



慶應義塾大学ビジネス・スクール

CMGI, Inc.¹

CMGIは、インターネット上の広告宣伝サービス、ネット上のサービス事業に関するコンサルティング、及びダイレクトメール（DM）に関連するメールリスト管理や郵便・梱包といった実業を営む一方で、新興インターネット企業に対して立ち上げ段階からの投資を行っている。1999年3月時点で35社を上回るネット企業に投資し、1995年から1999年までその投資総額は\$250Mに達していた。同社は1994年に一株\$8でIPO（Initial Public Offering、新規株式公開）を果たして以来、その株価は1998年半ば以降急上昇し、1999年3月末現在で\$183に達していた（株式分割が無かったとして換算した結果。株価推移は付表1参照。）このように順風満帆と思われたCMGIであったが、思わぬことでSEC（証券取引委員会）から重大な警告を受ける事態となった。投資有価証券の時価総額が自社の総資産価値の四割を超えており、それが一年以内に是正されない限りナスダックの上場資格を失う、というのである。CEOであるデイビッド・ウェダレルは、CMGIの株価が急伸し、米国ネット業界の風雲児として多くのメディアから注目され始めた矢先に生じたこの事態に苦慮していた。企業構造、企業戦略の転換は待った無しであった。

CMGIの生い立ち

CMGIは30年余の歴史を持つ企業である。創業は1968年、College Marketing Group, Inc.として誕生した（1998年に現在のCMGIへ社名変更）。創業当時のビジネスは大学生市場をターゲットにしたダイレクトメール（DM）の名簿販売とDMのオペレーション（郵送、梱包、データベース管理等）をおこなう企業であった。当時の業態を省みて、CMGI@VenturesのGP（General Partner）であるジョン・キャラハンは1999年に次のように語っている。「多くのオンライン企業が毎日のように創業されているが、顧客のことを最もよく知っている企業だけが生き残る。CMGIは顧客への深い理解と、彼らにいかにかアプローチするかというノウハウを最重要視しているが、そこにはわが社の創業以来のルーツであるDMとデータベースによるマーケティングの経験が大きくものを言っている。」

この一介のDM会社は、1986年に現CEOのデイビッド・ウェダレルによって買収され、

1 本ケースは、クラス討議用資料として慶應義塾大学大学院経営管理研究科専任講師 岡田正大が公表資料等を基に作成した。本ケースは経営の巧拙を例示するものではない。（2000年6月作成）

社名をCMG Information Servicesと変えた。その後1994年にそこそこ成功したDM企業としてCMGIはIPOを果たす。一方、CMGIはその同じ年に「インターネット」に出会っている。Booklink Technologiesというネット関連のソフトウェアベンチャーへ約\$1Mの投資を初めて行ない、1年後になんと約\$72Mのキャピタルゲインを得たのである。この時期を契機として、CMGIは今日の「ネットKeiretsu」的なビジネスモデルへ急速に移行し始めた。

1995年、CMGIはBooklink Technologies株の売却益を原資に、CMGIのベンチャーキャピタル部門であるCMGI@Ventures（100%子会社）を設立し、以降このVC部門を通じてネット企業への本格的投資を開始した。この投資部門は、当初から大成功のホームランを続出させた。代表的ポータルサイトであるLycosとGeoCitiesへの投資である。1995年、@Venturesは\$2MをLycosに投じてエクイティの80%を取得、さらに\$1.8Mを追加投資した。1996年4月のIPOを経て所有割合は18%に希薄化したが、保有株式の時価総額は1999年3月現在\$700Mに達している（約180倍）。また、1996年のGeoCitiesへの約\$2Mの投資により、同社エクイティの54%を取得したが、1999年初頭で所有割合は29%へ希薄化したもののその時価は約\$260Mになっている（約140倍）。

こうした華々しい投資ビジネスの一方で、CMGIはDM関連事業も地道に続けていた。創業以来の事業であるDMのメールアドレスの販売とデータベース管理は100%保有子会社のVicinityが行なっていたが、同社の持分が従業員のストックオプション行使によって50%を下回ったため、マイノリティ出資先企業として、@Venturesの投資ポートフォリオに組み入れられるようになり、連結対象からはずれた。しかし通販におけるDM発送、オーダー処理から商品の梱包・発送に至るサービス（Fulfillment service）はいまだ自社事業として健在であり、1995年以降はこれにインターネット上の商取引におけるFulfillment serviceも加わって、同社売上高（1999年4月末）の約77%はこの事業からのものだった（付表2参照）。

CMGIのビジネスモデル

CMGIの現在のビジネスモデルは「4つのネット関連事業分野（電子商取引、コンテンツとコミュニティ、マーケティングと宣伝広告、要素技術）において、マジョリティを所有する自社事業とマイノリティー投資による出資先企業を包含するネットワーク（彼らはKeiretsuとも称する）を構築し、ファミリー企業間のシナジーを追求してグループ企業の価値を最大化する」というものである。

CMGIはそのホームページの中で、自社のビジネスモデルを以下のように説明している。「CMGIのビジネスモデルは他社とは際立った違いをみせ、容易に真似できないものである。それは4つのネット関連分野内で多様な事業に分散しているにもかかわらず、密接に相互連結した企業ネットワークである。60社に迫ろうとするこれら企業群は、マジョリティ所

有されて我が社の事業分野を構成する企業と、CMGI@Venturesの戦略的投資を受けているマイノリティ所有の企業群から成っている。(中略) これらグループ企業全体で、全世界のWWWユーザーのカバー率 (Reach) は実に50%を超える。(中略) CMGIは常にダイナミックな戦略的買収と投資によって拡大し、我が社のビジネスモデルを支えている。そのビジネスモデルとはすなわち、買収と投資を通じて我が社の核である事業会社と出資先企業の更なる成長を図ると共に、これら事業・企業を総合的に密接にリンクさせることにより、技術や経営知識・マーケティング活動を共有し合い、一層のシナジーを発揮させることである。」

CMGIは事業会社と投資会社の二つの顔を持ち、自社事業と@Venturesを通じて出資しているマイノリティ所有の企業が傘下に存在する(付表3参照)が、両者を区別せずにネットワーク化することでグループ企業同士が助け合い、シナジーを生み出すようにしている。これらネットワーク構成企業間のコミュニケーションを図るため、CMGIは各企業のCEOやCTOが一堂に会する「サミット」を開催し、ベストプラクティスやアイデアの交換を促進する場を設けている。1999年1月にはさらにマーケティング担当VPへとサミット開催の範囲を拡大した。このようなことが可能なのも、CMGIが投資先を選定するにあたり、既存のグループ企業と直接競合関係になるような企業には一切投資しない、というポリシーを堅持しているからであった。

