



## 慶應義塾大学ビジネス・スクール

# クローガー株式会社－1988年

1988年秋、アメリカ最大手のグローサリーであるクローガー株式会社は、複数の会社から望んでもいなかった企業買収の打診を受けた。クローガーの経営陣は、この敵対的な企業買収の攻勢に対して、徹底的に抵抗するとともに、ドラスティックなリストラクチャリング策を実行した。

### 会社の概要

クローガー (The Kroger Co.) は、1883年に、ドイツ系移民の子孫である Barnery Krogerによって、オハイオ州シンシナティ市に創立された会社である。シンシナティ市は、アメリカ中西部のオハイオ州の南西端、ケンタッキー州との境を接する所に位置している都市である。クローガーは、本社をシンシナティ市においていたが、1988年当時の推定売上高 191億ドルで、アメリカでNo.2の食品小売会社に成長していた。

また、1988年末現在で、全米にまたがる32州に、1,310店の食料品店舗を展開し、15州にわたってコンビニエンス・ストア 958店を展開していた。また、オハイオ州、カリフォルニア州、ワシントン州およびアラスカ州にはメンバー制の倉庫クラブ13カ所を有し、食料品加工施設を43カ所に有していた。さらに、170,000人の従業員を擁していた。

クローガーは、規模の大きさだけでなく、これまで、思い切った経営をすることで知られてきた。時代に先駆けて、新しいタイプの店舗を展開し、マーチャンダイジング面や価格面でのリーダーシップをとるとともに、規模の経済の発揮できない市場からの思い切った撤退などを行ってきた。特にその経営陣の指導力とコンビネーション・ストア方式の成功などで高い評価を受けていた。会長兼CEOのLyle Everingham (エヴァリンガム) は、マーチャンダイジング面の決定力で優れており、社長兼COOのJoseph Pichler (ピクラー) は財務面に強いと言われていた。特に、Everinghamは「本当の商人」であるとの評価を受けていた。彼の哲学は、消費者が何を欲しているのかについては消費者を信用し、良質で幅広い商品を選択して提供することによって、消費者のニーズを満たし、市場の要

このケースは、慶應義塾大学経営管理研究科の教授鈴木貞彦が、同研究科のクラス討議の資料として、公表資料に基づいて作成したものである。このケースを作成するにあたって、Mr. Tatsutoshi Inoueから、有益な助言および資料の収集面での支援を受けたことを感謝したい。

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。(1994年10月作成)。

望に応えることであった。コンビネーション・ストアの考えかたも、そのような哲学から出てきていると言われていた。

しかし、一方では、クローガーに対する批判的な見方もあった。例えば、The Economist 誌は、次のように指摘していた。<sup>1</sup> 「批判的な人々は、クローガーは需要の変化への対応が遅いと述べている。アメリカにおいては、ナショナル・ブランドのメーカーによる攻撃的な価格戦略によって、プライベート・ブランドの人気の落ちてきている。そのような状況のなかで、クローガーは、自社のブランドにあまりに頼りすぎているとみられている。」

さらに、クローガーは数多くの州にまたがって店舗を展開していたことから、地域スーパーとの競争に苦戦していると見られていた。いくつかの地域では、マーケットシェアが横這いまたは減少していた。財務的な数字も、冴えないものになっていた。1株当たり利益は、1982年に2.32ドルを記録して以来、その水準を回復できず、1987年には2.15ドルにとどまっていた。資産利益率にしても、1982年に5.6%を記録した後は、その水準を回復出来ず、1987年には3.9%にとどまっていた。これらの数字は、クローガーの過去20年間の平均に比べても見劣りするものであった。勿論、これらの数字は、クローガーが最近押し進めている積極的な店舗展開のために割り引いて考える必要があった。

#### TOB の脅威とリストラクチャリングの開始

しかし、Safeway を初めとする食品小売業界における企業買収やリストラクチャリングの拡大に伴って、クローガーについても、過去2年間、テークオーバーの噂が絶えず、クローガーの経営陣にとっては、長期的目標だけでなく、目先の脅威にも最大の関心を払わざるをえなくなった。

そこで、クローガーは、1986年から、リストラクチャリングを開始した。例えば、HookやSuperRxなどのドラッグ・ストア875店、採算の悪いスーパー125店、採算の悪い製造施設3カ所の売却に踏み切った。そして、HookおよびSuperRxの売却によって得た資金を用いて、負債の返済および10百万株（発行済株式の約6.5%）の自社株の買い戻しを行った。同時に、地域スーパーとの競争に対応して、地域事業部レベルのマネジャーの権限を高めた。さらに、早期退職制度を使ってシンシナティ本社のスタッフを1,000人から750人にまで削減した。

しかし、このような対策にも係わらず、クローガーはいくつかの買収対象となりやすい特徴をもっていた。クローガーの場合、自社所有の不動産は少なかったものの、その不動産の時価は簿価をはるかに上回っていた。さらに、リースを多く利用していたが、その

---

<sup>1</sup>“American grocers : Biting the hand that feeds.” The Economist (October 1, 1988), p. 77

リースは20年とか30年の契約であり、その価値は大きいと見られていた。<sup>1</sup> しかし、Gregory Stricharchukは、次のような点を重視していた。<sup>2</sup>

- (1) クローガーの場合、全国的にみても、良い立地に店舗をもっており、通常、その市場でのシェアが高いことは、買収側にとって魅力であった。すなわち、クローガーを買収した後に、それら店舗を売却して資金を入手するのに有利であった。 5
- (2) しかも、クローガーの場合、8州にまたがって、935店のコンビニエント・ストアを営業していたが、これも、一括して売却できる可能性が高かった。さらに、
- (3) クローガーの利益は近年あまり冴えなかったが、キャッシュ・フローは非常に大きかったことも買収魅力を高めていた。すなわち、利益が冴えないことで株価も冴えず、買収の標的になりやすかった。利益が冴えない理由の一つとしては、人件費が高かったことを指摘していた。すなわち、クローガーの店舗では組合が組織化されており、非組合組織の店舗と比べて、賃金は高く、労働慣行も融通性が少なかった。したがって、買収をかける側としては、資産売却や効率性の向上に加えて、人件費を削減することによる利益増加を見込み易いと見られていた。 10

このほか、他のアナリスト達は、クローガーが買収対象になりやすかった理由として、15 次のような点も付け加えていた。<sup>3</sup>

- (1) クローガーは、過去5年間にわたって、コンビネーション・ストアという巨大店舗（ファーマーシィとスーパーマーケットの両方が入っている店舗）の営業においては、大部分の競争相手を凌いでいた。特に、サンベルトのような成長地域において、競争に勝っていた。 20
- (2) クローガーは、業界のバイオニアであり、伝統的な利益率の低い食品から、利益率の高い商品（調理済食品、切り花、書籍、小型家電製品、ビデオカセット、高級化粧品にいたる幅広い商品）へと拡張していた。このほか、クローガーは魚類の主要ディストリビューターであり、アメリカの内陸部での市場を事実上築きあげていた。 25
- (3) クローガーは、「隠れた資産」を、ディストリビューション・システム、酪農場、ベーカーリー、倉庫および製造工場（4,000品目も大量生産可能）という形で所有していた。

これらの要因に加えて、経営陣の持株比率は少なく2%未満であり、従業員プラン関係の持株比率も6%程度にとどまっていた。このことは、クローガーの買収対象可能性をさ 30

---

<sup>1</sup> 前掲の〔The Economist (October 1, 1988), p.77〕も同様に、クローガーが意欲的な資本支出のプログラムを進めていたことが、クローガーを一層買収にかかりやすくしていた、と示唆していた。すなわち、その全店舗の85%が過去5年以内に新設または改装された店舗である、と指摘していた。

<sup>2</sup> Gregory Stricharchuk, "Kroger Rejects Offers, Intends To Restructure," The Wall Street Journal (September 26, 1988), p.4

<sup>3</sup> Stricharchuk, Gregory, "Kroger Rejects Offers, Intends To Restructure," The Wall Street Journal (September 26, 1988), p.4

らに高めていた。このため、クローガーの経営陣も買収をかけられる危険を感じて、買収対応策をさらに進めようとしていた。

#### 新たなリストラクチャリング案の検討

このような状況に加えて、1987年10月には、いわゆる「ブラック・マンディ」のなかで、小売業の株価も大幅に下落した。この影響を受けて、1988年1月には、シンシナティ市に本社をおく Federated Department Stores, Inc. (FDS) が、カナダのキャンポーに TOB をかけられ、その後、キャンポーとメーシーズとの間で TOB 合戦が展開された。しかし、結局4月には、FDS はキャンポーに買収されてしまった。さらに、3月22日には、スーパー業界でも、American Stores が Lucky Stores に買収を申し入れたことが明らかになった。

このため、クローガーとしても、買収への対抗策を進めることにした。そして、3月24日には、クローガーは、従業員にあてた手紙において、テークオーバーをかけられた場合には、買収から非組合員を守るためのプランを作ったことを発表した。新しい従業員保護プランによると、会社の所有権が移動して、その結果、従業員が解雇される場合でも、現金報酬および各種便益の継続が保証されることになっていた。この手紙はクローガー便益プランによってカバーされている約11千人の管理職や事務系従業員が対象になっていた。通常、テークオーバーがあっても、現場の人達は影響を受けず、特に大きな影響を受けるのは管理職と事務系従業員であった。<sup>1</sup>

この時期に、このようなプランを作ったことについて、クローガー側では、近年の食品小売業における買収の増加を指摘していた。前述の手紙において、1980年以来、アメリカの10大食品小売会社のうち6社までが、その所有者を変えていることを指摘していた。（「クローガー株式会社-1988年、参考資料」第1表 参照）一方、3月には、クローガーの株価は、所有権の移動についての投機からも8ドル近く上昇していた。

また、株主総会でも、買収対象の可能性についての質問がでていた。例えば、クローガーの不動産が買収対象として魅力を高めているのではないかという質問もでていた。これに対して、Everinghamは、クローガーの自社所有店舗は総店舗数の10%程度であり、大部分がリースであると答えていた。そして、Everingham は、「どんな会社であって、株式を公開している以上、買収をかけられる可能性は残っている」と述べるとともに、「私達が行っているビジネス・プランが最強の防衛になる」と力説していた。そして、「私達は、顧客に対して、日々、出来る限りの幅広いサービスを提供する戦略をとっている。それによって、我々は、現在の会社の価値だけでなく、長期的な見通しも高めていると信ずる」と答えていた。また、短期と長期の両方のアプローチが必要なのは、投資家が今すぐに高いリターンを求めるとともに、将来の上昇についての約束も同時に求める環境にあるからであることを示唆していた。

---

<sup>1</sup>その後、シンシナティ市に本社をおく Federated Department Stores Inc. と Lazarus Department が、キャンポーによって、敵対的に買収された時にも、シンシナティ市では、多くの管理職と事務系従業員が解雇されていた。

また、株主総会では、最近株価が上昇しているのは、クローガーが他社を買収することを考えているためなのか、という質問もでていたが、これに対して、Everinghamは、競争企業の売却があるのであれば、会社として、それを検討する「忠実な義務」があると述べるにとどめていた。

このほか、Everinghamは、会社が10百万株の株式買い戻しプログラムを完了したことを明らかにした。株式の買い戻し価格は平均して31ドルであった。また、会社が1987年に広告に128百万ドル（1986年から2%増加）支出したことも明らかにした。

このような状況で、クローガーの財務担当者は、同じシンシナティ市にあるFederated Department Stores Inc.を訪問して、2カ月以上にわたるキャンポーとメーシーによるTOB合戦の圧迫を経験した人々の話を聞く機会を得た。この訪問のあと、クローガーの財務部門では、会社の経営を利益の観点から進めるアプローチから、EBITD（利息・税金および減価償却費を差し引く前の利益：営業からのキャッシュ・フロー）を重視するアプローチが必要であることを痛感した。このため、早速、EBITD重視の観点に立って、クローガーの経営を抜本的に見直すことにした。そして、会計士や弁護士のほか、Goldman Sachsのアドバイスを取り入れながら、作業を進めた。

一方、4月には、クローガーは、4年間の店舗支出予算を20%削減する計画を発表した。これによって、短期的な株価の改善を期待していた。7月には、クローガーは、赤字をだしていたFlorida Choice & Drug事業部の43カ所とリカー・ストアの39所を売りに出すことを決定した。これらの事業は500百万ドルの売上高をあげていたが、黒字にもっていくためには、多額の投資が必要になると予想していた。そして、これら事業の売却資金を、他事業に投資するほか、自社株式の買い戻しに充当することを予定していた。

7月、クローガーはHafts（後述参照）の動きを知った。そして、クローガーは、8月11日、Haftsが連邦政府に株式取得について申請を提出したことを知った段階から、これまで徐々に行っていたリストラクチャリングではなく、本格的なリストラクチャリング案の策定に入った。

