



慶應義塾大学ビジネス・スクール

株式会社レナウン

1990年4月、レナウンでは、アクアスキュータムを買収することを検討していた。しかし、買収に踏み切る場合には、今後の資金調達についても、見通しをつけておく必要 ¹⁰ があった。

レナウンの概要

レナウンは、婦人服、紳士服、子供服、肌着、靴下を扱う総合衣料メーカーであり、日本のトップ・アパレル・メーカーであった。関連会社としては、婦人既製服メーカーの ¹⁵ レナウンルック（1962年設立）、紳士服メーカーのダーバン（1970年設立）、高級婦人服メーカーのレリアン等を擁していた。

レナウンは、ナショナル・ブランドを重視した商法を展開してきた。しかし、1980年代に入って、消費者のファッションが個性化傾向が強まった。このため、大量生産・大量販売の方式よりも、多品種・少量生産・販売の方式への転換が必要になった。しかし、 ²⁰ レナウンは、この傾向に対応することが遅れた。このため、営業利益は、1981年の約108億円を最高に、減少傾向に入った。

そこで、レナウンでは、1985年秋に、高級婦人服専門店チェーン「P-4」を33店でスタートさせた。さらに、婦人服を中心に一挙に20以上のブランドを大量投入して回復を図った。しかし、開発費や販促費をかけたにもかかわらず、これら投入ブランドはごく一部を除いてあまりヒットしなかった。このため、1986年には営業利益は、約22億円へと落ち込んだ。そこで、専務の金田氏が先頭にたって、組織改革を行い、「各事業部長の判断で決定できるスピーディな組織運営へ転換する」ことを目指した。 ²⁵

一方、レナウンは、ナショナル・ブランドとマス市場を狙ったこともある、その販路別構成は、1988年度の売上高でみると、百貨店48%、小売店24%、販社13%、量販店 ³⁰ 11%、その他5%と比較的バランスがとれていた。しかし、これは、競争相手の東京スタイルや三陽商会で百貨店の比率が圧倒的に高かったのとは対照的であった。これは、レナウ

このケースは、慶應義塾大学ビジネス・スクール教授鈴木貞彦が作成したものである。このケースは、同スクールでのクラス討議のためのものであって、経営の巧拙を例示するためのものではない。（1991年1月作成）

ンが百貨店よりも専門店・小売店のほうが儲かるという発想をもっていることにも理由があるとされていた。ところが、1980年代後半に消費が高度化するなかで、百貨店での高級品が良く売れていた。このため、百貨店市場の比率の高い櫻山オンワードや東京スタイルは業績を伸ばしていた。

したがって、スピーディな意思決定などの努力にもかかわらず、遂に、1989年下半期⁵には、営業利益で赤字を計上せざるを得なくなった。レナウンでは、1989年の冷夏、暖冬という天候の影響が響いたと説明していた。1989年通期では、黒字を計上したもの、そのままでは最終利益で配当を維持できなくなった。このため、1989年には、子会社レリアンに対して土地を売却することによって売却益を計上して、配当を維持した。

1990年1月には、11年間にわたって社長を勤めていた稻川氏（60才）に変わって、¹⁰金田康男氏（53才）が社長に昇進することが、取締役会で決定された。金田社長は、ファッショニ性の高い高級婦人服の直営ショップ「P-4」のチェーン展開を積極的に推進する方針を掲げた。すなわち、この「P-4」は、フランチャイズ店を含めて、1988年度から過半数が黒字化しており、今後は、拡大路線をとることにしていた。

しかし、子供服やベビー用品の分野では、専門メーカーにシェアを浸食されたこと¹⁵もあって、その売上は不振であった。このため、1989年後半に不良在庫が急増しており、その在庫処分のために、値引き販売も計画していた。そして、1990年上半期には営業利益は再び赤字を計上せざるをえなくなる確率が高かった。1990年通期では営業利益は35億円を見込んでいたものの、現在の1株14.50円の配当金を維持するためには、少なくとも経常利益で112億円を計上することが必要であった。このことは、営業外の純利益で77億円²⁰を稼がなければならないことを意味していた。

レナウンの商品構成

一方、レナウンは紳士服をダーバンに、婦人服をレナウンルックに移転していた。このため、レナウンには軽衣料、中衣料が中心で、重衣料が少なくなっていた。金田社長²⁵も「外着の比率は25%と低いし、肌着から靴下まで」扱っており、「天候の影響を受ける商品が多い」と述べていた。¹そして、このような商品構成が、レナウンにおいて、1989年以降の冷夏、暖冬の影響を比較的大きく被る原因になったと見られていた。

このため、レナウンは再建のため、レナウン自体が重衣料分野に進出して、重衣料の比率を現在の30%から当面50%に引き上げる方針を打ち出した。特に、紳士服分野が弱いと見られており、この分野の強化が課題であった。しかし、この新方針を実施するにあたっては、グループ内での調整や、対外的な調整が不可欠になると予想された。

一方、レナウンの商品構成に関連して、証券アナリストは、「レナウンはフル・ラ

¹ 財界（1990年5月29日）、p.30

インのアパレル・メーカーであると自認している。したがって、非常に価格競争の激しい下着市場において、あまり利益をあげていないにもかかわらず、レナウンは依然として、そのフル・ラインとしてのイメージにこだわっている」という厳しい見方をしていた。¹さらに、レナウンでは、国内ブランドや低マージンの製品ラインが主力であり、高級ブランドは少ないという見方もあった。前述の証券アナリストは、「レナウンは非常に利益率の高い百貨店売上高を展開するにあたって、競争相手に遅れをとっている」と分析していた。²この点に関しては、レナウンでも、「日本の百貨店は、外国デザインのブランドに多くのスペースを割きつつあり、国内ブランドのスペースは次第に少なくなってきた。このため、国内メーカーは、その売上高を維持するためにも、外国ブランドを買わざるを得なくなっている」と見ていた。

5

10

確かに、日本のファッショントリックなブランドに人気が移りつつあった。レナウンでも、「今日、OL達は、デザイナー・ブランドのスーツに2000ドルや3000ドルを費やすことを何とも思っていない。彼女達は、欲しいと思うと、買っててしまう」と語っていた。³事実、いくつかの有名なヨーロッパやアメリカのデザイナー・ブランド品は、東京での売上高のほうが、パリとニューヨークとを合わせた売上高よりも大きくなっていた。例えば、ルイヴィトンでは、日本人が外国で買うものも含めると、その製品の約80%が日本の消費者が購入していると推定していた。1978年以来、日本での売上高は、10倍にもなり、100百万ドルを上回っていた。

15

ところで、10年前までは、日本のアパレル・メーカーは、海外の有名ブランドの独占輸入権を得て輸入して、国内で世界価格の5倍もの値段で売って利益をあげていた。しかし、海外旅行が一般化するにつれて、日本の消費者達は、本当の価格を知るようになり、品質の見分けができるようになった。このため、日本のアパレル・メーカーは、輸入ブランドのマーク・アップを大幅に引き下げるを得なくなった。しかし、外国ブランドのライセンス料が売上高の5%を上回っていたため、独占輸入で儲けることは難しくなった。そこで、日本のメーカーは販売代理店となるよりも、外国デザイナー・ブランドそのものを買収するほうが有利であると考えるようになった。しかも、一方で、外国デザイナー・ブランドも、日本市場に、自ら進出して、直接ブランド管理をする傾向が強まっていた。例えば、1990年1月には、イヴ・サンローランが、4月にはグッチが、それぞれ日本法人を設立して、日本市場でのマーケット管理を強化しようとしていた。

25

20

25

30

¹ SBCI証券（アジア）の大内和子氏のコメント、The Japan Economic Journal (May 5, 1990), p. 19

² クレディ・リヨネ証券（日本）のアパレル業界アナリストの榎本直子氏のコメント
The Japan Economic Journal (May 5, 1990), p. 19

³ AFR (May 10, 1990), p.

日本のアパレル・メーカーによる海外ブランドの買収

ところで、日本のアパレル・メーカーは、競って海外の有名ブランドの獲得に動いていた。例えば、オンワード樫山は、ルチアーノ・ソプラーニ（ミラノ）に49%の資本参加して、その人気ブランドの紳士・婦人服の直輸入とライセンス製品の販売を強化していた。さらに、イタリアでの生産拠点を確保するために、1989年4月にジオ（イタリアの婦人服メーカー；年間売上高約31億円）を推定20億円で、1990年1月にギボSA（ジャンポール・ゴルチエを生産しているイタリアの中堅アパレル・メーカー；年間売上高40億円）を15億円で、それぞれ買収していた。また、三陽商会は、1983年以来バーバリー・ブランド製品を日本国内でライセンス生産するとともに、イタリアのクリツィアと提携して、K・オブ・クリツィアと大型ブランドを投入していた。レイトンハウスは、1989年12月に、¹⁰紳士アパレル・メーカーのヒューゴ・ボス（西ドイツ・メッツィンゲン；1989年12月期の推定連結売上高約10億マルク（820億円強））の過半数を約300億円で買収していた。

このように各社が、海外の有名ブランドの獲得に走っていた背景には、大都市の大規模百貨店が高級化を進めていたことがあった。しかし、これら百貨店の売り場スペースには限りがあった。このため、各アパレル・メーカーは、海外の有名ブランドをそのような¹⁵売り場スペースを確保するための戦略商品として活用するようになっていた。

ところで、レナウンは海外ブランドとして、アーノルド・パーマーを有していたが、新鮮味に乏しかった。また、他の外国のブランドをもっていたが、それらはいずれもあまり大型商品にはなっていなかった。このため、レナウンは国際戦略に大きく立ち遅れないと見られていた。このような状況のなかで、1990年1月、稻川前社長（現会長）は「グローバル・ファッショ・ネットワーク構想」を打ち出し、海外ブランド戦略を積極的に進めていく方針を固めた。²⁰

アクアスキュータムの概要

1990年春、イギリスでは、アクアスキュータム¹が経営陣に敵対する株主の攻撃を²⁵受けた苦慮していることが伝えられていた。

アクアスキュータムは、イギリスの高級コートや紳士服ブランド・メーカーであり、売上高の約80%が紳士服であった。最近では、婦人服、シャツ、ネクタイなども手掛けて

¹ アクアスキュータムは、1851年に2人のイギリス人によって、リージェント・ストリートの小規模の紳士用高級テーラー・ショップとして設立された。アクアスキュータムは、ラテン語での防水という意味であり、そのコートは、当時のファッションとして紳士の間で人気を博した。そして、1855年のクリミア戦争で、ロシアの寒い冬をしのぐために、士官の間でアクアスキュータム・コートは一層普及した。その後、エドワードVIIもアクアスキュータムの顧客となり、1897年にはアクアスキュータムにローヤル・ウォラントを受けた。さらに、その後の第一次大戦でも、イギリス軍のトレーナー・コートとして有名になり、イギリスだけでなく、ヨーロッパ大陸でも一層普及することになった。1903年には、婦人服ラインを開始した。

