

## 慶應義塾大学ビジネス・スクール

# 松下電器産業株式会社 (D)

1995年3月、松下電器産業は、MCAを売却することに決め、カナダの飲料会社のシーグラムに絞って交渉を続けていた。最後の問題は、MCAをいくらに評価するのかということと、松下電器が全株式を売却してしまうのか、一部を引き続き所有するとすれば、何%所有するのか、ということであった。

### 1995年の経営方針の発表

5

1995年1月10日、松下電器は、大阪枚方市の自社の体育館に約3,500人の幹部社員を集めて、1995年度の経営方針発表会を開いた。MCAのワッサーマン会長とシャインバーグ社長も来日して、この発表会に出席した。この発表会で、森下洋一社長は今後の経営方針として、「事業の選別と集中を進める。特に、マルチメディアを支えるキーデバイスに経営資源を注力する」と述べた。

10

経営方針発表後の記者会見で、森下社長は「現在、MCAを手放すというプランはない」と語った。また、1995年末で任期が切れるワッサーマン会長とシャインバーグ社長の処遇は、「時期が来れば双方で話し合いをして決めていく」と述べて、1月11日に松下電器本社で開くエグゼクティブ・コミッティーではこの問題に触れないとの考えを示した。<sup>1</sup>

15

<sup>1</sup> 日本経済新聞（1995年1月11日），p. 7

本ケースは、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。

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクール（〒223-8523 神奈川県横浜市港北区日吉本町2丁目1番1号、電話 045-564-2444、e-mail: case@kbs.keio.ac.jp）。また、注文は<http://www.kbs.keio.ac.jp/>へ。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法（電子的、機械的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない）による伝送も、これを禁ずる。

Copyright© 鈴木貞彦（1996年1月作成）

## MCA売却への模索

森下社長は、MCAが予想したほどには投資効果が上がらないと見ており、MCAのコントロールにも苦慮していた。<sup>2</sup> 松下電器の社内では、「親会社の言うことも聞かない会社に 7,800億円（MCA買収時の円換算額）ものカネを塩漬けにしておく必要があるのか」という意見が強まっていた。しかし、社内には、MCA保有論も根強かった上に、松下正治会長がMCAのワッサーマン会長と個人的に親しかった。

森下社長は、経理部門によるMCA売却による財務体質改善のシミュレーションや、1994年11月にアレン&カンパニーとゴールドマン・サックスに依頼していたMCA資産の評価額、アメリカにおけるエンターテイメント産業の動向などを念頭に入れて、MCAの  
10 将来像を検討することにした。

## MCA買収への打診

1月10日の経営方針発表後、松下電器には、MCAの株式を買いたいという打診が海外から寄せられた。これを機に、松下電器はMCA売却への具体的な下地作りを始めた。  
15 その交渉の主導権は森下社長が持っていたが、実務ベースでは、土方宥二常務（61才）とMCAのエグゼキュティブ・コミティーのメンバーであった経理担当の松田基取締役（58才）が参加し、企画部門と経理・財務部門が交渉をバックアップした。エグゼキュティブ・コミティーの議長である村瀬通三副社長（62才）は交渉の現場には参加しなかった。  
また、事業部門、技術部門、営業部門の役員の多くは、交渉の内容は知らされていなかつ  
20 た。<sup>3</sup>

## MCAの買収に関心を持っていると思われた会社

MCAを買収することに関心を持っていると推定されていた会社は、テレ・コミュニケーション（TCI）、カナダの飲料会社であるシーグラム、ポリグラムの75%を所有しているオランダのフィリップス、ドイツのエンターテイメント・出版・レコード会社のバーテルズマンAGであった。オーストラリアのニュース・コーポもMCAに関心を示して  
いた。<sup>4</sup>

## アドバイザー

30 1995年1月、アレン&カンパニーとゴールドマン・サックスは、投資銀行としてMCAの評価を完了した。アレン氏は、松下電器に対して、MCAを売却するのであれば、

<sup>2</sup> 清水省吾、「松下、MCA 5年目の破局：上」*日本経済新聞*（1995年4月11日），p.14

<sup>3</sup> 清水省吾、「松下、MCA 売却交渉決着へ」*日経産業新聞*（1995年4月10日），p.3

<sup>4</sup> Thomas R. King and John Lippman, "Sale of MCA Being Discussed by Matsushita," *The Wall Street Journal* (March 31, 1995), p.A5

エドガー・ブロンフマン・ジュニア氏のシーグラムに売却することを勧めた。<sup>5</sup> 1月中旬には、オービッツ氏は、5年前に松下電器に対してMCAの買収をアドバイスした時と同じく、サンディ・クリマン氏を含むCAAチームを連れて来日した。オービッツ氏のチームは4時間にわたってプレゼンテーションを行った。松下電器は、そのプレゼンテーションを評価したものの、MCAを売却することに決めたわけではなかった。オービッツ氏は、<sup>5</sup> MCAを買収する可能性のある会社を5~6社ほどあげたが、そのなかで、シーグラムのブロンフマン氏が最も興味をもつ可能性があると述べた。<sup>6</sup> オービッツ氏のチームは阪神大震災の18時間前の1月16日に日本を離れた。

ところで、松下電器がアドバイザーとして依頼した4社は、いずれも、シーグラムと密接な関係にあった。オービッツ氏はシーグラムのCEOであるエドガー・ブロンフマン・ジュニア氏（39歳）とも旧知の間柄であった。さらに、シーグラムのスティーブン・バナー副社長兼CFOは、松下電器が1991年にMCAを買収した際に、交渉役として依頼した法律事務所のシンプソン・サッチャー&バートレット(Simpson Thacher & Bartlett)で弁護士として大いに手腕を発揮していた。その後、バナー氏は、映画ビジネスに関心をもっていたシーグラムのプロフマン社長に、その手腕を見込まれて、シーグラムの上級執行副社長兼CFOに招聘されていた。そして、バナー氏の指導のもとに、シーグラムはメディア事業への展開を開始して、1993年には、タイム・ワーナーの株式を取得していた。<sup>15</sup>

### シーグラムとの接触

バナー氏は、早い段階で、松下電器がMCAについての評価を行っていること、そして、シンプソン・サッチャー&バートレットがMCA問題に関係しているとの情報を掴んだ。そして、バナー氏は、その情報をMCAが売りに出されているシグナルであると読んだ。<sup>7</sup>

