

第3 1回経済レポート ネット企業の光と影

目次

1. ITバブル	P 1
2. 発表経営	P 3
3. IT企業の暗い闇	P 6
4. 宴の後	P 7
5. ブロードバンド	P 9
6. ネット企業	P 12
7. 成長レシオ	P 17

1. ITバブル

今を過ぎること6年前、ITバブルといわれる局所的なミニ・バブルが突如として不況下の日本経済に起きたことを記憶しているであるであろうか？バブル経済とは1986年から1990年にかけての金余りを背景とした土地・株等の資産価格の値上がりによる日本経済全体の熱狂の嵐をいうが、ITバブルは当時新興のIT関連企業とその経営者並びに潜在・顕在の株主及びそれらの関係者のみを巻き込んだ極めて局所的なバブル現象である。またその期間も1999年6月から2000年7月までのほぼ1年であり、まさに陽炎のように儚い経済現象であった。

ITバブルは儚かったといっても、その中で個々に発生した経済現象は度肝を抜かれるほど凄まじい。2000年の2月にヤフーは167,900,000円の株価を付けた。言うまでもなくヤフーはインターネットの検索サービスを行なう会社である。ソフトバンクとアメリカのヤフー・インク社の合弁企業であるが、このときの直近の決算での一株当たり利益は63,515円に過ぎなかったのであるから、株価収益率はなんと2千6百倍になる。証券市場はヤフーの年間利益の26世紀分の株価をつけたのである。

1999年の9月には光通信が店頭市場から東京証券取引所第一部市場への直接上場を果たしている。光通信の創業者社長は当時35歳の重田康光氏であり、重田康光氏は2000年のアジアの長者100人に選定された。推定資産300億ドルで堂々の第2位である。ちなみに第1位はソフトバンクの孫正義氏であり、推定資産は380億ドル。光通信は1999年の東証一部株価値上がりランキングの50円額面の部第1位であり、年間値上がり率は2,894%である。この年度末の光通信の株価は216,000円であり、この株価で計算した光通信の発行済株式時価総額は6兆3千億円となる。これまた上場会社全体の第10位であった。重田康光氏は当時“光速の蓄財マジシャン”として喧騒された。

1999年の12月22日に東京証券取引所に新興市場としてマザーズ市場が創設された。このマザーズ市場への上場第1号銘柄はリッキッド・オーディオ・ジャパンである。リッキッド・オーディオ・ジャパンはアメリカのリッキッド・オーディオ・インク社とのライセンス契約によりインターネットでの音楽配信システムの販売を行なう会社であったが、直近の1999年12月中間期の売上高はたったの333,000円であり、当然のことながら赤字会社であった。この会社の公募価格が3,000,000万円であり、上場時について初値はなんと6,100,000円である。しかも株価は翌2000年の2月には12,210,000円まで上昇している。リッキッド・オーディオ・ジャパンのこの時の社長は大神田正文氏である。大神田氏はこのとき35歳、東京大学工学部卒である。2000年の1月にはリッキッド・オーディオ・ジャパンのマザーズ上場記念パーティが帝国ホテルで開かれている。恐ろしくどうでもいいことではあるが、藤原紀香、スピード、モーニング娘といった芸能人がパーティに出ている。

今歴史を振り返ってみると、なぜこのような経済採算を無視しきった異常現象がこれだけの短期間に発生したのか不思議な気がする。1999-2000年のITバブルの発生原因は次の3点にあるといわれている。

まず第一が、1995年のウインドウズ95の大ブームである。マイクロソフト社がこの年発売したウインドウズ95は爆発的に売れ、この結果それ以前は一部のITオタクのものであったパソコンが日本においても急速に普及することとなった。パソコンが普及すれば当然にパソコンをつなぐ通信網であるインターネットが普遍性を持つに至る。1995年はパソコン元年といわれており、インターネットの前提となるパソコンがこの年を起点として加速度的に普及し始めたのである。

アメリカの産業史を画するようなIT企業もこのころ起業されている。ジェフ・ベゾスのアマゾン・ドットコムが1995年、ジェリー・ヤンのヤフー・インクも1995年に起業されている。ジム・クラークがインターネット閲覧ソフト“ブラウザ”を開発して、ネットスケープ社のNASDAQの株式公開に成功するのも1995年である。シリコンバレーでのIT企業の爆発的ブームは4年を経て日本に押し寄せたことになる。

2番目は日本の証券市場の規制緩和である。1999年6月、ソフトバンクの孫正義氏は日本版ナスダックとしてのナスダック・ジャパンの設立構想を発表している。ナスダック・ジャパンは翌2000年6月に正式に発足し、その初日に8社のベンチャー企業が上場している。それ以前の日本の店頭市場は、安定投資の概念の下で収益の安定性と財務の健全性を公開基準の基本思想としており、従って創業後相当の期間（平均17年）を経なければ

ばベンチャー企業の株式公開は実質的に不可能だったのである。孫正義氏のナスダック・ジャパンの設立構想は、“創業間もない赤字企業でも事業内容に将来性があるのであれば早期に株式公開をさせ、資本市場での資金調達を可能とすべきである”という、まことにもっともな国民的合意を引き出した。

この結果、既存の証券取引所も続々と公開基準の規制緩和やベンチャー企業のための新興市場の創設に乗り出した。既に述べた東証のマザーズ市場の創設は1999年12月である。名古屋証券取引所も1999年10月にベンチャー向けの新興市場セントレックス市場を開設している。1999年に日本証券業協会はベンチャー企業のために店頭登録第2号基準なるものを作り、赤字企業に店頭登録市場を開放した。店頭登録第2号基準の適用第1号は、バブル時代にジュリアナ東京というディスコの演出をした折口雅博氏のグッドウィル・グループである。グッドウィル・グループは1999年7月7日に公開されており、直前1998年6月期の連結決算は98百万円の赤字にもかかわらず、23百万円の初値がついている。ナスダック・ジャパンはその後2002年に大阪証券取引所のヘラクレス市場となり現在に至る。また1999年10月1日には証券会社の委託手数料が自由化された。この結果インターネットを利用した格安の手数料での株式の売買が可能となり、イトレード証券・松井証券・カブドットコム証券などのネット証券会社や個人のデイトレーダーが出現することとなった。ITバブルを待望するかのごとき社会基盤の整備がよってたかってなされていたのである。

三番目の理由は日銀のゼロ金利政策による金融緩和である。日銀は1999年2月2日の金融政策決定会合において、無担保コール翌日物金利の誘導目標を0.25%から実質0%に引き下げ、いわゆるゼロ金利政策をとった。このゼロ金利政策は不景気に対する金融政策として行なわれたものであるが、不景気で資金ニーズのないところに金が大量に供給されたのであるから、資金は産業資金として使われず投機資金として使われた。このことは第4回経済レポート(貨幣の増発と日本国債)第4項において、“1999年を契機として、日本の金融市場における金の流れは決定的に変わった。”と指摘したことでもある。行き場のない巨額の資金が証券市場のIT企業に大量に流れ込んだのである。