いたが、婦人服や子供服では苦戦していた。また、輸出は40以上の国に行っており、アクアスキュータムの売上高の3分の2は、輸出からのものであった。このため、5回にわたって、輸出成果に対する女王賞を受けていた。子会社をイギリスのほか、アメリカ、カナダ、香港、アイルランド、オーストラリアおよび日本に設立していた。日本では、アクアスキュータム(60%)と三菱商事(40%)との合弁で、アクアスキュータム・オブ・イングランド社を設立していた。また、直営店をロンドンのほか、ニューヨークにも設けていた。⁵このほか、卸売網を45カ所に展開しており、創業者エイブラハムズ氏の未亡人レディ・エイブラハムズがチェコスロバキア生まれであったこともある、チェコスロバキアでも店舗を開いていた。特に、アメリカでは、直営店を増やしつつあり、卸売高は、3年前に比べて10倍位に伸びているとのことであった。¹このため、北米では、その売上高が全体のほぼ4分の1にすぎなかったものの、利益面では、1984年以降のアクアスキュータムの利益の増加に大きく貢献していた。このほか、スカーフ、ネクタイ、皮製品などの付帯品についてのライセンス契約からは約100百万ドルの収入をあげていた。一方、工場は、イギリスの4カ所のほか、カナダのモントリオールにも有していた。

ところで、アクアスキュータムでは、エイブラハムズ一族が長年にわたって経営にあたっていた。1932年には、ジェラルド・エイブラハムズ会長(72才)の父親が会社を倒産から救済した経緯をもっていた。現在は、エイブラハムズ会長が経営の実権をもっており、再婚したマリアンヌ・エイブラハムズ夫人(60才)もデザインやマーチャンダイジングに関わるようになり、数年前からは取締役となっていた。しかし、社長は空席であり、通常の業務は、財務部長から昇進したストーク副社長(57才)が取り仕切っていた。

経営陣は、これまで、普通株式3.5百万株の過半数を所有することによって会社を支配してきた。すなわち、エイブラハムズ夫妻、取締役、家族信託、慈善基金信託、および従業員年金基金が、合計して、普通株式2,301,984株を所有していた。一方、アクアスキュータムは、これとは別にクラスA普通株式27百万株を発行して資金を調達していた。²このクラスA普通株式の所有者達は、通常の議決権を有していなかったが、減資、会社解散または、これら株主の権利に修正、廃止または直接に影響を及ぼすような決議に関してだけは議決権が許されていた。経営陣側は、このクラスA株式を310,752株だけ所有しているにすぎなかった。

¹ 1984年にニューヨーク(5,500スクエアフィート)、1987年にミズーリ州カンザス・シティ(1,500スクエアフィート)、1988年にシカゴ(3,000スクエアフィート)および1989年に入って、サン・フランシスコ(4,000スクエアフィート)をオープンしていた。ニューヨーク店では2,000スクエアフィートの拡張をしていた。また、新店舗をボストン、ワシントンDCおよびベバリーヒルズで開設するための交渉を続けていた。

Women's Wear Daily (April 25, 1990), p.8

アクアスキュータムに対するウォーターフォール社の要求

ところで、近年、アクアスキュータムの業績は低迷しており、株価も冴えなかった。在庫水準や不良債権も増えており、特に、海外展開に問題があるのではないかと推察されていた。このため、一部の株主達は、業績不振は、エイブラハムズ会長が長期間にわたって、批判もされることなしに経営出来るようになっており、マーケティング戦略も明確でないことにあると指摘していた。これに加えて、過去数年間に、マーケティング部長も含めて、複数の上級役員が退職しているにもかかわらず、エイブラハムズ会長が何の説明もしていないことにも不信感を高めていた。すなわち、アクアスキュータムでは、1983年から1986年まで、バトカップ氏が副社長であり、取締役でもあったが、その後、彼のタイトルは奇妙にも消されていた。また、1987年には、スチュアート・ホランダー氏がグループ社長であったが、1年続いただけで、会社を去っていた。さらに、1989年には、マイケル・ウォルター氏（主力営業子会社の社長）が取締役を辞して、その後退職していた。⁵

このような状況で、ウォーターフォール側の株主達は、アクアスキュータムを、優れた経営陣のもとで経営し、優れたブランドを有効に活用すれば、会社の業績を高められると見ていた。すなわち、ウォーターフォール・リミテッドの会長であるブライアン・マイヤーソン氏（32才）¹は、一部の不満株主をまとめ、オーシャン・デベロップメント・インベストメント・トラスト²の所有株式と合計して50%以上のクラスA株式を手中にしたとのことであった。その上で、3月12日（月）に、二つの提案を、アクアスキュータムが6月6日に開催する予定の定期株主総会の議案にするよう要求した。すなわち、それらは、1985年会社法376条に基づくもので、Aクラス株式に通常の議決権を付与すること、および、マイヤーソン氏とウリアム・ディコンビー氏³の2人を新たな取締役として追加すること、という要求であった。さらに、ウォーターフォール側は、もし、Aクラス普通株式に議決権を与える問題が適切に処理されない場合には、Aクラス株主の利益ためには、アクアスキュータムを解散することが望ましいという態度を示した。²⁰

3月12日、アクアスキュータムは、そのような要請のあったことを発表した。そして、アクアスキュータムは、投資銀行カウンティ・ナットウェストと法律事務所フレッシュ・フィールドに対して、ウォーターフォール側の要求を検討することを依頼した。そして、²⁵

¹ マイヤーソン氏は、南アフリカ出身の人であり、証券ブローカのSE証券のマネジング・ディレクターでもあった。また、ウォーターフォール・リミテッド社はイギリスのバージン・アイランドに設立された会社で、アクアスキュータムのクラスA株式の27.2%を取得していた。取得金額は9百万ポンドであった。また、ウォーターフォール社の背後にシンフォニー・キャピタル・コーポレーションがあり、この会社は富裕なマイヤーソン一族がイギリス領西インドに設立した会社であった。

² イギリスの証券市場での上場会社で、南アフリカのスタンレー・ルイス一族が株式を所有していた。スタンレー・ルイスは南アフリカで284カ所の小売店舗と175カ所の宝石店を有するフォシニス社をコントロールしていた。

³ ディコンビー氏は、キャンベル・ルーテン社の取締役であり、タイザック・グループの元会長ならびにマーチャント・バンクのリー・プラザーズの取締役でもあった。

この直後、アクアスキュータムの取締役会およびそのアドバイザーであるカウンティ・ナットウエストは、ウォーターフォール社とそのアドバイザーであるキャンベル・ルーテンズ・ハドソン社との交渉に入った。この話し合いの結果、交渉は誠実に行うことや、今後は交渉の結果についての発表をしないこと等に同意した。この交渉において、シンフォニー・キャピタル社およびオーシャニア・デベロブメント・インベストメント・トラストが、⁵ ウォーターフォール・グループ側の52% を所有していることが明らかになった。しかし、残りは、「アメリカの1個人」と「よく知られているイギリスの組織」とのこと、ウォーターフォール側は、今回の交渉が成功裡に終了するまでは、それらの氏名を明らかにしないとの態度であった。これに対して、3月22日（木）、アクアスキュータムの取締役会は、ウォーターフォール側がその投資家のうちの若干名を明らかにしなかったことを理由に、交渉を打ち切った。¹⁰

3月23日（金）、ウォーターフォール側の挑戦に対応するために、アクアスキュータムの取締役会は、フィリップ・バーチ氏¹を、非執行の取締役に指名した。そして、バーチ氏は、エイブラハムズ氏をいずれ引き継ぐのではないかと見られていた。一方、アクアスキュータムの経営陣は、フレッシュフィールド法律事務所から、議決権が制限されている株主達は、年次株主総会で投票する権限はないということ、ウォーターフォール側の要求の適法性については、挑戦の余地があること、などの報告を受けた。そこで、アクアスキュータムは、ウォーターフォール側に対して、Aクラス普通株式に議決権がないことを通告した。しかし、ウォーターフォール側のマイヤーソン氏は、自分達の顧問弁護士の意見では、クラスA株主も投票権が持てると主張していた。そして、1986年倒産法第110条に基づいて、会社を解散することを提案していた。それは、ウォーターフォール側が、アクアスキュータムの定款を、会社の解散については、クラスA株主を含む全ての株主が議決権をもてるものと解釈していたからであった。ただし、クラスA株主が、解散の動議をするためには、株主の4分の3の同意が必要であった。ウォーターフォール側は、会社を解散した後に、新しい株主構成のもとで会社を再建するという「建設的清算案」²を考えていた。また、クラスA普通株式に議決権を付与する場合には、普通株式の価格が下落することが予想されたが、この希薄化を補償する規定はなかった。このため、ウォーターフォール側は、普通株式の所有者に対して希薄化の補償をするために1株に対して2株の株券を付与するという案を提案していた。しかし、エイブラハムズ氏はこの提案も拒否した。²⁰²⁵³⁰

このような双方の動きについて、株式市場では、ウォーターフォール側が勝つ可能

¹ ワード・ホワイト社（自動車部品小売チェーン）の元会長で、この会社はブーツ社に買収されたが、その際に、買収に対して激しく抵抗した経験をもっていた。そして、ブーツ社に多額の価格を支払わせることに成功していたことでも知られていた。

² これはクーパーズ・レイブランド・デロアット社の倒産関係の専門家であるコーク・ガリー氏が考え出した案であると言われていた。

性が高いと読んでいるようであった。それは、クラスA株式の株価が2週間で35ペンスも上昇して133ペンスになったのに対して、普通株式の株価は、同じ期間に5ペンスしか上昇せず、365ペンスにとどまっていたことにも現れているとのことであった。また、マイヤーソン氏の顧問をしていたキャンベル・ハドソン・ルーテンのスポークスマンは、「この提案は破壊的なものではなく建設的なものである」と述べていた。このため、もし、クラスA株式が完全な議決権を与えられる場合には、エイブラハムズ氏側の持株比率は、アクアスキュータムの発行済株式総数の10%を下回ることになる計算であった。⁵

そこで、3月末になって、アクアスキュータムは、バーチ氏に続いて、ピーター・ケアリー卿（66才）¹を非執行の取締役に指名した。一方、3月末に、ウォーターフォール側の背後に、ゴードン・ゲティ氏²がおり、ウォーターフォール側の33%を所有していることが明らかになった。さらに、マイヤーソン氏は多くの機関投資家の支持も得ており、会社解散の動議に必要な75%以上をコントロールしていると述べた。¹⁰

アクアスキュータムの買収の検討

ウォーターフォール側からの要求が発表されて間もなく、アクアスキュータムには、複数の第三者から買収に関する接触が見られた。特に、日本からは、複数の顧客を代表して仲介機関が接触していた。しかし、これらの会社は、具体的な提案を出すにはいたっていなかった。しかも、それらの多くがアクアスキュータムの競争相手であったために、交渉にあまり進捗は見られなかった。一方、アクアスキュータムからは複数の日本の商社に買収についての打診がなされていた。しかし、打診を受けた日本の商社はいずれも、アクアスキュータムの経営に問題があるとして、断ったとのことであった。³²⁰

ところで、レナウンでは、アクアスキュータム社の動きについては、1年位前から個人企業のような経営をして揺れ動いているという噂を聞いていた。しかし、その段階では買収を考えていたわけではなかった。このような状況の中で、3月7日、ソロモン・ブラザーズがレナウンの広報室に対して、関心の有無を打診してきた。3月22日、レナウンでは、経営管理室が窓口になって、ソロモン・ブラザーズの話を聞いた。この話の後、レナウンでは買収の妥当性を検討した。一方、イギリスでは、平均的には、ブランドを加味しても、株価は1株当たり利益の10～20倍というのが相場であるとみられていた。しかし、アクアスキュータムの株価は、4月中旬に入って、普通株式で340ペンス、クラスA普通株式で140ペンスに上昇しており、すでに平均して利益の26倍になっていた。²⁵³⁰

