング	39	PwCの経営コンサルティング部門を買収し、ITコンサルティングを強化。
		IBMとハードディスク事業の合併会社	21	IBMからデータ管理ソフトの合併会社を買収し、ストレージのデータ管理ソフトウェアの開発を強化。
		コーニングのテレビ・レンズ部門	9	コーニングがテレビ・レンズ部門を売却。
		レガートシステムズ	10	バックアップや修復のためのソフトを強化。
		ドキュメント	14	機器販売だけでなく、情報管理に関連する様々な製品、サービスを顧客企業に提供する体制構築。
		ジュニパーネットワークス	33	ネットワーク向けセキュリティ機器を強化。
		モトローラ株主	48	モトローラが信号処理プロセッサ事業をスピンオフ。
		レボ(中)	18	IBMがパソコン部門を売却。
		サン・マイクロシステムズ	29	ストレージの強化。
		シスコシステムズ	52	通信機器にテレビ関連技術を加え、放送と通信の融合で生まれるネットワーク構築の強化。
		シスコシステムズ	50	インターネット接続業者向けのスイッチの技術の獲得。
		EMC	20	暗号ソフトなどを手掛けるセキュリティ対策大手を買収。
2004	IBM AMD ヒューレット・パッカード ペイン・キャピタル コンチネンタル(独) コルティナ・システムズ マーベル・テクノロジー モトローラ	IBM	11	情報機器やネットワークをコンピュータウイルスや情報漏洩から守る機器やサービスに進出。
		AMD	50	画像処理用半導体の技術を獲得し、自社の半導体と組み合わせ高付加価値品を開発。
		ヒューレット・パッカード	44	製品ラインアップと人員の拡充でソフトウェア強化し、サーバーなどと合わせて提供する体制を構築。
		ペイン・キャピタル	30	テキサス・インスツルメンツがセンサー及びコントローラー事業を売却。
		コンチネンタル(独)	10	モトローラがカーエレクトロニクス事業を売却。
		コルティナ・システムズ	1	インテルが光通信向け半導体事業を売却。
		マーベル・テクノロジー	6	インテルが通信/アプリケーション・プロセッサ事業を売却。
		モトローラ	37	携帯型バーコード読み取り機世界シェア30%を買収し、業務用無線機器事業を強化。
		LSI	38	パソコンなどに使われるストレージ向けチップ、携帯電話・通信機器向け半導体を強化。
		シスコシステムズ	26	電子会議システム大手を買収し、製品の幅を広げる。
		シルバーレイク、TPG	70	通信機器メーカー及びサービス提供のAハイアが投資ファンドに身売り。
		エマソン	4	モトローラがコンピュータ・システム事業を売却。
2005	タイコ・インターナショナル株主	タイコ・エレクトロニクス	190	タイコ・インターナショナルがタイコ・エレクトロニクスをスピンオフ。
		デル	14	成長分野である記憶装置事業を強化。
2008	IBM サン・マイクロシステムズ ヒューレット・パッカード	IBM	45	収益率の高い、企業内に蓄積したデータを解析するビジネス・インテリジェンス・ソフトを強化。
		サン・マイクロシステムズ	10	データベース分野に進出。
		ヒューレット・パッカード	130	ITコンサルティングを強化。

(注) 金額は発表時のデール金額。
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 10 格付け (S&P 社)

格付け	企業名
A+	シスコシステムズ、IBM、インテル
A	ヒューレット・パッカード、テキサス・インスツルメンツ
A-	デル、EMC、アプライド マテリアルズ
BBB+	コーニング、アナログ・デバイス
BBB	モトローラ、レックスマーク、タイコ エレクトロニクス、ゼロックス、KLAテンコール、ナショナル セミコンダクター
BBB-	アジレント・テクノロジー、ザイリンクス
BB+	サン・マイクロシステムズ、ジャビル・サーキット
BB	ジュニパーネットワークス、LSIコーポレーション
BB-	マイクロン・テクノロジー、エヌビディア
B+	シエナ、サンディスク
B	AMD