1995年1月、松下電器は、シーグラムのブロンフマン氏から、初めての接触を受けた。<sup>8</sup> また、アレン氏は、オービッツ氏の助けを借りて、松下電器に対して、MCAの売却先としては、シーグラムが望ましい旨を伝えた。<sup>9</sup> その後、松下電器は、シーグラムとの話し合いを通じて、シーグラムをMCAの買収会社の本命候補と見做すようになった。一方、シーグラムのほうでは、2月27日、バナー氏は法律事務所のシャーマン&スターリング(Shearman & Sterling) のステファン・フォルクに連絡して、シーグラムの代理人として契約した。<sup>10</sup>

<sup>5</sup> Ken Auletta, "The Consigliere," *The New Yorker* (May 22, 1995), p.34

<sup>6</sup> Edward Klein, "Edgar Bets The House," *Vanity Fair* (July 1995), p.131

<sup>7</sup> Edward Klein, "Edgar Bets The House," *Vanity Fair* (July 1995), p.131

<sup>8</sup> *The New York Times* (April 10, 1995), p.D8

<sup>9</sup> Ken Auletta, "The Consigliere," *The New Yorker* (May 22, 1995), p.34

<sup>10</sup> Edward Klein, "Edgar Bets The House," *Vanity Fair* (July 1995), p.131

一方、松下電器は、代理人を通じて、シーグラムとの交渉を進めた。松下電器は、MCAのマイノリティ持分を持つことを希望しており、そのためにはシーグラムやブロンフマン氏がMCAをどのように経営しようとするのかに関心をもった。

##### 5 ブロンフマン氏の来日

松下電器は、シンプソン・サッチャー&パートレットの仲介で、日本でブロンフマン氏に会うことになった。<sup>11</sup> 3月6日午後、ブロンフマン氏は、スタッフもアドバイザーも連れずに、単身でシーグラムの自家用機のガルフストリームIVジェットでノン・ストップ16時間をかけて関西国際空港に降り立った。ブロンフマン氏は森下社長との間で信頼関係を作り上げることが、交渉をまとめるにあたって重要であると思っていた。ブロンフマン氏は飛行機のなかで、アドバイザー達が準備した森下社長についての資料を読んで、森下社長との会談に備えた。そして、来日した日の晩、くつろぐ時間もなく、京都にある松下電器のゲストハウスでのディナーに駆けつけた。森下社長との会談において、ブロンフマン氏はエンターテイメント事業についての個人的なコミットメント、映画や音楽についての情熱について語った。翌朝は8時30分から会談を再開した。ブロンフマン氏は、MCAの買収に関心を持っている会社が他にもあることを知っていた。しかし、ブロンフマン氏は、森下社長に対して、価格をつり上げることになる入札には関心がないと伝えた。また、ブロンフマン氏は、松下電器がこの取引を迅速に行いたいのであれば、MCAの各事業部についての松下電器側の評価を見せてもらいたいと述べた。さらに、シーグラム側の提案を作成するために、排他的な検討期間が欲しいと述べた。<sup>12</sup>

松下電器としては、MCAの売却を迅速に進めたいと考えるようになっていた。そこで、森下社長は、ブロンフマン氏の要請を受け入れ、MCAの売却について、シーグラムに1カ月程度の独占交渉権を与えた。<sup>13</sup> これに対して、松下電器も、MCAの売却について、シーグラム以外の他社を打診することはしないこと、また、松下電器から依頼していない相手からの申出があっても、それには応じないことも同意した。<sup>14</sup> これによって、松下電器は売却交渉相手をシーグラムの1社に絞ることになった。<sup>15</sup> しかし、森下社長は、MCAのワッサーマン会長とシャインバーグ社長が、この売却交渉に係わってくれることを欲しなかった。そこで、松下電器はブロンフマン氏に秘密協定を結ぶことを要請し、ブロンフマン氏は秘密協定を受入れた。

<sup>11</sup> Ken Auletta, "The Consigliere," *The New Yorker* (May 22, 1995), p.34

<sup>12</sup> Edward Klein, "Edgar Bets The House," *Vanity Fair* (July 1995), pp.77-78

<sup>13</sup> 朝日新聞(夕刊) (1995年4月7日), p. 1

<sup>14</sup> Eben Shapiro and Laura Landro, "Seagram Nears Pact to Sell 24.2% Stake In DuPont to Finance MCA Acquisition," *The Wall Street Journal* (April 6, 1995)

<sup>15</sup> Eben Shapiro and Laura Landro, "Seagram Nears Pact to Sell 24.2% Stake In DuPont to Finance MCA Acquisition," *The Wall Street Journal* (April 6, 1995); 日経産業新聞 (1995年4月12日), p. 3

一方、この最初の会談において、森下社長は、ブロンフマン氏に 100億ドルの希望価格を切り出す心づもりにしていた。しかし、ブロンフマン氏は、最初の会談において価格の話題を持ち出さなかった。<sup>16</sup> 森下社長に対して、ブロンフマン氏はMCAの魅力を次のように説明した。<sup>17</sup>

「私にとって、MCAは非常に競争力のある収益性の高い会社に成長することを可能してくれる一連の多くの資産を持っていて。MCAはフィルムとTVライブラリーの面では、テッド・ターナーの会社に次いで世界で二番目に大きな会社です。MCAは強力な音楽部門を持っています。それは高いキャッシュ・フローをもたらしています。また、テーマパークの面では、ディズニーと競争できる唯一の会社です。MCAは小さいが強力な出版部門を持っています。このほか、MCAは期待ほどには業績をあげていないフィルム・スタジオを持っていますが、これも大きな資産の一つです。」

森下社長は、ブロンフマン氏と通訳1人をはさんで1対1での話し合いを進めるうちに、ブロンフマン氏は39歳と若いものの、彼がCEOであるシーグラムなら「MCAの稀少価値のある財産を世界に広げられる」との確信を得た。また、シーグラムの場合には、MCAとは同業の会社ではないので、独占禁止法など、法的な問題で、契約が引き延ばされる可能性がないと判断した。

このような話し合いの結果、ブロンフマン氏は18日以内に買収条件を提示することを森下氏に約束した。<sup>18</sup>

#### シーグラムとの本格的交渉

松下電器は、本格的な交渉を、マンハッタンにあるシンプソン・サッチャー&パートレット事務所で、両社の代理人を通じて行った。すなわち、松下電器の代理人は投資銀行のアレン&カンパニー、ゴールドマン・サックスおよび法律事務所のシンプソン・サッチャー&パートレットであり、シーグラムの代理人は投資銀行のファースト・ボストンと法律事務所のシャーマン&スタークリングであった。