8月中旬、クローガーの株式は、テークオーバーの噂でさらに賑わった。株式市場では、Odyssey Partnersという投資会社がクローガー買収を狙っているのではないかと噂がでていた。Odysseyは過去に食品小売企業を買収した経験をもっていた。1983年にBig Bear Inc. (Columbus, Ohio)の58.5%を所有し、その後徐々に持株を処分して、1988年の5月に最後の10%を売却していた。さらに、Odysseyは、1987年11月に、Eagle Food Centers (Milan, Illinois)というIllinois, IowaおよびIndianaに105店舗を持っているスーパーを買収していた。さらに、Arizonaに76店舗を所有しているABC Markets Inc.にも関係していた。しかし、8月17日（金曜）に、Odyssey側はクローガーの買収についての噂を否定した。Provident National Bank (Philadelphia)のアナリストであるLinda Morrisは「我々は今非常に退屈な状況の市場にあり、Odysseyがクローガーに関心をもっているという話も、この退屈な状況を破るために流されている」と述べていた。

#### Hafts familyによる買収提案

ところで、クローガーでは、Haftsが何らかの行動に出てくることを予想して、レイ

バー・ディ前後に、具体的な対策を協議することになった。

9月9日（金曜）、連邦取引委員会は、Hafts がHart-Scott-Rodino 買収前報告法に基づいて申請していたクローガー株式の購入は、独占禁止法に抵触しないことを発表した。過去5カ月にわたって、時々、Hafts がクローガーの株式の購入に関心をもっていることが噂として流されていたが、この発表によって、Hafts がクローガーに関心をもっていることが公式に明らかにされるとともに、少なくとも15百万ドル相当のクローガー株式を購入することが認められた。

Hafts familyは、Herbert H. Haft(推定67才)とその子息のRobert Haft(推定35才)が中心となって、1960年にLandover Maryland に設立したDart Group Corp を通じてオペレーションを行っていた。Herbert は、Dartの会長兼CEO、Robertは社長兼COO であった。Herbert の妻Gloriaは、ヘアドレッサーであるとともに、Dartの副社長兼取締役、Herbert の娘Linda も副社長に就任していた。Hafts familyは、合計して、Dartを支配する株式を所有していた。従業員数は4,000人、株主数は550人であった。1988年1月31日に終わる年度の売上高は406.8百万ドルであった。過去には、Safeway, Supermarkets General や Stop & Shopを買収しようとしたが、KKR（後述参照）のレバレッジ・バイアウトにあって失敗していた。しかし、その過程で、巨額の利益を得ていた。現在、DartはTrak Auto 245店とCrown Book 204店を経営しており、いずれも大幅なディスカウントを武器にした店舗であった。1988年春には、ワシントンDCにある小規模の食品小売企業Jumbo Food Store Inc. を買収した。その後50%を所有し、そのShopper's Food Warehouse 18店を売却せずにグローサリーの経営を学んでいるふしがあるとされていた。このため、今回のクローガー買収にあたっては、食品小売事業の運営に真剣になっているという見方もあった。

しかし、Hafts 側はなんらの行動をとってこなかった。しかし、クローガー側では、取締役会を繰り上げて開催して、対応を協議した。この結果、9月13日（火曜）、クローガーは、取締役会が会社のリストラクチャリングを積極的に進めていくことを発表した。そのリストラクチャリングの一環として、全ての普通株式に1株約40ドルの現金配当および完全希薄化ベースで約8ドルの取引価値のある劣後条件付利息積立方式の20年満期社債を特別配当として支払うことになるであろうとの見通しを発表した。ただ、これを実行するにあたっては、配当の支払いのために、全ての必要な資金調達も含めて、幾つかの条件を満たすことが前提となると予想された。

このプランの主要な点は、クローガーが公開会社であり続けることであり、株主がクローガーの利益に対する持ち分権を持てるようにすることであった。Everinghamは、次のように述べていた。<sup>1</sup> 「現在の金融および株式市場の環境のなかで、株主、従業員、顧客およびその他関係者の利益を守るための戦略を検討した結果、クローガーの取締役会は、経営陣およびクローガーの投資銀行であるGoldman Sachs との共同作業で、実現性の高いリストラクチャリング案を採択した。我々としては、このリストラクチャリング案が、株主に対して、大幅な価値を直ちにもたらすと同時に、一方では、（将来の株式価値を増加

<sup>1</sup> Kroger News (September 13, 1988)

できる能力をもつ) クローガーに対する継続的な持ち分権を維持するための効果的な方法であると信じている。クローガーが独立会社として存続することによって、我々の従業員、顧客および我々の営業している地域のコミュニティの利益も守ることができると思っている。」

Everinghamはさらに付け加えて、「我々は、多額の必要資金を、商業銀行のシンジケートによる借入金および劣後条件証券の私募形式発行の形で調達出来ると期待している。Goldman Sachs は、クローガーに対して、劣後条件負債に関して、“highly confident” レターを発行する意向である旨を伝えてきている。そして、この多額の負債は、営業からのキャッシュ・フロー、および、核事業以外の収益性の低い資産の処分、資本支出の大幅な削減および費用の削減によって返済することになる。全体的には、我々はキャッシュ・フローに重点をおいて、資産を運営していく努力をする」と述べていた。

さらに、「このような検討をしたのは、ある意味では、スーパーマーケット会社を巡るテークオーバーやリストラクチャリングが増えていることに刺激されたものである。我々としても、American Partnership社が、Herbert H. Haft のコントロール下にあるパートナーシップであり、Hart-Scott-Rodino 独占禁止法1976年修正法のもとに、15百万ドルまたはそれ以上の普通株式を購入する許可を得たと理解している。私が強調しておきたいのは、我々は分析中であり、変更もありうるということである。したがって、特別配当を宣言することになるのか、または、支払うということになると、どの程度の配当の金額にするのか、また、資本構成の大幅変更、リストラクチャリングまたは特別な法人取引が実行されるかどうか、についての保証を与えることは出来ない」とも述べていた。

クローガーは、このリストラクチャリング案にもとづく支払いとして、現金配当に31億ドル以上(40ドル x 78.6株)、社債に約650百万ドルの資金が必要になり、合計38億ドルに達すると予想していた。

クローガーは、もしそのリストラクチャリング案が承認される場合には、特別クラスの株式250百万ドルを償還する旨を発表した。これは、オークション形式で発行した優先株式であり、1987年第2四半期および1988年第1四半期にそれぞれ125百万ドルずつ発行したものであった。このオークション形式では、62.5百万ドルが49日ごとにオークションにかけられた。利率は、オークションによって決まることになっており、9月13日に行ったオークションでは、利率は、クローガーが通常支払っている水準よりも2%も高くなっていた。

このクローガーのリストラクチャリング案について、アナリストLinda Morrisは、「スーパー業界は、非常に競争激化の時代に入っており、新規参入や新型の食品小売企業が増えている」と指摘して、このような時に、店舗成長のための支出を抑えることは、クローガーにとって非常に不利であると見ていた。<sup>1</sup> 他のアナリスト達も、クローガーの「イノベーター」としてのイメージが崩れる可能性も指摘していた。

9月15日(木曜)、クローガーの株主3人が、会社側の38億ドルのリストラクチャリング案を阻止するために訴えを起こした。訴状によると、クローガーの役員達が、株主の利

---

<sup>1</sup> Patricia Gallagher, “Kroger restructures, again.” The Cincinnati Enquirer (September 19, 1988), p.2

益ではなく、自分達の利益を守るために、このリストラクチャリング案を提案している、と訴えていた。つまり、役員達の金銭上の利益とその地位を守るために、第三者からのテ  
ンダー・オファーによって、株主価値が高まる可能性を挫こうとしている、と批判して  
いた。

9月16日(金)、クローガーは、株主の質問に答えて、取締役会が9月末までに、こ  
5 のリストラクチャリング案を審議することになるであろうと説明した。さらに、取締役会  
がこのリストラクチャリング案を承認すれば、今後の状況の進展いかに依存するものの、  
11月中旬までに現金配当を支払えるようになるであろうと付け加えた。しかし、社債の形  
式での配当については、その期日を明らかにしなかった。

9月19日(月曜)、クローガーは、Dart Groupの会長であるHerbert Haft から、書  
10 簡を受け取ったことを明らかにした。その一部は次のようになっていた。<sup>1</sup>

「貴殿は、貴取締役会がクローガーのリストラクチャリング案を検討していることを  
発表されました。私どもの投資銀行と相談した結果、Dart Corporationとクローガーとの  
合併案が、貴殿が発表したリストラクチャリング案よりも、クローガーの株主にとって、  
遥かに高い価値を生み出すことが出来ると信じています。」「Dart Groupの純資産、現金  
15 および成長志向の事業を加えることによって、両社の事業の合併は、クローガーの株主に  
対して1株当たり約43ドル、および、1株約12ドルの市場価値のある証券を与えることができ  
ます。全ての条件は、価格も含めて、交渉の余地は残っており、我々は、Dart Groupの株  
主およびクローガーの株主にとって、合併会社の株主持ち分の割合について適切な値を共  
20 に決定出来ると思っております。」

この提案に対して、アナリストの一人であるCyrus J. Lawrence Inc. (New York) の  
Robert Raiffは、クローガーのリストラクチャリング案は53ドルとしか評価できないので、  
55ドルのHafts案のほうが、より大きな価値を株主に与えるとしていた。また、Linda  
Morrisは、クローガーのリストラクチャリング案を54ドルから55ドルと評価しており、クロー  
25 ガーはこれを大幅に高めることはできないであろうと見ていた。これ以上負債を増やすと、  
クローガーの負債比率はさらに高まってしまっているようになっていた。したがって、クロー  
ガーとしてはさらに高い買収価格が提示された場合、それに対抗できず、ホワイト・ナイ  
トの支援を必要とするようになるかもしれないと予想していた。<sup>2</sup>

一方、Josephthal & Co. Inc. (New York)のアナリストであるPincusは、Haftsがク  
30 ローガーのリストラクチャリング案発表後4日も経ってから、買収提案を出してきたこと  
に、その真剣さを疑っていた。別のアナリストは、Haftsはクローガーに、そのリストラ  
クチャリング案を、さらに数ドルを増額させることを狙っているのではないかと見ていた。

また、Rotan Mosle Inc. (Houston)のGary N. Giblenも、Haftsはクローガーの株価  
を引き上げさせることを狙っているのではないかと同様の見方をしていた。しかし、一  
方で、ワシントンの食品小売チェーンを運営していることから、Haftsが、真剣にクロー  
35 ガーを買収することを狙っている可能性も否定できないとしていた。ただ、その場合でも、

<sup>1</sup> Kroger News (September 19, 1988)

<sup>2</sup> Bryan Burrough, "Kroger Gets Haft Family Proposal, With Indicated \$4.36 Billion Value." The Wall Street Journal (September 20, 1988)



Giblenは、クローガーのリストラクチャリング案のほうが、Hafts 案より、株主にとって有利であるとみていた。すなわち、株主はstub株式（切り株、すなわち、クローガーがリストラクチャリングの金融のために資産売却を終了した後に、クローガーの手元に残る価値に対する持ち分であり、それは市場で取引されることになる：その価値をアナリスト達は5ドルから10ドルと予想）を所有しており、それを加えると、リストラクチャリング案は、53ドルから58ドルになるはずであるとのことであった。しかし、Giblenは、債券の取引価格を7ドルと評価していたものの、stub株式の価値を15ドルから20ドルと予想しており、これを加えた場合の価値は62ドルから67ドルになると評価していた。したがって、リストラクチャリング案のほうがHafts 案よりも株主にとって最終的に有利であるとみていた。<sup>1</sup>

Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. からの買収提案

9月20日、クローガーは、Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (KKR) から、買収提示を受けたことを発表した。これに先立って、KKR は、クローガーおよびそのアドバイザーに面会を求めたが、クローガーはそれを断っていた。そこで、KKR は58.50ドルでクローガーを買収する提案を発表した。それと同時に、現在の主要経営陣をそのまま継続することを保証した。KKR がSafeway を買収した時にも、経営陣を継続しており、Safeway の会長であるPeter A. Magowanは、現在もSafeway とKKR との関係は「良好」であり、「KKR の能力を高くかっている」とさえ述べていた。<sup>2</sup>

KKR は、12年前に、Jerome Kohlberg, George Roberts および Henry Kravis が Bear Stearnsという投資銀行から独立して設立したレバレッジド・バイアウトの会社であった。これまで、30件以上の取引を成功させ、その金額は360億ドルを上回っていた。KKR は Safeway と Stop & Shopのグロサリー小売会社を所有しているだけでなく、食品メーカーのBeatrice Cos. モーテル経営のMotel 6、住宅建設のJim Walter Corp., パッケージ・メーカーのOwens-Illinois Inc., ホテル経営のRed Lion Inns を傘下に収めていた。

KKR がクローガーを買収する場合には、KKR がすでにSafeway とStop & Shop を所有していることから独占禁止法上の問題が出てくると思われていたが、アナリスト達は、業界では多くの会社が分散して競争していることから、その問題は生じないであろうと述べていた。

