



慶應義塾大学ビジネススクール

(株)ライブドア

---2005年 ニッポン放送株買収---

「胸がわくわくする」

ニッポン放送株買収を巡って争ってきたフジテレビジョン(以下フジ)とライブドアは2005年4月18日午後、和解することで合意した¹。

もともとフジは、フジの大株主であるニッポン放送の株式に対して、TOB(株式公開買い付け)を発表していた。しかし2月8日に、ライブドアが東京証券取引所の時間外取引で、ニッポン放送株を大量取得したと発表し、以降マスメディアをにぎわす大騒動になっていた。

両社の合意内容は以下のようであった。

- ① フジ側はライブドアがグループで保有するニッポン放送株1,640万10株(発行済み株式の50.00003%)をすべて買い取り、ニッポン放送を子会社化する
- ② フジはライブドアが実施する第三者割当増資(発行済み株式の12.7%相当)を440億円で引き受ける
- ③ 放送とインターネットを融合する形での業務提携は、新設する提携委員会で具体的な中身をつめる

フジによる株式の買い取り価格は1株当たり6,300円となり、ライブドアの増資引き受けなどを合わせた支払総額は1,473億円となった。ライブドアの推定平均取得価格6,286円よりわずかに高く、フジのTOB価格5,950円を上回る。

4月18日夕方。都内の高級ホテルで開かれた共同記者会見では、出席者の表情が対照的だった。「胸がわくわくする」と終始笑みを浮かべたライブドア社長・堀江貴文に対し、フジ会長・日枝久は「株主や視聴者、従業員、社会全般へ影響を考えればこれが満足すべきもの」と苦渋に満ちた表情で語った。一方で実務部隊として和解をまとめ上げたフジ社長・村上光一は「ともかくほっとした。これがすべて」と語った。

この取引で、ライブドアが得た利は大きい。フジ側から得た資金に加えて、さらにこの2カ月半の間、連日報道され続けた広告宣伝効果は「プロ野球参入の比じゃない」(ライブドア幹部の話)。

実際インターネットの利用者動向調査では、4月上旬のライブドアホームページの利用者は2カ月前に比べて約24%伸びた。

¹日本経済新聞 2005.4.19、日経ビジネス 2005年4月25日・5月2日号などより

このケースは慶應義塾大学ビジネススクール山根 節が、公表資料をもとに、クラス討議の資料として作成した。

(協力:M25杉山大輔 2005年5月制作)

楽天やソフトバンク・インベストメントの動き²

「ライブドア騒動」の裏側で、楽天も動き始めていた。

楽天がアプローチしてきた端緒は昨年秋、M&A コンサルティング代表の村上世彰からの話だった。

「うちの持っているニッポン放送株を全部引き取らないか」

三木谷は村上の申し出を受け、すぐ日枝に面会を申し込む。日枝はこの時、ニッポン放送株問題はフジサンケイグループ内で解決できると回答したという。しかしライブドアによるニッポン放送株の大量保有が発表された直後から、話し合いが一層密になった。

「日枝も驚くような強力な布陣で(楽天は)臨んでいた。それだけ、楽天側の今回の案件に対する真剣さを感じないわけにはいかなかった」(フジテレビ幹部)

この幹部が証言するように、楽天側では、みずほコーポレート銀行、三井住友銀行など金融団、加えて企業法制では日本屈指の弁護士団、M&A(企業の合併・買収)アドバイザー、外資系投資銀行などまさに水も漏らさぬバックアップ体制を敷いていた。

そうした中で3月16日、ライブドアが議決権ベースでニッポン放送株を過半数押さえることが確実に判明した当日、三木谷側から日枝に対して1つの重要な提案がなされた。

それはニッポン放送所有のフジテレビ株を貸株として楽天証券が引き受けることであり、ニッポン放送、フジ、そして楽天共同出資によるコンテンツ・ファンドだった。

日枝は三木谷側の対抗策に感謝の意を示したものの、楽天側から示されていたもう1つの提案には渋い表情を見せたという。

「楽天がフジテレビ株を20～33.4%取得したうえで、両者の経営統合を図る」

とはいえ日枝は、授けられた貸株という秘策をすぐさま経営幹部に伝え、その準備に入らせた。この段階で、フジの経営陣たちの合意事項は、「組む相手は楽天」というものだった。

ここで日枝は将来の事業提携をにらみ、次のような案を三木谷に投げる。まず楽天を中軸にカルチュア・コンビニエンス・クラブ(CCC)、角川ホールディングス、有線ブロードバンドなどコンテンツ事業者数社で15%程度のフジテレビ株を所有してもらうという案である。「コンテンツ連合」との事業提携を進めながら、経営統合は段階的に考えるというものだった。

しかしフジとの経営統合を強く主張するみずほコーポレート銀行の意向もあり、三木谷の態度は変わらぬままだった。

フジテレビ内では楽天側から示された貸株による対抗策が最も有効と判断していたようだが、村上社長らは万々に備えて、接触があったソフトバンク・インベストメント(SBI)のCEO北尾吉孝に連絡を取っておいた。

この接触に関して、日枝は1つだけ釘を刺していたという。

「SBIと交渉はしても、孫(正義)さんとだけは交渉してはならない。案件に関係させてもダメだ。」

日枝はその点を何度も念押ししたという。北尾との話はトントン拍子に進み、フジ、ニッポン放送、SBIの共同出資で200億円のメディア事業投資ファンドを作った上で、SBIがフジ保有のニッポン放送株の貸株を引き受けるというスキームが固まった。3月22日夜のことだった。

²日経ビジネス 2005年3月21日号、2005年4月4日号より

2月10日以降の楽天側の動きに合わせて、金融界も動いた。

楽天は3月10日、みずほ系の再生ファンドから未上場の中堅信販会社、国内信販を買収すると発表した。その案件を楽天に持ち込んだのは、みずほコーポレート銀行だった。しかも頭取の齋藤宏直々の案件だった。この案件によって、楽天のメイン銀行の地位をみずほが手に入れることになった。

三木谷と齋藤は、旧・日本興業銀行(現在のみずほコーポレート銀行)で部下と上司の関係にあった。三木谷が起業を志して銀行を飛び出したのは10年前のことである。その時、三木谷を引き留めようとしたのも、直属の上司齋藤だった。

楽天に限らず、ネット企業はもともとあまり事業資金を必要としない。楽天も無借金に近い経営を続けてきた。ただ楽天が金融事業に本格的に参入しようとするれば、与信額に見合った多額の負債を抱えることは避けられない。その時に急成長企業のメイン行の座をどこが射止めるか、金融界の注目の的だった。