2. 発表経営

もはや馬鹿馬鹿しいとか言いようのないことではあるが、このころ「発表経営」なる言葉が生まれた。発表経営とは、株価をいかにして上昇させるか、株価を上昇させる情報をいかにうまくマスコミに流すかに注力する経営をいい、このためにIR(インベスターズ・リレーションシップ)なる手法が経営実態とはかけ離れて重視されることになった。このころのイケイケ・ベンチャー企業の多くは、時価総額の極大化という訳の分からない経営目

標を掲げている。ソフトバンクの孫正義氏も V10 計画（時価総額 10 兆円を目指す計画）などと言っていた。時価総額の極大化とは、要するに株価が上がるという経営結果を経営目標に置き違えているのであり、発表経営とはその主客転倒した株価上昇を支えるツールだったのである。

パソコン上で事業計画を作り上げ、それをネット関連事業として IR での発表経営なるものをすれば株価が上がり、巨額の金が転がり込んでくるというのであるから、当時 20 代から 30 代のベンチャー経営者達が舞い上がるのは当たり前であろう。このころは IT、e ビジネス、ドットコムという名がつけば何でもよかったのであり、証券会社も IR として巨額のコンサル料が手に入るというので喜んで発表経営を指導していたのである。こんなことをしていれば IT バブルが崩壊するのは当たり前で、2000 年 3 月頃より IT バブル企業の株価は暴落した。光速の蓄財マジシャン重田康光氏の光通信の株価は、2000 年 2 月 15 日に 241,000 円であったものが 7 月 7 日には 3,600 円にまで下げている。暴落率 99% である。

IT バブルの崩壊の直接のきっかけは光通信の携帯電話の名義貸し架空契約疑惑と IT 企業の暴力団との関連疑惑である。

携帯電話の架空契約とは、実際には使いもしない携帯電話を架空名義で契約することにより、架空の販売台数を偽装し販売コミッションを搾取することをいう。なぜこのような架空契約が横行したかを解説するためには、携帯電話の販売形態を理解する必要がある。携帯電話による通信サービスは第一種通信事業者（キャリア）により提供される。日本の携帯電話のキャリアはドコモ（NTTドコモ）、AU（KDDI）、ボーダフォン（旧 Jフォン）、ツーカー（旧日産自動車系）の 4 社である。2004 年度の携帯電話加入者総数は 8,346 万人であり、キャリア別市場占有率は次のとおりである。

キャリア	台数	%
DOCOMO	4,675	56.0
AU	1,800	21.6
Vodafone	1,512	18.1
TU-KA	359	4.3
合計	8,346	100.0

日本の人口は 1 億 3 千万人であるから、携帯電話の加入者数が 8 千万人を超えているということは、言語能力をもつに至らない乳幼児や義務教育化にある小中学生児童あるいは携帯電話に物理的違和感を持つ高齢者の存在を考えると、ほぼ国民の 1 人に 1 台の携帯電話

が普及したと考えられる。さてキャリアの提供する携帯通話サービスは携帯電話がなければ利用することは出来ないが、この携帯電話を販売するのはキャリアではなく販売代理店である。販売代理店も一次代理店と二次代理店があるのであるが、ここで問題の光通信は一次代理店であり、我々が街中でよく見かけるのは二次代理店である。

キャリアの収益は通話料収入にある。キャリアは設備産業でありその経費のほとんどは固定費なのであるから、キャリアの収益構造はどれだけの携帯電話加入者を獲得するかにはほぼ全てがかかっている。そこでキャリアは販売代理店に強烈な販促インセンティブを与え、自社の携帯電話の加入を図ることになる。一般に携帯電話の販売代理店は、携帯電話の販売に対して受付コミッションとストック・コミッションというインセンティブをキャリアから受け取る。受付コミッションとは携帯電話の1台ごとの販売に対するコミッションであり、ストック・コミッションとはその販売した携帯電話の加入者がかけた通話料に対して向う5年間にわたり支払われるコミッションである。これらのコミッションがあるため、販売代理店は携帯電話を原価割れで赤字販売をしても、その後のコミッションで元が取れる場合がある。我々が実際に携帯電話販売店の店頭で、定価が2-3万円もする携帯電話が0円や1円で販売されているのを目にするのは、このようなカラクリがあるのである。

キャリアは携帯の加入者が一定数を超えて固定費を回収すれば、そこから先の通話料は利益の塊になるのであるから、どうしても一定量の加入者を確保したい。そこで前述の受付コミッションとストック・コミッションに上乗せして、台数インセンティブを販売代理店に提示することがある。一定量の加入者の確保は利益の固まりか赤字かの決定的な分岐点になるのであるから、一定量の加入者の確保を条件としてインセンティブを上乗せして支払っても元が取れるのである。ここに架空契約が発生する根源がある。販売代理店にとってみると、追加インセンティブがでるかどうかは一定の目標販売台数に到達するかどうかによって決まるのであるから、あと少しで目標販売数に到達するのであれば誰かから名義を借りて架空契約をしてでも目標販売台数を達成したいという動機がある。そこで、名義借りをして架空契約をするのである。キャリアは架空契約の排除のため契約後6ヶ月以内の解約にはペナルティを販売代理店より徴収する。そこで名義借りによる架空契約の場合は、6ヶ月間を架空契約のまま寝かせて6ヵ月後に解約をするのである。この場合、販売代理店としては、名義借りの謝礼金のほかに6ヶ月間の携帯電話の基本料金を負担しなければならないが、それでも台数インセンティブのほうが大きければ名義貸しによる架空契約を行なったほうが得ということになる。

1999年の年末に事実として大量の携帯電話の解約が発生している。ほとんどが光通信の販売にかかわるもので、解約された携帯は6ヶ月間の通話実績がないものばかりであったという。光通信はむしろ二次代理店に積極的に名義借りによる架空契約を推奨していた

という証言も多数得られている。事実とすれば絵にかいたような詐欺罪である。2000年の6月から7月にかけて重田康光氏は散々マスコミに追いかけられたが、結局重田氏はこの事件で刑事責任を追及されることなく逃げ切っている。重田康光氏が司直の追及から逃げ切ったのは重田氏にとってめでたいことかもしれないが、架空契約疑惑はその時点で社会がIT企業なるものに抱いていた虚像を一挙に粉碎した。光通信はこの時点ではIT企業の花形で時代の寵児とされていたのであるが、その実態は単なる詐欺もどきのあくどい販売会社に過ぎないではないか。光通信はIT企業で新しい時代のビジネスモデルを実現する会社といわれていたのであるが、その実態は違法行為すれすれで携帯の押し付け販売をする会社であることが満天下にばれてしまったのである。