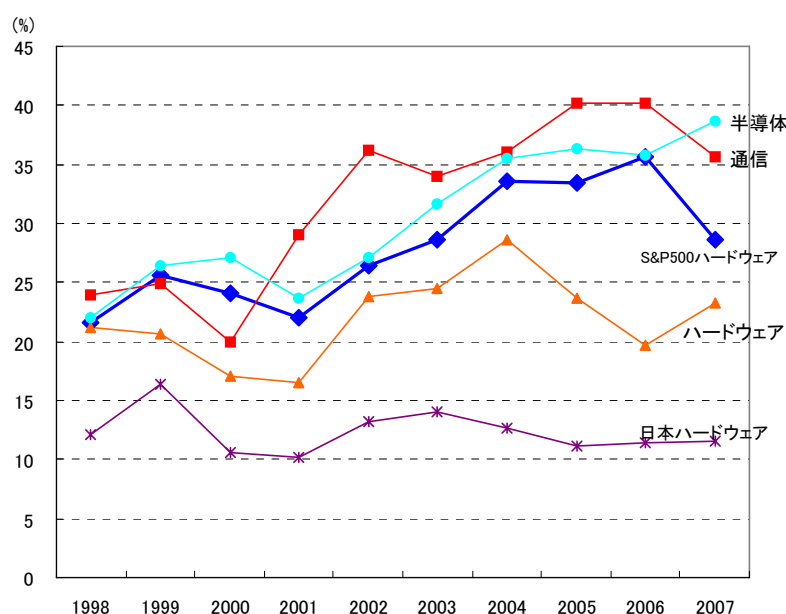
(注) 2008年9月26日現在のS&P社による長期債務格付け。
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

5. 株主還元～自社株買いの活発化

潤沢なフリー・キャッシュ・フローと手元流動性を背景に、過去数年、配当や自社株買いを通じた株主還元が活発になっている。手元流動性について、総資産に占める現金・現金同等物及び市場性有価証券の比率（以下、現金及び証券比率）を見ると、2001年度の22.0%から2006年度の35.6%まで急速に高まっているのがわかる（図表11）。これは、わが国ITハードウェア企業の10%強に比べて驚くほど高い。特に、通信部門では2006年度に40.2%、半導体部門では2007年度に38.7%まで高まっている。更に、手元流動性を月商で割った手元流動性比率を見ると、2001年度以降5.4～6.1ヶ月で推移し、同期間のおわが国ITハードウェア企業の手元流動性比率（1.4～2.0ヶ月）に比べても非常に高くなっている（図表12）。会社側は、手元資金を厚くしておく理由として、ハードウェア／半導体の市況が不安定なこと、大規模な設備及び研究開発投資、将来のM&Aに備える必要があることなどを挙げるが、近年、投資家からは資産を有効活用するために、余剰キャッシュは株主に返還すべきだという声が高まっている。象徴的な事例としては、2007年にアクティビストのカール・アイカーン氏が数%の持分を背景にモトローラに対して自らの取締役選出を含む様々な要求を行った際、大規模な自社株買いも求めたケースがある。モトローラは2007年度に約30億ドルの自社株買いを実施している。

ITハードウェア業界の株主還元の動向を見ると、2004年度以降急速に自社株買いの金額が増加していることがわかる（図表13）。2006、2007年度に至っては、合計金額がフリー・キャッシュ・フローの合計金額を上回っている。過去4年間で最も自社株買いの金