国内信販の2004年3月期の有利子負債は約3,700億円。一方、楽天の有利子負債は2004年12月期で489億円と桁違いに少ない。楽天が国内信販を通じて金融の世界に踏み込むということは、国内信販のメイン行であるみずほを楽天の実質的なメイン行として迎え、両者に深い結びつきが生じることを意味した。

ネット上での買い物や借り入れなどが増えれば、ネットと金融の融合はさらに加速する。ただ、広い顧客基盤を持つネット企業は楽天やソフトバンクなど、ほんの一握りにすぎない。近い将来には、メガバンクによる有力ネット企業の囲い込み競争も予想される。みずほは国内信販をあえて手放すことで、楽天を陣営に組み込む布石を打ったことになる。

楽天のフジへの接近に関しても、みずほは1,000億円単位のファイナンスを用意したという。

ライブドアの沿革

中学時代からパソコン・オタクだった堀江は、東京大学文学部時代にはソフト開発のアルバイトに明け暮れた。1994年にインターネットに出会うと、「これは世界を変える」と思い、在学中の1996年春に、仲間と有限会社オン・ザ・エッジ(現・㈱ライブドア)を設立した。

やがてインターネットがブームになるうとする頃、音楽家・小室哲哉氏のウェブ制作を依頼される。また富士写真フィルムやバンダイ、NTT子会社など、複数の大企業のネット事業をサポートするようになった。

1998年、堀江は光通信社長・重田康光(現会長)と会う。堀江はその時26歳、肩まで届くような長髪、そしてTシャツにジーンズ姿だった³。

重田が日本大学を中退し、携帯電話販売会社「光通信」を起こしたのは1988年のことで、22歳の時だった。1996年に株式を店頭市場に上場(現ジャスダック証券取引所)したが、重田はソフトバンクと並ぶ最大規模のベンチャーキャピタル「光通信キャピタル」を立ち上げて、国内のベンチャー企業に対しての投資を始める。その投資先の一つにオン・ザ・エッジの名前があった。

³ 日経ビジネス 2005年3月28日号

重田らの投資を受けて、堀江が新設した株式市場「東証マザーズ」に上場を果たすのは、2000年4月のことである。時あたかも、ITバブルのピークだった。

東京・渋谷にあったオン・ザ・エッジでは、株式公開を直前に控えて決起集会のような集まりが持たれていた。

「(インター)ネットの可能性は無限だぞ。何だってできるんだよ。(ソフト)バンクにできて、ウチにできないことなんて1つもない。怖がる必要なんて何にもない」

堀江は社員一人一人に向かってしゃべり続けた。株式公開の主幹事を務める日興ソロモン・スミス・バーニー証券(当時)の担当者など全く意に介さぬように、「銀行だって、証券会社だってどんどん(インター)ネットに取って代わられる時代が間違いなく来る。ウチらだって、金融ができる。今までの銀行や証券会社なんてどんどん消えていつちゃうよ」。

堀江の言葉どおり、その後オン・ザ・エッジはM&Aに乗り出す。

堀江の合併・買収(M&A)のスタイルは、「割安企業の発掘・投資」だと市場関係者は見る⁴。象徴的なのが2002年11月に買収したインターネット接続会社、旧ライブドアのケースだ。経営不振から民事再生法の適用を申請した旧ライブドアの営業権を1億円強で手に入れると、大なたを振るった。

人件費削減のほか、サーバーやアクセス・ポイントの運営を外部委託に切り替えるなどの徹底した合理化で、万年赤字だった事業を買収翌月に営業黒字に転換させた。さらに創業以来の社名であるオン・ザ・エッジを捨て、買収先の社名にあっさり変更した。

2004年に買収した東証マザーズ上場のネット広告会社、バリュークリックジャパンも赤字会社だった。ただ、同社は米バリュークリックとライセンスを交わし、1万以上のサイトと広告掲載契約をしている。これが「資産」と映った。

買収後は、人件費削減や営業力・商品力強化など矢継ぎ早のてこ入れを実施。2004年12月期には2億円強の営業黒字に転換させた。

ただ、買収した企業とあつれきを生むことも少なくない。

バリュークリックは買収後1年足らずで元の幹部・従業員の多くが退社した。ライブドア幹部は「買収企業の社員を辞めさせたことはない」というが、新規採用を積極的にする一方で、成果主義を徹底させる企業カラーになじめずに辞めていく人も多い。

昨年12月には230億円の巨費を投じて会計ソフト大手の弥生(東京・中央)を買収した。直近期中25億円の営業利益を生む弥生の高い収益力を手にしたほか、弥生が持つ40万の顧客基盤を活用した法人向けネットサービスなどの検討を始めた。

相次ぐ買収でポータル(玄関)サイト運営、ネット接続などの事業規模を拡大してきたものの、いまだに収益力が見劣りしている。

ライブドアは2004年9月期、連結売上高では前期比2.9倍の308億円、経常利益では3.8倍の50億円と高成長を印象付けた。しかしポータルや仮想商店街が育っているとは言い難い。楽天やヤフーに、大きく水をあけられている状況に変わりはない。しかも連結売上高の53%、連結消去前の営業利益では63%を金融事業が占めた。成長の牽引役は買収による効果と投資事業だった。

2004年3月に買収したライブドア証券(旧日本グローバル証券)の収益が全体を底上げした。子会

⁴日本経済新聞 2005年3月24日

社ビットキャッシュのプリペイドカード販売も月間10億円程度を売り上げる。

またベンチャーキャピタル(VC)のように、ベンチャー企業に投資し、上場後などに売却して利益を確保する投資事業の収益も大きい。相場依存の体質から脱却するために、1月には山口県の第2地銀・西京銀行とネット専門銀行の設立を発表した。さらに今夏には、株式を夜間に売買する私設取引システムの立ち上げも準備する。金融関連事業は今後もこ入れを続けるという。

ライブドアでは週1回、ベンチャーキャピタル子会社のスタッフら約30人を集めて、「投資委員会」を開き、各人から挙げられる買収案件30件について、報告し話し合う。メンバーは堀江ら経営幹部のほかに、20～30代の元外国証券マンや元銀行マンで構成される。彼らの年収は優に1,000万円を超え、他部門の社員の平均年収(400～500万円)とは比較にならない。

買収対象となりそうな企業が決まると、手分けして「資産に問題がないか」、「交際費や情報システム費用など削減可能な費用はないか」などを調べる。リストアップ後の損益計算書をつくり、2～3年分のキャッシュフローと純資産の合計額が買収提示価格を上回れば、買収に乗り出すというシンプルな手法である。

経営が傾いたネットベンチャーはいくらでもあり、株式交換によれば、高株価のもとで資金流出もなく買収できる。買収目的は「1つ目は利益の上積み、2つ目は顧客獲得、3つ目は金融事業の拡大」(執行役員上級副社長・羽田寛)だという⁵。