#### 売却価格の交渉

松下電器は、買収後の急激な円高もあって、松下電器が損をしないためには 105億ドルが必要であり、松下電器は、早い段階で、希望価格として 100億ドル前後を示唆して

<sup>16</sup> Edward Klein, "Edgar Bets The House," *Vanity Fair* (July 1995), p.77

<sup>17</sup> Edward Klein, "Edgar Bets The House," *Vanity Fair* (July 1995), p.77

<sup>18</sup> Edward Klein, "Edgar Bets The House," *Vanity Fair* (July 1995), p.78

いた。このため、MCAを買収出来る相手は資金力の面から限られることになった。

ところで、松下電器の経営陣は、社内のコンセンサスを得るためには、最低でもドルベースの金額で、1991年にMCAを買収した際の金額を上回る値にしたいと考えていた。すなわち、「買収時と売却時の実質的な価格をドル・ベースでイーブンにする評価額」が5 最低基準価格とすれば、少なくとも61.3億ドルが必要であった。しかし、1995年に入って、円高がさらに進み、3月24日には1ドル88.08円という最高値を付け、3月末でも88.35円にとどまっていた。このため、MCAを買収した時点の為替相場と比較して約30%もドルの価値が減少していた。61.3億ドルという最低評価額では、松下電器にとっての為替差損の金額は2,369百万円(26.8億ドル)に達するものと予想された。

一方、アメリカでは、エンターテイメント企業の評価の一つの目安としては、営業利益やキャッシュ・フローをベースした評価方法が用いられていた。1994年1月にバイアコムがパラマウント・ピクチャーズを、QVCとの競り合いの結果、買収した際の買収価格は、キャッシュ・フローの20倍であった。そのような影響もあって、ディズニーの株価も、1994年以来40%強も増加して、1994年のキャッシュ・フローの11倍を超えるようになっていた。<sup>10</sup>

1995年1月期のMCAのEBITD(利息、税金および減価償却費を差し引く前の利益)は400百万ドルを超えていた。したがって、このEBITDを基礎にして15倍で評価する場合には、MCAの株主資本価値は60億ドルになるものと思われた。しかも、1995年1月期のEBITDはこれまで最高の値であった。したがって、60億ドルという価格も、最高の評価額に近いと思われた。<sup>11</sup>

3月24日、シーグラムは提案をまとめた。しかし、シーグラムは、アメリカの企業が通常行っているように、松下電器に提案を送りつけることをしなかった。3月26日、ブロンフマン氏自身が提案を説明するために大阪に再び飛んできた。しかし、ブロンフマン氏の提示価格は70億ドルを下回っていた。<sup>12</sup>

このため、双方の希望価格には大きな開きがあった。問題は、松下電器としては、70億ドルを下回るような低い価格で、社内の賛否両論の人々に納得して貰えるかであった。とりわけ、円換算する場合の為替損失が大きくなることから、森下社長は、売却して入手する現金を、アメリカや東南アジアなどのドル圏での事業展開に活用することにし、それによって、巨額の為替損失に周囲の関心が向くのを回避したいと考えていた。<sup>13</sup> このようなこともあって、松下電器では、売却代金を「現金一括払い」の形で受け取りたいと考えていた。<sup>14</sup>

また、MCAが負っている利付負債による調整も問題となった。すなわち、松下電器

<sup>19</sup> Edward Klein, "Edgar Bets The House," *Vanity Fair* (July 1995), p.77

<sup>20</sup> 清水省吾、「『森下体制』最大の試練」*日経産業新聞* (1995年4月10日), p.3

<sup>21</sup> *日本経済新聞* (1995年4月12日), p.12

がMCAを買収した際の10億ドルを含めて、MCAは30億ドルの利付負債を抱えていた。<sup>22</sup>これら 利付負債をどちらが負担するのかによっても、株主資本の価格の調整の余地があった。さらに、映画、ウォーターワールドの製作にかけたとされている 175百万ドルをどちらが負担するかも交渉の対象になった。シーグラムとしては、1995年初めに遡及して、MCAの全資産を、負債なしで引き継ぐことを主張した。<sup>23</sup>

5

このほか、価格の問題に加えて、MCAについての松下電器の持分をどうするかであった。松下電器としては、エンターテイメントに足掛かりを保ちながら、経営資源をマルチメディアや重要部品技術、海外事業などの成長分野に振り向けることを計画しており、そのためにも、MCAの株式を一部所有しておくべきであろうと考えていた。

松下電器では、今後のソフトビジネスの足掛かりを残しておくと共に、MCAソフトの優先的な利用に道を付けておきたいと考えていた。それは、マルチメディア時代に向けてソフト資産の優先的利用権を保持することになると思われた。また、「デジタル・データの圧縮・伸長技術はマルチメディアのキー」であり、松下電器としては、MCAに貢献出来ると考えていた。一方、アメリカでは、州によって多少異なっていたが、20% の株式を持っていれば、株主総会の請求や帳簿閲覧など様々な権利が生じ、一種の拒否権をもつことができることになっていた。このため、松下電器としては、20% を所有していれば、MCAとの連合で新たなソフトビジネスに挑戦していくこともできるのではないかと期待していた。このため、松下電器としては、少数株主権行使できる20% の持株比率に固執した。一方、シーグラムとしては、拒否権を渡したくないとことで20% 以下を主張していた。<sup>24</sup>

10

15

20

<sup>22</sup> Rita Koselka and Randall Lane, "What Matsushita left on the table," *Forbes* (July 3, 1995), p.48

<sup>23</sup> Rita Koselka and Randall Lane, "What Matsushita left on the table," *Forbes* (July 3, 1995), p.48

<sup>24</sup> 日本経済新聞(夕刊) (1995年4月10日), p. 1

## 付属資料 1

スミス・バーニーの証券アナリストが試算した1990年当時のMCAの価値評価  
(単位:百万ドル)