他のシリコンバレーVCがソフトからハードまで、情報技術に関わる広い分野に投資するのに対し、CMGIのベンチャー投資はインターネット上のサービス事業に特化していた。また、投資する際はできる限り初期の段階から出資し、出資者としてのリーダーシップを取ることをポリシーとしていた。事実、出資対象企業の大部分に対し、CMGIはボードメンバーを送りこんでいた。CMGIはベンチャーへ出資するだけにとどまらず、そのインキュベーションにも積極的に関わっていた。同社の事業会社の経営ノウハウ、財務・人事といったサポート機能を提供し、ベンチャーの成長を資金と経営技術の双方からバックアップしていた。

赤字企業

CMGI@Venturesのパートナーのひとりであるキャラハンは言う。「ずっと我々は、今は野球で言えば1回の表だ、と言いつづけてきた。しかし今やゲームは第2イニングに入りかけたと言うべきかもしれない。確かにCMGIは投資と言う面からは少なくとも大成功のホームランを2発かつ飛ばしたが、それは事業上の利益としては顕在化していない。」彼の言う通り、CMGIの市場価値の根拠はその含み益であった。全ての出資対象企業は現在赤字であり、まさにCMGIのネットワーク効果によって業績を上げることが期待されていた。こうした赤字企業が高い評価を受ける現象が待たなしに終わりつつあるという論調も存在していた。結局は利益が物を言う、と。

創業事業の位置付け

創業以来の事業であるDM関連ビジネス（メイルリスト・データベース管理、Fulfillment等）は、その売上高に占める存在感には無視できないものがあったが、徐々にCMGIグループの中での戦略的価値を失っていく傾向にあった。新たなネットビジネスモデルを軌道に乗せ、Valuationを急拡大させてIPOか売却によってキャピタルゲインを得ることが最も価値あることであり、株主の期待にこたえる最善の策だ、という意識がCMGI経営陣では支配的になっていた。Vicinityという創業以来の事業会社が従業員のストックオプション行使によってマイノリティ所有となっても、関連会社の位置へ後退させてそのままにしたことにもそうした意識が表れている。

ネットビジネス界で名高いアナリスト、スティーブ・ハーマンはこのように述べている。「CMGI@Venturesの事業ポートフォリオの中にはいくつも『死んだ木』がある。また、一つ確実なことは、CMGIが創業以来のDMビジネスからどんどんと遠ざかっていくことだ。SalesLinkというのはダイレクトマーケティングに伴うオーダー処理やDM郵送、商品の梱包や発送を行なっているが、いまやCMGIのDM部門に残る唯一の事業会社と成ってしまった。」

またある者は、「CMGIは事業としてDMから離れて、100%ネット企業になっていくにもかかわらず、常にDM事業から学んだ教訓を出資先企業や自社の事業会社に適用しつづけるだろう。たった5年前には眠たげなDMビジネスだった企業が、今やネットビジネスの世界でメジャープレーヤーとなったばかりか、巨大なインターネットそのものの成長エンジンの核となってしまった」と言う。

投資の失敗：Freemarkの例

一見して飛ぶ鳥を落とす勢いのCMGIであったが、投資した全てが成功するわけでは無論ない。失敗もあった。例えばFreemarkへの投資と撤退である。同社は無料のE-mailサービスをWebユーザーに提供し、広告収入によって収益を得るベンチャーであった。CMGIは1994年、同社のごく初期に投資を始めたが、1996年の10月までサービスは開始されなかった。1996年12月、CMGIは突如として投資とその他の援助を全て打ちきり、会員数が5万名に届くか届かないかの時点で会社を清算してしまった。当時最大のライバルと目されていたJunoはその時点で百万名の登録会員を有していた。

FreemarkはすでにCitibankや数校の大学同窓会と会員斡旋の契約を取り付けていたほか、Wall Street Journal、New York Times、Wired、Life Savers、Cambell's Soupといったそうそうたる顔ぶれを含む広告スポンサーを既に50は取りつけていた。

当時のコンテンツ開発責任者のビン・クロスビーは、同社の失敗の大部分は「自分達マネジメントに責任がある」と認めている。「出資された\$17M、CMGIはそのうち半分の\$8.5Mを出したのだが、我々は事業開発のために2年間でその資金を全て使い果たしてし

まった。」「しかし当時競合のJunoは、\$20Mをメインの投資銀行であるD.E.Shawから出資されていたばかりか、将来も最大限\$100Mまでの出資を約束されていた。私達とはえらい違いだ。私達が追加の資金を頼みにCMGIへ行ったとき、CMGIは早々と損切りして事業をたたむ決断をしてしまったんだ。これはCMGIの大きな見込み違いだった。」「さらに失敗だったのは、我々が身売り先を探し出すまでの間、月間\$25000を出してくれるよう頼んだ際に、それさえも拒否して、何の猶予もなくすぐに清算してしまったことだ。その時CMGIは、これまで5万人に発行したメールアドレスと個人情報第3者に転売でき、少しでも資金を回収できると踏んでいたらしい。しかしまず第1に、CMGIは50000人のユーザーを突然路頭に迷わせてしまった。その上、彼等のメールアドレスが転売価値のあるものだ」と誤解した。」

「これは彼等の『DMで培われた常識』をそのまま適用したがゆえの失敗だった。彼等はDMの世界からやってきて、紙に書いたDM用の住所リストと同じようにFreemarkの登録者リストを高い値で売ることができると考えた。実際は、Freemarkがつぶれた瞬間に50000人は皆そのアドレスを放棄して他社のサービスに移っていったから、そのリストは一瞬にして何の価値も無くなった。」「つまり、CMGIは\$8Mも投資しておいて、電子メールサービスというものを全く理解できていなかった。」「たまたま幸運なことにFreemarkはMail.comにオペレーションを売却することができたが、リスト自体は紙くず同然の価値だった。」

