

日本にもベンチャー企業向けの新興市場が創設されたことで、設立間もないベンチャー企業に株式公開の道が広がった。また現在、日本を代表する株価指数「日経平均株価」の構成銘柄を見ても、一部のIT関連銘柄の値動きが日経平均全体を大きく揺さぶる異常な事態になっている。いわゆる「ネットバブル」が崩壊したと言われ、株価が歴史的な低水準にある今だからこそ、ネットビジネスと株式市場の相関関係の深層に迫りたい。

## 天使か悪魔か

田代昌裕(ジェイ・インベスター株式会社) +  
間瀬博行(ジェイ・インベスター株式会社) + 編集部



# ネットビジネスを 翻弄する株式市場

マ ケ ッ ト

# 株価を上下させる「見えざる手」に迫る！ 天国から地獄に一変させた 「ネットバブル」の実体

株価は企業の将来の姿を移す鏡だと考えられるが、その株価が企業の実体よりも過度に膨らんだ状態が「バブル」である。「ネットバブルは崩壊した」と言われて久しいが「崩壊した」と言うからには、まずはネットバブルが本当にあったのかを考える必要があるだろう。株価がどのように形成されるかといった基礎的な話題も交えながら考えていきたい。

田代 昌裕

## Profile

ジェイ・インベスター株式会社 /  
代表取締役社長

田代 昌裕 (たしろ・よしひろ)

欧州大手金融機関UBSを退社後、ValueClickJapanの立ち上げに参画。その後独立し、投資家コミュニティ「J\*investor.com」を創設。

## - Biz - Today

### 株価は何を映すのか

98年12月22日、東証「マザーズ」にリキッドオーディオとインターネット総研の2社が公開した。リキッドオーディオは公募価格300万円に対して610万円の初値(時価総額793億円)、インターネット総研は1,170万円の公募価格に対して約4.5倍の5,300万円の初値を付けた(時価総額7,000億円)。後者の7,000億円という時価総額は、2001年4月6日時点のアサヒビールや全日空、伊藤忠商事といった大企業をも上回る額だ。

4月6日時点の両社を見ると、リキッドオーディオが株価20万2,000円(時価総額80億円)、インターネット総研は株価188万円(時価総額745億円)と、両社とも時価総額が公開時の約10分の1にま

で下落している。同様の値動きを示すネット企業は多く、ここからも「ネットバブル」の存在と崩壊は間違いないだろう。

では、株価とはどのように決まるのかを考えてみよう。株価とは、理論的には「企業の将来の業績」によって決まる。しかし、将来の業績の正確な予測は誰にもできない。ということは、現在の株価が理論的に正しいかどうかは判断できないのだ。ここにバブルの発生する素地がある。

株式公開企業の株価は、市場で売買されることで決まる。将来の業績が伸びると思う人が多ければ、株が買われて株価は上昇し、逆に業績が悪化すると思う人が多ければ、株が売られて株価は下がる(正確には、大勢の人に動かされるというよりも、多額の資金を持つ法人 おもに機関投資家 によって株価は動かされる)。多くの資金が株式に流れ込めば

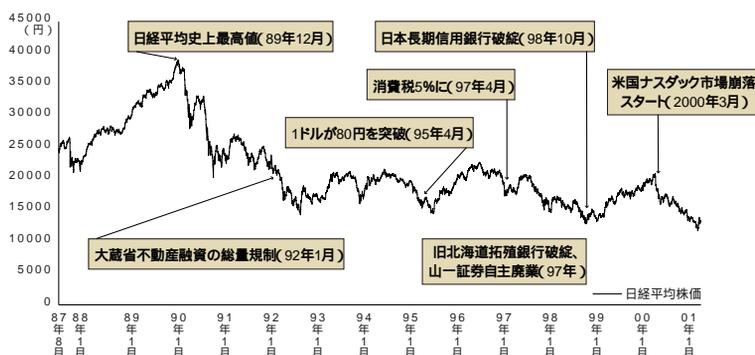
(買い注文が集まれば) 株価は上がり、多くの資金が流出すれば(売り注文が集まれば) 株価が下がる。このように、株式の価格はすべての財の価格決定の大原則である「需要と供給」で決まる。

### 売りと買いの需給 バランスが株価を決める

株価決定の要因となる「需要」、すなわち「どれくらいの人がある株を買おう、もしくは売ろうとしているか」に対する意識は一般的に高い。しかし「供給」の部分である「市場で売買されている株数」(=浮動株)への意識が低いように思う。

この「供給」について考えてみよう。少し極端な例になるが、たとえばA社の発行済みの株数が100万株で、そして100万人の株主がいたとする。しかし、ほとんどすべての株主が何らかの理由で株を売れずに、10人の株主しか売買しない(浮動株=10株)とすると、その10人の株主の売買によって、株価は決定されてしまう。つまり「100万人 - 10人 = 99万9990人」の株主は、たった10人の少数株主に株価を委ねることになるわけだ。冒頭で例に挙げたリキッドオーディオとインターネット総研が株式公開時の市場に放出した株数はたったの1000株ずつだ。インターネット株に対する需要が盛り上がるなか、市場に放出される株がたったの1000株では、株価が急上昇してバブルの