ソフトバンク社長の孫正義は、楽天やライブドアについてこういう。

「かれらはミニチュア・ソフトバンクだ」

「三木谷の、僕らにはないサラリーマン生活で身につけたバランス感覚はとても真似できない。まあ、ヤフーが本気を出せば楽天なんて…」

しかし堀江に対する人物評は極めて厳しい。

「大体ライブドアって実体がないじゃないか。ないものがあるように見せてるだけだからね」

しかし堀江と親交のある起業家は、「堀江は確信犯だよ。彼はそんなことすべて分かってるよ」といい、次のような堀江の言葉を紹介している。

「ウチとか、ほかのITベンチャー・バブルも持ってあと1年だよ。だからさ、バブルのうちに実体のあるものを取りに行くんだよ」

そして、堀江はニッポン放送株買収に失敗した場合のライブドアの経営危機についても、こう言ったという。

「だって、うちは実体がないんだからさ、リスクなんてないよ」

ニッポン放送買収のきっかけは、昨秋に当時ニッポン放送の筆頭株主だった「村上ファンド」の村上から「ニッポン放送にTOB(株式公開買い付け)をかけないか」と共同買収を持ちかけられたことに発する。村上側は「ノーコメント」とするが、堀江は「村上さんの提案は面白い。千載一遇のチャンスだ」と手放しで喜んだという⁶。

しかし最高財務責任者・取締役の宮内亮治は否定的だった。堀江や取締役・熊谷史人らとは、意見が分かれた。熊谷は中堅の未来証券からの転職組で投資事業の実務に詳しい。ライブドアが先鞭をつけ、その後マネーゲームの批判を受けるようになった、大幅な株式分割(2003年11月に100

⁵ 日経ビジネス 2004年9月6日号

⁶ 日本経済新聞 2005年4月20日

分割)を提案したのも熊谷だ。

しかしニッポン放送が次々と打った買収防衛策で弱気になり始めた堀江たちに対して、「ここでやめてどうする。株主にどう説明するのか」と押し通したのが宮内だった。

2月から3月にかけて、宮内は香港に何度も飛ぶ。ニッポン放送の経営権を掌握した後、即座にフジテレビ本体の買収に打ってでられるように、外国の金融機関から資金を手当てするためだった。買い集めた過半数のニッポン放送株や買収後のフジの資産を担保に資金を借り入れる LBO (レバレッジ・バイ・アウト) という手法を使い、フジに TOB をかける——。こんな構想を描き、米系金融機関とは 2,000 億円の契約を結ぶ直前まで話を進めた。その後、フジによる増配発表などでフジ株が上昇すると、別の外資系金融機関と、3,000 億円の契約にメドをつけたという。

この情報がフジに流れたとき、ライブドアが交渉を優位に進める「武器」として効果を発揮した。フジ側が買収される恐怖心を抱いたことが、早期決着の一因になったといわれている。

放送と通信の融合⁷

「放送と通信の融合」という概念は、堀江が主張するように、はたして新たな企業価値を生み出せるのだろうか。

「民放キー局は、おカネがあり余っている状態。使い道に困って、利益に直結しないスタジオや新社屋建設を続けている。ほかの業界では考えられない」

ある大手証券会社アナリストは、財務の“水ぶくれ”状態をこう表現する。

キー局に共通する財務の特徴は、ひと言でいうと「資産の利用効率が低い」に尽きる。ニッポン放送やフジテレビがそうだったように、PBR(株価純資産倍率)は 1 倍前後と低い。一方でフジテレビ社員の平均給与は、日本の全上場企業中トップで 1,500 万円を超える。

期待した利益も上げていないので、株価も IT バブルの時期を除いてほぼ横ばいと低迷している。特にフジテレビ、東京放送(TBS)など、筆頭株主の株保有比率が低い放送局は買収のターゲットになりやすいといわれる。

民放各局の“水ぶくれ体質”は、どのようにして形成されてきたのか。テレビ局のマスメディアとしての力の源泉は、全国に 1 億台以上普及したテレビ受像機にある。

「ネットの普及によるテレビの凋落も一部で取り沙汰されるが、まったくの誤解。視聴時間を見ても地上波の力は落ちていない(小池隆由・UFJ つばさ証券シニアアナリスト)。

確かに、日本人のテレビ平均視聴時間は、1日4時間12分(NHK調べ)と安定しており、減少の兆しは見られない。

このことは、安定した広告収入、ひいては潤沢な制作費につながる。「マスを動かす力のある番組には、ある程度の制作費が必要」(キー局幹部)。逆に、普及度が低く、制作費が少ない BS デジタル放送などのメディアは、番組の質低下が視聴者増加を阻み、それがさらに制作費不足を通じて番組の質を低下させる、という“負のスパイラル”から脱出できない。

競争の面で、新規参入が事実上不可能であることも大きい。地上波放送を開始するためには放送

⁷週刊ダイヤモンド 2005 年 3 月 26 日号

電波の割当を受ける必要があるが、新規参入事業者が全国ネットを形成するための十分な電波の余裕はない。新規参入が行われない結果、放送開始以来50年間、地上波放送局127局は、1社もつぶれたことがない。まさに電波というバリアに守られた“護送船団”と言われるゆえんだ。

なかでも、「キー局からおカネをもらって商品(番組)を仕入れるという、いい商売をしている」(池田信夫・国際大学教授)ローカル局への風当たりは強い。在京キー局の系列に属するローカル局は、キー局の番組を放送する。その“見返り”に“ネットワーク配分金”と称する金額がキー局から配分される。キー局がローカル局の放送時間を購入するかたちにはなっているが、ローカル局にとっては、番組をタダで供給してもらえらる上に収入が得られる、というおいしいビジネスだ。

この仕組みは、経済基盤が薄い地方にも民放を普及させ、民放地上波放送のユニバーサルサービス(全国あまねく普及するサービス)化を助けたという点で、一定の意義がある。しかしローカル局の設立には、たとえば「小沢一郎の鶴のひと声で、岩手めんこいテレビ(フジテレビ系)が作られた」(業界関係者)などと言われるように、政治力が設立にかかわることも多い。ネットワーク配分金が、その不足する経済的基盤を補っている。

しかし「仕事は楽だが給料はキー局並み」、「役員が社員と同数くらいいる」、「広告クライアントの丸抱え旅行に経費をつぎ込む」(業界関係者)といったローカル局に対する批判は、この方法によるユニバーサルサービスの実現が、必ずしも効率的ではないことも示唆している。

だが放送局の独占利潤を支える電波という参入障壁が、ここにきていよいよ崩れる可能性も見えてきた。

例えば JR 長野駅から電車で1時間半、新潟県と隣接する山あいにある長野県栄村。ここでは、放送関係者が「蟻の一穴になりかねない」と恐れる“実験”が進められている。それは、電話のADSL通信回線を利用した民放ローカル番組の配信実験だ。