さらに、クロスビーは続ける。「CMGIのトップは、パッケージソフトの世界の人間だったから、顧客にソフトをダウンロードさせるという概念を最後まで理解できなかった。それどころか、彼等はOff-the-shelfのソフトのように、シリアルナンバーのついたディスクットをお得意の『郵送で配布』することに固執した。せっかくCMGI傘下のLycosやGeoCitiesにFreeMarkのバナー広告を打つことができたのに、消費者はとうとうメールソフトをダウンロードすることはできなかった！」

「CMGIはFreemarkの失敗を、『市場のニーズに比べて時期尚早だった』なんていうが、全く都合のいい言い訳だ。この世界では、最初の参入者であることにどれだけ価値があることか。もし時期尚早だというならJunoを見るがいい。今や大成功している。CMGIは単純に電子メールというものを深く理解していなかった。またこの市場には十分2社が繁栄できるだけの余地があるということも理解していなかった。」

「Freemarkは当時多様なソースからニュース、スポーツ、天気などのコンテンツを登録ユーザーのメールボックスに配布するという、現在はInfoBeatが行なっているようなコンテンツ配賦サービスの段取りをしていたが、CMGIは決してその価値を理解できなかった。」

クロスビーは上記のようにCMGIを批判するが、これはあくまでもその当時（1996年）のCMGIだ、と言う。「当時CMGIはまだそんなにこの分野の投資を経験していなかったから、無理もないと言える。今では（1999年3月）投資対象企業に対するより多くのサポー

トや共同マーケティングが行なわれていて、様変わりしているようだ。」

SEC（証券取引委員会）からの警告

株価が急激な伸びを示し、CMGIのビジネスモデルが盛んにIT業界誌上（Upside, The Red Herring, Industry Standard等）でもはやされていたちょうどそのころ（1999年3月）、Forbes誌の記事²によって、CMGIがSEC（連邦証券取引委員会）から次のような「警告（Warning）」を受けていたことが明らかになった。「1998年10月末以降、貴社保有の投資有価証券³の時価総額は、貴社総資産の価値の40%を越えている。もしもこの状況が改まらない場合、貴社は事業会社ではなく、『投資会社(Investment company)』と見なされる。その結果、貴社は『投資信託 (mutual fund)』として証券取引法上の登録をし直さねばならない。上記の40%ルールに準拠するために何らかの是正を行なう場合は、1年間の猶予を認める。」

これが現実のものとなり、CMGIが「投資会社」と見なされてしまうということは、同社がナスダックにおける上場資格を失うばかりか、投資信託として登録されることにより経営陣にとって非常に不都合な法的制約を受けることを意味していた。すなわち、「投資会社」は従業員に対してストックオプションを発行することが認められない。これにより従業員の大規模なモラルダウンを招くことは必至であった。また、負債の3倍を超える額の資本を具備していることが義務付けられる。さらには投資先企業間の取引に影響を与えるような企業行動は一切禁じられるのである。これは戦略的投資によってネット関連企業のネットワークを築き上げ、それらCMGIファミリー企業の成長に積極的に関与しつつ（インキュベーション）、シナジーを最大限追求し、個々の企業の市場価値を最大化しようという同社の戦略そのものが否定されることと同義であった。

CEO ウェダレルにとってまず明白なことは、法的に投資会社と見なされ、投資信託として登録をせざるを得ない状況はなんとしても回避しなくてはならない、ということだった。すなわちCMGIは、1999年10月末までに自社保有の投資有価証券の時価が総資産に占める割合を4割以下に抑えなければならない、という事態に陥ったのである。「マイノリティー所有での分散投資を通じた企業価値の最大化」という戦略の軌道修正は待ったなしであった。ウェダレルは、40%ルール遵守への具体策を早急に決定しなければならなかったが、それと共に「我が社と株主にとって、どのような企業構造がもっとも有利であろうか？」「わが社のアイデンティティーとは一体何か？」「事業会社と投資会社の根本的違いは何なのだろうか？」といった本質的な問いに関しても考えをめぐらせていた。

2 Charles Dubow 1999, "CMGI scrambles to avoid registering as mutual fund", Forbes, March 10, 2000 : www.forbes.com/tool/html/99/Mar/0310/mu9.htm.

3 本件で言う投資有価証券とはマイノリティー所有（50%未満）の他社株式を意味する。

1940年投資会社法

この連邦法の制定意図は、1935年に定められたPublic Utility Holding Company Act (公共事業持株会社法) に由来している。1935年の同法は、公共性の高い電気・ガス・水道といった企業を傘下に持つ持株会社が、それら公共事業の収益を同じ傘下の他企業の損失補填に用いたり、十分な競争に基づかず、持株会社と癒着した下請企業を当該公共事業に斡旋する等、それら傘下企業の投資家や一般消費者の利益に反する行為を抑止するために制定された。こうした精神を一般の事業にも拡大したのがこの1940年投資会社法である。同法によれば、自社がその少数を保有する他社の公開株式の価値(時価)が、総資産(時価)の40%を超える場合、その会社は「Investment company (投資会社)」と分類され、その発行する株式は、証券の保有・売買・再投資によって運用益を目指すことを存在の第一義とするMutual fundとして登録されねばならない。このMutual fundとしての登録は、自社が株式を保有する他社の経営に、自社が関与することを禁じられる等、自社の経営活動を著しく阻害する。

1940年投資会社法は上記のような投資家保護、消費者保護の観点から制定されたものであるが、現代の企業経営においては実質的に次のような副次的効果を生んでいる。すなわち、公開企業において経営が事業に積極的関与をするには、一定の「事業性」(総資産価値に占める投資有価証券の時価が40%未満)を有していなくてはならない、ということである。

4つの選択肢

「1999年10月末までに自社保有の投資有価証券の時価が総資産に占める割合を4割以下に抑えなければならない」という事態に直面したCMGIにとって、取るべき方策は四つあった。

一つ目は、CMGI内部のマジョリティ所有の既存事業会社の価値を高め、IPOを果たし、さらに時価を増大させることである。これにより投資有価証券の時価の相対的シェアは低下する。

二つ目は、企業の新規買収である。この場合、もちろんマジョリティ所有でなければ意味がない。

三つ目は、CMGI内部で新規事業を立ち上げ、マジョリティを所有しつつ、積極的に育成して価値を高めることである。

四つ目は、最後の手段として、投資有価証券の一部売却によって総資産価値に占める割合を40%未満にすることである。

これら四つの選択肢のどれを選択し、実行に移すべきだろうか?いくつかの選択肢を組み合わせることは妥当だろうか?何を基準として選べば良いのだろうか?ウェダレルは、それぞれの選択肢を選んだ際に生じる将来のシナリオを描くことが大切であろう、と考えながら意思決定を行なおうとしていた。