日経平均株価の推移



## 株価の判断に使われる主な指標

### PER

( 株価収益率 / Price Earning Ratio )

企業が計上した利益を発行済み株式数で割った「1株あたりの利益」に対して、現在の株価が何倍になっているかを表す数値。たとえば1株あたりの利益が100円、株価が1,000円であれば、PERは10倍ということになる。下の表は、日米のおもな企業のPERを比較したものだ。

### PBR

( 株価純資産倍率 / Price Book Value Ratio )

「株価」を「1株あたりの純資産」(株主資本)で割った値。これにより、株価が1株あたり純資産の何倍まで買われているかを示すことができる。

### PFCE

( 株価キャッシュフロー倍率 / Price to Free Cash Flow )

株価を一株当たりフリーキャッシュフローで割ったもの。株価キャッシュフロー倍率は、PER、PBRなど同様に、株価が同業他社と比べて割高か割安かを判断するために使われる。

フリーキャッシュフロー：企業が事業、資金調達、投資などによって生み出す現金収支の総計。

### ROE

( 株主資本利益率 / Return on Equity )

株主資本に対する税引き後の利益の割合。ROEは、株主が出資した株主資本を企業がどれだけ効率的に使用し、利益を上げたか判断する指標として使われる。

発生を助長することは想像に難くない。

180ページの表を見れば、新興市場に公開した多くのIT関連企業は、公開時の放出株数が非常に少なかったことがわかる。この問題は、主として商法によるものだ。商法で株式の発行や分割が制限されているために、市場で取引される株数が少なくなり(流動性が下がり)、株価の高騰を引き起こした。つまりインターネットバブルの発生と崩壊の原因の1つは、商法にあったとも言える。

### ネットバブル崩壊がIT企業に与えたインパクト

インターネット企業の株価上昇は明らかなオーバーシュート(行き過ぎ)だったが、現在の下落もまたオーバーシュートだと言えるだろう。

以前ならインターネット関連企業といえは何にでも投資していた投資家が、いまやインターネット関連企業にはまったく投資しないというケースもある。リスクマネーがベンチャー企業に流れ込まなくなったことで、将来の日本の技術向上に重大な影響を与えることも懸念される。

一方で、ネットバブルの崩壊がIT方向に作用した点も見逃せない。それは、ITベンチャー企業の優勝劣敗が明確になったことだ。競争の激しいIT業界でベンチャー企業が公開企業となって生き抜くこ

とは至難の業だ。最近いくつかの例で見られるように、ベンチャーが大企業にM&A(企業合併と買収)されることで、より社会に役に立つ技術や商品、サービスの提供が可能になることもある。大企業がベンチャーを買収することで、自社内では容易に開発できない革新的な商品やサービスを自社に取り込める。それによって厳しい競争に勝ち抜く力が生まれるのだ。

### バブル崩壊後に見直された企業評価の「ルール」

ネットバブルの真っ最中、インターネット企業を買収される際には、ユーザーあたりの単価(ユーザー1人から上がる収益)などによって企業の時価総額が決定され、IT企業の株価は「DCF」(割引キャッシュフロー)という算出手法で評価された。キャッシュフローとは企業が事業、資金調

達、投資などによって生み出す現金収支のことで、DCFは「将来のキャッシュフローが現在の株価であるべきだ」という考え方を反映したものだ。DCFの評価手法自体にはまったく問題はなかったのだが、一方で「将来のキャッシュフロー」の見直しには問題があった。インターネットという魔法の箱を使うことで「将来のキャッシュフロー」は過大に見積もられ、結果として株価の高騰を招いた。

ネットバブルの崩壊により、IT企業の株価が急激に下落した。過大に見積もられた「将来のキャッシュフロー」が見直され、また同時に、人々の思惑で需給のバランスが大幅な供給過多に陥ったことで、バブルは一気に弾け飛んだ。バブル期には「株価はDCFで決まるもの」と言っていた投資家のすべてが、バブル崩壊後は「株価はDCFで決まるべきだが、実際には株価は足元の業績で決まる」と言いはじめ、これまで後回しにされてきた「足元の業績」で株価が判断されるようになり、その下げ足を一気に早めた。

優良なIT企業の株価は完全に下向きにオーバーシュートしており、本来あるべき株価よりも大幅に下落していると筆者が考える根拠はここにある。たとえどんなに優良なIT企業でも、DCFは無視されて足元の業績で株価が形成されているのだ。今後は優良企業の株価のオーバーシュートも修正されていくだろう。「マーケットはいつも正しい」と常に言われる所以は、このような行き過ぎを修正する力をマーケット自身が持っているからだ。

## 日本の株価はまだ高い?!

日米の株式市場はネットバブルの崩壊とともに同時に下落しているが、最高値からの下落幅が比較的小さい米国株は依然として割高だとの声もある。しかしPERで見た場合、日本の株式のほうが依然として割高だと言えなくもない。

日米の主要企業のPER(高いほうが株価が割高)による比較

日本		米国	
企業名	PER	企業名	PER
ソフトバンク	517.3倍	マイクロソフト	34.7倍
ヤフー	214.0倍	Yahoo!	-
ソニー	239.8倍	ヒューレット・パッカード	20.3倍
NTT	75.7倍	AT & T	29.75倍

2001年4月13日の株価をベースに算出(米国企業は12日)

株価指数は日本経済を正しく映しているのか?!