¹ 元の貿易産業省の高官でモルガン・グレンフェル社の元会長で、現在はダルゲティ社の会長

² ゲティ石油の億万長者であるポール・ゲティの末息子（55才）で、父親の遺産の一部を受け取り50億ドルの財産をもっているものと推定されていた。また、フィッシャー一族と組んで、エムハートやエイボンなどの企業買収に関係していた。

³ N（1990年4月24日），p. 11

ところで、アクアスキュータム・ブランドは、バーバリーなどと並んで、日本の消費者の間では人気が多く、¹ アクアスキュータムのブランド全体の国内総売上高は年間約200億円（小売ベース）であった。² このうち、アパレルは、130億円前後（うち紳士服60%、婦人服40%）であり、残りは、雑貨類の売上であった。また、日本国内では、約20社が三菱商事と契約して、輸入商品の販売やライセンス生産をしていた。³ しかし、アクアスキュータムのコートは日本では生産されていなかった。すなわち、ストック・アンド・ゼノック社が、イギリス生地（綿素材）製のコートを直接輸入し、三越もイギリス生地（綿・ポリエステル素材）製のコートを平行輸入していた。このため、アクアスキュータムのコートは日本では130-190千円と高くなっていた。これに対して、バーバリーは日本国内の生地で生産されており、価格が70千円前後であった。また、バーバリーがほとんどの日本の百貨店に入っていたのに対して、アクアスキュータムは、そのブランド・イメージに合う百貨店だけに限定しており、ショップを置いているのは東京都内の百貨店の10カ所だけであった。

このようなことを反映して、アクアスキュータム製品は、ロンドンを訪ねる日本人観光客の間で人気が高かった。特に、三越ロンドンやイギリス屋ロンドンでは、日本人サイズに合う製品を作っていたので、アクアスキュータムの本店よりも多く売っていた。しかし、このような大量販売志向は、イギリスにおけるアクアスキュータムのブランド・イメージを傷つけ、イギリス人のアクアスキュータム離れを促しているという見方もある。このため、他のアパレル・メーカーの役員のなかには「アクアスキュータムなんて、現地では『没落ブランド』だよ」という人もいた。⁴ また、アクアスキュータムのコート等は耐久性がありすぎて、一旦行き渡ると売上高の伸びに限界が出てくるのではないかという意見も見られた。しかも、だからといって、アクアスキュータムはそのブランド・イメージを守るために、ファッション・スタイルを大きくは変えられないのではないかと見られていた。

一方、日本市場でのアクアスキュータムの人気が高いことを評価して、ある百貨店のバイヤーも次のように述べていた。「アクアスキュータムをブリティッシュという意味ではベーシックであり、安心感を与えるブランドである。ステータス・シンボルが高い。コート以外の紳士服、婦人服でも、基本ががっちりしたコンセプトである。20才代には向かないかもしれないが、40才代以上ではブランド・イメージが高い。婦人服では、コンセプトはバーバリーと同じであるが、ランクはバーバリーよりも上である。また、多少のファッション性ももっている。このため、アクアスキュータム・ブランドは爆発的に伸びる

¹ バーバリーは、三井物産が日本でのライセンサーになっており、三陽商会のほか、12社合計で年間約700億円の売上高があった。

² N E (1990年5月16日), p. 2

³ N S (1990年11月2日), p. 13

⁴ オール投資 (1990年6月13日), p. 73

ことはないかもしれないが、その代わり、すぐに消えるようなブランドではなく、細く長く行くと思う。コートにしても、今よりも多少価格が下がって100千円位に止めておくのであれば、ブランド・イメージが崩れることはないであろう。」また、レナウンでは、「アクアスキュータムの商品は基本的なものばかり、しかも、当社にとって手薄な分野で利点が大きい」と評価していた。

5

しかし、日本以外の他の市場をみると、アクアスキュータムの売上高は、イギリスでは、伸び悩んでいた。レナウンでは、これは、現経営陣の個人経営的な拙さに原因があるのではないかと見ていた。また、ヨーロッパ大陸のほうでも、伸び悩んでいた。ヨーロッパは、国によってファッショニズム嗜好が異なっており、特に、ドイツとフランスでは伸び悩んでいた。一方、アメリカでは、ニューヨーク店で一時行き渡ってしまった後に売上高の伸びが鈍化していた。しかし、1990年にはイギリス・ファッションに対する関心の高まりもあって、アクアスキュータムでも百貨店やショップでの婦人服の好調を反映して売上高を伸ばしていた。¹ レナウンでは、アクアスキュータム・ブランドに対する人気はテキサス以東の地域、とりわけ、東海岸の北部で高いと見ていた。しかし、アメリカでは、売上高を伸ばすためには、巨額の広告費等が必要になるのではないかと予想していた。

15

ところで、このように、アクアスキュータムがイギリスおよび海外で展開している工場や販売網は、レナウンにとっては、遅れていた海外展開を一気に進めるのに役立つと思われた。レナウンでは、これだけの販売網を築くとすれば10年はかかると予想していた。また、アクアスキュータムは、欧米の有名百貨店に取引の口座（権利）をもっていると言われており、² この点も大きな魅力であった。すなわち、レナウンは、現在、日本で企画した商品をアメリカ・ヨーロッパ、東南アジアなどで販売する戦略を進めており、アクアスキュータムははそのようなチャネル拡大の契機にもなるという期待も高かった。³

20

ところで、レナウンでは、アクアスキュータムを買収できた暁には、日本国内での紳士・婦人服の販売については、自社で輸入・生産販売することを考えており、1992年秋冬物から開始できれば、1992年で卸売りベースで20億円（小売ベースで30億円）、1994年には卸売りベースで100億円（小売ベースで150億円）に持ってゆけるのではないかと計算していた。⁴ しかし、レナウンがアクアスキュータムを買収しても、日本での事業を本格的に展開するにはいくつかの問題を解決する必要があると見られていた。第一には、日本でのアクアスキュータムのブランド使用権利と輸入販売権は1994年7月まで三菱商事が持っていた。そして、三菱商事内に事務所をおくアクアスキュータム・オブ・ロンドンが日本でのブランド管理業務を行っていた。また、現在、三菱商事は、日本の21社とアクアスキュータム・ブランドを使用について1991年7月まで契約を結んでいた。それらサプライ

25

30

¹ Women's Wear Daily (April 25, 1989), p. 8 & Vogue (February 1990), p. 92

² 財界 (1990年12月11日), p. 61 ³ N (1990年6月26日), p. 10

⁴ N (1990年11月2日) p. 11 および N S (1990年11月2日), p. 13

センシーの会社は、この契約にもとづいて、商品の輸入販売や背広やジャケットをライセンス生産していた。このようなこともあるて、レナウンがアクアスキュータムのブランドを用いて本格的な事業展開をするには、これら契約の解消が必要になると思われた。しかし、ライセンス生産していた日本のメーカーなどは、長年にわたって宣伝を行いブランドを育ててきたという自負があり、これらメーカーとの交渉は難しいものになる可能性もあった。交渉が拗れる場合、レナウンがアクアスキュータム製品を自社生産販売するのに、1993年頃まで時間がかかることも予想された。このため、アクアスキュータムを買収しても直ちにレナウンの売上高に貢献するかどうかを見極めるには時間が必要であった。
5

ところで、4月に入ても、アクアスキュータムのアドバイザーであるカウンティ・ナットウェスト銀行は情報を出すことに躊躇していた。このようなこと也有て、レナウンはアクアスキュータムについて情報をあまりもっていなかった。特に、レナウンが、アクアスキュータムの株式の何割を取得できるのかもはっきりせず、30%未満説が有力であったものの、70%，100%という説も議論されていた。しかし、30%未満しか取得できない場合には、レナウンとしては、アクアスキュータムの経営に実質的に参加できるわけではないので、買収する意味はないと思われた。そこで、金田社長は、4月11日の経営会議では、前向きに進めるということだけを決定した。ところが、4月16日になって、ソロモン・ブラザーズを通じて、100%買収の可能性があるという話が飛び込んできた。そこで、レナウンでは、アクアスキュータム側と直接接触することを決め、ソロモン・ブラザーズを通じて、カウンティティ・ナットウェスト銀行に会合を申し込んだ。4月18日の夜、ロンドンからの連絡があり、松坂副社長が一人でロンドンに向かった。そして、アクアスキュータムのジェラルド・エイブラハムズ会長達に会い、交渉を行うことにした。
15
20

4月20日（金）午前、松坂氏は、アクアスキュータムの上級管理者と2回にわたって会談した。9時から開かれた1回目の会談で松坂氏は、アクアスキュータムについての重要な情報を迅速に検討した後という前提であったが、その全株式を購入することに用意のあることを伝えた。これに対して、アクアスキュータム側の弁護士が価格を聞いてきた。また、この日には、日本の他社との会談も行われることであった。そこで、10時からの2回目の会談において、松坂氏は、価格を提示することにした。これより先、松坂氏は、ソロモン・ブラザーズの日本支社の担当者から、ティクオーバー・アンド・マージャーのパネルから同意を得られそうな妥当な価格の水準についての感触を聞いていた。また、レナウンの財務担当者からも可能な資金手当ての範囲について話を聞いていた。その結果、
25
30
35
松坂氏は、160～220億円を念頭において交渉に当たる心積もりでいた。そこで、松坂氏は、次の会談において、69.4百万ポンドを提示した。内訳は、クラスA普通株式に200ペンス、普通株式に400ペンスとした。

しかし、この価格提示に対して、アクアスキュータムの弁護士は、Aクラス普通株式の価格をそれほど高めなくてもよいから、普通株式の価格をもっと高めるべきであると
35

述べた。エイブラハム会長は、普通株式については、550ペンスを希望しているとのことであり、クラスA株式の所有者達は、175ペンスでも売ってくるはずであるとのことであった。

基本合意に向けての作業

5

4月21日（土）の朝、松坂氏は、再び会談をもち、買収の具体的な内容を詰める作業を続けた。しかし、いくつかの難しい問題がでてきていた。

第一には、買収価格の支払い方法に関するものであった。すなわち、交渉過程で、アクアスキュータム側は、支払い方法として、現金のほかに、ローン・ノート¹を提案してきた。しかし、レナウンの代表者にとって、ローン・ノートという考え方には、日本では経験したことのないものであった。しかも、日本政府が税務上、このローン・ノートをどのように扱うかは、明らかではなかった。しかし、日本は日曜日であり、税務上の問題に確実な回答を得ることは出来なかった。しかし、イギリスにおいては、ロール・オーバーすることが、税務上効率的な方法であり、それを認めることは、買収の成功させるために重要なことであるとのことであった。このため、松坂氏は、レナウンとして、ローン・ノートの支払いに同意してもよいであろうと考えていた。ただ、アクアスキュータムの経営陣側以外の株主達がこのローン・ノートを受け入れるかどうかは不明であった。