図表11 現金及び証券比率

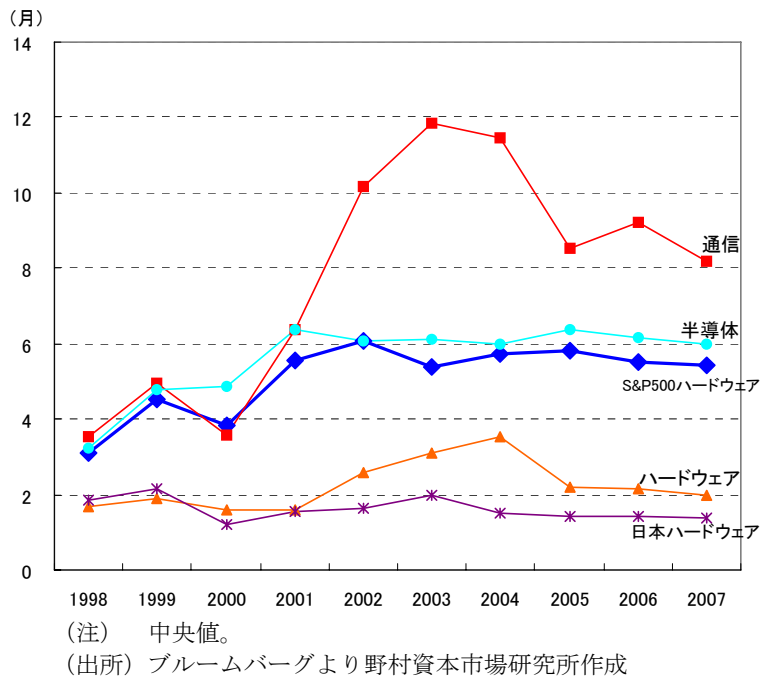


(注) 中央値。

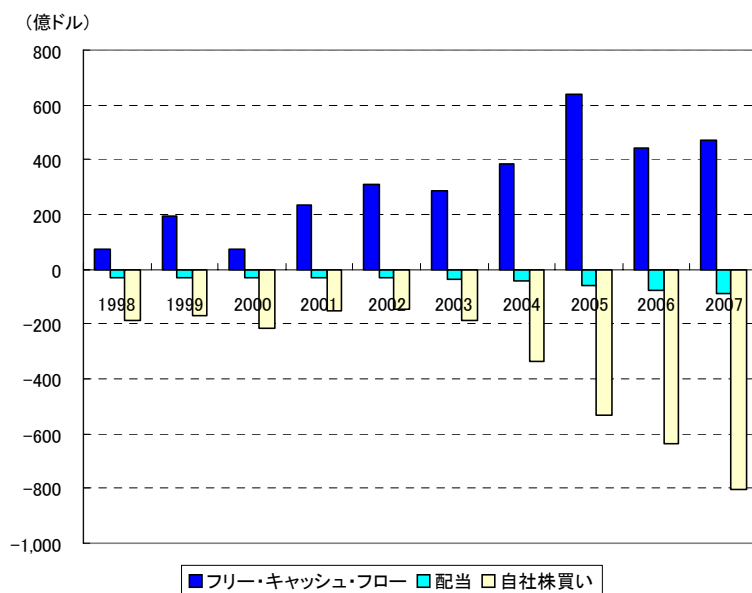
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

額が多かったのは IBM (387.79 億ドル) で、二番目がシスコシステムズ (352.91 億ドル) であった。自社株買いの目的としては、余剰キャッシュの株主還元に加えて、ストックオプションの行使による自社株式の希薄化への対応などが挙げられる。また、自社株買いプログラムについては、四半期に一度、取締役会でレビューして各四半期の最低買付金額を決め、それ以上については株価の状況等に応じて随時増額を検討する、といった方針が同業界の財務担当者から聞かれた。

図表 12 手元流動性比率



図表 13 株主還元 (42 社合計)



一方、配当支払額は過去 10 年間で 28 億ドルから 90 億ドルへと増加しているが、自社株買いの金額に比べると非常に小さい。2007 年度に配当を実施した会社は、42 社中 18 社と半分にも満たない。だが、業界の成熟化の進行に伴って、配当実施会社数は 5 年前の 9 社から倍増したという言い方もできる。特に半導体部門で配当を開始する会社が目立った。だが、配当性向⁸の面ではまだ低い会社が大半である。主要企業の中で 2007 年度の配当性向が 20% を超えているのは、インテル (37.5%)、クアルコム (26.1%)、IBM (20.6%) のみであった。インタビューを行った IT ハードウェア企業からは、配当に関して、「成長段階にあるうちは毎年一定金額を支払う配当を行わず、余剰キャッシュの規模に応じて自社株買いを行う。」、「配当は会社が今よりも成熟していったらキャッシュ・フローなどの状況を勘案した上で始めるだろう。」、「配当は 3 年前に財務の柔軟性を失わない範囲で始めた。事業環境に応じて支払い配当額を決定するため、目標を設定したり増額を約束したりすることはない。」といった意見が聞かれた。

