

# ライブドアの情報と株価

京都大学大学院教授（ニッセイ基礎研究所特別研究員） 川北英隆

## [要旨]

- 1 2006年4月、東証マザーズに上場していたライブドアは上場廃止となった。2004年9月期決算の有価証券報告書に虚偽記載があったためである。この結果、ライブドアの株価は急落し、2005年5月にライブドアの第三者割当増資を引き受けたフジテレビジョンは343億円の損失を被った。
- 2 この一連のライブドア事件は株式市場の参加者に対してさまざまな分析の視点を与えてくれる。それらの素材のうち、本稿では、開示情報の意義を扱い、またライブドアの企業価値と株式価値を試算することで、情報分析の重要性を示す。
- 3 日本の金融商品取引法に基づいて確立している情報開示制度は、経済活動を円滑化するための社会的なインフラストラクチャーである。この制度は証券に関する上場制度を有している世界各国に共通のものである。情報開示制度が確立しているから、投資家は適切な企業の情報を容易に得ることができる。一方、資金調達者である企業も安価なコストで、かつ円滑に資金調達することが可能となる。ライブドアは情報開示制度に違反して虚偽の情報を提供し、それに基づいて投資家に株価形成と資金供給を行わせた。これにより、社会的に重要なインフラストラクチャーとしての情報開示制度を揺るがせた。
- 4 2004年9月期決算に虚偽記載がなければ、当該期にライブドアが生み出したフリーキャッシュフローは、きわめて小さなものでしかなかった。また、成長率に対する期待を縮小する効果や、ライブドア株のリスクプレミアムを高める効果をもたらしたであろう。この結果、投資家が推定するライブドアの企業価値と株式価値は大きく低下したはずである。一方、ライブドアとすれば、虚偽記載を行うことで、高株価を形成、維持することで、事業拡大のための巨額の資金を公募増資によって調達することが可能となった。
- 5 実際、虚偽記載がなかった場合のライブドアの株価を試算してみると、その価値は当時の株主資本の総額に満たないものであった。ライブドアの事業が、全体として、資本コストに見合った利益を生み出していなかったのである。

## 目次

1—問題意識	3
2—ライブドアの成長とライブドア事件に関する事実関係	4
3—情報開示の意義	7
3.1 資金の貸借に関するコスト	7
3.2 資金コストに関する社会的な仕組み：間接金融の場合	8
3.3 資金コストに関する社会的な仕組み：開示制度	10
3.4 シグナル効果	11
4—ライブドアが提供した情報と株価	12
4.1 企業業績の推移と虚偽記載の修正	12
4.2 虚偽記載が株価に与える影響	13
4.3 株価に対するその他の影響	15
4.4 ライブドアの株価形成に関して	16
4.4.1 ライブドアの株価推移	16
4.4.2 2004年度のライブドアの株価形成と投資家の期待	17
5—ライブドアの株式価値の試算	20
5.1 試算のための前提条件等	20
5.2 試算のシナリオと結果	21
5.2.1 ケース1	21
5.2.2 ケース2	22
5.3 ライブドアの理論株価に関する結論	23
6—まとめ	23
参考文献、データ	24

## 1—— 問題意識

日本経済は2002年を底にして回復過程に入り、2007年にピークを付けた。この間、株式市場は上昇基調にあった。一方、ジャスダックやマザーズといった新興株式市場は2006年の年初まで急騰したが、その後は下落基調に転じた。東証第一部に上場している主力株よりもいち早く下落に転じたことになる。

日経ジャスダック平均株価で確認しておく、2006年1月16日に最高値2904.38を付けている。この日は、東京地検が抜き打ち的にライブドア本社を捜査した日でもある。容疑は証券取引法（現在の金融商品取引法）に違反し、虚偽の情報（有価証券報告書）を開示したことである。この捜査を受け、ライブドアの株価は翌日から下落を開始したが、それと同時に新興株式市場も下落基調に転じたことになる。このライブドアと新興株式市場の株価下落の同時性は偶然のものではないだろう。

ライブドアは東証マザーズに上場しており、企業買収を繰り返して急成長してきた企業であり、また堀江貴文氏が大学在学中に起こした会社であることから、ベンチャー企業の成功事例として象徴的な存在であった。さらには、プロ野球への参入宣言、ニッポン放送の買収を巡るフジテレビジョン（現フジ・メディア・ホールディングス）との確執等、既存の制度への挑戦者として、最もベンチャーらしい企業として高く評価されていた。東京地検の捜査は、そのベンチャー企業の星ともいべきライブドアが社会的なルールを破っていたとの疑念を投資家にもたらし、ひいては新興株式市場を懐疑的に評価する流れを生み出したといえるだろう。実際のところ、ライブドアへの捜査以降、新興株式市場での上場企業による法令違反事件がいくつも表面化してしまい、新興株式市場それ自身への信頼感を失わせている。

以上からすれば、2006年1月に東京地検の捜査を受けるまでのライブドアとは何だったのか、何をライブドアが行い、それに対して投資家がいかに反応したのかを分析しておく意義があると考えられる。

この意味で、本稿の分析対象はライブドアによる虚偽の情報開示と、それに伴う株価形成である。具体的には、ライブドアによる虚偽の情報開示によって一企業・投資家として最大の損失を被ったニッポン放送およびフジテレビジョンを巡る一連の事件を「ライブドア事件」として取り上げる。

本稿の第一の目的は、新興株式市場の星であったライブドアの株価と業績の推移を振り返り、ライブドアにどの程度の企業価値があったのかをできるかぎり客観的に分析することにある。このことにより、新規上場株に投資しようとする投資家の判断に、本稿が多少なりとも資することができればと考えている。同時に、企業情報と株価との関係を確認することも本稿の目的としている。

なお、本稿における分析は、あくまでも2006年4月に上場廃止となるまでのライブドアを対象とするものである。現時点において存続している株式会社ライブドア（新会社として設立）及び株式会社LDHを分析の対象としたものではないことを断っておく。すなわち、現在のLDHの経営に関する評価とは何ら関係がない。

また、法人としてのライブドアが当時の証券取引法に違反して虚偽記載を行ったことは、2007年3月時点で確定している。証券取引法違反との東京地裁の判決に対して、存続を続けたライブドアの新しい経営陣が控訴しなかったからである。

一方、ライブドアの企業買収活動の最大かつ最後の標的となったフジテレビジョンは、ライブドアに対

して損害賠償請求の訴訟を行っていた。この訴訟も、2009年1月22日、損害賠償をめぐって現在のライブドア側とフジテレビジョンが和解した。このことも、今回の事件を客観的に評価することを容易にしている。

以下、本稿の構成は次のとおりである。

第2章では、本稿での分析対象となるライブドアの沿革とフジテレビジョンを巡るライブドア事件とを簡単に紹介する。これらの事実を理解することが、ライブドアの企業分析に大きく関わってくるからである。

第3章においては、ライブドアが経営破たんした元凶としての開示義務違反に関して検証する。現在、上場企業の活動に関する情報開示が金融商品取引法によって義務づけられているのには、経済上の合理的な理由がある。この点を簡単に説明する。

第4章はライブドアが公表した情報の実態についての検証である。ライブドアが株価形成に関して用いた情報戦略を明らかにし、株価形成と情報の相互関係を確認することでもある。

第5章はライブドアの企業価値と株価の評価である。正しく情報が開示されていた場合、ライブドアの妥当な株価を試算することである。ライブドアはフジテレビジョンに第三者割当て増資を行ったが、そのときの株価が正当だったかどうかの評価である。

第6章は、本稿全体のまとめである。

## 2—— ライブドアの成長とライブドア事件に関する事実関係

最初に、図表1を用いながら、ライブドアの設立から上場廃止までの10年間の沿革を簡単に確認しておきたい。

図表1の上部〈設立から上場廃止まで〉は、ライブドアの設立から上場廃止までの主要な事項を示している<sup>1</sup>。図表1の下部〈上場後の増資とフジテレビジョンとの関係〉では、対象期間について、ライブドアが活発な企業買収活動(M&A)を展開するための原資を調達するために最初の公募増資を行った2003年10月以降から上場廃止までとする。また、事項については、ニッポン放送と、ニッポン放送の子会社として位置づけられていたフジテレビジョンに関連するものとしている。

図表1〈設立から上場廃止まで〉によって確認しておきたいことは、上場以降、ライブドアが活発なM&A戦略を展開し、事業規模を拡大したことである。その対象には他の上場企業も含まれている。事業規模の拡大と同時に、創業者であり上場後もオーナーであり続けた堀江貴文氏(以下、堀江社長)の活動も活発化している。とりわけ、堀江社長の名前を一躍全国版にしたのが近鉄バッファローズを買収してプロ野球に参入しようとした事件である<sup>2</sup>。その後、衆議院選挙への出馬、日本経済団体連合会への加入等の出来事があり、社会的な地位も築き始めていた。