15

第2の点は、最悪のシナリオを想定する場合、レナウンは、エイブラハムズ氏および関係者の所有株式を買い取っても、その株式だけではウォーターフォール側の要求を阻止するのには充分ではないことであった。そこで、この不確実性を取り除くために、充分な株式を買い増す必要があった。このため、日曜日に、大株主のシアーズUK（クラスA普通株式の8.5%を所有）²ほか機関投資家・個人の4大株主（合計約11.8%）に対して、月曜日に証券市場でその持株を売却することを要請することにした。一方、アドバイザーであるソロモン・ブラザーズはウォーターフォール側に接触していたが、ウォーターフォール側はクラスA株式の価格の引き上げを主張しているとのことであった。³しかし、ソロモン・ブラザーズのガロウ氏は、ウォーターフォール側は、アクアスキュータムを上場廃止にすることを阻止することは出来ないし、責任ある投資家なら、ウォーターフォール側

20

25

¹ このローン・ノートは譲渡可能であるが、取引所での上場をしないことになると思われた。また、このノートには、銀行保証が付けられると思われ、その場合には、レナウンのメイン・バンクである住友銀行が保証することになると思われた。償還方法については、一定の期限（例えば、5年間）で、6カ月毎にノート所有者のオプションで額面で償還できることになると思われた。また、ローン・ノートの金利は、6カ月満期スタークリング預金のLIBOR（1990年4月20日現在で15-1/2%）を1%下回る水準になり、6カ月毎に支払うことになるものと思われた。この利息に対する源泉税は、日本では20%であったが、イギリスと日本との間の二重課税回避措置によって、イギリスの居住者は10%になっていた。このため、イギリスの居住者は10%の源泉税の払い戻しを請求できることになっていた。

² The Times(April 24, 1990), p. 25

³ The Guardian(April 24, 1990), p.

が問題にしているような些細なことを支持しないであろう、と述べていた。

第3の点は、企業買収にあたっては、貿易産業省の承認を必要とする事であった。さらに、貿易産業省の判断いかんでは、買収案件は独占・合併委員会（MMC）の審査に付託されることも考えられた。しかし、アドバイザーの判断では、この買収は、「ホワイト・ナイト」としての買収であり、貿易産業省の承認を得るのに特に問題はないであろう、⁵とのことであった。

第4の点は、買収後、アクアスキュータムをどのように経営していくのかという問題であった。レナウンとしては、買収後には、経営陣と従業員の協力が必要であると考えていた。このため、レナウンは、アクアスキュータムの現経営陣をそのまま引き継ぐとともに、従業員についても、年金についての権利を含めて、全ての既存の権限を完全に守ることにしていた。¹⁰

最後の問題は最も重要なことであったが、それは買収価格をどのように決定するかであった。レナウン側は、土曜日の夜のうち、基本合意に達したいと考えていた。すわなち、松坂氏の後にロンドンに着いたレナウンの宮武顧問弁護士によると、デュー・デリジエンスには、少なくとも3週間が必要であるとのことであった。その上で、6月の株主総会に間に合わせるために、逆算して、ぎりぎりの日程になっていた。このほか、交渉に時間をかけることによって、情報が漏れる危険があった。その場合には、ウォーターフォール側との間で価格の釣り上げ競争に陥る危険があった。このため、松坂氏は、アクアスキュータムの普通株式とクラスA普通株式とについて、それぞれの支払い価格を決定する必要があった。²⁰

しかし、その価格は、ウォーターフォール側の株主達も説得できる水準である必要があった。そこで、いくつかの価格シミュレーション作業を参考にして、価格を決定することにしていた。その際、ソロモン・ブラザーズの担当者からは、ウォーターフォール側が、TOBで対抗できないような水準の価格を提示するべきであるとのアドバイスを受けていた。²⁵

資金調達

ところで、レナウンの営業利益は最近低迷していた。しかし、レナウンは多額の金融資産を運用することによって、税引後利益を伸ばしていた。このため、レナウンは、エクイティ・ファイナンスを積極的に行うとともに、コマーシャル・ペーパーをも発行して、³⁰運用資金を獲得していた。

1988年までは、レナウンは、海外でのエクイティ・ファイナンスを中心に進めていた。しかし、海外で発行した転換社債やワラント債の転換権や新株引受権の行使が速いことに加えて、国内でのエクイティ・ファイナンスの条件も有利になってきたこともあって、1989年1月のエクイティ・ファイナンスに当たっては、国内で転換社債 400億円を発行し³⁵

た。半分をクーポンレート2.0%の9年債で、残りをクーポンレート2.1%の15年債とした。転換価格は、何れも、1066円であった。この転換社債を発行するにあたって、レナウンの経営陣は、国内の転換社債は、初年度から転換権が行使される可能性が少ないと予想していた。¹

ところが、1989年春以降、日本銀行が金融政策を引き締め方向に転換し、公定歩合⁵を引き上げたにもかかわらず、東京証券取引所の株価は引き続き上昇を続けた。このような環境のなかで、レナウンの株価も上昇を続け、転換価格を大幅に上回り、10月には1610円をつけた。このため、1月に発行したばかりの転換社債について、転換請求が増加して、22百万株（発行済株式総数の約9%）の転換が行われた。すなわち、1990年2月1日現在¹⁰で、9年債で68.8%、15年債で60.9%の転換権が行使された。

このような転換の進捗によって、発行株式総数は、1990年4月現在で約271百万株に増加していた。これに伴って、資本構成に占める株主資本の比率も高まった。しかし、一方では、資本金の増加は、レナウンの経営陣が予想していた以上に、配当総額を増加させることになった。また、転換社債発行時に公約していた2分無債と1株当たり2円の増配ともあいまって、1989年12月期には、配当総額は27億円から38億円に増加した。しかし、1989年12月のレナウンの配当源資は41億円に止まっていた。ところが、商法の規定によ¹⁵て、企業は、配当金の10%を利益準備金に積み増すことが必要であった。このため、配当総額と利益準備金を合計すると、配当源資を上回ってしまうことになった。配当を維持しようとすれば、レナウンとしては、利益剰余金を取り崩さなければならなくなってしまった。

この間、レナウンは、約250億円をかけて、千葉県習志野市に商品センターを建設²⁰中であり、今後も約173億円の資金を必要としていた。このほかの投資案件も含めると、レナウンは今後1年で約203億円を必要とすることになると思われた。これらの必要資金のうち約134億円は、1989年1月に転換社債の発行で調達した資金でまかなう予定であった。したがって、アクアスキュータムを買収する場合には、資金必要額はさらに増加するものと予想された。²⁵

ところで、1990年に入って、東証平均株価は大幅な下落を続けていた。この間、レナウンの株価も下落を続け、1月の1410円を高値として、3月には940円にまで下げていた。三越の場合には、3月に入って、払込日の前日になって公募増資を中止していた。さらに、転換社債やワラント債の発行延期や中止が相次いだ。このような状況のなかで、証券会社は、3月20日にダウ平均株価が31000円を割った段階で、発行会社に対して国内外³⁰での資本型証券の事実上の発行停止を要請した。このため、4月以降当分はエクイティ・ファイナンスを行うことは出来なくなった。エクイティ・ファイナンスの発行市場の再開は、早くても7月以降になるのではないかと予想されていた。

¹ NF（1990年2月15日）、p.1

一方、利子率も上昇して、転換社債の基準レートは3月に、それまでの2パーセント台から5パーセントに、ワラント債の基準レートも1.8%から3.3%に引き上げられた。しかも、発行市場を再開する際には、さらに1%を上乗せする必要があるのではないかとの議論も行われていた。普通社債（12年満期）の発行者コストも、1990年2月以降は、7%台に高まってきていた。さらに、コマーシャル・ペーパーの利子率も上昇して、7.6%程度になっていた。このため、大口定期預金で両建て運用しても、その利差は0.15%程度にまで縮小していた。⁵

意思決定

松坂氏は、このアクアスキュータムの買収を、投資の回収にこだわるような「管理者的」な採算性の観点だけからみるのではなく、グローバル化のなかで、「企業家の観点からレナウンを活性化するための起爆剤にしたいと期待していた。さもなければ、グローバル化を円滑に遂行するのは難しいのではないかと見ていた。

このような状況の下で、アクアスキュータムの買収合意を月曜日に新聞発表するのであれば、土曜日のうちに、基本合意に達することが必要であると思われた。このため、レナウン側としても、資金調達の可能性を考慮しながらも、アクアスキュータムの普通株式およびクラスA株式についての買収価格を決定し、最終的な条件の詰めに入りたいと考えていた。そして、一旦、合意が出来た場合には、レナウン側としては、エイブラハムズ氏および関係者が、その申し出を撤回できないような条項も組み込みたいと考えていた。¹⁵

付属資料 1

アクアスキュータムの損益計算書
(単位: 千ポンド)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
売上高	25,024	25,648	33,647	37,859	41,473	43,284	49,819	52,590
営業利益				2,785	3,106	3,224	3,312	3,269
投資利益				73	115	121	0	0
支払利息				(1,093)	(779)	(439)	(766)	(807)
特別利益				0	648	0	0	0
経常利益	333	618	1,220	1,765	3,090	2,906	2,546	2,462
税金				(769)	(1,130)	(1,233)	(553)	(533)
税引後利益				996	1,960	1,673	1,993	1,929
少数株主持分				(2)	(2)	(2)	(1)	(1)
税引後特別利益				270	0	0	0	0
株主帰属の税引利益				1,264	1,958	1,671	1,992	1,928
配当金				(515)	(769)	(920)	(920)	(938)
利益剰余金				749	1,189	751	1,072	990
1株当たり利益(ペンス)				4.19	6.80	5.47	6.53	6.26
1株当たり配当金 - 普通株およびクラスA株				2.5	2.5	3.0	3.0	3.0

(注)

a. 地域別売上高

イギリス	13,578	14,869	15,451	15,482	15,879
北アメリカ	9,449	10,187	9,744	11,782	14,867
ヨーロッパ	7,714	8,031	9,160	10,943	9,335
極東	5,536	6,938	8,167	10,556	11,616
その他	1,582	1,448	762	1,056	893

b. 営業利益内訳

売上高	37,859	41,473	43,284	49,819	52,590
製品および仕掛品の増減	1,810	456	550	2,839	1,513
その他営業収入	1,175	1,751	2,033	2,474	2,952
	40,844	43,683	45,867	55,132	57,055
原材料および消耗品	(12,384)	(12,910)	(14,323)	(18,334)	(19,605)
その他対外支出	(1,541)	(1,055)	(702)	(1,295)	(643)
	(13,925)	(13,965)	(15,025)	(19,629)	(20,248)
賃金・サラリー	26,919	29,718	30,842	35,503	35,807
社会保険費用	10,689	11,974	12,821	15,127	
その他年金費用	1,227	1,148	1,249	1,445	
人件費(従業員及び役員)	196	103	153	162	
減価償却費 - ファイナンス・リースの形	(12,112)	(13,225)	(14,223)	(16,734)	(17,366)
での保有資産	(47)	(49)	(64)	(86)	(55)
- その他資産	(708)	(804)	(895)	(1,069)	(1,175)
営業リース・レンタル料	(1,121)	(1,351)	(1,313)	(1,369)	(2,005)
その他営業費用	(10,146)	(11,183)	(11,123)	(12,933)	(12,937)
営業利益	(24,134)	(26,612)	(27,618)	(32,191)	(33,538)
	2,785	3,106	3,224	3,312	3,269