		控え目値	楽観値
フィルム ライブラリー (3,000タイトル、各500千ドル、または150百万ドル (1990年の予想キャッシュ・フロー)の11~12倍) 流通ネットワーク/Name Franchise/UIP		1,500 350	1,650 400
テレビジョン (100百万ドル (1990年の予想キャッシュ・フロー) の10~11倍)		1,000	1,100
音楽 (60百万ドル (1990年の予想キャッシュ・フロー) の10~11倍) ゲッ芬・レコード		600 350	660 400
スタジオ・ツアーや円形劇場 (40百万ドル (1990年の予想キャッシュ・フロー) の9~10倍)		360	400
フロリダ・ツアー		350	400
USAネットワーク (パラマウントが50%を所有) WWOR-TV		450 425	500 475
小売/メイルオーダー (15百万ドル (1990年の予想キャッシュ・フロー) の8~9倍)		120	135
書籍の出版 (30百万ドル (1990年の予想キャッシュ・フロー) の8~9倍)		240	270
ヨセミテ国立公園内の営業権		100	150
その他投資 (Imagine, Acclaim)		125	150
シネプレックス・オデオン (22百万株、1株2ドル)		44	44
不動産 フロリダ、400エーカー、150~200百万ドル ロスアンゼルス (ユニバーサル・シティ) 400エーカー オフィス・ビル/ホテル(50%) 150~200百万ドル		1,000	1,200
現金		300	300
負債		-900	-900
総純資産価値 1株当たり価値 (完全希薄化での発行済株式総数92百万株)		6,414 70	7,309 79
1990年11月14日の株価		66	
1990年6月30日の純資産簿価		26	

資料 : Smith Barney, Harris Upham & Co., MCA Inc. - Company Report (November 16, 1990)

## 付属資料 2

MCAの損益計算書  
(単位：百万ドル)

	1992年		1993年		1994年		予想帰属済値	
	報告済	帰属済	報告済	帰属済	報告済	帰属済	1995年	1996年
<b>フィルム・エンターテイメント<sup>(a)</sup></b>								
売上高	1,809	2,338	2,230	2,770	2,723	3,313	3,810	4,267
EBITDA	66	89	160	177	118	134	300	360
<b>音楽</b>								
売上高	1,019	1,050	1,081	1,108 <sup>(b)</sup>	1,249	1,293	1,358	1,448
EBITDA	97	99	151	154	199	201	142	200
<b>レクリエーション・サービス</b>								
売上高	294	464	313	489	245	440 <sup>(c)</sup>	462	485
EBITDA	83	115	95	128	70	105	130	137
<b>書籍出版</b>								
売上高	201	} 407	245	} 463	278	} 525	599	670
EBITDA	25		31		32		48	56
<b>その他</b>								
売上高	284	} 90	276	} 15	323	} 97		
EBITDA	49		6		60			
<b>本社費用</b>								
	-30	-30	-33	-33	-36	-36		
<b>合計</b>								
売上高 <sup>(d)</sup>	3,606	4,259	4,145	4,830	4,818	5,571	6,228	6,871
EBITDA <sup>(d)</sup>	290	388	413	505	443	533	620	753
持分会社の調整								
減価償却費						-90	-99	-109
ステップ・アップ（税法上の費用）						-92	-87	-93
超過購入価格（のれん）の償却費						-82	-75	-70
GAAP営業利益						-101	-101	-101
所得税引当金 ((税引前利益+のれん)の27%)						177	258	379
GAAP税引後利益						-76	-97	-130
						101	161	250

- 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の持分を含んでいる。
2. 1994年までの報告済および帰属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) 帰属済売上高及びEBITDAは、主に50%以下の持分を所有している会社の売上高及びEBITDAについてのMCAの所有割合を含んでいる。

## 付属資料 3

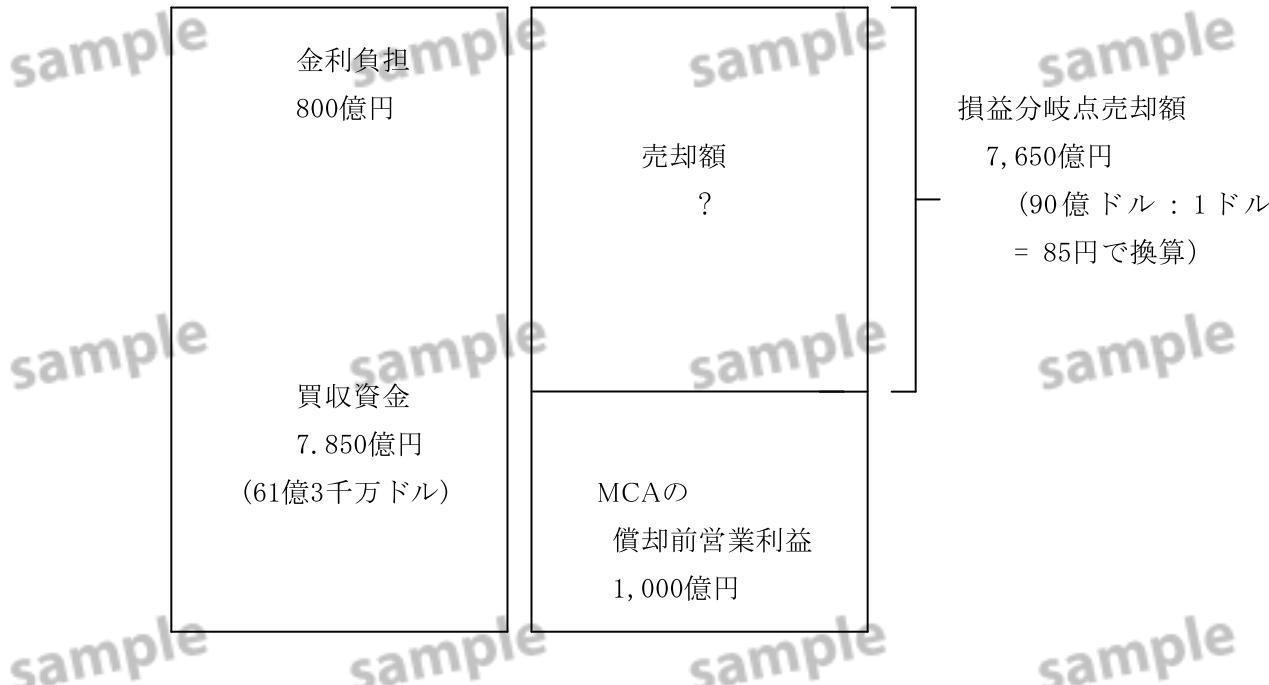
フォーブス誌が推定した1995年4月のMCAの価値評価  
(単位:百万ドル)