ところで、アナリストの Robert Raiff は、KKR が現れたことにより、クローガーは、その提案を無視できなくなり、結局KKR との話し合いに入り、非公開会社への道を歩むしか方法はないであろうと予測していた。Linda Morrisも、KKR 案は公正な提示価格であり、これを上回る条件をだすことは難しいのではないと見ていた。まれている多額の投資可能資金を、1989年1月に大統領が交代する前に、使用してしまいたいという動機も手伝っていると推察していた。また、他のアービトラジャーは、KKR が乗り出したことによって、

<sup>1</sup> Patricia Gallagher, "Hafts propose Kroger deal," The Cincinnati Enquirer (September 20, 1988), p. A2

<sup>2</sup> Patricia Gallagher, "Kroger suitor KKR has huge war chest," The Cincinnati Enquirer (September 26, 1988), p. C6

クローガーかと見ていた。また、彼女は、KKR がクローガーの買収に乗り出してきたのは、400億ドルにも達するといわとしては、ホワイト・ナイトを探すことが難しくなり、KKR の提案に従わざるを得なくなるた、Giblenは、KKR の動機は、単純にフィナンシャルなものであり、クローガーのリストラクチャリング案よりももっとドラステックな方法をとるものと予想していた。また、たとえば、現経営陣を継続して雇用することを提案しているもの、いったん買収した後は大幅な経営陣の入れ換えを行うものと見ていた。さらに、別のアナリストは、アメリカで最大のバイアウト会社であるKKR の提示案をみて、次のように述べていた。「これでクローガーはなくなった。もし、クローガーが独立会社で存続できるとすれば、それは奇跡である。私は、クローガーがどうやって独立を保てるのか分からない。KKR は非常に強力であり、その圧力は大変なものである。KKR は、多額の資金を抱えている。買い手としては、最大級の会社である」と。<sup>1</sup>

一方、Oppenheimer のEdward F. Comeauは、次のように述べていた。「クローガーは、独立を保つように試みるであろう。経営陣は、自分達で、LBO を行い、KKR の提案を挫こうとするであろう。経営陣とは、KKR に勝つために強硬な態度をとるであろう。しかし、そのために、経営陣としては、過剰な支払いをせざるをえないところまで、追い込まれるであろう。その段階で、経営陣は、KKR に委ねることを決定せざるをえなくなるであろう。」<sup>2</sup> また、Giblenは、経営陣がクローガーをLBO をするとすると、最終的に価格は64ドル程度までにつり上がるとみていた。しかし、「クローガー側が独立性を保つために、ドラステックな対策を打っても、それは時間の無駄であり、株主の資金を無駄にすることである。経営陣はその辺のことは分かっていると思う。一方、KKR にとっては、安い資金を得ることができるかどうかは鍵である。もし、経営陣が独立を保てる可能性があり、KKR が負けるかもしれないというリスクがでてくると、KKR としては諦める可能性もある」とみていた。<sup>3</sup>

ところで、株価は、9月21日に、55.75ドルで引けており、アナリスト達は、KKR の提示価格は「公正」なものであると見ていた。しかも、ウォールストリートでは、現在取引の中心になっているのは、アービトラージャー（アープ：裁定業者）であると言われていた。あるアープは、21日の段階でクローガーの株式の20～25% がアープ達の手元にあると推定していた。また、他のアープは40～45% をアープ達が支配していると述べていた。これらアープ達は、会社に対して忠誠心をもっているわけではなく、誰でもよいから高い価格で株式を引き取ってくれる方に所有株を渡す目的で市場から買っている人達であった。このため、クローガーの将来は一層不安定なものになりつつあった。

9月23日、クローガーは、その取締役会がリストラクチャリング案を承認したことを発表した。配当は、10月14日現在の株主名簿に載っている株主に対して、10月28日の午後には支払う計画であることも発表した。さらに、Everinghamは、この決定にあたって、取締役会がDart Group案と KKR案を検討したことも明らかにしていた。取締役会としては、

<sup>1</sup> David Ivanovich, "Kroger is 'gone,' analysts predict," The Cincinnati Post (September 21, 1988), p. 1

<sup>2</sup> <sup>3</sup> Stephen Dowdell, "Kroger Draws Bid Flurry : KKR Seen Likely Victor," Supermarket News(September 26, 1988), p. 70

両社の案は不十分なものであり、クローガー、株主および他の関係者にとって最善の利益をもたらすものではないと結論したことを明らかにした。

一方、クローガーがシンシナティ地域において圧倒的に強い基盤をもっていることが、経営陣を自社のリストラクチャリングについて、強気にさせていると見られていた。クローガーは、シンシナティ市の食品小売売上高の35%を占めており、第二位のThriftway Inc.の15%を大幅に上回っていた。Manhattan Co.のアナリトであるJohn B. Kosecoffは「クローガーのホームタウンは、低リスク、高利益の市場である」と述べていた。<sup>1</sup> また、クローガーはシンシナティ市で最大の売上高をあげていた企業であり、地元の雇用数では3番目に大きな企業であった。また、慈善事業も、1987年予算の2.2百万ドルのうち45%をシンシナティ地域に支出するなど、シンシナティ市にとっても重要な企業であった。

9月26日、クローガーは、リストラクチャリングの一環として、会社の事業の一部を売却して、税引後で約333百万ドルを調達することを明らかにした。すなわち、その詳細は次のようになっていた。<sup>2</sup>

- (1) Price Savers Wholesale Warehouse, Inc.: ソート・レーク・シティにある16の子会社を、Price Saversの現経営陣によって構成される投資家グループに売却を進めている過程であった。投資家のなかには、クローガー、Goldman Sachs およびBroad Street Investment Fund I, L.P. も含まれていた。Goldman Sachs はゼネラル・パートナーであり、クローガーはPrice Saversの20%の株式をもつことになる予定であった。
- (2) Welcome, Inc.: クローガーは、6カ所のスーパーウエアハウス事業(1987年3月から営業)を手放す予定であった。Welcome は、グリーンヴィル(サウスカロライナ州)、ジャクソンヴィル(フロリダ州)、モービル(アラバマ州)およびリッチモンド(ヴァージニア州)の各都市で営業している会社であった。これらの店舗は、消費者をつかむのに苦勞しており、営業コストも高くなっていた。この店舗については、テネシー州で同じようなメガマーケット複数を経営しているMalone & HydeのFleming 事業部が、Welcomeの一部店舗に関心をもっていると言われていた。
- (3) Florida Choice: クローガーは、33カ所のFlorida Choiceスーパーマーケットおよび25カ所のリカー・ストアを売却することに同意していた。残りのFlorida Choiceスーパーマーケット10店およびリカー・ストア 14店についても、他の購入希望者と交渉中であった。
- (4) Fry's of California: クローガーは、カリフォルニア州北部で営業しているFry's Food Store(10年前に買収)というスーパーマーケット27店を売却する予定であった。そして、この会社の社長のRon Koett がマネジメント・バイアウト

<sup>1</sup> Patricia Gallagher, "Strong position could protect local Krogers," The Cincinnati Enquirer (September 23, 1988)

<sup>2</sup> David Merrefield, "Kroger Team Campaigns For Restructuring Plan," Supermarket News (October 3, 1988), p.62 and Kroger News (September 26, 1988)



9月27日、クローガーのEveringham会長と Pichler社長は、ニューヨークのGrand Hyatt Hotel で、アナリスト達に対する説明会を開いた。この会合において、Everinghamは、クローガーは引き続きコンビネーション・ストアに依存する戦略をとり続けると述べた。1989年から1993年にかけて、これらの店舗は、営業的にみてピークの業績を実現する予定であり、他社は追従できないであろう、との見通しを示した。また、クローガーは23の主要市場のうち、22の市場でマーケット・シェアが第1位または第2位を占めており、これはクローガーに高いキャッシュ・フローをもたらしてくれると述べていた（付属資料9参照）。そして、この期間で、同一店舗ベースの業績は毎年1%上昇するとの見通しを示した。その前提として、インフレ率を約4%と見込むとともに、新店舗の増設テンポをスローダウンさせる予定であった。店舗開設は、1988年に54店、1989年に53店舗を予定しているものの、その後は、年24-26店に減らすことにしていた。これにより、資本支出は減少するだけでなく、新店舗により薄められていた1店舗当たり業績が、その影響が減ることにより、同一店舗ベースの業績は改善するとの見通しを述べた。

しかし、この会合でアナリストが、stub株式の評価基礎を示すように要請したのに対して、クローガー側は、Goldman Sachsの計算根拠を示すことを拒否した。また、クローガーが、それ自身のリストラクチャリング案とKKR案の賛否についての投票を、株主に何故問わないのかという質問も多くてたが、それに対してもアナリストを説得するほどの回答は示さなかった。Everinghamは、単に、「私達は株主に対して価値を与えている。私達は、責務を果たしている。私達はこれまで価値を与えてきているし、今後も引き続き、そのようにするつもりである。私達が価値を高めようとしてこれまでやってきたが、その価値を株主から奪うのは、誤っている」と主張しただけであった。<sup>1</sup>

ところで、クローガーのリストラクチャリング案では、配当を受け取るための名義書き換えは10月7日（金曜）から始まり、10月14日に締め切られることになっていた。したがって、クローガーのリストラクチャリング案は手続き上は10月7日に開始することになっていた。このため、KKRが再提案をすれば、その前に行く必要があった。ところが、10月3日（月曜）になって、SECは、クローガーの株主が、リストラクチャリングによる配当金を受け取れる締め切り日を10月31日に延長する旨決定した。したがって、28日が名義書き換えの最終日になることになった。これは、配当金が株価の15%以上の場合には、SECが特別ルールを適用できるという法律に基づいて行った決定であるとのことであった。

10月4日、クローガーの取締役会は、KKRから書簡を受け取った。その中で、KKRはクローガーに対する提示価格を64ドルに高めることを伝えてきた。その内容は、現金で50ドル、劣後条件付無担保社債で11ドル、クローガーの事業に対する継続的な株主持ち分として3ドルを見込んでいたとのことであった。KKRは、この提示案は、どの観点からみても、クローガーのリストラクチャリング案より優れており、株主にとっても高い価値をもたらすものであると述べていた。また、クローガーがKKRの買収に応ずる場合には、リストラクチャリングを進めても構わず、その場合には、KKRとしては、特別配当を支払った後に買

<sup>1</sup> David Merrefield, "Kroger Team Campaigns For Restructuring Plan," Supermarket News (October 3, 1988), p. 62

収取引を進めたいと述べていた。そして、その場合には、クローガーの全てのstub株式を13.50ドルで買収したいと述べていた。すなわち、現金で10ドル、劣後条件付社債の元本の形で残り3.50ドルになるとのことであった。したがって、この場合には、株主は、61.50ドルを受け取ることになるとのことであった。すなわち、現金で50ドル（クローガーの特別配当40ドル、買収取引の対価として10ドル）および債券で11.50ドル（後順位劣後条件付無担保社債8ドルおよび買収取引の対価として劣後条件付無担保社債3.50ドル）によって構成されることになることであった。

また、当初の提示価格よりも2.50ドルだけ高めた理由として、クローガーがリストラクチャリングを進める場合、資金調達に余分にかかる手数料、ならびに、それに伴ってクローガーの負担する負債をKKR がリファイナンスするための追加コストが、合計して約200百万ドルになり、それは1株2.50ドルに相当するとみているからとのことであった。そして、この分を株主に支払うことにしたとのことであった。この結果、64ドルという価格は、株価収益率でみて、最近12カ月の利益の28倍であり、この夏に買収の噂がでる前の価格32ドルに対しては100%のプレミアムであることも付け加えていた。このため、アナリストのGiblenは「ゲームは前の段階で終わっている。この提案で、明かりも消えたことなる」と述べていた。<sup>1</sup> 他のアナリスト達も一様に、これで、クローガーはKKR に屈することになると述べていた。

一方、10月4日夜、Dart Group のRobert Haft 社長は、クローガーの経営陣に対して、「リストラクチャリングを進めるために、エクイティ資金を供与する形で」協力する用意がある旨を伝えてきた。<sup>2</sup>

10月6日、クローガーは、当初のリストラクチャリング案にしたがって、本社の事務系従業員を300人削減すること、そして、それによって年間13百万ドル以上を節約できることを発表した。解雇にあたっては、差別問題に巻き込まれることを防ぐために、原則として事業を対象とする方法をとった。そして、国際部門、不動産事業の一部、調査部門などを廃止し、その幹部およびスタッフを解雇した。この解雇について、Everinghamは「会社に貢献してくれた忠実な従業員を解雇するくらい辛いことはない。しかし、リストラクチャリングを進めるためには、主要コストを削減することが絶対条件となっている」と述べて、従業員の理解を求めている。<sup>3</sup>

Everinghamは、自分の母親が20年間クローガーに勤めあげて退職した時に、20才でクローガーにクラークとして就職した。それ以来、40年間クローガー一筋で勤めて会長にまで上りつめていた。Everinghamの友達や関係者は、彼は従業員のことを気にかけてきた人であるだけに、この300人の解雇はかなり辛い決定であったと思うと述べて、理解を示していた。また、それだけに、Everinghamは、今回の戦いでも、簡単には引き下がることは

