



慶應義塾大学ビジネス・スクール

シーグラム株式会社

1995年3月、シーグラム株式会社の社長兼CEOでもあるエドガー・ブロンフマン・ジュニアは、MCAを松下電器産業から買収して、エンターテインメント事業に参入しようとしていた。同時に、その買収資金を、どのような方法で調達すべきかを検討していた。

ブロンフマン家¹

ブロンフマン家（姓はイディッシュ語（中・東欧およびアメリカのユダヤ人が用いるドイツ語の変種）で「ウイスキーマン」の意味）は19世紀末にロシアから難民としてカナダに上陸した。エドガー・ブロンフマン・ジュニアの祖父であったサミュエル・ブロンフマンは3人の兄弟とともに、マニトバでホテル事業を始めた。しかし、これらホテルは、実際には売春宿であった。サム・ブロンフマンは、1924年にトロントに会社を設立し、1928年には、カナダの醸造会社であったジョセフ・E. シーグラム&サンズを買収した。当時は、アメリカの禁酒時代であり、アメリカとの国境ビジネスが盛んに行われていた。サム・ブロンフマンは、ジョセフP. ケネディと同様に、酒の密造・密輸で財産を築き上げた。しかし、サム・ブロンフマンは、汚れた事業で財産を築いた成り上がり者とみなされたことや彼がユダヤ人であったことのために、1920～1930年代のカナダ社会では疎外され、「格」の高いMount Royal Clubへの加入も断られた。

長男のエドガー・ブロンフマンは父の事業を引き継いだ。1953年にはローブ(Loeb)家の女性と結婚した。ローブ家は、リーマン家、リュイゾーンズ家とともにユダヤ

¹ この節の多くは、次の資料によるものである。
Edward Klein, "Edgar Bets The House," *Vanity Fair* (July 1995), pp. 73, 81 and 129

このケースは、慶應義塾大学教授の鈴木貞彦が同大学院経営管理研究科でのクラス討議のために、公表資料にもとづいて作成したものである。このケースは経営の巧拙を例示するためのものではない。（1996年1月作成：1996年7月訂正）

Copyright © by Professor Sadahiko Suzuki of Graduate School of Business Administration, Keio University, Japan. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, used in a spreadsheet, or transmitted in any form or by any means - electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise - without the permission of the author. (Prepared in January 1996).

・アメリカン家のなかでも最も家柄の良い家族の一つとみられていた。¹ そのため、この結婚によりブロンフマン家の社会的な「格」も高まった。エドガー・ブロンフマン家は、1963年にニューヨークに移った。しかし、次男のチャールス・ブロンフマンはカナダにとどまって、ユダヤ人の問題に関して積極的に活動するとともに、野球チームのエキスポの創設時のオーナーの一人となった。

エドガー・ブロンフマン・ジュニアは、エドガー・ブロンフマン（シニア）の次男であった。しかし、エドガー・ジュニアは、19カ月年上の長男のサミュエルⅡ世よりもリーダーシップがあるといわれていた。しかし、エドガー・ジュニアは、父の女性問題から、両親が離婚してからは、父親との関係は悪化し、家のなかでも3人の兄弟・1人の妹にとって父親の役を果たすほどになった。エドガー・シニアは、1973年にイギリスの貴族の女性と結婚したが、間もなくこの女性とも離婚した。（その後も含めて、エドガー・シニアは5回結婚を繰り返した。）

エドガー・シニアの2回目の結婚が終わった頃、エドガー・ジュニアはハリウッドで生活するようになっていた。1971年初め、エドガー・ジュニアは映画制作に430千ドルを支出するように父親を説得した。その結果、エドガー・シニアはフィルム・プロデューサーとしてディビッド・パトナム、スクリーン・ライターとしてアラン・パーカーを雇った。エドガー・ジュニアは「使い走り」としてロンドンで働いた。翌年も、エドガー・ジュニアはディビット・パトナムのもとでロンドンで働いていた。さらに、高校在学中から、ブロードウェイのプロデューサーのブルース・スタークとも親しくなった。1973年に高校を卒業した後は、大学には進まず、エンターテインメントの世界で過ごした。ポップ・ソングの作詩なども行い、ディオンヌ・ワーウィックとも親しくなった。（その後、エドガー・ジュニアはワーウィックの曲「Whisper in the Dark」の詩を書いた。）1979年、エドガー・ジュニア（24歳）は、ワーウィックに紹介されていた黒人女優シェリー・ブリューワーと、エドガー・シニアの激しい反対にもかかわらず、結婚した（1991年に離婚）。また、エドガー・ジュニアは映画界のマイケル・ダグラス、ベリー・ディラー、マイケル・オービツなどとの交遊を深めた。

1982年、エドガー・ジュニアは、共同制作者として、パトナムとともに、ユニバーサル・ピクチャーズのために、「ザ・ボーダー」など2本の映画を製作した。しかし、それは、興行的には失敗であった。その「ボーダー」のプレミア・ショウの席に、エドガー・ジュニアは、周囲に説得されて、エドガー・シニアを招待した。エドガー・シニア（51歳）は、会社の仕事に次第に疲れており、このショウの翌日、エドガー・ジュニアにシーグラムに入社するように要請した。兄のサミュエル・ブロンフマンⅡ世（現在は、シーグラム・クラシックス・ワイン・カンパニー（カリフォルニア州）の社長）の勧めもあって、

¹ ローブ家は19世紀ドイツ系ユダヤ人であり、証券会社のKuhn, Loeb & Company を創設していた。

エドガー・ジュニア（26歳）はシーグラムに入社した。1986年には、エドガー・シニアは、シーグラムの経営をエドガー・ジュニアに託することを発表し、エドガー・ジュニアがシーグラムの経営を引き継ぐことになった。¹

1995年現在、シーグラムは小さな本社をモンリオールにおいていた。しかし、モンリオールに滞在していたのは、叔父のチャールス・ブロンフマン氏（シーグラムの共同会長、63才）だけであった。エドガー・ブロンフマン親子はアメリカ市民であり、ニューヨークに滞在していた。エドガー・ブロンフマン・シニア（65才）は、シーグラムの会長であると共に、世界ユダヤ・ kongress の代表理事を務めていた。エドガー・ジュニアは、1990年にシーグラムの社長に、1994年6月にCEOに就任した。1994年には、エドガー・ジュニアは、ベネズエラの石油富豪の娘クラリッサ（カトリック教）と2年半もの期間をかけてプロポーズした結果、結婚した。エドガー・ジュニアは39歳で、1995年5月に40歳の誕生日を迎えることになっていた。1995年現在、エドガー・ジュニアは、5曲のオリジナルから、その著作権料を受け取っていた。彼は、今でも、時間があれば作詩を続けており、8月に発売するブルース・ロバーツのCDに入る曲にも詩を書いていた。

最近、エドガー・ブロンフマン・ジュニアは、エンターテイメント、コンピューター、コミュニケーション業界のリーダー達とも交遊を深めていた。1994年7月には、投資銀行家のハーバートA. アレン氏がアイダホ州サン・ヴァレイに持っている牧場で開かれた「新エスタブリッシュメント」と言われている人々の第12回のアニュアル・コンファレンスにも初めて招かれた。（参加メンバーについては付属資料25を参照）。

1995年現在、ブロンフマン一族はシーグラムの発行済株式総数の36.4%を所有していた。

シーグラムの飲料事業

シーグラムの事業の伝統的な強みは、「ブラウン」物ドリンクであり、それにはウイスキーのクラウン・ローヤルやシバス・リーガルのブランドが含まれていた。しかし、若年ドリンカー達は、クリアなウォッカやもっと優しい「ホワイト」物ドリンクに移っていた。

エドガー・ブロンフマン・ジュニアは、シーグラムの経営陣に加わってからは、ロンドンでヨーロッパ事業を担当した。1984年には、アメリカに戻って、ワイン・クーラー事業を担当した。エドガー・ジュニアは、俳優のブルース・ウイリスを起用して積極的な広告宣伝を行い、ワイン・クーラーの売上を飛躍的に伸ばすことに成功した。その後、エドガー・ジュニアは、シバス・リーガルについても独創的な広告を積極的に展開して、売

¹ この決定は、父親のエドガー・シニアおよび長男のサムにとっても、苦渋に満ちたものであったと言われていた。叔父のチャールスも、最初、エドガー・ジュニアが後継者になることに反対し、一族にとって最初の亀裂であったと言われていた。

Ken Auletta, "Rising Son," The New Yorker (June 6, 1994), p. 62

上高を大幅に伸ばした。

1985年、エドガー・ジュニアは、他の著名な経営者達とタイム・インクが主催したアジアへの旅に加わった。エドガー・ジュニアは東南アジアで、フランスの植民地時代の影響もあって、コニャックの人気の高いのに驚いた。そこで、エドガー・ジュニアは世界第2位のコニャック・メーカーのマーテル S.A. (フランス、1715年創業) を買収することにした。エドガー・ジュニアは、マーテル一族を長い時間をかけて説得して、1988年4月に、マーテル・ブランドを約 820百万ドルで買収した。エドガー・ジュニアは、10年後には、アジアはシーグラムの事業の40% を占めるほどに伸びるであろうと予想していた。¹

1980年代も終わる頃になって、エドガー・ジュニアは、シーグラムをプレミアム・ブランドに焦点を絞った会社として位置付けることにした。安いスピリッツやワインはマージンが低かったのに対して、高級品は小売価格が高く、マージンも高かった。このため、エドガー・ジュニアは、低級品ブランドの割合を削り、1992年頃には、23種類の高級なアメリカのブランドに絞った。この結果、シーグラムは北米での販売数量が若干減少したにもかかわらず、過去最高の利益を記録した。

1993年末、シーグラムはアブソリュート・ウォッカの販売権を競争相手のグランド・メトロポリタンから700百万ドルで奪い取った。1994年2月には、アブソリュート・ウォッカの販売を北米で開始した。そして、1994年には、シーグラムは、バーでの若いドリンクに人気のある上級ブランドのパトロン・テキーラの販売権をセント・マーティン・スピリッツ社から買い取った。

しかし、一方では、シーグラムは、ドイツとフランスにおいて、バレンタイン・スコッチ・ウイスキーの流通契約を失った。これに対して、極東地域、とりわけ、韓国、台湾、中国でスピリッツとワインの売上を伸ばした。日本では、1994年になってキリンとの合弁会社が「シバスリーガル12年」の売上高を大幅に伸ばした。また、ラテンアメリカでは、ヴェネズエラやメキシコが社会的・経済的な不安定になったことによって、業績は低迷していたが、ブラジルでは利益は大幅に伸びていた。

このような商品構成や地域構成の変更によって、シーグラムのスピリッツ・ワイン事業の営業利益は、1995年1月に終わる年度において4%増加して690百万ドルとなった。アブソリュートの貢献のほかにも、ラップのスヌープ・ドギー・ドッグの「ジン・アンド・ジュース」というヒット・ソングの御陰もあって、シーグラムのジンは大幅に伸びた。

一方、ジュースの分野では、1988年4月、ブロンフマン・ジュニアは、トロピカーナ・プロダクツをベアトリス・フーズから12億ドルで買収した。トロピカーナはアメリカのピュア・プレミアムおよび濃縮飲料の事業で41%のマーケット・シェアをとっていた。しかし、トロピカーナを買収したことのキャッシュ・ベースでの収益率は10%にとどまっておらず、シーグラムが期待したほどの業績をあげていなかった。このため、シーグラムは、

¹ Ken Auletta, "Rising Son," The New Yorker (June 6, 1994), p. 62

トロピカーナを補強する必要に迫られていた。シーグラムは、さらに、冷やしたオレンジ・ジュースを他の製品に利用することによって製品を多角化しようとした。シーグラムはトロピカーナ・ツイスターというフルーティなドリンクを発売して若者層に発売しようとした。しかし、コカコーラやペプシもそれぞれフルーティな製品をスーパーマーケットで発売した。

ジュース事業は、世界全体では年率5%で拡大していた。トロピカーナは、日本では、キリンとの合弁会社キリン・トロピカーナ(1990年設立)を通じて、売上を大幅に伸ばしていた。それにもかかわらず、ジュース業界の競争は激しく、1995年1月に終わる年度において、トロピカーナは営業利益を減らした。1995年1月、シーグラムは、ドール・フード・カンパニーからグローバル・フルーツ・ジュース事業を285百万ドルで買収した。

シーグラムにおける飲料事業の見直し

エドガー・ジュニアがシーグラムの経営に参加してからは、シーグラムは以前よりも事業の焦点を絞った会社になったと評価されていた。エドガー・ジュニアは、チームワークや事業部間の協力を促進するなどして、シーグラムに新しい企業文化を持ち込もうとした。さらに、エドガー・ジュニアは飲料事業に「リエンジニアリング」プロジェクトを導入して、注文・流通の仕組みを改善するとともに、飲料事業の見直しをしていた。¹ このような取り組みは、大規模なグロスリーや倉庫型バイヤー・クラブによって流通が変化していることに対応するものであった。

そのような努力にもかかわらず、アルコール飲料事業は政府の規制が多く、事業展開に制約が大きかった。さらに、最近では消費者の健康志向も強まり、アルコール飲料に対する好みは減退していた。アルコール飲料のピークは1980年代であり、国際的な競争相手のギネスやランド・メトロポリタンは利益を減少させていた。シーグラムでは、コニャックとスコッチ・ウィスキーは過去2年間で数量ベースで27%近く増加した。しかし、金額ベースで、スコッチ・ウィスキーは1978年にピークをつけた後、減少していた。コニャックも1990年にピークをつけた後、大幅に減少していた。このようなこともあって、スピリッツやワインの事業は、余り魅力的である事業とは見られなくなっていた。

シーグラムの多角化事業

シーグラムは、長年にわたって、スピリッツやワイン事業以外の望ましい事業を模索していた。その一つは映画事業であった。エドガー・シニアは、最初にパラマウントの株式を買いに入った。さらに、エドガー・シニアは、1967年に、メトロ・ゴールドウィン・メイヤー(MGM)の15%を40百万ドルで取得した。そして、タイムとMGMとを併合させようとした。しかし、この目論見はうまく行かず、2年後にシーグラムは約10百万ド

¹ Bernard Simon, "A curable romantic," *Financial Times* (April 8/9, 1995), p.10

ルの損失を出して、その株式をカーク・カーコリアンに売却せざるを得なかった。

エドガー・シニアが試みたもう一つの分野は、石油関連の投資であった。すなわち、シーグラムは、1953年にアメリカの石油事業に投資をした。1980年、シーグラムは、そのアメリカ国内の石油・ガス関連資産を売却したが、それによって20億ドルの利益をあげるとともに、23億ドルの現金を得た。¹ そこで、その資金をもとにして、1981年、シーグラムは、32.8億ドルで石油会社コノコを買収しようとした。しかし、最終的には、デュポンがコノコを買収した。このため、シーグラムは、買収合戦の過程で所有したコノコの株式をデュポンの株式と交換し、デュポンの株式を24.2% (164.2百万株) も取得することになった。結果的には、このデュポン株式の取得はシーグラムにとって幸いした。もし、シーグラムがコノコを買収していれば、それはシーグラムにとっては悲惨なものになっていたはずであった。すなわち、1981年当時は、石油のブームの頂点にあったが、その後、石油価格は低迷し、1995年現在にいたるも完全には回復していなかった。これに対して、デュポンは、大手化学会社のなかでは業績が相対的に優れており、高い利益をあげていた。最近では、デュポンの利益に対する持分は、シーグラムの連結利益の半分近くを占めるほどになっていた。

シーグラムは、デュポンの株式の24.2% も所有し、デュポンの取締役会 (16人) で4人の取締役の席を持っていた。² それにもかかわらず、シーグラムは、デュポンの経営については受け身であった。すなわち、シーグラムはデュポンとの間で、停止(standstill)契約を結んでおり、デュポンが自社株の買戻しや新株発行を行うにあたって、シーグラムの持株比率が25% を超えないことになっていた。また、シーグラムがデュポンの株式を売却するにあたっては、デュポンが優先拒否権をもつことになっていた。このため、エドガー・ジュニアは、このような状況は、シーグラムの経営面からは不健全なものであると見ていた。

ブロンフマン氏の事業戦略

ブロンフマン氏は、次のように述べていた。³

「私は自分自身に問いかけています。私の父が私にバトンを渡したように、私がバトンを渡すときには、どのような会社にして去りたいのであろうかと。そして、その答えとして、私は、会社の成長が、スタンダード・アンド・プア500社指数の伸び⁴を上回るような成長を遂げるようにして会社を去りたいと思っています。」

¹ Kathryn Harris, "Edgar in Hollywood," Fortune (April 15, 1996), p. 108

² その見返りに、デュポンはシーグラムに2人の取締役を派遣していた。

³ Edward Klein, "Edgar Bets The House," Vanity Fair (July 1995), p. 73

⁴ スタンダード・アンド・プア 500社指数は1994年までの50年間で年率平均 (複利) で約8%伸びていた。

このようなことから、エドガー・ジュニアは、彼の父親が投資したデュポンに匹敵するような投資機会を探索した。最初、エドガー・ジュニアはシーグラムのコア事業を検討した。しかし、スピリッツとワインの分野は成熟しており、メガ・サイズの事業機会を見いだすことは難しいと結論した。さらに、エドガー・ジュニアは、芳香品関連やラクシャリー品の事業も検討した。しかし、この分野もメガ・サイズの事業機会を提供してくれ 5
そうには思われなかった。¹