今回の40%ルールへの抵触は、LycosやGeocitiesの株価が予想以上に急騰した(付表5)ことが直接的な原因であったため、4つの選択肢のような行動を起こす前に株価の動向によっては(今後株価が大きく下落するようなことがあれば)今回の事態は自然消滅する可能性もあった。いずれにせよ、CMGIの取締役会(Board)では、1999年10月末までに40%ルールへの適合を果たすよう決定され、経営陣はその責任を負うことになった。

結局、CEO ウェダレルは、4つの選択肢のうち、特に即効性のある2つの手段を中心に据えて事態に対処することにした。「積極的買収(マジョリティ所有)」と「既存の投資有価証券の売却」である。

1998年10月以降の投資有価証券売却

1999年3月、ウェダレルはLycosのボードメンバーを辞任した。表向きは「LycosとUSA Networksの合併提案に対する反対意思を表明するため」だとされたが、実際はLycosのボードメンバーである限りウェダレルはLycosのインサイダーと見なされ、株式の売却タイミングが業績発表の直後などに限定されてしまうからであった。すなわち、CMGI保有のLycos株を機動的に処分できないという事情があった。同社は1998年から1999年にかけてLycos株を\$50M程度すでに売却していたが、CMGIの法律顧問であるビル・ウィリアムスは「我々はLycos株の売却を開始したのだが、インサイダーによる制限のおかげでなかなか速く思うように売ることができなかった。」⁴と語っている。

CMGIの2000年度前半(1999年8,9,10,11,12月、及び2000年1月)で、同社は保有するYahoo株の内3,155,000株を\$675Mで売却した。さらに同時期、Open Market, Inc.の260,000株を売却、\$9.2Mを得た。2000年1月以降もYahoo株はさらに356,500株処分され、\$64.7MをCMGIにもたらした。同じく1月以降、Lycos、Reel.com、Sage Enterprises、Amazon.comの持株を一部売却することにより、約\$100Mのキャピタルゲインを挙げている。

1998年10月以降の企業買収

CMGIにとっての2000年度第一四半期(1999年8・9・10月)、CMGIは数々の買収を行った。中でも圧倒的規模の買収は、強力な検索エンジンを持つポータル、AltaVista(閲覧者数ランキング第15位)買収(\$買収価額\$2.3B)であった。AltaVistaを100%を所有する親会社、Compaq Computerとの株式交換による買収である。これにより、CompaqはAltaVistaのエクイティの83%をCMGIに譲り、残り17%とAltaVistaボードメンバーの席を一つ維持することとなった。その対価として、CMGIは自社の普通株式1900万株と、普通株式180万株相当の優先株をCompaqに渡した。この時価総額は\$2.3Bであった。また、

4 BostonHerald.com. "CMGI could face mutual fund regulation as internet stakes rise". Sunday, March 14, 1999

この買収により Compaq は CMGI の最大株主 (16.4%) となった。

AltaVista の後も、続々と買収は続いた。Cha! Technologies Services、iAtlas、そして Signatures Network である。しかしこれら 3 社の合計買収額は、市価 \$ 64M 相当の CMGI 株と \$ 113M の運転資本提供の約束であり、AltaVista よりはるかに小規模であった。しかし、その後も AdForce (\$ 545M)、Flycast Communications (\$ 904M) と大型買収の発表が続いた。

2000 年に入ってからでも大型買収は続いた。2000 年 2 月には E コマースのサービス会社 Tallen, Inc. の買収 (94.1%) が \$ 920M で成立。3 月には自由登録制電子メールによるマーケティング会社 yesmail.com 社の買収 (\$ 671M) がクローズした。市場では、AltaVista 買収時点で 40% ルールへの抵触はクリアされた、とするのが大方の見方だった。AltaVista 買収の際のインタビューに答えて、ウェダレルはこう述べた。「AltaVista の件は、その背後に投資会社法から逃れるため、という理由があるわけではない。だが、結果として 40% ルールに適合というのは "a nice side-benefit" (素敵な副産物) だ。」⁵

マジョリティ所有の買収の一方で、CMGI は CMGI@Ventures を通じたマイノリティシェアでの投資も行なっていた。1999 会計年度の最初の 9 ヶ月 (1998 年 8 月から 1999 年 4 月) で、13 社 (Raging Bull, Asimba, Virtual Ink, Ancestry.com, Furniture.com, HotLinks, Medical Village, NextMonet.com, ONElist, OneCore.com, eCircles.com, advoco.com, and Carparts.com) が買収されたが、その総額は約 \$10M に過ぎない。2000 会計年度の第一四半期 (1999 年 8,9,10 月) でも、11 社のマイノリティ投資が @Ventures 経由で行なわれたが、その総額は約 \$10.6M であった。

1998 年 10 月以降の IPO

1999 年 10 月、CMGI がマジョリティを所有 (89.6%) する NaviSite が IPO を果たした。約 5.5M 株を一株 \$ 14 で発行、所有割合が 71.8% に減じる一方で、約 \$ 69.6M を調達した。

ポータルをプラットフォームとした事業会社化戦略

AltaVista 買収は、CMGI の企業戦略の大きな転換点かも知れなかった。これまで同社は投資有価証券のキャピタルゲインから収益を得る「投資型モデル」の成功で脚光を浴びていたわけだが、この時点からより大きく「事業型モデル」へと企業戦略をシフトしたことになる。特にこの点についてウェダレルは「我が社はコンパックがやった以上に AltaVista に関して色々な手を打つことができる。Compaq はこれまで AltaVista に対する有効な戦略を提供してこなかった。」彼のもくろみは、「AltaVista のコンテンツやサービスを、CMGI グループ企業のネットワーク、例えば金融証券関連の人気掲示板である Raging Bull や

⁵ Judge, Paul. "CMGI Gets AltaVista - And a New Strategy". Businessweek Online, July 12, 1999.

