

Contents

\*\*\*\*\*

特集：再びホリエモンが教えてくれたこと	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”Still livin’ on the edge” 「ホリエモンの綱渡り人生」	7p
< From the Editor > 「名作が止まらない」	8p

\*\*\*\*\*

特集：再びホリエモンが教えてくれたこと

あっという間の1週間でした。1月16日にライブドア社に地検の特捜が入り、翌日から株式市場は大騒ぎ。そして今週23日には堀江貴文社長の逮捕にまで至るのですから、啞然とする以外はありません。今週は多くの人が、「ホリエモンの功罪」を語ってやまない1週間となりました。筆者もまた今週号では、何がしかの感想を述べねばやまず、という思いです。

なお、堀江貴文氏の愛称は「ホリエモン」としてライブドア社により商標登録がなされており、「ドラえもん」の表記にちなんで本誌では一貫して「ホリエモン」と呼び習わしております。ここでもその原則を通しておりますことを、お断りしておきます。

トリックスターへの毀誉褒貶

筆者の場合、ホリエモンのイメージは秦末の農民反乱、「陳勝・呉広の乱」（BC 209～208）の陳勝に重なってしまう。始皇帝の死後、乱世の始まりを告げる序曲の首謀者であった陳勝は、有名な言葉を2つ残している。

ひとつは「燕雀、いづくんぞ鴻鵠の志を知らん」。若い頃に、大見得を切った際の言葉であり、かなりの野心家であったことが窺える。おそらくはスケールの大きな人物であったのだろうが、実物に近くで接したら、傲慢で鼻持ちならないタイプだったかもしれない。

もうひとつは「王侯将相いづくんぞ種あらんや」。反乱軍を率いた際に掲げたスローガンであり、今、偉そうにしている人たちも、別段、生まれや家柄が良かったわけではない、という意味である。戦国時代の実力主義の風潮を示した言葉として有名だが、こんなことを言い出したら、そもそも秩序なんてものは崩壊してしまうであろう。

この2つのセリフ、いかにもホリエモンにピッタリだと思う。若き野心家であり、旧体制に反旗を翻し、多くの人々の心を捉えたこと。最後は運に見放されそうな点、そして時代の変わり目を告げているようところまで、二人は不思議と重なるのである。

もっとも陳勝に比べれば、実際のホリエモンは行動がもっと漫画チックである。本誌2005年9月16日号では「ホリエモンの法則」と称し、堀江貴文氏の行動パターンを次のようにまとめている。

ホリエモンが旧体制に挑戦するとき、計画のあまりの粗雑さゆえに、本人はかならず敗退する。

その一方で、彼の異議申し立ては世間の耳目を騒がせ、予想外に多くの人の支持が集まる。挑戦を受けた旧体制は動揺する。

同時発生的に、ホリエモンと同様の挑戦をする人間が増え、彼らは比較的楽に成功を手にすることができる。

かくして、プロ野球への新規参入も、メディアに対するM&Aもタブーではなくなった。今回の場合（総選挙）で言えば、若者が政治参加することへの参入障壁が著しく低くなった。

言ってみれば、ホリエモンは「花咲か爺さん」のような存在であって、枯れ木に花を咲かせてくれるのだが、本人はさしたる見返りを得ることなく去っていく。この辺の恬淡としたところが、人気の理由のひとつでもあったのだろう。

もっとも現時点の報道を総合する限り、ライブドアが粉飾決算や市場操作を行っていた容疑はきわめて濃厚であり、どう考えても弁護の余地は少ないのであるが。

## ホリエモンが投げかけた論点

ホリエモンに対する評価は人によって大きく分かれる。ホリエモンが好きか嫌いかといった話題が、答える人の考え方を示してしまう「リトマス試験紙」的なところがある。実際、次々と悪い情報が公表され、メディアが手のひらを返すような「総バッシング」状態になっても、周囲を見渡すと意外なほどに「ホリエモン・シンパ」が多いようである。

ちなみに、本誌の「ホリエモンが教えてくれたこと」（2005年4月1日号）における評価は下記の通りである。かなり肯定的とっていいだろう。

プロ野球再生のチャンスを作ってくれた（ ）

株式市場における当たり前のルールを再認識させてくれた（ ）

会社は誰のものかに対する議論を喚起してくれた（ ）

「嵐を呼ぶ男」として、日本経済のよどんだ水をかき回してくれた（ ）

「ネットとメディアの融合」というIT企業としての戦略は的外れ（×）

余談ながら最後の点は、楽天によるTBS買収が不成功に終わったこと、この間に同じベンチャー出身のIT企業であるUSENが、インターネット上のテレビ局「Gyao」を短期間で立ち上げ、メディア事業への足がかりを作っていることも併せて考えると、既存のメディアを買収することがいかに非効率な手法であったかがよく分かると思う。