1992年夏、エドガー・ジュニアは、エドガー・シニアとともに、サン・ヴァレイ（アイダホ州）にあるエドガー・シニアの別荘において、オービッツ氏から、コミュニケーションズ革新の将来についての非公式のプレゼンテーションを受けた。² その後、シー 10
グラムの取締役会において、オービッツ氏から、公式のプレゼンテーションを受けた。1993
年冬、エドガー・ジュニアは、シーグラムのオフィスにおいて、エンターテイメント業界
のM&A専門家であるハーバート・アレン・ジュニア（投資銀行アレン・カンパニーの社
長兼CEO）の意見も求めた。さらに、エドガー・ジュニアは、長年シーグラムの投資ア
ドバイザーであったフェリックス・ロハティン（ラザール・フェレル）やゴールドマン
・サックスの人々の意見も求めた。これら4者の意見は一致していた。すなわち、それは、 15
コミュニケーションズ事業は今後急成長すること、および、コンテンツをコントロールす
るインフォメーション・エンターテイメント会社の将来性が高いこと、に集約されていた。

このような探索を行った後、エドガー・ジュニアは、コミュニケーション・メディア
・エンターテイメントの分野が、多額の資金を生み出す可能性が高いと確信した。彼は、
1990年代がテレビ、音楽および映画製作などのエンターテイメントの分野において、ポピ 20
ュラー文化と革新的テクノロジーが爆発する時代であると考えようになった。彼は、エン
ターテイメント事業が、アメリカで5番目の速い成長を遂げている産業であると認識し、
これは、1940年代や1950年代の石油や化学と同じ流れにある、と見るようになった。そし
て、今後、映画、TVショー、レコードのグローバル・マーケットがさらに爆発的な拡大
を続けると予想するようになった。 25

このため、エドガー・ジュニアは各種のエンターテイメント・インフォメーション
のアウトレットのために「生産」を行っている会社、すなわち、映画、テレビ、音楽、出
版等の会社に投資をするべきであると考えようになった。その結果、シーグラムは焦点
をハリウッドのスタジオに絞り込んだ。しかし、当時は、ソニー・ピクチャーズ、MCA、
21世紀フォックスは売りに出されていなかった。ディズニーは強力な経営陣のもとで、株 30
価は高く、買収することは難しかった。この結果、エドガー・ジュニアは投資対象を2社

¹ Ken Auletta, "Rising Son," The New Yorker (June 6, 1994), p. 64

² マイケル・オービッツ氏は、Creative Artists Agency の会長であり、彼の父親はシーグラムのディストリビューターで45年もの長い期間にわたって勤務していた。マイケル自身ブロンフマン家の人々とは長年にわたっての知り合いであった。

Ken Auletta, "Rising Son," The New Yorker (June 6, 1994), p. 64

に絞った。すなわち、パラマウントを所有していたヴァイアコムとタイム・ワーナーであった。しかし、ヴァイアコムは、タイム・ワーナーよりも事業領域の幅が狭かった。例えば、パラマウントは音楽事業を持っていなかった。ケーブル・プログラミングの面でも劣っていた。経営陣も、ヴァイアコムはタイム・ワーナーよりも劣ると見られていた。

エドガー・ジュニアは、タイム・ワーナーへの投資によって成果を得るには、タイム・ワーナーの全ての株式を買収する必要はないと思った。タイム・ワーナーには大株主は存在しておらず、どの株主も取締役会に代弁者を送っていなかった。そこで、エドガー・ジュニアは、シーグラムが大株主になれば、取締役会に代弁者を送る機会を持てるのではないかと思った。

1993年2月、エドガー・ジュニアは、上級執行副社長兼CFOのバナー氏の助言のもとに、シーグラムの取締役会を説得して、タイム・ワーナーの株式の4.9%（ディスクロージャーが必要となる5%を下回る水準）を密かに購入することにした。1993年5月、シーグラムのタイム・ワーナー株が「5%水準」を超えた時点で、シーグラムは21.124百万株（約5.7%）を取得したことを発表した。この時点になって初めて、エドガー・ジュニアはタイム・ワーナーのCEOであったレヴィン氏に電話して、15%まで買い増すことを伝えた。同時に、それは「友好的」な投資であり、デュポンの株式取得がシーグラムにとって「受け身」の投資であるのと同様に、タイム・ワーナーの株式取得もシーグラムにとって「受け身」の投資であると伝えた。その後、シーグラムは、タイム・ワーナーの株式を買い増し、1994年1月末までに44.2百万株（11.7%）に、1995年1月末までに、12.6百万株を追加的に取得して、合計56.8百万株（持株比率を14.9%）に高めた。このタイム・ワーナーの株式取得に21.7億ドル（1株平均38.20ドル）をつぎ込んだ。この取引において、投資銀行家のアレン氏もエドガー・ジュニアを支援した。

ところが、タイム・ワーナーの取締役会は、シーグラムの意図に疑いを持ち、1994年1月20日、シーグラムによるTOBを防止するために毒薬条項を導入して、シーグラムが15%以上の株式を所有することを防止するための対抗策をとった。そこで、エドガー・ジュニアは、タイム・ワーナーが150億ドルにもものぼる利付負債を抱えていたことに注目して、30億ドルの資金を援助するとともに、見返りとして、持株比率を高めることと若干の数の取締役をタイム・ワーナーに送り込むことをタイム・ワーナーのレヴィン会長に提案した。しかし、レヴィン会長は、シーグラムによる「忍び寄る」買収を恐れて、この提案も断った。¹ このため、シーグラムとしては、それ以上前進することも難しくなっていた。

このようなこともあって、1994年6月にトロントで開かれた会合において、エドガー・ジュニアは、シーグラムがタイム・ワーナーに投資をしたこと、それに伴って、飲料事業からエンターテイメント事業へ焦点を移していることについて、アナリスト達から厳

¹ Edward Klein, "Edgar Bets The House," Vanity Fair (July 1995), p. 130

しい質問を浴びせられた。¹

MCAの買収

このような時、シーグラムのバナー氏は、MCAが売りに出されているというシグナルを察知した。バナー氏は、1991年に松下電器がMCAを買収した当時は、シンプソン・サッチャー・アンド・バートレットという法律事務所で働いていたが、その後エドガー・ジュニアに見込まれてシーグラムの財務・法務・戦略計画担当副社長になっていた。このため、シンプソン・サッチャー・アンド・バートレットが松下電器にMCAの評価のために雇われたとの情報も早い段階で掴んだ。さらに、バナー氏は、松下電器の顧問弁護士であった高田氏とも、MCAの買収の件で仕事をして以来、知り合いの仲であり、1995年10
初めにも話をする機会があった。このため、高田氏が1月下旬にバナー氏を訪ねてきた時に、バナー氏はエドガー・ジュニアを呼んで、二人が挨拶をする機会を作った。

エドガー・ジュニアは、シーグラムがエンターテインメント事業に参入するのであれば、MCAは、取得可能な6つの「席」（大手のフィルム・スタジオ）の一つである、と評価していた。このため、エドガー・ジュニアは、是が非でも、MCAを買収したいと考えた。2月27日に、バナー氏はシャーマン・アンド・スターリングという法律事務所のス
15
テファン・フォルク氏と接触して、彼にシーグラムの代理人になってもらい、MCAを買収するための準備体制を整えた。²

一方、エドガー・ジュニアは、MCAの買収には複数の会社が関心を持っていることを知っていた。1年半ほど前には、松下電器の役員が、TCIにMCAの25%近くを売却
20
するために、デンバーまで出掛けて、マローン会長と討議したことがあったのを知っていた。最近では、フィリップス、ニューズ・コープおよびバーテルズマンの各社が松下電器に接触していると推察していた。また、パールマン氏が買収案を準備しているとも言われていた。

このため、エドガー・ジュニアは、アドバイザー達だけに松下電器との交渉を任せ
25
ておけないと考えた。エドガー・ジュニアは松下電器の森下社長との間で個人的な信頼関係を築くことが何よりも重要であると判断し、森下社長と直接会って話し合いをすることの手だてをつくした。そして、シンプソン・サッチャー・アンド・バートレットに準備してもらって、大阪の松下電器を訪問することになった。³ 3月6日午後、エドガー・ジュニアは、スタッフもアドバイザーも連れずに、単身で、16時間ノン・ストップで、自家用
30
機のガルフストリームIVに乗って関西空港に着いた。飛行機のなかで、エドガー・ジュニアは、森下社長が役員達に行ったスピーチなどを読んで準備した。エドガー・ジュニアは、

¹ Mark Landler, "Rewriting the Script for Seagram," The New York Times (April 7, 1995), p. D3

² バナー氏は1995年3月2日に病院で、肺癌と診断され、11週間後に亡くなった。

³ Ken Auletta, "The Consigliere," The New Yorker (May 22, 1995), p. 34

「森下氏のスピーチは、長文で詳細にわたっていること、直截的で、決意に満ちていて、随所で非常に遠慮会釈のないことを述べている」と思った。これらのことから、森下氏はエドガー・ジュニアがこれまで知っている日本の経営者達とは非常に異なる人物であると推察した。そして、「もし、森下氏が真剣にこの取引をまとめたかと思っ

て、あまり儀礼的なことに時間をかけないであろうと感じた。」¹
関西空港に着いて、くつろぐ時間もなく、ブロンフマン氏は、その日の晩に京都にある松下電器のゲストハウスで開かれたデナーに駆けつけた。翌朝は、8時30分から、ブロンフマン氏は、森下社長と、通訳を入れての話し合いを続けた。この話し合いで、ブロンフマン氏は、映画と音楽についての彼の造詣を熱っぽく話した。また、森下社長に対して、MCAが優れた資産を持っており、競争力のある収益力のあるコミュニケーション企業になるであろうことを説明した。すなわち、MCAは、ターナー・ブロードキャスティング・システムに次いで世界で2番目に大きなフィルムとTVライブラリーを持っていること、音楽部門は強力であり、キャッシュ・フローも高いこと、テーマ・パークの分野では、ディズニーと競争できる唯一の会社であること、さらに、フィルム・スタジオは業績が低迷しているものの、大きな資産であること、などを情熱を込めて説明した。

その一方で、ブロンフマン氏は、買収価格のつり上げ競争につながる入札には参加しないことを伝えた。もし、松下電器が、売却交渉を迅速に進めたいと考えているのであれば、MCAの各事業についての試算評価額を見せてもらいたいと伝えた。さらに、シーグラムが買収提案を作成する間、シーグラムだけに買収交渉権を与えてくれるように要請した。

ブロンフマン氏との話し合いの結果、松下電器は、MCAについての入札を行わないこと、シーグラムだけに排他的な交渉権を与えること、の二つの条件を受け入れた。しかし、一方で、森下社長はブロンフマン氏に対して、松下電器がシーグラムと交渉を行っていることについての秘密を守ることを条件とした。²

その後、3月24日には、シーグラムは買収提案書簡を完成させ、松下電器に郵送しようとしていた。これに対して、ブロンフマン氏は、森下社長との間で築きあげた個人的な信頼関係がこの取引を成立させるかどうかにとって、決定的に重要であると思っていた。しかも、提案書のなかには文書では十分にブロンフマン氏の意図を伝えにくい部分もあった。このため、ブロンフマン氏は、自分が日本に行って直接説明したほうがよいと考えた。ところが、アドバイザー達のなかには、ブロンフマン氏が日本に再び出掛けることに反対する人もいて、激しい議論になった。結局、日本人のことを一番よく知っていると思われるオービッツ氏が、個人的な「外交」を進めることに賛成したことで、結論が出た。

¹ Edward Klein, "Edgar Bets The House," Vanity Fair (July 1995), p. 131

² Edward Klein, "Edgar Bets The House," Vanity Fair (July 1995), pp. 77-78

3月26日、ブロンフマン氏は再び大阪の松下電器を訪れた。¹

ブロンフマン氏は、MCAの株主資本の評価額として70億ドルを下回る値を提示した。これに対して、松下電器は、当初100億ドルを希望しており、70億ドルを下回る評価額は低すぎる、と答えた。²この頃になって、松下電器がMCAの売却交渉をシーグラムと行っているということがマスコミにキャッチされた。その結果、パールマン氏のニュー・ワールド・コミュニケーションやドイツのバーテルズマン等が関心をもっていることが明らかになった。³このようなこともあってか、ブロンフマン氏が帰国して間もなく、松下電器が入札を行うという噂が流れた。このため、シーグラムは、価格を引き上げることも検討した。しかし、アレン氏とオービッツ氏は、ゴールドマン・サックスとシンプソン・サッチャー・アンド・バートレットと共に、松下電器とシーグラムとの取引を事実上「封印」していた。⁴

ところで、エドガー・ジュニアは個人的な興味だけでMCAの買収に動いているわけではなかった。タイム・ワーナーの株式を購入した時も、外部のアドバイザーへの相談も含めて長い時間をかけた結論であった。⁵シーグラムの締役会でも、ブロンフマン一族関係者は少数に止まっており、エドガー・ジュニアとしては組織の一員としての行動をしている、とされていた。一方、エドガー・ブロンフマン・シニアは、シーグラムが情報・娯楽産業にシフトすること自体については「正しい選択」であるとして同意していた。⁶しかし、MCAを買収することについては、エドガー・ブロンフマン・シニア（シーグラムの会長）と叔父のチャールズ・ブロンフマン（シーグラムの共同会長）の二人は反対した。⁷特に、叔父のチャールズ・ブロンフマンはMCAへの投資を疑問視していた。⁸シーグラムの取締役のなかには、エンターテイメント産業に参入するのが目的であるならば、タイム・ワーナーの株式を買い増すか、会社全体を買収すべきであるという意見もあった。⁹

このようなことから、エドガー・ジュニアとしてはMCAの買収にあたっては、あまり寛大な条件を出しにくい状況になっていた。

4月9日、シーグラムは、松下電器との合意に達して、ロスアンゼルスで調印式を行うことにこぎつけた。シーグラムは、MCAの株主資本を71.3億ドルと評価することで

¹ Edward Klein, "Edgar Bets The House," Vanity Fair (July 1995), pp. 130-131

² Edward Klein, "Edgar Bets The House," Vanity Fair (July 1995), p. 131 ; 4月初めの段階では松下電器は90億ドル前後を希望していたと報道されていた。

Geraldine Fabrikant, "Seagram Is Seen in Talks For Deal to Acquire MCA," The New York Times (April 6, 1995), p. D2

³ ⁴ Ken Auletta, "The Consigliere," The New Yorker (May 22, 1995), p. 34

⁵ Bernard Simon, "A curable romantic," Financial Times (April 8/9, 1995), p. 10

⁶ 御影雅良, 「松下対MCA『すれ違いの戯曲』」週刊ダイヤモンド (1995年5月20日), p. 33

⁷ Eben Shapiro and Laura Landro, "Seagram's Plan To Sell Holding Hurts Its Stock," The Wall Street Journal (April 5, 1995), p. A3

⁸ 5月31日の取締役会で問題視したとのことである。

⁹ Eben Shapiro and Suein L. Hwang, "Seagram Discusses Selling Interest in DuPont Back to Chemical Firm," The Wall Street Journal (April 4, 1995), p. B6

合意した。¹ また、松下電器はMCAの株式を20% 所有することになった。その結果、シーグラムは、MCAの80% の株式を買収することになり、約57億ドルを一括して現金で支払うことになった。² また、MCAの利付負債については、松下電器が引き継ぐことになった。エドガー・ジュニア氏は、「我々はMCAを利付負債なしで買収した」と述べていた。³ また、シーグラムは、この取引を、1994年12月31日で成立したように構成することも合意した。⁴ その結果、問題になっていたケヴィン・コスナー監督の映画「ウォーターワールド」の製作コストも、松下電器が負担することになった。シーグラムは、ウォーターワールドについては、製作後のプリントやマーケティングのためのコストとして57百万ドルを負担するだけで済むことになった。⁵

資金調達

ところで、MCAを買収するにあたっては、二つの大きな問題があった。それはMCAを買収するための資金をどのようにして調達するのか、ということと、MCAの経営を誰に委ねるのか、ということであった。

この買収資金の源泉としては、シーグラムがMCAを利付負債なしで買収できたことで、MCAのキャッシュ・フローに対して20億ドルもの借入が可能になるとみられていた。⁶ MCAのキャッシュ・フローいかんでは、借入金は30～40億ドルも可能に思われていた。このほか、MCAがテーマパークの改善に成功すれば、さらに、30億ドル程度の借入は可能になると推察されていた。⁷ しかし、MCAは、テーマ・パークに1990年に10億ドル以上をつぎ込んでおり、テーマパークの業績を上げていくためには買収後に多額の資金を投資する必要があると思われていた。このほか、MCAを買収した後に、コンテンツのディストリビューション・チャンネルに投資をするべきかどうかの課題も残っていた。⁸ しかし、借入金の増加は、シーグラムの財務体質を悪化させる懸念があった。

このため、シーグラムが大量に所有しているデュボン株式とタイム・ワーナー株式をどうするかを検討を行った。

¹ 当初、MCAの価格は90億ドル、したがって、その80% は約70億ドルになるという情報が株式市場に流された。その価格については、キャッシュ・フローの17倍になることから、高すぎるという評価が多く、そのことも加わって、シーグラムの株価は大幅に下落した。

² 日本経済新聞 (1995年4月10日), p. 1

³ Edward Klein, "Edgar Bets The House," Vanity Fair (July 1995), p. 131

⁴ Rita Koselka and Randall Lane, "What Matsushita left on the table," Forbes (July 3, 1995), p. 48

⁵ Edward Klein, "Edgar Bets The House," Vanity Fair (July 1995), p. 131

⁶ ⁷ Eben Shapiro and Thomas R. King, "Seagram Buys 80% of MCA At \$5.7 Billion," The Wall Street Journal (April 10, 1995), p. A3

⁸ Mark Landler, "Rewriting the Script for Seagram," The New York Times (April, 7, 1995), p. D3

デュポン株式の売却検討

シーグラムがデュポンの株式を所有していたことは、シーグラムに対して、キャッシュ・フロー、信用および財務的な力をもたらしていた。エドガー・ブロンフマン・ジュニアは、「デュポンの株式を所有していなかったら、1年間にマーテルやトロピカーナの2社に22億ドルを支払うような企業買収も出来なかったであろう」と述べていた。¹