Webキャストイング（Webを通じた放送サービス）のiCast等を用いて一段と充実させ、より多くのEyeballs（閲覧者）を引きつける」ことだった。

投資会社型から事業会社型へ重点をシフトすることはいくつかのメリットをもたらすと考えられた。一つは、投資有価証券の売却益に依存する投資型では、どうしても利益が不安定になりがちである（付表6）上、市況によって常に1940年投資会社法との抵触を気にしながらの事業運営を強いられるが、ポータルを中心とした事業型へのシフトによって、広告収入を中心としてより安定した収益構造が得られると考えられた。また、レイモンドジェームス投資顧問のアナリスト、フィルベンヨラ氏は「AltaVista買収は、よりスケールの大きなポータル戦略へと結びついていく可能性がある」と指摘している。すなわち、CMGIは「既にマイノリティ保有しているLycosやYahooとAltaVistaをパートナー関係にすることで、それぞれの強み（AltaVistaの検索機能、Lycosのパーソナライゼーションやコミュニティ機能）を組み合わせることでより強固な競争力を身につけられるかもしれない。しかしこの戦略には難点もある。Lycosの残余株を全て買い取ろうとする場合には、その時価が既に\$4Bという高額であること、また業界1位のYahooを完全に敵に回すことになるだろう。」⁶

積極的なベンチャー投資ファンド拡大

このように、1998年の10月以降、CMGIは投資部分の縮小、事業部分の拡大を続けてきたわけだが、2000年初頭以降、矢継ぎ早に大型VCを立ち上げている。2000年1月、BtoBのインターネット技術とインフラストラクチャー企業に特化したThe @Ventures Technology Fund（総額\$1B）を立ち上げた。これまでCMGIは、AltaVista、CarParts.com、Furniture.com、Lycos、MotherNature.com、RagingBullとBtoCへの投資を繰り返してきたが、今回のBtoB投資は、既に投資済みのChemdex、Engage、NaviSiteといったBtoB企業への投資をより強化するものとなる。

さらに2000年3月には、インターネットインフラに特化したCMGI @Ventures Global Partners Fund（総額\$1B）を、欧州、アジア、ラテンアメリカ市場向けに3社協同で立ち上げると発表した。（他の2社はHicks, Muse, Tate & Furst IncorporatedとPacific Century CyberWorks Limited。各社の出資額は\$500M、総額\$1.5B、投資開始は2000年後半。）

ICGと1940年投資会社法

40%ルールに抵触した「擬似インターネット投資会社」はCMGIだけではなかった。1999年5月、CMGIと類似したビジネスモデルで、約30社のネットビジネスにマイノリテ

6 Raynovich, Scott "CMGI may seek stability through portal strategy", Redherring.com, June 24, 1999.

イ所有の投資を行なっている Internet Capital Group も SEC から同様の警告を受けている。その後、ICG は 40% ルール 抵触 を避けるため、保有する投資有価証券を売却する一方、SEC に対しては投資会社法からの適用除外を申請、約 1 年のモラトリアムを認められた模様である。

こうした CMGI や ICG のケースは、SEC にとって、近年のアントレプレナーたちがウェブを中核にビジネスを構築するようになったごく最近になって発生し始めた現象であった。5
デイビスポーク投資マネジメント社のピエール・ド・セントファール氏は次のように語っている。「SEC は CMGI や ICG の一件を通じて、この問題に段々と慣れてきたようだ。しかし、だからといってマスコミは ICG のような企業をベンチマークキャピタル等の VC と同列に報道しつづけるだろうから、ICG にとって監視されつづける状況は変わらないだろう。10
ICG のような企業と VC に確かに違いはあるが、その違いは極めて捉えにくいものだ。」
「事業性の強い企業と投資性の強い企業を区別することは時に大変難しい。さらに SEC に
とって、ちまたで投資会社や VC として誤って報道されているような企業に投資会社法からの適用除外を認めることはもっと難しいだろう。」⁷

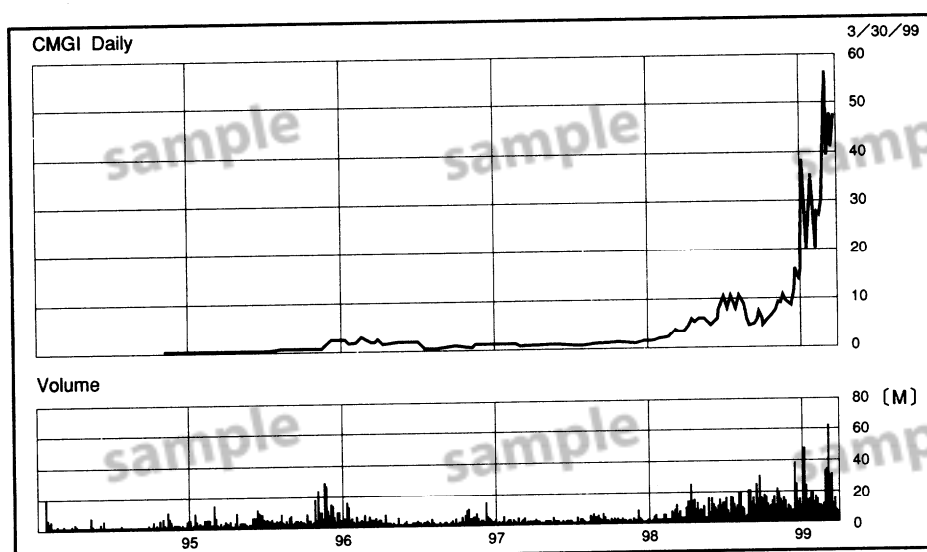
1999 年 9 月のウェダレルのインタビュー

「よく VC、投資会社と称されるが、創業以来ずっと事業会社だ。我々のベンチャー投資には二形態あり、長期戦略に基づくソリューション的な事業には直接出資・育成し、どちらかといえば自ら急成長する企業には VC 部門で出資する。ビジネス開発・育成部門と VC 部門の両翼から相乗効果を引き出し、出資企業の成長を加速させるのが CMGI のビジネス 20
モデルだ。全てを事業会社として手がけると、規模の巨大化につれて革新的な技術、アイデアに疎くなる。我々は事業会社としていくら大きくなっても、月に 2 千ものビジネスプランが舞い込む VC を持つことで、最先端技術との接点を失わない。これは非常に重要なプロセスであり、このビジネスモデルは規模が大きくなっていくほど強力になっていく。」⁸