営業利益の計算にあたっての加除項目

監査費用	(83)	(88)	(97)	(112)	(121)
棚卸資産売却益(損)	37	103	(49)	(65)	0
不良債権の回収	0	0	156	0	0

c. 利息

5年以内返済の銀行借入金の利息	1,090	808	488	941	1,076
ファイナンス・リースの利息	53	41	27	32	23
その他利息	22	0	0	0	0
	1,165	849	515	973	1,099
銀行利息受取額	(72)	(70)	(76)	(207)	(292)
	1,093	779	439	766	807
上場証券投資からの所得	73	115	121	0	0

d. 税金

イギリスの法人税 *	789	653	733	505	321
前年度引当金（超過）不足額	(240)	(41)	47	(26)	(1)
海外税金	53	24	86	107	121
繰延税金	167	494	367	50	96
前年度繰延税引当金（超過額）	0	0	0	(81)	(4)
* 1990年現在の基本所得税率は25%	769	1,130	1,235	553	533

e. 配当金

7.5%（現在5.25% プラス税額控除）累積利益参加型優先株式	6	6
1株当たり5.25% の配当金	2	2
1株当たり1.75ペンスの利益参加配当金	8	8
普通株式およびクラスA（議決権制限）普通株式（1株5ペンス）		
1株1ペンス（1989年1ペンス）の支払済中間配当金 (1990年1月30日に終了する年度)	304	314
1株2ペンス（1989年最終配当金2ペンス）の第2回中間配当金 (1990年1月30日に終了する年度)	608	616
	912	930
支払済および支払予定の配当金合計	920	938

付属資料 2
アクアスキュータムの連結貸借対照表
(千ポンド)

	1月31日				
	1986	1987	1988	1989	1990
有形固定資産	11,968	11,886	11,899	12,392	12,640
投資	—	1,763	1,255	—	—
固定資産計	11,968	13,649	13,154	12,392	12,640
棚卸資産	12,743	12,940	13,969	16,539	18,017
売掛債権	8,339	7,615	8,632	10,860	10,693
投資	805	—	—	—	—
現金および預金	1,234	4,518	5,801	8,495	3,316
流動資産計	23,121	25,073	28,402	35,894	32,026
支払債務（返済1年未満）	14,415	11,427	14,812	20,828	16,889
純流動資産	8,706	13,646	13,590	15,066	15,137
総資産マイナス流動負債	20,674	27,295	26,744	27,458	27,777
支払債務（返済1年超）	2,096	1,389	162	122	86
負債および支払引当金	966	1,430	1,734	1,536	764
少数株主権	29	36	39	40	40
	17,583	24,440	24,809	25,760	26,887
払込資本金	1,138	1,645	1,645	1,646	1,664
資本剰余金	391	5,820	5,820	5,830	6,001
再評価準備金	4,902	4,849	4,796	4,744	4,691
利益剰余金	11,152	12,126	12,548	13,540	14,531
資本および準備金	17,583	24,440	24,809	25,760	26,887

(注)

a. 土地・建物

	所有	土地・建物 長期リース	リース 改善額	工場・付帶 設備・車両	合計
原価または再評価額					
年度初め現在	821	7,542	3,610	6,357	18,330
為替相場調整額	29	-	105	64	198
年度初め現在残高	850	7,542	3,715	6,421	18,528
追加額（取得原価）	-	-	349	1,078	1,427
処分額（取得原価）	-	-	(79)	(200)	(279)
年度末現在	850	7,542	3,985	7,299	19,676
再評価額	-	7,400	-	-	7,400
取得原価	850	142	3,985	7,299	12,276
	850	7,542	3,985	7,299	19,676
減価償却費					
年度初め現在	398	354	1,618	3,568	5,938
為替相場調整額	13	-	19	39	71
年度末現在調整残高	411	354	1,637	3,607	6,009
当年引当金	20	79	346	785	1,230
除却資産分	-	-	(54)	(149)	(203)
年度末現在	431	433	1,929	4,243	7,036
年度末純簿価	419	7,109	2,056	3,056	12,640
年度末純簿価	423	7,188	1,992	2,789	12,392

土地、付帯設備、車両およびリース改善額の減価償却費は3～25%である。
株主の資本支出のうち、1990年1月3日現在で契約済の金額は359千ドル(1989年81千ドル)である。

工場、付帯設備、車両の純簿価は、ファイナンス・リースの形で保有している資産97千ポンド(1989年)および152千ポンド(1990年)を含む。

長期リース資産はリージェント・ストリートおよびグラスハウス・ストリートの資産であり、1986年1月31日現在の市場価値で7,400千ポンドである。この市場価値で売却する場合、推定課税額は約1,500千ポンドである。

長期リースの土地・建物は、再評価をしない場合、次のような数字となる。

	1986	1987	1988	1989	1990
取得原価	2,777	2,777	2,777	2,777	2,777
減価償却額	(253)	(280)	(306)	(333)	(359)
純簿価	2,524	2,497	2,471	2,444	2,418

b. 棚卸資産

	1986	1987	1988	1989	1990
原材料・消耗品	2,629	2,370	2,849	2,580	2,545
仕掛品	943	874	1,116	1,174	861
製品	9,171	9,696	10,004	12,785	14,611
	12,743	12,940	13,969	16,539	18,017

c. 債権

	1月31日				
	1986	1987	1988	1989	1990
売掛債権	7,049	6,203	6,954	9,040	8,451
その他債権	997	989	627	660	1,257
前払金	293	423	1,051	1,160	985
	8,339	7,615	8,632	10,860	10,693

d. 債務（返済 1 年未満）

銀行借入金	9,262	6,498	9,197	14,626	10,854*
買掛債務	2,014	1,758	2,070	1,915	2,661
当期法人税	446	662	906	741	413
その他税金および社会保障	754	581	574	551	605
その他債権	627	423	367	387	242
フィナンシャル・リース債務	42	55	105	40	36
未払金	920	927	983	1,955	1,460
配当金	350	523	610	613	618
	14,415	11,427	14,812	20,828	16,889

* 銀行借入金のうち、£ 2,434,000 (1989) および £ 3,139,000(1990) は、将来の受取ロイヤルティを担保にした借入金である。

付属資料 3

アクアスキュータムの取締役の契約期間及び報酬

取締役	契約期限	現在の年間サラリー
G. M. エイブラハムズ*	1993. 1. 31	135,000 ポンド
J. D. ストークス*	1995. 1. 31	75,000
M. エイブラハムズ*	1995. 1. 31	75,000
P. D. バーカップ*	1992. 2. 29	154,000 カナダ・ドル
R. ラック*	1993. 1. 31	58,000 ポンド
F. A. ラーコンベ	双方からの 3 カ月前の通知	10,000
L. レービィ**	1991. 12. 31	60,000

付属資料 4

アクアスキュータム側株主の所有株式

	普通株式	クラス A 株式
G. M. エイブラハムズ	737,584 株	98,792 株
M. エイブラハムズ	5,000	2,500
L. レイビィ	400	1,960
アクアスキュータム生命保険および年金プラン	450,000	207,500
G. M. エイブラハムズ慈善信託	949,000	-
イソドール・エイブラハムズ慈善信託	160,000	-
K. エイブラハムズ	7,619	-
レディ L. エイブラハムズ	24,000	10,958
G. A. P. ベネット	-	21,766
H. フェリックス	15,006	7,503
M. ゴールドマン	-	5,000
B. T.マイスター	-	5,000
R. C. ウィルソン	-	14,625
グローリア M. ウィルソン	2,500	-
ゲイル M. ウィルソン	-	14,625
S. M. ウィルソン	2,500	-
	2,353,609	390,229

付属資料 5

アクアスキュータムの取締役の持株状況[#]

氏名	普通株式の株式数		クラスA株式の株式数	
	個有株	共有株*	個有株	共有株*
G. M. エイブラハムズ**	737,584	450,000	98,792	207,500
J. D. ストークス	—	610,000	—	207,500
M. エイブラハムズ**	5,000	—	2,500	—
F. A. ラーコンベ	—	450,000	—	207,500
L. レービィ	400	450,000	1,960	207,500

* G. M. エイブラハムズ氏、J. D. ストークス氏、M. エイブラハムズ氏、F. A. ラーコンベ氏およびL. レービィ氏の非便益株式は、アクアスキュータム生命保険および年金プランが保有している普通株式 450,000株、クラスA株式 207,500株を重複して示したものである。また、J. D. ストークスの普通株式の残株 160,000株は、慈善信託が保有しているものである。

**1985年会社法の第VI部により、G. M. エイブラハムズ氏およびM. エイブラハムズ夫人は、他人が所有しているアクアスキュータムの全ての株式について所有権を持っている。この情報開示では、その点は示されておらず、彼らの株式は、別個に示されている。

アクアスキュータムのオプション・スキームで付与される株式は含まない。

付属資料 6

アクアスキュータムの取締役のオプション・スキーム

オプション・スキーム

による

	クラスA株式の株式数	オプション行使期間	行使価格
G. M. エイブラハムズ**	87,064株	1988. 7. 11-1995. 7. 11	53.3ペソス
J. D. ストークス	10,000	1990. 11. 16-1997. 11. 16	77.4
M. エイブラハムズ**	43,532	1988. 7. 11-1995. 7. 11	53.3
	10,000	1990. 5. 12-1997. 5. 12	78.8
	10,000	1990. 11. 16-1997. 11. 16	77.4
L. レビィ	10,000	1990. 11. 16-1997. 11. 16	77.4

アクアスキュータムの株価推移
(ペソス)

	<u>普通株式</u>	<u>クラスA 株式</u>		<u>普通株式</u>	<u>クラスA 株式</u>
3月7日	360	99	4月2日	350	150
8日	358	97	3日	345	153
9日	360	98	4日	345	151
12日	365	120	5日	345	152
13日	370	131	6日	340	144
14日	360	130	9日	340	147
15日	360	126	10日	345	146
16日	360	126	11日	340	143
19日	360	134	12日		
20日	365	126	13日	345	140
21日	360	124	16日	345	140
22日	360	120	17日	335	139
23日	365	133	18日	340	143
26日	360	134	19日	340	143
27日	355	150			
28日	350	153			
29日	345	153			
30日	350	153			

付属資料 8

レナウンの貸借対照表（単独）
(単位：10億円)