確かに、デュポンは配当金を利益の45-50%、キャッシュフローの20-25%を支払うという配当政策をとっており、² デュポンの株式は毎年多額の配当金（1994年には299百万ドル）をシーグラムにもたらしていた。また、それは会社間の配当金であったので、配当金の93%については課税されていなかった。³ また、1995年には、デュポンの利益への持ち分は、シーグラムの連結決算利益に大きく貢献していた。このため、デュポンの株式を所有していることは、シーグラムの財務的安定性に大きく寄与していた。さらに、投資収益率という観点からも、デュポンへの投資は、それ以外への投資の9%を上回って、約15%の税引前収益率をあげていた。

それにもかかわらず、シーグラムは、デュポンとの間において必ずしも円滑な関係にはなかった。例えば、ブロンフマン一族はユダヤ人のために積極的に活動しており、デュポンの子会社であるコノコがイランのオフショア油田で石油を採掘しようとした時には反対したこともあった。⁴ さらに、シーグラムはデュポンとの関係において受け身にしか動けなかった。ある意味では、シーグラムにとって、デュポンの株式はミューチュアル・ファンドのようであった。例えば、デュポンは最近大規模な自社株式の買い戻しを行いたいと考えているようであった。しかし、シーグラムは、デュポンとの停止契約によって、その持株比率が25%を超えるようになる場合には、デュポンの株式を売却せざるをえなくなり、売却益に対しては多額の税金が課せられると思われた。シーグラムとしてはデュポンが特別配当金を支払ってくれるほうが、税引き後の受け取りキャッシュフローは大きいものと思われたが、デュポンはこのような利益配分方法には反対していた。このことから、エドガー・ジュニアは、シーグラムがデュポンの株式を所有している限り、会社の運命はデュポンに握られているのに近いと思っていた。

また、エドガー・ジュニアは、化学事業は将来に多くの問題を抱えていると見ており、化学事業は予測が難しく、循環的であると見ていた。そして、今が化学事業のサイク

¹ Suein L. Hwang, "Seagram Goes Hollywood, a Crowd Frets Over Drinks," The Wall Street Journal (April 11, 1995), p. B4

² The First Boston Corporation, E. I. Du Pont Nemours and Company - Company Report (February 7, 1995)

³ 1986年の税制改正によって、少数株主の会社に対して支払われる配当金については二重課税が設けられた。しかし、シーグラムのデュポンへの投資についての配当金は、既得権擁護条項によって免責されていた。

⁴ Geraldine Fabrikant with Andrew Pollack, "Matsushita Termed Eager To Shed Its MCA Division," The New York Times (April 1, 1995), p. 20

ルは頂点に近いと見ていた。さらに、化学産業があまりにも資本集約的であり、潜在的に環境問題を抱えていると見ていた。このため、シーグラムは、デュポンの株式の売却についての交渉を1年間にもわたってデュポンとの間で行っていた。エドガー・ジュニアは、短期の利益だけを見ている投資家達は、彼の考えに反対するであろうが、長期的資産価値を築くことを信じている投資家達は、たとえ、短期的に1株当たり利益が下がっても、彼の考えに同意するであろう、と期待していた。¹

エドガー・ジュニアは、エンターテイメントとコミュニケーション事業は、長期的な展望がはるかに良く、成長の潜在力も大きいと見ていた。² MCAについても、価値が下がるリスクはほとんどない、と確信していた。しかし、デュポン株式とMCA株式とをスワップすることは、エドガー・ジュニアの経営者としての考え方と株式市場における投資家の考え方の違いを浮き彫りにすると思われた。証券アナリストのシーグラムに対する評価も厳しいものが多かった。例えば、ファースト・ボストンのアナリストであるマーチン・ロム氏は、「デュポンはシーグラムに安定的で予測のできると思われるキャッシュのリターンをもたらしており、株主達に利益をもたらしていた。それを予測が難しく、キャッシュ・フローもはるかに少ないエンターテイメント事業とスワップするのは理解に苦しむ」と述べていた。³ デルフアイ・マネジメントのブラック氏は、シーグラムがデュポン株式を売却することになれば、シーグラムはデュポンからの多額の経常的な現金配当を得られなくなることに加えて、「MCAは経常的に利益をあげる力をもっておらず、MCAの利益がエレベーターのように上下する」と見ていた。⁴ また、投資銀行家の1人は、シーグラムがMCAを買収したことについて「スタジオは野球チームのようなものである。試合のあるときは利益があるが、試合のない期間はあまりキャッシュ・フローは入ってこない」と述べていた。⁵

このような批判は、化学のように安定的な既存の製品ラインを積み重ねて展開していく産業と、エンターテイメントのようにきらびやかでヒットに当たれば高い利益をもたらすものの、ライフサイクルが短く、新製品を繰り返し創造することに依存するソフト・テクノロジーの産業のどちらが、より高い価値を創造するのかという問題であった。デュポンのように世界でも最強の化学会社である会社の株式とMCAのような変動の大きい会社の株式との選択は、どちらが高い価値を生み出すのであろうか。

¹ The Wall Street Journal (April 10, 1995), p.

² Geraldine Fabrikant, "What Does Sale of DuPont Hold for Seagram Investors?" The New York Times (April 4, 1995), p. C1

³ Laura Landro and Eben Shapiro, "Seagram Will Trade DuPont for MCA Inc.; Does it Make Sense?," The Wall Street Journal (April 7, 1995), p. A1

⁴ William Power and Sueini L. Hwang, "Seagram Holders Assail MCA Accord," The Wall Street Journal (April 10, 1995), p. C1

⁵ Edward Klein, "Edgar Bets The House," Vanity Fair (July 1995), p. 80

タイム・ワーナー株式の売却検討

一方、シーグラムはタイム・ワーナーに多額の投資（21.7億ドル，56.8百万株）をしながらも、タイム・ワーナーの経営にも参画できなかった。その意味では、シーグラムは、タイム・ワーナーについても受け身であった。

また、シーグラムはタイム・ワーナーの株式の少なくとも20%を所有しない限り、「持分法」を用いることは出来なかった。このため、シーグラムはタイム・ワーナーの利益を持株比率に応じて財務諸表に計上することが出来なかった。1993年と1994年には、タイム・ワーナーが赤字を計上していたために、連結決算のメリットもなかった。しかし、レヴィン会長は、1995年には利益を計上できる見通しであると述べていた。このため、シーグラムとしては、タイム・ワーナーの株式の割合を高めたいと考えていた。¹そこで、シーグラムは、タイム・ワーナーに現金10億ドルを投資することによって、持株比率を高めようとした。しかし、この提案をタイム・ワーナーは拒否していた。

また、エドガー・ジュニアは、タイム・ワーナーが多額の利付負債を返済することもせずに、多額の資金を投資して、ケーブルTV事業を積極的に展開していることに必ずしも同意していなかった。²

このため、シーグラムに、SECに対して、「タイム・ワーナーの株式の一部または全てを売却する可能性がある」ことを伝える準備をしていた。³しかし、一方では、シーグラムは当面はタイム・ワーナーの株式を売却せずに、事実上「グリーンメール」状態にしておいて、売却価格をつり上げることも一つの選択肢として考えていた。⁴

一方、タイム・ワーナーは、シーグラムがその株式をどの会社に売却するのかについて恐れていた。このため、タイム・ワーナーはシーグラムにタイム・ワーナーと協力するように圧力をかけるために、連邦反独占禁止法担当官に接触して、シーグラムがライバル・メディア企業の株式を所有していることを調査するように要請した。⁵また、レヴィン会長は、エドガー・ジュニアに対して非公式に打診して、国際的な流通市場で、タイム・ワーナーと共同して、シーグラムの持株を売却してはどうかと伝えてきていた。しかし、エドガー・ジュニアは、それには返事をしていなかった。

シーグラムが所有していたタイム・ワーナーの株式については、NBCテレビ・ネットワークの親会社であるジェネラル・エレクトリック、AT&Tやタイム・ワーナーのエンターテインメントとケーブル事業の25.5%を所有しているUSウエスト等が関心を持つ

¹ Ken Auletta, "Rising Son," The New Yorker (June 6, 1994), p. 67

² Eben Shapiro, "Seagram May Sell Time Warner Stake, Raising Fears of Forced Restructuring," The Wall Street Journal (April 10, 1995), p. A5

³ Thomas R. King and Eben Shapiro, "Seagram Chief Continues MCA Talks But No Management Decisions Are Set," The Wall Street Journal (April 12, 1995), p. A4

⁴ Ken Auletta, "The Consigliere," The New Yorker (May 22, 1995), p. 34

⁵ Eben Shapiro and Laura Landro, "Frustrated Investors Ratchet Up Pressure On Time Warner Chief," The Wall Street Journal (April 21, 1995), p. A5

ものと思われた。¹

すなわち、エドガー・ジュニアはタイム・ワーナーのレヴィン会長と定期的に接触しており、エドガー・ジュニアはタイム・ワーナーの内部情報を持っていると思われていた。このため、シーグラムがMCAに加えて、タイム・ワーナーという二つの大きなスタジオをもつことになれば、独占禁止法の観点からも疑義が提起される可能性が残っていた。⁵しかし、タイム・ワーナーの顧問弁護士が画策していた独占禁止法の問題について、シーグラムのアドバイザー達は、シーグラムがタイム・ワーナーの取締役会に席を持っておらず、タイム・ワーナーをコントロールしているわけではなかったため、独占禁止法に抵触することはないと考えていた。²このため、シーグラムは、タイム・ワーナーの株式を所有し続けることで、タイム・ワーナーのHBOなどの会社がシーグラムに対して有利な取引を提供するように、タイム・ワーナーに仕向けることも可能であるとも見ていた。³

一方、シーグラムは、同族会社と見做されており、ブロンフマン家の6人が取締役会のメンバーとなっていた。このため、株価の短期的変動によって煩わされことも少なく、比較的長期的視点で考えることが出来ると思われていた。また、シーグラムは、タイム・ワーナーの対応に対しても、非同族会社よりも、忍耐強く対応出来るものと見られていた。¹⁵シーグラムにとっては、いくつかの選択肢があった。その一つは時間をかけて、レヴィン氏やタイム・ワーナーと円滑なパートナーシップを築くことであった。しかし、この方法がうまくいかない場合には、株主総会で代理人戦争を仕掛けることであった。第三の方法は、他の株主と共同して、経営陣を追い出すことであった。このような事例としては、1986年に、CBSの会長兼CEOが追放されていた。第4の方法は、タイム・ワーナーの残りの全株式を買収することであった。しかし、そのような株式数を買収するとなると、少なくとも185億ドルが必要になると思われていた。⁴このため、他の投資家とともに、全額現金でTOBをかけることも考えられた。その場合には、毒薬条項に抵触しなかった。⁵

タイム・ワーナーのレヴィン氏は、シーグラムがMCAを買収することを全く予期していなかった。レヴィン氏は、MCAの買収することによって、エドガー・ジュニアに自信をもたせてしまうようになったことを悔いていた。タイム・ワーナーは、ドリームワークスとディストリビューション契約を結びたいと思っていたが、エドガー・ジュニアは、

¹ Eben Shapiro, "Seagram May Sell Time Warner Stake, Raising Fears of Forced Restructuring," The Wall Street Journal (April 10, 1995), p. A5

² Eben Shapiro, "Seagram May Sell Time Warner Stake, Raising Fears of Forced Restructuring," The Wall Street Journal (April 10, 1995), p. A5

³ Eben Shapiro and Laura Landro, "Frustrated Investors Ratchet Up Pressure On Time Warner Chief," The Wall Street Journal (April 21, 1995), p. A5

⁴ David Lieberman, "Seagram taking a step toward MCA," USA Today (April 6, 1995), p. B1

⁵ Ken Auletta, "Rising Son," The New Yorker (June 6, 1994), p. 67

MCAでの最優先事項として同様のディストリビューション契約を結ぶと思われていた。このようなことから、レヴィン会長は、エドガー・ジュニアとの関係を改善しようとしており、最近になって、エドガー・ジュニアと定期的な会合を持っていた。このようななかで、ある投資銀行は、レヴィン会長に対して、タイム・ワーナーが、そのエンターテインメント資産の一部（例えば、ターナー・ブロードキャスティング・システム・インク（TBS）の約20%の持分）とシーグラムが所有しているタイム・ワーナーの株式とを交換することによって、タイム・ワーナーの株式を買い戻してはどうかという提案をしていた。¹

今後の展望²

エドガー・ブロンフマン・ジュニアは、今後3年間の事業の展望について、シーグラムが今日と大幅に異なることはないであろうと予想していた。すなわち、エドガー・ジュニアは、スピリッツ・ワイン事業は、売上高で2-3%の伸び、利益では2桁の伸びを予想していた。また、ジュース事業では、売上高で7-8%の伸び、利益で15-20%の伸びを予想していた。さらに、エドガー・ジュニアは、ドールの買収が成功であったと評価しており、この事業の買収によって、シーグラムは国際的にもジュース分野でのリーダーになっていると見ていた。一方、MCAは、シーグラムの既存事業であるスピリッツ・ワイン・飲料事業よりも、速いスピードで伸びると予想しており、MCAの利益は、シーグラムの事業利益のほぼ50%を占めることになるであろうと予想していた。

エドガー・ジュニアは、今後の企業買収の見通しについて、「今後、買収の可能性があるのは、エンターテインメント・メディア分野である。我々が、強調していくのはコンテンツであり、ディストリビューションではない。また、我々は、その焦点を、シーグラムの株主のために価値を築くことに置いており、売却企業側の株主のために企業買収を行うのではない」と述べていた。最近、アメリカにおいて、コンテンツとディストリビューションを巡って企業買収が増加していることについて、エドガー・ジュニアは、「優れたコンテンツを持っておれば、ディストリビューションにアクセス出来る。また、マイノリティ投資などの方法によっても、そのようなアクセスは出来ると思っている」とも述べていた。

一方、MCAのスタジオの収益率が低いことについては、エドガー・ジュニアは、「我々は、単に事業を効率的に管理することによって、映画事業からのキャッシュ・フローを倍増出来る。従来は、MCAの事業管理がスティーブ・シャインバーグに委ねられていなかった。そのような状況は変わりつつある。その鍵は失敗作のフィルムの数を減らす

¹ Eben Shapiro and Laura Landro, "Frustrated Investors Ratchet Up Pressure On Time Warner Chief," The Wall Street Journal (April 21, 1995), p. A5

² Wasserstein Perella Securities, Inc., Company Report on Seagram Company Ltd. (October 16, 1995)

ことである。確かに、ヒット作品を増やしたい。しかし、ヒット作品を増やすように管理するのは容易ではない。しかし、失敗作をつくらないようにすることは、まだ可能である。我々は、どのようなタイプの作品を制作すべきかどうかを真剣に検討する。ただ、たとえば、我々がキャッシュ・フローを2倍にしても、そのスタジオの利益率では、業界で中程の位置にとどまる程度にすぎない」と述べていた。 5

テレビジョン事業は赤字となっていたが、エドガー・ジュニアは、この事業部門の責任者を新たに雇うことにしており、「新しい人材を雇うためには、1億ドル程度が必要になる」と述べていた。

テーマ・パーク事業については、エドガー・ジュニアは、「フロリダ・パークは20億ドルをかけて拡張するが、非常に利益率が高いと思う。我々はディズニーには決してならないが、非常に強い二番手である。私は、テーマ・パークを国際的に拡張することを考えている。また、アメリカ内でもう一つのパークも検討している。新しい事業は、パートナーと行う可能性が高いので、資本支出はあまり大きくならないと思う」と述べていた。 10

音楽事業では約10%のマーケット・シェアを持っていたが、エドガー・ジュニアは、「今後3年から5年において、マーケットシェアを毎年少なくとも1%ずつ高めたい。また、買収も行いたいと思っている」と述べていた。 15

出版事業については、エドガー・ジュニアは、「事業としては順調であるが、規模が小さいので、買収によって、規模を大きくしたい」と述べていた。

MCAは、パラマウントとの合併事業であるUSAネットワークとSciFiチャンネルをもっていた。エドガー・ジュニアは、それらがMCAにとっての「宝石」として見ていた。USAネットワークは24億ドルの価値があると思われるっており、MCAの持分はその半分の12億ドルになると推定していた。また、SciFiチャンネルでは1996年までにキャッシュ・フローが分岐点に達すると予想していた。さらに、これらネットワークが大きく伸びるものと予想していた。エドガー・ジュニアは、他のケーブル・チャンネルを始めることにも関心をもっていた。 20 25

シーグラムが直面している最大のリスクについては、エドガー・ジュニアは、「これは『ピープル (people)』の事業である。我々は才能のある個人を引きつけるとともに動機付けることが必要である。我々がそのように出来ないのであれば、それは我々にとって最大のリスクとなるであろう。我々は、『ピープル (people)』の面において成功していると思っているし、引き続き成功するものと期待している」と述べていた。 30

このようなエドガー・ジュニアのコメントにもかかわらず、MCAがコンテンツだけの独立した(スタンド・アロンの)サプライヤーとして生存するとは難しいという見方も強かった。このため、MCAは、ネットワークを強化するために、TVステーション

などの買収を検討する必要があるのではないかとの見方もあった。¹

¹ ところが、シーグラムは、カナダ籍の会社であったために、アメリカの法律によって、アメリカのTVステーションを所有することは禁じられるはずであった。ただ、シーグラムはアメリカに子会社をもっていること、会長のエドガー・ブロンフマン・シニアとCEO兼社長のエドガー・ブロンフマン・ジュニアがアメリカ市民であることなどから、メディア業界通によれば、シーグラムがTVステーションを買収しようとするのであれば、連邦通信委員会からのウエイバー（免除）を得られるのではないかという推測もなされていた。