世帯数約900の栄村では、約2割の世帯がNHKのみ、約7割がNHKと民放2局のみしか視聴できない。しかし電話回線は全世帯に通じている。ADSLを利用して地上波放送をIP(インターネットプロトコル)データ化して配信すれば、新たにアンテナ鉄塔を設置することなく、最小限のコストで地上波放送の全戸への配信、つまりユニバーサルサービスを実現できるというわけだ。

村内に限定したサービスとはいえ、技術的には通信回線を通じて全国に配信することも可能である。仮にそうなれば、ローカル局の存在意義はなくなり、エリアごとに放送局免許が付与される現在の地上波放送局の秩序は一気に崩れてしまう。

現在のところは、無償サービスである上、4メガバイト/秒以下の低速回線を使っているため、法的に“お目こぼし”されているという。商用化には、法律上、地上波放送各局の同意が必要となるが、現在のところ地上波各局が応じる気配はない。「堀江社長の力がフジテレビに及んだとして、再配信に同意してくれるなら万々歳だ」(佐藤千明・長野県協同電算ネットワーク部部长)という声もある。

実は、この難視聴地域問題は都心に住む人々にとっても他人事ではない。2011年に予定されている地上波放送の全面デジタル化によって、ビル影などの難視聴地域が大量に発生することが懸念されているからだ。デジタル放送で利用する電波帯域は、電波特性上も、アナログ放送で利用している帯域よりも電波の影が生じやすい。

これまで、ビル建設などによって地上波が届きにくくなった地域については、ビルのオーナーが視聴設備を設置し、難視聴状態を解消してきた。しかしデジタル化により、新たに発生する難視聴地域について、「誰が設備設置に必要な費用を負担するかは決まっていない」(池田教授)。

仮に、費用負担問題が解決しなかった場合、通信回線によるIP放送が、最も安価な解決策となる可能性がある。そうなっても、地上波放送局が“地域免許制の論理”をタテに、エリア内に限定した再配信を貫き通せるかどうかは不透明だ。

とはいっても、放送局側も「放送と通信の融合」に手をこまねいていたわけではない。むしろ、「ネット配信は10年前から研究し、問題点も洗い出した。結論は『ネット配信ビジネスは難しい』ということだ」(キー局幹部)。その発言の裏には、フジテレビ、TBS、テレビ朝日が2002年から共同で行っていたネット配信サービス“トレソラー”がビジネス的に失敗し、昨年その事業化を断念したことがある。それは、ネット配信に当たって著作権という障害があることが明らかになったからだ。

「堀江さんは、フジテレビに影響力を持てば、フジテレビの番組をネットで流せると勘違いしているのではないか」——放送関係者は、ポータルサイトでの番組放送を目指すとうわさされる堀江の戦略に疑問を投げかけている。

地上波の番組をネットで再配信するには、その番組の全出演者、制作関係者の同意を取り付け、著作権料を支払う必要がある。トレソラーでは、「端役なら10円、20円程度の権利しか持たない人の同意を取り付けるため、年収2,000万円の社員が全国を飛び回らなければならなかった」(業界関係者)。

これではとてもビジネスが成立しない。「番組の最後に、『制作・著作〇〇〇(放送局名)』と出るが、あれがテレビ業界最大の“欺瞞”だ」と、ある関係者は著作権をめぐるキー局の立場をこう表現する。実際、制作は下請けに丸投げ、著作権も、米国で導入されているような代表交渉権(全著作権者の委任を受けて、一元的に著作権を管理する制度)すら持たないケースが多い。

米国のメディア企業は従来、テレビ番組などのコンテンツを作る機能と、それを視聴者に届ける伝達機能を兼ね備えてきた。しかし80年代以降、ケーブルテレビの発達した米国ではその機能分離が進んだ。いわゆる放送局は電波で不特定多数に情報を流す役割が縮小、報道やドラマなどのコンテンツを作って売る機能に徹するようになってきた。

日本のテレビはまだ地上波や衛星による電波放送を主体にやってきたおかげで、この機能分化が進んでおらず、コンテンツ供給者に徹しきれていない。

現在、放送業界が大きな期待を寄せているのは、携帯電話向けの地上波デジタル放送である。放送を流すと同時に、そのなかで登場する商品を、ワンクリックで買うことができる仕組みをつくる。

「これまで、課金を伴う商売には手をつけてこなかった」(西正・オフィス N 代表)放送業界だが、携帯電話を利用すれば、料金回収を携帯電話事業者が代行してくれる。テレビ向けの地上波デジタル放送は、アナログ放送の置き換えで、新たな利益を生まない。一方、携帯電話向けの地上波デジタル放送は、商品販売に伴う新たな収入が見込めるため、関係者の期待も大きい。

放送関係者にとっては、堀江がぶち上げるネットによる番組配信など「何を今さら」であり、失敗の経験を踏まえ、その一歩先を進んでいるという自負さえある。

しかし放送業界が目論むように、次世代のネットワークにおいても放送業界が主導権を取り続けられるかどうかは不透明だ。2011年には地上波アナログ放送が終了し、地上波デジタル放送に一歩化される予定だが、奇しくもその前年、2010年までに、NTTは全国3,000万世帯に光ファイバーを普及させる構想を打ち出している。デジタル放送への移行に伴うカバー率の低下と、光ファイバー普及に伴う通信帯域の大幅増は、通信技術を利用した放送の流れを加速させるだろう。

放送業界がすでに商売にならないと判断したネットでの映像配信サービスは、かたや通信業界では次世代ネットワークでの基幹サービスと位置づけられている。「放送ビジネスを誰よりも知り尽くしている」と自他共に認める放送業界だが、その“自信”が電波という権益に由来するものだとしたら、資金力に劣る放送業界側は劣勢に回ることも予想されるだろう。

堀江社長へのインタビュー (『文芸春秋』誌インタビューより抜粋)⁸

質問: フジテレビ、ニッポン放送と提携して、具体的には何をするつもりなのですか。

堀江: 僕はずっと「既存メディアとインターネットの融合」と言ってきました。そうすれば、視聴者との間に今よりもずっとインタラクティブ(双方向的)なやり取りが生まれる。たとえば、ドラマの登場人物が持っているバッグなどをただちにネット・ショッピングできたり、ドラマのストーリーや見たいニュースについて視聴者の意見を反映させることもできる。これは韓国のほうが進んでいて、『冬のソナタ』だって視聴者のメールで途中から脚本を変更したと聞きました。しかし、そういうことは可能性のほんの一部なんです。