7 The Standard.com. "Success a Danger for Internet Capital Group." November 29, 1999.

8 日経産業新聞 1999 年 9 月 14 日

付表1：CMGIの株価推移（1994年1月－1999年3月）



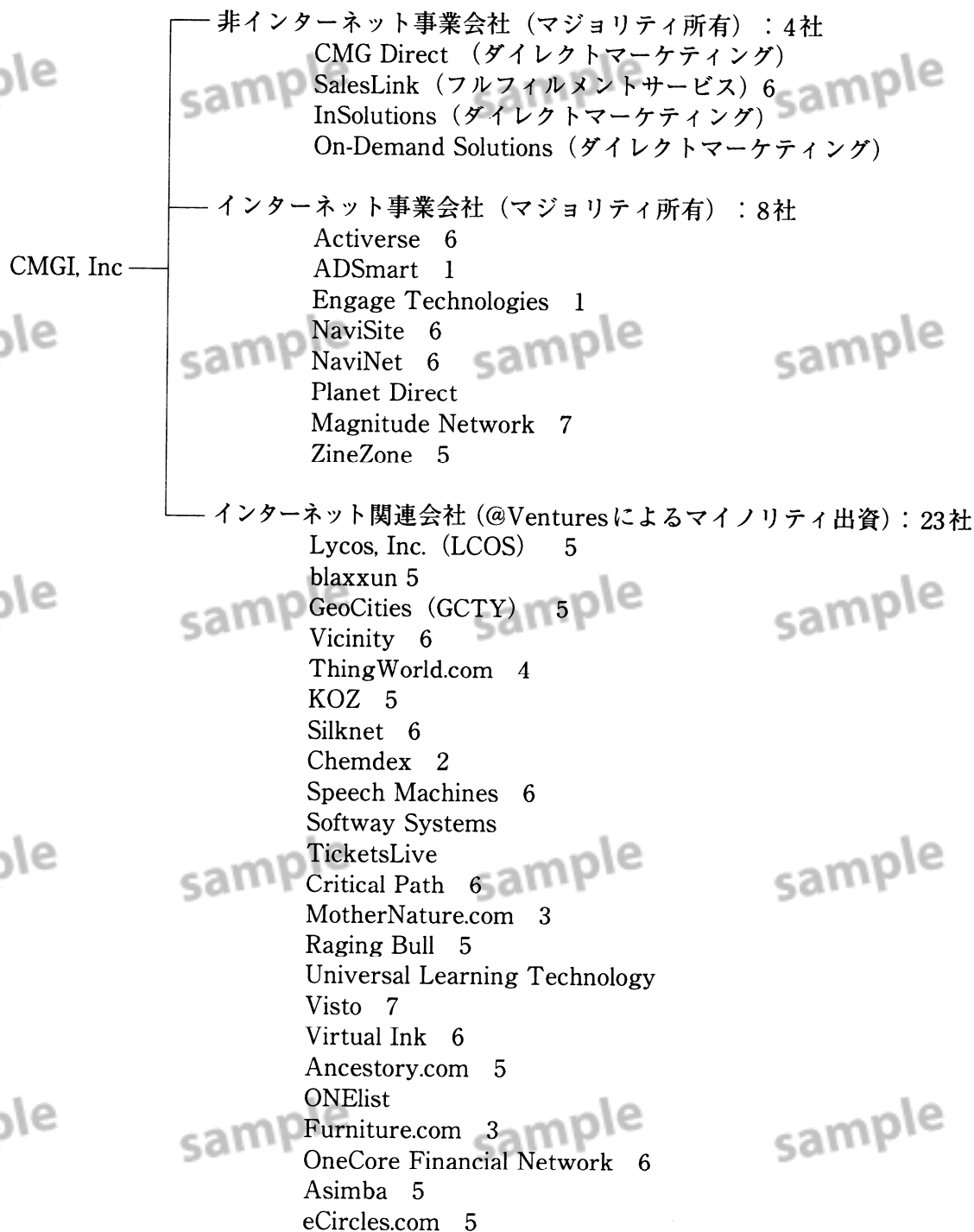
(上図は株式分割を加味した表示のため、株価が見かけ上約4分の1で表示されている。)

付表2：CMGIのセグメント別売上高と営業利益（1999年4月末）

	Three months ended April 30		Nine months ended April 30	
	1999	1998	1999	1998
Net revenues:				
Investment and development	\$10,610,000	\$2,208,000	\$20,424,000	\$14,539,003
Fulfillment services	\$33,045,000	\$15,937,000	\$99,608,000	\$41,431,003
Total	\$43,655,000	\$18,145,000	\$120,032,000	\$55,970,003
Operating income (loss):				
Investment and development	-\$35,632,000	-\$25,048,000	-\$77,991,000	-\$53,093,003
Fulfillment services	\$1,565,000	\$1,547,000	\$2,727,000	\$3,757,003
Total	-\$34,067,000	-\$23,501,000	-\$75,264,000	-\$49,336,003

付表3：CMGIの構造（1999年3月）

（各企業名の後ろの数字は所属する事業分野。下記注参照。）



注：非インターネット事業会社の一部を除き、上記企業は以下の4分野7分類の内のいずれかに該当している。

1. マーケティング・広告宣伝 (B to B)
2. 電子商取引 (EC) (B to B)
3. 電子商取引 (EC) (B to C)
4. コンテンツとコミュニティ (B to B)
5. コンテンツとコミュニティ (B to C)
6. 要素技術 (B to B)
7. 要素技術 (B to C)

付表4：財務諸表（1999年4月末に終了する四半期の10Qレポートからの抜粋。同社の会計上の期間は8月1日から7月31日まで）

CMGI, INC. AND SUBSIDIARIES
 CONSOLIDATED BALANCE SHEETS (連結貸借対照表)
 (in thousands, except share and per share amounts)

	April 30, 1999	July 31, 1998
ASSETS (資産)		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 41,758	\$ 61,537
Available-for-sale securities	886,242	5,764
Accounts receivable, trade, less allowance for doubtful accounts	30,216	21,431
Inventories	9,028	8,250
Prepaid expenses	5,757	2,991
Net current assets of discontinued operations	289	482
Other current assets	22,545	2,364
Total current assets	995,835	102,819
Property and equipment, net	17,885	13,403
Investments in affiliates	58,688	82,616
Goodwill and other intangible assets, net of accumulated amortization	148,348	57,496
Net non-current assets of discontinued operations	975	1,246