Geraldine Fabrikant, "CBS, the Talk Show." The New York Times (August 5, 1995), p. D4

付属資料 1

シーグラムの損益計算書
(1月31日に終わる年度)
(百万ドル)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
売上高およびその他収入	5,056	5,582	6,127	6,345	6,101	6,038	6,399
売上原価	3,170	3,403	3,622	3,794	3,535	3,451	3,654
総利益	1,886	2,179	2,495	2,551	2,566	2,587	2,745
販売・一般管理費	1,460	1,605	1,787	1,791	1,804	1,833	2,020
営業利益	423	574	708	760	762	754	725
資産売却益 (リスト費用差引後)	-	-	-	201	-	-	-
受取配当金	203	238	266	276	286	295	318
支払利息	626	812	974	1,237	1,048	1,049	1,043
税金および非送金デュボン	239	301	338	334	326	339	396
利益加減前利益	387	511	636	903	722	710	647
納税引当金	-	-	-	-	-	-	-
当期	84	130	160	229	176	171	124
1981年の取引	-	-	-	-	-	-	65
非送金デュボン利益 加減前利益	305	381	476	674	546	539	458
非送金デュボン利益 (損失)の持分	284	330	280	53	(72)	(160)	353
純利益	589	771	756	727	474	379	811
アメリカでの会計基準 による会計変更の 累積効果	-	-	-	-	(1,374)	-	(75)
アメリカでの会計基準 による純利益(損失)	589	771	756	727	(900)	379	736

(注1)

事業キャッシュフロー および受取配当金 とデュボンからの 受取配当金	280	282	207	787	563	710	736
減価償却費	203	238	266	276	286	289	299
取得した資産の公正価格を 上回る超過コストの償却費	-	-	94	109	122	125	138
減価・減耗償却費合計	-	-	41	41	42	41	46
	-	-	135	150	164	166	184

(注2)

タイムワナー普通株式の購入	-	-	-	-	-	(1,695)	(474)
1981年の取引による デュボン株式への投資の増加	-	-	-	-	-	-	(162)

(注3)

1株当たり利益(ドル)							
非送金デュボン利益							
差引前利益	0.79	0.99	1.27	1.78	1.45	1.45	1.23
非送金デュボン利益 (損失)の持分	0.74	0.85	0.74	0.14	(0.19)	(0.43)	0.95
合計	1.53	1.84	2.01	1.92	1.26	1.02	2.18
アメリカでの会計基準による 会計変更の累積効果	-	-	-	-	(3.64)	-	(0.20)
アメリカでの会計基準による 純利益(損失)	1.53	1.84	2.01	1.92	(2.38)	1.02	1.98
1株当たり配当金(ドル)	0.294	0.35	0.463	0.50	0.545	0.56	0.58

付属資料 2

シーグラムの貸借対照表
(1月31日現在)
(百万ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
現金および短期投資	138	131	266	116	131	157
売掛債権	928	1,064	1,250	1,135	1,170	1,328
棚卸資産	2,096	2,634	2,676	2,447	2,350	2,519
前払費用	126	141	135	138	143	172
流動資産	3,289	3,970	4,327	3,836	3,794	4,176
デュボンの普通株式, 持分価値	4,216	4,504	4,566	3,315	3,154	3,670
タイム・ワナーの普通株式, 市場価格 (取得価格)	-	-	-	-	1,769	2,043
土地, 建物, 機器等, 純額	952	1,209	1,214	1,215	1,220	1,267
買収した資産の公正価格を 上回るコストの超過額	1,526	1,558	1,526	1,511	1,520	1,547
その他資産	230	236	243	227	261	253
資産合計	10,213	11,477	11,876	10,104	11,718	12,956
短期借入額および 1年以内の利付負債	1,263	1,752	568	851	1,844	2,475
買掛債務	1,003	1,122	1,116	1,023	1,011	1,423
所得税等	197	170	212	129	141	193
流動負債	2,491	3,130	1,896	2,003	2,996	4,091
長期利付負債 #	2,011	2,038	3,013	2,559	3,053	2,847
繰延所得税	354	357	484	612	668	515
無額面株式	437	444	583	595	617	638
累積通貨換算調整額	(158)	(13)	(87)	(369)	(479)	(359)
エクイティ証券の累積利益(損失), 税金差引後	-	-	-	-	46	(85)
累積利益	5,079	5,521	5,987	4,704	4,817	5,315
株式資本	5,357	5,952	6,483	4,930	5,001	5,509
発行済株式数(年末)(百万株)			379.5	373.7	372.5	372.5

1995年1月の長期利付負債の格付けはA2である。

付属資料 3

シーグラムの事業別財務数値
(百万ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
スピリッツおよびワイン						
売上高		4,847	4,941	4,698	4,553	4,855
営業利益		612	670	689	666	690
減価償却費		67	78	81	82	90
のれんの減耗償却費		17	17	18	17	22
識別可能資産		5,139	5,311	5,019	5,014	5,373
資本支出		176	123	117	117	109
フルーツ・ジュース, クーラー およびミキサーズ						
売上高		1,280	1,404	1,403	1,485	1,544
営業利益		110	103	88	108	91
うちトロピカーナ			81	86	102	
シーグラム・ベヴァリッジ			22	2	6	
減価償却費		24	28	39	40	44
のれんの減耗償却費		24	24	24	24	24
識別可能資産		1,647	1,653	1,553	1,570	1,619
資本支出		126	87	25	45	47

付属資料 3 (続き)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
本社						
営業損失		(14)	(13)	(15)	(20)	(56)*
減価償却費		3	3	2	3	4
識別可能資産		4,700	4,912	3,532	5,134	5,964
資本支出		7	5	26	1	16
事業キャッシュ・フロー						
スピリッツおよびワイン		696	765	788	765	802
フルーツ・ジュース		158	155	151	172	159
本社		- 11	- 10	- 13	- 17	- 52
合計		843	910	926	920	909

* リエンジニアリングに伴う費用35百万ドルを含む。

付属資料 4

シーグラムの地域別財務数値
(百万ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
アメリカ合衆国						
売上高およびその他収入		2,779	2,876	2,549	2,575	2,818
第三者		17	43	71	91	112
会社内		67	80	99	108	160
営業利益		2,550	2,688	2,403	2,452	2,494
総資産						
ヨーロッパ						
売上高およびその他収入		2,312	2,391	2,410	2,188	2,254
第三者		288	341	356	334	400
会社内		418	447	425	411	365
営業利益		3,565	3,748	3,462	3,372	3,743
総資産						
アジア・パシフィックおよびラテンアメリカ						
売上高およびその他収入		851	916	972	1,129	1,190
第三者		23	26	24	25	30
会社内		106	98	106	83	58
営業利益		548	586	664	714	771
総資産						
カナダ						
売上高およびその他収入		185	162	170	146	137
第三者		199	207	207	220	207
会社内		177	135	132	152	142
営業利益		310	288	260	257	238
総資産						
スピリッツおよびワイン						
ヨーロッパおよびアメリカ			41%	41%	37%	
北アメリカ			27	25	24	
ラテンアメリカ			9	9	11	
アジア・パシフィック/グローバル・デュティフリー			23	25	28	
トロピカーナ						
アメリカ合衆国			95	90	88	
インターナショナル			5	10	12	

付属資料 5

CSファースト・ボストンの証券アナリストによるシーグラムの業績予測
(百万ドル)

	1996	1997
売上高		
スピリッツ & ワイン	4,904	4,953
トロピカーナ	1,502	1,622
ベヴァレッジ	165	175
飲料合計	6,571	6,750
売上原価	3,727	3,802
粗利益	2,844	2,948
販売・管理費	2,041	2,086
営業利益		
スピリッツ & ワイン	735	790
トロピカーナ	96	100
ベヴァレッジ	2	2
飲料合計	833	892
本社経費	-30	-30
合計	802	862
配当金	329	329
営業からの利益	1,132	1,191
支払利息	-434	-421
税引前利益	698	771
税金	-152	-180
税引後利益	546	591
デュポンの非送金利益持分	438	483
純利益	983	1,074
減価・減耗償却費		
スピリッツ & ワイン	105	105
トロピカーナ	75	75
合計	180	180
資本支出		
スピリッツ & ワイン	160	150
トロピカーナ	65	40
本社	5	25
合計	230	215
事業キャッシュ・フロー	982	1,042
1 株当たり数値:		
飲料利益・配当収入	1.47	1.59
デュポンの非送金利益持分	1.18	1.30
純利益	2.65	2.90

資料 : CS First Boston, The Seagram Company Co. Ltd.
- Company Report (March 29, 1995)

付属資料 6

コニャックの売上高
(千ケース)

	アメリカ	日本	香港	台湾	シンガポール	マレーシア	タイ	カナダ
1985	2,536	765	514	113	226	214	100	316
1986	2,095	926	610	67	246	176	46	265
1987	2,562	1,066	755	110	260	246	61	224
1988	2,409	1,391	959	135	318	243	102	198
1989	2,262	1,887	830	116	357	270	135	213
1990	2,281	2,171	1,048	160	347	261	163	219
1991	2,002	2,091	1,036	154	281	306	116	107
1992	2,469	1,963	1,021	240	290	224	100	127
1993	1,111	1,738	1,404	343	244	199	104	126

	イギリス	ドイツ	オランダ	ベルギー	アイルランド	イタリア	デンマーク	スイス
1985	1,177	929	378	243	178	142	119	132
1986	1,234	969	348	313	191	146	133	130
1987	1,338	917	303	312	179	179	130	112
1988	1,353	940	279	300	189	159	132	67
1989	1,325	1,035	297	320	204	153	128	64
1990	1,379	894	260	268	205	159	125	82
1991	1,096	741	280	255	203	130	117	113
1992	891	717	250	251	187	136	114	103
1993	962	697	239	236	184	150	107	63

	フィンランド	スウェーデン	ノルウェー	合計
1985	196	77	114	8,574
1986	173	106	68	8,266
1987	215	127	149	9,211
1988	215	110	73	9,598
1989	211	108	103	10,055
1990	209	122	110	10,578
1991	198	115	59	9,506
1992	166	86	95	9,535
1993	163	117	81	8,995

1993年	アメリカ	日本	中国	台湾	イギリス	ドイツ	その他	合計
推定売上高								
ヘネシー	685	650	140	120	100	120	710	2,525
マーテル	260	50	210	80	350	70	780	1,800
レミィ・マルタン	230	150	250	110	70	200	790	1,800
クルヴォアージュ	450	60	120	60	230	15	365	1,300

資料 : Lehman Brothers Limited, Guinness/LVMH-Company Report (February 2, 1994)

MCAの業務概要と業績見通し

1. 映画事業

MCAは映画部門として、ユニバーサル・スタジオをもっていた。1993年には、「ジュラシック・パーク」、「シンドラーのリスト」などのヒット作品を配給し、映画部門の業績を回復させた。しかし、これらのヒット作品は、スピルバーグ監督がアムブリン・スタジオで製作したものであった。このため、一方では、アムブリン・スタジオへの依存度合いが大きいことについての懸念も見られた。

1994年になって公開した映画の成績は冴えなかった。1995年に公開された映画および1995年に公開を予定している映画についての専門家達による評価もあまり冴えなかった。特に、ケヴィン・コスナーが製作した「ウォーター・ワールド」には175百万ドルもの費用がかかっていたが、前評判は良くなかった。このため、MCAでは、この映画だけのために、約50百万ドルを利益準備金から取り崩すことを検討していると言われていた。¹

また、MCAは3,650本からなる魅力的なフィルム・ライブラリーを持っていたが、これらのフィルムはすでに十分に利用つくされていると見られていた。² しかし、ネットワークやケーブル・チャンネルを買収し、それらネットワークを通じたマーケティングを展開することによって、映画ライブラリーの付加価値を付けられるとの見方もあった。³

映画の場合には、製作・マーケティングのコストが上昇しており、1994年には15%上昇して50.4百万ドルとなった。これは最近では最大の上昇率であった。俳優の報酬は上昇し、ライターや監督のサラリーもそれに伴って上昇していた。契約は、映画1本毎に結ばれるのが通常であった。映画は時には、数年かけて製作することもあった。映画会社の年間製作本数は多くても数十本程度であった。

一方、劇場入場料は1980年代以降ほぼ横ばいであった。毎年、数百本の映画が製作されていたが、そのうちの数十本程度が全体の40%をとっていた。したがって、多くの映画は採算割れであった。ヒット作品は数年に1回程度であった。さらに、映画の顧客は移り気が大きかった。

1994年におけるこの部門の報告済EBITDAのうち、フィルム・スタジオは約70百万ドル、ライブラリーは30百万ドル、合併会社2社（ユニバーサル・インターナシヨナ

¹ Michael Oneal, Ronald Grover and William C. Symonds, "The Mogul," Business Week (April 24, 1995), p. 45

² Thomas R. King, "Seagram's Tall Order For MCA. Get More Out of Rich Assets," The Wall Street Journal (April 7, 1995), p. A1

³ Rita Koselka and Randall Lane, "What Matsushita left on the table," Forbes (July 3, 1995), p. 47

ル・フィルム・ディストリビューティングとユナイテッド・シネマ・インターナショナル)は18百万ドルをあげていた。¹

2. 音楽部門

音楽部門では、MCAレコード、ゲッフィン・レコードおよびGRPレコードというレーベルをもっていた。ゲッフィン・レコードは、MCAが1990年に550百万ドルで買収した会社であった。音楽部門は利益をあげていた。特に、ゲッフィン・レコードは、それだけで、MCAのキャッシュ・フローの約40%を稼ぎだしていた。この音楽部門は1995年も業績を伸びるものと期待されていた。

また、ライブラリーの価値も高く、パティ・レーベルからニルヴァーナまでを持っていた。²

映画事業と異なって、一つのアルバムの費用は数百万ドルであった。音楽の場合には、新しいタレントが次々に現れていた。歌手との契約は複数のレコードについて結ばれるのが普通であった。また、大手のレコード会社は、毎年、数百タイトルのレコードを発売して、リスクを分散していた。レコードの場合には、製作時間は数か月程度であった。さらに、音楽のファンははるかに継続性が高かった。このため、音楽の場合には、いったん基盤を固めた場合には、売上高はかなり予測することが可能であった。

1994年、MCAの音楽部門はアメリカで業界6位であり、アメリカでのレコード・レーベルでのシェアは10%程度で、トップのワーナー・ミュージックの半分程度であった。

³

3. TV製作

MCAはユニバーサル・テレビジョン・スタジオをもっており、TVショーとして「Murder, She Wrote」, 「Northern Exposure」, 「Coach」などを製作していた。しかし、1時間物のアクション・シリーズに偏りすぎており、最近はあまり人気がなかった。このため、TV製作部門は立て直しが必要であると見られていた。⁴ 例えば、競争相手と同様に、30分ものでホーム・コメディやゴシップ番組の路線に変更する場合には、売上高を10%程度伸ばせるという見方もあった。⁵ 1994年には650百万ドルの売上高をあげてい

¹ Wasserstein Perella Securities, Company Report on Seagram Company (June 21, 1995)

² Rita Koselka and Randall Lane, "What Matsushita left on the table," Forbes (July 3, 1995), p. 47

³ James Sterngold, "Seagram Deal Buys Glamour And a Cash Cow Called Music," The New York Times (April 10, 1995), p. D8

⁴ James Sterngold, "Seagram Deal Buys Glamour And a Cash Cow Called Music," The New York Times (April 10, 1995), p. D8

⁵ Geraldine Fabrikant, "Change Loom For Hollywood In Seagram Deal," The New York Times (June 5, 1995), p. D1

たが、利益は損益分岐点にとどまっていた。¹

ライブラリーには、「A-Team」から「The Six-Million Dollar Man」までを含んでおり、合計時間数にして16,000時間の番組をもっていた。²

4. テーマパーク

テーマパークはMCAのなかでも、最も成長が高いと期待されている分野であった。しかし、その成長を実現するためには多額の投資が必要であった。

MCAはロスアンゼルスに、ユニバーサル・スタジオ・ハリウッド（100%所有）をもっていたが、1994年の入場者数が減少していた。これに対して、MCAが50%を所有しているフロリダ州オーランド近くにあるテーマパークは、一貫して成長を続けていた。このテーマパークでは、ジュラシック・パーク・ライドなどのアップグレード投資として20億ドルをかけることを決めていた。1996年には、オーランドで二番目のテーマパークが完成する予定であり、これによって、売上高とキャッシュ・フローは25%も伸びるという見方もあった。さらに、日本で計画されているテーマ・パークもキャッシュ・フローの増加に寄与すると期待されていた。

このほか、1995年2月、MCAは、ロスアンゼルス郡に対してユニバーサル・シティの1,680千㎡の土地に30億ドル規模の開発計画を提出していた。その計画によると、既存のユニバーサル・スタジオに隣接してコンサート・ホール、野外ステージ、ホテル、レストランなどを増設して、2020年に完成させる予定であった。³

5. 出版

出版事業としては、パトナム・パークレー・グループとプライス・スターン・スローン（1993年に買収した児童書出版会社）をもっていた。エイボン・ブックスとモロー・ブックスを買収していた。対象は、専門書や児童書の出版であった。利益率は平均以上をあげていた。

6. 放送アウトレット

ケーブル・ネットワークの分野では、MCAはUSAケーブル・ネットワーク、Sci-FiチャンネルおよびUSAラテン・アメリカ・ネットワークの各50%を所有していた。

USAケーブル・ネットワークは、パラマウントとの共同所有であったが、過去5年

¹ Wasserstein Perella Securities, Company Report on Seagram Company (June 21, 1995)

² Rita Koselka and Randall Lane, "What Matsushita left on the table," Forbes (July 3, 1995), p. 47

³ Eben Shapiro and Thomas R. King, "Seagram Is Buying 80% of MCA From Matsushita for \$5.7 Billion," The Wall Street Journal (April 10, 1995), p. A14