	1985.12	1986.12	1987.12	1988.12	1989.12
現金・預金	14.9	16.2	22.8	20.8	43.7
特定金銭信託・特定金銭外信託*	21.6	24.6	26.4	26.7	23.0
売掛債権	48.5	51.9	48.4	51.1	64.3
有価証券*	17.4	25.0	18.9	15.0	13.5
棚卸資産	13.6	13.7	14.6	14.9	18.6
その他	0.9	1.0	0.7	1.0	1.1
流動資産合計	117.0	132.2	131.9	129.5	164.2
償却固定資産	18.8	17.9	16.9	16.4	16.2
土地	15.9	16.5	16.7	32.9	32.9
建設仮勘定	0.2	0.0	0.0	0.0	8.3
有形固定資産	34.9	34.4	33.7	49.4	57.3
無形固定資産	0.3	0.6	0.6	0.5	0.5
投資有価証券	8.1	7.9	11.6	21.0	24.5
関係会社株式	6.6	7.1	9.2	9.8	12.2
関係会社新株引受権	—	—	0.5	0.5	0.5
長期貸付金	1.5	1.4	1.4	0.8	1.9
固定性預金	—	7.2	7.2	7.2	7.2
借室保証金	1.5	1.6	1.7	1.7	2.5
その他	0.9	0.9	1.3	1.5	2.9
投資その他資産合計	18.6	26.2	32.8	42.5	51.8
固定資産合計	53.8	61.2	67.1	92.4	109.6
資産合計	170.9	193.4	199.0	221.9	273.8
買掛債務	38.6	38.2	38.2	33.2	37.1
コマーシャル・ペーパー	—	—	—	15.0	—
新株引受権付社債（1年以内償還予定）	—	—	—	7.4	—
未払法人税	2.9	0.4	3.2	3.8	2.4
未払事業税	1.0	0.5	1.2	1.3	1.0
未払消費税	—	—	—	—	1.1
未払費用	2.6	3.1	3.0	3.2	3.2
預り金	1.3	1.3	1.1	1.2	1.1
返品調整引当金	2.3	2.5	2.7	2.8	3.0
設備支払手形	2.7	0.4	0.4	0.4	8.5
その他	1.4	1.6	1.9	1.3	1.3
流動負債合計	52.8	48.0	51.6	69.5	58.8
新株引受権付社債	7.4	29.8	29.8	22.4	22.4
転換社債	14.5	5.8	2.3	1.6	16.1
退職給与引当金	6.3	6.7	7.2	7.9	9.1
役員退職引当金	1.0	1.1	1.2	1.4	1.2
その他	1.3	2.1	1.9	0.8	0.8
固定負債合計	30.6	45.5	42.5	34.2	49.5
負債合計	83.4	93.5	94.1	103.7	108.3
資本金	12.7	16.6	17.7	23.1	44.9
資本準備金	34.8	39.6	41.7	47.3	69.6
利益準備金	2.0	2.3	2.5	2.8	3.0
その他剰余金	38.0	41.3	43.1	45.1	48.0
資本合計	87.5	99.8	104.9	118.2	165.5
受取手形割引高	14.3	8.5	12.1	13.9	9.8
発行済株式総数（百万株）	160.9	173.7	186.9	211.9	261.7

* 原価法による評価

付属資料 9

レナウンの損益計算書（単独）
(単位：10億円)

	1985 1 - 12	1986 1 - 12	1987 1 - 12	1988 1 - 12	1989 1 - 12
売上高	220.2	214.5	210.9	222.8	231.2
売上原価	146.5	142.9	137.3	143.9	151.2
売上総利益	73.7	76.6	73.6	78.9	80.0
販売・一般管理費	68.1	69.4	70.4	74.3	77.5
営業利益	5.6	2.2	3.1	4.5	2.5
受取利息	5.2	7.3	7.8	5.7	9.7
有価証券利息	—	—	—	1.0	1.1
受取配当金	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
有価証券売却益	0.6	0.6	—	0.6	0.3
その他	3.4	2.3	1.9	1.0	1.2
営業外収益	9.9	10.9	10.5	9.1	13.2
支払利息・割引料	2.0	2.3	1.7	1.9	2.2
社債利息	0.6	0.7	0.5	0.4	0.9
社債発行費	0.4	0.6	—	—	1.1
その他	0.4	0.7	1.7	0.4	0.6
営業外費用	12.0	4.3	3.1	2.8	4.8
経常利益	12.0	8.8	9.7	10.8	11.0
有形固定資産売却益	—	4.0	0.3	0.1	2.4*
投資有価証券売却益	—	—	—	—	0.1
特別利益	—	4.0	0.3	0.1	2.5
有形固定資産除却損	—	—	—	0.1	—
投資有価証券・有価証券評価損	—	2.5	0.4	—	1.0
退職引当金繰入額	—	—	—	—	0.5
特別損失	—	2.7	0.4	0.1	1.5
税引前当期純利益	12.0	10.1	9.7	10.8	11.9
法人税・住民税額	6.3	4.4	5.4	6.1	5.9
当期純利益	5.7	5.8	4.3	4.7	6.0
前期繰越利益金	2.9	2.7	2.4	2.8	3.0
当期末処分利益金	8.7	8.5	6.7	7.5	9.0
圧縮積立取崩額	—	0.8	0.1	0.1	0.1
合計	8.7	9.3	6.8	7.6	9.1
利益処分額					
利益準備金	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4
配当金	2.0	0.2	2.3	2.6	3.8
役員賞与金	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
圧縮積立金	—	2.9	0.3	—	1.1
圧縮特別勘定積立金	—	—	—	—	0.8
別途積立金	3.5	1.5	1.0	1.5	—
利益処分計	5.9	6.9	4.0	4.6	6.2
次期繰越利益金	2.7	2.4	2.8	3.0	2.9
減価償却費	1.7	2.3	2.2	2.0	2.0
1株当たり利益(円)	35.56	33.18	23.33	23.10	26.30
1株当たり配当金(円)	12.50	12.50	12.50	12.50	14.50

* 土地の売却によるものであり、関係会社レリアンに対する売却益 2,393百万円を含む。

付属資料 10

部門別実績
(単位 : 10億円)

	1985年	1986年	1987年	1988年	1989年
1. 販売実績					
婦人既製服	46.0	48.3	49.6	52.8	57.6
紳士外着	47.0	44.3	43.6	47.2	49.2
婦人外着	42.4	41.9	42.6	45.6	46.9
子供外着	19.9	17.4	15.3	15.2	14.7
紳士子供肌着	18.3	17.0	16.0	16.5	16.6
婦人肌着	8.8	8.3	7.6	7.6	7.6
ベビー用品	12.8	11.5	10.4	10.2	9.8
靴下	23.4	23.0	22.7	23.7	24.4
その他	1.7	2.8	3.1	4.0	4.5
計	220.2	214.5	210.9	222.8	231.2
2. 生産実績 (製造原価)					
婦人既製服	11.4	11.2	11.1	11.9	13.3
紳士外着	11.0	11.1	10.1	10.5	11.5
婦人外着	8.5	7.9	8.3	8.4	9.1
子供外着	0.9	0.3	0.3	0.3	0.0
紳士子供肌着	2.9	2.5	2.4	2.4	2.4
婦人肌着	—	—	—	—	—
ベビー用品	0.1	0.0	—	—	—
靴下	1.3	1.2	1.3	1.6	1.6
その他	1.2	1.2	1.1	1.3	1.3
計	37.2	35.5	34.6	36.4	39.2
3. 仕入実績					
婦人既製服	16.3	17.3	17.9	18.1	19.6
紳士外着	20.6	18.3	17.9	19.8	21.5
婦人外着	19.1	19.6	19.4	21.0	24.0
子供外着	13.4	12.7	11.2	11.1	11.7
紳士子供肌着	10.6	10.1	9.5	10.0	9.9
婦人肌着	6.3	5.9	5.2	5.1	5.2
ベビー用品	8.9	8.3	7.4	7.1	7.5
靴下	14.6	14.8	14.3	14.8	15.4
計	109.9	107.0	103.0	107.2	114.7
4. 商品および製品					
婦人既製服	1.8	1.7	1.9	1.7	2.1
紳士外着	3.5	3.4	3.4	3.5	4.7
婦人外着	1.9	2.3	2.9	2.8	4.0
子供外着	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3
紳士子供肌着	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
婦人肌着	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
ベビー用品	0.4	0.4	0.5	0.5	0.8
靴下	0.5	0.6	0.6	0.7	9.0
計	10.2	10.6	11.5	11.5	15.0

付属資料 11

レナウンの主要保有有価証券の価値
(単位: 百万円)

有価証券	貸借対照表計上額	1990年3月末現在価額		
1. 株式				
三井石油化学工業	1,289	630.0百万円(600.0千株	1050円)	
東京電力	836	429.2 (109.5	3920)	
日本钢管	661	350.0 (700.0	500)	
I B M	656	495.0 (30.0	16500)	
協和銀行	209	417.7 (342.4	1220)	
ファナック	185	268.2 (36.0	7450)	
東レ	136	236.0 (330.0	715)	
日本航空	134	153.0 (10.7	14300)	
三菱レイヨン	94	240.0 (393.4	610)	
小計	4,429			
2. 公社債・国債・地方債				
東京電力(転換社債)	599			
小計	8,566			
投資有価証券				
1. 株式				
住友銀行	4,603	41,748.4 (15,934.5	2620)	
伊勢丹	3,110	17,592.2 (4,034.9	4360)	
三菱銀行	2,413	19,665.0 (7,866.7	2500)	
アサヒビール	2,030	1,629.0 (900.0	1810)	
日本債券信用銀行	1,317	1,753.5 (105.0	16700)	
松阪屋	997	13,740.0 (2,000.0	6870)	
高島屋	976	7,375.0 (2,500.0	2950)	
住友信託銀行	852	5,171.5 (2,889.1	1790)	
三菱信託銀行	465	3,155.2 (1,752.9	1800)	
日本興業銀行	293	3,890.1 (1,034.6	3760)	
第一勵業銀行	101	660.0 (278.5	2370)	
ジューキ	464	688.8 (560.0	1230)	
大丸	440	369.1 (307.6	1200)	
丸井	126	342.9 (137.7	2490)	
ニチイ	414	1,090.0 (576.7	1890)	
敷島紡績	426	522.0 (600.0	870)	
松屋	240	831.6 (495.0	1680)	
イトーヨーカ堂	105	742.8 (205.2	3620)	
ジャスコ	97	316.4 (168.3	1880)	
住友海上火災保険	89	170.6 (175.9	970)	
西友	161	457.2 (228.6	2000)	
三景	158	22.0		
忠実屋	145	103.5 (30.0	3450)	
ユニー	98	254.5 (113.1	2250)	
その他	1,393			
小計	21,513			
2. 公社債・国債・地方債	2,987			
合計	24,500			
関係会社株式				
ダーバン	4,750	17,819.3 (17,133.9	1040)	
レナウンルック	3,135	16,627.1 (8,987.6	1850)	
レリアン	332			
レナウンエンタープライズインク	1,616			
レナウンアメリカインク	981			
合計	12,174			

付属資料 12

レナウンの新株引受権付社債および転換社債の発行残高
(1989年12月現在)

<u>発行日</u>	<u>発行額</u>	<u>未償還額</u>	<u>利子率</u>	<u>行使価格</u>	<u>為替相場</u>	<u>満期</u>
------------	------------	-------------	------------	-------------	-------------	-----------

新株引受権付社債

1986年3月	23,439百万円 (130百万ドル)	22,404百万円 (130百万ドル)	4.25% (# 17.7%)	720.30円	181.65円	1991年3月
---------	------------------------	------------------------	--------------------	---------	---------	---------

<u>発行額</u>	<u>未償還額</u>	<u>利子率</u>	<u>転換価格</u>	<u>為替相場</u>	<u>満期</u>
------------	-------------	------------	-------------	-------------	-----------

転換社債

1981年12月	7,576百万円 (35百万ドル)	616百万円 (2.85百万ドル)	5.75%	754.00円	216.80円	1996年12月
----------	----------------------	----------------------	-------	---------	---------	----------