もう一点、図表1〈上場後の増資とフジテレビジョンとの関係〉によって、ライブドアがニッポン放送の株式を大量取得し、間接的にフジテレビジョンの経営に影響を与えようとした事件を確認しておきたい。

ライブドアがニッポン放送の株式を大量に取得したのは2005年2月であった。その当時、ニッポン放送はフジテレビジョンの発行済み株式の23.1%を保有し、かつ資産合計のうち投資有価証券の割合が50%

1 ライブドアが上場した当初の社名はオン・ザ・エッジであるが、本稿ではライブドアで統一しておく。

2 プロ野球への参入は成功しなかった。この事件を発端として、やはりベンチャー企業の星的存在であった楽天がプロ野球に参入した。

を越す状態にあった。ニッポン放送の価値の多くの部分がフジテレビジョンの株式価値によって成り立っていたことになる。

図表1 ライブドアの沿革

<設立から上場廃止まで>

年月	事項(敬称省略)
1996.04	堀江貴文らオン・ザ・エッジ設立、ホームページ製作を事業として開始
2000.04	オン・ザ・エッジ、東証マザーズ市場に上場 ホームページの企画・製作・運営、インターネット広告のシステム開発・運営も 投資事業子会社を設立
2003.04	エッジに社名変更
2003.11	無料ネット接続の最大手会社、ライブドアの営業権取得
2004.02	ライブドアに社名変更
2004.03	TOBにより日本グローバル証券を子会社化、ライブドア証券に社名変更
2004.06	大阪近鉄バッファローズの買収意向を表明
2004.12	会計ソフト会社、弥生を子会社化
2004.12	虚偽記載の有価証券報告書を関東財務局に提出(後日発覚)
2005.01	西京銀行と提携、インターネット専用銀行の設立準備
2005.02	ニッポン放送株を東証の時間外取引によって大量取得
2005.04	フジテレビジョンとライブドアが基本契約締結
2005.05	フジテレビジョンはライブドアの第三者割当増資に払い込み
2005.09	堀江貴文、衆議院選挙に広島6区から出馬、亀井静香に敗れる
2005.09	中古自動車の販売業者、ジャック・ホールディングスを買収
2005.11	通信販売会社、センールを子会社化
2005.12	日本経済団体連合会へ入会
2006.01	東京地検等がライブドア本社を捜査
2006.04	上場廃止

<上場後の増資とフジテレビジョンとの関係>

年月日	事項
2003.10.01	ライブドア公募増資、約52億円の資金調達(@64.695円)
2004.04.23	ライブドア公募増資、約383億円の資金調達(@637.9円)
2004.12.27	ライブドアが虚偽記載の有価証券報告書を関東財務局に提出
2005.02.08	ライブドア側がニッポン放送株を東証の時間外取引によって大量取得 MSCBを800億円(当初転換価格@450円、割当先はリーマン・ブラザーズ)発行
2005.04.17	ライブドアは有価証券届出書を提出 虚偽記載のあった2004年9月期有価証券報告書を参照する方式
2005.04.17	フジテレビジョンとライブドアが基本契約締結 ライブドアはニッポン放送株をフジテレビジョンに実質的に譲渡 フジテレビジョンはライブドアの第三者割当増資を引き受け(約440億円、@329円) フジテレビジョンとライブドアは業務提携に向けて委員会を設置、協議へ
2005.05.23	フジテレビジョンはライブドアの第三者割当増資に払い込み なお、4月17日-5月20日の間、フジテレビジョンはデューデリジェンスを実施
2006.01.16	東京地検がライブドア本社を捜査、翌日から株価が下落を開始
2006.03.16	フジテレビジョンはライブドア株を売却(@71円、引き受け価格から258円の下値) 売却先は株式会社USENの宇野康秀社長
2006.04.14	ライブドア、上場廃止

注: 上表の1株当たりの株価は、その後の株式分割を反映させた実質的な株価である。  
資料: LDHホームページ、東洋経済新報社「会社四季報」(2000年~2006年各号)等に基づいて作成

そもそも、ニッポン放送はフジ・サンケイグループの中核的企業であり、フジテレビジョンはニッポン放送の子会社として設立された。しかしながら、ニッポン放送よりもフジテレビジョンの事業規模の方が大

きくなり、実質的な親子関係の逆転が生じていた。ニッポン放送の価値の多くがフジテレビジョンの株式価値によって形成されていたのには、以上の背景がある。

この「ねじれた親子関係」に最初に目をつけたのが村上ファンドの村上世彰氏であった。村上ファンドはピーク時にニッポン放送株の20.8%を保有していたが、その保有株式を、結果としてライブドアに譲渡した<sup>3</sup>。

2005年2月8日、この村上ファンドの保有していた株式を含め、ライブドアはニッポン放送株の35%を一気に保有することになった。取得の方法は東証での立会外取引を用いるものであった。一方でライブドアは、ニッポン放送株を大量に取得するための資金の調達を目的として、リーマン・ブラザーズ<sup>4</sup>を割当先する800億円の転換社債型新株予約権付き社債(MSCB)を発行した。

フジテレビジョン側も手をこまねいていたわけでない。村上ファンドが株式を買い集めたすぐ後の2005年1月、ニッポン放送との「ねじれた親子関係」を解消するべく、ニッポン放送に対する株式公開買付け(TOB)の実施と、それによる子会社化を公表していた。そのフジテレビジョンの目論見が、ライブドアの登場によって阻止されたことになる。

その後、フジテレビジョンとライブドアはニッポン放送を巡って攻防を続けたが<sup>5</sup>、2005年4月17日、両社は基本合意を締結した。その主要内容は、ライブドアが保有するニッポン放送株をフジテレビジョンに売却すること、フジテレビジョンはライブドアの第三者割当増資133,000千株(1株当たり329円)、総額440億円を引き受けること、両社が業務提携に向けて協議を続けることである。

しかし、第三者割当増資に際してライブドアが提出した有価証券届出書に問題があった。そもそも、この有価証券届出書は2004年9月期決算に関する有価証券報告書を参照する方式のものであったが、その2004年9月期有価証券報告書に虚偽記載があったからである。この虚偽記載が一般投資家に対して明らかになったのは、2006年1月、東京地検がライブドアを捜査して以降のことである。この捜査によってライブドアの信用が失墜、株価が急落し、さらには2006年4月の上場廃止が決まったこともあり、3月にフジテレビジョンは保有していたライブドアの株式を売却した。売却単価は71円、第三者割当増資の単価329円と比較して258円下値にあった。結局のところ、フジテレビジョンは第三者割当増資を引き受けたことによって343億円の損失を被った計算になる。

フジテレビジョンは、この損失の原因が有価証券報告書の虚偽記載にあったとして、ライブドアに対して345億円の損害賠償を求め、訴訟となった。2009年1月、この訴訟に関する和解が東京地裁で成立し、ライブドア側(現LDH)がフジテレビジョン(現フジ・メディア・ホールディングス)に対して約311億円を支払うこととなった。

この損害賠償請求のそもそもの原因となった2004年9月期有価証券報告書の虚偽記載の内容は、次の2つから構成される<sup>6</sup>。

①自己株式の売却益である約37.7億円が連結売上高に含められていたことから、売上高、営業利益、経常利益、税金等調整前当期純利益が、それぞれ約37.7億円過大に表示されていたこと。

②実質的な支配会社との間での架空売上高15.8億円が計上されていたことから、少なくとも売上高、

3 この村上ファンドとライブドアとの間の株式売買がインサイダー取引規制に抵触するのではないかとの疑惑が生じ、村上世彰氏の逮捕と訴訟に発展した。

4 ライブドアの事件との関係はないが、2008年9月15日、リーマン・ブラザーズが経営破たんし、世界の金融市場を震撼させたことは記憶に新しい。

5 フジテレビジョンがニッポン放送に対するTOBを取り止めて25%以上のニッポン放送株の取得に目的を切り替えたこと、両社によるニッポン放送株の買い増し競争、ニッポン放送がフジテレビジョンへ大量の新株引受権を割り当てようとしたことに対してライブドアが差し止めの仮処分を申し立てたこと等、さまざまな攻防が展開された。

6 本稿4.1で詳しく述べる。

営業利益、経常利益が15.8億円過大に表示されていたこと。

この損害賠償請求の争点の一つが、ライブドアの有価証券報告書の虚偽記載が株価にどの程度の影響を与えたのか、もしくは無関係だったのかである。

以下では、有価証券報告書をはじめとする情報開示制度の社会的な位置づけと役割を整理し、ではライブドアの場合、開示された情報が株価にどのような影響を与えたのかを検証したい。

### 3—— 情報開示の意義

ニッポン放送およびフジテレビジョンを巡るライブドア事件の本質は、ライブドアが上場企業の情報開示義務に違反し、虚偽の情報を流したことにある。日本の制度において、上場企業の情報開示は金融商品取引法によって規定されている<sup>7</sup>。この日本の情報開示制度は、欧米を手本にしたものであり、株式や債券の上場制度を有する各国に共通する制度である。現代社会において情報開示制度が重要であるとの認識が普遍化していると理解できる。