のうち4年で利益をあげていた。広告収入も増えており、1994年には40百万ドルのEBITDAをもたらしていた。¹ また、1995年には50%の所有分について過去最高の40百万ドルの収入をもたらすものと期待されていた。Sci-Fiチャンネルは17百万世帯の加入者をもっていたが、現在は赤字であった。しかし、20百万世帯が加入した段階で黒字になると見込まれていた。²

7. ギフト・ショップ

MCAはスペンサー・ギフト・チェーンの500を超えるアウトレットを持っていた。しかし、業績は冴えなかった。ただ、スペンサー・ギフトは低価格商品を扱っていたが、現在は利益をあげるようになってきているといわれていた。³

8. 不動産

不動産として、ロスアンゼルスユニバーサル・スタジオ・ハリウッドに隣接して500百万ドルの価値のあるユニバーサル・シティウォーク小売施設をもっていた。しかし、業績は芳しくなかった。⁴

9. 劇場

映画劇場チェーンのシネプレックス・オディオン劇場の49%をもっていた。このシネプレックス・オディオン劇場は約2百万ドルのEBITDAをもたらしていた。⁵ 現在、1,700軒の劇場を展開しており、その価値は100百万ドルを超えていると見られていた。⁶

6. インターラクティブ・システム

MCAでは、成長が高いと見られていたマルチメディアの分野ではあまり見るべきものはなかった。すなわち、ユニバーサル・インターラクティブ・スタジオを設立してコンピュータやゲーム機器向けにソフトウェアを作成することにはしていたが、あまり多くの作品を発行していなかった。また、CD-ROMとビデオ・ゲームのメーカーであるインタープレイ・プロダクションズ・インクにマイノリティの株式を持っていた。しかし、その一方で、インターラクティブ・コンピュータ・リーディングの開発をすることにしてい

¹ Wasserstein Perella Securities, Company Report on Seagram Company (June 21, 1995)

² Rita Koselka and Randall Lane, "What Matsushita left on the table," Forbes (July 3, 1995), p. 47

³ Rita Koselka and Randall Lane, "What Matsushita left on the table," Forbes (July 3, 1995), p. 47

⁴ Rita Koselka and Randall Lane, "What Matsushita left on the table," Forbes (July 3, 1995), p. 47

⁵ Wasserstein Perella Securities, Company Report on Seagram Company (June 21, 1995)

⁶ Rita Koselka and Randall Lane, "What Matsushita left on the table," Forbes (July 3, 1995), p. 47

たパットナム・ニュー・メディアを閉鎖することを検討していた。¹

MCAの事業別マーケット・シェア

1. テレビジョン事業 (プライム・タイムのショウの数)	
ワーナー・ブラザーズ	20
コロムビア・トライスター	11
パラマウント・バイアコム	10
ディズニー	9
20世紀フォックス	8
ユニバーサル	7
CBSエンターテイメント	7
NBCプロダクションズ	5
2. 映画事業 (国内映画劇場のシェア)	
ブエナ・ビスタ (ディズニー)	19.0%
ワーナー・ブラザーズ	16.8
ソニー	12.8
ユニバーサル	12.5
パラマウント	10.0
フォックス	7.6
ニュー・ライン	6.6
MGM/UA	6.2
ミラマックス	3.5
サボイ	1.3
グラマーシー	1.1
その他	3.1
3. 音楽事業	
WEA (ワーナー, エレクトラ, アトランティック)	21.6%
ソニー (コロムビア, エピック)	13.9
ポリグラム (マーキュリー, モータウン)	13.5
BMG (バーテルスマン, RCA)	12.4
CEMA (キャピタル, EMI, ヴァージソ)	9.8
UNI (MCA, ゲッフィン・レコード)	9.7
その他	19.1
4. テーマ・パーク事業 (入場者数)	
ディズニーランド (カリフォルニア)	14.1百万人
ザ・マジック・キングダム (フロリダ)	12.9
エプコット (フロリダ)	10.7
ディズニー-MGMスタジオ (フロリダ)	9.5
ユニバーサル・スタジオ (フロリダ)	8.0
シーワールド・オブ・フロリダ	4.9
ユニバーサル・スタジオ (ハリウッド)	4.7
シックス・フラッグス・グレート・アドベンチャー (ニュージャージー)	4.0
ブッシュ・ガーデン・タンパ	3.8
シー・ワールド・オブ・カリフォルニア	3.7
5. 出版事業 (ハードカバーのベスト・セラー (1,530冊) の割合)	
ランダム・ハウス	29.2%
バンタム・ダブルデイ・デル	12.9
サイモン・アンド・シュスター	12.7
タイム・ワーナー	11.6
ハーパー・コリンズ	10.5
パットナム・バークレイ	4.9
セイント・マーチンズ	3.1
ハイパーイオン	2.5
ペンギンUSA	1.9
その他	10.7

資料: Kathryn Harris, "Edgar in Hollywood," Fortune (April 15, 1996), p.104

¹ Thomas R. King, "Seagram's Tall Order For MCA. Get More Out of Rich Asssets," The Wall Street Journal (April 7, 1995), p.A1

付属資料 8

MCAの損益計算書
(単位：百万ドル)

	1992年		1993年		1994年		予想帰属値	
	報告済	帰属済	報告済	帰属済	報告済	帰属済	1995年	1996年
フィルム・エンターテイメント(a)								
売上高	1,809	2,338	2,230	2,770	2,723	3,313	3,810	4,267
EBITDA	66	132	160	181	118	176	300	360
音楽								
売上高	1,018	1,050	1,081	1,108(b)	1,249	1,293	1,358	1,448
EBITDA	97	93	151	146	199	192	142	200
レクリエーション・サービス								
売上高	294	464	313	489	245	440(c)	462	485
EBITDA	83	130	95	110	70	128(c)	130	137
書籍出版								
売上高	201	407	245	463	278	525	599	670
EBITDA	25	33	31	38	32	37	48	56
その他								
売上高	284		276		323			
EBITDA	49		6		60			
本社費用	-30		-33		-36			
合計								
売上高(d)	3,606	4,259	4,145	4,830	4,818	5,571	6,228	6,871
EBITDA(d)	290	388	413	505	443	533	620	753
持分会社の調整						-90	-99	-109
減価償却費						-82	-87	-93
ステップ・アップ(税法上の費用)						-82	-75	-70
超過購入価格(のれん)の償却費						-101	-101	-101
GAAP営業利益						177	258	379
所得税引当金(税引前利益+のれん)の27%						-76	-97	-130
GAAP税引後利益						101	161	250
差引：松下電器産業の20%の持分						-20	-32	-50
GAAP純利益(MCA)						81	129	200

- 注：1. 報告済EBITDA(利息・税金および減価・減耗償却費を差し引く前の利益)は連結財務諸表で報告されている株式投資先の利益についてのMCAの持ち分を含んでいる。帰属済EBITDAは株式投資先のEBITDAについてのMCAの持ち分を含んでいる。
2. 報告済の数値についてはWasserstein Perella Securities, Inc., Report on Seagram Company (October 16, 1995)を、帰属済の数値(EBITDAは本社経費差引後)については、CS First Boston, Report on Seagram Company (December 1, 1995)を参照している。
3. (a)TV制作部門を含む。(b)モータウン・レコードの売却益28百万ドルを含む。(c)MCAは1993年9月にヨセミテを売却した。したがって、1994年のレクリエーション・サービスの売上高とEBITDAは減少している。(d)帰属済売上高およびEBITDAは、主に50%以下の持分を所有している会社の売上高およびEBITDAのMCAの所有割合を含んでいる。

デュポンの事業概要¹

デュポンはアメリカ籍で最大の会社である。デュポンの主要事業は、石油・化学、ポリマー、ファイバーおよび多角化事業であり、バランスのとれた会社であった。

デュポンの最大の単一事業はコノコの石油・天然ガス事業であった。コノコは1981年に買収した開発から販売までの一貫体制を持つ石油・天然ガスの会社であった。また、その他事業の大部分、例えば、ナイロン、ポリエステル、スペシャリティ・ファイバー、二酸化チタン、フッ素ポリマー、エンジニアリング・ポリマー、熱可塑性プラスチック等では、世界市場のシェアでリーダーであった。

デュポンは、1991年以来、大規模なコスト削減策を実施して、約30億ドルを節減していた。このような効果もあって、1994年には過去最大の利益を達成していた。1995年も引き続き株主資本価値を高めていくもとの予想されていた。(百万ドル)

	デュポン		
	コノコ	その他	合計
E B I T D A	3,217 *	6,249 *	9,462
利付負債およびその他長期負債	3,656 *	7,098 *	10,754
株式市場価値	17,694 **	18,293 **	35,987
E B I T D A 倍率	5.5倍 ***	4.1倍 ***	4.9倍
企業価値	21,350 *	25,391 *	46,741

* 推定

** 計算値

*** 株価が公開されている一貫体制の石油・ガス会社の平均倍率

1. コノコ

デュポンの連結利益の44%、連結税引後利益の22%を占めていた。コノコは、北アメリカ(1993年の総生産量の40%)、北海(40%)、ドバイ、インドネシアなどで石油・天然ガスの採掘および生産を行っていた。このほか、ロシアの会社と合併事業を行っており、豊富な埋蔵量を持つTiman-Pechora ベイシンでライセンス契約を結ぼうとしていた。1993年までは、コノコの原油(983百万バレル)と天然ガス(4.2兆立方フィート)の埋蔵量は、主にアメリカとヨーロッパに位置していた。原油価格については、OPECの取り決めの

¹ デュポンの概要は、The First Boston Corporation, E. I. DuPont Nemours and Company - Company Report (February 7, 1995) を中心にまとめたものである。

拘束力が曖昧であったり、中近東の政治情勢が不安定であって、予測は難しくなっていた。天然ガスについては、北米では規制緩和で、慢性的な過剰生産能力が存在していた。価格は、1993年に回復したものの、1994年には下落傾向にあった。

コノコは、多額のキャッシュフローを創出していたが、投資額も多額にのぼっていた。コノコの収益率は同業他社よりも低かった。また、デュポンの石油・天然ガスの事業の収益率は、コノコ以外の収益率よりも低く、コノコの資本コストをも下回っていた。このため、コノコは、デュポン全体の平均マージンを引き下げており、デュポンの価値を破壊していると見られていた。

2. 化学事業

化学部門は多分野に及んでいたが、二酸化チタン、フッ素化学、過酸化水素、シアニン化ナトリウムは特に大きな部門であった。1994年の業績は次のように推定されていた（百万ドル）。

	二酸化チタン	フッ素製品	過酸化水素	シアニン化ナトリウム	その他	合計
売上高	1,523	924	200	260	853	3,760
税引後営業利益	200	70	15	10	96	391
収益率	13%	8%	8%	4%	11%	10%

税引後営業利益は、1994年から1998年にかけて年率15%(複利)で伸びるものと予想されていた。

デュポンは世界最大の二酸化チタンのメーカーであり、年間約18億ポンドを生産していた。1998年までには、さらに4億トンの生産が追加される見通しであった。

デュポンは世界最大のフッ素系化学製品のメーカーであり、製造コストも低かった。販売網は優れており、顧客ベースも広がった。フッ素系製品は、フッ素系化学品とその誘導品からなっていた。フッ素系化学品は、主に、冷蔵庫、エアコンの冷却剤として、泡製品の製造にあたっての拭き取り剤、(エレクトロニクス、金属およびドライ・クリーニング用の)洗浄溶剤に使用されていた。

フッ素系化学品について、デュポンは世界市場の33%のシェア、アメリカ市場の60%のシェアをそれぞれ有していた。デュポンの主な競争相手はダイキンであり、ダイキンはアメリカでのフッ素ポリマーの生産能力を高めていた。ダイキンは技術力も高く、激しい競争をしかけており、低価格セグメントでのシェアをデュポンなどから奪うものと予想されていた。

フッ素系化学品の世界の消費量は、環境問題から減少を続けていた。伝統的なCFC(最も重要な商業化されているフッ素系化学品)やHCFCはオゾン層破壊やグローバ

ル温暖化の不安のために消滅の過程にあった。それに代わって、HFCが利用されていた。HFCはオゾン破壊力がなく温暖化への影響もほとんどないと見られていた。しかし、フッ素系化学品の将来の見通しは明るくなかった。

これに対して、誘導品事業は優れた業績をあげていた。フッ素ポリマーはフッ素系誘導品であり、化学や酸化に対する抵抗品であり、電線・ケーブル絶縁、パイプ、クックウェア・コーティングなどに利用されていた。その誘導品の一つであるテフロン分野では、デュポンは強いブランド力をもっており、通信業界、エレクトロニクスのチップ製造過程にも利用されていた。1994年、デュポンは、テフロンで売上高 350百万ドル超、税引後営業利益65百万ドルをあげていた（この数値はポリマー部門に含まれている）。ナフィオンは塩素アルカリ分離過程に用いられている燃料電池の一部である電解質の半透膜を作るのに用いられていた。デュポンは、この市場の大きなシェアをとっていた。競争相手は日本メーカー2社（合計25%のシェア）であった。デュポンはこの分野では利益をあげており、燃料電池の商業化利用（例えば、電気自動車）が進めば、この分野は爆発的に伸びるものと期待されていた。

過酸化水素は、繊維の漂白用や化学品製造の酸化剤として用いられていた。世界的に、過酸化水素の利用は紙パルプの分野や環境分野で増加していた。デュポンにおいて、この分野の収益率は資本コストを上回っていなかったが、将来の供給不足を見越して拡張投資をしていた。世界の生産能力に占めるデュポンの市場シェアは約8%であった。

シアン化ナトリウムは、鉍石から金や銀を抽出するのに主に用いられており、世界の消費量の約30%、アメリカの消費量の約90%を占めていた。デュポンはアメリカの市場の60%のシェア、世界市場の約30%のシェアをそれぞれ有しており、世界のリーダーであった。デュポンのこの事業の収益率は資本コストを上回っているとみられていた。

3. ポリマー・自動車用製品

デュポンのポリマー・自動車用製品には、エンジニアリング・ポリマー、包装・工業用ポリマー、エラストマー、フッ素ポリマー、自動車用仕上げ品等が含まれていた。デュポンのポリマー・自動車用製品事業の1994年の業績は次のように推定されていた（百万ドル）。

	ナイロン樹脂	アセタール樹脂	フッ素ポリマー	エラストマー	包装工業	自動車仕上げ品	合計
売上高	1,000	310	470	750	1,200	2,600	6,318
税引後営業利益	100	40	70	45	210	225	706
収益率	10%	13%	15%	6%	18%	9%	11%

税引後営業利益は、1994年から1998年にかけて年率10%(複利)で伸びるとの予想されていた。

デュポンは、エンジニアリング・ポリマーの分野で、アセタール樹脂とナイロン樹脂を扱っていた。アセタール樹脂は、熱可塑性樹脂として知られていた。この樹脂は、自動車用(世界のアセタール樹脂の需要の30%近くを占めていた)、電気・電子部品、上下水道・ガスなどの配管、灌漑・農業、建設等に用いられていた。デュポンは、ヘキストに次いで第2位のメーカーであり、世界の市場23%のシェアをとっていると推定されていた。ナイロン樹脂は、アセタール樹脂と同様に、自動車やトラック部品など多くの分野で金属の代替物として利用されていた。デュポンは世界で最大のメーカーであった。

包装用・工業用ポリマーには、エチレン・コポリマー、包装用フィルム、その他の特殊樹脂が含まれていた。エチレン・コポリマーの分野の主な競争相手はエクソン、ダウ、三菱であり、包装用フィルムの分野の主な競争相手は、W.R. グレース、レイノルズなどであった。

エラストマーは、天然ゴムや合成ゴムのような素材であり、タイヤ、ホース、自動車部品、目詰め、履物、電線・ケーブル絶縁材、覆いなどに用いられていた。デュポンは、幾種類かのエラストマーで大手のメーカーであった。このほか、自動車用仕上げ品には、エアバッグ、エアバッグ・ドア、カーペット、電気部品収納部品、エンジン・カバー、フェンダーなどがあった。

4. ファイバー事業

デュポンのファイバー事業は、ナイロン、ポリエステルおよびスペシャリティ・ファイバーを含んでいた。デュポンのファイバー事業の1994年の業績は次のように推定されていた(百万ドル)。

	ナイロン	ポリエステル	特殊ファイバー	合計
売上高	3,800	1,050	1,917	6,767
税引後営業利益	330	140	305	676
収益率	9%	4%	16%	10%

税引後営業利益は、1994年から1998年にかけて年率12%(複利)で伸びるとの予想されていた。

ナイロンの利用は、アメリカではカーペットや敷物が最も多く、1993年の消費の約73%を占めていた。西ヨーロッパでは、カーペットや敷物は40%を占めており、アパレルが38%を占めていた。日本では、約66%が工業用であり、そのうちの62%がタイヤやベルトに利用されていた。

ナイロンの分野では、デュポンは世界で最大のメーカーであった。アメリカは、世界の生産能力の約28%を占めていたが、大手3社はデュポン（市場シェア39%）、モンサント（22%）、アライド・シグナル（18%）であった。しかし、デュポンはアジアでの展開は遅れていた。このため、「デュポンは今後、2000年までの間にアジア戦略にナイロンで10億ドル投資し、年率20%成長を図っていく計画」を持っていた。¹そして、デュポンはシンガポールで大型原料工場の建設を進めていた。日本では旭化成とナイロンで基本合意に達していた。さらに、台湾では極東テキスタイルと合弁事業を組んでいた。

一方、ポリエステル製の主要な利用先は、アパレル・メーカーであった。世界市場のシェアでは、ヘキスト・セラニーズが8.8%で第1位であり、デュポンが第2位であった。第3位が台湾のナン・ヤ・プラスチック（6.5%）、第4位が帝人（4.1%）であった。デュポンは、台湾、中国および韓国が最近急速に設備の拡大を図っていた。その結果、台湾は世界最大となり、中国、アメリカと続いていた。デュポンのポリエステル事業の収益率は資本コストの水準を満たしていなかった。