3. IT企業の暗い闇

IT企業の暴力団との関連疑惑もまたその真相は結局闇に包まれたままとなった。重田康光氏が架空契約問題で散々マスコミに追いかけていた2000年4月に、広尾のデジキューブの事務所に2発の銃弾が白昼堂々打ち込まれるという事件が起きている。デジキューブはインターネットでの音楽配信サービスの会社で、先に紹介した2000年6月のナスダック・ジャパン発足時の初日上場銘柄の一つである。デジキューブの社長は鈴木尚氏であり、当時38歳。この人は慶応大学経済学部中退である。このような事件の場合銃弾を打ち込んだ側はその威嚇に見合うだけの恨みを持っているのであり、デジキューブは否定していたが、銃弾を打ち込まれた側もその理由はしっかりと分かっているのである。でなければ損得に厳格なやくざが懲役をかけてこれだけのことをする訳はない。

デジキューブはリキッド・オーディオ・ジャパンとネット音楽配信でライバル関係にあった。話をややこしくするようで恐縮であるが、ここに山下哲夫氏なる人物が登場する。当時32歳。山下哲夫氏はリキッド・オーディオ・ジャパンの元役員であったが、過去に窃盗で有罪判決を受けていたことが判明したとしてリキッド・オーディオ・ジャパンを解雇され、このときはデジキューブの関連会社であるアイフェイスの会長職にあった。デジキューブの鈴木氏が山下氏を拾ったとされている。2000年6月10日、山下哲夫氏はリキッド・オーディオ・ジャパンのコンピューターに不正侵入し大神田正文氏のメールを盗み見たとして、不正アクセス禁止法違反容疑で逮捕されている。この人たちは一体何をしているのか？

リキッド・オーディオ・ジャパンの筆頭株主（44.2%）はスーパー・ステージである。スーパー・ステージはテレマーケティング会社で社長兼オーナーは黒木正博氏である。黒木氏は当時34歳、慶応大学文学部卒業である。黒木氏は学生時代にパレット・クラブというパーティ・クラブを企画していた。パーティ・クラブとは社会的大事件となった早

稲田大学スーパーフリー女子大生強姦事件でおなじみの和田真一郎被告（当時28歳）らによる飲み会イベント・サークルの先行版である。スーパーフリー事件は2003年に発覚し、和田被告は一審二審共に懲役14年の有罪判決を受け、現在最高裁に上告中である。和田被告は犯罪事実自体は認めているものの、自分だけ罪状が重いのが不満だそうである。スーパー・ステージは倒産した神宮前ビルの不法占有事件を起こし1999年3月に東京地裁で敗訴している。リキッド・オーディオ・ジャパンの大神田正文氏はリキッド・オーディオ・ジャパンの前はスーパー・ステージの社長室長であった。

ネット音楽配信企業の事件はまだある。2000年7月12日、警視庁はエンターミュージズの会長塩沢修輔氏（当時43歳）と東亜会系暴力団幹部を暴力等処罰に関する法律違反容疑で逮捕している。塩沢修輔氏は早稲田大学政経学部卒で東京海上勤務を経たMBAである。容疑によると、塩沢氏は東亜会系暴力団員に2千万円の借金があり、この借金の返済としてエンターミュージズの株式を譲渡したものの、その後塩沢氏がエンターミュージズの会長職を解任されたため、暴力団員と二人してエンターミュージズの社長を歌舞伎町の喫茶店に呼び出し、暴力団の組の名刺を見せて会長職への復帰を強要したという。

2000年3月10日に光通信のグループ会社であるクレイフィッシュがアメリカのNASDAQとマザーズへの同時上場を達成している。アメリカでの公開時の株価は126ドルであるが、同年9月12日には5ドルにまで暴落している。クレイフィッシュは公開時の情報開示が不十分であるとして、アメリカで集団訴訟を受けている。当時の社長は松島庸氏、26歳である。

リキッド・オーディオ・ジャパンの大神田正文氏は暴力団関係者とのつながりを厳しく追及され、2000年9月に社長を退任している。光通信は当時リキッド・オーディオ・ジャパンの9.2%の大株主であった。光通信の重田康光氏とクレイフィッシュの松島庸氏、リキッド・オーディオ・ジャパンの大神田正文氏、デジキューブの鈴木尚氏、スーパー・ステージの黒木正博氏、エンターミュージズの塩沢修輔氏らはどこか一本の糸でつながっていたのではないかと。広尾に白昼打ち込まれた2発の銃弾と指定暴力団東亜会そしていくつかの刑事事件。IT企業の裏側にある闇はまことに深いものがある。

4. 宴の後

2000年のITバブルの崩壊後既に6年の年月が流れた。ITの世界の1年はドッグイヤーとして他業界の7年に相当するといわれており、まことに長い。6年前に喧騒されたあのIT企業はどうなっているのであろうか？あの頃20-30台の青年だったIT経営者達も、すっかり中年のオヤジになったはずであるが、どうしているのだろう。

リキッド・オーディオ・ジャパンの大神田氏は2000年9月の社長退任の翌月、別の暴行監禁容疑で逮捕されている。会社は翌2001年10月1日にアメリカのリキッド・オーディオ・インク社とのライセンス契約を解除し、社名をサイバーミュージック・エンタテインメントと変え経営体制の一新を図った。その後さらに社名変更があり現在はニューディール（証券番号4740）という社名でマザーズ市場に存続している。あの一株1200万円もした株価は現在なんと89円である。監査法人の“継続企業的前提に疑義がある”旨の追記がついている。

広尾の白昼の銃撃で有名になったデジキューブは2003年11月26日に東京地方裁判所に自己破産を申請している。負債総額95億円で、ヘラクレス上場企業初の倒産となった。スーパー・ステージも2002年3月14日、不渡りによる銀行取引停止により倒産した。負債総額は45億円である。エンターミュージズと滝沢修輔氏の消息は分からない。

クレイフィッシュは業容を変更して生きている。日米同時上場時はインターネット・ホスティング・サービスと称してレンタル・サーバー業を行っていたが、現在はインターネット中心の広告代理業に変貌している。社長の松島庸氏はとくに大株主の光通信から追いつかれていた。ITバブル崩壊後の2001年上期において、村上ファンドがこの会社の株式を10%取得したことがある。その後会社は業容変更を行い、2005年9月期の連結決算では12億円の当期利益を計上している。株価も復調しており現在一株200万円を超している。従って当然村上ファンドは既に売り抜けている。本年2月より会社は社名変更を行い、新社名は「e-まちたうん」と言うそうである。