では、情報開示制度が必要とされる理由はどこにあるのか。最初に情報開示の社会的な意義を確認しておきたい。

#### 3.1 資金の貸借に関するコスト

この情報に関する一般的な認識は社会制度、法制度にとどまらない。経済学においても、情報の重要性が強く意識されている。

一世代前の経済理論は、すべての経済主体が、すべての情報を瞬時に保有し(または保有することが可能であり)、その情報に基づいて合理的に行動するとの前提に立っていた。しかし、この前提は議論を簡略化するためのものにすぎず、非現実的である。現在の経済理論は、それぞれの経済主体が保有している情報の量と質には格差があるとの前提に基づき、理論を展開している。この情報格差は、情報の非対称性として、現代の経済理論において多方面に登場する。

また、現代社会においては、経済主体が完全に自己完結的な活動を行うことは不可能である。誰かに、自分自身に必要な経済行動の一定部分を代行してもらう必要がある。この意味で、プリンシパル(本人)とエージェント(代理人)の関係が生じることになる。他方、エージェントが完全にプリンシパルの利益だけを目的として行動するとはかぎらないのが現実であるから、プリンシパルとしてエージェントを完全には信頼できないことになる。ここに経済的な摩擦が生じ、経済的なコストが発生する。このコストがエージェンシーコストである。

証券投資をはじめとする金融活動に関して例示しておこう。

企業が投資家から資金を調達する場合、企業は投資家に比べて情報の量や質に関して優位にある。さらに、企業は必ずしも投資家のために行動するわけではなく、企業を実質的に支配する経営者自身の利益を重視する可能性が十分にある。このような現実的な状況に加えて、企業と企業経営者が何の制約もなく自由に行動できると仮定しよう。

<sup>7</sup> 2006年に証券取引法が大きく改正され、法律の題名も金融商品取引法に改められた。ニッポン放送とフジテレビジョンを巡るライブドア事件が発生した当時は証券取引法だった。

この仮想の状況下において、企業から資金供給を依頼された投資家はどのような判断をするだろうか。合理的な判断基準の一つは、「企業は自分自身に有利な情報だけを公表し、不利な情報を隠すか、偽った情報を提供する」、「経営者は資金供給者の利益ではなく、自分自身の利益のために行動する」、「確かな情報を得るには大変な時間と費用が必要だ」ということになる。つまり、企業と投資家自身の間には存在する情報格差をリスクとして捉え、さらにはその情報格差を埋めるための努力を放棄するようになる。投資家がこのような基準に基づいて判断し、行動したとすれば、企業は満足な資金を金融市場から調達できない危険にさらされる。たとえ資金が調達できたとしても、その資金のコストは非常に高いものになるだろう。

資金コストが非常に高くなる理由の一つは、投資家にとって、投資の可否を判断するための情報収集と分析のために必要なコストが高くつくからである。もう一つは、エージェンシーコストが深刻化するからである。

後者のエージェンシーコストに関して補足的に説明しておく。投資家は資金の運用（具体的には、資金を提供し、それに基づく企業設備等への投資と運営）を企業経営者に委ね、対価として投資収益を得る。この意味で、投資家はプリンシパルであり、企業経営者はエージェントである。ただし、企業経営者が資金を調達したいと望んだとき、投資家としては企業経営者を完全には信頼していないから、その信頼していない分だけ高い資本コスト（すなわち、提供した資金に対する投資収益率）を要求することになる。企業経営者から見た場合、「資本コストのうち、信頼されていないから高くつくコスト分」がエージェンシーコストである。

経済活動が活発化するためには資金の貸借が活発化し、金融市場が円滑に機能しなければならない。しかも、資金のコストに上乘せられる、情報を得るためのコストやエージェンシーコストはできるかぎり低くしなければならない。現実の世界に戻れば、通常、金融市場は円滑に機能している<sup>8</sup>。これは、情報の非対称性やエージェンシーコストを軽減するための仕組みが存在しているからである。

### 3.2 資金コストに関する社会的な仕組み：間接金融の場合

資金の流れが大きく二つに類型化されることは、よく知られている。銀行が資金の流れを仲介する間接金融と、証券市場を介した直接金融である。

最初に、間接金融が資金コストと情報に関してどのような仕組みを有しているのかをまとめておく。

企業が銀行から資金を借り入れる場面を想定すると、銀行は資金調達者である企業から必要十分な情報を得ようと努力するだろう。また、企業は、できるかぎり銀行の要請に応え、多くの情報を提供し、資金調達しようと努力するだろう。交渉する銀行の数が限られ、かつ銀行の力が相対的に強いから、このような状況が得られる。また、銀行は企業に資金を貸し出した後も、企業に関する監視を行い、企業活動に関する情報を収集し、さらには経営者が自由勝手に行動して企業経営を危うくすることを予防する。

間接金融の場合、このような情報の流れは自然発生的に生まれてきた。社会が制度として、情報の流れを工夫する必要に乏しかったことになる。

8 日本の場合、2000年前後に金融システムが機能不全を起こした。その直接的な原因の一つは、銀行が公表する貸借対照表や損益計算書の情報に対する不信心である。不良債権が完全には公表されていないのではないかと金融市場の関係者が思ったからである。また、2007年に端を発するサブプライムローン問題では、アメリカやヨーロッパの金融システムが機能不全に陥った。その直接的な原因は、サブプライムローン関連商品が非常に複雑であるため、投資家にとってそれに関する情報を完全に把握することが不可能に近くなったことにある。



では、証券市場からの資金調達の場合はどうだろうか。結論から述べれば、間接金融のような状況が自然に得られることを期待するのは困難である。

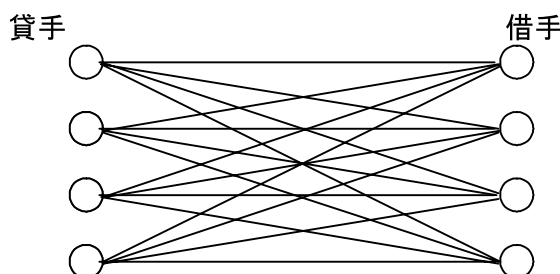
企業からすれば、投資家からの情報への要請に逐一応えることは困難である。投資家の数が非常に多いことに加え、それらの投資家が資金を供給してくれるかどうかはきわめて不確かだからである。たとえ企業が投資家に情報を提供しようとしたとしても、投資家の数が多数にのぼる分だけ、情報のコストは大きなものになる。

図表2の直線は、銀行を仲介機関とする間接金融型の場合の情報の流れを示している。

間接金融では、企業は取引実績のある限定された金融機関を訪れて資金調達を要請するから、企業(図表2の借手)の数が多くなっても、経済全体としての情報の流れの数は「企業数×企業の取引銀行数」となり、あまり大きくならない。

一方、直接金融がこの間接金融型の情報の流れを選択した場合を想定すれば、企業は多数の投資家(貸手)に対して情報を提供しなければならない。このため、経済全体としての情報の流れの数は「企業数×投資家数」と、飛躍的に大きくなる。ここで注意しなければならないのは、情報提供の対象となる投資家には、潜在的な投資家(たとえば株式の場合であれば、既存の株主だけでなく、将来株主になる可能性のある投資家)も含まれることである。

図表2 金融における情報の流れ：間接金融型



この点について、もう少し具体的な数値で表現すれば、次のようになる。貸手としての投資家の数を  $m$ 、借手としての企業数を  $n$ 、企業が取引している銀行の数をたとえば3行、直接金融の場合の1情報当たりのコストを  $C_b$ 、直接金融の場合の1情報当たりのコストを  $C_s$  とすれば、経済全体として必要になる情報のコストは次のとおりである。

間接金融の場合： $3n \times C_b$

直接金融の場合： $m \times n \times C_s$

コストである  $C_b$  と  $C_s$  とに大きな差がないとすれば、投資家の数が大きくなれば、直接金融の場合に必要な情報コストは非常に高くなる。実際、証券市場が発達し、グローバル化している現在、投資家の数は非常に大きい。

さらには、投資家が情報を得たいというタイミングも障害となる。いつも、誰かが投資に関する情報を欲していることからすれば、上のコスト計算に時間の概念を入れなければならない。この点も、間接金

融型の情報の流れを直接金融に適用した場合、そのコストを一段と引き上げる要因になる。

また、直接金融の場合、情報提供を企業に迫る投資家の力も弱いから、投資家が必要十分と思う情報を得ることは困難である。首尾良く情報が得られたとしても、その情報が真実かどうかの保証にも乏しい。企業にとって、銀行からの資金調達と異なり、たとえ一人や二人の投資家の信用を失ったとしても、損失が小さいからである。