さて、その後、ホリエモンは総選挙にも出馬して、「小泉劇場」にもアクターとして一役買った。その上で、今回、彼が従来から主張してきた「時価総額重視経営」なるものの正体は、マネーゲームによる錬金術であったと知れわたったわけである。

あらためてホリエモンの功罪を論じるとなると、今度は「反面教師」としての部分を加えて考える必要があるだろう。今回のライブドア・ショックに対し、多くの人がさまざまな論点を提起しているが、本号では以下、「会社の生き立ち」を中心に考えてみたい。

### **なぜ誰もチェックしなかったのか？**

ライブドアの不法行為が、東京地検特捜部によって明るみに出たことに対し、異和感を持つ人は少なくないだろう。本来的に言えば、企業の不祥事は内部監査や監査法人といった自浄作用によってチェックされるべきであり、次に投資家保護という観点からは、東証や証券取引等監視委員会が目を光らせているべきである。ところが今回、東京地検が金融庁の頭越しに捜査に出たということは、企業に対するこれら通常のチェック機能がまるで働いていなかったことを意味する。

さらにいえば、「プロ野球球団買収」や「ニッポン放送への敵対的買収」などで、ホリエモンが最初に登場したときに、彼に対する批判は非常に多かった。新参者が叩かれやすい日本社会の特質を考えれば、このこと自体は異とするに当たらない。ところが批判者たちは、実際にライブドアの経営内容をチェックしたわけではなかったらしい。仮にホリエモンを快く思わない誰かが、ライブドアの有価証券報告書を精査していれば、その時点で「錬金術」の違法性は明るみに出た可能性が高い。特に、ライブドアにTOBを仕掛けられたフジテレビが、この点に気づけなかったことは理解に苦しむ。要するに、ジャーナリズムによるチェックも機能しなかったわけである。

それどころか、ホリエモンは時代の寵児となり、「視聴率の稼げるキャラクター」として、マスコミでは引っ張りだことなった。こうしてライブドアの経営実態はノーチェックのまま、経団連への加入までがススイと決まってしまったわけである。さらに、自民党が選挙の候補者としてホリエモンを担ぎ出したことは（同時期に民主党も接触しているのだが）、国会でも批判の対象になっているものの、実際問題としてこれだけ多くの人が見過ごしていた後で、いったい誰が非難できるだろうか。

むしろ筆者の関心事は、「なぜ皆がこれだけホリエモンに対して甘かったのか」である。おそらくそれは、ホリエモンがベンチャー経営者であったからではないだろうか。

## ベンチャー企業受難の歴史

まだ東京大学の学生であった堀江貴文青年が、有限会社オン・ザ・エッジを作ったのは今からちょうど10年前の1996年のことであった。前年に“Windows95”がヒットし、人々がパソコンを買うようになった頃である。人々がようやくインターネットというものに接し始めたのもこの時期だ<sup>1</sup>。

そんな中で、IT分野に無限の可能性を見出した人たちがいた。しかし、ベンチャー経営者として船出することに対し、当時の世間の風はかならずしも甘くなかった。海の向こうのアメリカでは、ナスダック市場というものがある、ネットスケープやインテル、マイクロソフトといったすごい会社が続出しているというのに、日本はこのままではいけない、という声が経済界ではたびたび上がっていた。

当時のベンチャーに関する問題点を網羅した格好な資料として、1995年に発表された経済同友会の提言がある。「企業家精神復活 - 日本経済の新たなる飛躍に向けて」（1995年6月23日発表）である<sup>2</sup>。

同提言の内容は、今日ではすでに実現されているものが多いが、この中には教育の見直し、転職市場の整備、ストックオプションなどインセンティブの明確化、ベンチャー優遇税制などとともに、「店頭第二部市場」（仮称）が提案されている。

「ベンチャー企業には、店頭市場の中に、現行の店頭市場とは明確に区別された「店頭第二部」（あくまでも仮称であるが）を設ける必要があると思われる。その登録基準は、例えば利益基準を設けない、といった現行の基準よりも緩い、かつ透明性のあるものとし、業種の制限も加えるべきではないと考える。また、投資家も機関投資家等プロに限定せず、個人も含めた広範なものとし、海外の企業家・投資家にとっても魅力あるものとするべきである」