---

<sup>1</sup> Adam Schor, "Kroger battle heats up," The Cincinnati Enquirer (October 5, 1988)

<sup>2</sup> Ralph E. Winter, "KKR Sweetens Offer for Kroger To \$64 a Share," The Wall Street Journal (October 5, 1988)

<sup>3</sup> Adam Schoer and Richard Green, "Kroger slashes; 300 lose jobs, Workers caught up in takeover battles," The Cincinnati Enquirer (October 7, 1988), p. A16

ないであろうと見られていた。

10月7日、クローガーの取締役会は全員一致で、10月4日のKKRの再提案を拒否した。クローガーの取締役会は、KKRの再提案は、不十分なものであり、会社、株主および関係者にとって最善の利益をもたらすものではないと結論していた。取締役会は、クローガーのリストラクチャリング案が、クローガーおよびその株主にとって最善のものであることを再確認した。さらに、取締役会は、KKR案のなかには数多くの不確実要因があると指摘した。そのなかには、デュー・ディリジェンス（買収時の特別調査）の問題と必要資金の調達の問題も含まれていた。しかし、取締役会は、最大の不確実性は、クローガーとKKRが合併する場合の独占禁止法の問題であると結論した。この点に関して、取締役会としては、コロラド州の法務長官が、すでに、KKRの提案が独占禁止法に抵触するのではないかという憂慮を示したことを指摘した。すなわち、そのようなケースは次のような都市で予想された。<sup>1</sup>

- (1) デンバー市では、クローガーの子会社であるDillon Cos. が53店のKing Soopers stores で営業しており、KKRはSafewayの55店を所有していた。Gary Gilbsonによると、デンバー市のすべてのグロサリー売上高の45%をクローガーがコントロールしており、Safewayは、No.2として18%のシェアをもっているとのことであった。
- (2) フェニクス市では、DillonがFry'sを27店もっており、KKRはいくつかのSafewayの店舗をもっていた。この場合も、Giblenによると、Fry'sはフェニクス市のNo.2で15%のシェアをもっており、Safewayは、13%のシェアをもって第3位につけている状況にあった。
- (3) コロラド・スプリング市では、DillonはいくつかのKing Soopersの店舗を営業していたが、KKRもいくつかのSafewayの店舗を営業していた。アナリストのJohn Kosecoffによると、この春、コロラド・スプリング市では、Kings Soopersが約48%のシェアをもって他社をリードし、Safewayは約17%のシェアで、第2位であるとのことであった。

このようなクローガーの出方に対して、KKRはクローガーが再提案を十分に検討もしないで拒否していると批判していた。しかも、クローガーが、独占禁止法を問題にしたことに反発していた。

ところで、この段階になって、アナリストの意見も分かれ始めた。Prudential Bache SecuritiesのKimberly L. Walinは、「日が経つにつれて、クローガーが（その独立の維持に）成功しそうになってきた」と述べていた。<sup>2</sup> 独占禁止法の問題は、審査当局がクローガーとKKRとの合併を、マーケット毎に審査するのか、グロサリー業界におけるKKRのシェアの合計を問題にするのか、必ずしも明らかになっていない、とも述べていた。しかし、グロサリー業界の場合、審査当局は、特別に慎重に審査する傾向があることを

<sup>1</sup> Patricia Gallagher, "Kroger wields antitrust shield in fight," The Cincinnati Enquirer (October 11, 1988)

<sup>2</sup> Ralph E. Winter and Gregory Stricharchuk, "Kroger Rejects KKR Bid, Sticks To a Revamping," The Wall Street Journal (October 10, 1988)

指摘していた。それは、彼らの決定が、個々のマーケットのダイナミックスを、価格を含めて、大幅に変える可能性が高いとみているからであると指摘していた。他のアナリストもカリフォルニアでは特にその傾向があると述べていた。事実、9月には、カリフォルニア州連邦裁判所は、American Stores による Lucky Stores の買収を阻止していた。その理由として、両社の合併は、カリフォルニア州南部での価格競争を阻害する可能性があることを指摘していた。このようなことから、Elizabeth M. Shiels も、「KKR は他にもいくつかの買収取引の案件を抱えており、簡単に引き下がる可能性がでてきた」と予想するようになった。<sup>1</sup>

これに対して、Giblen は依然として、クローガーは、他の買収者、例えば、外国の会社を買収される可能性が残っていると見ていた。彼は、アメリカに拠点をもちたいと考えているヨーロッパのスーパーマーケット・チェーンが、アメリカの会社以上の金額を支払うであろう、と述べていた。また、クローガーが問題にしている独占禁止法抵触の問題は、ありそうもない話であり、買収をかけられた経営者がとる常套手段であると述べていた。もし、本当に、独占禁止法に抵触するのであれば、KKR はその地域の店舗を売却することによって、容易にその問題を回避できるであろう、と述べていた。

10月7日（金曜）、クローガーの株式は、リストラクチャリングによる配当権利付の株式と、権利なしの株式の2本立てで取引されることになった。

ところで、クローガーが、買収防衛に苦慮している中で、クローガーのNo.3で執行副社長の Richard Koster が、9月29日に、自分の持株22,256株全部を55.75ドルと55.63ドルで売却していることが、10月になって明らかになった。Koster は4月にも、持株のうち13,500株を32ドルで売却していた。これについて、クローガーの広報担当の Paul Bernish は、「Koster は、1989年1月に退職する予定になっており、退職する時期が近付いていたので株式を売却したのであり、Koster が自分の持株を売却するか否かは個人の自由である」と述べていた。しかし、アナリストの Linda Morris は、「通常、LBO の際には、経営幹部は、自社株を増やすのが普通であるのに、クローガーの場合には、逆であり、トップ経営陣が、自社のリストラクチャーに自信をもっていない」証拠であると解釈していた。ただ、一方では、「Koster が自分のお客であれば、退職間近の年令であることを考えて、残りの人生の資金を確実なものにするために、やはり売却を勧めたであろう」とも付け加えていた。<sup>2</sup>

Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. の買収提案の撤回

10月11日、KKR は、クローガーに対する買収提案を撤回する旨を発表した。KKR の George R. Roberts は、クローガーの経営陣がリストラクチャリングを進める決意が固いようなので、これを尊重して、KKR としてこれ以上の提案をする意図はないと述べた。し

<sup>1</sup> Ralph E. Winter and Gregory Stricharchuk, "Kroger Rejects KKR Bid, Sticks To a Revamping," The Wall Street Journal (October 10, 1988)

<sup>2</sup> Huntley Paton, "Kroger exec sells stock amid restructuring plan," Cincinnati Business Courier (October 24-30, 1988), p.2



かし、「将来の行動については我々の権利を留保する」ことを付け加えた。<sup>1</sup> また、「K  
KR は非友好的な買収をしないのか」という記者の質問に対して、「その通りである」と  
答えていた。また、クローガーも、KKR から同様の趣旨のファックス・レターを受け取っ  
た。これは、クローガーの経営陣にとっても予想していなかったことであった。経営陣と  
しては、KKR の撤回は、独占禁止法上の法廷係争に関わることを嫌ったことや、それまで  
の友好的な買収者としてのイメージを傷付けることを回避したのではないかと推察してい  
た。<sup>2</sup>

しかし、このようなKKR の決定について、Linda Morrisは KKRが完全に断念したわけ  
ではないという見方をした。彼女は、クローガーがリストラクチャリングを終了したあと  
に、KKR が再び別の提案をする可能性もあると見ていた。これに対して、他のアナリスト  
は、KKR の提案すら拒否されたことで、ヨーロッパや日本の企業がクローガーの買収に乗  
り出してくる可能性は少なくなったと見ていた。また、ウォールストリートでは、KKR が  
クローガーに対する敵対的な買収を進めなかったことに失望を示していた。

KKR の買収の進め方に誤算があったとすれば、それはクローガーの経営陣が最後まで、  
予想以上に断固とした態度をとり、KKR と会うことすら拒否したことであると推察されて  
いた。また、KKR が、クローガーが特別配当を支払うのを阻止するために法的手段に訴え  
るにしても時間的余裕がなかったことも、KKR が断念した理由であると言われていた。ま  
た、KKR は、10月に入って、当時のLBO では、金額的に最大級のRJR Nabisco の買収を検  
討しており、クローガーの買収に巻き込まれて両面作戦をとるのは得策ではないと判断し  
たものと推察する見方もあった。<sup>3</sup> このほか、Kimberly L. Walinは、KKR がこれまでLBO  
に成功した背景には、被買収企業の経営陣をそのまま残す方法をとったことにもあると、  
指摘していた。特に、LBO に当たっては、「ホワイト・ナイト」として経営陣を防衛する  
形で行っていた。しかし、クローガーのケースでは、あるアナリストは、KKR を「ダーク  
・グレイ・ナイト（暗い灰色の騎士）」と位置付けていた。<sup>4</sup> したがって、もし、クロー  
ガーに対して無理押しをして敵対的TOB をかけると、これまでのイメージを傷つけること  
になりかねず、KKR としては、それを避けたのではないかと、という見方もあった。

一方、Kimberly L. Walin は、クローガーが、計算上は、自社のリストラクチャリン  
グ案よりも高い株価になるKKR の提案を拒否したことから、今後、株主等からいくつかの

---

<sup>1</sup> Adam Schor and Patricia Gallagher, "KKR gives up on bid to buy Kroger chain," The Cincinnati Enquirer (October 12, 1988), p. A1

<sup>2</sup> KKR は、敵対的買収をすることによってSaul SteinbergやCarl Icahnと同類のグリーン  
メイラーとみなされるようになる場合、各州の年金基金がKKR を依然として支持するか  
どうかを心配していた節がある。Hope Lampert, True Greed - What Really Happend  
in the Battle for RJR Nabisco (New York: New American Library, 1990), pp. 55-  
56

<sup>3</sup> Hope Lampert, True Greed (New York: New American Library, 1990), pp. 55-56

<sup>4</sup> Patricia Gallagher, "Surprise bid for Kroger; 'Gray knight' offers \$4.6  
billion buyout," The Cincinnati Enquirer (September 21, 1988), p. A1

訴訟に巻き込まれる可能性がある」と指摘していた。<sup>1</sup> 同様に、Giblenは、KKR はいつでも出てこれる状態にあると述べていた。特に、クローガーがいくつかの訴訟に耐えかねて、友好的な買収先を求めることになる可能性がある」とみており、KKR がその時に乗り出す可能性が高いと見ていた。さらに、クローガーがリストラクチャリングを終了すると、その時には魅力的な買収対象会社になると見ていた。<sup>2</sup>

5

Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. の買収提案撤回後の推移

ところで、Hafts のほうは、依然としてクローガーの株式を取得することに関心をもっていることを明らかにしていた。この間、株式市場では、クローガーの株式は、10月11日（火曜）には 5.7百万株の取引があり、ニューヨーク証券取引所で取引数量でトップとなっていた。12日（水曜）になっても 4.0百万株の取引があり、株価は1ドル上昇して56ドルになった。このため、他の会社がクローガーの買収を狙っているのではないかと噂が出てきた。特に、10月28日以降に、別の買収会社が出てくる可能性があるとのことで、いくつかの投資会社がクローガーの株式の買いに出ているとのことであった。

10月12日（水曜）、地元の弁護士 Gene Meshは、KKR の提案はクローガーのリストラクチャリング案より少なくとも1株10ドル有利であったはずであり、KKR がその提案を撤回したことに伴って株主が750百万ドルの損失を被ったとして、すでに起こしていた訴訟に対する修正訴訟を起こした。6件の訴訟は、一つの訴訟にまとめられたが、それはクローガーのリストラクチャリング案の実施を阻止するとともに、最低750百万ドルの賠償を求めたものであった。これについてのヒアリングは10月24日に開かれることになった。

10月13日（木曜）、S&P のMarch Bachman は「現在の段階では、クローガーの格付けが下がるのは避けがたい」と述べていた。<sup>3</sup> クローガーの負債が増えることによって、利息と元本償還に対するカバレッジが悪化することから、クローガーの先順位社債の格付けは現在のA格からBまたはB+格に引き下げられると見ていた。S&Pはクローガーを9月13日以降、信用観察リストに入れて、引き続き注意していくことを明らかにした。

Moody's Investor Serviceも同様に、10月14日から、クローガーを要注意リストに入れた。

株式市場では、10月17日（月曜）になっても、クローガー株の取引数量は大きかった。ウォールストリートでも誰が買っているのかははっきりしなかった。しかし、クローガーの従業員持株プラン(ESOP)および他の従業員ベネフィット・プランがクローガーの株式を買い増して、従業員の持株比率をこれまでの6%から25%にまで高めると、クローガー側は述べていた。したがって、これを期待して、他の投資家も買っていることも考えられた。このほか、他の買収会社が、クローガーの特別配当支払い後を狙って、クローガーの株式を買い占めているという可能性も否定できなかった。