6. レバレッジ分析～負債の活用は進んでいない

IT ハードウェア業界では、有利子負債をほとんど持たない企業も多く、業界全体のデット・エクイティ・レシオ⁹は、過去 10 年間 0.2 倍を超えたことがない。負債の活用が少ないのは、キャッシュ・フローが潤沢で、手元流動性も高いことから、投資資金などの必要資金を内部資金で賄えるケースか、キャッシュ・フローが不安定で格付けが低いため、負債による資金調達にあまり適さないケースのどちらかに該当する会社が多いからだと考えられる。ただ、実際に活用しなくても、大規模な M&A など必要な時に負債での資金調達が可能なように、シングル A 格の格付けを維持することを目標にする会社もある。

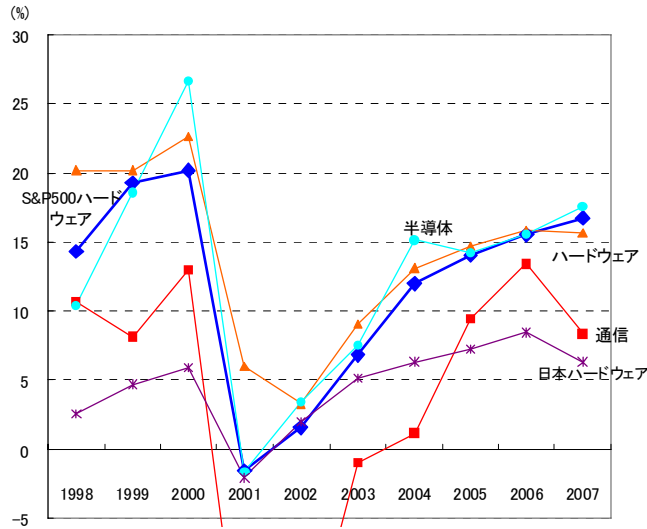
7. 収益性分析～IT 不況を乗り越え順調に回復

IT ハードウェア業界の ROE は、IT バブル時の 20.1% から 2001 年度にはマイナス 1.6% まで落ち込むが、その後は順調に回復し、2007 年度には 16.8% まで上昇した (図表 14)。それには、利益率の向上が最も貢献している。部門別には、ハードウェア、半導体部門に比べて通信部門の ROE の水準が低い。過剰設備・人員等のリストラを他部門よりも大規模に進めなければならなかったため、IT 不況からの回復により時間がかかったのであろう。一方、わが国 IT ハードウェア業界の ROE は、2001 年度はマイナス 2.1% と米国とほとんど変わらなかったが、その後の収益性の回復速度は鈍く、2007 年度は 6.3% と米国に 10 ポイント以上の差をつけられた。最大の要因は利益率の伸びの差にあると考えられる。

⁸ (配当金) / (純利益)

⁹ (有利子負債) / (自己資本)

図表 14 ROE

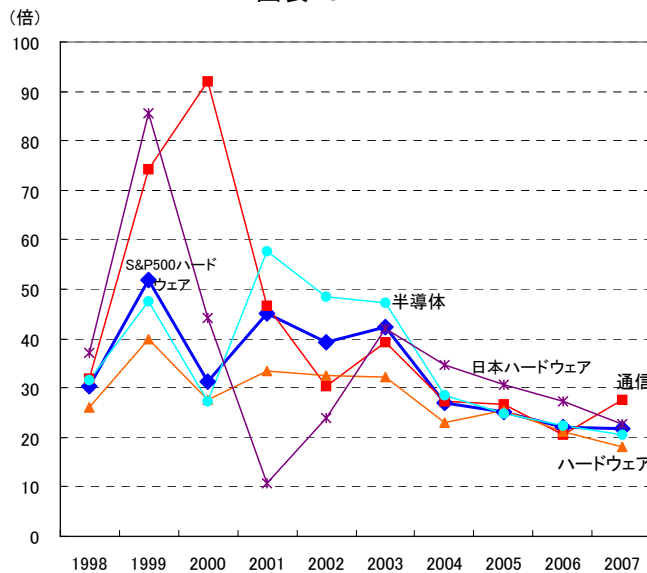


(注) 中央値。通信部門の2001、2002年度のROEは、-17.8%、-16.6%。
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

8. 株式市場の評価～成長期待は低下傾向

株価収益率 (PER)¹⁰は、1999年度に 51.7 倍となった後、2007年度の 21.8 倍へと低下傾向にある (図表 15)。3 部門を見ると、振れの大きさの違いはあるものの、近年は 20 倍前後に収斂してきているように映る。IT ソフトウェア業界においても 2007年度の PER は 22.1 倍まで低下してきており、所謂ハイテク企業が徐々に成熟段階に入っていく中で、投資家からの成長期待は以前よりも低下している。