# 日経平均株価の動向は IT業界が握る

株式を公開するネット関連企業が増えたことで、ネットビジネスも「株価」抜きでは語れなくなった。多くの人が「株価」と言うときに目安にするのは「日経平均株価」という指標だ。「株が上がった、下がった」と言う際に、常にその裏付けとされるのが日経平均だ。日経平均の上下に一喜一憂する日本経済とIT業界の関係を探る。

間瀬 博行

## Profile

ジェイ・インベスター株式会社 / 取締役 投資情報事業部

間瀬 博行 (ませ・ひろゆき)

UBS、ヘアリング・アセット・マネージメントで為替、株式のディーラーとして活躍後、投資家コミュニティ「J\*investor.com」に参加。

## - Biz - Today

### 日経平均株価の仕組み

「日経平均」とは、日本経済新聞社が東証1部上場銘柄から選出した「日本市場を代表する225銘柄」の株価の平均値を算出したものである。平均値の算出は、株式の額面に応じた調整が加えられるが、その性格は「株価の単純平均値」である。このため、株価の高い銘柄ほど株価指数におけるウェイトが高くなる傾向がある。

これに対して東証株価指数(TOPIX)は、東証に上場するすべての銘柄を組み入れた指数で、算出方式も単純平均方式ではなく、時価総額を反映する「時価総額加重平均方式」を採用したものだ。

恣意的に選出された225銘柄の単純平均値である日経平均と、上場する全銘柄

の時価総額の加重平均で算出されるTOPIXだが、日経平均のほうが値動きがわかりやすいこともあり、各種の報道や議論では日経平均を用いることが多い。現在でも、日経平均のほうがTOPIXよりも一般的に非常になじみ深くなっている。

しかし、日経平均は前述のとおり単純平均で算出されるため、株価の高い銘柄の値動きが、日経平均全体の値動きに大きな影響を与えてしまう。こうした問題点を指摘する声も強く、日経平均を「日本を代表する株価指数」として位置付けることを疑問視する声も高まっている。

というのも、2000年4月の日経平均の大幅な構成銘柄入れ替え(日経平均の構成銘柄225社は定期的に入れ替えが行われる。下グラフ・表参照)により、ITハイテク業種のウェイトが急激に大きくな

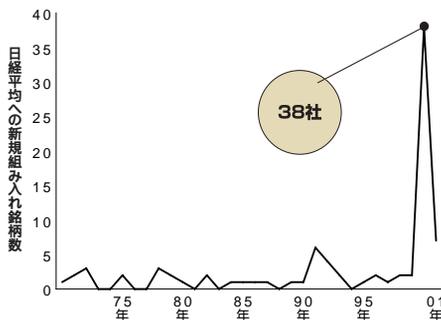
った。こうして各IT業界が占めるウェイトが変化したことで、日経平均という指数そのものの「過去との連動性」に対して懐疑的な見方も多くなったからである。

### 市場認識を共有するための土台が崩壊

報道や議論の場において、「市場認識」(株式市場の状態を把握すること)を共有するベースとなってきた日経平均だが、2000年4月に30銘柄(銘柄全体の13%強)が入れ替えとなり、多くのIT関連銘柄が「今後の時代を代表する銘柄」として新規に採用された。その後も8社の入れ替えが行われ、2000年には合計で38社の顔ぶれが変わった。

日本経済新聞社による銘柄の入れ替え

### 日経平均の中身(採用銘柄)は変わる



2000年には、かつてない規模で大幅な入れ替えが行われた(1年間で38銘柄) 水色はIT関連企業

削除された銘柄	新規採用銘柄
ニチロ、三井鉱山、住友石炭鉱業、日本甜菜製糖、ホーネンコーポレーション、富士紡績、東邦レーヨン、ラサ工業、日本カーバイド工業、日本化学工業、日本合成化学工業、旭電化工業、日本油脂、東洋ゴム工業、日本カーボン、ノリタケカンパニーリミテド、品川白煉瓦、日本金属工業、日本冶金工業、日本電工、三菱製鋼、志村化工、昭和電線電纜、東京製綱、日本ビストンリング、西華産業、岩谷産業、丸善、山九、三井倉庫、東燃、日本興業銀行、第一勧業銀行、富士銀行、KDD、鉄建建設、日本証券金融	大和証券グループ本社、日本たばこ産業、花王、第一製薬、エーザイ、テルモ、TDK、ミツミ電機、松下通信工業、アドバンテスト、カシオ計算機、ファナック、京セラ、太陽誘電、松下電工、三菱自動車工業、富士重工業、東京エレクトロニクス、セブン-イレブン・ジャパン、イトーヨーカ堂、ジャスコ、日本興業銀行、大和銀行、東海銀行、静岡銀行、住友信託銀行、安田信託銀行、住友海上火災保険、JR東日本、DDI、NTTドコモ、資生堂、横浜銀行、東洋信託銀行、新光証券、アルプス電気、みずほホールディングス、セコム