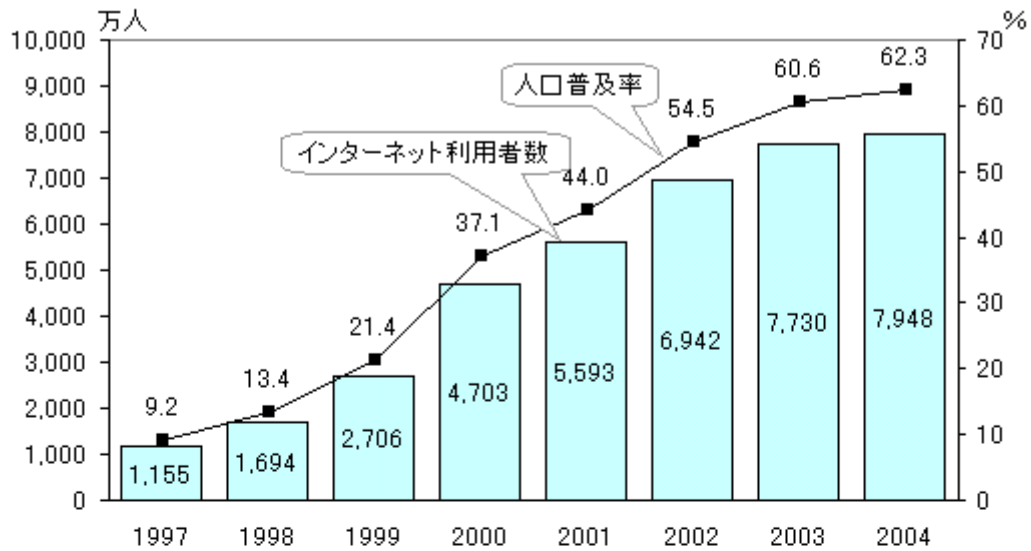
光通信も業容変更で生き延びている。光通信は問題となった携帯電話の販売を大幅に縮小し、現在は中小企業向け事務機器と通信回線販売及び保険の営業販売が主力となっている。業績も好調で2005年3月期の連結決算では295億の経常利益、195億円の当期利益を叩き出している。株価も好調で本年1月4日の株価は11,280円、時価発行総額は6,528億円である。ITバブルの時の時価総額6兆3千億円には及びもつかないが、堂々たる数字ではないか。光通信はもともとIT技術など何もない単なる営業会社に過ぎなかったのであり、この会社の再生はその原点に戻り得意のテレアポ営業で売上を倍々ゲームで増やしてきた成果である。重田康光氏も、光速の蓄財マジシャンと言われた頃からすれば信じられないほど、マスコミにも一切登場しなくなった。重田氏ももうマスコミには懲りたのではないか？

ITバブルが崩壊して、それぞれの登場人物はそれぞれにふさわしい居場所に帰っていった。宴の後の物悲しさだけが残った。

5. ブロードバンド

ITバブルが崩壊して6年が経過するが、皮肉なことにこの6年間にインターネットは爆発的に普及した。以下に総務省発表の統計を示す。

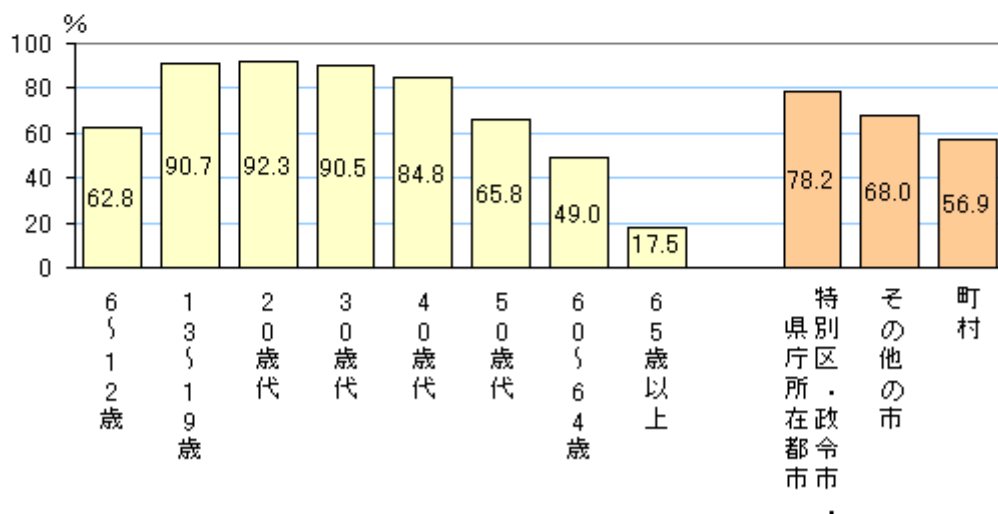
インターネット利用者数・人口普及率



(注)年末の推計。インターネット利用者数は、パソコン、携帯電話、ゲーム機等のいずれかでの利用者。
対象年齢は1999年まで15～69歳、2000年末15～79歳、2001年以降6歳以上。

(資料)総務省「通信利用動向調査」

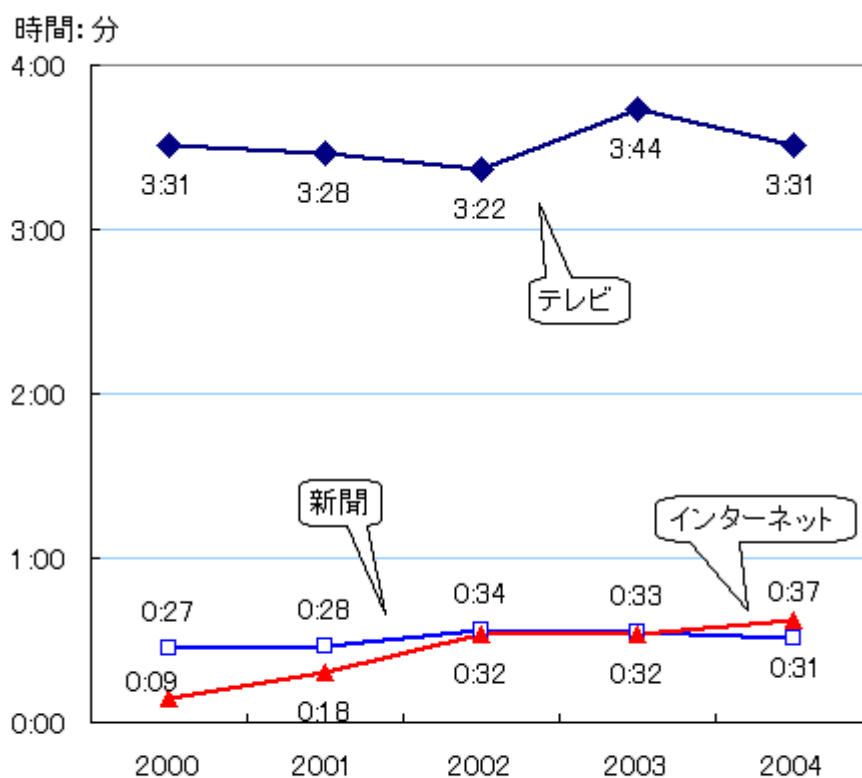
年齢別・地域別インターネット利用率(2004年末)