未来のメディア業を端的に言うと、通信と放送メディアの境目がどんどんなくなる。ここでは、NTTみたいな通信業者と、テレビ、ラジオのような放送業者が同じ土俵に乗る。互いを補完し合う局面もあれば、主導権を争う場面もあるのは当然です。インターネットとは、その通信、放送のすべてを包括する概念ですから、将来、通信や放送をのみこんでいくのは宿命といい。だからこそ、放送局と我々が組むことで出来ることはいっぱいあります、と提案しているんです。

通信と放送が一体となったような新しい事業分野では、電波を独占的に利用できる強みを持った放送局がもっともイニシアティブをとれる位置にいるはずです。むしろテレビ局が私たちのようなIT企業を買収すべき。なんでしないのかな、と思う。

現在、放送局は、地上波デジタル放送の目玉として、ワンセグ放送に大きな期待を寄せているらしいんですね。ワンセグ放送というのは、携帯電話などで地上波デジタル放送を受信するサービスなのですが、これって放送局にとって損な仕組みなのに、と首をひねります。なぜならこの仕組みだと、課金を行なう権利をNTTドコモなどの通信業者に握られてしまうから。

NTTなど通信業者の最大の強みは、つまるところ集金力です。電話を止められたら、その日から困るじゃないですか。要は、NTTは電話回線というライフラインを握っていて、おまけに料金を引き落とす口座まで押さえているから、取りはぐれがない。だから、強い。

もし課金決済の口座情報を通信会社に握られてしまえば、放送局は、ただのソフトウェアメーカー、単なるコンテンツ供給者に成り下がってしまう。これでは、せっかく放送局が持っている電波利権を、みすみす通信会社に取りられるようなものですよ。すごくもったいない。

⁸文芸春秋 2005年5月号

では、放送局はどうしたらいいかというと、現在、民放は非常に強い集客能力を持っていますね。この膨大なお客さんにアカウント(ネット・サービスを利用するための ID)を無料で登録してもらう。そのためには、もちろんお客さんが登録したくなるようなやり方が必要です。そのアカウントに対して、様々な有料コンテンツを提供する仕組みにすればいい。

これは、視聴者から聴取料を集めて放送を提供するという意味では、NHK的なモデルに近い。だけど、インターネットなら、お客さんから会社にダイレクトにお金が流れますから、NHKのような集金マンは必要ない。その分、コストはものすごく下がります。もちろん放送コンテンツをネットで供給することに、著作権など課題が多いことは私も認識しています。それは地道に解決していくしかありません。

質問: ニッポン放送買収にあたっては、いろいろと攻撃も受けましたね。

堀江: ずっと攻撃だらけですよ。

質問: それは予期していたことでしたか。

堀江: まあ少なかった方かなと。周りの人たちにはこれ(ニッポン放送買収)は今の僕じゃないと出来ない、たとえば村上ファンドの村上世彰さんには出来なかったでしょう、と言われてましたね。基本的には叩かれるのが目に見えてたし。まず、メディアが叩くでしょう。するとメディアに騙されている人も僕を叩くから。

質問: 今回の買収劇には、単なるお金儲けではなく、日本の経済や政治も含めた社会に一石を投げたいという思い、もあったのですか。

堀江: いや、お金儲けです。あくまでもライブドアの株主を儲けさせたいから。そこに誤解があると思うんですけど、なんで私が一石投げなきゃいけないのか。質問の意味がわからない。私に奉仕の精神を求めているんですか。

質問: あるいは、一石投じることが面白いから、という感じもするのですが。

堀江: 少なくとも名誉とか奉仕欲ではありません。「因果応報」「情けは人のためならず」、まさにこれです。

質問: もう少し説明してください。

堀江: 究極的に言うと、私は自分が楽しく生きたいんですね。世間的な、俗な意味でいえば、金にも権力にも名誉にも実は全然興味がない。だって、もうすべて手に入れちゃったから。これ以上何があるんだ、というくらい。

私個人がこれ以上お金を持ってもしようがないんです。お金を使うのって大変ですよ。面倒くさいんです。人にはたかられるし(笑)。自分が満足に生きるためには、自分だけ得して王様みたいになっても意味がない。人間というのは関係性のなかでしか生きられない動物ですから、やっぱり世の中が良くなって、周りの人たちも幸せになってくれないと嫌なんです。社会の景気も良くなってくれないと困る。みんなが幸せに生きられる社会の仕組みを作るために何をしたらいいのかを、毎日、頭が痛くなるほど考えているんです。考えてるけど、結局それは自分が楽しくやりたいから。べつに奉仕なんかしたくありません。

質問: 周りの人とはどこまでを指しますか。株主は入るとして、ニッポン放送やフジテレビの社員も含まれますか。

堀江：ステークホルダー(利害関係者)という概念は非常に理解しづらい。社員、取引業者、ユーザー…、どこまでが利害関係者かなんてははっきりとした線が引きにくいでしょう。その点、シェアホルダー(株主)のほうがずっと明確です。こんなこと、いちいち説明しなきゃならないのかと思いますけど、じゃあ株主がいちばん儲かる会社を作りたいと思ったらどうしたらいいんですか。

質問：利益を上げて、配当を出すことですね。

堀江：どうやったら利益を出せますか。

質問：売上げを上げます。

堀江：誰が売上げを上げるんですか。

質問：社員が。

堀江：社員がどうやったら売上げが出るんですか。

質問：まあ、一生懸命働く。

堀江：一生懸命働くモチベーションは、いい仕事、いい給料です。つまり、社員が気持ち良く働けるようにしなくては、利益は最大化できません。株主のためになることは、当然、従業員のためにもなる。これって当たり前のことなんですけどね。

投機家ではなくて投資家を集めるには、中長期的に発展していく会社をつくらなければなりません。短期的な利益だけを目標にして、たとえばチツソみたいに公害を出してまで荒稼ぎしても、1,000億円以上の負債を負って、100年かかっても返せないみたいな、とんでもないしっぺ返しを受ける。法令を守って、きちんと仕事をする。これも当然のことです。

こんなことをわざわざ言うのも、「株主のために」というと、すぐマネーゲームだとか、短期的に儲かればいいんだろう、という話になるから。それは日本の経済的な教育が貧しいんで、知識のレベルが低いからだと思いますね。

質問：「40歳以上は経営陣から引いたほうがいい」といった刺激的な発言をししばしば口にしますね。——どうして、経営者は若いほうがいいんですか。

堀江：いい、というより、経営者って若くないと出来ない、というのが僕の結論なんです。言い換えると、いまの日本の経営者は、ほとんどが経営者じゃないのかもしれない。何か象徴的な存在で、実際に経営を動かしている中心はもっと下の人々なんじゃないか、という気がしてならない。雑誌なんかで「トップの一日」みたいな記事を見ると、ぬるいんですよね。

年間成長率5パーセントとか、それ以下の会社がいっぱいありますね。こういう会社は、要するに何も新しいことはしていない、ということです。自分たちの範囲内で、既存の事業からはみださないかたちでやっている。それは経営者じゃないでしょう。