		1994年	1995年	2000年
ユニバーサル・ピクチャーズ (3,600本のフィルム・ライブラリー)	売上高 EBITDA 価値	2,000 120 —	500 2,500 —	6,000 — —
ユニバーサル・テレビ (16,000時間のプログラミング)	売上高 EBITDA 価値	700 5 —	80 600 —	1,000 — —
音楽事業部 (ゲッフィン・レコード、MCAレコード)	売上高 EBITDA 価値	1,200 200 2,750	250 450 —	5,000 — —
テーマ・パーク (ハリウッドのユニバーサル・スタジオ) フロリダ州オーランドにある テーマ・パークの50%)	売上高 EBITDA 価値	300 100 —	175 1,200 —	2,000 — —
書籍出版 (パトナム・パークリエイ・グループ、 専門書および児童書の出版)	売上高 EBITDA 価値	250 35 —	43 350 —	400 — —
放送アウトレット (USAケーブル・ネットワーク、 Sci-Fiチャネル及びUSAラテン・ アメリカ・ネットワークの各50%)	売上高 EBITDA 価値	150 30 —	70 800 —	1,600 — —
その他 (不動産、シネプレックス・オデオン 劇場(49%の持分)、 スペンサー・ギフト・ショップ、 インターラクティブTVスタートアップ)	売上高 EBITDA 価値	n. a. n. a. —	n. a. 800 —	1,100 — —
合計	売上高 EBITDA 価値	4,600 533 —	1,318 9,000 —	17,100 — —

(注) この数字は、シーグラムがMCAの1994年の売上高およびEBITDAの数字（付属資料2）  
を発表する直前の推定値である。また、MCAの価値の80%は72億ドルになる。

資料 : Rita Kiselka and Randall Lane, "What Matsushita left on the table," *Forbes* (July 3, 1995), p.4

日本経済新聞社が試算した松下電器産業のMCA売却採算ライン（円ベース）



(注1) 証券アナリストの分析などをもとに試算。金利負担は買収金額 7,850億円を運用した場合に得られる過去4年間の金利収入の機会損失。MCAの利益はすべて配当や金利支払いなどで松下電器産業に還元されたものと想定。

(注2) 松下電器産業の1994年3月期の連結営業利益は1,736億円。同期のMCA単体の営業利益は330億円（1ドル = 108円換算）で、買収に伴うノレン代を償却（この期は約180億円）した後の営業利益は150億円程度とみられる。

資料：日本経済新聞（1995年4月5日），p. 3

#### ソニーにおける営業権の評価方法と償却

— ソニーの年次報告書から —

1995年3月31日に終了した事業年度の第2四半期に、当社は営業権を含む買収企業に対する投資簿価の評価についての会計処理方法を変更しました。変更前の方法では、当社は営業権を含む買収企業への投資簿価の回収可能性を将来の営業キャッシュ・フローの

割引をしない予測値の価値と見積残存価値にもとづいて評価していました。この評価に用いた営業キャッシュ・フローは、営業活動から得られるキャッシュ・フローから税金および資本支出額を控除した額であり、財務活動から得られる金利および元本は除外されています。

当事業年度の第2四半期に、当社は新たに予測キャッシュ・フローを割り引く方法を採用しました。当社は、投資を維持するために必要な資本コストの影響を考慮に入れため、投資の回収可能性を測定するには、新しい方法である割引キャッシュ・フロー法がより優れた方法であると認識しています。

この会計処理方法への変更の結果、エンターテイメント分野に属する映画部門の営業権 265,167百万円(2,979,404千米ドル)を一時償却しました。この新しい会計処理方法はその他の買収企業に対する投資の評価方法にも適用されますが、それらの投資の簿価は、耐用期間にわたりそれぞれの営業から得られる将来のキャッシュ・フローにより回収可能であることが確認されましたので、映画部門以外での一時償却は発生していません。

1989年11月の買収以来、映画部門の事業成長は当社の期待を下回り、営業原価や費用の水準は予想を上回っており、必要な資本支出額は予測より多額でした。1994年3月31日に終了した年度の業績の低下のため事業全般の見直しが行われました。当事業年度における第2四半期までの業績は前年度と類似しており、映画部門のトップマネジメントの交代もあって、当社は許容水準の利益率を達成するには、追加の資金投入が必要であると考えるにいたりました。当社は当事業年度の第2四半期において、投資水準および追加の資金投入の必要性に照らし、割引キャッシュ・フロー法は資本コストの影響を考慮に入れため、買収企業への投資の回収可能性を測定するのにより優れた方法であると判断しました。当社は、当社の予測にもとづき、映画部門の将来の業績を割り引いた額では第2四半期末現在の投資簿価を回収することはできないと判断しました。

業績の予測に当り、当社は過去の実績値、中期計画、長期の経済見通しを考慮しました。また、当事業年度の第2四半期現在のマーケットの状況や予見できる範囲で既存の業界の成長の可能性を考慮しました。当社は予測期間を通して、映画部門に必要な資金投入を行いうると認識していますが、既存の事業以外に追加投資を行うかどうかについては決定していません。

営業キャッシュ・フローは、マーケットシェアの回復や費用削減による大幅な業績の改善を織り込んだ当事業年度の第2四半期現在の計画にもとづいています。長期の予測は、当事業年度の第2四半期現在の低水準のインフレが継続し、業界は経済全体より少し高い率で成長するものとの想定によっています。予測期間の終了時における残存価値は、最終年度の業績に適当と思われる乗数値を掛け合わせて計算したものです。

当社は、当事業年度の第2四半期現在の財務数値の傾向とマーケットの状況のもとでは、計算に用いられた将来の業績の予測値は、当社の将来の経営成績の最良の見積りで

あったと認識しています。

割引純現在価値を算定するために、当社は映画部門への配分された資本金を含めて業界統計に示されている業績に対応したリスクを反映した資本コストの加重平均率を考慮した割引率9% を使用しました。

全予測期間中に、当事業年度の第2四半期に計画されていた投資プログラムを遂行するためには必要な多額な追加投資を含めて、当社は総額で 4,186,374百万円(46,813,191米ドル) の営業キャッシュ・フローが得られるものと予測しました。この予測によれば、1994年9月30日現在の映画部門の累積営業キャッシュ・フローの割引純現在価値(309,005百万円(3,471,966千米ドル)) は、投資の主要な部分を回収するのに不足していました。