図表 15 PER



(注) 中央値。
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

¹⁰ (株価) / (一株当たり利益)

III 利益率向上のための諸施策

IT ハードウェア業界は技術革新のペースが速く、製品のライフサイクルが短いため、メーカーは常に新商品を投入し、マーケット・シェアを維持・拡大していかなければ、利益率は下がっていく。そのため、過去 10 年間、携帯電話、PC など多くのハードウェア事業で寡占化が進んだ。会社としては、全ての事業分野でトップシェアを取ることが理想だが、限られた経営資源と激しい競争の中で現実には難しい。そういった環境の中で、米国トップ企業は、事業の選択と集中に取り組み、営業利益率を再び 15% 近くまで戻した。以下では、利益率向上のためにどのような施策が採られたのか、3 つのケース・スタディを紹介する。

1. 早期の事業売却とコア事業への集中～テキサス・インスツルメンツのケース

資本コストを上回るようなリターンを上げることが予想される事業を選択して集中的に投資を行い、採算の低い事業からは撤退するという「選択と集中」の概念は、今日、企業経営者の間でかなり浸透しているが、それを実行に移すのは想像以上に難しいようだ。特に、既存の事業からの撤退の判断は、社内のしがらみ、事業撤退に対する経営陣の心理的な抵抗感とインセンティブの低さ、事業の将来リスクやリターンの正確な測定の難しさ等から、事業の収益性が相当程度悪化するまで行われないうケースが多い。だが、以下で紹介するテキサス・インスツルメンツの事例では、未だ収益性の高い事業をコア事業との関連性が薄いという理由で切り離している点が注目に値する。

テキサス・インスツルメンツは 1951 年創業の世界第三位の半導体企業である（半導体売上高ベース）。1997 年に防衛電子機器ビジネスと PC ビジネスを、1998 年にメモリー・ビジネスをそれぞれ売却するなど、以前から事業の取捨選択には積極的な会社であった。現在は、アナログ半導体やデジタル・シグナル・プロセッサ（DSP）を製造する半導体部門と計算機の二部門に集約され、半導体部門の売上高がほとんどを占める（図表 16）。だが、2005 年までは、自動車や航空機等に使われるセンサー及び制御部品の製造部門を抱えていた。センサー&コントロールズ部門は、売上高が IT 不況から立ち直った 2003 年度以降プラス成長を果たし、営業利益率も継続的に 20% を上回る優良部門であったことから、半導体事業との関連性はほとんどなかったが同社の事業ポートフォリオの一角を占めていた。だが、2005 年度に、同部門の売上高構成比と営業利益構成比が半導体部門の成長を受けて共に 10% を切ったこと、更に、営業利益率が 2005 年度に半導体部門に逆転されたことなどから、同部門の切り離しが決定された。同社では営業利益率の目標を 30% に設定しており、コアの半導体事業に経営資源を集中させる中で、全体の営業利益率の引き下げ要因となる他の事業部門からは撤退するという方針が明確である¹¹。この

¹¹ センサー&コントロールズ部門の中でも、成長著しい高周波識別装置（RFID）ビジネスは社内に残した。

図表 16 テキサス・インスツルメンツの部門別財務指標

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
売上高 構成比(%)	半導体	87.4	82.7	82.7	84.8	86.9	87.5	96.3	96.2
	計算機	3.8	5.7	5.9	4.9	4.1	3.8	3.7	3.8
	センサー&コントロールズ	8.8	11.7	11.4	10.2	9.0	8.7	-	-
売上高 成長率(%)	半導体	44.7	-34.0	2.4	20.4	30.9	7.1	17.1	-3.1
	計算機	5.4	4.3	6.2	-1.8	6.8	-2.3	3.8	0.2
	センサー&コントロールズ	10.7	-7.0	0.0	5.3	11.7	4.0	-	-
営業利益 構成比(%)	半導体	89.6	-91.7	40.8	70.4	81.8	86.0	95.0	94.9
	計算機	3.8	78.1	24.8	11.4	7.0	5.8	5.0	5.1
	センサー&コントロールズ	6.6	113.6	34.4	18.2	11.2	8.2	-	-
営業 利益率(%)	半導体	25.4	-2.3	3.7	11.6	18.7	23.9	27.9	29.2
	計算機	24.9	28.4	31.2	32.4	34.0	37.2	38.1	39.5
	センサー&コントロールズ	18.5	20.0	22.3	24.9	24.9	22.7	-	-
	全体	19.7	-7.1	3.4	9.8	17.5	20.7	23.6	25.3