付属資料 1

ライブドア沿革 (1)

年 月	沿 革
1996年4月	ホームページの制作、運営、管理を目的として東京都港区に有限会社オン・ザ・エッジを出資金6百万円を以って設立
1997年7月	(株)オン・ザ・エッジへ組織変更(資本金10百万円) セレクトメールを開始
1999年10月	スペイン在住 MARTA TOMAS JODAR、(株)サイバーエージェントとの共同で欧州におけるサイバークリック販売を目的とした CYBERCLICK AGENT S.L.を設立
1999年11月	(株)サイバーエージェントと共同でインターネットコミュニティ運営会社、(株)フープスを設立
2000年1月	本店を東京都渋谷区渋谷3丁目3番5号へ移転
2000年4月	東京証券取引所マザーズ上場 投資事業を目的として(株)キャピタリストを設立 携帯情報端末向けのシステム開発を目的として(株)スクイズ研究所を設立 データセンター事業「データホテル」開始
2000年5月	ECに特化したシステム開発を目的として(株)エッジコマースを設立
2000年6月	CYBERCLICK AGENT S.L.への追加出資により、同社を子会社化(2004年4月に現・連結子会社、livedoor Interactive S.L.へ社名変更)
2000年10月	ウェブ制作事業の生産能力確保を目的として中国大連に英極軟件開発有限公司を設立 中央宣興タイランドグループとAD4Portal(THAILAND)Co., Ltd.を設立
2001年5月	インスタントメッセージ事業「YABUMI」を引き継ぎ
2001年7月	FLE SINGAPORE PTE LTDと業務提携 シンガポール駐在事務所を開設 Webプロデューサーの育成を目的とする教育機関「イノベーションラボ」に出資
2001年9月	関連会社である(株)フープスの全株式を、楽天(株)に対し譲渡
2001年12月	株式交換により(株)パイナップルサーバーサービスを完全子会社化 (株)エッジコマース(100%出資)より営業の全部の譲受
2002年2月	(株)クニリサーチインターナショナルと電子メールソフト「Eudora」の開発・販売で提携
2002年3月	株式交換により(株)アットサーバーを完全子会社化
2002年4月	TostNet-2による自己株式の買付けを実施
2002年5月	海外展開の拠点作りの一環として、ドイツに Livin' on the EDGE Europe GmbH(現・連結子会社)を設立
2002年6月	(株)アスキーイーシーより営業の全部の譲受
2002年7月	AD4Portal(THAILAND)Co., Ltd.へ追加出資を行い子会社化(2004年5月に現・連結子会社、livedoor Interactive(THAILAND)Co.,Ltd.へ社名変更)
2002年8月	ビットキャット(株)及びビットキャットコミュニケーションズ(株)の株式を100%取得し子会社化(後者は2003年6月に現・連結子会社、プロジー(株)へ社名変更)
2002年9月	株式交換により(株)スプートニクを完全子会社化 プロジーグループ(株)の株式を取得し子会社化
2002年11月	日本最大の無料プロバイダーを運営する(株)ライブドアの営業全部の譲受

付属資料 1(続き)

ライブドア沿革 (2)

年 月	沿 革
2003 年 3 月	エッジテレコム(株)を設立し固定電話業へ参入(2003 年 12 月に現・連結子会社、(株)ライブドアテレコムへ社名変更) (株)イーエックスマーケティング(現・連結子会社)設立 子会社である(株)キャピタリストがビットキャッシュ(株)(現・連結子会社)の株式を取得
2003 年 4 月	(株)オン・ザ・エッジからエッジ(株)へ社名変更 本店を品川区二葉 2 丁目 9 番 15 号に移転
2003 年 5 月	株式取得により(株)バガボンドを子会社化(2003 年 11 月に現・連結子会社、ネット アンドセキュリティ総研(株)へ社名変更)
2003 年 10 月	公募による新株式発行(増資後の資本金額 4, 656百万円)
2004 年 2 月	エッジ(株)から(株)ライブドアへ社名変更 本店を新宿区歌舞伎町 2 丁目 16 番 9 号に移転 (株)ブロードバンドピクチャーズ(現・連結子会社)を設立
2004 年 3 月	(株)ライブドアファクタリング(現・連結子会社)を設立 株式交換によりクラサワコミュニケーションズ(株)を完全子会社化 (2004 年 5 月に現・連結子会社、(株)ライブドアモバイルへと社名変更) 株式交換によりウェブキャッシング・ドットコム(株)(現・連結子会社)を完全子会社化 株式交換により(株)トライン(現・連結子会社)を完全子会社化 TOB によりバリュークリックジャパン(株)(現・連結子会社)を子会社化 TOB により日本グローバル証券(株)を子会社化 (2004 年 7 月に現・連結子会社、ライブドア証券(株)へと社名変更) 株式交換により(株)ライブドアクレジット(現・連結子会社)を完全子会社化
2004 年 4 月	公募による新株式発行(増資後の資本金額 23, 730百万円)
2004 年 5 月	株式交換によりターボリナックス(株)(現・連結子会社)を完全子会社化
2004 年 6 月	(株)テントラー・コミュニケーションズ(現・連結子会社)を完全子会社化 Mail Creations.com, Inc. (現・連結子会社)を完全子会社化
2004 年 7 月	ジェイ・リスティング(株)(現・連結子会社)を完全子会社化
2004 年 8 月	(株)アルチェ(現・連結子会社)を完全子会社化
2004 年 9 月	(有)セッション(現・連結子会社)を持分取得により完全子会社化 (株)サイバーアソシエイツ(現・連結子会社)を完全子会社化 (株)ライブドアベースボール(現・連結子会社)を設立 (株)ライブドアファイナンスをライブドア証券(株)に吸収合併
2004 年 10 月	Myrice Limited を完全子会社化
2004 年 11 月	弥生(株)を子会社化
2005 年 4 月	(株)フジテレビと業務提携

(同社有価証券報告書より)

付属資料 2 (1)