とはいえ、企業が銀行からの資金調達だけに頼るのは問題である。2000年前後、日本経済が経験したように、銀行システムが不安定になれば、たとえ健全な企業であっても資金調達に困難をきたす。当時、大蔵省(現在の金融庁)は証券市場の発展に力を注いだ。その背景には、銀行を中心とする間接金融のシステムと証券市場に基づく直接金融のシステムが並存してこそ、日本経済の発展に資するとの確信があったからである。

### 3.3 資金コストに関する社会的な仕組み：開示制度

直接金融の場合、間接金融型の情報の流れに期待することはできない。自然発生的に、直接金融に必要な情報の流れは生じない<sup>9</sup>。このため、制度として、情報の流れを作り出す必要がある。この情報に関する仕組みが情報開示の制度である。

情報開示は、会計情報をコアとした発行開示と継続開示等から成立している。さらに、開示された情報の適正性と比較可能性を担保するため、一般的に公正妥当と認められる会計情報に関する基準(企業会計基準)を定め<sup>10</sup>、さらに会計監査制度を導入している。これらを規定しているのが金融商品取引法である。日本の場合、これらの制度に基づき、企業によって作成された情報が金融庁に集められる<sup>11</sup>。投資家は、その金融庁に集められた情報を必要に応じて利用できる。金融庁が情報に関する仲介機関としての役割を果たすわけである。さらに、その情報の質を基本的に担保しているのが、企業会計基準と会計監査制度および金融商品取引法である。

図表3が示すのは、金融庁のような公的機関もしくは制度が存在し、それによって資金の借手としての企業の情報を仲介している状況である。先の図表2と比べて、情報の流れが単純化されている。この結果、経済全体としての情報のコストが軽減される。ここで、間接金融型にしる情報の仲介機関が存在する場合にしる、一つずつの情報の流れを作り出すためのコストに大きな差異がないと想定しよう。その場合、情報の経路が単純化され、少なくなれば、経済全体として情報のために支出するコストが軽減されるのは当然である。

これを計算式で表現しておきたい。図表2と同様、貸手の数を $m$ 、借手の数を $n$ とし、貸手が情報を得るためのコストを $C_{s1}$ 、借手が情報を提供するためのコストを $C_{s2}$ 、情報仲介機関を設立、維持するためのコストを $G$ とすれば、直接金融のために経済全体として支払う必要がある情報のコストは、次のようになる。

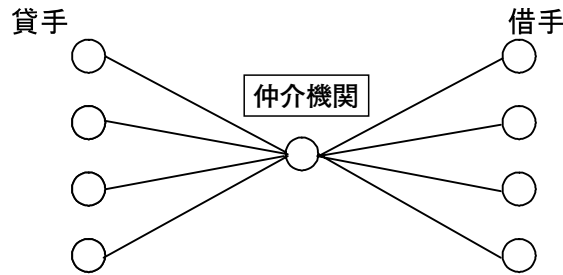
$$\text{情報開示制度に基づくコスト: } m \times C_{s1} + n \times C_{s2} + G$$

9 例外は私的に証券を発行して資金調達する場合である。しかし、私募は間接金融と大差ない金融の仕組みでしかない。

10 投資家の投資対象が世界各国に広がっているため、会計基準に関する国際的な統一化が図られようとしている。この流れがさらに進めば、会計監査制度や情報仲介機関(さらには証券監督制度)の国際化を促すことになろう。

11 上場企業の場合、証券取引所が上場企業に対して決算情報の開示(決算短信)、企業経営に関する情報の開示等を求めており、金融庁と同様の役割を果たしている。

図表3 金融における情報の流れ：開示制度型



ここで $C_{s1}$ と $C_{s2}$ とが等しく、かつ図表2の $C_s$ とも等しいと仮定すれば、経済全体として必要なコストは $(m+n) \times C_s + G$ となる。このとき、投資家や資金調達者としての企業の数が大きくなれば、コスト $G$ が薄められ、必要な情報が、間接金融型を適用した場合よりもはるかに小さいコストで提供されることは明らかである<sup>12</sup>。ここに、情報開示制度を社会的なルールとして確立することの意義がある。

ただし、留意すべきこともある。情報開示制度によって提供される情報の画一性である。企業が好き勝手な情報を仲介機関に流し、投資家が好き勝手な情報を要求したのでは、情報を仲介し、かつ情報の質を担保することが困難になる。金融商品取引法に基づき、開示すべき情報の内容、開示すべき時期やタイミング、情報の質を担保するための方法等が定められているのは、このためである。情報開示制度では、投資家にとって最低限必要な情報が提供されるだけだとも表現できる。開示情報に加え、資金調達者が独自に提供するIR (Investor Relations) 情報が重視されてきているのは、開示情報によって提供される情報が最低限必要な範囲に限定されているからである<sup>13</sup>。開示情報だけでは、投資家が必要とする情報を必ずしも十分に提供できていないからだと言い換えられる。

以上からすれば、情報開示制度は、経済活動を円滑化するための社会的なインフラストラクチャーである。

情報開示制度とその骨格をなす会計制度が確立しているから、投資家は適切な企業の情報を容易に得ることができるし、普段は安心して企業の実態を分析できる。一方、資金調達者である企業とすれば、情報開示にコストがかかる。しかし、開示にコストをかけることによって情報に関する経済全体のコストが軽減され、零細な個人を含めた多くの投資家が安心して市場に参加でき、証券市場での資金の流れが円滑化する。その結果、企業は比較的安いコストで資金調達する手段を確保できる。企業としても、最終的には、情報開示に投入したコストを回収できるわけである。

### 3.4 シグナル効果

証券市場における情報の重要性は情報開示制度だけにとどまらない。例示として、証券投資理論として有名なシグナル効果を指摘しておきたい。

シグナル効果の大前提は、投資家と企業間の情報格差である。すなわち、「企業はより多くの、そして正しいであろう情報を保有している」と、投資家が想定していることを出発点とする。投資家はその

12 インターネットの発達には情報に関する制度に変革をもたらしている。資金調達者である企業がインターネットのサイトに情報をアップロードすれば、投資家はそこから自由に情報を入手できる。一つひとつの情報の流れを形成するためのコスト(図表2の $C_s$ )が非常に低廉になることでもある。また、既存のインターネット網を利用すれば、情報開示に関する制度を構築するための追加コストも不要である。このことは、情報に関して、直接金融が間接金融型の仕組みを利用できるようになってきたことを意味している。

13 IRの普及には、注12で述べた情報コストの減減も大きな影響を与えている。

ように想定していれば、投資家にとっての合理的な行動とは、企業の行動を観察し、その行動の裏の意味を類推することである。

その結果、例えば「企業が増配する」ことは「企業が将来の業績に自信を持っている」証拠(シグナル)となる<sup>14</sup>。「企業が株式分割する」ことは、「その分割割合に比例して1株当たりの配当を減らさないとすれば、実質的な増配の意思表示」となり、単純な増配と同様、「企業が将来の業績に自信を持っている」証拠となる。

「企業が株式を発行して資金調達する」ことは、「企業にとって、現時点が株式によって資金調達するチャンス」、すなわち「企業から見て、実力以上の高値で株式が取引されている」証拠となる。「自己株式の買入れ」は、「企業から見て、現在の株価が当該企業の実力以下の安値にある」証拠であり、「その安い価格で自己株式を買入れたいと企業が考えている」証拠である。逆に、「自己株式の売却」は、株式発行による資金調達と同様、「企業から見て、実力以上の高値で株式が取引されている」証拠となる。

以上から、企業が正しく開示すべき情報が、事業活動による成果や、その結果としての財務内容だけに限定されないことは明らかである。事業活動に関する将来の計画の概要はもちろんのこと、資金調達計画や、営業活動によって得た利益の使途も開示の対象となる<sup>15</sup>。

## 4—— ライブドアが提供した情報と株価

ライブドア事件を形成している重要な一側面は、ライブドアが情報開示制度に違反して虚偽の情報を提供し、それに基づいて投資家に株価形成と資金供給を行わせたことにある。これにより、社会的に重要なインフラストラクチャーとしての情報開示制度を揺るがせた。直接的にはフジテレビジョンが巨額の損害を被った。

以下では、ライブドアの提供した情報が株式市場にどのような影響を与えたのかを考えたい。

### 4.1 企業業績の推移と虚偽記載の修正

ライブドアの有価証券報告書が虚偽記載された影響を考えるうえで、過去の業績の推移が重要になる。最初に業績の推移を一覧表にし、虚偽記載のままのものと、修正したものとを並べて示しておく(図表4)。

14 増配は内部留保の割合を減らすことでもあるから、内部留保資金を投資する機会の減少を意味しているかもしれない。すなわち、企業としての成長機会が減少したシグナルだと受け止められる可能性もある。

15 企業秘密として開示できない情報もありうる。この場合、その情報はインサイダー取引規制の対象となりうる。

図表4 ライブドアの業績推移（虚偽記載分）

(百万円)