この不足額を一時償却した結果、1994年9月30日現在の映画部門の営業権の残高は85,197百万円(957,270千米ドル)となりました。

なお、当事業年度の期首から期末までの営業権の増減は、以下のとおりです。

1994年3月31日残高	424,482 百万円	4,769,460 千米ドル
営業権の普通償却	(8,037)	(90,303)
営業権の一時償却	(265,167)	(2,979,404)
外貨換算調整額等	(29,895)	(335,899)
1995年3月31日残高	121,383	1,363,854

資料：ソニーの年次報告書(1995年3月期), p.42

## シーグラムの事業概要

シーグラムは、スピリッツ、ワイン、フルーツ・ジュース等の生産・販売を行っているカナダ籍の多国籍企業であり、子会社や合弁会社を世界41カ国に有して事業を展開していた。このほか、シーグラムは、デュポンの株式を24.1% 所有することによって、石油・化学事業にも間接的に関係していた。また、タイム・ワーナーの株式を14.9% 所有して、エンターテイメント事業にも関係していた。

シーグラムの飲料事業は、スピリッツとワインのグループと飲料グループによって構成されていた。スピリッツ・ワイン・グループでは 225種類のブランドのスピリッツを扱っており、クラウン・ローヤル、シバス・リーガル、ローヤル・サルート、マーテル・コニャック等のブランドが含まれていた。また、210種類のワイン、シャンパン、シェリー等を扱っていた。飲料グループでは、1988年以降に買収したトロピカーナ、ドール等のジュース等を扱っていた。また、ミキサーとしてはジンジャー・エール、クラブ・ソーダ等も販売していた。

一方、シーグラムは、飲料事業以外への多角化を模索していた。1981年には石油会社のコノコを買収しようとした。しかし、その時にはデュポンがコノコを買収してしまった。このため、シーグラムはそれまでに所有していたコノコの株式とデュポンの株式とを交換することによって、デュポンの株式を24.2% 所有して、デュポンの最大の株主となつた。1990年代になって、デュポンの好業績は、シーグラムの連結利益に貢献するとともに、多額の受取配当金をシーグラムにもたらしていた。しかし、シーグラムとしては、事業面でデュポンの経営に積極的に参加できる状態ではなく、あたかもミューチュアル・ファンドへの投資のように受け身であった。

最近は、先進諸国では、消費者の健康志向が高まっており、アルコール飲料に対する需要は伸び悩んでいた。このため、国際的な競争相手であるギネスやグランド・メトロポリタン等での利益は減少していた。このような環境のなかで、シーグラムは、主体的な多角化事業を進める分野として、エンターテイメント事業に参入することにした。投資対象の的を絞った結果、シーグラムは、エンターテイメント・メディア事業を行っているタイム・ワーナーの株式を1993年から買い始めた。そして、その後も株式を買い増して、1994年には14% 強を所有していた。しかし、タイム・ワーナーは、シーグラムによるTOBを防ぐために毒薬条項を導入した。このため、シーグラムはタイム・ワーナーの株式を15% 以上へ買い増すことが難しくなっていた。

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)

売上高およびその他収入
売上原価
総利益
販売・一般管理費
営業利益
受取配当金
支払利息
税金および非送金デュポン利益差引前利益
納税引当金
- 当期
- 1981年の取引
非送金デュポン利益差引前利益
非送金デュポン利益（損失）の持分
純利益
アメリカでの会計基準による会計変更の累積効果
アメリカでの会計基準による純利益（損失）

1992年	1993年	1994年	1995年
6,345	6,101	6,038	6,399
3,742	3,535	3,451	3,654
2,603	2,566	2,587	2,745
1,843	1,804	1,833	2,020
760	762	754	725
276	286	295	318
1,036	1,048	1,049	1,043
334	326	339	396
702	722	710	647
189	176	171	124
-	-	-	65
513	546	539	458
134	-72	-160	353
647	474	379	811
-	-1,374	-	-75
727	-900	379	736

(注1)  
事業キャッシュフロー及び受取配当金  
うち、デュポンからの受取配当金

787	563	710	736
(276)	(286)	(289)	(299)

減価償却費
取得した資産の公正価格を上回る超過コストの償却費
減価・減耗償却費合計
減価・減耗償却費
スピリッツ及びワイン
トロピカーナ
合計
資本支出
スピリッツ及びワイン
トロピカーナ
本社
合計

109	122	125	138
41	42	41	46
150	164	166	184
95	99	99	105
52	63	64	75
147	162	163	180

-123	-117	-117	-127
-87	-25	-45	-40
-5	-26	-1	-5
-215	-168	-163	-172

(注2)  
タイムワーナー普通株式の購入  
1981年の取引によるデュポン株式への投資の増加

-	-	-1,695	-474
-	-	-	-162

(注3)  
1株当たり利益  
非送金デュポン利益差引前利益（ドル）  
非送金デュポン利益（損失）の持分（ドル）  
合計  
アメリカでの会計基準による会計変更の累積効果（ドル）  
アメリカでの会計基準による純利益（損失）（ドル）  
1株当たり配当金（ドル）

1.78	1.45	1.45	1.23
0.14	-0.19	-0.43	0.95
1.92	1.26	1.02	2.18
-	-3.64	-	-0.20
1.92	-2.38	1.02	1.98
0.50	0.55	0.56	0.58

シーグラムの貸借対照表  
(1月31日現在)  
(百万ドル)

	1992年	1993年	1994年	1995年
現金および短期投資	266	116	131	157
売掛債権	1,250	1,135	1,170	1,328
棚卸資産	2,676	2,447	2,350	2,519
前払費用	135	138	143	172
流動資産	4,327	3,836	3,794	4,176
デュポンの普通株式、持分価値	4,566	3,315	3,154	3,670
タイム・ワーナーの普通株式、市場価格 (1995年1月31日現在のコスト:2,170百万ドル)		-	1,769	2,043
土地、建物、機器等、純額	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	1,511	1,520	1,547
雑資産	243	227	261	253
資産合計	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	568	851	1,844	2,475
買掛債務	1,116	1,023	1,011	1,423
所得税等	212	129	141	193
流動負債	1,896	2,003	2,996	4,091
長期利付負債	3,013	2,559	3,053	2,847
繰延所得税	484	612	668	515
無額面株式	583	595	617	638
累積通貨換算調整額	-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	5,987	4,704	4,817	5,315
株主資本	6,483	4,930	5,001	5,509
発行済株式総数(年末)(百万株)	379.5	373.7	372.5	372.5