ライブドア 連結貸借対照表

資産の部	【単独】				【単独】				(株)ライブドア(単位:百万円)			
	1999年 (9月期)	2000年 (9月期)	2001年 (9月期)	2002年 (9月期)	2003年 (9月期)	2004年 (9月期)	1999年 (9月期)	2000年 (9月期)	2001年 (9月期)	2002年 (9月期)	2003年 (9月期)	2004年 (9月期)
流動資産												
現金・預金	612	2,519	2,182	2,310	7,649	45,495	23	132	420	332	320	2,501
証券業預託金	-	-	-	-	-	7,200	4	4	510	842	-	564
受取手形・売掛金	78	556	1,348	2,353	2,791	5,107	8	-	-	100	562	960
有価証券	-	801	402	-	60	176	-	-	-	-	200	400
証券業トレーディング	-	-	-	-	-	528	17	49	317	423	397	2,317
たな卸資産	4	136	179	554	196	1,131	8	14	143	447	286	1,883
繰延税金資産	-	76	49	129	84	273	-	-	-	-	-	20,093
証券業信用取引資産	-	-	-	-	-	26,186	-	-	-	-	-	5,079
その他	29	213	262	702	461	3,080	13	59	100	208	956	6,284
流動資産計	723	4,301	4,422	6,048	11,241	89,176	73	258	1,490	2,352	2,721	40,081
固定資産												
有形固定資産	9	187	504	438	251	1,639				251	1,001	3,130
無形固定資産											800	1,700
営業権	-	-	-	-	1,224	1,121					127	47
連結調整勘定	-	-	-	987	870	2,409					-	141
その他	1	19	61	106	82	1,122	6	0	0	251	1,928	5,018
無形固定資産計	1	19	61	1,093	2,176	4,652	79	258	1,490	2,603	4,649	45,392
投資その他												
投資有価証券	2	631	927	710	61	362			2	121	49	1,272
出資金	10	1,132	1,674	803	2,209	2,630						
差入保証金	-	96	92	119	526	993						
繰延税金資産	-	2	10	80	112	199						
固定化債権	-	-	-	-	-	1,466						
その他	-	12	65	41	31	-1,104						
投資その他計	12	1,873	2,768	1,753	2,939	4,546	340	2,098	2,101	2,221	2,231	23,967
固定資産計	22	2,079	3,333	3,284	5,366	10,837	300	4,103	4,106	4,340	3,911	25,111
繰延資産							26	-	-	-	-	-
社債発行費	-	-	-	-	-	-				492	946	4,496
新株発行費	-	-	-	-	32	42				-	5	-17
資産合計	745	6,380	7,755	9,332	16,639	100,219	666	6,119	6,263	6,608	11,941	53,555
負債・資本合計	745	6,380	7,755	9,332	16,639	100,219	745	6,380	7,755	9,332	16,639	100,219

(注)1999年/9月期は連結財務諸表は作成していない

付属資料 2 (2)
ライブドア 連結損益計算書

【単独】

(株)ライブドア(単位:百万円)

	1999年9月	2000年9月	2001年9月	2002年9月	2003年9月	2004年9月
売上高	263	1,207	3,601	5,891	10,825	30,869
売上原価	188	944	2,415	3,391	6,545	16,790
<売上総利益>	75	263	1,186	2,500	4,280	14,079
販売費一般管理費						
人件費	37	183	438	564	1,046	3,222
広告宣伝費	10	47	-	-	271	689
営業権償却	-	-	-	-	15	-
連結調整勘定償却	-	-	-	-	106	-
賃貸料	-	-	-	-	-	574
業務委託費	-	-	-	-	-	529
研究開発費	-	46	88	87	162	56
支払手数料	-	-	93	153	166	817
その他	18	167	348	511	1,052	2,537
販管費計	65	443	967	1,315	2,818	8,424
<営業利益>	10	-180	219	1,185	1,462	5,655
営業外収益						
受取利息	-	2	69	4	3	13
受取配当金	-	-	-	-	-	8
為替差益	-	-	57	7	-	5
有価証券売却益	-	-	-	-	-	11
持分法による投資利益	-	-	3	-	-	-
出資金受入益	-	-	-	25	-	-
その他	-	16	39	18	27	40
営業外収益計	0	18	168	54	30	77
営業外費用						
支払利息	-	-	1	11	40	98
支払手数料	-	-	-	24	42	332
為替差損	-	-	-	1	40	-
組合費用	-	-	48	41	20	51
新株発行費	-	13	1	-	4	-
社債発行費償却	-	-	-	2	15	39
持分法による投資損失	-	1	-	17	3	-
その他	-	4	34	5	14	178
営業外費用計	0	18	84	101	178	698
<経常利益>	10	-180	303	1,138	1,314	5,034
特別利益						
投資有価証券売却益	-	76	5	-	9	271
関係会社株式売却益	-	-	-	8	7	1,100
その他	-	-	-	1	10	294
特別利益計	0	76	5	9	26	1,665
特別損失						
上場費用	-	36	-	-	-	-
本社移転費用	-	25	-	-	-	-
投資有価証券評価損	-	-	-	150	175	618
買収関連費用	-	-	-	32	18	253
契約変更違約金	-	-	-	46	70	41
貸倒引当金繰入額	-	-	-	65	73	-
固定資産除却損	-	-	16	12	11	8
営業権償却	-	-	-	61	-	179
その他	-	5	2	-	7	195
特別損失計	0	66	18	367	354	1,294
<税引前当期利益>	10	-170	290	780	986	5,405
法人税等	4	12	151	473	356	2,010
法人税等調整額	0	-78	18	-146	151	-307
少数株主損失	0	0	0	0	10	-125
<当期純利益>	6	-104	121	453	489	3,577

付属資料 2 (3)
ライブドア 事業のセグメントリスト

2004年 9月期 (新事業区分)

(単位:百万円)

	コンサル ティング 事業	モバイルソ リューション 事業	ネットワー クソリュー ション事 業	ネットメ ディア 事業	イーコマ ース事 業	ソフトウ ェア 事業	イーファイ ナンス 事業	計	消去又は 全社	連結
売上高	2,886	3,251	3,842	3,543	915	1,823	17,035	33,295	-2,426	30,869
営業費用	2,206	2,597	3,142	2,874	973	1,267	11,643	24,702	512	25,214
営業利益	681	654	700	670	-59	556	5,391	8,593	-2,939	5,654
資産	1,894	5,225	1,957	7,131	1,264	3,615	53,009	74,095	26,125	100,220

2003年 9月期 (2004年度の新事業区分に基づき作成)

(単位:百万円)

	コンサル ティング 事業	モバイルソ リューション 事業	ネットワー クソリュー ション事 業	ネットメ ディア 事業	イーコマ ース事 業	ソフトウ ェア 事業	イーファイ ナンス 事業	計	消去又は 全社	連結
売上高	1,212	320	3,684	879	796	1,973	1,960	10,824	0	10,824
営業費用	1,105	216	3,599	685	757	1,328	1,159	8,849	513	9,362
営業利益	210	104	385	193	40	780	887	2,599	-1,137	1,462
資産	944	74	1,156	112	244	1,222	3,518	7,270	9,369	16,639

(注)各事業区分の概要(2004年)