また、スペシャリティ・ファイバーはアパレルに使用されていた。

5. 多角化事業

デュポンの多角化事業は、農業用製品、電子材料、医療製品、印刷・出版などを含んでいた。デュポンの多角化事業の1994年の業績は次のように推定されていた（百万ドル）。

	農業用製品	電子材料	医療製品	印刷出版	石炭	合計
売上高	2,400	725	1,125	1,400	-	5,673
税引後営業利益	340	30	150	40	90	676
収益率	14%	4%	13%	3%	-	12%

税引後営業利益は、1994年から1998年にかけての伸び率は年率2%（複利）を下回るものと予想されていた。

デュポンの農業用製品としては、主要製品が除草剤の分野であったが、除菌剤、殺虫剤も含まれていた。農業用製品の世界市場に占めるデュポンのシェアは、約9%であり、チバ・ガイギー（12%）、ヘキスト・シェーリング（9%）に次いで第3位であった。税引後営業利益は、1994年から1998年にかけての伸び率は年率4.5%（複利）になるものと予想されていた。

デュポンの電子素材事業は、フォトレジスト・フィルム、フォトマスク製品、サーキット・ペースト製品の主要3製品を扱っていた。この分野の収益率は資本コストを上回

¹ 鈴木孝之、「帝人・旭化成のリストラに手を貸すデュポンのナイロン制覇作戦」週刊ダイヤモンド（1995年8月5日）、pp. 42-43

っていなかった。このため、適当な買手があれば売却する可能性もあった。

医療製品としてはX線フィルム、診断分野の事業をもっていたが、アメリカの医療改革のために厳しくなると予想されていた。そして、この事業の収益率も資本コストを上回っていなかった。このほか、デュポンは印刷・出版事業を企業買収によって、強化してきた。しかし、1994年になって黒字化したものの、その収益率は資本コストを上回っていなかった。このため、この事業も売却される可能性があった。

付属資料 10

デュポンの損益計算書
(百万ドル)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
売上高	35,534	40,047	38,695	37,799	37,098	39,333
ロイヤルティ収入	110	120	120	118	111	95
受取利息, 雑利子費用差引後	121	130	193	178	160	111
関連会社利益の持分	55	-15	18	216	121	111
資産売却益	85	196	442	40	198	92
その他	49	81	55	1	153	263
その他収入	420	512	828	553	743	926
	35,954	40,559	39,523	38,352	37,841	40,259
販売およびその他操業費	19,604	22,945	22,528	22,046	21,624	21,977
販売一般管理費	3,377	3,718	3,576	3,553	3,081	2,888
減価・減耗償却費	2,530	2,625	2,640	2,655	2,833	2,976
探索費用	430	560	602	416	361	357
研究開発費	1,387	1,428	1,298	1,277	1,132	1,049
支払利息	586	773	752	643	594	559
所得税以外の税金	3,716	4,356	4,872	5,476	5,423	6,215
リストラチャリング費用	-	-	828	475	-62	-142
石炭事業売却による売却損	-	-	-391	-	-	-
無形資産の除却費	-	-	-	-	214	-
売上原価およびその他費用	31,630	36,405	36,705	36,541	36,883	35,877
税引前利益	4,324	4,154	2,818	1,811	958	4,382
所得税引当金	1,844	1,844	1,415	836	392	1,655
特別項目および会計変更の累積 効果を差し引く前の利益	2,480	2,310	1,403	975	566	2,727
負債の期限前償還による特別費用	-	-	-	(69)	(11)	-
年金以外の退職後報酬についての 会計変更に伴う1時的効果	-	-	-	(3,788)	-	-
所得税についての会計変更 に伴う1時的効果	-	-	-	(1,045)	-	-
純利益(損失)	2,480	2,310	1,403	(3,927)	555	2,727
減価・減耗償却費	2,530	2,625	2,640	2,655	2,833	2,976
繰延所得税	154	169	407	221	737	100
ドライホール費用	214	323	311	185	201	220
その他	-21	-476	-953	4,507	117	-268
利益キャッシュフロー*	5,357	4,951	3,808	3,641	4,443	5,679
増加運転資本	-490	195	1,653	747	937	-748
資本支出	-3,771	-3,662	-3,674	-3,800	-3,784	-2,738
ドライホール費用	-214	-323	-311	-185	-201	-220
資産売却	-62	375	1,340	56	1,119	370
事業キャッシュフロー*	820	1,536	2,816	459	2,514	2,343
E B I T D	7,929	8,060	7,289	6,329	6,734	8,591
継続事業からの利益	2,340	2,129	1,723	1,406	2,282	2,655
優先配当金	10	10	10	10	10	10
普通配当金	1,017	1,096	1,127	1,172	1,192	1,237
普通株主にとっての1株当たり利益	3.53	3.40	2.08	1.43	0.83	4.00
〃配当金	1.45	1.62	1.68	1.74	1.76	1.82
資本支出	5,092	5,513	5,246	4,524	3,725	3,241
研究開発費	1,387	1,428	1,298	1,277	1,132	1,047
従業員数(千人)	146	144	133	125	114	107

*利益・事業キャッシュフローは The First Boston, E. I. DuPont Nemours and Company - Company Report (February 7, 1995)による推定

付属資料 10 (続き)

	予想			
	1995	1996	1997	1998
売上高	41,598	43,821	45,294	47,049
粗利益	13,874	15,367	16,029	16,951
販売管理費	2,946	3,005	3,065	3,126
研究開発費	1,121	1,143	1,166	1,160
E B I T D	9,462	10,867	11,439	12,269
減価償却費	3,037	3,187	3,360	3,545
E B I T	6,425	7,680	8,079	8,724
受取利息	550	652	652	652
支払利息	202	278	433	604
その他	950	950	969	988
税引前利益	5,128	6,356	6,892	7,688
所得税	2,051	2,543	2,757	3,075
継続事業からの利益	3,077	3,814	4,135	4,613
非連結子会社の持分	120	125	130	145
税引後利益	3,197	3,939	4,265	4,758
普通株式配当金	1,418	1,631	1,794	1,944
E P S (ドル)	4.70	5.80	6.25	7.00
1株当たり配当金	2.085	2.399	2.638	2.859
平均発行済株式総数(百万株)	680	680	680	680

資料: The First Boston, E. I. DuPont Nemours and Company - Company Report (February 7, 1995)による予想

付属資料 11

デュボンの貸借対照表
(12月末現在)
(百万ドル)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
現金および現金類似商品	692	611	468	1,676	1,109	856
市場性のある有価証券					85	253
売掛債権	5,298	6,204	5,541	5,328	4,894	5,213
棚卸資産	4,910	4,893	4,428	4,401	3,818	3,969
前払費用	444	525	432	345	231	259
繰延所得税	-	-	442	570	762	558
流動資産	11,344	12,233	11,316	12,228	10,899	11,108
土地、建物、機械等、粗額	40,812	44,819	44,191	47,235	47,926	48,838
差引：累積減価償却費	-21,936	-23,717	-23,581	-25,353	-26,503	-27,718
土地、建物、機械等、純額	18,876	21,102	20,610	21,882	21,423	21,120
関連会社への投資	858	801	1,580	1,746	1,607	1,662
その他	3,637	3,992	3,053	3,014	3,124	3,002
資産合計	34,715	38,128	36,559	38,870	37,053	36,892
買掛債務	2,889	3,172	2,657	2,771	2,444	2,734
短期借入金およびキャピタル・リース	3,839	3,928	1,841	3,799	2,796	1,292
所得税引当金	387	265	454	189	321	409
給料およびその他従業員ベネフィット	2,233	2,658	2,983	662	694	725
その他未払債務				2,805	3,184	2,405
流動負債	9,348	10,023	7,935	10,226	9,439	7,565
長期利付負債 #	4,080	5,583	6,396	7,129	6,497	6,290
キャピタル・リース	69	80	60	64	34	86
長期借入金およびキャピタル・リース	4,149	5,663	6,456	7,193	6,531	6,376
その他負債	2,260	2,582	1,767	7,707	8,200	8,438
繰延税金	3,037	3,307	3,497	1,802	1,466	1,494
負債総額	18,794	21,575	19,655	26,926	25,636	23,873
少数株主権	123	135	165	177	187	197
優先株式	237	237	237	237	237	237
普通株式	411	402	403	405	407	408
追加払込資本	4,399	4,342	4,418	4,551	4,660	4,771
再投資利益	10,751	11,437	11,681	6,572	5,926	7,406
株主資本	15,798	16,418	16,739	11,765	11,230	12,822
発行済株式総数 (百万株)	685.3	669.8	671.2	675.0	677.6	681.0
長期借入金の平均利子率	8.27%	8.17%	8.05%	6.79%	6.78%	7.5%
株価 (ドル) 高	42 1/8	43 3/8	50	54 7/8	62 3/8	53 7/8
低	28 5/8	31 3/8	32 3/4	43 1/2	44 1/4	48 1/4

1995年3月の格付けはA a 2である。

付属資料 12

デュポンの部門別財務数値
(百万ドル)

	1989	1990	1991
化学			
売上高	3,702	3,677	3,478
税引後営業利益	629	464	316
ファイバー			
売上高	5,966	6,085	6,056
税引後営業利益	729	430	416
ポリマー			
売上高	5,581	5,809	5,565
税引後営業利益	455	409	119
石油			
売上高	12,314	15,976	15,851
税引後営業利益	538	1,078	814
多角化事業 (農業製品, エレクトロニック素材, フィルム, 医療製品, 印刷出版)			
売上高	7,971	8,500	7,745
税引後営業利益	530	364	107

1992年

	化学	ファイバー	ポリマー	石油	多角化事業	合計
非関連会社への売上高	3,617	6,074	5,856	16,065	6,187	37,799
セグメント間売上高	187	6	51	414	5	-
売上高合計	3,804	6,080	5,907	16,479	6,192	37,799
営業利益	324	591	471	1,008	-182	2,212
納税引当金	-128	-246	-185	-707	101	-1,165
関連会社利益の持分	30	64	32	36	32	194
税引後利益	226	409	318	337	-49	1,241
識別可能資産	3,201	5,738	5,412	12,307	6,033	32,691
減価・減耗償却費	317	592	409	1,006	410	2,879
資本支出	366	856	642	1,781	558	4,397

1993年

	化学	ファイバー	ポリマー	石油	多角化事業	合計
非関連会社への売上高	3,546	6,188	5,869	15,771	5,724	37,098
セグメント間売上高	475	14	23	428	1	-
売上高合計	4,021	6,202	5,892	16,199	5,725	37,098
営業利益	237	258	255	1,195	-495	1,450
納税引当金	-99	-144	-108	-428	162	-617
関連会社利益の持分	28	55	30	45	-74	84
税引後利益	166	169	177	812	-407	917
識別可能資産	2,960	5,771	5,226	11,938	5,029	30,924
減価・減耗償却費	303	658	527	1,379	460	3,451
資本支出	294	751	428	1,659	329	3,655

1994年

	化学	ファイバー	ポリマー	石油	多角化事業	合計
非関連会社への売上高	3,760	6,767	6,318	16,815	5,673	39,333
セグメント間売上高	208	44	181	388	36	-
売上高合計	3,968	6,811	6,499	17,203	5,709	39,333
営業利益	536	1,083	1,084	1,141	595	4,439
納税引当金	-208	-412	-423	-486	-191	-1,720
関連会社利益の持分	58	30	56	25	219	388
税引後利益	386	701	717	680	623	3,107
識別可能資産	2,880	6,020	5,160	11,961	5,001	31,022
減価・減耗償却費	412	512	403	1,191	434	3,106
資本支出	298	541	310	1,576	283	3,151

タイム・ワーナーの事業概要

1987年6月、タイム・インクは、ターナー・ブロードキャスティング・システム・インク（TBS）が私募形式で発行した株式のうち約3,927千株を180百万ドルで購入した。1988年には、タイム・インクは、TBSの株式を買い増した。

1989年7月、タイム・インクは、ワーナー・コミュニケーションズ・インク（WCI）の普通株式の59.3%を買収したことに伴って、社名をタイム・ワーナーに変更した。

1990年1月に、WCIは、タイム・ワーナーの全額子会社となった。

この結果タイム・ワーナーは、世界最大のメディア・エンターテイメント企業となった。その主な事業は、出版、音楽およびエンターテイメントであった。出版グループは、雑誌と書籍の出版と流通を行っており、音楽グループは、レコード音楽、音楽著作権の所有と管理を行っていた。エンターテイメント・グループは、映画、TVプログラミング、ビデオカセットの流通、小売店舗とテーマ・パークの所有と運営、有料TVとケーブル・プログラミングの制作と流通、ケーブルTVシステムの運営を行っていた。

1992年2月、タイム・ワーナーは、その映画スタジオ、ホーム・ボックス・オフィス（HBO）およびケーブルTVプログラミング事業を統合して、タイム・ワーナー・エンターテイメント L.P.（TWE）を設立した。1992年6月、TWEは、伊藤忠と東芝から10億ドル（各5.61%）の出資を受けた。1993年9月には、タイム・ワーナーはTWEの株式の25.51%を地域電話会社のUSウエストに25.53億ドルで売却した。この際、タイム・ワーナーはTWEの事業内容がタイム・ワーナーの他の事業と競合しないようにするという取り決めをUSウエストと結んだ。このように、USウエストがリミテッド・パートナーとして加わったことに伴い、TWEはタイム・ワーナーの連結対象からはずされ、持分法で経理されることになった。

1. 出版事業

タイム・ワーナーの全額所有小会社のタイム・インクが雑誌・書籍の出版を行っていた。また、マルチメディアやTV市場向けの出版物も開発していた。雑誌としては、タイム（1995年1月現在のアメリカ国内の広告料金基礎購読者数4,000千人）、スポーツ・イラストレイテド（広告料金基礎購読者数3,150千人）、ピープル（同3,150千人）、エンターテイメント・ウィクリー（同1,125千人）、フォーチュン（世界全体の広告料金基礎購読者数860千人）、マネー（広告料金基礎購読者数1,900千人）、ライフ（同1,500千人）等を発行していた。書籍は世界各国語で販売されており、タイムの売上高の約40%がアメリカ以外の国々の売上高となっていた。

2. 音楽事業

タイム・ワーナーの音楽事業は、ワーナー・ミュージック・グループ（WMG）のもとで行われていた。アメリカ国内のレコード音楽事業は、50種類にもものぼるレコード・レーベルを持っていた。その主なレーベルには、ワーナー・ミュージックUS（WMUS）とエレクトラ・エンターテインメント・グループ、アトランティック・グループおよびワーナー・ブラザーズ・レコードが含まれていた。アメリカの外では、レコード音楽事業はワーナー・エレクトラ・アトランティック（WEA）インターナショナル・インク、ワーナー・ミュージックなどを通じて65カ国を超える国々で行われていた。

WMGはソニー・ピクチャーズ・エンターテインメント・インク、ポリグラム、ソニーEMIとパートナーの関係にあった。1995年1月には、スターTV、バーテルズマン・ミュージック・グループ、EMI、ソニー・ピクチャーズと合併して、スターTVと汎アジア音楽チャンネル向けにプログラミングを開発することになっていた。1995年3月には、ポリグラム・インターナショナルおよびソニー・ミュージックと合併して、レコード音楽を直接販売することになっていた。また、WEAマニュファクチャリングは、タイム・ワーナーと東芝によって開発されたDVDを1996年初めに製造することになっていた。

WMGにとって大きな売上をもたらしていたアーティストとしてはマドンナや竹内まりや等が含まれていた。レコード音楽事業は非常に競争の激しい分野であった。レコード産業の売上高や利益は、会社に所属するレコーディング・アーティストが一般大衆に受け入れられるかどうか、特定の年にリリースしたレコーディングに依存していた。レコード音楽事業は、海賊版、平行輸入や家庭でのテーピングにマイナスの影響を受けると思われていた。さらに、レコード音楽は、TV、レコード済ビデオやビデオ・ゲーム等の他の形のエンターテインメントとも競争していた。

3. エンターテインメント事業

タイム・ワーナーのエンターテインメント・グループは、ワーナー・ブラザーズやTVスタジオを持っており、映画、TVシリーズ、TV向け映画の制作、資金調達および販売を含んでいた。TWEは小売店舗、映画劇場およびテーマパークの運営を行っていた。また、TWEのフィルム・エンターテインメント・プログラミング（HBOの有料TVおよびケーブル事業）およびタイム・ワーナーが権利を有している若干の事業を含んでいた。さらに、1948年以来リリースされたワーナー・ブラザーズのフィルム・ライブラリーももっていた。

一方、ケーブル事業では、1995年1月、タイム・ワーナーは、ヒューストン・インダストリーのケーブル事業ケーブルコム（契約世帯数0.69百万世帯）を28億ドルで買収した。さらに、1995年2月、タイム・ワーナーは、ケーブルビジョン・インダストリーズ（1.35百万世帯）を22億ドルで買収することに同意した。これによって、タイム・ワーナ

一は、契約世帯数で、11.5百万世帯となり、業界第1位のテレ・コミュニケーション・インク（TCI）（11.65百万世帯）に接近できることになると思われた。¹

1994年第4四半期において、ケーブル事業のキャッシュ・フロー（EBITD）は242百万ドルから247百万ドルに改善していた。タイム・ワーナーの売上高の158億ドルのうち、HBOとWMGは54億ドルを占めていた。この二つの部門は、タイム・ワーナーの営業利益15億ドルのうち、603百万ドルを貢献するようになり、ケーブル事業の業績が上向く兆候を示していた。²