(資料)総務省「通信利用動向調査」

ITバブルの起きた1999年後半から2000年前半のインターネット普及率は、国民全体の統計としては高々2-3割に過ぎなかったのである。これに対して現在のインターネット普及率は60%を遥かに上回っている。しかも年齢別のインターネット利用率を見ると、13歳から40歳代の利用率はほぼ9割に上っている。6歳から12歳までの児童や50歳代の中年後期世代でさえか利用率は60%を上回っている。このことは、現在の日本では識字能力のない幼児と高齢者、及び、どうしてもパソコンが嫌だという頑固者以外はほぼ90%超のインターネット普及率が達成されており、しかも今後全体の普及率は限りなく100%に近づくことが確実であることを意味する。

1日当たり平均メディア利用時間: テレビ・新聞・インターネット



(注) インターネットはパソコン、携帯・PHSの合計
 2003年以前は12歳以上、2004年は13~70歳未満が対象
 (資料) 総務省情報通信統計データベース

上記は国民の一日当たりメディア利用時間数の推移である。日本国民は一日当たり3時間半テレビを見て、30分ほど新聞を読む。2000年には国民がインターネットを見る時間は10分にも満たなかったが、2004年には37分と格段に増えており、この時間は2003年以降新聞を読む時間を上回っている。既にインターネットはラジオなど問題にせず、

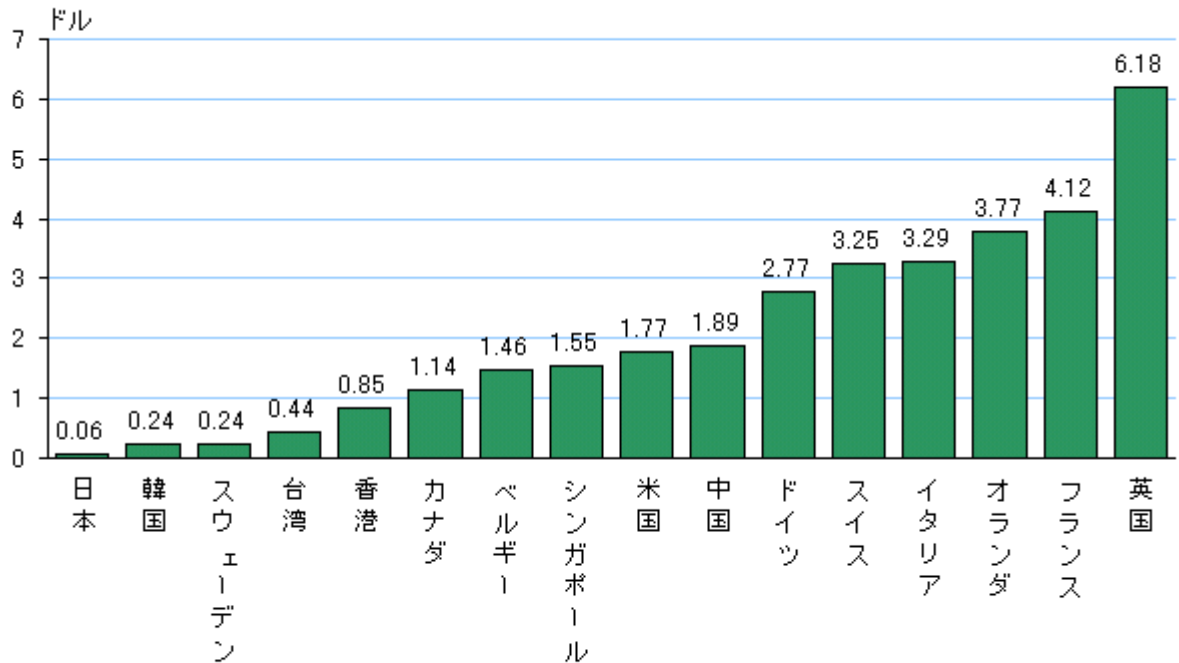
新聞をさえ上回る大メディアなのである。

同じく総務省情報通信統計によると我が国の J P ドメイン Web サーバ上の総データ数は、13.6テラバイトであり、調査開始の1998年から6年間で44倍に急増している。インターネットを見るといっても、インターネットに内容（コンテンツ）がなければ見ても仕方がないわけであるが、インターネットのコンテンツはここ数年でこれまた爆発的に増加しているのである。現在のインターネット上の情報コンテンツの最大の欠点は動画データにある。ネット上の動画データは、ファイル数では0.3%を占めるにすぎない。このファイル数で0.3%に過ぎない動画ファイルは、データ量ではネット上の総データ量の約3割を占めている。動画は静止画像や文字データに比較して破壊的にデータ量が多いのである。

既存のインターネットは電話回線やISDN回線を使ってデータを送信しており、これらの回線で送信可能なデータは数十kbpsに過ぎないため、これをナローバンドと呼んでいる。ナローバンドでは大量の動画データを送信することは出来ない。これに対して光ファイバーやCATVなどの有線通信技術やFWAやIMT-2000といった無線通信技術を使って実現されるおおむね500kbps以上の通信回線がブロードバンドである。ブロードバンドは動画送信などの大容量データの高速送信を可能にする次世代のコンピューター・ネットワークであり、ブロードバンドが普及すればインターネットの勢力圏も大きく塗り替えられることが予想されている。ブロードバンドと動画コンテンツが結合すれば、もはやインターネットはテレビをさえ上回る決定的なメディアになる可能性がある。

International Telecommunication Union (ITU) のデータによると、日本のブロードバンド普及率は2004年速報値で14.1%に過ぎない。韓国はブロードバンドの普及が進んでおり、同じく2004年速報値で24.9%と世界一の普及率を誇っている。アメリカの普及率は11.4%と低い。アメリカはCATV（ケーブルテレビ）が普及しているので、動画コンテンツに対するニーズが少ないのである。さて、このブロードバンドの接続料金は、日本が世界一安いことを知っているだろうか。以下に総務省の情報通信白書によるブロードバンド料金の国際比較を示す。日本においては今後ブロードバンドが爆発的に普及する可能性が高い。そしてブロードバンドが普及すると、現在のインターネットはテレビを凌駕するメディアとなる可能性がある。動画の見られるインターネットであれば、何もコマーシャルでぶち切れのテレビを見る必要はないであろう。既にインターネットでニュースを読んで新聞を定期購読しない若者が急増しているという。現在国民はインターネットの約7倍の時間をテレビに割いているが、両者は今後ブロードバンドの普及と共に接近し、逆転する可能性さえあるのである。