1985年1月	9,672百万円 (100百万SF)	29百万円 (0.3百万SF)	2.0%	600.30円	97.65円	1990年6月
---------	-----------------------	--------------------	------	---------	--------	---------

1985年1月	6,301百万円 (80百万DM)	17百万円 (0.224百万DM)	3.125%	600.30円	80.77円	1990年6月
---------	----------------------	----------------------	--------	---------	--------	---------

1989年1月	20,000百万円 (# 31.2%)	7,056百万円	2.0%	1045.10円		1997年
---------	------------------------	----------	------	----------	--	-------

1989年1月	20,000百万円 (# 39.1%)	8,416百万円	2.1%	1045.10円		1997年
---------	------------------------	----------	------	----------	--	-------

* 長期為替予約(50百万ドル)によって発生した予約差額 1,034百万円分だけ発行額より減少している。

1990年2月1日現在の未行使・転換率

(注)

ダーバン (1990年3月末の株価 = 1040)

<u>発行月日</u>	<u>発行額</u>	<u>未償還率</u>	<u>利子率</u>	<u>行使価格</u>	<u>為替相場</u>	<u>満期</u>
1986年6月	40百万ドル	14%	2.875%	570.80円	170.90円	1991年6月
1988年5月	70百万ドル	83%	4.0%	831.50円	126.10円	1993年5月
1989年12月	100百万DM	100%	1.875%	1348.60円	80.77円	1994年12月

レナウンルック (1990年3月末の株価 = 1850)

1986年7月	45百万DM		715 円			
1989年4月	80百万DM	60.3%	1.5%	1220 円	71.77円	1994年4月

株主構成

(1989年12月末現在)

レナウン	ダーバン	レナウンルック
住友生命保険	5.8%	レナウン
住友銀行	4.5	ニシキ
三菱銀行	4.0	住友銀行
住友信託銀行	3.4	伊藤忠商事
日本証券金融	3.3	レナウンルック
明治生命保険	2.7	住友生命保険
三菱信託銀行	2.1	住友信託銀行
伊勢丹	2.1	三菱銀行
住銀保証	2.1	明治生命保険
住友海上火災保険	2.1	中央信託銀行
特定株	32.9	モルガンスタンレー
浮動株	26.3	57.5
発行済株式総数	263.7百万株	21.5
		33.9百万株
	77.2百万株	

付属資料 14

レナウンの貸借対照表（連結）
(単位：10億円)

	1985.12	1986.12	1987.12	1988.12	1989.12
現金・預金	15.3	16.5	23.2	21.1	44.1
特定金銭信託・特定金銭外信託	21.6	24.6	26.4	26.7	23.0
売掛債権	49.7	53.3	50.0	52.8	66.2
有価証券	17.4	25.0	18.9	15.1	13.5
棚卸資産	14.2	14.2	15.1	15.3	19.1
その他	0.9	0.9	0.7	1.0	1.0
流動資産合計	119.1	134.4	134.5	132.0	166.9
償却固定資産	17.9	16.9	15.9	15.3	15.1
土地	15.9	16.5	16.7	32.9	32.9
その他	1.3	1.2	1.2	1.1	9.5
有形固定資産	35.0	34.5	33.8	49.4	57.5
無形固定資産	0.3	0.6	0.6	0.5	0.5
投資有価証券・関係会社株式	22.9	24.3	31.4	43.1	51.5
長期貸付金	1.6	1.5	1.5	0.9	2.0
その他	2.4	9.8	10.3	10.5	12.7
投資その他資産合計	26.9	35.6	43.2	54.4	66.3
固定資産合計	62.2	70.8	77.6	104.5	124.2
資産合計	181.4	205.2	212.1	236.4	291.2
買掛債務	38.7	38.2	38.2	33.2	37.1
コマーシャル・ペーパー	—	—	—	15.0	—
新株引受権付社債（1年以内償還予定）	—	—	0.4	7.4	—
未払法人税・事業税・消費税	3.9	0.9	4.5	5.1	4.8
未払費用	2.7	3.2	3.1	3.3	3.2
返品調整引当金	2.3	2.5	2.7	2.8	3.0
その他	5.3	3.2	3.2	2.9	10.9
流動負債合計	52.9	48.0	52.0	69.6	59.1
新株引受権付社債	7.4	29.8	29.8	22.4	22.4
転換社債	14.5	5.8	2.3	1.6	16.1
退職給与引当金	6.9	7.2	7.8	8.5	9.7
役員退職引当金	1.0	1.1	1.2	1.4	1.2
その他	1.3	3.1	2.9	1.8	2.7
固定負債合計	31.1	47.1	44.0	35.8	52.1
負債合計	83.9	95.1	96.0	105.4	111.2
資本金	12.7	16.6	17.7	23.1	44.9
資本準備金	35.7	40.7	42.8	48.6	72.0
利益準備金	2.1	2.3	2.6	2.8	3.1
その他剰余金	46.9	50.5	53.1	56.6	60.1
資本合計	97.4	110.1	116.1	131.1	180.0
受取手形割引高	14.3	8.5	12.1	13.9	9.8

連結対象会社は、北海道、東北、中京、中国および九州の各レナウン販売会社であり、ダーバン、レナウン・ルックおよびレリアンは持分法で連結されている。

付属資料 15

レナウンの損益計算書（連結）
(単位：10億円)

	1985 1 - 12	1986 1 - 12	1987 1 - 12	1988 1 - 12	1989 1 - 12
売上高	229.0	223.0	218.5	227.7	236.1
売上原価	148.8	145.0	130.9	143.9	151.1
売上総利益	80.1	78.0	79.6	83.8	85.0
販売・一般管理費	73.2	74.7	75.7	79.3	82.6
営業利益	6.9	3.3	3.9	4.6	2.5
受取利益	4.9	7.1	7.8	5.7	9.7
有価証券利息	—	—	—	1.0	1.1
受取配当金	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
有価証券売却益	0.6	0.6	—	0.6	0.3
その他	2.6	1.5	1.1	1.3	1.4
営業外収益	8.5	9.6	9.4	9.0	13.0
支払利息・割引料	2.0	2.3	1.7	1.9	2.2
社債利息	0.6	0.7	0.5	0.4	0.9
社債発行費	—	—	—	—	1.1
その他	0.9	1.1	1.6	0.4	0.6
営業外費用	3.5	4.0	3.7	2.8	4.8
経常利益	11.9	8.8	9.5	10.7	11.0
特別利益	—	3.1	0.3	0.1	1.5
特別損失	—	2.7	0.4	0.1	1.5
税金等調整前当期純利益	11.9	9.1	9.4	10.7	10.7
法人税・住民税額	6.3	4.4	5.6	6.2	6.0
持分法による投資利益	1.1	1.3	1.3	1.8	1.8
当期純利益	6.6	6.0	5.1	6.3	6.5
1株当たり利益	41.2	34.5	28.0	30.8	28.2

付属資料 16

関連会社の財務諸表要約
(10億円)

	ダーバン		レナウンルック	
	1988.12	1989.12	1989.12	1989.12
現金預金	13.3	17.3	4.1	11.7
売掛債権	15.5	20.1	6.3	6.8
有価証券	0.9	1.4	6.4	6.5
棚卸資産	7.6	10.5	4.8	5.9
流動資産合計	37.6	50.2	21.8	31.2
有形固定資産	13.5	14.2	6.4	7.8
投資有価証券	3.4	6.8	2.1	4.7
長期貸付金	1.3	1.4	0.1	0.1
投資等	8.4	13.7	5.2	8.8
固定資産合計	22.1	28.0	11.6	16.6
資産合計	59.7	78.2	33.4	47.9
買掛債務	10.8	13.2	5.6	6.5
負債性引当金	1.9	2.1	1.4	1.5
流動負債合計	18.5	22.4	10.2	11.9
社債・転換社債	13.6	21.1	6.3	12.0
退職給与引当金	1.6	1.7	1.5	1.7
固定負債合計	16.6	24.5	7.8	13.6
資本金	4.9	7.9	2.5	5.2
資本準備金	9.0	12.0	6.5	9.2
資本合計	24.6	31.3	15.4	22.3
売上高	62.7	69.1	45.1	51.4
売上原価	33.8	36.5	24.2	28.2
売上総利益	28.9	32.6	20.9	23.2
販売・一般管理費	26.0	29.7	17.7	19.3
営業利益	2.9	2.9	3.2	4.0
受取利息	0.5	0.9	0.3	0.8
受取配当金	0.2	0.2	0.1	0.1
営業外収益	1.2	1.7	0.7	1.6
支払利息・割引料	0.5	0.7	0.2	0.3
営業外費用	1.0	1.3	0.5	0.8
経常利益	3.1	3.3	3.4	4.8
法人税	1.5	1.7	2.0	2.8
税引後利益	1.4	1.6	1.3	2.0
(注)				
減価償却費	1.2	1.7	0.5	0.6
受取手形割引高	1.3	1.7	1.6	1.6
発行済株式総数（百万株）	60.6	69.3	27.7	33.9
I C R（倍）	7.7	5.8	15.4	14.1
1株当たり利益（円）	23.8	23.0	47.9	59.3
配当性向（%）	54.6	56.5	25.7	19.3
β 値（各年12月）	0.11	0.18	-0.23	-0.37
(1990年3月)		0.37		-0.02

レナウンの業績見通し

(百万円)

	<u>売上高</u>	<u>営業利益</u>	<u>経常利益</u>	<u>利益</u>	<u>1株利益</u>	<u>1株配当金</u>
1990年12月 (連結)	238,000 (243,000)	4,000 (4,600)	11,200 (10,800)	5,300 (6,700)	19.5円 (24.7)	14.5円
1991年12月	250,000	7,000	13,000	6,000	22.1	14.5

資料：東洋経済新報社、会社四季報（1990年6月25日）、p.716

アパレル・メーカーのマーケット・シェア

婦人外衣国内出荷額

	<u>1988年</u>	<u>1989年</u>	<u>主力ブランド</u>
ワールド	4.8%	4.6%	コルティア
イトキン	4.1	4.4	クリスチャン・オジャール
レナウン	3.8	3.8	アテンド、ミックマック、ノーマカマリ
三陽商会	2.4	2.7	トランスクワード、フロフィナ、スコッチハウス
オンワード樫山	2.7	2.5	ジョンモア、スヴィヴィー、ジャンボールゴルチエ
東京スタイル			
国内出荷額合計（10億円）		2,751.7	
布はく外衣輸入額（10億円）		226.1	

紳士外衣国内出荷額

オンワード樫山	6.3%	6.4% マッケンジー、スペサート・バイ・マッケンジー、ルチアーノ・ソブランニ
ダーバン	3.6	3.8 ダーバン、K & C
レナウン	2.9	エレメント・オブ・シンプルライフ
三陽商会	2.1	アビッシュ、アレグリ、バーバリー
小杉産業	1.6	ジャック・ニクラウス、オースチン・リード、フェリックス・ビューラー
国内出荷額合計（10億円）		1,810.0
布はく外衣輸入額（10億円）		202.8