(出所) 同社アニュアル・レポートより野村資本市場研究所作成

結果、センサー&コントロールズ部門は 2006 年にプライベート・エクイティ・ファンドのベイン・キャピタルに 30 億ドルで売却され、社名はセンサータ・テクノロジーズに変更された。営業利益率が 20%を超えるビジネスを手放すのは社内で撤退の基準やインセンティブが確立されていないと中々難しいと考えられるが、同社は事業が好調なうちに売却することで、買い手側から高い評価を引き出すことが出来た。また、同社の狙い通り、営業利益率はセンサー&コントロールズ部門売却後に上昇している。

2. 継続的な研究開発の努力と新事業への転換～コーニングのケース

破綻の危機に瀕した会社が経費節減のために研究開発費を減らすのはやむを得ないことのように思える。だが、それは将来の新ビジネス開発の芽を摘んでしまうことにもなりかねない。次に紹介するコーニングの事例は、会社が倒産の危機に瀕する中でも研究開発投資を維持し、その後の復活につなげた稀有なケースである。

同社は 1851 年創業の古い歴史を持つ会社で、当初はガラスの食器や調理器具メーカーとして有名だった。だが、1970 年代に開発した光ファイバーが 1990 年代のドット・コム・ブームで需要が高まると、多額の設備投資により生産能力を増強したり、積極的な買収を行ったりして業容を拡大した。その結果、2000 年度の光ファイバー事業を含むテレコム部門の売上高は過去最高の 51.9 億ドルに達し、売上高全体の 73%、純利益の 69%を占めた(図表 17)。だが、IT バブルが崩壊すると光ファイバーは過剰供給により価格が大幅に下落し、人員や設備が大幅な超過状態に陥った。その結果、2001 年度は買収した会社の強制評価減などもあって約 55 億ドルの最終赤字となり、株価は 1 ドル台まで低下した。経営破綻の危機に陥った同社は、創業一族で 10 年以上前に引退していた元 CEO のジェームズ・ホートン氏を CEO に再起用し、テレコム部門については約 2 万人の人員をカットするなど、抜本的なリストラを実施した。一方、財務状態が苦しい中でも次の事業の柱として立ち上がってきていた液晶ディスプレイ用ガラス(LCD ガラス)事業や次代

図表 17 コーニングの部門別財務指標

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
売上高 (百万ドル)	テレコム	5,186	4,458	1,631	1,426	1,539	1,623	1,729	1,779
	ディスプレイ技術	1,915	1,568	405	595	1,113	1,742	2,133	2,613
	環境技術			394	476	548	580	615	757
	生命科学			280	281	304	282	287	307
	その他			21	454	312	350	352	410
合計	7,101	6,047	3,164	3,090	3,854	4,579	5,174	5,860	
純利益(損失) (百万ドル)	テレコム	696	-5,203	-1,897	-169	-1,893	68	7	108
	ディスプレイ技術	312	92	119	235	546	1,239	1,617	1,986
	環境技術			32	9	4	15	7	60
	生命科学			25	14	12	-4	-17	-4
	その他			-387	419	-312	-834	-66	47
合計	1,008	-5,498	-1,302	-223	-2,165	1,252	1,661	2,130	
売上高 (構成比)	テレコム	73%	74%	52%	46%	40%	35%	33%	30%
	ディスプレイ技術	27%	26%	13%	19%	29%	38%	41%	45%
	環境技術			12%	15%	14%	13%	12%	13%
	生命科学			9%	9%	8%	6%	6%	5%
	その他			0%	14%	10%	9%	8%	8%
純利益 (構成比)	テレコム	69%	-	-	-	-	5%	0%	5%
	ディスプレイ技術	31%	-	-	-	-	99%	97%	93%
	環境技術			-	-	-	1%	0%	3%
	生命科学			-	-	-	0%	-1%	0%
	その他			-	-	-	-	-5%	3%
純利益率	テレコム	13%	-	-	-	-	4%	0%	6%
	ディスプレイ技術	16%	-	29%	39%	49%	71%	76%	76%
	環境技術			8%	2%	1%	3%	1%	8%
	生命科学			9%	5%	4%	-	-	-
	その他			-	-	-	-	-	-
合計	14%	-	-	-	-	27%	32%	36%	