---

<sup>1</sup> Gregory Stricharchuk, "KRR Ends Bid To Buy Kroger Avoiding Fight," The Wall Street Journal (October 12, 1988), p. A3

<sup>2</sup> Patricia Gallagher, "Kroger to cope with a lawsuit, possible suitors," The Cincinnati Enquirer (October 13, 1988)

<sup>3</sup> Patricia Gallagher, "A downgrade expected for Kroger rating," The Cincinnati Enquirer (October 14, 1988)

ところで、10月24日（月曜）に予定されていたクローガーに対する訴訟のヒアリングは取り消された。それは10月21日（金曜）に、クローガーと弁護士との間で和解に向けて作業を開始していたためであると報じられていた。

一方、10月25日、クローガーは、84百万ドルの負債を償還することにした。この償還がない場合、クローガーは債権者との間の契約に違反し、テクニカル・デフォルトに陥る危険が出てきたためであった。なお、104百万ドルの同種の負債については、引き続き借入れられることしていた。

#### クローガーのリストラクチャリング案の開始

この間、10月16日（日）、クローガーは、ケンタッキー州ハイランド・ハイツにあるテクニカル・センターを閉鎖することを発表した。このセンターでは、10月6日の本社社員の大量レイオフの際に、60人の従業員のうち25人をすでに解雇していたが、さらに、残りの35人を本社ビルに移すことを発表した。また、フォートミッチェルのトレーニング・センターも同時に閉鎖することを発表した。

10月21日、Everingham は、社内ミーティングにおいて、今回の問題は終わったことを示唆するとともに、将来に向けて前進する時が来たことを力説した。特に、将来に向けてクローガーのミッションを達成するために、創造性、チームワークおよび決意をもって、新生クローガーを発展させる決意を示した。また、Pichler は、今後は負債を滞りなく返済していくことが課題であり、そのためにキャッシュ・フローが重要であることを説明した。そして、そのキャッシュ・フローを増大させるために、売上高を一層重視していくことを力説し、1989年に190億ドル、1993年に約250億ドルを見込んでいることを示した。

10月26日、クローガーは、リストラクチャリングの一環として、ノース・カロライナ州15店、サウス・カロライナ州5店のフード・ストア合計20店およびサウス・カロライナ州にあるWelcome のスーパーウエアハウス店舗を、Bi-Lo 社に現金で総額34百万ドルで売却することを発表した。

10月28日（金曜）、クローガーは52,000人の株主に対する配当の小切手の発送を開始した。手続き上は、名義書き換えは10月14日現在の株主について行われ、SEC が特別のルールを出したために、ニューヨーク時間の28日4時までにはクローガーの株式を買う投資家も配当を受けられることになった。しかし、10月14日以降に株式を買った投資家は11月7日まで配当を受け取れないことになると思われた。そして、その配当原資は、銀行団からの借入れによって設定するクローガーの口座から支払われることになっていた。また、これらの配当は、クローガーの口座から株主の口座に移されることになっていた。なお、社債の発行は、配当支払いが終了後に行われることになっていた。

10月28日（金曜）、クローガーは金融面でのリストラクチャリングを開始し、負債は1988年末で55.12億ドルと4倍に、支払い利息は1989年で680百万ドルと6倍に増加することになった。このため、少なくとも1990年度まで、クローガーは損失を計上すことになる見通しであった。株主への書簡において、クローガーは、1989年の営業からのキャッシュ・フローは771百万ドルになるとの見通しを示した。この見通し通りに進む場合には、クローガーは1989年の支払い利息680百万ドルをまかなえることになるはずであった。さらに、クローガーは、キャッシュ・フローが1990年に12.5%、1991年に11.2%増加し、その後の2

年間も9.7%増加する見通しを示した。

クローガーに批判的であったアナリストのGiblenも「新会社において、重要なのは利益よりもキャッシュ・フローである。したがって、LBO タイプのリストラクチャリングを行った会社のなかでは、クローガーは優良株である」と述べていた。<sup>1</sup>

このほか、クローガーはリストラクチャリングの一環として、第3四半期に13.7百万ドルの赤字を出していた資産を売却することにした。これによりクローガーのキャッシュ・フローは改善するであろうと見られていた。Giblenによると、この部門を含めて計算すると、クローガーの1株当たり利益は、会社側の示した65¢ではなく55¢になるはずであるとのことであった。

この間、10月17日、KKR側は、SEC に対して、クローガーの株式 7,875千株（9月23日現在の発行済株式総数の9.9%）を所有していることを届けた。そのなかで、KKR側は、クローガーの株式を8月19日から9月7日にかけてニューヨーク証券取引所で合計874.4千株を購入し、その全株式を、9月16日に2回にわけてニューヨーク証券取引所で売却して、大きな利益をあげていることを明らかにした。したがって、KKR側が現在所有している株式は、10月11日以降に購入した株式であることも明らかにした。そして、これは、「投資」の目的だけで購入したものであると述べていた。<sup>2</sup> これについて、Kimberly K. Walin は「アープの人達は、別の解釈をするかもしれないが、私はKKR の発表を額面通りに受けとる」とコメントしていた。しかし、Giblenは、KKRが「他の人達に対してクローガーへの敵対的買収を試みる信号を送っている」とコメントしていた。<sup>3</sup> 一方、Everinghamは、10月28日に、「KKR がクローガーの普通株式のほぼ10% を取得していることは、KKR が独占禁止法を遵守しているかどうか、また、その公式発表が正確であるかどうか、という基本的問題を提起している。このため、我々は、わが社の法律および財務アドバイザーと共に、KKRの申請を深く吟味している」旨の公式発表をした。<sup>4</sup>

11月1日、クローガーは、優先株式を1989年2月までの間に、4回に分けて、各62.5百万ずつ償還することを発表した。さらに、11月2日には、総額 134百万ドルのノートおよび中期ノートを償還した。これらノートと中期ノートの2/3 以上の所有者達は、40ドルの特別配当の支払いに伴って生ずるテクニカル・デフォルトを一時的に免除してくれるとともに、ノートの制限条項の若干の修正を認めてくれていた人達であった。なお、クローガーは、ノートの所有者達のために、ノートの残額47百万ドルの元本と利息の支払いを確実にするために、預託金を積むことを予定していた。

<sup>1</sup> Patricia Gallagher, "Debt-laden Kroger enters a new era," The Cincinnati Enquirer (October 31, 1988)

<sup>2</sup> "Kroger," The Courier Journal (October 29, 1988), p. B1

<sup>3</sup> Bryan Burrough and Gregory Stricharchuk, "KKR Discloses 9.9% Kroger Co. Stake As Food Retailer Pays Special Dividend," The Wall Street Journal (October 31, 1988)

<sup>4</sup> Kroger News (October 28, 1988)

## クローガーの経営陣の見解

11月初め、Everingham会長とPichler 社長は、The Cincinnati Enquirer 紙の記者であるPatricia Gallagherとのインタビューに応じた。以下はその内容である。<sup>1</sup>

Q: 私が株主であるとしましょう。私が、今度の株主総会の後で、あなたのところにか  
5 がって、今回のリストラクチャリングが必要であったのかどうか、と質問をするとし  
ましょう。その場合、どのようにお答えになりますか。

Lyle Everingham:そうですね。私が説明したいのは、クローガーにとって、リストラク  
チャリングは特別に目新しいことではない、ということです。それは、近年継続中の  
ことでしたから。ただ、クローガーが直面した外部環境の変化のもとで、速まること  
10 にはなりました。ですから、御質問に対しては、今回のリストラクチャリングは必要  
でしたとお答えします。会社もっていた計画と私達が競争している外部の世界を前  
提にすると、それは、不可避のものであったと私は信じています。

Q. ところで、その外部の世界とは何のことでしょうか。

Everingham: 私達の業界では、非常に多くのリストラクチャリングが行われています。市  
15 場のほうでは、私達のビジネスには、この時期にはそれが必要であると語ってしま  
した。

Pichler:この業界の基本的な経済的状况を考えてみてください。それは、成熟した業界で  
す。キャッシュ・フローは高水準で、安定しており、不況に対して比較的抵抗力もあ  
ります。この業界は、インフレによって被害をうけるのではなく、かえって、その恩  
20 恵に浴しています。これらが、この業界の基本的な経済的特徴です。そして、過去2  
年間にわたって、Safeway のLBO に始まって、業界全体が、高いレバレッジの財務構  
成の方向に動き始めました。したがって、競争するためには、私達も同じようなこと  
をする必要があるわけです。

Q. 誰が、この業界の会社にもっと負債を多くするように圧力をかけているのでしょ  
25 うか。

Pilcher:多くの名前や顔が浮かびます。それは一つのグループだけではないと思います。  
ほかにもおります。市場は、種々のシグナルを通じて、私達に対して、語っています。  
すなわち、この業界において、この時期においては、高いレバレッジのほうが、財務  
30 的な理屈に合うと言っています。

Everingham: 念のためにお話しておきますが、負債は、必ずしも非効率な資金調達方法  
はありませんよ。

Q. 選択の余地があるとすれば、御社としては、追加必要資金の全部を負債で調達して、  
経営する方法を選びますか。

Everingham: もし、誰かが私に対して、1年前に、50億ドル相当の負債を抱えたいと思いま  
35 すか、と質問をしていたとすれば、私の答えは No でした。事実、私達は、「A」格  
の格付けを維持するための基本的な条件を一生懸命維持しようとしてきたのです。し

---

<sup>1</sup> Patricia Gallagher, "Restructuring's nothing new at Kroger," The Cincinnati Enquirer(November 7, 1988), pp.D1 and D3

かし、それは外部市場のダイナミックスの影響を受けます。これは私が信じていることですが、私達は、可能な限りの全ての代替案を慎重に検討した結果、最も理に適うのことは、株主達にその価値を与えることであり、株主達に、可能な限り、会社が創造する価値からの利益を実現する機会を与え続けること、だと思っております。

Q. 多くの人々は、貴方のリストラクチャリング案は革新的であると言っていますが、どのようにして、そのような案を考えついたのでしょうか。それは、どこかの会社の事例にならったのでしょうか。

Everingham: 私達が青写真を持っていたと言えるような状況であったとは思いません。つまり、誰かが入って来て、「これが私の売りたいものだ」と言うような具合にはいきません。私達の会社の将来を検討するにつれて、私達のリストラクチャリング案が、私達の株主達、従業員そして私達の営業しているコミュニティの人々に最も報いる方法であると、皆が信ずるようになりました。そして、その信念を実行するには、公開会社であり続けることが最善の方法であるとの決定を下しました。

Pichler: この業界で起きていることを解釈しながら、幅広い代替案を検討しました。つまり、事業計画の継続案から始まって、LBO案そしてリストラクチャリング案まで検討しました。全ての要因を秤量した結果、Lyleが示唆しましたように、株式を一般大衆の手元に維持しておきたいという希望があり、私達はリストラクチャリング案を採用したわけです。

Q. 実際には、何時リストラクチャリング案を策定したのでしょうか。

Everingham: それは夏の早い時期です。その当時、私達は、自社の置かれている状況を観察し、分析しようとしていました。そして、市場で何が起きつつあるのかについて、強い関心を払っていました。その時期に、私達は、リストラクチャリング案の検討を開始したわけです。

Pichler: 実際のところ、2月に遡って見てください。その時に、私達は、私達の資本支出を削減しつつあることを発表いたしました。その時、同時に、再度、G.O. (事務所の従業員数) を削減するための計画を分析し始めました。

Everingham: 実際に起こったことは・・・Dart Groupの申請 (Dart Groupの所有者のHafts が連邦政府に対して、8月初めに、クローガーの株式を購入することについての許可を申請した) があり、その後、私達のリストラクチャリング案について、発表をしました。

Pichler: 明らかに、私達は、沢山の準備作業をしました。そのような作業は1日で出来るものではありません。

Q. 御社の今後5年間のキャッシュ・フローは明らかに、いくつかの経済的条件を考慮に入れておられることと思います。今後5年間はどのような様子になるのか、あなたの見通しをお聞かせいただけますか。

Everingham: 正直に申しまして、私達のキャッシュ・フローがどうなるかは、私達の決定に対して一層大きな影響を及ぼします。私達の経営能力にも・・・私達がリストラクチャリングをした後に所有する資産ベースは、市場では、非常に、非常に、強い競争力をもっています。75%以上の私達の施設が、過去5年間に新設または改装された店舗です。私達は、全国的に、スーパーストアおよびコンビネーション・ストアのコ

ンセプトを開発するのに19億ドルをかけました。施設の観点からみて、私達は、効果的に競争できる立場にいると信じています。

Q. ということは、御社の予測を策定するにあたっては、経済の状況よりも、自社特有の営業面をより重視したということになりませんか。

Everingham: 私達は、若干の(経済的)予測をしました。私達の10年間の予測はインフレーション・レートが4%近くになる確率が高いことを前提にしています。 5