付属資料 9  
シーグラムの事業別財務数値  
(百万ドル)

	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年
スピリットおよびワイン					
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、クーラー及びミキサー					
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・ペヴァリッジ		(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
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

\* 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 10  
シーグラムの地域別財務数値  
(百万ドル)

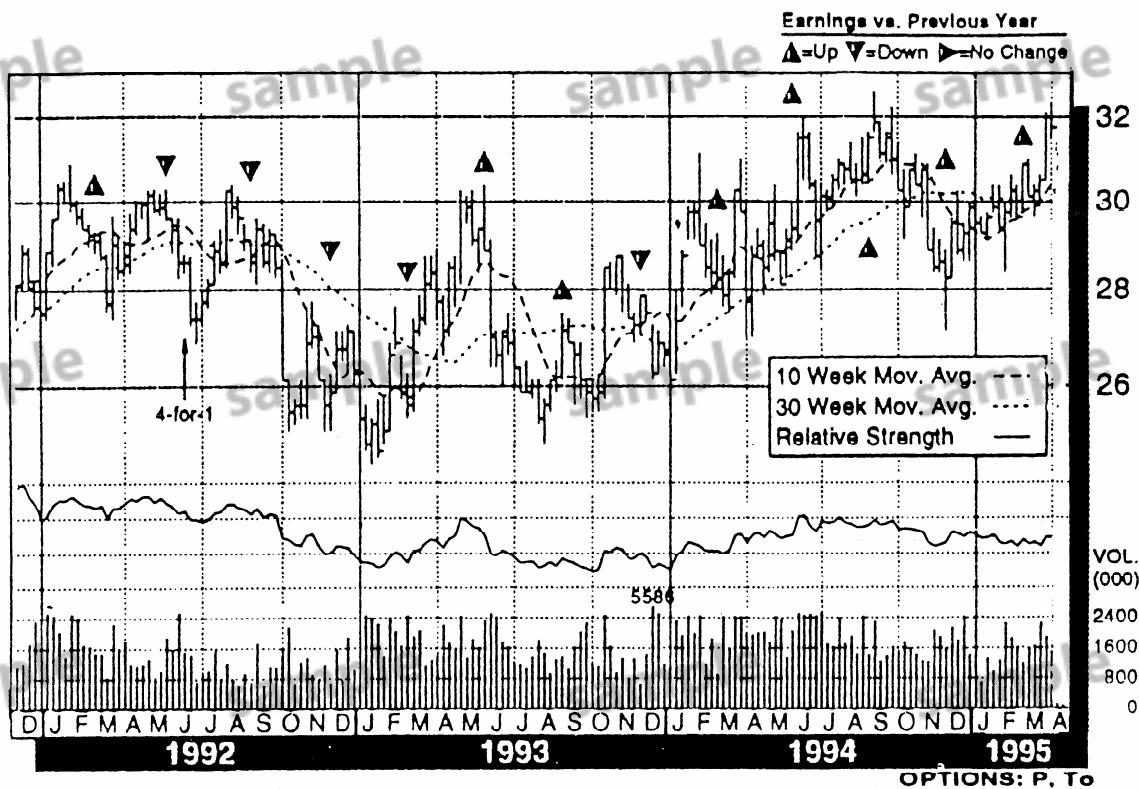
		1991年	1992年	1993年	1994年	1995年
アメリカ合衆国						
売上高及びその他収入	第三者	2,779	2,876	2,549	2,575	2,818
	会社内	17	43	71	91	112
営業利益		67	80	99	108	160
総資産		2,550	2,688	2,403	2,452	2,494
ヨーロッパ						
売上高及びその他収入	第三者	2,312	2,391	2,410	2,188	2,254
	会社内	288	341	356	334	400
営業利益		418	447	425	411	365
総資産		3,565	3,748	3,462	3,372	3,743
アジア・パシフィック及びラテンアメリカ						
売上高及びその他収入	第三者	851	916	972	1,129	1,190
	会社内	23	26	24	25	30
営業利益		106	98	106	83	58
総資産		548	586	664	714	771
カナダ						
売上高及びその他収入	第三者	185	162	170	146	137
	会社内	199	207	207	220	207
営業利益		177	135	132	152	142
総資産		310	288	260	257	238

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)

	予測	
	1996年	1997年
売上高		
スピリット及びワイン	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		
スピリット及びワイン	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		
スピリット及びワイン	105	105
トロピカーナ	75	75
合計	180	180
資本支出		
スピリット及びワイン	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：CF First Boston, *The Seagram Company Co., Ltd.* - Company Report (March 29, 1995)