(出所) 同社アニュアル・レポートより野村資本市場研究所作成

の花形事業として期待される環境技術関連事業への研究開発投資は減らさず、売上高の10%を目途に継続した。また、LCD ガラス事業の成長とともに設備投資を増強した。その結果、テレビや PC などへの液晶ディスプレイの需要増を追い風に、2004 年度以降急速に LCD ガラス事業を含むディスプレイ技術部門の売上高が増加し、2005 年度以降最終黒字に転じた。

以上のプロセスを経て、コーニングの事業構造は劇的に変わった。かつて約 4 分の 3 を占めていたテレコム部門の売上高比率は直近で 30%まで低下し、代わりにディスプレイ技術部門の比率が 45%まで高まった。過去数年、ディスプレイ技術部門の純利益率は 70%を超えており、純利益の 9 割以上を同部門が稼ぎ出す。この構造変化を、再び一つの事業に依存しすぎたリスクの高い状態と見ることもできる。だが、同社の優れている点は、次代に備えて常に新事業開発への研究開発投資を継続している点である。仮に主力の LCD ガラス事業が不振になったとしても、その頃には環境技術関連など他の事業で代替できる基盤が出来上がっているという戦略である。技術革新への継続的な投資を通して、常に次代のビジネスを育てる姿勢が、150 年以上の歴史と高い収益率につながっているであろう。

3. ライセンス・ビジネスへの注力〜クアルコムのケース

IT ハードウェア業界では、いかに競合他社よりも付加価値の高い製品を提供出来るかが利益率向上のポイントの一つである。だが、製品を提供するだけでなく、自社の保有する技術を用いたライセンス事業も手がけることで利益率を上げるという戦略もある。

クアルコムは、CDMA という技術を基盤にした携帯電話等の無線通信に使用される通

信方式を開発し、CDMA方式の通信機器向け半導体の製造や関連するライセンスの供与を主な事業としている。1985年の設立当時は衛星による位置測定システムを提供していたが、CDMAを用いた高速通信方式の開発と実用化に成功し事業構成が変わった。

1990年代初頭は携帯電話メーカー大手のノキア、エリクソン、モトローラの特許を基盤とするGSMという第2世代通信方式が一般的であり、競合するCDMA方式対応携帯電話の提供に積極的な企業はなかった。そこで、クアルコムはCDMA方式の普及を目的に、ソニーと合弁で携帯電話メーカーを設立した。

1999年にクアルコムの特許を使用したCDMA2000やW-CDMAといった通信方式が第3世代通信方式(3G)として業界標準になると、クアルコムは通信機器向け半導体と同時に、利益率の高いCDMA方式のライセンス事業に注力した。そのために、2000年には、当時売上高の34.0%を占めていたものの韓国企業との競争激化で不採算事業となっていた携帯電話事業を京セラへ売却した。また同年、無線通信機器を製造するシエラ・ワイヤレスに通信機器の製造設備を売却した。

その結果、ライセンス部門の売上高構成比は1998年度の7.6%から2000年度には20.8%に上昇し、直近では30%を超えている(図表18)。EBIT¹²対売上高比率で計った同部門の利益率はおよそ90%に達しており、同社の営業利益率の引き上げに大きく貢献している。具体的には、コンシューマー・プロダクツ部門の携帯電話事業を売却した2000年度には営業利益率が前年度の10.3%から26.9%に上がり、その後も30%を超える高い水準で推移している。同社は、過去10年間、CDMA関連事業の選択と集中により高収益企業に生まれ変わったといえよう。