Other assets	24,851	2,238
	-----	-----
	\$1,246,582	\$259,818
	=====	=====

LIABILITIES AND STOCKHOLDERS' EQUITY (負債・資本)

Current liabilities:		
Notes payable	\$ 20,000	\$ 27,656
Current installments of long-term debt	4,849	16,594
Accounts payable	19,068	10,809
Accrued income taxes	--	10,085
Accrued expenses	31,509	18,731
Deferred revenues	5,084	4,932
Deferred income taxes	317,691	--
Other current liabilities	2,354	1,228
	-----	-----
Total current liabilities	400,555	90,035
Long-term debt, less current installments	16,878	1,373
Long-term deferred revenues	1,856	--
Deferred income taxes	10,407	15,536
Other long-term liabilities	7,020	4,428

Minority interest	83,868	15,310
Commitments and contingencies		
Preferred stock, \$.01 par value. Authorized 5,000,000 shares; issued 35,000 shares Series B convertible, redeemable preferred stock at April 30, 1999, interest at 4% per annum	35,305	-
Stockholders' equity:		
Common stock, \$.01 par value. Authorized 400,000,000 shares; issued 95,302,396 shares at April 30, 1999 and 92,135,772 shares at July 31, 1998	953	921
Additional paid-in capital	205,676	90,569
Net unrealized gain (loss) on available-for-sale securities	418,432	(436)
Unearned compensation	(717)	(1,442)
Retained earnings	66,349	43,524
Total stockholders' equity	690,693	133,136
	\$1,246,582	\$259,818

CMGL, INC. AND SUBSIDIARIES

CONSOLIDATED STATEMENTS OF OPERATIONS (連結損益計算書)

(in thousands, except per share amounts)

	Three months ended April 30,		Nine months ended April 30,	
	1999	1998	1999	1998
Net revenues	\$ 43,655	\$ 18,145	\$ 120,032	\$ 55,970
Operating expenses:				
Cost of revenues	42,169	17,230	114,917	45,180
Research and development	5,053	3,849	15,645	14,409
In-process research and development	4,500	9,250	4,500	10,125
Selling	11,282	6,203	26,452	21,951
General and administrative	14,718	5,114	33,782	13,641
Total operating expenses	77,722	41,646	195,296	105,306
Operating loss	(34,067)	(23,501)	(75,264)	(49,336)
Other income (deductions):				
Interest income	852	573	2,159	1,712
Interest expense	(1,062)	(775)	(3,295)	(2,261)
Gain on sale of Lycos, Inc. common stock	-	24,850	45,475	41,938

Gain on sale of Premiere Technologies, Inc. common stock	-	-	-	4,174
Gain on sale of Amazon.com, Inc. common stock	-	-	7,002	-
Gain on stock issuance by Lycos, Inc.	-	24,294	20,253	24,208
Gain on stock issuance by GeoCities	859	-	29,373	-
Gain on sale of investment in Sage Enterprises, Inc.	-	-	19,057	-
Gain on sale of investment in Reel.com, Inc.	-	-	23,158	-
Equity in losses of affiliates	(3,553)	(4,247)	(13,101)	(8,763)
Minority interest	275	-	479	(28)
	(2,629)	44,695	130,560	60,980
Income (loss) from continuing operations before income taxes	(36,696)	21,194	55,296	11,644
Income tax expense (benefit)	(9,473)	13,125	30,981	11,770
Income (loss) from continuing operations	(27,223)	8,069	24,315	(126)
Discontinued operations, net of income taxes:				
Loss from operations of lists and database services segment	(527)	(147)	(806)	(79)
Gain on sale of data warehouse product rights	-	-	-	4,978
Net income (loss)	\$ (27,750)	\$ 7,922	\$ 23,509	\$ 4,773

CMGI, INC. AND SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS (連結キャッシュフロー表)
(in thousands)

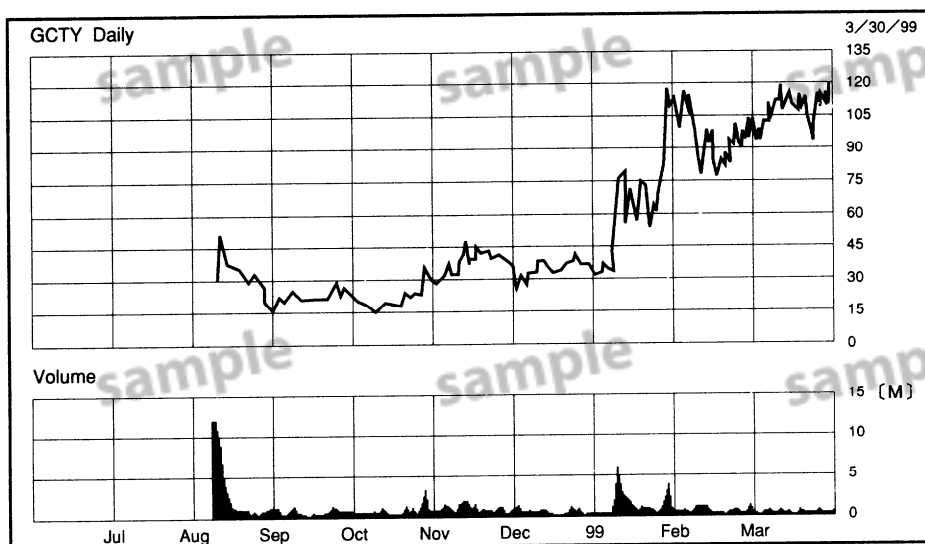
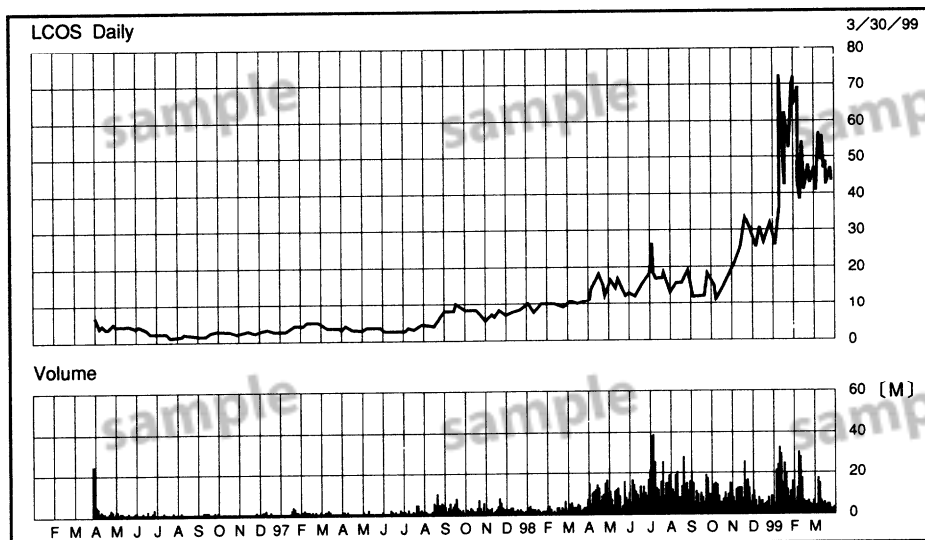
Nine months ended April 30,