決算期	2000.09	2001.09	2002.09	2003.09	2004.09
売上高	1,207	3,601	5,890	10,824	30,868
営業利益	-179	220	1,185	1,461	5,654
経常利益	-180	302	1,137	1,314	5,034
当期純利益	-104	121	452	488	3,577
総資産(期末)	6,379	7,755	9,332	16,639	100,219
株主資本(期末)	6,118	6,263	6,608	11,941	53,556

ライブドアの業績推移(修正後)

(百万円)

決算期	2000.09	2001.09	2002.09	2003.09	2004.09
売上高	1,207	3,601	5,890	10,824	25,521
営業利益	-179	220	1,185	1,461	308
経常利益	-180	302	1,137	1,314	-313
当期純利益	-104	121	452	488	1,343
総資産	6,379	7,755	9,332	16,639	100,219
株主資本	6,118	6,263	6,608	11,941	53,556

図表4において、虚偽記載されていた2004年9月期決算の修正方法を示しておけば、次の通りである。すなわち、ライブドアの虚偽記載の内容は次の二つから成り立っており、それらの金額を虚偽記載の金額から単純に差し引くことで、修正を行った<sup>16</sup>。

- ①自己株式の売却益としての約37.7億円を連結売上高に含めていたことから、売上高、営業利益、経常利益、税金等調整前当期純利益が各々約37.7億円過大に表示されていた。当期純利益は税効果を加味して減額する必要がある。ただし、自己株式の売却益を得ていたことは事実であるから、総資産や株主資本には影響しない。
- ②実質的な支配会社（ただし連結対象ではなかった）との間での架空売上高15.8億円を計上していたことから、少なくとも売上高、営業利益、経常利益が各々約15.8億円過大に表示されていた。この架空売上高は「全く実在しない取引」ではなく、「預金の付け替えは実際に行われて・・・売掛金は・・・回収されているので」、「売上高から「その他特別利益」に振り替え」処理すべきものであり、税金等調整前当期純利益、当期純利益、総資産、株主資本への影響はない<sup>17 18</sup>。

## 4.2 虚偽記載が株価に与える影響

では、これらの虚偽記載がなかったとすれば、ライブドア株式に対する投資家の判断、すなわちライブドアの株価の水準は、当時の水準と大きく乖離したものとなっていたのか。それともほとんど影響を受けなかったのか。

投資家にとって、とくに企業価値を評価するに際して重要なのは営業利益である。

この点を、一般的に用いられている企業価値評価方法であるDCF法（Discounted Cash Flow 法）の概略も含め、少しだけ説明しておく。

DCF法では営業利益の概念に近いEBITA（Earnings Before Interest, Taxes, and Amortization）を

16 虚偽記載の修正に関しては、ライブドアに対するフジテレビジョンの損害賠償請求訴訟に関連して提出された伊東賢治公認会計士「意見書」（2007年11月28日）を参考にした。

17 引用箇所は注16の伊東賢治公認会計士「意見書」からのものである。

18 本来は、架空売上高の対象先となった実質的な支配会社を連結処理すべきであるが、資料が不足するために作成できないとされている（注16の伊東賢治公認会計士「意見書」）。

求め<sup>19</sup>、そこからEBITAに対する税額を控除してNOPLAT (Net Operating Profits Less Adjusted Taxes)を求める。さらに、NOPLATから企業の成長に必要な投資額(設備投資、在庫投資、運転資金の増分)を控除すれば、フリーキャッシュフローが求まる。ここでフリーキャッシュフローとは、投資家(主に負債の提供者や株主)に対し、彼らから提供された資金への対価として自由に分配できる利益である。というのも、営業によって獲得した利益から、租税として政府に支払うべき金額と、企業成長のために投資すべき金額とを予め控除しているからである。

DCF法では、将来の各事業年度に関して、このフリーキャッシュフローを予測する。その後で、将来の各事業年度のフリーキャッシュフローの現在価値を求め、その現在価値を合計する。その合計値が企業価値となる。このようにして求めた企業価値から負債(借入、社債等)として残存している金額を控除したものが、株式価値となる<sup>20</sup>。

なお、将来のフリーキャッシュフローから現在価値を求める場合、割引率としてWACC (Weighted Average Cost of Capital)を用いる。株式コストや負債コスト(税効果加味後)を、それぞれの方法による調達額と総使用資本との割合を用いて加重平均したものがWACCである。また、株式や負債のコストは、無リスク資産の利子率(一般的には政府負債に対する利子率)に株式や負債に対するリスクプレミアムを上乗せしたものとなる。また、株式に対するリスクプレミアムは通常、CAPM (Capital Asset Pricing Model)から求めるが、その場合、分析対象企業の株式投資収益率と市場全体の株式投資収益率との比率である $\beta$ 値が関係し、 $\beta$ 値が大きいほど一企業のリスクプレミアムが大きくなる。

注意が必要なのは、営業利益に属さない利益は投資家の企業価値評価にあまり大きな影響を与えないことである。経常利益や当期純利益の重要度は、営業利益よりも低いのである。たとえば、経常利益段階で計上される金利収入や配当収入は本来の企業活動との関連性に乏しく、眠っている資産から生み出されたものにすぎない<sup>21</sup>。ましてや特別利益は偶然得られた利益に近く、また、自己株式の売却益は財務戦略の一環として計上されたものでしかない<sup>22</sup>。

では、ライブドアが2004年9月決算の数値を虚偽記載したことは、投資家の判断にどのような影響を与えたのだろうか。

第一に、企業価値の評価に大きな影響力を与える営業利益の水準に関しての指摘である。

営業利益は投資家の企業価値の評価に大きな影響を与えるから、この虚偽記載が投資家の判断を誤らせたことは明らかである。しかも、図表4で示したように、虚偽を修正すると、営業利益はほとんどゼロになってしまい、3年前の2001年9月決算の水準に逆戻りしてしまう。将来のフリーキャッシュフローをいかに予測するのかはともかくとして、正しい数値に基づいて評価すれば、DCF法の出発点としての2004年9月期のフリーキャッシュフローは、きわめて小さなものでしかない。

第二に、ライブドアの期待成長率もしくはリスクプレミアムに与える影響である。

虚偽記載に基づく業績推移から判断するにせよ、2004年9月期段階でライブドアの営業利益は急速に成長している。過去4年間で、赤字企業から堅固な基盤を得た企業になり、しかも高い成長率を当分持続できる企業になったかのようなのである。しかし、虚偽記載を修正すれば、売上高こそ積極的な企業買収

19 実際にはEBITAを求めるには、営業利益を調整する必要がある。詳細は企業価値評価の教科書を参照されたい。

20 負債の価値を求めて、企業価値から控除するのが本来の方法であるが、通常の企業の場合、負債の価値と貸借対照表上の残高とに大きな差異がない。少なくとも、企業価値を推定する段階で生じる誤差と比較して、負債の価値と貸借対照表上の残高の差異は小さい。

21 ここは連結決算を前提とした議論である。このため、子会社からの配当収入は議論の対象とならない。

22 自己株式の売却はシグナル効果をもたらす。この点については本稿3.4で述べた。

や堀江氏の経営手腕等によって大きくなったものの、利益率と利益成長力の観点からは依然として未知数の企業でしかない。

さらに厳しく言えば、「成長を期待されている企業」にとって、減益決算になることは致命的であり、成長性の否定に等しい。少なくとも、営業利益と、そこから算出されるフリーキャッシュフローの成長率を低く見積もらざるをえない。仮に成長性に関しては甘めに評価し、たまたま2004年9月期の業績が芳しくなかっただけであり、潜在的な成長力が残されていると考えたとしても、利益の変動性が大きい企業、すなわち業績のブレの大きい企業であることは否めない。DCF法で求めた将来のフリーキャッシュフローを割引いて現在価値を求めるとき、その割引率を構成する重要な要素であるリスクプレミアムを非常に高く想定せざるをえないのである。

いずれにせよ、ライブドアの場合、正しい決算数値が公表されていたのなら、高いリスクプレミアムを反映してWACCが大きくなるか、将来期待されるフリーキャッシュフローの成長率が低くなるかのどちらか、あるいは両方が生じたことになる。

以上をまとめておくと、次のとおりである。すなわち、2004年9月期に関して正しい決算数値が公表されていたのなら、出発点である2004年9月期のフリーキャッシュフローが相当小さくなることと、将来のフリーキャッシュフローの成長率が小さくなるか、その割引率が大きくなるために、投資家が推定するライブドアの企業価値は大きく低下したはずである。また、企業価値から負債の残高を控除したものが株式価値であるから、その株式価値、すなわち投資家が評価するライブドアの時価総額も極めて小さなものとなり、その結果、2004年9月期当時の株価を大きく引き下げたものと考えられる<sup>23</sup>。