は「市場動向をもっとも反映する指標を目指す」というポリシーで行われる。結果、日経平均はより時勢を反映した市場性の高い指標に変化したと言えるだろう。しかし大幅な銘柄変更で、「中身が大きく変わって指標としての連続性が途切れた」と指摘する声も強い。この指摘は、これまでの日経平均の推移を「1つのもの」として考察すること自体をも「眉唾物」に変えてしまった。

このため、これまで市場認識を共有するためのベースとされてきた日経平均の地位が崩れ、市場認識を共有するプロセスにも混乱が生じた。

右の表は、2000年4月の銘柄入れ替え前後の日経平均に占めるウェイトが高いトップ10銘柄である。入れ替え後、ITハイテク関連銘柄のウェイトが一気に高くなったことがわかるだろう。なかでも注目したいのは、新規に採用されたアドバンテスト、松下通信、京セラ、TDK、東京エレクトロン、DDI、ファナックの7銘柄だけで、日経平均全体の27.5%のウェイトを占めるに至ったことだ。また、銘柄入れ替え後の上位10銘柄の中でITハイテク関連に属する銘柄（通信も含む）が9銘柄におよび、この9銘柄だけで日経平均全体の35.1%を占めている。

昨年4月の銘柄変更のタイミングは、ITハイテク関連企業の多い米国ナスダック指数の崩壊的な下落局面の入り口と重なったこともあり、米国ナスダックとの連動性が高い東京市場のITハイテク関連株も大きく下落した。IT関連業種のウェイト以前これまでよりも大きくなった日経平均へのネガティブインパクトは、これまでよりもさらに大きなものとなった。その結果、日経平均の鋭角的な下落が、日経平均の連続性をベースとした市場認識者の心理を急速に冷え込ませてしまった。指数（日経平均）が急落するなか、前述のように市場認識までもが混乱したことで、銘柄の大幅変更を行った日本経済新聞社は社会の大きな反響を受けた。

「市場認識の共有における混乱」とは以

### IT企業の株価が日経平均を揺さぶる

日経平均株価は単純平均で算出するので、当然ながら株価の高い銘柄（値がさ株）の値動きが強い影響を持つ。こうした値がさ株にはIT関連企業が多いので、今ではIT関連企業の値動きが日経平均自体に強い影響を与えるようになった。ここでは2000年4月21日の銘柄入れ替え前後の構成銘柄上位10銘柄とそのウェイトを示した（ITハイテク関連と分類できる企業）。

入れ替え前 (ITハイテク関連のウェイトは15%)	入れ替え後 (ITハイテク関連のウェイトは38.8%)
① NTTデータ 6.70%	① アドバンテスト 5.20%
② ソニー 6.20%	② 松下通信 4.20%
③ 武田薬品工業 3.60%	③ 京セラ 4.20%
④ 山之内製薬 2.80%	④ NTTデータ 4.00%
⑤ 信越化学 2.90%	⑤ TDK 3.90%
⑥ トヨタ自動車 2.70%	⑥ 東京エレクトロン 3.80%
⑦ 本田技研工業 2.20%	⑦ セブン-イレブン・ジャパン 3.70%
⑧ 富士フイルム 2.20%	⑧ ソニー 3.60%
⑨ キヤノン 2.10%	⑨ DDI 3.20%
⑩ ニコン 1.90%	⑩ ファナック 3.00%

2000年4月に行われた大幅な銘柄入れ替え後は、セブン-イレブン・ジャパンを除く上位9銘柄ですでに38.8%のウェイトを占める。ただコンビニ業界は一時はeコマースの物流を担うネット関連としての期待値を織り込んだ銘柄もあり、上位10銘柄が広義のITハイテク関連動向を反映する構図となった時期もある。

下のようなことだ。たとえば、市場の下落を強調し、市場動向を社会問題にしたいときは日経平均が持ち出され、逆のケースでは日経平均よりも下落が緩やかなTOPIXが持ち出され、TOPIXが「市場を正確に代表する指数」として利用されるといった具合だ。この結果、市場の認識を共有するためのベースが不明確になる事態が続出、まずは市場の現状認識をいかに共有するかを議論する必要があった。

#### IT関連企業の動向が日経平均を大きく左右する

日経平均の大幅な銘柄入れ替えにより、日経平均が連続性を保つ指標だと論じることは不毛だとの認識が有力になってきた。しかし、これまでにも日経平均は、市場性追求のために大幅な銘柄の変更を行ってきた。過去との連続性を土台とする以外の論点では、日経平均の動向にはそれなりの意味を認めるべきだろう。

また現在は、日経平均やTOPIXなどの株価指数の「先物取引」が世界中の市場で活発に行われている。日本の株価指数先物の中で日経225先物がもっとも流動性が高く活発に売買されていることも、日経平均が市場動向を反映する指標として

の重要性を持ち続ける一因だと考えられる。昨今のマーケットでは、先物市場における株価指数の売買動向が、当該指数の値動きの最初の流れを作ることが多い。その後、本来の市場との裁定取引（先物と現物との価格差を利用して利益を狙う売買）を促すことで、指数本来の動向を方向付けることも非常に多い。