Pichler: リストラクチャリングを通じて、私達が実質的に行ったことは、会社を強くすることです。最初に、私達は業績の低い場所の資産を売却することを決定しました。それから、私達は残った市場を眺めて、さて、我々はどれだけのシェアを取ったのだろうかと問い掛けました。なんと、私達が運営している23の主要市場のうち、ここで、 10  
主要市場というのはクローガールの店舗が10店以上ある市場のことを指していますが、そのうちの22市場において、私達は、No.1かNo.2のマーケット・シェアを享受しています。多くの小規模の市場でも、つまり店舗数が10店未満の地域でも、私達はNo.1やNo.2のマーケット・シェアをもっています。また、第三に、コンビニエンス・ストア・グループも、非常に成功しており、各地域で会社全体の構造にもうまく統合されて 15  
います。したがって、当然、私達としては、この部分の事業を維持するとともに拡張していきたいと思っております。

そこで、私達がこの先どうなるかと言いますと、焦点を絞り込んだ会社ということになります。

Q. クローガールは、新しい実験を意欲的にする会社であると言われていています。特に良く知られているのは、Price SaversとかWelcomeのような方式です。今回は、それらの店舗を売却してしまうわけですが、御社は、その実験面での優位性を失うことになるのでしょうか。 20

Everingham: 私達は、少なくとも、近い将来においては、少し焦点を絞ることになるでしょう。(しかし)私達はその優位な立場を失うことになるとは思っておりません。 25  
私達は、変化を試みるだけの施設を有しています。

Q. 御社は、消費者はコンビネーション・ストア - つまり、食品、ドラッグおよびスペシャリティ・デパートメントを一つの屋根の下にまとめるという方式の店舗 - に向かうという見通しで、かなり大きな賭をしています。しかし、もし、そのような方式が業界の傾向ではなくなるとしたらどうされますか。 30

Pichler: 規模が伴うことによって出てくるものの一つは融通性です。あなたは、コンビネーション・ストアは、時間の足りない人に、全てのグロサリーのショッピング、プラス全てのスペシャリティ・ショッピング、プラス全ての銀行、花のショッピング、および、ビデオ・レンタルを、一カ所で可能にする店舗であるという前提からお話を進めておられます。 35

もし、お客さんが、グロサリー・ショッピングをするだけで、お店を出たり入ったりしたいとおっしゃる時代がくるのであれば、・・・私達は、そのようなショッピングが出来るような店舗に作り変えることが出来ます。

Q. 御社は、資本支出の数字を大幅に削り始めようとしておられます。そのことは、例えば、他社が依然として成長している市場において、御社の競争優位性を失わせる危険 40

はありませんでしょうか。

Everingham: それはあり得ることです。そこで、当然のことですが、私達は、引き続き、個々のマーケットを評価をしていくつもりです。しかし、私が思うに、重要なことは・・・私達が、営業している地域の全ての主要市場において、強力な施設の基盤を持っているということです。

Q. 御社が前向きに進もうとすれば、コストのコントロールの問題が最大の関心事になると思います。貴方がすでに発表した内容で、御社はどのようにしてコストをコントロールまたは削減するおつもりでしょうか。

Pichler: このことにお答えするにあたっては、各マーケティング地域には、タスクフォースをおいていることとお話しておく必要があります。それらの人々は全ての費用を検討するとともに、次のような質問を投げかけています。私達はこれを必要とするのだろうか。もし、それを除いた場合には、それは売上高や利益に影響を及ぼすであろうか。そして、もし、答えが No ということであれば、それを除くことになるわけです。

Q. これは、リストラクチャリング以降に始めたばかりでしょうか。

Pichler: その通りです。それは6週間前、5週間前、に始めたばかりです。その時には、私達は部長全員を呼び集め、リストラクチャリング案を説明しました。

Everingham: ただ、この事業の生産性を改善する機会、リストラクチャリングからは生まれません、と私は思っています。正直に言って、何年も前に、労働協約を組合と交渉していた時に、均衡 - つまり、市場において競争出来るようなコスト - が不可欠であると、私達は発表しております。

Q. 人件費が、御社の最大の費用ですが、貴方は、従業員のところに行って「私達は、今は、新しくなった会社です。そこで、この問題を解決するのに協力して、私達を助けてください」とおっしゃるのでしょうか。

Everingham: 私達がお話したいのは、それには、会社の従業員から一層のコミットメントを得ることが必要であるということです。しかし、私達は、そのコミットメントを得ることができるかと期待しています。覚えていらしゃいますでしょうか。私達のリストラクチャリングの意図していることのの一つは、より多くの従業員に対して、クローガーの株主になってもらうことです。その割合は、それは6%から20%に増えています。したがって、大まかな意味で、それは彼らの会社ということになります。もし、彼らの会社がうまくいって、私達が予測したことを実現することになれば、会社の株式をもっている人々は、従業員も含めて、非常に大きく報われることになるでしょう。

Q. アナリスト達が繰り返し指摘していることですが、株式の公開会社であり続ける限り、クローガーは依然として買収の対象にされやすいと思いますが、いかがでしょうか。

Everingham: 私達はこれまで一度も、Lyle Everingham, Joe Pichler または私達の他のグループが、この事業をコントロールしようと言ったことはありません。私達は、これは公開会社であると言ってきました。それは株主達によって所有される会社であり、株主達は、会社の業績に見合って、報われるべきです。・・・この点については疑問の余地がありません。上場している以上、会社は買収の対象にされるでしょう。誰かが、十分なお金を支払いたいのであれば、その人はこの会社を所有できることになり



ます。しかし、それを決定するのは株主でしょうし、株主がどちらにしても利益を得ることになります。

Q. KKR は彼らの公式の買収提案を撤回しましたが、そのKKR のような誰かが来て、会社の株式を10% 保有するとしたら、それは貴方にとって気になることでしょうか。

Everingham: 私達は、独占禁止法の問題やその他数多くのことがあると考えています。しかし、私達が彼らの立場を適切に検討し、会社にとって何が適切な行動なのかを検討するまでは、私達は何も言うべきではないと思っています。

Q. Hafts についてはどうでしょうか。彼らは引き続きクローガーの株式を何らかの形で所有したいと言っていますが、公開の場では何も公式には行動をとっておりません。

彼らが、密かに貴方を訪ねてきて、クローガーを買収したいと言いましたでしょうか。

Everingham: いいえ。

Q. それでは、彼らの広報を通じて流している曖昧なステートメントだけでしょうか。

Everingham: その通りです。

Q. 貴方のどれくらいの時間がリストラクチャリングのために費やされているのでしょうか。

Everingham: 非常に多くの時間です。それは非常に時間のかかることです。Joe も私もお話ししてきたことと思いますが、二人とも、私達のお客様、私達の現場の人々およびコミュニティの人々のほうに関心を向けることの出来る環境に戻りたいと思っています。(リストラクチャリング)が過去のものとなった時が、栄光の時でしょう。

Q. この時間中、貴方はかなり自制されておられました。ほくそえむでもなく、「私達が勝った」とおっしゃるわけでもありませんでした。貴方は、天使が貴方の味方をして、今回の難関を、あたかもそっとくぐり抜けさせてくれたような感じ、を抱いているのでしょうか。

Everingham: 多くの人々が私達のために祈ってくれていたことは確かだと思います。私達は、現在私達がこのようにしておられること、また、現在会社がこのようになっていくことについて、うれしく思っているのは確かです。しかし、それは私達がほくそえむことでもありません。・・・私達は自分の任務を果たそうとしているだけなのです。

#### 訴訟についての和解

11月7日、クローガーは、訴訟を起こしていた14人のうち11人と法廷外での和解に達した。その和解内容は、リストラクチャリング案のうちの社債に関する部分についての修正を含んでいた。すなわち、

(1) 社債の満期を2年間短くして、2006年10月15日にすること

(2) クローガーが、社債の3分の1を、2004年から2006年までの期間において、減債基金を通じて、毎年償還すること。(当初案では、2004年と2006年との間に、毎年、総額の20%づつ償還することになっていた。)

(3) 会社側が、1993年10月15日以前に、社債の償還を行わないこと。

(4) 会社側が、1993年から1996年にかけて、社債を償還する場合には、額面の1%から3%のプレミアムを支払うこと。プレミアムは、支払い利息とは別に支払うこと。

このほか、和解案では、クローガーの従業員ベネフィット・報償プランが所有している

株式について、株主が秘密投票権をもてるように修正された。

ところで、この和解案が効力をもつためには、裁判所の承認が必要であり、そのためのヒアリングは12月半ば、あるいは後半に開かれる予定になっていた。しかし、この和解案は、3人を代表している弁護士のMeshが反対したために、暗礁にのりあげる可能性もあった。すなわち、彼は、クローガーは社債償還についてもっと制約を受けるべきであり、5  
プレミアムももっと高くする必要があるとしていた。ただ、彼はクローガーが原告の弁護士に支払うことになる1.27百万ドルは少なすぎると批判しており、それが反対の最大理由であると見られていた。

しかし、この和解と同時に、S&Pは、クローガーの先順位無担保負債の格付をAからB+に、産業歳入債の格付をAからB+に、優先株式をAからB-に、それぞれ引き下げた。10

#### リストラクチャリングのその後の推移

11月14日(月)になって、KKRの関連会社であるDI Associatesは、SECへの修正届け出を行い、クローガーの株式の所有分を、市場の状況を見ながら時間をかけて、売却する予定であり、追加的に買い増す予定のないことを明らかにした。しかし、この届け出があっても、Giblenは、KKRは依然してクローガーの買収を断念したわけではないという見方をしていた。15

11月21日、クローガーは株主への書簡で、クローガーの各種の従業員ベネフィット・プランを通じて、従業員が11月17日現在で所有するクローガー株の割合は、40ドルの特別配当金の再投資もあって、14.1%を所有するところまできていることを明らかにした。20  
そして、最終的には、クローガーの株式の30%を所有することなろうとの見通しを示した。当初、クローガーは、従業員の持株比率をTOBをかけられる前の6%から25%に高まると予測していた。しかし、株価がクローガーの予想していた12ドルを下回って、9~10ドルにあり、従業員ベネフィット・プランの買い余力ができたことを付け加えていた。また、25  
Everingham会長とPichler社長の持株比率も1.2%になったことも明らかにした。

また、この書簡で、クローガーの1989年の純損失は93百万ドル、1990年の純損失は3百万ドルになると予測していた。しかし、1991年には黒字基調を回復し、1991年に57百万ドルの純利益を見込んでいることを示した。また、会社側がリストラクチャリングのために借り入れる金額は、49億ドルであり、これは当初の計画を154百万ドル下回る金額であることも明らかにした。このほか、本社従業員300人を解雇したことにより、人件費の面で13.7百万30  
ドルを節約できることも示した。

さらに、リストラクチャリングに伴って、銀行、弁護士、印刷業者および会計士に支払う手数料が175百万ドルになるとのことも、その書簡で示した。その手数料のうち、銀行に60百万ドル(銀行はこのほかに、貸付金や社債の発行について50百万ドルを別に受け取った)、Goldman Sachsに25百万ドル、弁護士、公認会計士およびその他関係者に残りの40百万35  
ドルを支払っていた。

12月3日、クローガーはリストラクチャリングの一環として、特別配当のうち社債部分の支払いを開始した。

12月6日、クローガーは、SECに対して、10.5億ドルの長期社債の発行を申請した。その申請によると、550百万ドルが1999年満期の先順位劣後条件付無担保社債であり、40

500百万ドルが2001年満期の劣後条件付無担保社債であった。この社債の一括登録が完了することに伴って、クローガーは今後2年間にわたって、いつでも申請した社債を発行できることになった。

ところで、クローガーへの36億ドルの貸付は、ケミカル銀行、シティバンク、ファースト・シカゴ銀行がエージェントとなっていた。また、日本の銀行も第一次引受段階で45%を引き受けていた。しかし、クローガーへの貸付を引き受けた銀行では、その売却に苦勞していた。大部分の銀行は、スプレッドを1/8に下げ、7/8を投資家に渡さざるを得なくなっていた。日本の銀行のアメリカの現地法人のなかには、クローガー向け貸付が全体の貸付ポートフォリオに占める割合が9%にもなり、その処分を急いでいた。特に、発行市場で経験のあまりない新規参入の銀行が実績作りのために価格を乱していると批判される状態になっていた。この状態は、12月中頃になっても依然として改善されておらず、ある日本の銀行では「儲けるよりも、早く売却してしまうことが課題になってきている」とさえ述べていた。別の銀行では、利息全部と手数料を渡しても処分に苦勞していた。このような状況は、クローガーの信用が問題ではなく、シンジケートにあまりにも多くの銀行が参加して、流通市場の担い手が少なくなったことに原因があるとみられていた。特に、日本の銀行が、従来流通市場で大きな役割を果たしていたものの、最近発行市場への参入のために、無理をして実績作りをして、同じような行動を取り始めたことにも原因があると見られていた。このように、クローガーのリストラクチャリングの問題は、はからずも、日本の銀行の行動パタンの問題点も浮き彫りにすることになった。<sup>1</sup>