### 4.3 株価に対するその他の影響

虚偽記載により、自己株式を売却して利益を得た事実そのものが公開されなかったことによる影響も重要である。この影響として、二つの側面がありうる。

一つは、シグナル効果に関する影響である。3.4で述べたように、自己株式の売却は「自己の株価が実力以上に高い」ことを暗に投資家に表明する行為となりかねない。したがって、自己株式を売却した事実を隠すことは、ライブドアの株価を高値で維持する効果をもたらす。もしも、自己株式の売却が公表されていたのなら、それを受けて株価は下落しただろう。

もう一つは、自己株式の売却益を自己増殖させる効果である。既保有の自己株式を売却することで売却益を計上できており、さらにそれを営業利益として虚偽に開示する方針が確定しているのなら、次の方法を用いれば、ほとんど確実に利益を獲得できる。すなわち、開示の直前に新たに自己株式を買い入れ、開示情報によって大幅な増益決算予想を投資家に示し、株価を吊り上げ、その後に自己株式を売却して利益を得て、その利益を当期の営業利益として計上する方法である。一種の株価操作であり、確実性も高い。このことを当時のライブドアが行ったとは言わないが、自己株式を売却して利益を得た事実を公表しなかった行為には、株価操作に類似した怪しさがある。

23 DCF法に基づくライブドアの価値については本稿の第5章で試算する。

## 4.4 ライブドアの株価形成に関して

4.2と4.3において、ライブドアの株価と虚偽記載に関して、理論的に考えられる影響を述べた。では、現実には、ライブドアの株価はどのように推移したのだろうか。また、ライブドアは経営として、虚偽記載以外に株価に影響を与える行為を行わなかったのだろうか。

最初に、ライブドアの株価推移を示す。次に、ライブドアの行動として業績予想の公表状況を追ってみる。なお、投資家の立場からすると、業績として一番重要なのは営業利益であるが、営業利益の業績予想がライブドアによって公表されていないため、以下では経常利益の予想を示した。

### 4.4.1 ライブドアの株価推移

ライブドアの開示情報に虚偽記載があった2004年9月期(2003年10月の月初から2004年9月末)の少し前(2002年12月末)から、上場廃止になるまでの間について、ライブドアの株価推移(月末ベース)を図表5に示した。この図表は対数グラフになっているから、折れ線の傾きが株価の上昇率もしくは下落率そのものを示している。

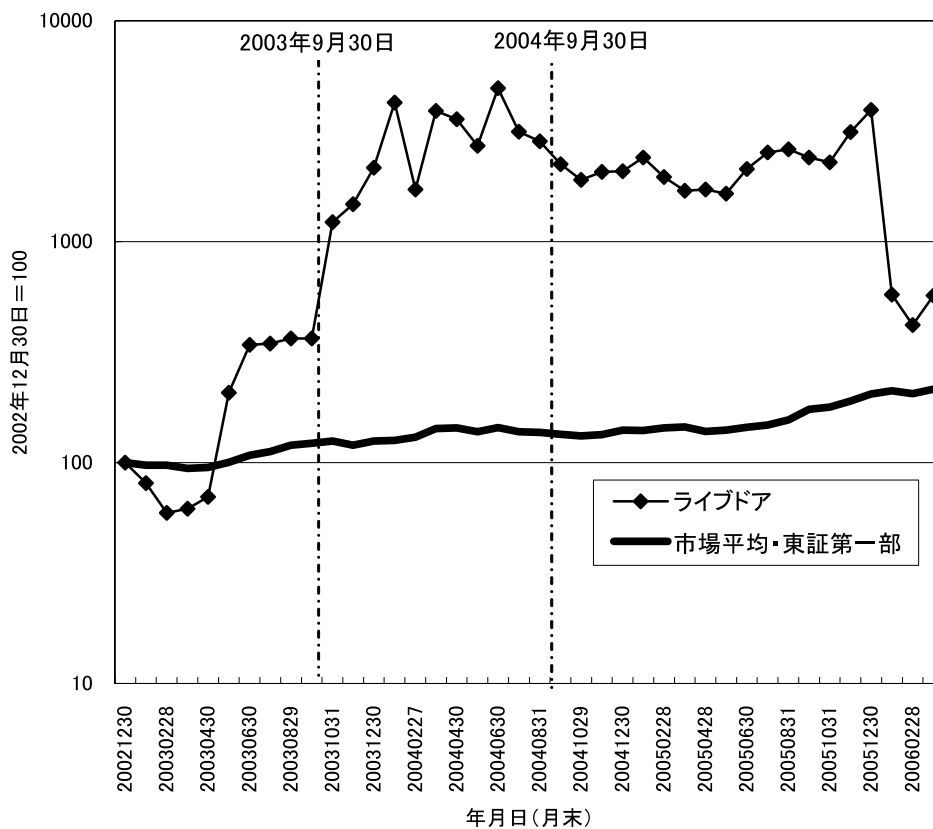
この図から判明するように、ライブドアの株価は、2003年5月と6月に急騰した。この時期は、株式市場全体(図表5では東証第一部)が上昇に転じた時期に相当する。

さらに、2003年10月に入って、すなわちライブドアの2004年9月期の年度入りと同時に、もう一段急騰している。一方、株式市場全体としては株価の上昇は見られない。

ライブドアの株価上昇は2003年までである。2004年以降、ライブドアの株価は上昇と下落を繰り返しながら、大局的には高値横ばいで推移した。もっとも、この局面をもう少し細かく観察すると、ニッポン放送の株式を大量に取得し、フジテレビジョンに対して第三者割当増資を実施した頃、株価は底値圏にある。ニッポン放送とフジテレビジョンの問題に一応の決着がついた後、株価は再度上昇過程に入り、2006年1月の破局を迎えている。



図表5 ライブドアの株価推移



注：2002年12月末に100円を投資した場合、各月末に何円になったかを対数グラフで示している。  
資料：日本経済新聞社、証券経済研究所のデータに基づいて作成。

#### 4.4.2 2004年度のライブドアの株価形成と投資家の期待

図表5で示した株価形成の背景に何があるのだろうか。

株価が急騰するためには、投資家が企業業績に対して強気になる必要がある。そこで、ライブドアの企業業績(実績)の推移と、投資家の業績予想のベースとなる「ライブドア自身による業績予想」の推移とを、図表6に示しておいた。なお、「ライブドア自身による業績予想」とは、東京証券取引所において公表されたライブドアの各四半期の決算短信に記載されている業績予想数値である。それぞれの決算短信の公表日も図表6に記されている。

まず、2003年5月、6月の株価急騰をもたらした要因として、二つ考えられる。一つは市場全体の株価が上昇したことである。ベンチャー企業的な存在であったライブドアは、 $\beta$ 値(市場全体の値動きに対する感応度)が高く、株式市場全体が上昇過程に入ったことで急騰に転じたと考えられる。もう一つは、ライブドア自身の業績が増益基調だったことである。図表6によれば、2003年9月期の経常利益の実績値は前年度に比べて15.6%の増益となっている。この実績値はライブドアによる予測値と大きく違わない。この増益見通しがあったので、市場の株価上昇がライブドアの株価にも素直に反映されたのである。

図表6 ライブドアの決算予測値の推移と実績（連結ベース）

(百万円)

発表日	2003.09期			2004.09期(虚偽記載)			2005.09期		
	売上高	経常利益	当期純利益	売上高	経常利益	当期純利益	売上高	経常利益	当期純利益
2002.11.20	7670	1306	744						
2003.01.30	7670	1306	744						
2003.05.19	10000	1306	744						
2003.08.07	10000	1306	744						
2003.11.19	10824	1314	488	15200	2043	1226			
2004.02.05				17132	3000	1762			
2004.05.20				25000	5000	2000			
2004.08.05				25000	5000	2000			
2004.11.18				30868	5034	3577	73000	10000	5300
2005.02.09							78300	11200	5800
2005.05.19							78300	11200	5800
2005.08.11							78300	11200	5800
2005.11.17							78421	11261	15475

注：2002年09期の経常利益(実績値)は1137百万円である。

各決算期の最後の行は実績値(2004.09期は虚偽記載値)、それ以外はライブドアによる予測値である。

資料：ライブドアが公表した決算短信に基づいて作成。

次に、2003年10月から04年1月にかけての株価高騰の要因は何であったのだろうか。この時期の株価形成に多大な影響を与えたのが2004年9月期の業績見通しである。すなわち、2004年9月期の経常利益について、市場(その代表としての東洋経済新報社「会社四季報」)は10%程度の増益予想と見ていたが、ライブドア自身によって段階的かつ大幅に上方修正され、最終的に280%の増益見通しとなった。このことが株価の高騰をもたらしたと考えていい。

この2004年9月期の経常利益予想の推移を少し詳細に記しておく。

2003年9月に発売された東洋経済新報社「会社四季報」によると、2004年9月期の経常利益予想は1,450百万円である。その段階ではまだライブドア自身による2003年9月期の業績(実績値)の公表は行なわれておらず、同じ「会社四季報」は1,300百万円の経常利益を予想していた。これらの数値に基づけば、2004年9月期について、「会社四季報」は11.5%の増益を予想していたことになる。「会社四季報」は個人投資家にとってもっとも簡便であり、かつ信頼性を有した情報源であるから、個人が主な投資家であった当時のライブドアの株価は、10%程度の増益予想に基づいて形成されていたと考えていいだろう。