タイム・ワーナーのレヴィン会長は、大株主のシーグラムのブロンフマン氏に対して、今後12～18カ月のうちに資産を売却して、リストラを行うことを説明した。³ これによって、タイム・ワーナーは、130億ドルにもものぼっていた利付負債を削減することを計画していた。しかし、1992年にも、レヴィン氏は、資産を30億ドル相当売却するという計画を明らかにしていたが、それを実行していなかった。しかし、今回は、レヴィン氏は、5主要事業であるワーナー・ミュージック、ワーナー・ブラザーズ・スタジオ、HBO有料TV、ケーブルTVおよび出版は売却の対象にはしないと述べていた。レヴィン氏が売却を検討していたのは、ターナー・ブロードキャスティング・システム（TBS）の20.6%（54百万株）（うち議決権付き株式10.5%）や非戦略ケーブル事業（200,000世帯）であった。⁴

タイム・ワーナーは多様な事業を含んでいたことから、株価の評価も曖昧になっていた。このため、そのリストラの過程で、レヴィン氏は、TWEのもとにあるワーナー・ブラザーズ・スタジオとHBOケーブル・チャンネルを、タイム・ワーナーのコントロール下に直すことを検討していた。それと同時にケーブル事業を独立の事業体として運営することを検討していた。このようなリストラによって、ケーブルよりも株価収益率の高いエンターテイメントと出版事業の価値を高めたいと考えていた。⁵

そこで、1995年初め、タイム・ワーナーは、映画などのコンテンツ事業とCATV運営事業とを分離するリストラ計画をまとめて、USウエスト、伊藤忠、東芝に対して出資関係の変更について交渉に入った。しかし、USウエストは、拒否権をもっていた。USウエストがTWEに投資をしたのは、情報スーパーハイウェイ時代において主要なプレ

¹ 業界第3位ははるかに規模の少ないコンチネンタル・ケーブルヴィジョン（3.9百万世帯）、第4位はコックス・コミュニケーションズ（3.2百万世帯）であった。

Geraldine Fabrikant, "Time Warner Agrees To Acquire Cablevision," The New York Times (February 8, 1995), p. D1

² Geraldine Fabrikant, "Time Warner Agrees To Acquire Cablevision," The New York Times (February 8, 1995), p. D1

³ Eben Shapiro, "Time Warner Agrees to Buy Cablevision," The Wall Street Journal (February 8, 1995), p. A3

⁴ Geraldine Fabrikant, "Time Warner Agrees To Acquire Cablevision," The New York Times (February 8, 1995), p. D1

⁵ Geraldine Fabrikant, "Time Warner Agrees To Acquire Cablevision," The New York Times (February 8, 1995), pp. D1 and D5

イヤーになるために、TWEのエンターテイメント事業を必要になると思っていたためであった。¹ このため、USウエストはTWEのコンテンツ事業についての権利を希薄化することについては難色を示すと思われていた。

¹ Eben Shapiro, "Time Warner Agrees to Buy Cablevision," The Wall Street Journal (February 8, 1995), p.A3

付属資料 14

タイム・ワーナー・グループのセグメント情報
(百万ドル)

	1992	1993	1994	予想	
				1995	1996
売上高：					
タイム・ワーナー					
出版	3,123	3,270	3,433	3,638	3,857
音楽	3,214	3,334	3,986	4,384	4,822
部門間差引	-28	-23	-23	-26	-28
合計	6,309	6,581	7,396	7,997	8,651
エンターテイメント・グループ					
フィルム・エンターテイメント	3,945	4,565	5,041	5,444	5,500
プログラミング-HBO	1,444	1,441	1,513	1,619	1,757
ケーブル	2,091	2,208	2,242	2,368	4,502
部門間差引	-229	-251	-287	-292	-320
合計	7,251	7,963	8,509	9,139	11,819
営業利益：					
タイム・ワーナー					
出版	254	295	347		
音楽	275	296	366		
合計	529	591	713		
エンターテイメント・グループ					
フィルム・エンターテイメント	254	286	275		
プログラミング-HBO	201	213	237		
ケーブル	400	406	340		
合計	855	905	852	868	1,397
有形固定資産の減価償却費：					
タイム・ワーナー					
出版	42	45	47		
音楽	79	87	86		
合計	121	132	133		
エンターテイメント・グループ					
フィルム・エンターテイメント	81	92	127		
プログラミング-HBO	13	14	14		
ケーブル	316	327	340		
合計	410	433	481		
無形固定資産の減価償却費：				1,033	1,565
タイム・ワーナー					
出版	32	32	36		
音楽	231	260	268		
合計	263	292	304		
エンターテイメント・グループ					
フィルム・エンターテイメント	185	171	163		
プログラミング-HBO	1	3	6		
ケーブル	261	302	309		
合計	447	476	478		
資本支出：					
タイム・ワーナー					
出版	40	41	50		
音楽	124	91	108		
本社	8	66	6		
合計	172	198	164		
エンターテイメント・グループ					
フィルム・エンターテイメント	122	244	441		
プログラミング-HBO	28	16	14		
ケーブル	273	358	778		
本社	-	-	2		
合計	423	613	1,235		

付属資料 14 (続き)

	1992	1993	1994	1995	1996
資産：					
タイム・ワーナー					
出版	1,886	1,897	2,013	1,897	2,013
音楽	7,418	7,401	7,672	7,401	7,672
エンターテイメント・グループ	5,392	5,627	5,350	5,627	5,350
本社	2,347	1,967	1,681	1,967	1,681
合計	17,043	16,892	16,716	16,892	16,716
エンターテイメント・グループ					
フィルム・エンターテイメント	7,381	7,567	7,998	7,567	7,998
プログラミング-HBO	936	875	911	875	911
ケーブル	8,146	8,102	8,303	8,102	8,303
本社	270	1,658	1,780	1,658	1,780
合計	16,733	18,202	18,992	18,202	18,992
E B I T D A					
タイム・ワーナー					
出版	328	392	420	464	533
音楽	585	643	920	807	903
合計	913	1,015	1,150	1,271	1,436
E B I T D					
エンターテイメント・グループ					
フィルム・エンターテイメント	520	549	565	562	620
プログラミング-HBO	215	230	257	285	317
ケーブル	977	1,035	989	1,054	2,025
合計	1,712	1,814	1,811	1,901	2,962

付属資料 15

タイム・ワーナーの損益計算書
(百万ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	予想	
						1995	1996
売上高	11,517	12,021	6,309	6,581	7,396	7,997	8,651
売上原価	7,539	7,769	3,633	3,780	4,307		
販売費および一般管理費	2,864	3,098	2,147	2,210	2,376		
営業費用	11,662	10,867	5,780	5,990	6,683		
事業部門営業利益	-145	1,154	529	591	713	821	981
エンターテイメントの税引前利益の持分	-	-	226	281	176		
受取利息	-	-	-	-	-		
支払利息	1,133	966	351	718	724	800	675
本社費用	-126	-136	-81	-73	-76	-79	-81
所得税差引前利益	-145	52	323	81	89	76	309
連邦税	-	-	9	45	66		
繰延分	-	-	24	11	-81		
外国税	-	-	159	168	194		
繰延分	-	-	14	-11	-45		
州・地方税	-	-	45	86	79		
繰延分	-	-	-14	-54	-33		
所得税納税引当金合計	82	151	237	245	180	183	281
継続事業からの利益(損失)	-227	-99	86	-164	-91	-107	28
特別損失	-	-	-	57	-	-	-
純利益	-227	-99	86	-221	-91	-107	28
優先配当金必要額	559	593	628	118	13	6	82
普通株主に対する純利益(損失)	-786	-692	-542	-339	-104	-114	-54
減価・減耗償却費	1,138	1,109	384	424	437	450	455
発行済株式総数(年末, 百万株)	230	370	328	333	379	380*	384*
普通株1株当たり利益(ドル)							
特別損失差引後利益	-3.42	-2.40	-1.46	-0.90	-0.27	-0.30	-0.14

* 平均株式数

資料：予想については、Natwest Securities Corporation, Company Report on Time Warner (April 10, 1995)

付属資料 16

タイム・ワーナーの貸借対照表
(12月末現在; 百万ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994
現金および類似品	172	199	906	200	282
売掛債権, 純	2,071	1,995	1,238	1,400	1,439
フィルム・コスト: 公開済、減耗償却費差引後	615	-	-	-	-
フィルム・コスト: 完成済、未公開	153	-	-	-	-
フィルム・コスト: 制作中	11	-	-	-	-
プログラミング・コスト: 減耗償却費差引後	179	-	-	-	-
雑誌および書籍	281	-	210	186	-
レコード音楽	-	-	129	135	-
棚卸資産合計	1,239	1,119	339	321	370
前払費用	-	-	521	613	726
その他流動資産	464	577	-	-	-
流動資産合計	3,946	3,890	3,004	2,534	2,817
1年超の売掛債権	552	550	-	-	-
非流動棚卸資産	1,759	1,769	-	-	-
タイム・ワーナー・エンターテインメントへの投資	-	-	-	5,085	5,284
タイム・ワーナー・エンターテインメントからの配分 に 関連する所得税およびストック・オプション	-	-	-	547	423
タイム・ワーナー・エンターテインメントへの負債 (クレジット契約)	-	-	-	-	-400
タイム・ワーナー・エンターテインメントへのその他負債 (主にホーム・ビデオ関連)	-	-	-	-257	-266
タイム・ワーナー・エンターテインメントへの投資・負債	-	-	-	5,375	5,041
その他のエンターテインメント・グループ会社への投資	-	-	-	252	309
関連会社投資合計	-	-	5,392	5,627	5,350
持分法ベース投資	-	-	913	798	985
市場価値法ベース投資	-	-	-	553	435
原価法ベース投資	-	-	605	262	135
その他投資合計	1,874	1,933	1,518	1,613	1,555
土地および建物	776	-	394	393	412
ケーブル・テレビジョン機器	2,585	-	-	-	-
什器・備品およびその他機器	1,180	-	726	878	998
建物・工場および機器, コスト	4,541	-	1,120	1,271	1,410
減価償却費累積額	1,415	-	402	505	657
建物・工場および機器, 純	3,126	3,169	719	766	753
音楽カタログ, 契約および著作権	1,910	1,804	1,413	1,309	1,207
ケーブル・テレビジョン・ライセンス	3,097	2,924	-	-	-
買収した純資産に対するコスト超過額	9,073	8,850	4,749	4,691	4,630
その他資産	-	-	249	352	404
資産合計	25,337	24,889	17,043	16,892	16,716
買掛債務	754	773	607	532	648
未払ロイヤルティ	1,055	1,124	534	567	731
1年以内返済予定の利付負債	-	-	164	120	355
未払費用	-	-	-	716	875
未払報酬	-	-	-	228	308
繰延所得税	-	-	-	-	-
繰延収入	-	-	-	62	55
その他流動負債合計	1,842	1,679	784	1,006	1,238
流動負債合計	3,651	3,576	2,089	2,225	2,972

付属資料 16 (続き)

	1990	1991	1992	1993	1994
ゼロ・クーポン転換ノート #	-	-	-	923	970
転換社債 (9.125%) #	-	-	-	1,000	1,000
転換劣後ノート (8.75%) ##	-	-	-	2,226	2,226
転換社債 (8.75%) #	248	248	248	248	248
転換社債 (9.15%) #	-	-	-	1,000	1,000
無担保利付負債	-	-	-	3,895	3,795
タイム・ワーナー・エンターテイメントからの利付負債の分類変更額	-	-	-	-	-400
長期利付負債	11,184	8,716	2,897	9,291	8,839
繰延所得税	2,637	2,516	2,822	2,998	2,700
前受金	521	584	624	633	631
その他負債	1,030	999	444	375	426
優先株式	118	124	129	1	1
普通株式	70	104	372	378	379
資本剰余金	6,919	9,699	8,606	2,537	2,588
若干の有価証券の未実現上昇額	-	-264	-	205	130
利益剰余金 (累積欠損)	499	-	-940	-1,751	-1,950
自社株, コスト	1,292	1,165	-	-	-
株主資本	6,314	8,498	8,167	1,370	1,148

1994年12月の格付けはB a 1である。

1994年12月の格付けはB a 3である。

付属資料 17

タイム・ワーナー・エンターテイメントの損益計算書
(百万ドル)

	1991	1992	1993	1994	予想	
					1995	1996
売上高	6,068	7,251	7,946	8,460	9,139	11,819
売上原価	4,343	5,274	5,679	5,976		
販売費および一般管理費	1,013	1,141	1,384	1,636		
営業費用	5,356	6,415	7,063	7,612		
事業部門営業利益	712	836	883	848	868	1,397
利息その他, 純	-520	-563	-551	-587	-672	-1,251
本社サービス費	-60	-60	-60	-60	-62	-63
所得税差引前利益	132	213	272	201	134	84
所得税	35	53	64	40	34	21
特別項目差引前利益	97	160	208	161		
負債償還についての特別損失	-	-	10	-		
純利益	97	160	198	161	101	63
減価・減耗償却費	733	851	902	943		

付属資料 18

タイム・ワーナー・エンターテイメントの貸借対照表
(百万ドル)

	1992	1993	1994
現金および類似品	47	1,338	1,071
売掛債権, 純	1,239	1,313	1,426
フィルム・コスト: 公開済, 減耗償却費差引後	503	604	585
フィルム・コスト: 完成済, 未公開	169	140	123
フィルム・コスト: 制作中	27	7	18
プログラミング・コスト, 減耗償却費差引後	193	147	149
その他	29	82	81
棚卸資産	921	980	956
前払費用	135	114	120
流動資産合計	2,342	3,745	3,573
非経常棚卸資産	1,711	1,760	1,807
タイム・ワーナーへの貸付金	-	-	400
投資	626	540	666
土地および建物	627	680	841
ケーブル・テレビジョン機器	2,942	3,044	3,619
什器・備品およびその他機器	1,082	1,319	1,588
有形固定資産, 粗	4,651	5,043	6,048
減価償却費累積額	1,712	1,943	2,264
有形固定資産, 純	2,939	3,100	3,784
買収した純資産に対するコスト超過額	4,666	4,560	4,433
ケーブル・テレビジョン・フランチャイズ	3,600	3,510	3,236
その他資産	750	748	763
資産合計	16,694	17,963	18,662
買掛債務	328	366	514
参加料およびプログラミング・コスト	668	770	857
1年以内返済予定の利付負債	102	-	-
その他流動負債	870	1,129	1,486
流動負債合計	1,968	2,265	2,857
長期利付負債	7,684	7,125	7,160
その他長期負債	605	1,037	749
ジェネラル・パートナーの先順位資本	-	1,536	1,663
払込み資本金	6,451	7,398	7,398
パートナーシップ利益(損失)の未配分額	-14	-393	-394
USウエストからの未受取ノート	-	-1,005	-771
パートナーの資本合計	6,437	6,000	6,233

付属資料 19

大手エンターテイメント／飲料・スピリッツ／化学会社の財務数値

	レポート 発表日 (1995)	β 値	予想 1995 EPS	DPS	3月 末 株価	P E R	#	決 算 年	CFPS	ROA	ROE	長期利 付負債 資本
大手エンターテイメント会社												
ソニー	7.12	0.71	-7.83*	0.49	49	-	95	-1.98				42.4
ディズニー	7.18	1.23	2.60	0.36	53	23	94	4.99	9.1	21.3		24.6
タイム・ワーナー	7.13	1.49	-0.03	0.38	38	-	94	0.88				69.7
T C I	2.06	1.80	-0.02*	0	21	-	93	2.01				60.9
ヴァイアコム	4.18	1.50	0.25*	0	46	16	93	-	3.2	18.7		47.3
C B S	3.13	0.58	3.74*	0.40	64	17	93	-	9.2	38.0		29.9
キャピタル・シテイズ/ABC	6.07	0.85	5.20	0.20	88	21	94	5.54	10.6	17.3		12.3
ニュース・コープ(フォクス)	6.02	2.22	1.42	0.08	23	11	94	2.14	4.3	9.1		35.4
ターナー・ブロードキャスティング	6.06	1.56	0.45	0.07	17	65	94	0.37	1.2			77.5

大手飲料・スピリッツ会社

シーグラム	6.02	0.95	1.65	0.60	32	13	95	2.67	6.6	15.4		33.9
L V M H	3.20	0.69	1.55*	0.364	39	22	93	2.06	6.7	16.3		33.4
ブラウン・フォアマン	7.26	0.96	2.40	0.99	33	16	94	-	13.8	28.6		34.6
クーアズ	6.22	0.24	1.20*	0.50	17	13	94	4.67	4.3	8.9		14.9
アンハイザー・ブッシュ	6.05	1.06	4.30	1.60	59	15	94	6.28	9.6	24.2		35.2
ペプシコ	5.30	1.15	2.45	0.80	39	20	94	4.16	7.4	27.2		50.0
コカーコーラ	6.25	0.85	2.40	0.88	56	30	94	2.28	19.9	52.4		20.8

大手化学会社

デュポン	5.22	1.08	5.25	2.08	60	16	94	8.37	7.4	23.0		30.5
ダウ・ケミカル	5.23	0.97	7.50	3.00	73	15	94	8.77	5.6	11.4		31.8
モンサント	6.28	1.35	6.00	2.76	80	16	94	9.80	7.2	21.8		31.8
ユニオン・カーバイド	5.23	0.91	5.10	0.75	31	9	94	4.24	8.2	26.3		35.0

* 決算済数値

PER は直前12カ月の平均

資料 : Standard NYSE Stock Reports (McGraw-Hill, Inc.)