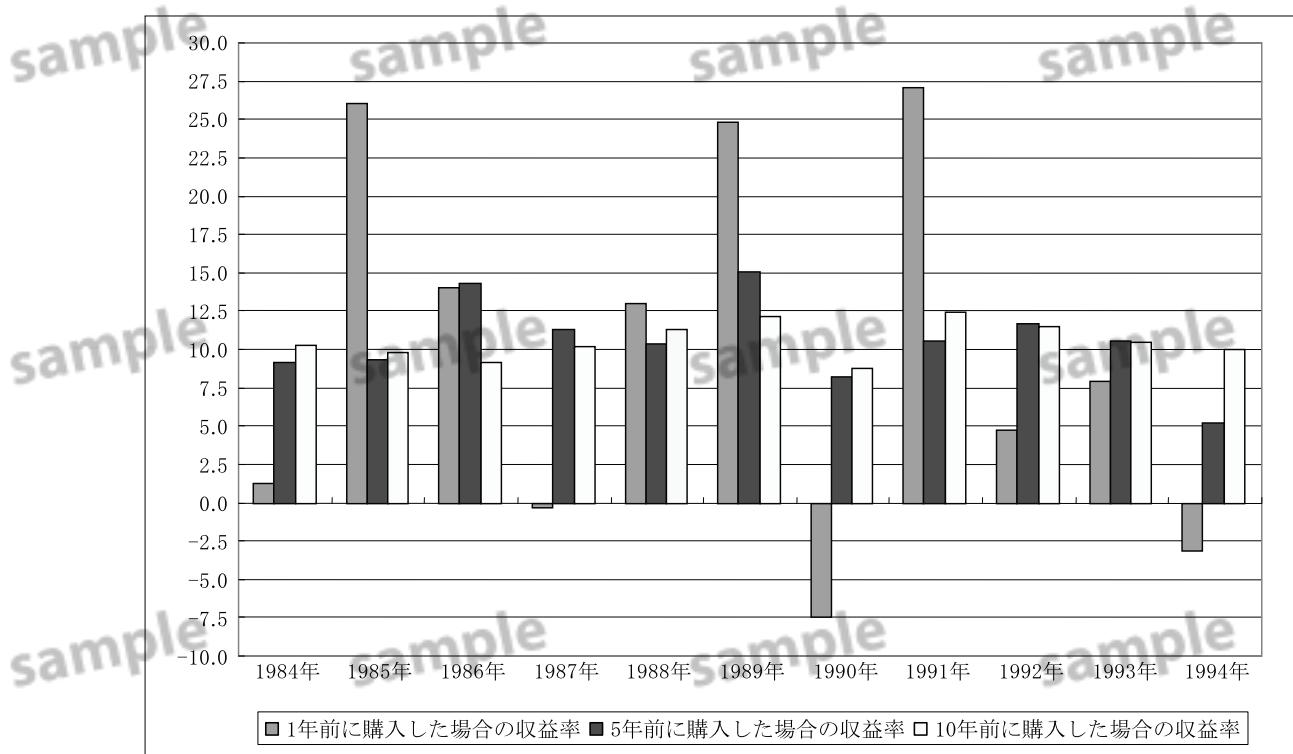
## シーグラムの株価



1995年初め現在のシーグラムの $\beta$ 値 = 0.95

## 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

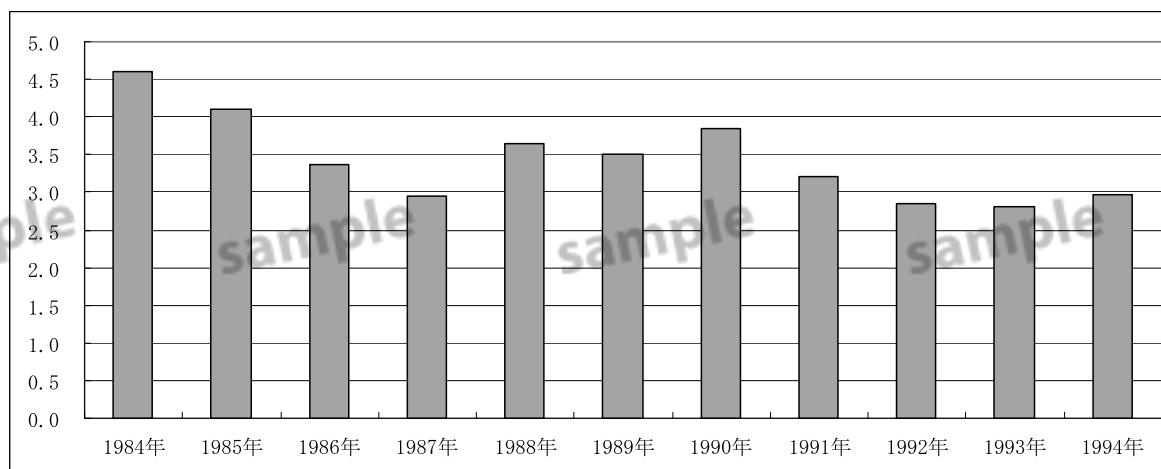
## A. 株価指数の変化率（複利）（%）



注：指標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), p.71

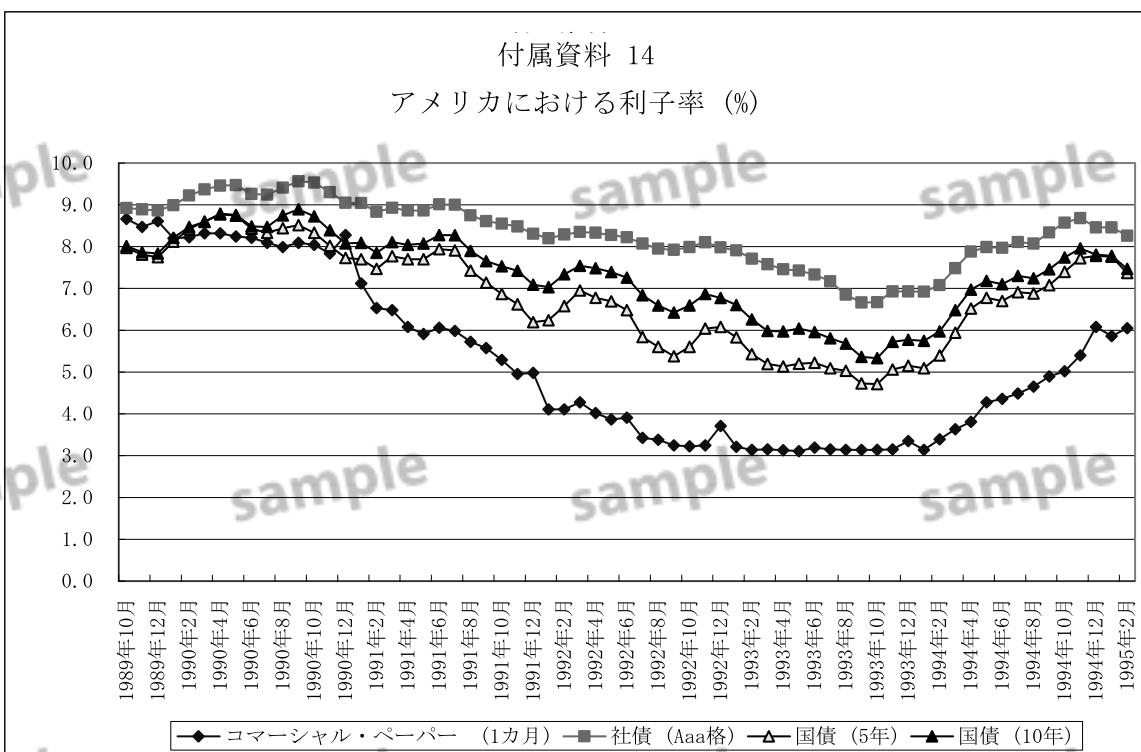
## B. 配当利回り（%）



資料：New York Stock Exchange Inc., *Fact Book* (April 1995), p.73

付属資料 14

アメリカにおける利子率 (%)



付属資料 15

アメリカの主要経済指標  
(年平均、%)

	実績			見込み			見通し			
	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
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。

**不許複製**

慶應義塾大学ビジネス・スクール

(F) 2008年5月・RP150