しかし、2003年11月発表の決算短信に記載されたライブドア自身による2004年9月期の業績見通しは、投資家にとって非常なサプライズであった。図表6によって確認しておく、2004年9月期の経常利益の予想は2,043百万円、55%増益と公表された。しかも、その後もサプライズが続いた。12月発売の「会社四季報」によると2004年9月期の経常利益の予想は2,200百万円に増額された後、2004年2月にはライブドア自身によって3,000百万円に増額修正されている。さらに、5月にはライブドア自身によって5,000百万円にまで引き上げられた。

ここで、株価が高騰した2004年9月期に関して、注意を払わなければいけないことがある。

第一に、2004年9月期決算とは、虚偽記載のあった決算期だという点である。

第二に、2004年9月期に、ライブドアが公募増資によって多額の資金を調達した事実である。このことは図表1に示されている。公募増資による資金調達額は、総額で435億円に達する。2003年9月末の株主資本が119億円だったことからすれば、きわめて巨額の資金調達である。また、この資金調達額435億円のうち的大部分(383億円)を占める2004年4月の公募増資での1株当たり払い込み価格が637.9円(そ

の後の株式分割を反映させた実質的な株価)と、高水準であったことも注目に値する。ちなみに、ライブドアの株価(図表5に示した月末値ベース)が最高値をつけたのは2004年6月30日である。

第三に、2004年9月期はライブドアが業容の急拡大を図った時期に相当することである。具体的な事例として、図表1に示したように、社名の変更、証券会社の買収、プロ野球への参入意向の表明が指摘できる。すぐ上で指摘した公募増資も、この業容拡大のための資金だったと考えていい。

では、2003年11月の決算短信によってライブドア自身が公表した2004年9月期の業績見通しは、虚偽だったのだろうか。この点に関しては資料が不足している。しかし、確実に言えることは、ライブドアにとって多額の資金を調達する最短コースが高株価だったことである。たかだか当期純利益が数億円、経常利益でも10億円程度の企業にとって<sup>24</sup>、公募増資で何百億円という資金が容易に調達できたからである。

一方で、2004年4月の公募増資は、通常の経営センスさえ持ち合わせてさえいけば、非常な重荷になったと考えられる。この公募増資は、PBR(株価純資産倍率=株価/1株当たり純資産)で23倍<sup>25</sup>、PER(株価収益率=株価/1株当たり当期純利益)で200倍近く<sup>26</sup>もの異常な高値で実施されたからである。その高値での公募に応じた株主の期待に報いるためには、業績の拡大を図るしかない。株主の期待を裏切れば、ライブドアの経営は大きな困難に直面しただろう。実際の株価は、高値圏にあったとはいえ、2004年6月をピークにじりじりと下落を続けている。これもライブドアにとってプレッシャーだったと考えられる。

もう一つ重要なことは、2004年9月期決算の期末が近づくとつれ、どの程度の経常利益をあげられるのか、経営者にはほぼ見えていたと考えられる点である。というのも、上場企業ともなれば月次に業績がとりまとめられる。9月期決算の企業の場合、7月に入れば、残り3ヶ月しかないわけだから、通期の業績は相当正確に予測可能である。そして、ライブドアの経営者に見え始めていた9月期決算とは、営業利益、経常利益の段階でほとんどゼロに近いという、虚偽記載を修正した数値に近い現実だったはずである。

しかしながら、8月の決算短信の公表時点においても、ライブドアは業績見通しをまったく変更していない。何故、9月期決算の業績見通しを変えなかったのだろうか。推測するに、7月以降、株価が下落過程に入っていた段階において予想利益水準を引き下げることが、2003年10月以降に形成された高株価を無に帰してしまう危険性が極めて高かったからである。2003年10月以降と逆のサプライズを投資家に与え、急速な株価下落パターンに陥る危険性である。

好意的に解釈すれば、ひょっとすればライブドア自身が公表していた予想利益が達成されるかもしれない、そうすれば高株価を維持できるという、わずかな可能性に賭けたと言えなくもない。2004年9月期決算の虚偽記載もまた、ひょっとすれば虚偽記載が明るみに出ないままに終わるかもしれないという期待の産物だったのかもしれない。

いずれにせよ、2004年9月期のどこかの段階で「高株価を維持する」、「高株価によって業容の拡大を容易にする」とのインセンティブが強く働き、業績予想の修正を忌避し、決算数値の虚偽記載に至ったと考えられる。この虚偽記載によって、ライブドアの高株価が目標どおりに維持されたのも事実である。

24 いずれも2003年9月期決算の数値である。2004年9月期も虚偽記載を修正すれば利益水準に決定的な変化はない。なお、2005年9月期は虚偽記載後の決算であり、その影響を大きく受けていることから、数値比較のために用いるべきではない。

25 2004年3月中間決算ベース。当時の多くの上場会社のPBRは1から2倍の間にあった。

26 PERは2004年9月期のライブドア自身が予想した利益に基づく。当時の上場会社のPERは15倍程度だった。

## 5—— ライブドアの株式価値の試算

最後に、虚偽記載が将来キャッシュフロー予測に与える影響を把握するためにライブドアの株価を試算しておく。ライブドアがフジテレビジョンに対して第三者割当増資を実施した時点において、2004年9月期の業績が正しく開示されていたのなら、ライブドアの株価は何円程度が妥当だったのか、2004年9月期決算までの情報を用いて試算することになる。

### 5.1 試算のための前提条件等

この試算を行うための条件設定は次のとおりである。

第一に、確定した年度決算に基づく。ただし、2004年9月期決算について、営業利益の修正を行う。この修正値については図表4で示した。本稿では、以下の記述において「2004年9月期」というときには、虚偽記載修正後の決算とその数値を指すものとする。また、虚偽記載修正前のものは「2004年9月期（虚偽記載）」という。

第二に、2005年9月期決算と、それ以降の数値は用いない。虚偽記載の上に築かれた数値だからである。成長率、利益等、2005年9月期決算の数値を用いるべきだとの見解があるかもしれない。しかしながら、2004年9月期決算の正しい数値が当初から市場に伝えられていたのなら、2005年9月期のライブドアは、実際のライブドアとはまったく別の顔をしていたと考えられるからである。

試算の方法は次のとおりである。

第一に、試算の出発点は2004年9月期である。企業価値及び株式価値評価モデルとしてDCFモデルを用いる。なお、2004年9月期からライブドアは証券業に進出しているので、その業務に特有の勘定は基本的に消去することで、ライブドアが事業遂行に純粋に必要なとする事業用資産規模を算出した。

第二に、2005年9月期以降の業績を予測するにおいて、2000年9月期から2004年9月期までの過去の実績値を参考にとすることとした。

試算に際して用いた主要な数値を示しておく。

第一に、売上高に対する現預金・有価証券（出資金を除く）の比率である。すなわち、ライブドアとして、現金及び現金同等物をどの程度保有する必要があるのかという推定作業である。この作業において、とりあえず参考にしたのが2002年9月期である。その期末の数値によれば、売上高の51%を現金及び現金同等物として保有していたことが判明する。また、その期から長期借入を実施していることは、新たに資金調達する必要性が多少なりともあったものと推定される。そこで、売上高の50%をライブドアとして必要な現金及び現金同等物として、それを超過する部分を非事業用資産だと想定してみた。そうすると、非事業用資産を除いた事業用資産の対売上高回転率（売上高／事業用資産）は2003年9月期0.89（89%）、2004年9月期0.90（90%）となり、現在の上場企業の平均値に近い数値となる。同時に、2期連続して安定的な数値となった。そこで、将来（2005年9月期以降）においても、事業用資産の対売上高回転率を90%と想定することとする。

第二に、事業用資産当たりの営業利益率である。この数値は毎期大きく変動している。参考のため、

2001年9月期以降の数値を記しておけば、2001年9月期4.4%、2002年9月期15.1%、2003年9月期12.0%、2004年9月期1.1%となる。なお、2004年9月期（虚偽記載）は20.0%であった。このように変動が激しいため、将来の営業利益率について、いくつかの数値をシナリオ的に用いることとする。

第三に、資本コストを推定するのに必要な負債利率と株主資本コストについてである。負債利率について、有利子負債残高と支払利息の比率から推定したところ、2004年9月期は1.5%（年率）となった。ライブドアのようなベンチャー的な企業からすれば低い利率だと考えられるが、有利子負債はライブドアの資産全体の10%程度しかなく、大きな影響はない。一方、株主資本コスト（株式のコスト）を推定するためにCAPMを用いることとしたが、そのためには $\beta$ を求めなければならない。しかし、ライブドアの $\beta$ の変動は激しい。そこで、とりあえず $\beta$ を2とした。また、リスクフリーレートを3%、株式市場全体に対して投資家が要求するリスクプレミアムを3%とした。以上に基ついてWACCを計算することになるが、有利子負債の構成比を全体の10%程度だと想定し、それに基づいて簡易的に、ライブドアのWACCは株主資本コストの90%になるとした。