このアイデアは、早速、日本証券業協会が取り入れるところとなり、96年1月には当時の店頭市場（現在のジャスダック）の中に、「店頭特則」（第二店頭）市場が開設された。ところがこの第二店頭市場は、上場が1社も出なかった。

それどころか、1997年には金融不安が発生し、ベンチャー企業はいよいよ受難の時代を迎えることになった。ハイパーネットの板倉雄一郎氏が、銀行の貸し渋りにあって「社長失格」したのはこの時期である。日本経済の未来を託すべきベンチャー経営者たちは、ずっと困難な状況を耐え忍んでいた。潮目が変わったのは、1998年の小渕政権誕生からである。

---

<sup>1</sup> 当時、こんなジョークがあった。「インターネットとかけて、ティーンエイジャーのセックスと解く。その心は、誰もが話したが、実際に体験したことのある人は少ない」。

<sup>2</sup> <http://www.doyukai.or.jp/policyproposals/list1995.html>

## 誰がホリエモンを作ったか？

日本経済が危機的状況に陥った中で、小渕首相が打ち出したのは「何でもあり」の経済政策だった。恒久的減税、公共事業の大盤振る舞い、ついでにゼロ金利政策、という流れの中で、ベンチャーの振興もまた日本経済浮上の鍵を握るものとされた。

ここに再び、「ベンチャーに優しい市場を」というテーマが浮かび上がる。99年6月には、ソフトバンクの孫社長が「ナスダック・ジャパン」構想をぶち上げる。あの手この手で、ベンチャーを優遇しようという動きが一気に加速した。

しかし、「中堅ベンチャー企業に上場の道を開く」先鞭をつけたのは、遅れてスタートした東京証券取引所であった。1999年11月11日、世界で一番上場基準の甘い「マザーズ」が誕生した。かくして、東証のマザーズ、大証のナスダック・ジャパン、日本証券業協会の店頭市場という三つの市場がベンチャー企業を奪い合い、目いっぱい経営者を甘やかす構図ができてしまった。

3つの市場の明暗を分けたのはタイミングであった。99年11月に発足したマザーズは、ミレニアムの到来にかりうじて間に合った。第一号としてリキッドオーディオ・ジャパン、インターネット総合研究所の2社が上場を果たした。そして2000年2月にはサイバーエージェントと、オン・ザ・エッチの2社が上場したのである。

しかし2000年3月には米国でナスダック指数が急落し、ハイテクバブルはここに終わりを告げる。オン・ザ・エッチがいかに恵まれていたかが分かるだろう。現に2000年6月に開設されたナスダック・ジャパンは、このタイミングを逃してしまう。結局、ナスダックは2002年12月に日本から撤退し、現在は大阪ヘラクレス市場となっている。

初期のオン・ザ・エッチの資金繰りを助けたのは、光通信とグッドウィルの子会社であった。ベンチャー企業である両社は、ともに上場を決めた直後でカネを遊ばせていた。となれば、どのベンチャーも考えることは同じで、ベンチャーキャピタルとして他のベンチャーに投資することで一攫千金を目指したのである。かくして堀江貴文社長は、いくつもの追い風に助けられて船出をすることに成功した。

それから後のことは、あらためて詳しく繰り返すまでもないだろう。この国のベンチャー支援策は「甘やかし過ぎ」であった。ベンチャーは日本経済の未来にとって重要であるから、うるさいことを言うべきではない。ちょっと怪しいところはあっても、大目に見るべきなのだという土壌が醸成された。かくして政府はもちろん、企業も、投資家も、マスコミもこぞってベンチャー経営者を持ち上げた。それは本人たちが鍛えられないという意味で、彼らにとっては不幸なことでも合ったのだが。

ホリエモンという稀代のトリックスターは、このようにして誕生した。つまり、みんなで偶像を作り上げてしまったのである。その辺のことをまったく反省せずに、ホリエモンバッシングに精を出すのであれば、あまり生産的な行為とはいえないだろう。

## 場当たりの制度変更の罪

あらためてライブドア・ショックに対する筆者の感想をまとめると、以下のようになる。

- (1) ベンチャー企業の発展は良いことである。そのためには、政策的な配慮があつていい。が、経営者を甘やかせばいいというものではない。その点、90年代のベンチャー振興策は、どうやら行き過ぎだったようだ。これも、日本経済が長期低迷期にあつたことによる副作用のひとつかもしれない。

ベンチャー向けの市場が3つも必要なかどうか。全体的なベンチャー支援策を見直すべきではないだろうか。

- (2) ホリエモン自身はともかく、「ホリエモンのなるもの」は、今のこの国に必要なである。彼が居なかったら、われわれは今頃1リーグのプロ野球を見させられていただろうし、M & Aも活発にはならなかっただろう。旧体制を安穩とさせないためにも、若いベンチャー経営者がもっと出てきてほしい。