ITハイテク関連の動向をより強く反映するようになった日経平均だが、日本経済新聞社では銘柄の選考過程を透明化する動きもある。日経平均は今後も東京市場を代表する指数として、市場認識を共有するベースとしての地位を保持していかようだろう。したがって日経平均を、過去のデータとの連続性を失い、かつIT関連業種の動向を過度に反映する「いびつ」な指標だという評価は、今後の市場の正しいセンチメント（市場関係者の意識の総体）を理解するうえで、ぜひとも避けていきたいと筆者は考える。

むろん、日経平均の過去との連続性をベースに進むロジックから一歩引く姿勢は、賢明な投資の前提条件だ。しかし、日本市場を代表する日経平均のウェイトがITに傾斜に大きくしたことを「パラダイム変革の一環」として、我々ももっと素直に受け入れるべきだと筆者は結びたい。

リスクを恐れる投資家は参加すべきでない

# ベンチャー市場の役割と 株式公開(IPO)の意義

ナスダックに公開しているインターネット株が急上昇したことで、米国では、IT技術の革新が生産性向上をもたらすという「ニューエコノミー論」に沸いた。この背景には、黒字化できていないベンチャー企業でも株式を公開できる市場が整備されていたことも大きい。こうした米国をモデルに、日本でもベンチャー市場創設の気運が高まり、東証マザーズとナスダック・ジャパンが誕生した。ここでは、こうしたベンチャー向け新興市場と株式公開について考えたい。 田代昌裕

## - Biz - Today

「ベンチャー市場」では  
株価が下がって当然

株式市場とは、投資家にとっては「不特定多数の適格企業の株式を円滑に買い、そして円滑に売ることができる場」であるべきである。一方、企業にとっての株式市場とは「株式を発行し、不特定多数の投資家から円滑に資金を調達できる場」であるべきだ。

では、ベンチャー企業向けの代表的な株式市場である「マザーズ」「ナスダック・ジャパン」(以下「ベンチャー市場」)の果たすべき役割は何だろうか？ それ

は、冒頭で述べた株式市場が果たすべき役割に加えて、「将来有望なベンチャー企業や中小企業に投資できる場」を提供することだ。後述するが、ここで重要な点は、将来が有望な企業といえども、ベンチャー企業への投資は「ハイリスクハイターン」だということである。

ベンチャー市場が企業に対して果たすべき役割は、株式発行を通じて直接金融による資金調達をサポートすることだ。設立当初のベンチャー市場は、「個人投資家がインターネット株に投資できる市場」「リスクマネーがベンチャー企業に流れ込めば日本経済が活性化する」と賞賛され、ベ

ンチャー市場で公開したインターネット企業の株価は高騰した。

株価の高騰は投資家に夢を与え、株式を公開して巨額の資金調達を果たしたインターネット企業はバラ色の将来図を描き、若き起業家はジャパンドリームを体現した。しかし、バブルの崩壊と同時に賞賛が一転、ベンチャー企業や起業家、そしてベンチャー市場は心ない人々からのパッシングを受けるようになった。

そもそもベンチャー市場は「ハイリスクハイリターン」の「多産多死」の市場である。公開のハードルが低く(=多産)株価が上昇し続ける(=ハイリターン)こともあるが、裏を返せば、株価が急落する(=ハイリスク)ことも多く、株式が公開時の株価と比べて紙クズ同然となってしまうこともある(=多死)。ベンチャー企業の「将来性」に付いている株価は、足元の業績からすれば高いのがあたりまえである。そして、「将来性」という甘い夢を乗せた希望は、現実と直面すると壊れやすいものだ。ベンチャー市場の本場である米国ナスダックにも、公開当初の高値と比べて10分の1以下になった「ペニーストック」と呼ばれる、株価も流動性も低い銘柄が多く存在する。