ブロードバンド料金の国際比較(100kbps当たりの料金、2003年)



(注)各国のDSL及びケーブルインターネットの提供速度及び提供料金を基に、100kbps当たりの料金に換算し比較
 (資料)総務省「平成17年版情報通信白書」(ITU, The Portable Internet,2004.9)による

6. ネット企業

以下に直近の日経JQ平均のチャートを示す。日経JQ平均はジャスダックの平均株価指数である。



2005年の日本の証券市場はまことに活況で、日経平均株は年初の11,500円台から年末の16,300円台まで41%の上昇を示現した。ベンチャー企業が多く上場しているジャスダック市場は、平均株価が上記のように1,800円台から2,700円台まで駆け上がっているのも、こちらのほうは上昇率50%である。日本の証券市場はまことに明るい2006年の新年を迎えたのであるが、その中でもネット関連企業の将来は特筆されるものがある。想起すれば1999年から2000年にかけてのITバブルは株式市場で言うところの“理想買い”の域を出ていない。この頃のインターネットの実際の普及率が20-30%に過ぎなかったことは既に述べた。これに対して現在のインターネット普及率は実質的には9割を超えているのであり、さらに今後はブロードバンドの普及とコンテンツの充実が確実視される。ネット関連企業は“現実買い”の時期に来ている。

そこでどのような会社がネット関連企業になるのかと考えるのであるが、ネット関連企業とは定義そのものからして難しい。そこで、証券市場は学術の場ではないのであるから、四の五の言わず要するに証券市場がネット関連企業としているものがネット関連企業なのだとして割り切り、全上場ネット関連企業を集計したものが次のネット関連企業一覧である。

ネット関連企業一覧

No	社名	時価(億円)	市場	証券コード
1	ヤフー	54,081	東証一部	4689
2	ソフトバンク	52,516	東証一部	9984
3	楽天	13,494	ジャスダック	4755
4	イー・トレード証券	9,424	ジャスダック	8701
5	ライブドア	7,711	マザーズ	4753
6	光通信	6,430	東証一部	9435
7	インデックス	4,522	ジャスダック	4835
8	松井証券	4,388	東証一部	8628
9	ACCESS	3,939	ジャスダック	4700
10	カブドットコム証券	3,896	東証一部	8703
11	マネックス・ビーンズ	3,705	東証一部	8698
12	CCI	3,127	マザーズ	4788
13	エン・ジャパン	1,827	ヘラクレス	4849
14	日本ベリサイン	1,814	マザーズ	3722
15	GMO インターネット	1,805	東証一部	9449
16	サイバーエージェント	1,757	マザーズ	4751

17	DNA	1,546	マザーズ	2432
18	ぐるなび	1,230	ヘラクレス	2440
19	デジタル・アドバタイジング	1,216	ヘラクレス	4281
20	フォーサイド・ドットコム	1,160	ジャスダック	2330
21	イー・アクセス	1,145	東証一部	9427
22	一休	1,055	マザーズ	2450
23	オールアバウト	882	ジャスダック	2454
24	オプト	858	ジャスダック	2389
25	ファンコミュニケーションズ	851	ジャスダック	2461
26	カカコム	819	東証一部	2371
27	インターネット総研	803	マザーズ	4741
28	エキサイト	663	ジャスダック	4823
29	サイバード	611	ジャスダック	4823
30	フェイス	584	東証一部	4295
31	マクロミル	566	東証一部	3730
32	ネットプライス	555	マザーズ	3328
33	ライブドア・マーケティング	497	マザーズ	4759
34	Jストリーム	482	マザーズ	4306
35	デジタルガレージ	472	ジャスダック	4819
36	MTI	452	ジャスダック	9438
37	ドワンゴ	447	東証一部	3715
38	アエリア	405	ヘラクレス	3758
39	GMO ペイメント	381	マザーズ	3769
40	IMJ	355	ヘラクレス	4305
41	ICF	343	マザーズ	4797
42	バンダイネットワークス	313	ジャスダック	3725
43	ビービーネット	304	ヘラクレス	2318
44	セプテーニ	288	ジャスダック	4293
45	クレイフィッシュ	257	マザーズ	4747
46	ディップ	254	マザーズ	2379
47	ザッパラス	247	マザーズ	3770
48	日本エンタープライズ	215	ヘラクレス	4829
49	ウェブクルー	215	マザーズ	8767
50	ベリトランス	198	ヘラクレス	3749

51	ジグノシステム	188	ヘラクレス	4300
52	メディアシーク	187	マザーズ	4828
53	ダブルクリック	177	ヘラクレス	4841
54	Eストアー	169	ヘラクレス	4304
55	ベクター	161	ヘラクレス	2656
56	ゴルフダイジェスト	151	マザーズ	3319
57	ソフトフロント	146	ヘラクレス	2321
58	まぐクリック	139	ヘラクレス	4784
59	デジタルデザイン	124	ヘラクレス	4764
60	ガーラ	123	ヘラクレス	4777
61	ネットビレッジ	118	ヘラクレス	2323
62	ケンコーコム	95	マザーズ	3325
63	オープンループ	90	ヘラクレス	4831
64	デジタルアドベンチャー	86	ヘラクレス	4772
65	ガイアックス	64	セントレックス	3775
66	エルゴブレインズ	34	ヘラクレス	4309

たまたまネット関連企業をインターネットで検索したら、ネット株価情報なるサイトに行き当たり、そこではネット関連企業を対象にしたネット株指標なるものが日々公開されていた。どうもこのネット株価情報なるサイトは出所がはっきりせずどうかとは思っているが、さりとてヒット件数で相当の上位に位置しているのであるから、多くの投資家がこのサイトを見ていることだけは確実である。本稿では市場がネット関連企業とするものをネット関連企業と定義したのであるから、このネット株指標の対象とされている企業がネット関連企業であるということになる。

2006年1月1日現在のネット株指数の対象会社は66社である。上記一覧は指数対象会社の66社から、CHINTAI、ゼロ、コムシードの三社を排除し、代わりに光通信、日本ベリサイン、ビービーネットの三社を加えている。これらのネット関連企業は全会社四季報で内容を確認したのであるが、排除した3社はどう見てもネット企業とすることに無理がある。代わりに追加した日本ベリサインとビービーネットは証券市場の人気株であり、ネット関連企業とすることに合理性がある。このネット株指数が光通信をネット関連企業としていないのはまことに正しいが、既に本稿では光通信の過去のただれた歴史を論証してきたのであり、従って読者としては本稿のこの段階では光通信にそれなりの愛着を感じているであろうことから、光通信はいわば読者サービスのために加えたものである。