#### リストラクチャリング後の問題点

ところで、12月に入って、クローガーの株式は8ドルを若干上回った水準で取引されていた。これについて、Drexel Burnham Lambert Inc. のアナリストであるRuth Ketlerは、クローガーの株式は9~10ドルにはならないと予測をしていた。彼女は、会社側の売上予測は高すぎるとしていた。クローガーが食品のインフレ率を4%に見ているが、彼女は2~3%の可能性が高いと予測していた。しかし、Kimberly L. Walinは、クローガーの株式を12ドル位に見ていた。

しかし、クローガーにとっての最大の問題は、「独立」を維持するために、膨大な負債を抱えたことであった。グロサリー業界は、顧客の嗜好変化に伴って、魅力的な店舗作りを進めながら、資本集約的な性格を強めていた。したがって、業界の変化に対応していくためには、資金（調達）力の重要性が高まっていた。このため、リストラクチャリングの結果高まった負債比率に制約されて、これまでの革新的な「先をみる」経営志向が弱まり、短期的志向が強まることも危惧されていた。特に、今後の景気動向が下降状態に入った時に、会社としての魅力を保てるかが危惧されていた。

このような外部の危惧に対して、クローガーの広報担当のPaul Bernishは「クローガーはこれまで通り、新しい技術を積極的に追求する。たしかに、資本支出を削減するこ

<sup>1</sup> Suzanne E. Miller, "Japan Bank Branch Ordered to Reduce Kroger Loan Share," American Banker (November 22, 1988), p.11 and (December 13, 1988), p.6

とになるが、これまでの成功してきたコンビネーション・ストアというコンセプトは今後も続けるし、その能力に影響はない」と述べていた。具体的には、クローガーは、さらに幾つかの事業を売却することによって、会社の規模を縮小する計画であった。それと同時に、クローガーが高いマーケット・シェアをもっている23の主要市場に経営資源を集中的に投入して、核となる事業を推進する戦略をとるものと思われた。

しかし、問題を複雑にしているのは、今回の買収攻勢を防衛したものの、将来も再度買収攻勢を掛けられる不安が残っていることであった。特に、リストラクチャリングの過程で短期的な業績が悪化して、株価が低迷するようになれば、その危険は高まると予想された。Bernish も「クローガーにとって買収される危険が完全になくなったわけではない」ことを認めていた。<sup>1</sup>

このような問題について、外部のアナリストの評価も分かれていた。Linda Morrisは、負債の増大が、今後のクローガーの経営を制約する可能性を指摘していた。また、Edward F. Comeauは、負債比率の高くなった会社は、資本支出を抑制することや、マーチャンダイズ戦略がコスト面からの制約を受けることによって、マーケットの競争圧力に対応できなくなる傾向があると指摘していた。したがって、クローガーのレバレッジド・リストラクチャリングは、いくつかの競争相手にとっては良いニュースであるはずであると述べていた。さらに、アナリストのCharles Cerankoskyは、「クローガーは、成長よりも、キャッシュ・フローにもっと重点をおかざるを得なくなるであろう」と見ていた。

一方、Ruth Ketler は、クローガーの負債比率が高くなることは事実であるが、今はこの業界全体が負債比率を高めているし、クローガーだけがそれほど突出しているわけではない。しかも、これまでLBO を行ったSafewayにしても、Supermarkets Generalにしても、業績を回復させていることを指摘していた。

このような外部の種々の評価に対して、Everinghamは、Ketlerと同様に競争相手も負債を抱えているところが多いことを指摘していた。したがって、競争相手がこの時期に、価格競争をしかけてくる可能性は少ないと見ていた。しかも、クローガーの店舗の70% は新設店または最近改装した店であり、業界のなかでも、最高の店舗ベースを持っていると述べていた。

#### 和解についての裁判所の承認

1989年3月、Hamilton郡裁判所のWilliam S. Mathews裁判長は、クローガーの訴訟関係者からのヒアリングを3月15日までに終えて、3月28日にその和解案を承認した。裁判長は、この和解案は「公正、妥当で十分なものである」と述べていた。それと同時に、弁護士に支払う和解費用として1,275,000ドルも「公正で妥当」なものであるとして承認した。これによって、クローガーはリストラクチャリングの一環として発行した社債の条項を変更することになった。ニューヨークの弁護士Arthur N. Abbey は、この修正は株主に、13.1百万ドルの利益をもたらすものと推定していた。

<sup>1</sup> “Kroger Tightens Its Focus - Restructuring Puts Emphasis on Combo Stores,” Chain Store Age Executive (December 1988), p. 28

## 事業部売却の継続

これまで、クローガーは、リストラクチャリング計画にしたがって、子会社や事業部の売却を進めており、Price Savers Wholesale Warehouse, Inc., Welcome Inc., Florida Choice, 南北Calorinaのクローガー店舗、Fry's Californiaの売却を完了または買い主を決めていた。

さらに、1989年1月31日には、クローガーは、44の製造部門のうち12部門を売却することを発表した。この売却は、資金を捻出することのほかに、会社全体の規模が縮小することに伴って不要となる部門を売却する意味も含まれていた。ただ、クローガーは、この売却する製造部門から、今後は顧客としてそれらの製品を購入することも計算していた。<sup>1</sup> また、4月5日には、クローガーは、Fry's Food Stores 事業部を、Save Mart Supermarketsに売却したことを明らかにした。

## KKR の株式売却

1989年5月3日、KKR側は、その所有株式全株 7,875千株を1株10.875ドルで、ニューヨーク証券取引所で売却したことを届けた。その売却価格は、購入価格（7.625 ～9.875ドル）を上回っていた。

## リストラクチャリング直後の業績

クローガーのChief Financial Officer である William J. Sinkula は、「私は、1株当たり利益がどうかと言うことよりも、キャッシュ・フローがどうなるかに注目している」と述べていた。<sup>2</sup> また、Pichler とSinkula は、「EBITD(earnings before interest, taxes and depreciation) が、クローガーにとって最も重要な指標である」と述べていた。<sup>3</sup> それと同時に、Pichler は「Wall Street Journal がその記事において、最終行の数字（すなわち、利益）に、関心を向けすぎていることは遺憾である」と述べていた。このため、クローガーの財務担当者達は、証券アナリスト達との会合において積極的に、キャッシュ・フローの重要性を訴える努力を始めた。

ところで、クローガーの業績は、税引後利益で1988年上半期の97.3百万ドルの黒字から、1989年上半期には、21.5百万ドルの赤字へ低落した。しかし、EBITD で示したキャッシュ・フローは、1988年上半期の 330.5百万ドルから、1989年上半期の 424.8百万ドル（前年同期比第1四半期 28.3%増、第2四半期 29%増）へと増加した。また、1989年第2四半期には、売上高は 6.4%(既存店舗での売上高は4.1%) 増加した。このような業績は、この期間に、価格競争が比較的穏やかであったことも大きな理由であると見られていた。また、第2四半期には、営業費用を48百万ドルも削減した。そして、クローガーは、このような好調

<sup>1</sup> Patricia Gallagher, "Kroger to pare processing units," The Cincinnati Enquirer (February 1, 1989), p. B-9

<sup>2</sup> Patricia Gallagher, "Kroger counts on a cache of cash," The Cincinnati Enquirer (August 7, 1989), p. D-1

<sup>3</sup> Patricia Gallagher, "Kroger counts on a cache of cash," The Cincinnati Enquirer (August 7, 1989), p. D-4

な業績や業績不良の店舗の売却を背景に、借入金の返済を予定よりも早めに進めていた。すなわち、

(1) 優先条件付借入金を27.5億ドルから24億ドルに削減し、年度末迄に、さらに17億ドルに削減する見通しであった。

(2) 3億ドルの事業売却関連借入金（リストラクチャリングのために要したコストをまかなうために行った借入金）を予定よりも18カ月早く返済していた。

(3) 1989年の支払利息の金額を、当初予想の680百万ドルを35百万ドルないし40百万ドル下回って、638百万ドルと643百万ドルの間になる見通しであった。

一方、従業員関係の年金プランは、クローガー株式の保有数を高め、16百万株を、平均価格9.58ドルで購入していた。<sup>1</sup> その結果、従業員は、1989年8月現在でクローガーの発行済株式総数の約35%（リストラクチャリング前は6%）を保有するほどになった。<sup>2</sup> また、クローガーの今後の見通しについて、当初は、1989年には93百万ドルの赤字を計上する見通しであったが、8月現在では、2百万ドルの黒字を期待していると述べていた。さらに、Pichler は「キャッシュ・フローこそが鍵である」ことを強調していた。

一方、クローガーのリストラクチャリング開始直後、Pichler の説明を聞いて、キャッシュ・フローの伸びの見通しをベースにクローガーの株式を「買い」推奨するアナリストがいた。しかし、利益が低下するなかで、結果的に、1989年夏までにクローガーの株価が2倍以上にもなったことで、キャッシュ・フローを見直すアナリストが増え始めていた。この間、クローガーの経営陣は、引き続き、キャッシュ・フローの改善に努めるとともに、株価の上昇を期待して、アナリストに対してキャッシュ・フローの重要性を訴え続けていた。

---

<sup>1</sup> Patricia Gallagher, "Kroger to speed up debt repayments," The Cincinnati Enquirer (June 30, 1989), p.C-4

<sup>2</sup> Patricia Gallagher, "Kroger counts on a cache of cash," The Cincinnati Enquirer (August 7, 1989), p.D-1

付属資料 1

クローガーの貸借対照表

(百万ドル)

	1987.1.3	1988.1.2	1988.3Q	見積り 1988.3Q
<b>資産</b>				
現金および短期投資	212.16	113.45	132.30	138.30
売掛債権	261.73	252.57	252.95	252.95
棚卸資産	1,197.24	1,448.11	1,371.51	1,371.51
売却用固定資産	100.89	115.15	138.88	138.88
リストラクチャリング用売却資産	-	-	465.12	465.12
繰延所得税	27.21	40.45	2.95	2.95
前払金その他	148.38	185.75	235.28	235.28
流動資産合計	1,947.61	2,155.48	2,598.97	2,604.97
固定資産	1,968.47	2,136.90	1,872.91	1,872.91
受取ノート	35.88	22.35	20.23	20.23
投資その他	134.49	146.49	190.88	296.38
資産合計	4,086.45	4,460.13	4,683.00	4,794.50
<b>長期負債および</b>				
キャピタル・リースの当期分	50.66	28.87	23.46	450.81
短期借入金	10.34	315.16	178.12	-
買掛債務	912.37	1,005.31	1,126.74	1,126.74
その他流動負債	547.20	570.02	636.58	602.53
未払い税金	114.30	25.68	6.64	(10.17)
未払い特別費用	75.76	17.69	33.64	33.64
流動負債合計	1,710.62	1,962.73	2,005.17	2,203.55
長期負債	633.64	657.77	766.68	4,881.60
リファイナンスの必要な短期負債	-	100.00	-	-
キャピタル・リース	196.98	229.00	192.98	192.98
予定配当金	-	-	3,908.43	-
繰り延べ税金	292.18	292.49	324.21	318.15
その他	98.25	84.63	64.15	64.15
株主資本	1,154.77	1,133.51	(2,578.62)	(2,865.93)
負債および株主資本合計	4,086.45	4,460.13	4,683.00	4,794.50

資料: Kroger financial statements; Ruth E. Ketler, "Kroger Co.," Research Report of Drexel Burnham Lambert (March 14, 1989), p.19

付属資料 2

クローガーの損益計算書  
(百万ドル)

	1985	1986	1987	1988	1989E
売上高	15,967	17,123	17,660	19,053	19,066
売上原価 (FIFO)	12,283	13,139	13,683	14,765	14,747
LIFO修正	0	23	14	58	45
販売一般管理費	2,926	3,172	3,092	3,272	3,255
支払賃借料	202	226	237	258	254
減価償却費	195	211	223	254	245
支払利息	102	104	107	208	689
受取配当金・利息	18	13	11	10	9
リストラクチャリング他費用	-	164	(8)	195	-
税引前利益	277	96	323	52	(160)
所得税	177	40	140	17	(61)
純利益	160	56	183	35	(99)
1株当たり利益 (非継続事業を除く) (ドル)	1.81	1.72	2.20	1.71	(1.30)
1株当たり利益 (非継続事業を含む) (ドル)	-	0.60*	2.99*	0.24+	-
平均発行済株式数 (百万株)	88.35	86.87	80.41	79.26	60.00

	1990E	1991E	1992E	1993E
売上高	19,592	20,496	21,392	22,587
売上原価 (FIFO)	15,125	15,823	16,515	17,437
LIFO修正	40	41	43	45
販売一般管理費	3,307	3,438	3,574	3,761
支払賃借料	260	270	279	289
減価償却費	237	231	222	216
支払利息	642	647	623	592
受取配当金・利息	6	6	6	6
税引前利益	(13)	52	143	253
所得税	(5)	20	54	96
純利益	(8)	32	89	157