「総論賛成、各論反対」に聞こえるか

2000年第3四半期(7~9月)に新興市場に上場したIT・ハイテク・インターネット企業

企業名	公開日	公募価格 (円)	公開株式数 (最大株数)	公募価格 時価総額 (百万円)	初値 (円)	初値時 価総額 (百万円)	株価 (4月6日 現在、円)	現在時 価総額 (4月6日 百万円)	騰落率 (公募時 価/現在 時価)	騰落率 (初値時 価/現在 時価)	市場
ピーエイ	7月6日	1,100	11,036,800株	12,140	1,365	15,065	900	9,933	-18.18%	-34.07%	マザーズ
ぶらっとホーム	7月11日	800万	4,460株	35,680	530万	23,638	290万	12,934	-63.75%	-45.28%	マザーズ
エルミックシステム	7月25日	2,200	5,307,680株	11,677	1,780	9,448	1,000	5,308	-54.54%	-43.82%	マザーズ
デジタルアドベンチャー	7月27日	1,100	6,650,000株	7,315	2,000	13,300	1,610	10,706	46.36%	-19.50%	ナスダック・ジャパン
イー・アンド・アイシステム	7月28日	2,300	5,800,000株	13,340	1,860	10,788	1,691	9,808	-26.48%	-9.08%	ナスダック・ジャパン
マネックス証券	8月4日	4万5,000	1,434,416株	64,549	6万3,300	90,799	5万2,800	79,516	23.19%	-12.43%	マザーズ
ベクター	8月11日	120万	22,900株	27,480	252万	57,708	180万	41,220	50.00%	-28.57%	ナスダック・ジャパン
ガーラ	8月22日	60万	10,291株	6,175	175万	18,009	46万5,000	4,785	-22.51%	-73.43%	ナスダック・ジャパン
サイボウズ	8月23日	110万	15,985株	17,584	200万	31,970	90万	14,507	-17.50%	-54.62%	マザーズ
まぐクリック	9月5日	300万	8,000株	24,000	376万	30,080	91万	7,280	-69.67%	-75.80%	ナスダック・ジャパン
ソーテック	9月7日	180万	109,582株	197,248	210万	230,122	60万	65,749	-66.67%	-71.43%	ナスダック・ジャパン
イー・トレード	9月8日	150万	91,000株	136,500	150万	136,500	81万5,000	75,165	-44.93%	-44.93%	ナスダック・ジャパン
サイバー・コミュニケーションズ	9月21日	35万	247,000株	86,450	78万	192,660	42万5,000	104,975	21.43%	-45.51%	ナスダック・ジャパン
ドリーム・トレイン・インターネット	9月21日	280万	7,551株	21,143	270万	20,388	54万	4,078	-80.71%	-80.00%	ナスダック・ジャパン
インテックコミュニケーションズ	9月22日	1,500	14,200,000株	21,300	1,350	19,170	564	8,009	-62.40%	-58.22%	マザーズ

表を見れば、新興市場の企業はまさに玉石混合であることがわかるだろう。公募価格時価総額を大きく上回る銘柄もあれば、半分以下になっている銘柄も多い。非常に興味深いのは、すべての企業は、初値時価総額を下回っており、初値は加熱してオーバーシュートしていることがわかる。

もしないが、ミクロの視点では「個別の企業は投資家に対して責任を果たすべき」だが、マクロの視点からは「ベンチャー市場に公開している企業の株価の下落は、投資家がリスクを取るべきものであり、個別の企業やベンチャー市場はその責任を負うべきものではない」と筆者は考える。

投資家はこの視点を絶対に忘れてはならない。ベンチャー企業への投資のリスクは自分自身が負うべきである。なぜならば、株価が上がったときの利益は「すべて」自分自身が享受するのだから。

**株式公開にはリスクもある**

株式の公開は、資金調達以外の面でも企業にさまざまな影響を与える。一言で言うところの株式公開とは、「信用力の向上」や「優秀な人材の確保」などといったメリットの享受と、それに対するコストの発生とを意味する。

「信用力の向上」とは、公開企業は監査法人より監査を受けなくてはならないので、会社組織が「公の組織」と構成され、社会的な信用が得られることだ。

「優秀な人材の確保」は、株式公開の「必要十分条件」である。優秀な人材を確保するためには高い報酬が必要だが、ベンチャー企業は高額の報酬を現金で払うことができないので、ストックオプションを使って優秀な人材を確保することになる。そのストックオプションが実際の報酬になる（現金化される）のは、株式公開のタイミングである。ストックオプションは株式公開後も優秀な人材確保に有効だが、公開後はストックオプションがなくても優秀な人材を確保できるようになる。

一方、公開のデメリット（コスト、リスクの増大）には、株主や投資家に対して経営状態などの情報を公開するための作業が増えて経営コストが大きくなることがある。また、株式が市場で流通するので、株式の買い集め（TOB）などにより、企業が買収されるリスクも高まる。

**株価が上がることと下がることの意味**

次に、公開した株式の値動きが企業に与える影響を考える。まず株主は、株価が上がればダイレクトにその上昇のメリッ

**「株式公開」で企業が変わる**

**メリット**

- 資金調達力の拡大
- 信用力と知名度の向上
- 優秀な人材の確保
- 経営管理体制の確立

**留意点**

- 業績や経営状況の開示義務による事務負担の増加
- 買占め、被買収（乗っ取り）の危険性
- 遵守すべき法律など「義務の増加」

ト（キャピタルゲイン）を享受できる。そもそも株価とは「経営者の通信簿」のようなものだ。自分の経営に対するマーケットの評価がそのまま株価となる。株価の下落は現在の経営に対する否定であり、株価の上昇は肯定を意味する。そのため、従業員が特株会を通じて株もしくはストックオプションを持っている場合、株価が下がれば持ち株には含み損を抱え、ストックオプションは行使できなくなる。

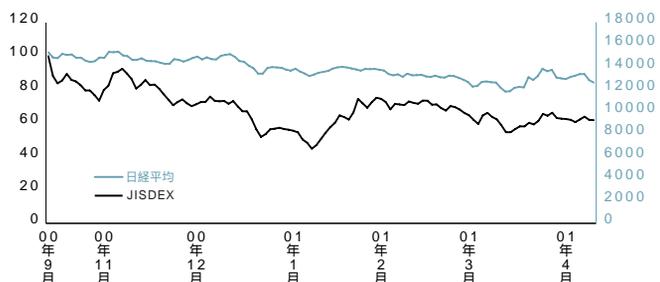
最後となってしまったが、筆者は、未公開株式市場も含めたベンチャー市場が本来あるべき姿に早く戻ることを願っている。ただし今度はバブルではなく、地に足が付いた市場になることを望みたい。