およそ株式投資の醍醐味は、産業構造の変革に注目し、その構造変化の中でもっとも高い成長を遂げる企業に長期投資することにある。現時点の日本の最大の産業構造の変革がインターネットにあることは異論の余地がないのではないか。既に長々と論証してきたように、インターネットは現在ブロードバンド爆発直前であり、メディアとインターネットの結合前夜である。日経新聞でメディアと通信の融合と題した記事が盛んに出ている。ホリエモンが世間の鬻蹙を買いながらもニッポン放送にちょっかいを出してみたり、楽天が嫌がるTBSに経営統合を迫って擦り寄るのはここに原因がある。上記の66社の中に今後驚異的な成長を遂げる大出世株となる会社が含まれている可能性は極めて高いといえるであろう。

上記の66社の事業内容を会社四季報で一件ごとに見てみたのであるが、66社の事業内容はおおむね次のようなものに分類することが出来る。

- a. ネット通販
- b. ネット証券
- c. コンテンツ配信
- d. メディア・レップ
- e. ネット広告代理業
- f. ネット・オークション
- g. 情報提供
- h. サイト運営
- i. オンライン・ゲーム
- j. イー・コマース
- k. ソフト販売
- l. ネット・コミュニティ
- m. ネット購買代行
- n. コンサルティング
- o. ネット・リサーチ

インターネットを使った画期的なビジネスモデルなどと散々言われるが、およそ儲かる事業に奇抜なビジネスモデルなどあるわけではなく、上記のネット・ビジネスモデルはいずれも常識的なものではないか。しかも上記の（月島流）15区分の事業分類でほぼ全てのネット関連企業の事業をカバーすることが出来る。ネットビジネスの儲けの基本構造は既に出尽くしているのではないか。従って勝負はマスコミや証券アナリストの大好きな“斬新なビジネスモデル”などにはない。一発屋のアイデア商法ではあるまいし、当たり前のビジネスモデルを着実に遂行できる企業力そのものが問われているのである。

ネット関連企業の事業内容にはそれぞれ大差はないものの、その企業規模は天と地ほどの差がある。上記の一覧では、ネット関連企業の本年1月1日時点での時価発行総額に基づき、企業規模を1) 1兆円を超えるもの、2) 3千億円以上1兆円未満、3) 1千億円以上3千億円未満、4) 500億円以上1千億円未満、5) 300百億円以上500億円未満、6) 100億円以上300億円未満、7) 100億円未満の7区分に分類し色分けして表示している。ヤフー、ソフトバンク、楽天の三社は時価発行総額が1兆円を超えており、ネット関連企業としては突出した規模のネット御三家である。日本の全上場3,600社の中で、時価発行総額が1兆円を超える会社は2005年11月29日現在で104社しかない。ヤフーの時価発行総額5兆4千億円は日産自動車の5兆6千億円に匹敵する。ソフトバンクの5兆2千億円はソニーの4兆4千億円を凌駕する。楽天の1兆3千億円はTDKとほぼ同じである。ソフトバンクの孫正義氏がV10計画として、時価発行総額10兆円を目指していることは既に指摘したが、時価総額10兆円を超える会社は日本には3社しかない。トヨタ(21兆円)と三菱UFJ銀行(15兆円)そしてみずほフィナンシャルグループ(10兆円)である。孫氏は戦後日本の企業社会が生み出した最大のエンターテイナーであるが、ソフトバンクの時価発行総額10兆円というのはもはや夢物語とはい切れず手の届くところにあるのである。

7. 成長レシオ

そこでネット関連企業の証券市場での株価形成を分析するために、ネット関連企業一覧中の上位43社(時価総額300億円以上)の会社について、その直近の予想利益と2005年大納会引け値による株価の関係を比較したものが次の一覧である。

ネット企業株価分析

No	社名	決算月	売上	1株利益	株価	倍率
1	ヤフー	3	173,000	1,473	179,000	121.5
2	ソフトバンク	3	1,080,000	19	4,980	262.1
3	楽天	12	210,000	1,901	114,000	60.0
4	イー・トレード証券	3	49,500	4,005	911,000	227.5
5	ライブドア	9	120,000	15	735	48.0
6	光通信	3	180,000	337	11,100	32.9
7	インデックス	8	108,000	3,039	214,000	70.4
8	松井証券	3	46,000	60	1,637	27.1

9	ACCESS	3	3,240	4,455	3,030,000	680.1
10	カブドットコム証券	3	17,000	8,269	410,000	49.6
11	マネックス・ビーンズ	3	31,000	4,478	158,000	35.3
12	CCI	3	37,300	2,342	610,000	260.5
13	エン・ジャパン	12	11,200	8,267	762,000	92.2
14	日本ベリサイン	12	6,600	2,331	403,000	172.9
15	GMO インターネット	12	38,000	34	2,910	85.8
16	サイバーエージェント	9	62,000	3,203	268,000	83.7
17	DNA	3	4,900	2,471	341,000	138.0
18	ぐるなび	3	8,600	3,258	477,000	146.4
19	デジタル・アドバタイジング	11	27,000	1,234	250,000	202.6
20	フォーサイド・ドットコム	10	78,000	1,260	48,700	38.7
21	イー・アクセス	3	59,500	3,429	83,500	24.4
22	一休	3	1,950	7,168	1,050,000	146.5
23	オールアバウト	3	3,400	6,124	1,350,000	220.4
24	オプト	12	16,600	3,644	710,000	194.8
25	ファンコミュニケーションズ	12	4,310	20,000	4,600,000	230.0
26	カカクコム	3	3,100	3,460	578,000	167.1
27	インターネット総研	6	53,200	0	169,000	無限大
28	エキサイト	3	9,000	20,632	1,200,000	58.2
29	サイバード	3	15,500	2,169	265,000	122.2
30	フェイス	3	31,800	1,421	48,850	34.4
31	マクロミル	6	5,200	8,096	453,000	56.0
32	ネットプライス	9	21,000	6,540	518,000	79.2
33	ライブドア・マーケティング	12	13,800	90	6,230	69.0
34	J ストリーム	3	2,400	931	345,000	370.6
35	デジタルガレージ	6	12,500	5,083	600,000	118.0
36	MTI	9	18,000	7,519	539,000	71.7
37	ドワンゴ	9	23,000	8,116	279,000	34.4
38	アエリア	12	1,800	20,248	1,940,000	95.8
39	GMO ペイメント	9	2,000	4,260	451,000	105.9
40	IMJ	9	14,000	1,791	227,000	126.7
41	ICF	3	20,000	5,994	242,000	40.4
42	バンダイネットワークス	3	11,000	0	162,000	無限大