だが一方で、ライセンス・ビジネスへの傾倒は2つの点でリスクを抱えることになる。一つは、特許関連の訴訟問題である。GSM方式において、ノキア等は互いに特許を開放

図表 18 クアルコムの部門別財務指標

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
売上高	23.1	26.2	36.6	49.8	53.1	61.2	61.8	57.8	57.3	59.2
構成比(%)	7.6	10.5	20.8	28.5	28.3	25.2	26.4	30.1	32.7	31.1
無線・インターネットサービス	27.6	21.7	21.3	15.5	14.6	12.2	11.3	12.0	9.7	9.3
コンシューマー・プロダクツ	22.5	34.0	16.0	-	-	-	-	-	-	-
売上高	60.1	28.9	9.3	10.2	16.6	52.7	28.1	5.8	31.7	21.8
成長率(%)	34.4	57.1	55.3	10.8	8.5	18.1	33.1	28.5	44.2	12.4
無線・インターネットサービス	62.5	-10.4	-23.3	-40.8	2.8	10.5	18.0	19.4	7.2	13.3
コンシューマー・プロダクツ	64.4	71.9	-63.1	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	88.1	52.6	31.9	29.2	37.1	46.9	46.3	38.0	36.0	38.9
構成比(%)	87.4	49.8	51.6	67.6	63.7	52.2	52.8	59.6	61.9	58.9
無線・インターネットサービス	-18.1	2.5	22.2	3.2	-0.8	0.9	0.8	2.4	2.2	2.2
コンシューマー・プロダクツ	-57.3	-4.8	-5.7	-	-	-	-	-	-	-
EBIT/売上高	29.4	37.7	31.6	22.4	27.7	33.2	33.7	29.8	30.0	29.3
高比率(%)	88.6	89.0	89.8	90.3	89.3	89.7	89.8	89.7	90.5	84.4
無線・インターネットサービス	-5.1	2.1	37.8	7.7	-2.1	3.1	3.3	9.1	10.7	10.6
コンシューマー・プロダクツ	-19.6	-2.7	-12.9	-	-	-	-	-	-	-
営業利益率(%) (全社)	7.2	10.3	26.9	22.7	22.5	41.0	43.6	42.1	35.7	32.5

(注) 同社は基礎的な研究開発等の投資を専門に行う部門を別途設けているため、その費用を上記の部門は負担していない。

(出所) 同社アニュアル・レポートより野村資本市場研究所作成

¹² Earnings Before Interest and Taxes の略で、利払い前の税引き前当期純利益を指す。

していたが、クアルコムは CDMA 方式を採用する企業にロイヤルティー（特許権使用料）を請求したために通信機器メーカーの不興を買った。更に、クアルコムの半導体を使用する企業にはロイヤルティーの軽減が行われたこともあり、複数の訴訟が提起されている。もう一つは、技術やそのスタンダードは移り変わっていくという現実である。現在、インテルが推進する別の通信方式 Wimax に関する特許をクアルコムはあまり保有しておらず、CDMA 方式以外が次世代通信方式として広がると、収益構造が悪化する恐れがある。このような状況を受け、近年、同社は成長している家庭向けコンテンツ配信市場で M&A 攻勢をかけるなど、新たな収益源も模索している。

IV おわりに

以上見てきたように、米国 IT ハードウェア企業は、手元流動性を厚くしているなどの理由のために資産効率やレバレッジ活用の点では、過去 10 年間それほど進歩したとはいえない。だが、IT 不況を乗り越えて利益率を高めてきたことにより ROE は 15% を超える水準まで向上している。また、業界全体の成熟化の進行でかつての成長性には翳りが見られるが、近年は M&A の積極化などにより成長を維持しようと努力している。前章で利益率を高める施策の事例として 3 つのケース・スタディを紹介したが、技術の進歩が著しく、グローバルな競争の激しい当業界では、選択と集中を推進し、事業ポートフォリオを長期的に企業価値を向上させるようにいかに最適化するかが生き残りのポイントであろう。

一方、わが国 IT ハードウェア業界の収益性は、2002 年度以降回復しているものの米国には大きく差を開けられてしまった。国内市場における過当競争などから、事業の選択と集中を投資家などが唱え始めてから久しいが、個社ベースでは積極的に事業リストラを推進してきた会社があったものの、全体的には事業ポートフォリオ改革の速度は遅い。今後は、わが国企業の技術力が最大限生かされるような事業ポートフォリオを各社が構築していくことが期待される。