「陳勝・呉広の乱」の後には、項羽や劉邦が出てきてほしいものである。

- (3) やっぱり東証の責任は重いといえる。前述の経済同友会の提言(1995年)には、以下のような記述が入っている。まるで今日を予測しているかのようであり、結局、マザーズがこういう基本を抑えていなかったことが、諸悪の根源であつたのではないかと思うのである。

「上記のようなハイリスク・ハイリターンの「第二部」市場を活性化する上では、ディスクロージャーと投資家自己責任原則のより一層の徹底を図る事が不可欠である。

すなわち、企業のリスクファクターの開示をより徹底させる、虚偽表示、粉飾決算等に対しての罰則規定をより強化するなど、適正なディスクロージャーがなされるような措置を講じる必要がある。

また、投資家の自己責任原則の徹底を図るため、投資開始に当たっての説明や意思確認のルールの徹底等も望まれる」

この国の経済政策は、目の前の出来事に対する反射神経で変更されることがある。91年の証券不祥事の反省から、急きょ作られた証券取引等監視委員会は、今回もあまり機能しなかったようだ。かと思えば、今回のライブドア・ショックを契機に、「日本版SECを作れ」といった声が生じている。

しかし本当に必要なのは、日本経済を全体的にどう設計するかという発想であるはずだ。ショックのたびに場当たりの制度変更を繰り返しては、また同じことの繰り返しになってしまうのではないだろうか。

< 今週の”The Economist”誌から >

”Still livin’ on the edge”

Face value

「ホリエモンの綱渡り人生」

January 21<sup>st</sup> 2006

\* ”The Economist”誌の”Face value”に登場する日本人は多くありません。たしか最近では中内功氏が取り上げられたでしょうか。ホリエモンに対する評価は低くありません。

< 要旨 >

顔の見えない経営者が多い中であって、ジーンズにスニーカーの堀江貴文(ライブドア創業者)は嫌でも目立つ。ネットバブル崩壊を生き延びた生意気な33歳は、歯に衣着せぬ造反と、スポットライトと美女好みで知られている。10年前、東大生だった時代に、いみじくも「オン・ザ・エッジ」という会社を始め、インターネットブームに乗った。

草創期の頃から、会社は人々の耳目を集めた。堀江氏は東証マザーズに上場し、次にライブドア社を買収することで富を築いた。金融技法を駆使し、意外なM & Aを繰り返して時価総額はピーク時で9300億円に達した。傘下の50社は、会計ソフト会社、オンライン旅行社、証券会社、通販、中古車販社など。昨年9月期決算で利益は前年比4倍増の150億円となった。

しかし1月16日、六本木ヒルズにある会社は、証券取引法違反の容疑で捜査を受けた。広告子会社であるライブドア・マーケティングは2004年10月、出版社を株式交換で買収すると宣言したが、それは投資組合によって獲得した後であった。本当であれば、市場操作となる。株価を上げるために決算を粉飾した疑いもある。堀江氏の関与があったかも関心事である。

捜査によるショックは大きく、1月17日にはライブドアは時価総額で1000億円を失い、日経平均は昨年4月以来最大の下げを演じた。スキャンダルは政界にも及んだ。堀江氏は昨年9月の総選挙に無所属で出馬し、小泉首相の敵であった亀井静香氏に戦いを挑んだのである。

もし検事たちの申し立てが成功すれば、日本を停滞から抜け出させた人物に対する大きな揺り戻しとなるだろう。堀江氏の初陣は、2004年のプロ野球危機だった。日本の2リーグのうち1つが解体の危機に瀕し、選手がストライキを行なったとき、堀江氏はチームの買収に名乗りをあげ、活性化に向けてアイデアを出した。彼の行動は他の投資家たちをも動かした。チーム買収はできなかったが、堀江氏は野球界を救った男として評判を勝ち得たのである。

堀江氏はまた、日本に敵対的買収を導入した。ニッポン放送の経営権を握ろうと買い付けを行ったが、これは日本最大の民放局フジテレビの支配を目指したものだ。ライブドアは情報公開を避けるために、時間外取引というルール逃れで戦った。金融庁は遅ればせながら、法の抜け穴をふさいだ。2ヶ月に及ぶ戦いは昨年4月、ライブドアがフジに株式を売却して利益をあげ、フジがライブドアに投資するという形で平和的に落ち着いた。堀江氏の行動は、日本企業のビジネスを変える手助けをし、他の敵対的買収の後押しとなった。しかし堀江氏が利用した金融自由化には反動が生じた。外国企業は日本企業を買う際に株式交換が使えない。廃止されることになっていたこの規制は1年間先送りされることになった。