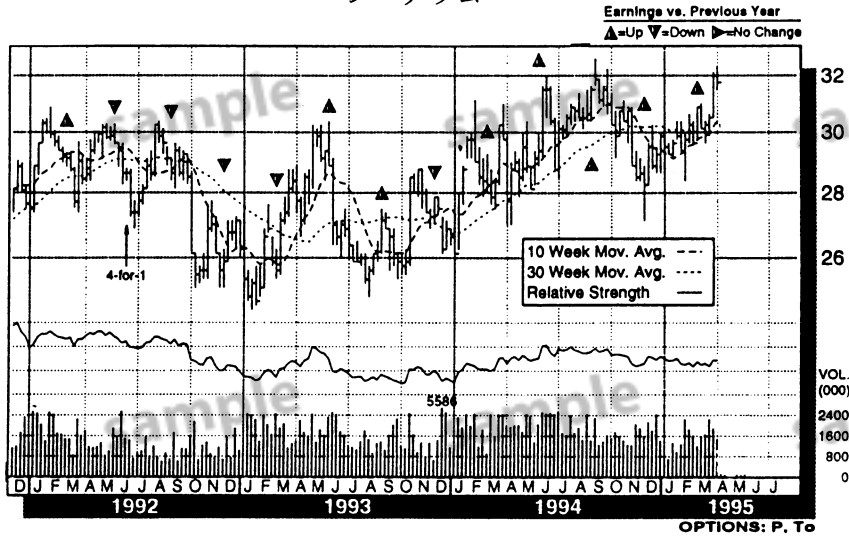
Jeffrey A. Trachtenberg, Mark Robichaux, Eben Shapiro and Thomas R. King, "The Entertainment Giants: How They Rate," The Wall Street Journal (August 1, 1995), p.B1

付属資料 20

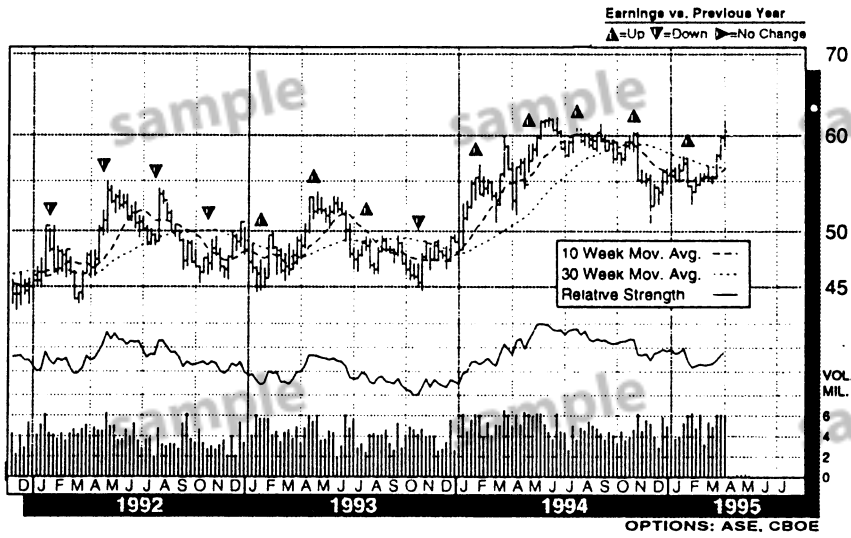
株価の推移
(1995年)

	シーグラム		デュポン		タイム・ワーナー	
	取引数量 (100株)	株価 (ドル)	取引数量 (100株)	株価 (ドル)	取引数量 (100株)	株価 (ドル)
2月28日(火)	5348	31	5235	55 1/8	5083	38 5/8
3月1日(水)	2672	30 7/8	14440	56 3/8	6681	38 1/2
2日(木)	1864	30 3/8	13996	55 3/4	5565	38 3/4
3日(金)	1242	30 1/8	13234	55 3/8	4424	38 1/2
6日(月)	2945	29 7/8	8888	55 1/8	7301	37 7/8
7日(火)	3763	29 7/8	8857	55 1/8	8519	37 3/8
8日(水)	2042	30	7144	55 1/8	7083	37 3/8
9日(木)	1179	30 1/8	5879	54 7/8	7793	37 3/4
10日(金)	6031	30 1/4	15838	55 3/8	8997	38 1/4
13日(月)	1573	30 1/4	6757	55 1/4	8916	38 7/8
14日(火)	3538	30 1/4	11738	56 1/4	4902	38 3/4
15日(水)	4792	30 1/8	9222	56 3/4	5458	38 1/2
16日(木)	4449	30 1/4	14552	57	8845	38 7/8
17日(金)	7189	30 1/2	26745	57 3/4	11002	38 5/8
20日(月)	4975	31 1/8	21643	58 5/8	5478	38 5/8
21日(火)	4724	31 1/2	13782	57 7/8	5683	38 1/4
22日(水)	2857	31 1/2	10257	57 3/4	6661	38
23日(木)	2644	31 3/4	7889	58 5/8	7768	37 7/8
24日(金)	2801	32	13778	59 3/4	6615	38 1/8
27日(月)	1382	31 7/8	7397	59 1/4	4690	38 3/8
28日(火)	1512	31 7/8	13196	60 1/8	7763	37 7/8
29日(水)	2647	31 3/4	20226	59 7/8	12702	37 7/8
30日(木)	4206	32 3/8	15030	61 3/8	6654	37 1/2
31日(金)	4429	31 3/4	11873	60 1/2	7791	37 5/8
4月3日(月)	12405	30 1/8	16559	61 1/8	5734	37 6/8
4日(火)	17240	28 1/2	19623	61 1/2	8089	37
5日(水)	19407	28 3/4	30472	63	9753	37 1/8
6日(木)	67464	27 3/4	46957	64 5/8	13689	37
7日(金)	84670	26 1/2	117424	62 3/8	27854	38 1/4

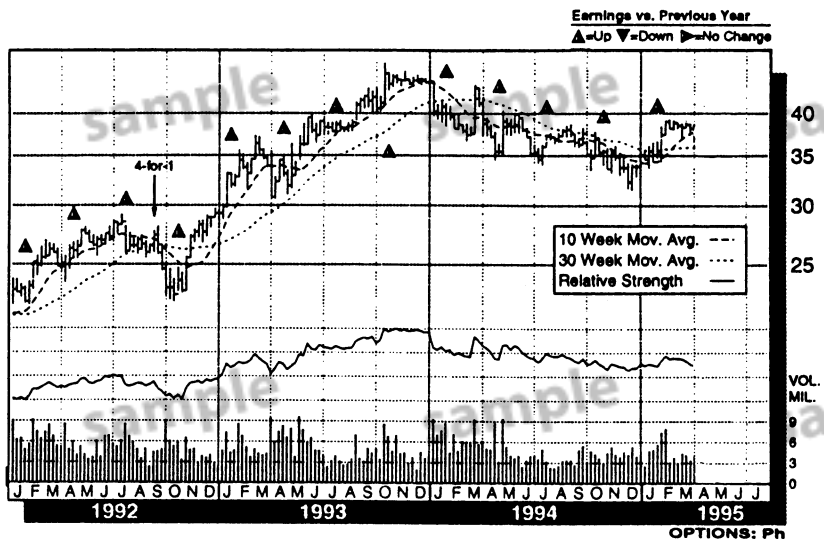
シーグラム



デュポン

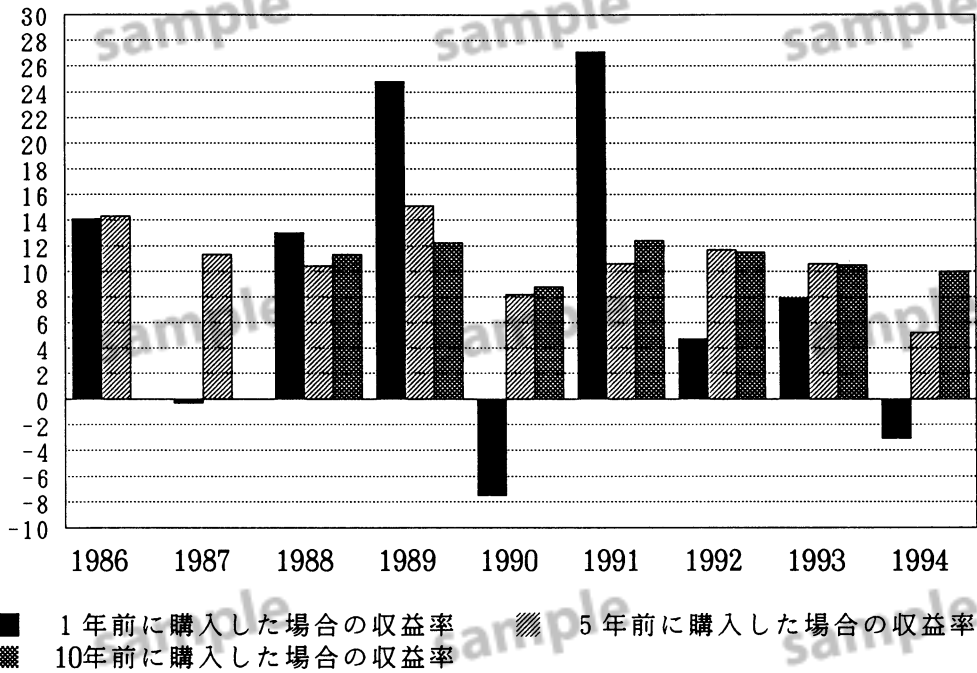


タイム・ワーナー

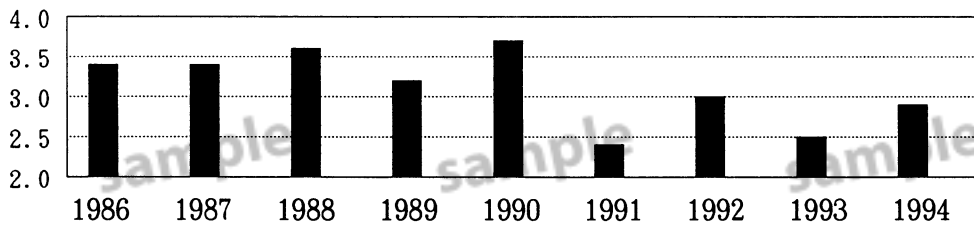


ニューヨーク証券取引所の株価指数 (NYSE Composite Index) の変化率と配当利回り

A. 株価指数の変化率 (複利) (%)



B. 配当利回り (%)

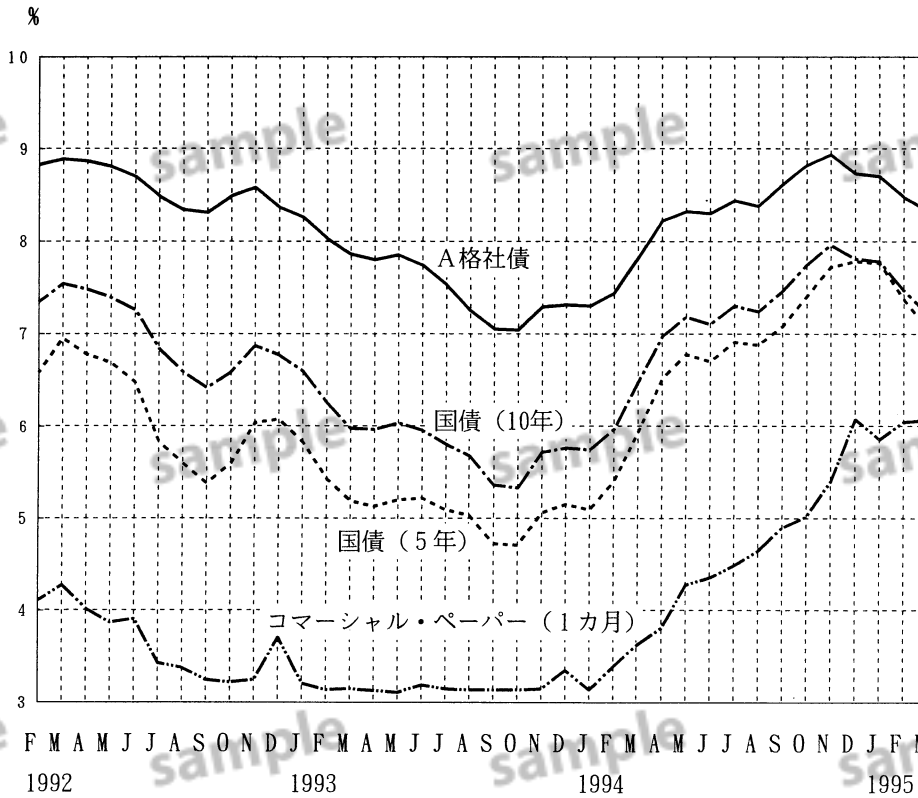


注：指数の変化には配当利回りは含まない。

資料：New York Stock Exchange Inc., Fact Book (April 1995), pp.71 and 73

付属資料 23

アメリカでの利子率の推移



資料 : Federal Reserve Bulletin

付属資料 24

アメリカの主要経済指標
(年平均,%)

	実績			見込み		見通し				
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
実質GDP成長率	-0.7	2.6	3.1	4.0	2.8 (3.1)	2.5 (1.6)	2.5 (2.4)	2.5 (2.3)	2.5 (2.3)	2.5 (2.3)
GDPデフレーター	3.9	2.9	2.2	2.1	2.8 (2.6)	3.0 (2.8)	3.0 (2.8)	3.0 (2.8)	3.0 (2.8)	3.0 (2.8)
消費者物価上昇率	4.2	3.0	3.0	2.6	3.1 (3.1)	3.2 (3.4)	3.2 (3.4)	3.2 (3.4)	3.1 (3.4)	3.1 (3.4)
失業率	6.7	7.4	6.7	6.1	5.8 (5.5)	5.9 (5.7)	5.8 (5.8)	5.8 (5.9)	5.8 (6.0)	5.8 (6.0)
3カ月物TB利回り	5.4	3.4	3.0	4.2	5.9 (6.2)	5.5 (5.7)	5.5 (5.3)	5.5 (5.1)	5.5 (5.1)	5.5 (5.1)
10年物国債利回り	7.9	7.0	5.9	7.1	7.9 (7.7)	7.2 (7.0)	7.0 (6.7)	7.0 (6.7)	7.0 (6.7)	7.0 (6.7)

(注) 見通しの数字は、1995年2月の大統領予算教書において前提とされていた値である。また、括弧内の数字は、議会予算局(CBO)の経済見通しの値である。

アレン・アンド・カンパニー主催の
第12回アニュアル・サン・ヴァレイ・コンファレンスの参加者



“The New Establishment,” Vanity Fair (October 1994), pp.12-13

ハーバート A. アレン (前列右) アレン・アンド・カンパニー・インクの社長兼CEO
 誕生日: 1940年 3月 5日, ニューヨーク市
 現住所: ニューヨーク市およびアイダホ州サン・ヴァレイ
 大学: ウィリアムズ・カレッジ
 最初の仕事: アレン・アンド・カンパニー・インク

後列 (左から)
 ウォレン・ブフェー バークシャー・ハサウェイ・インクの会長兼CEO

ジェラルド・レヴィン タイム・ワーナー・インクの会長, CEO兼社長
 誕生日: 1939年 5月 6日, フィラデルフィア
 大学: ペンシルヴァニア大学ロー・スクール
 最初の仕事: シンプソン・サッチャー・アンド・バートレットの弁護士

ジェームス C. ケネディ コン・エンタープライゼス・インクの会長兼CEO

バリー・ディラー QVCインクの会長兼CEO
 誕生日: 1942年 2月 2日, サンフランシスコ
 大学: U. C. L. A. 中退
 最初の仕事: ウィリアム・モリス・エージェンシーのメールルームのクラーク

付属資料 25 (続き)

- マイケル・アイスナー ウォルト・ディズニーの会長, CEO 兼社長
誕生日: 1942年3月7日, ニューヨーク州マウントキスコ
大学: デニソン大学
最初の仕事: NBCのページ係
- ルバート・マードック ニュース・コーポレーションの会長兼チーフ・エグゼクティブ,
フォックス・インクの会長兼CEO
誕生日: 1931年3月11日, オーストラリア, メルボルン
大学: オックスフォード大学
最初の仕事: デイリー・エクスプレス (ロンドン) の編集者
- 中列 (左から)
ビル・ゲーツ
マイクロソフトの会長兼CEO
誕生日: 1955年10月28日, シアトル
現住所: ワシントン州ベレブー
大学: ハーヴァード大学中退
最初の仕事: マイクロソフト共同設立
- サムナー・レドストーン ヴァイアコム・インクの会長
誕生日: 1923年5月27日, マサチューセッツ州ブリントン
大学: ハーヴァード大学, ハーヴァード・ロー・スクール
最初の仕事: 陸軍の中尉
- デイヴィッド・ゲッフィン デイヴィッド・ゲッフィン・カンパニーの会長
誕生日: 1943年2月21日, ニューヨーク州ブルックリン
大学: テキサス大学中退, ブルックリン大学中退
最初の仕事: CBSテレビジョン・シティ (ハリウッド) での案内係
- H. ウェイン・フィゼンガ ブロックバスター・エンターテイメント・コーポレーションの会長兼CEO
- エドガー・ブロンフマン シーグラム・カンパニーの社長兼CEO
・ジュニア 誕生日: 1955年5月16日, ニューヨーク市
大学: なし
最初の仕事: パトナムの映画製作のアシスタント
- スコット・サッサー タナー・エンターテイメント・グループの社長
- 前列 (左から)
マイケル・オービッツ クリエーティブ・アーティスト・エージェンシーの会長
誕生日: 1946年12月14日, シカゴ
大学: U.C.L.A.
最初の仕事: ウィリアム・モリス・エージェンシーのメイルルームの
クラーク
- ジョン・マローン テレ・コミュニケーション・インクの社長兼CEO
誕生日: 1941年3月7日, コネチカット州ミルフォード
大学: イェール大学, NYU (MS電気工学)
ジョンズホプキンス大学 (MS工業経営, Ph.D in O.R.)
最初の仕事: ベル電話研究所
- ジェフリー
・カツェンバーク ウォルト・ディズニー・スタジオの会長 (辞任)

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

Contents Works Inc.