	1999	1998
Cash flows from operating activities:		
Income (loss) from continuing operations	\$ 24,315	\$ (126)
Adjustments to reconcile income (loss) from continuing operations to net cash used for continuing operations:		
Depreciation and amortization	12,047	4,481
Deferred income taxes	18,810	6,680
Non-operating gains, net	(144,318)	(70,320)
Equity in losses of affiliates	13,101	8,763
Minority interest	(479)	28
In-process research and development	4,500	10,125
Changes in operating assets and liabilities, excluding effects from acquisition and deconsolidation of subsidiaries:		
Trade accounts receivable	(6,016)	(4,256)
Inventories	(778)	(4,947)
Prepaid expenses	(2,470)	(2,263)
Accounts payable and accrued expenses	13,834	3,387
Deferred revenues	4,947	2,619

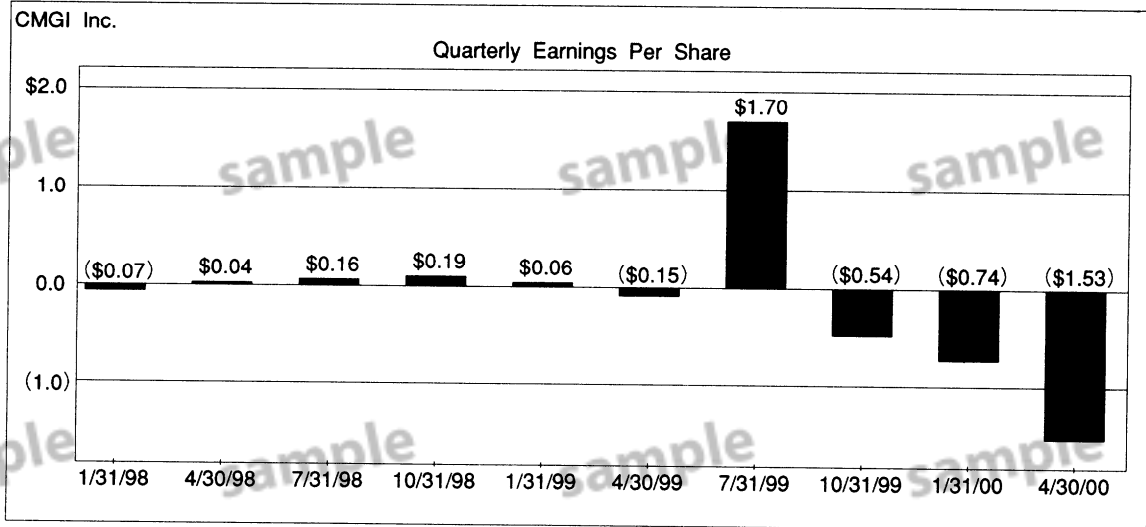
Refundable and accrued income taxes, net	1,042	8,539
Other assets and liabilities	(704)	(235)
	-----	-----
Net cash used for operating activities of continuing operations	(62,169)	(37,525)
Net cash used for operating activities of discontinued operations	(280)	(2,675)
	-----	-----
Net cash used for operating activities	(62,449)	(40,200)
	-----	-----
Cash flows from investing activities:		
Additions to property and equipment continuing operations	(7,760)	(4,103)
Additions to property and equipment discontinued operations	(63)	(114)
Purchase of available-for-sale securities	(31,123)	--
Proceeds from sale of Lycos, Inc. common stock	53,106	46,344
Proceeds from sale of Amazon.com, Inc. common stock	27,177	--
Proceeds from sale of Premiere Technologies, Inc. common stock	--	7,555
Proceeds from sale of data warehouse product rights discontinued operations	--	9,543
Investments in affiliates and acquisitions of subsidiaries, net of cash acquired	(49,383)	(13,913)
Reduction in cash due to deconsolidation of Lycos, Inc.	--	(41,017)
Other	1,600	217
	-----	-----
Net cash provided by (used for) investing activities	(6,446)	4,512

Cash flows from financing activities:		
Net proceeds from (repayments of) notes payable	(6,656)	706
Repayments of long-term debt	(4,904)	(2,377)
Net proceeds from issuance of Series B convertible preferred stock	49,805	--
Net proceeds from issuance of common stock	5,655	23,095
Net proceeds from issuance of stock by subsidiaries	5,925	477
Other	(709)	2,695
	-----	-----
Net cash provided by financing activities	49,116	24,596
	-----	-----
Net increase (decrease) in cash and cash equivalents	(19,779)	(11,092)
Cash and cash equivalents at beginning of period	61,537	59,762
	-----	-----
Cash and cash equivalents at end of period	\$ 41,758	\$ 48,670
	=====	=====

付表5：Lycos、Geocitiesの株価推移
 (各々IPO以降1999年3月まで。)



付表6：CMGIの一株あたり利益の推移



Quarter Ended:	10/31/98	1/31/99	4/30/99	7/31/99	10/31/99	1/31/00	4/30/00
Revenues	37.41	38.97	43.66	55.63	123.73	153.47	225.88
Net Income	38.39	13.15	(27.22)	397.87	(4.94)	(2.23)	(2.17)
Shares Outstanding	184.59	186.65	190.60	191.17	237.33	279.77	293.30
Earnings per Share: (Diluted) Net Income	0.19	0.06	(0.15)	1.70	(0.54)	(0.74)	(1.53)
Dividends	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

EPSを除き単位は〔M〕。発行株式数を除き単位は米ドル。カッコ内は損失。

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

Contents Works Inc.