堀江氏の象徴的な地位は、彼が日本における未解決の論争 会社が誰のものかは市場で決せられるべきと見る人たちと、日本の株式市場は短期的な冒険者たちとそれらを操る企業によって牛耳られていると考える人たち の中心にいることを裏付けている。すべては、堀江氏が「塀の上」(オン・ザ・エッジ)を歩き通せるかどうかにかかっている。

## < From the Editor > 名作が止まらない

事件が起きると、パロディの傑作が次々に誕生します。創作意欲が刺激されるからでしょうか。以下はライブドア・ショックが生んだ作品のほんの一部の例に過ぎません。

### 六本木(ヒルズ)心中

だけどもスコミなんて ガサイレで変わるのね 醜いおながが卑猥ねあなた  
罪な行為をしてさ 株を上げますなんて ちょっと場末の詐欺師してるね  
この株は高すぎる TOSHO IS A LONELY PLACE  
ストップ安じゃ 掲示板の灯が 俺の気を狂わせる  
押し目相場に ハラハラすがり 上場廃止なら 生きてゆけぬ  
慰めないで 言葉じゃダメさ 追証全部 入れておくれ

遊べる金額なら ナンピンも出来るけど 二階建てだと破産が怖い  
上場のくせしてさ 粉飾をするなんて 貴方どこかのエンロンみたいね  
夜更けに目を覚ませば DAY TRADER IS A LONELY MAN  
手持ち株式 売り抜けられれば 夢の続きが見れる  
そっとモニター 息詰めてみる 上場廃止では 生きてゆけぬ  
明日になれば 株価はあがる 投資家ですもの 泣きはしない

押し目相場に ハラハラすがり 上場廃止なら 生きてゆけぬ  
慰めないで 言葉じゃダメさ 追証全部 入れておくれ

CAN'T LIVE WITHOUT YOU BABE CAN'T LIVE WITHOUT YOU BABE  
CAN'T LIVE WITHOUT YOU BABE DON'T WANNA LET YOU GO

CAN'T LIVE CAN'T LIVE CAN'T LIVE CAN'T LIVE  
CAN'T LIVE WITHOUT YOU BABE DON'T WANNA LET YOU GO

### ライブドア (西城秀樹)

くやしいけれど 堀江が逮捕  
ライブドア ライブドア  
偽計取引 風説の流布  
ライブドア ライブドア

気のない株交換 グレーな取引して  
株を分割しすぎては 下げる ライブドア  
はじけるバブルな株 2億の売り浴びて  
社員を置き去りにして 社長は辞任

衝撃的なフジとの争い  
ライブドア ライブドア  
一夜限りの提携でもいいさ  
ライブドア ライブドア

会社を漁っては クルリと売り放す  
そんなゲームに憎いほど燃える ライブドア  
みんなが俺に言うぜ 株主に配当出せと  
走り出した株価の下げは 止まりやしないぜ

社長がTシャツで 会見開くたび  
狙った会社買っていく  
ライブドア ライブドア  
売名行為繰り返す  
ライブドア ライブドア

## 古時計

大きなお腹の ホリエモン LDの教祖様  
突然 地検に踏み込まれて 慌てる ホリエモン  
俺は全く知らない事だ みんな 宮内のせい  
大きく 下がった 時価総額 今では 2分の1  
ご自慢の ジェットで ビュン ビュン ビュン ビュン  
ひな一と一緒に ビュン ビュン ビュン ビュン  
今は もう戻らない以前の時価総額  
今は もう戻らない以前の時価総額  
今は もう戻らない以前の時価・・・

## 一週間

月曜日に検察が来て  
ブツとハコを持ってった  
テュリヤテュリヤテュリヤテュリヤテュリヤテュリヤリヤ  
テュリヤテュリヤテュリヤテュリヤリヤリヤ  
火曜日に売り注文出して  
水曜日に約定ならず  
木曜日にマスコミが来て  
金曜日に帰っていった  
土曜日は葬儀にも出ず  
日曜日は悪口ばかり  
株主よ、これが私の一週間の仕事です  
テュリヤテュリヤテュリヤテュリヤテュリヤテュリヤリヤ  
テュリヤテュリヤテュリヤテュリヤリヤリヤ

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問合わせ等は下記あてにお願いします。

〒107-0052 東京都港区赤坂2-14-27 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-4954

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com)