**インターネット業界に特化した株価指数**

JISDEX (Japan Internet Stock Index) は日本のインターネット関連株価の動向を反映する指標としてJインベスターおよびインターネット・コムによって昨年10月より算出を開始した。初期値は100。現在JISDEX採用銘柄は34銘柄で、四半期ごとの銘柄選定委員会の決定に基づいてネット関連の動向をもっとも反映する銘柄を選定している。最終的には指標性を確保することを最大の目標に、50銘柄を採用する。指数の算出方式はTOPIX型の時価総額加重平均方式に修正を加えた「修正加重平均方式」を採用、時価総額の大きな特定銘柄が過度に指数動向に影響を与えないよう最大でも1銘柄のウェイトは10%に制限している。

米国ではISDEX (Internet Stock Index) が米インターネット・コムにより運営されており、純粋なネット関連株式の動向を示す指標としての評価を確立している。このISDEX指数の先物は米カンザス・ボード・オブ・トレードに上場されており、ネット関連株式のリスクヘッジなどの目的でも取引されている。

JISDEX と日経平均株価の推移



JISDEX採用銘柄とウェイト (%)

ヤフー (10.00%)	グローバルメディアオンライン (1.30%)
トレンドマイクロ (10.00%)	ベクター (1.15%)
ネットワンシステムズ (10.00%)	インデックス (0.89%)
NTTドコモ (10.00%)	サイバード (0.85%)
ソフトバンク (10.00%)	エッチ (0.61%)
ソフトバンクインベストメント (8.63%)	パブリッククリック (0.55%)
東洋情報システムズ (6.30%)	翔泳社 (0.54%)
トランスコスモス (4.78%)	サイバーエージェント (0.44%)
サイバーコミュニケーションズ (3.66%)	デジタルガレージ (0.40%)
楽天 3.31%	日本エンタープライズ (0.29%)
モーニングスター (2.54%)	まぐクリック (0.27%)
マネックス (2.51%)	インテックコミュニケーションズ (0.27%)
イトレード (2.49%)	ゼロ (0.21%)
Access (2.03%)	クレイフィッシュ (0.20%)
インターネット総合研究所 (1.97%)	サイトデザイン (0.15%)
オープンループ (1.93%)	ドリームトレイン (0.14%)
ソフトバンクテクノロジー (1.51%)	アイシーエフ (0.08%)

## 米国発の高成長神話とその崩壊 インターネットの幻想から 目を覚ます株式市場

インターネットやITに対して膨らみ過ぎた期待感が弾けた。ネットバブルと称された人々の“宴”は何だったのか。再び踊らされないためにもその背景について、自ら会計士の資格を持ち、ネットを有効活用して未公開株式市場を展開しているディー・ブレイン証券の出縄良人社長に聞いた。

聞き手：編集部

Photo: Nakamura Tohru

### - Biz - Today

**編集部：**世界の株価が大幅に調整した要因の1つとも言われる「ネットバブル」とはどのように始まったのか。そして、いったい何だったのか。

**出縄：**米国発で始まり日本にも反映された。ネットに限ったことではないが、物事は行き過ぎることがある。株価上昇の原動力は“期待”で、インターネットに対する期待が強すぎたことにより勘違いや幻想を巻き起こし、株価も大幅なプレミアムをつけた。しかも、それが永遠に続くかのように、勘違いの最たるものは「すべてのモノがインターネットに置き換わっていく」ということだ。インターネットを道具としてとらえ、これを使うことによってさらなる利益成長につなげていくべきところを、インターネットを使うことこそが事業活動そのものであると思込んでしまった。たとえば、小売業であればマーチャンジング（MD）が根幹をなすはずだが、MDを知らないような企業もアイデアだけで展開した。企業活動を行ううえでは物流や調達、決済なども当然必要で、インターネットだけですべてがどうにかなるわけではないことを忘れてしまった。

**編集部：**では、企業の勘違いが発端か。

**出縄：**全体的に過剰な期待感があった。企業側では、マーケティングや人材、シ

ステムなどの部分でネットに関してヘビーな投資を行い、顧客を急激に増やすことで収益構造を黒字化、もしくは大幅な利益を生み出す体質に一転させることが可能という仮説を実行した。これを最初に提唱したのが米国アマゾン・コムだ。仮説はその後の検証の結果、幻想だったことがわかり、結局リアルな世界と結びつかないと感じるにいたったわけだ。ちょうど、アマゾンがトイザらスやウォルマートと組んだことに現れている。それでも多くの企業はなかなか幻想を修正することができなかった。

一方、株式、金融の専門家も最初は同じように勘違いした。本当は途中でそれに気づいたものの「株価は大幅上昇しているし、資金が集まってしまうのだからいいか」と、いう単純な考えから流れに乗って身を任せた。本当は毎日いつ逃げようかと考えながら、インターネットにかかわる企業はこれからもずっと伸びていくと言い続けたわけだ。彼らが伸びると言えば投資家もついてくる。こういった“煽り”と“利用”が、いわゆるバブルを助長させるかたちになった。