なお、実効税率は40%を用いることとする。現実の実効税率に比べて少し低めである。

## 5.2 試算のシナリオと結果

以下では、二つのケースに分けて試算した株価を示す。

### 5.2.1 ケース1

最初に、ライブドアの成長率が通常の企業とほぼ同等の水準に戻ったケースを想定する。でたらめな企業買収を手控え、利益の確保できる事業分野に特化するとの想定でもある。

売上高の伸び率を毎年5%とする。一般的に日本の潜在成長率は2%、予想インフレ率は1%程度と想定されることから、名目ベースでの日本全体の成長率は3%程度である。この日本全体の成長率と比べて、毎年5%の成長は多少高目の想定である。また、売上高に対する営業利益率を10%とする。事業用資産の対売上高回転率を90%と想定しているから、事業用資産当たりの営業利益率を9%と想定したことになる。この9%の水準は上場企業の平均値よりも高い。

このように、2005年9月期以降の成長率が5%と、それまでのライブドアの売上高の伸び率と比べて高くないから、2004年9月期に保有している非事業用資産は将来とも非事業用資産として留まる。その金額は333億円となる。これを、試算した事業用資産の価値に加算する必要がある。

以上の想定に基づいて事業用資産の価値を求めると（図表7）、61億円となる。なお、2005年9月期のフリーキャッシュフローは1.9億円であり、それが毎年5%の率で成長するとの計算でもある。

この事業用資産の価値61億円に、別途求めておいた非事業用資産333億円を加えると、企業価値は394億円になると推計できる。ここから有利子負債68億円と少数株主持分13億円を控除すると、株式価値は314億円となる。一方、2004年9月期の株主資本（資本合計）は536億円であるから、それに満たないとの試算結果である。なお、このケース1の試算結果に基づく、1株当たりの株式価値は51.7円である。

なお、 $\beta$ を2とするのは少し酷だとの意見もあるだろう。そこで、 $\beta$ を市場平均よりも少し高めの水準で

ある1.2まで下げ<sup>27</sup>、株式価値を試算した。そうすると、株式価値は455億円まで上昇するが、それでも2004年9月期の株主資本に満たない。

図表7 株価試算（ケース1）

単位 百万円

各年9月	2004実績	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
売上高	25521	26797	28137	29544	31021	32572	34201	35911
営業利益	306	2680	2814	2954	3102	3257	3420	3591
NOPLAT		1608	1688	1773	1861	1954	2052	2155
必要事業用資産	28357	29775	31263	32826	34468	36191	38001	39901
事業用資産・増分		1418	1489	1563	1641	1723	1810	1900
フリーキャッシュフロー		190	199	209	220	231	242	255
事業用資産価値	6129							
非事業用資産価値	33273							
企業価値合計	39402							
株式価値	31368							

### 5.2.2 ケース2

次に、ライブドアの成長率が、2005年9月期から2008年9月期にかけて高いとのケースを想定した。この間、2004年9月期に保有している非事業用資産を積極的に使い、企業買収を続けるはずだと想定することでもある。

具体的に想定した売上高の伸び率は、2005年9月期50%、2006年9月期30%、2007年9月期20%、2008年9月期10%である。その後は、売上高の伸び率を毎年4%とする。2009年9月期以降、ケース1よりも売上高の伸び率を低くしたのは、最初の5年間で成長を先取りしたことを意味している。一方、営業利益率に関する想定はケース1と同じとする。

以上に基づく試算結果は、事業用資産の価値が-62億円となった。何もせず、2004年9月期で解散するのが最善だという結果でもある。これに2004年9月期時点で保有している非事業用資産を加えた企業価値は271億円、有利子負債と少数株主持分を控除した株式価値は191億円（1株当たり31.4円）となる。

この結果に対し、積極的に企業買収をするのだから、先駆者的な利益が生じ、利益率が高いはずだとの反論もありうるだろう。そこで、ライブドアの過去の売上高営業利益率の実績に基づき、最も高い2002年9月期の20.1%を参考にし、2005年9月期から2009年9月期までの5年間の売上高営業利益率が20%と、過去最高水準を達成すると想定してみた。その後（2010年9月期以降）の売上高営業利益率は5年かけて徐々に通常の水準、すなわちケース1の場合と同水準である10%に戻るとした<sup>28</sup>。以上のように売上高営業利益率だけを高く想定し、株式価値を計算してみたところ、株式価値は374億円（1株当たり61.7円）となった（図表8）。

なお、このケースの場合、 $\beta$ を2よりも下げるのは困難であり、むしろ低すぎる可能性が高い。というのも、当面、高い成長が続くのかどうか、本当に利益率の高い事業分野を企業買収によって獲得できるのかどうか重要な判断基準となるからである。投資家の立場から判断すると、そのような企業経営の「難易度が高い」、すなわちリスクが高いと言わざるをえない。

27  $\beta$ が1.2とは、ライブドアのようなベンチャー的色彩の強い企業にとっては相当低い水準である。

28 20%の売上高営業利益率が永遠に続く想定することは、その利益率が一般の企業の利益率と比べて非常に高いことから、現実的でない。

図表8 株式価値の試算（ケース2）

単位 百万円

各年9月	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
売上高成長率		0.50	0.30	0.20	0.10	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
売上高	25521	38282	49766	59719	65691	68319	71051	73894	76849	79923	83120	86445
売上高営業利益率		0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.18	0.16	0.14	0.12	0.10	0.10
営業利益	306	7656	9953	11944	13138	13664	12789	11823	10759	9591	8312	8644
NOPLAT		4594	5972	7166	7883	8198	7674	7094	6455	5754	4987	5187
必要事業用資産	28357	42535	55296	66355	72990	75910	78946	82104	85388	88804	92356	96050
事業用資産・増分		14178	12761	11059	6635	2920	3036	3158	3284	3416	3552	3694
フリーキャッシュフロー		-9585	-6789	-3893	1247	5279	4637	3936	3171	2339	1435	1492
事業用資産価値	12145											
非事業用資産	33273											
合計	45418											
株式価値	37384											

### 5.3 ライブドアの理論株価に関する結論

以上から、2004年9月期に関して真実の開示がなされていたと仮定した場合、ライブドアの理論株価はきわめて低くなる。

このように低い株式価値が導かれた背景には、ライブドアを株式投資対象として評価した場合、リスクが高く、資本コストも高いにも関わらず、それに見合うだけの十分な利益が確保できていなかったという事実がある。見方を変えれば、ライブドア自身、豊富な現金及び現金同等物を用いた事業ノウハウが十分になかったにもかかわらず、先行的に豊富な現金及び現金同等物を集め、それを、採算を度外視する形で事業拡張に投入したのである。

なお、ライブドアのリスク水準は過去の経営や業績推移から計測したものであり、売上高と事業用資産規模の関係及び利益率（事業用資産利益率）については過去の実績をベースに想定したことに注意すべきである。また、今回の試算全体について、ライブドアにとって比較的有利な（比較的高い株式価値が導かれるような）想定を用いたことを確認しておく。

## 6 ——— まとめ

ライブドア事件は株式市場の参加者に対してさまざまな分析の視点を与えてくれる。それらの素材のうち、本稿では、開示情報の意義を扱った。また、そこから派生して企業価値を試算することで、情報分析の重要性も示したつもりである。別の角度から見れば、開示情報の虚偽記載が行われれば、異常な株価が形成される危険性を示したことになる。

もっとも、ライブドアの場合、たとえ虚偽記載の開示情報を信じた（疑えなかった）としても、事業用資産当たりの営業利益率の変動が非常に大きいことには注意を払うべきであった。少なくとも、事業リスクの大きな企業だと認識をし、リスクプレミアムを高く設定して妥当な株価を算定すべきであった。事業リスクを正しく評価し、妥当株価を算定する姿勢は、新興株式市場に上場している多くの企業に関しても共通していえることではないだろうか。

なお、ライブドア事件を放送業界側から分析する視点に関しては、川北英隆「企業ファイナンスにおける一考察」[「ニッセイ基礎研究所報2006年Vol. 41」]を参考とされたい。

## 【参考文献、データ】

伊東賢治公認会計士「意見書」(2007年11月28日)

株式会社LDHホームページ

株式会社ライブドア「決算短信」(2000年～2006年)

川北英隆『株式・債券投資の実証的分析』(2008年、中央経済社) 第15章

東洋経済新報社「会社四季報」(2000年～2006年各号)

日経メディアマーケティング社「日経ポートフォリオマスター」株価データ

日本証券経済研究所「株式投資収益率」