資料：日経産業新聞（1990年6月21日）、p.4

付属資料 19

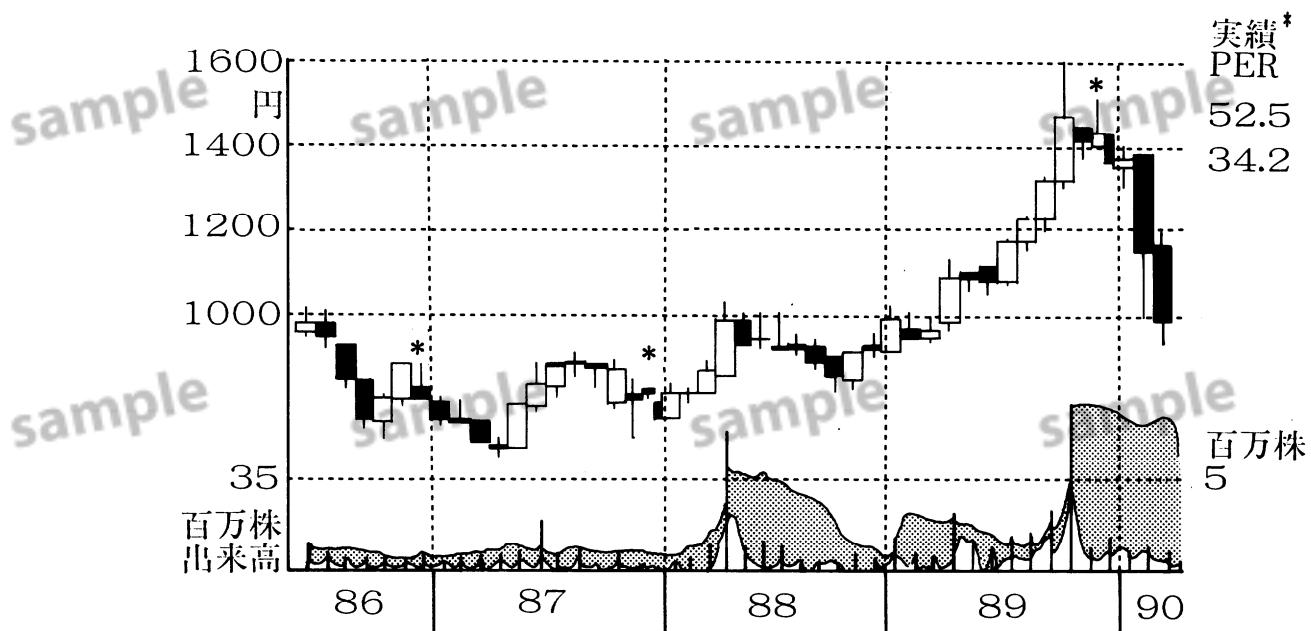
同業他社の財務諸表要約
(百万円)

	オンワード樫山	東京スタイル		三陽商会		
	1989.2	1990.2		1988.12	1989.12	
現金預金	39.5	55.8	37.7	35.5	5.0 9.6	
売掛債権	35.5	37.9	10.7	11.5	37.6 41.2	
有価証券	1.8	1.1	37.9	41.5	1.9 2.4	
棚卸資産	32.8	34.6	4.1	4.3	14.1 15.7	
短期貸付金	—	—	0.4	0.4	— —	
流動資産合計	109.8	129.7	90.7	93.2	62.6 73.9	
有形固定資産	29.2	32.4	8.3	8.1	21.1 32.4	
投資有価証券	14.7	24.3	4.3	6.8	9.4 16.7	
長期貸付金	4.0	9.4	0.9	1.1	1.6 2.2	
投資等	29.2	48.3	9.9	13.0	12.7 20.7	
固定資産合計	59.0	81.2	18.2	21.1	33.9 53.2	
資産合計	168.8	210.9	108.9	114.3	96.5 127.0	
買掛債務	33.6	34.4	9.5	9.4	27.9 31.0	
短期借入金	—	—	—	—	12.2 14.8	
負債性引当金	6.6	7.7	2.4	2.6	7.7 8.1	
流動負債合計	49.1	56.8	16.0	17.1	55.3 64.8	
社債・転換社債	4.2	24.7	19.3	3.7	3.2 4.3	
長期借入金	—	—	—	—	6.6 9.3	
退職給与引当金	8.2	9.9	0.6	0.5	— —	
固定負債合計	12.4	38.5	19.9	4.2	9.7 13.6	
負債合計	61.4	95.3	35.9	21.4	65.0 78.4	
資本金	14.6	16.2	6.6	14.5	7.4 14.3	
資本準備金	33.7	35.3	24.2	32.0	7.4 14.3	
資本合計	107.3	115.6	73.0	92.9	31.5 48.7	
売上高	186.6	200.3	63.5	61.4	113.3 123.9	
売上原価	118.2	122.0	41.3	39.0	69.4 74.5	
売上総利益	68.4	78.3	22.2	22.4	43.9 49.4	
販売・一般管理費	54.2	60.8	14.9	15.0	34.2 39.0	
営業利益	14.2	17.4	7.3	7.4	9.7 10.4	
受取利息	1.2	3.3	2.0	2.9	0.3 0.4	
受取配当金	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1 0.2	
営業外収益	2.5	5.7	4.1	4.1	1.3 2.2	
支払利息・割引料	0.3	0.4	0.5	0.1	1.3 1.5	
営業外費用	1.1	1.2	0.6	0.3	1.8 2.5	
経常利益	15.6	21.9	10.8	11.2	9.2 10.1	
特別利益	0.0	0.0	0.0	0.1	— 0.0	
特別損失	0.3	1.7	0.0	0.1	0.0 0.0	
税引前利益	15.3	20.2	10.8	11.2	9.2 10.1	
法人税等充当額	8.5	12.5	5.4	5.6	4.9 5.3	
当期利益	6.9	7.7	5.4	5.6	4.2 4.8	
減価償却実施額	2.7	3.5	0.4	0.4	0.8 0.9	
発行済株式総数(百万株)	146.2	148.7	80.8	91.7	118.2 135.0	
1株当たり利益(円)	46.9	52.0	67.1	60.8	35.7 35.4	
配当性向(%)	35.2	31.8	22.4	20.5	30.8 33.9	
I C R(倍)	49.9	58.2	20.4	133.0	7.8 7.2	
β値*(各年12月)	0.22	0.33	0.22	0.33	0.13 0.32	
(1989年9月)		0.33		0.31		0.31
(1990年3月)		0.47		0.56		0.53

資料: * Daiwa SRI, Tokyo Stock Market Quarterly Review

付属資料 20

レナウンの株価



* 過去 5 決算期の最高平均（上段），最低平均（下段）

付属資料 21

レナウンの β 値

1986年12月	0.20
1987年12月	0.20
1988年12月	0.10
1989年 6月	0.09
9月	0.11
12月	0.08
1990年 3月	0.31

資料：Daiwa SRI, Tokyo Stock Quarterly Review

付属資料 22

株式の平均収益率

第一部市場買い持ち型単純平均収益率

1980年～1985年	15.8%	1975年～1985年	14.7%
1981年～1986年	21.8	1976年～1986年	16.1
1982年～1987年	29.8	1977年～1987年	18.2
1983年～1988年	31.1	1978年～1988年	18.5
1984年～1989年	32.8	1979年～1989年	20.2

資料：日本証券経済研究所

付属資料 23

為替相場

	ドル	ポンド		
	平均レート	最高～最低	平均レート	最高～最低
1985年	238.54円	199.80-263.65円		
1986年	168.52	152.55-203.30		
1987年	144.64	121.85-159.20		
1988年	128.15	120.45-136.80		222.39-236.32円*
1989年	138.12	123.80-151.35		221.38-231.03円*
1990年 1月	146.09	144.10-147.50	243.83円	237.75-246.35円
2月	146.51	145.20-149.50	250.87	246.24-255.53
3月	154.11	149.80-159.55	253.30	248.95-264.54
4月	159.50	157.75-161.15	263.61	261.18-266.25

資料：東京銀行の対顧客相場， *東京インターバンク・レート

付属資料 24

利子率の推移

	借入プライム・レート		事業債 (AA格, 12年)	定期預金 1年満期	譲渡性預金 180日～1年未満 (新規発行ベース)
	短期	長期			
1988年 1月	3.375%	5.5%	1月 5.053%～	3.39%	4.289%(4)～
8月	↓	5.7	12月 4.813	↓	4.983(10)
1989年 1月	4.25		3月 5.013	↓	↓
6月	4.875		4月 4.926	3.95	4.506(1)～
			5月 5.005	↓	6.073(10)
7月		6.0	8月 4.993	4.32	↓
			9月 5.107	↓	↓
11月	5.75	6.2	11月 5.800	↓	6.555
12月	↓	6.5	↓	↓	6.599
1990年 1月	6.25	6.8	↓	4.75	6.902
	↓	↓	2月 6.798	↓	7.158
3月	7.125	7.5	3月 6.882	↓	7.312
4月	↓	7.9	4月 7.193	5.63	7.528

イギリス*

	スターリング C D (3カ月満期)	インターバンク・スターリング市場 (6カ月満期)	5年満期中期国債 (償還利回り)
	8.17～12.38%	8.51～13.11%	8.76～10.57%
1988年			
1989年 1月～	12.94	12.87	10.20
10月	～14.88%	～14.91%	～11.09%
11月	15.05%	14.94%	11.15%
12月	15.08	15.00	11.05
1990年 1月	15.11	15.12	11.62
2月	15.05	15.13	12.04
3月	15.21	15.46	12.96
4月 20日	15.13	15.47	

資料：* Bank of England Quarterly Bulletin (August 1990), pp. 9.2-9.3

エクイティ・ファイナンスの状況

	<u>発行日</u>	<u>発行金額</u>	<u>期限</u>	<u>利子率</u>	<u>条件</u>	<u>為替相場</u>
<u>転換社債</u>						
〔スイス・フラン建て〕						
東邦化学	3月22日	50百万SF	5年	0.0%	1992.9.30に 109.625%のOP付	100.54円
<u>ワラント債</u>						
〔スイス・フラン建て〕						
田村電機製作所	3月22日	70百万SF	4年	2.5%		101.18円
住友精化	3月29日	100百万SF	4年	2.5%		102.39円
〔ドイツ・マルク建て〕						
スター精密	2月22日	100百万DM	4年	1.625%		86.71円
ユーシン	2月22日	60百万DM	4年	1.625%		86.69円
〔ユーロ・ドル建て〕						
藤倉電線	3月23日	200百万ドル	4年	2.375%		153.8円
S M C	3月23日	300百万ドル	4年	2.375%		153.0円
<u>普通社債</u>						
〔スイス・フラン建て〕					<u>発行価格</u>	
にっかつ	3月28日	50百万SF	4年	7.875%	98.5%	
伊勢丹インターナショナル・オランダ	29日	10百万	5年	～2年	101.375%	
				6ヶ月LIBOR		
				+ 30 BP		
				以後 6.125%		
〔ユーロ・ドル建て〕						
パナソニック・ファイナンス・オランダ	3月15日	300百万ドル	4年	9.375%	101.305%	
ニチメン・ヨーロッパ	3月31日	30百万ドル	4年	9.375%	101.375%	
〔ユーロ円建て〕						
三井不動産	3月28日	200億円	4年	7.375%	101.5%	
伊藤忠インターナショナル・ファイナンス	30日	100億円	4年	7.5%	101.625%	

不 許 複 製

慶應義塾大学ビジネス・スクール

Contents Works Inc.