**編集部：**“ネット”ではもう株価にプレミアムが付かないのか。

**出縄：**「利益成長がなくともビジネスはいいんだ」「創業期の企業は資金さえ集め

られれば大赤字でもいいんだ」もしくは「それこそが正しいのだ」とまでいう認識が植え付けられたが、それが幻想だったことを一斉に自覚したところで、株価急落として現れた。しかも“煽り”など助長された部分があったため、下落にも拍車がかかったのだ。

日本でも、東証マザーズやナスダック・ジャパンが開設された頃は“ネットやITの香りが少しでも漂う企業”が買い漁られたものだが、株価調整の今や“香る企業”は逆に敬遠されるほどだ。「ネット」や「IT」といった業種（セクター）は存在しないはずなのに。

ただし、ネットがすべて不要だとか伸びないとかいうわけではない。以前に抱いていたほど、極端に生活様式や購買行動などが変わるほどではないということだ。ネットを使わないと成長しない企業は、ネットを使っても成長しないことを肝に銘じておきたい。当社としても、投資家に情報を迅速かつ確実に伝える手段としてネットを使っているわけで、情報提供自体が仕事ではない。まして、ネットを使わないとビジネスが成り立たないわけでもない。「うちは電話を使って仕事をしています」と、わざわざ言う会社はないでしょう。それによって株価にプレミアムも付かない。



編集部：そのなかで、ブームに踊らされないためには、どうすればよいのか。

**出縄**：開発力や物流ノウハウなど、産業によって各企業の強みは大きく違うが、宴が終わったことで、“企業の価値は経営資源が作り出す競争優位性だ”という本来の姿に戻ったと言えるだろう。本来の価値から見た成長企業をしっかりと見据えることができる眼を養うことが重要だ。これは基本的なことだが、忘れがちで実際には非常に難しいことでもある。

では、市場が適正に機能するには何が重要かと言えばそのキーになるのが“専門家”。仮に、企業評価のできない個人投資家だけの市場があったら適正な株価はまず付かない。証券市場以外の世界を見ると、たとえば魚市場では、売り手となる漁師も、買い手となる魚屋も、両方が専門家だ。専門家同士がオークションするので、価格形成はかなり適正化されている。美術の分野も同様で、買い手と売り手はほとんどの場合が専門家。「ミレーのこの絵は時価いくらぐらい」というコンセンサス（鑑定額）がほぼ一致している。専門家である売り手と買い手が、互いに厳しく牽制する関係が成り立っている中で価格が決まっていけば、そこで市場というものが成り立つはずだ。証券市場を見ると、買い手である個人投資家、場合によっては専門家であるはずの機関投資家までが、売り手である証券会社という専門家の言いなりになってしまう面もまだにある。これでは適正関係が成り立っているとは言い難い。絵画の鑑定額のように「この業種のこの業容の企業価値はだいたいこのくらいの時価総額」といった評価ができればよいが、専門家の間でも評価方法が確立されてないため、「こうすればよい」ということがなかなか挙げにくいことは確かだ。

編集部：そういった状況のなかで、本来の企業価値を計ろうとすることは困難なのか。

**出縄**：価値を評価するうえで1つの考え方としては、たとえば時価総額が8兆円を超える大企業が、将来800兆円に成長するということはある得ないと考えなければならぬ。一方で、同30億円の企業が3,000億円になることはあり得る。創業期の若い企業は、将来に対するリスクが高いため低い時価総額でスタートし、企業の成長にあわせて株価が上昇していくというのが基本だ。そうして大企業に成長すると、リスクが小さくなるとともに変化率も小さくなる。それなのに、30億円の企業が3,000億円になるんだということを最初から前提にして評価するから、リスクを

享受できないほど高い株価に一気に跳ね上がってしまう。

今後も、いろいろなテーマがブームとして台頭してくるだろうが、行き過ぎは必ず正され適正水準に戻ることを覚えておきたい。そこで傷つくわけなのに、証券市場の歴史を振り返ると同じ過ちを繰り返してきている。企業も投資家も証券会社も、そういったブームに煽られたり踊らされることのないように、本来の企業価値で判断する姿勢を持つとすることがまずは何よりも重要だ。

編集部：ありがとうございました。



#### Profile

ディー・ブレイン証券株式会社 / 代表取締役会長兼社長

#### 出縄 良人（でなわ・よしと）

1961年静岡岡生生まれ。1983年慶応義塾大学経済学部卒業し太田昭和監査法人に入社。1986年公認会計士となる。1993年中小・ベンチャー企業コンサルティング業務のディー・ブレインを設立し代表取締役に就任。1996年インターネットに「ベンチャー投資マート」を開設。1997年資金調達支援を専門とするディー・ブレイン証券を設立し未公開株式市場「VIMEX」（ヴァイメックス）を創設。

[www.vimex.co.jp](http://www.vimex.co.jp)



## [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](mailto:im-info@impress.co.jp)