43	ビービーネット	7	22,500	1,526	54,500	35.7
----	---------	---	--------	-------	--------	------

ネット企業にとって一株当りの純資産は問題にはならない。資産を評価するわけではないからである。配当も関係ない。上記のネット企業の半数は無配であるし、有配であってもその配当利回りが1%を超えるような会社は一つもない。ネット関連企業以上に資本利益率の高い会社はないのであるから、金があるのであれば配当などにまわさずその事業に再投資をしたほうが遥かに資本効率がいい。ネット関連企業の評価は収益力と成長性だけである。そこで上記ネット企業株価分析の株価収益率（倍率）を見てみるのであるが、ネット関連企業の株価収益率は極めて高い。上記一覧中赤字の2社を除いた41社の株価収益率の単純平均を求めると、倍率はなんと127倍となる。これは現在の東京証券取引所第一部銘柄の予想平均株価収益率24倍に比較して5倍以上になる。ネット関連企業は押しなべて一部上場企業の株価より5倍以上高く買われていることが分かる。

一般に証券理論では優良企業の株価評価は株価収益率で行うが、成長企業は成長レシオで評価する。成長企業の利益は倍々ゲームで伸びてくるのであるから、株価収益率もそれを反映して高めに考えるべきであるというのである。ところがそれでは成長レシオで考えた場合、どのような成長企業にどこまでの成長レシオが適用されるべきかという理論が残念ながら確立されていない。そこで、以下に当経済レポート独自の成長レシオモデルを開発した。

年次	標準モデル	3割成長	5割成長	7割成長	10割成長
1年目	1.0	1.3	1.5	1.7	2.0
2年目	1.0	1.7	2.3	2.9	4.0
3年目	1.0	2.2	3.4	4.9	8.0
4年目	1.0	2.9	5.1	8.4	16.0
5年目	1.0	3.7	7.6	14.2	32.0
6-20年目	15.0	55.7	113.9	213.0	480.0
合計	20.0	67.4	133.7	245.0	542.0

およそ事業計画での将来予測は5年を超えて行えるものではない。中期計画として10年計画などを作成している事例も多々あるが、10年といえば現在の国際経済下では事業環境そのものが構造変化を遂げている可能性が高く、従って予測不可能と考えるべきであろう。だいたい現在の経営者で10年後にその職に止まっていられるものなどそうそういない。そこで予測可能な将来の5年間に高い成長を達成し、6年目以降はその拡大した収益構造で均衡する場合を指数化したのが上記の成長レシオモデルである。向う5年間に5

割成長を行い6年目から安定成長に入る成長企業の場合には、5年後には現在の7.6倍（1.5の5乗）の収益を達成しその後はこの7.6倍の収益が6年目以降20年目まで継続する（ 7.6×1.5 ）と仮定する。この会社の成長レシオは133.7倍と計算される。なぜ20年間の収益を取るかというと、現在の東証一部の株価収益率が2.4倍であり、従って証券市場は少なくとも20年間の将来収益を株価として評価していると考えられるからである。

5年間にわたり毎年利益が5割成長するような企業はざらにある。産業構造の変革期においてはこのような高度成長企業が目白押しに現れることがあり、そこではそれこそ倍々ゲームで（すなわち将来5年間にわたり10割成長）伸びる会社さえ出現する。第2次世界大戦後の神武景気（1955-1957）・岩戸景気（1959-1961）・いざなぎ景気（1965-1970）における一部の日本の製造業はそうであったのではないか。ネット企業について現在の株価は12.7倍の株価収益率で評価しているのであるから、証券市場はネット企業全体について5割の成長レシオモデルを想定していることになる。ソフトバンクとイー・トレード証券の株価収益率は200倍を超えている。この2社については7割成長モデルである。楽天とライブドアの倍率は60倍を下回る。この2社は3割成長モデルである。

さて、このような成長レシオモデルに基づきここに示した43社の事業内容と業績を個々に検討したのであるが、私としてはCCI（第12位）、日本ベリサイン（第14位）、マクロミル（第31位）、Jストリーム（第34位）の4社に大変高い将来性を感じた。この4社はその事業素質と財務内容が群を抜いて優れており、おそらく成長レシオで想定される高成長を現実のものとして達成する企業力を備えているであろう。こんなことを書くとこれらの会社の株を買う人がでてくるのであるが、CCI、日本ベリサイン、Jストリームの3社については必ずしもお勧めできない。既に証券市場はこの3社の将来性を高く評価し、株価は十分に高いからである。この3社は現在の高い株価にふさわしい企業実態を5年以内に備えるであろう。

マクロミルについて市場は3割成長モデルでしか買っていない。現在の株価評価は低いのであるが、それはこの会社の事業内容が地味だからに過ぎない。この会社はネット・リサーチの会社であるが、昨年4月にマザーズ市場から東証一部に市場換えをしている。ただでさえか地味な会社が東証一部の中で却って目立たなくなり、株価的には損をしているのではないか。ネット・リサーチの魅力はその安さと速さにある。この会社はサービスメニューと料金表を公開しているが、さすがにインターネットの特性を生かしており、伝統的な既存のマーケットリサーチに比較してその速さと安さは隔絶している。ネットによるリサーチであるから損益分岐点は低く、2005年6月期の売上高経常利益率は34%と驚

異的な高収益構造を有している。財務体質も素晴らしい。同期の自己資本利益率は76.8%、無借金でキャッシュを25億円有し、固定負債が皆無である。固定負債が皆無なのは不思議かもしれないが、この会社には退職金制度などはなからないのである。

ネット・リサーチの弱点は情報の信頼性と企業の認知度にあるのであるが、この会社はネット・リサーチでは唯一の上場会社なのであり、その優位性はこれから発揮されるであろう。創業者社長の杉本哲哉氏のインタビュー記事も読んだが、言っていることは至極まともであった。ライブドアのホリエモンのようなけばけばしさや、楽天の三木谷氏のようなあざとさがなく、私は好印象を持った。現在のマーケットリサーチの市場規模は1,500億円程度とされており、この会社の2006年6月期売上予想は52億円に過ぎないが、この会社は自社の売上を加速度的に増やすだけでなく、市場規模そのものを自ら拡大していくであろう。ネット・リサーチには国境の概念がないのであり、この会社自身海外ネット・リサーチに注力し始めているからである。この会社は遠からず高成長モデルで評価されると考えるのであるがどうであろう。当経済レポート最初にして最後のお年玉銘柄である。

2006年1月7日 細野祐二