- ・コンサルティング事業 ビジネスコンサルティング及びウェブサイト制作、運営
- ・モバイルソリューション事業 モバイル向けコンテンツ制作、提供
- ・ネットワークソリューション事業 バーチャルホスティング及びハウジング、インターネット接続
- ・ネットメディア事業 ポータルサイト「livedoor」運営及びコンテンツ提供
- ・イーコマース事業 ECサイト運営及びEC関連業務
- ・ソフトウェア事業 パッケージ及びダウンロードによるソフトウェア販売
- ・イーファイナンス事業 金融サービス提供及び投資銀行業務

2003年 9月期

(単位:百万円)

	ウェブ事業	ネットワーク& ソリューション 事業	コマース 事業	ソフトウェア 事業	投資事業	その他	計	消去又は 全社	連結
売上高	1,188	4,637	958	2,108	2,046	512	11,449	-625	10,824
営業費用	905	4,102	843	1,328	1,159	512	8,849	513	9,362
営業利益	283	535	115	780	887	0	2,600	-1,138	1,462
資産	345	1,156	244	1,222	3,452	739	7,158	9,481	16,639

2002年 9月期

(単位:百万円)

	ウェブ事業	ネットワーク& ソリューション 事業	コマース 事業	ソフトウェア 事業	投資事業	その他	計	消去又は 全社	連結
売上高	1,842	1,809	367	162	1,736	-	5,916	-25	5,891
営業費用	539	1,502	223	38	1,233	-	3,535	1,171	4,706
営業利益	1,303	307	144	124	503	-	2,381	-1,196	1,185
資産	1,767	1,861	352	155	1,331	-	5,466	3,866	9,332

(注)各事業区分の概要(2003年・2002年)

- ・ウェブ事業 ウェブページ等の制作、管理および運営、コンテンツの提供
- ・ネットワーク&ソリューション事業 サーバーのレンタルおよび管理運用
- ・コマース事業 eコマース・サイト運営および関連事業
- ・ソフトウェア事業 パッケージおよびダウンロードによるソフトウェア販売
- ・投資事業 投資、融資およびM&A等の仲介。投資事業組合の運営など

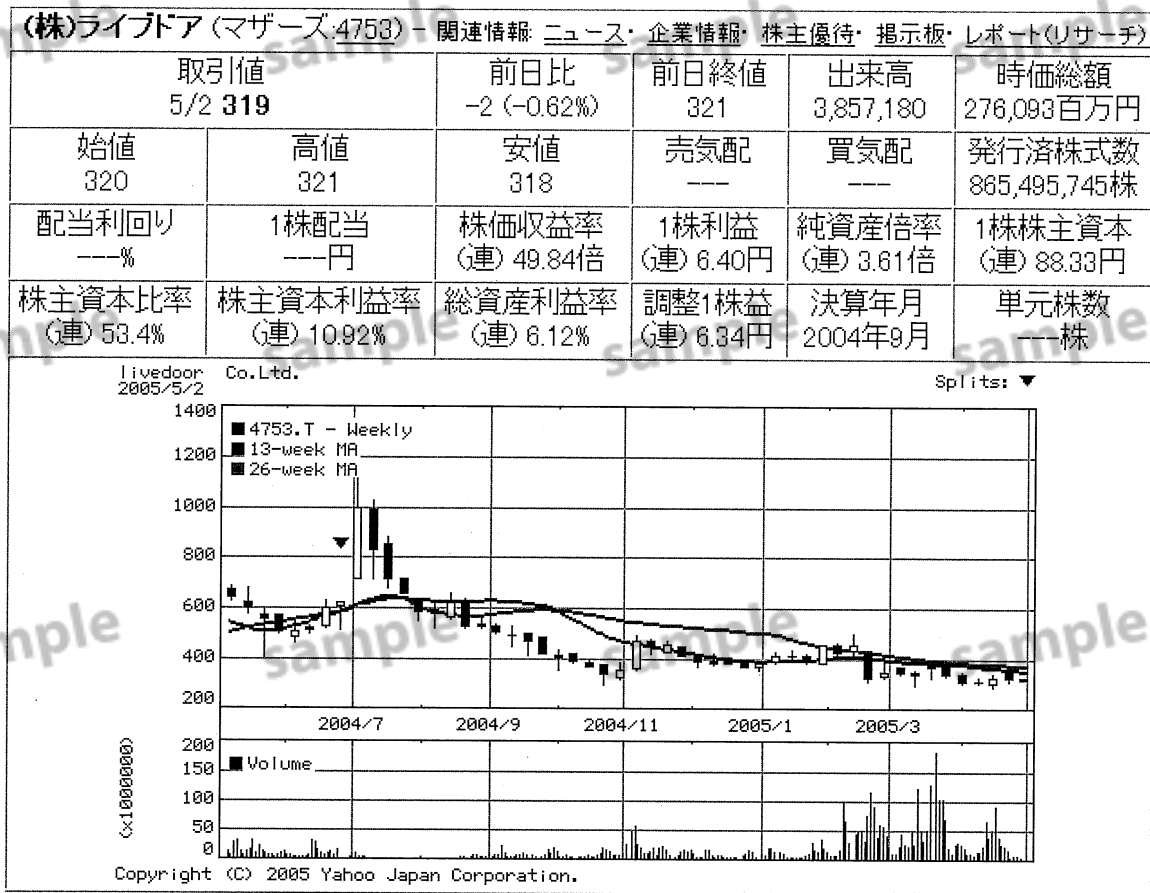
付属資料 3
買収企業のリスト

年 月	社 名	事業内容	買収金額
2001年12月	パイナップルサーバーサービス	レンタルサーバー	7億4000万円
2002年9月	プロジーグループ	個人向けソフト	14億2000万円
2002年11月	ライブドア	ネット接続	1億4000万円
2004年3月	クラサワコミュニケーションズ	携帯電話販売	8億円
	ウェブキャッシング・ドットコム	融資申込受付サイト運営	14億円
	バリュークリックジャパン	ネット広告	36億8700万円
	日本グローバル証券	証券業	64億5600万円
	ライブドアクレジット	消費者ローン	28億円
2004年5月	ターボリナックス	ソフト開発	18億4000万円
2004年6月	メールクリエイションズ	ネット広告	6億9000万円
2004年9月	セッション	携帯電話向けコンテンツ	4億円
2004年10月	ロイヤル信販	消費者ローン	45億円
	キューズネット	結婚仲介サイト	30億円
	マイライス	中国のポータルサイト	9億円
2004年12月	弥生	会計ソフト	230億円
	ベストリザーブ	ホテル予約サイト	13億600万円

(注) 株式交換で使った案件は、株価を時価評価して買収金額を算出。
年月は会社側の正式発表のものとは異なる。

(日本経済新聞 2005年3月24日より)

付属資料 4
ライブドアの株価動向グラフ



(Yahoo Finance <http://quote.yahoo.co.jp/> より)

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

不 許 複 製

慶應義塾大学ビジネス・スクール

CCbp 2005 年 5 月・100