1株当たり利益 (非継続事業を除く) (ドル)	(0.10)	0.40	1.10	1.95
平均発行済株式数 (百万株)	80.50	80.50	80.50	80.50

注: 1986年と1987年の数字は、繰り延べ税の会計の変更のために遡及修正されている。しかし、1984年と1985年の数字は修正されていない。

#非継続事業の税引前利益 164百万ドルまたは1株当たり1.12ドルを含む。

\*特別累積差益63.3百万ドルまたは1株当たり0.79ドルを含む。

+非継続事業の税引前費用 195百万ドルまたは1株当たり1.47ドルを含む。

資料: Ruth E. Ketler, "Kroger Co.," Research Report of Drexel Burnham Lambert  
(March 14, 1989), p.19



付属資料 3

クローガーの資金運用表  
(百万ドル)

	1985	1986	1987	1988E	1989E	1990E	1991E	1992E	1993E
<b>源泉</b>									
継続事業からの純利益	160	56	183	35	( 99)	( 8)	32	89	157
減価償却費	195	211	223	254	245	237	231	222	216
非現金費用	-	-	-	17	130	116	134	154	178
繰り延べ税	36	( 40)	36	-	-	-	-	-	-
特別収入一年金	-	58	( 4)	-	-	-	-	-	-
会計処理変更の累積効果	-	-	63	-	-	-	-	-	-
会計処理変更の累積効果	-	-	( 63)	-	-	-	-	-	-
継続事業からの 営業源泉	390	285	438	305	276	345	397	465	551
非継続事業からの利益	21	( 4)	-	-	-	-	-	-	-
減価償却費	15	20	-	-	-	-	-	-	-
繰り延べ税	4	( 10)	-	-	-	-	-	-	-
営業源泉合計	430	291	438	305	276	345	397	465	551
優先株式発行	-	125	-	125	-	-	-	-	-
普通株式発行	116	21	12	( 25)	-	-	-	-	-
長期負債・リースの増加	185	171	210	4,150	200	116	133	155	178
買掛債務・撤退用借入金	-	-	-	630	-	-	-	-	-
固定資産処分	152	123	63	90	240	-	-	-	-
ドラッグ・ストア売却	-	406	19	-	-	-	-	-	-
不動産ファイナンス	-	-	-	65	-	-	-	-	-
資金源泉合計	883	1,136	742	5,340	716	461	530	620	729
<b>使途</b>									
資本支出	362	475	415	350	180	150	150	150	165
短期借入金の減少	(111)	112	(305)	236	-	-	-	-	-
普通株式の買い戻し	175	140	191	55	-	-	-	-	-
長期負債・リースの減少	59	241	48	463	426	244	343	442	450
配当金	88	93	91	66	0	0	0	0	0
特別現金配当	-	-	-	3,260	-	-	-	-	-
二次劣後条件付ディスカウント 負債	-	-	-	647	-	-	-	-	-
優先株式償還	-	-	-	-	250	-	-	-	-
売却用固定資産の増加	77	13	77	-	-	-	-	-	-
キャピタル・リースの増加	11	16	46	-	-	-	-	-	-
M & A 用支出金	260	-	-	-	-	-	-	-	-
その他(純)	( 19)	33	6	227	-	-	-	-	-
運転資本必要額	38	( 92)	271	( 60)	(115)	6	11	11	14
使途合計	941	1,030	841	5,244	741	400	504	603	629
現金の純増加	( 58)	107	( 99)	97	( 25)	61	26	17	100

\* 継続事業からの純利益は、見積ベースには反映されていない。

資料: Ruth E. Ketler, "Kroger Co.," Research Report of Drexel Burnham Lambert  
(March 14, 1989), p.19

付属資料 4

1988年12月初め現在で予想されたクローガーのリストラクチャリング前後の財務状況

	1987年	1989年
売上高	17.6 (10億ドル)	19.4 (10億ドル)
純利益 (損失)	183.3百万ドル	(93.0) 百万ドル
純利息費用		
(負債の利息)	106.9百万ドル	680.0百万ドル
資本支出	415.8百万ドル	203.0百万ドル
総資産	4.5 (10億ドル)*	4.6 (10億ドル)+
長期負債	780.3百万ドル *	4.9 (10億ドル)+
長期負債の1年以内返済額	22.0百万ドル *	406.6百万ドル +
株主資本	1.3 (10億ドル)*	2.7 (10億ドル)

\* 1988年6月18日現在。リストラクチャリング前の数字

+ 1988年の数字。リストラクチャリング後の数字

資料: Kroger financial statements, The Cincinnati Enquirer (December 5, 1988)

付属資料 5

1989年8月現在でのクローガーの変化状況

	1987年	1988年	1989年*
従業員数	170,000人	160,000人	165,000人
グロサリー・ストア数	1,317店	1,235店	1,245店
コンビニエンス・ストア数	889店	958店	965店
売上高	16.4(10億ドル)	17.5(10億ドル)	19.4(10億ドル)
純利益	257百万ドル	43百万ドル	2百万ドル
1株当り利益	34セント	3.11ドル	2セント
営業キャッシュ・フロー(EBITD)	649.3百万ドル	740.1百万ドル	823 百万ドル
負債合計	1 (10億ドル)	5.1 (10億ドル)	5.2 (10億ドル)
利息費用	92 百万ドル	191 百万ドル	678 百万ドル
資本支出	416 百万ドル	324 百万ドル	180 百万ドル

\* 会社側予想値

1987年および1988年の数字は、1988年のリストラクチャリングの過程で資産売却を行ったため、当初の数字を修正したものである。

資料: Kroger financial statements, The Cincinnati Enquirer (August 7, 1989),

p. D-4

付属資料 6

クローガ-の推定営業データ

年度末	1984	1985	1986	1987	1988
平均売場面積 (千スクヱ-フイ-ト)	35,946	36,367	37,400	39,234	41,625
スーパーマーケット	35,106	34,979	35,414	36,539	38,112
コンビニエンス・ストア	840	1,163	1,491	1,790	2,144
メンバー加盟倉庫	-	-	495	905	1,369
売上高/平均売場面積 (スクヱ-フイ-ト)	419.1	439.0	457.8	450.1	457.7
スーパーマーケット	412.3	434.6	454.7	439.2	444.0
コンビニエンス・ストア	370.4	347.4	322.0	334.3	346.0
メンバー加盟倉庫	-	-	346.3	330.6	429.9
売上高 (百万ドル)	15,063	15,967	17,123	17,660	19,053
スーパーマーケット	14,473	15,273	16,101	16,048	16,923
コンビニエンス・ストア	311	404	480	598	742
メンバー加盟倉庫	-	-	171	299	575
その他	279	290	370	714	813
売上高 - LIFO (百万ドル)	346.8	417.4	435.7	455.4	482.5
スーパーマーケット	334.0	401.0	411.7	430.3	449.1
コンビニエンス・ストア	12.8	16.4	24.0	25.1	33.4
税引前利益	239.6	277.0	95.2	323.1	51.8
店舗数	1,751	2,010	2,013	2,218	2,281
スーパーマーケット	1,318	1,362	1,272	1,317	1,310
コンビニエンス・ストア	433	643	735	889	958
メンバー加盟倉庫	-	5	6	12	13
平均店舗規模	20,529	18,093	18,579	17,689	23,066
スーパーマーケット	26,636	33,591	35,420	36,930	37,229
コンビニエンス・ストア	1,939	2,375	2,430	2,465	2,486
メンバー加盟倉庫	-	90,000	90,000	105,775	105,331
同一店舗売上高増加					
スーパーマーケット	4.2%	4.6%	1.9%	0.9%	1.1%
コンビニエンス・ストア	n. a.	n. a.	(11.6)	0.8	3.5E
メンバー加盟倉庫	n. a.	n. a.	n. a.	25.3	27.0E

(付属資料 6 次頁へ続く)

付属資料 6 (続き)

クローガーの推定営業データ

年度末	1989E	1990E	1991E	1992E	1993E
平均売場面積 (千スクエア・フィート)	40,730	40,271	40,564	40,759	41,435
スーパーマーケット	37,874	38,043	38,280	38,419	39,039
コンビニエンス・ストア	2,172	2,228	2,284	2,340	2,395
メンバー加盟倉庫	685	-	-	-	-
売上高/平均売場面積 (スクエア・フィート)	468.1	486.5	505.3	524.8	545.1
スーパーマーケット	461.8	480.5	499.7	519.7	540.5
コンビニエンス・ストア	359.9	374.4	389.4	405.0	421.1
メンバー加盟倉庫	-	-	-	-	-
売上高 (百万ドル)	19,066	19,592	20,496	21,392	22,587
スーパーマーケット	17,490	18,278	19,127	19,965	21,099
コンビニエンス・ストア	782	834	889	947	1,009
メンバー加盟倉庫	144	-	-	-	-
その他	650	480	480	480	480
売上高 - LIFO (百万ドル)	558.3	662.3	733.9	802.6	884.4
スーパーマーケット	523.1	624.8	693.9	760.0	839.0
コンビニエンス・ストア	35.2	37.5	40.0	42.6	45.4
本社雑間接費	38.1	39.2	41.0	42.8	45.2
支払利息	688.5	642.0	647.0	623.0	592.0
その他収入	8.5	6.0	6.0	6.0	6.0
税引前利益	(159.8)	(12.8)	51.9	142.8	253.2
店舗数	2,251	2,278	2,305	2,332	2,359
スーパーマーケット	1,268	1,270	1,272	1,274	1,276
コンビニエンス・ストア	983	1,008	1,033	1,058	1,083
メンバー加盟倉庫	-	-	-	-	-
平均店舗規模	21,985	22,199	22,311	22,420	22,527
スーパーマーケット	37,101	37,845	38,410	30,974	39,536
コンビニエンス・ストア	2,486	2,487	2,486	2,486	2,486
メンバー加盟倉庫	-	-	-	-	-
同一店舗売上高増加					
スーパーマーケット	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
コンビニエンス・ストア	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
メンバー加盟倉庫	-	-	-	-	-
食料品価格インフレーション @	3.0-	2.0-	2.0-	2.0-	2.0-
	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

注: drug stores は, 1986年第3四半期に撤退

+ 53週

\* 52週の期間に修正

# 食料品店の利益には, Price Savers, メンバー制倉庫クラブその他を含む

@ 家庭での食料品の消費者物価指数

資料: Ruth E. Ketler, "Kroger Co.," Research Report of Drexel Brunham Lambert  
(March 14, 1989), pp.9 & 11

付属資料 7

クローガーが店舗数の推移

店舗数	所在地	店舗数			
		1986	1987	1988E	1989E
Kroger	MW, S	1,032	1,050	1,043	1,041
Dillon	CO, KS, AZ	249	255	255	229
Dillon Food Stores	KS, MI, AK, OK	71	61	61	61
King Shoppers	CO	67	67	67	67
Fry's Food Stores	AZ	63	68	68	42
City Market	W, CO	38	38	38	38
Cerbes Supermarkets	MI	10	21	21	21
M & M Supermarkets	GA(Savannah)	11	12	12	12
スーパーマーケット合計		1,292	1,317	1,310	1,282
Kwik Shop	KS, NB, IO	150	162	205	205
Time Saver	New Orleans	140	142	145	145
Quik Stop	N, CA	111	114	117	117
Tom Thumb	FLA, ALA	98	102	106	106
Turkey Hill Mini	PA	183	191	200	200
Loaf 'N Jug	CO	53	63	70	70
Mini Mart	Northern Plain	-	115	115	115
コンビニエンス・ストア (Dillon Division)		735	889	958	958
ガソリン販売店数 - 比率		590-80%	720-81%		
Price Savers	UT, WS, CA, AL				
メンバー制倉庫		6	12	13	-
合計		2,033	2,128	2,281	2,240

資料: Ruth E. Ketler, "Kroger Co.," Research Report of Drexel Burnham Lambert  
(March 14, 1989), p.7

付属資料 8 KKRおよびクローガーの州別店舗数

州名	KKR		Kroger	
	Safeway	Stop & Shop		1989
Alabama			12	14
Alaska	11			
Arizona	85			46
Arkansas			33	36
California	222			
Colorado	96			97
Connecticut		72		
Delaware		4		
District of Columbia	22			
Georgia			85	100
Hawai	14			
Idaho	5			
Illinois			45	45
Indiana			82	82
Kentucky			80	84
Kansas	1			62
Louisiana			11	11
Maine		4		
Maryland	63	13		
Massachusetts		66		
Michigan			56	56
Missouri			9	24
Mississippi			28	29
Montana	12			
Nebraska	8			
Nevada	16			
New Hampshire		8		
New Jersey		32		
New Mexico	4			1
New York		11		
North Carolina		3	37	23
Ohio			170	169
Oklahoma				2
Oregon	92			
Pennslvania		11		
Rhode Island		10		
South Carolina			21	14
South Dakota	5			
Tennessee			95	92
Texas			158	158
Utah				2
Virginia	81	19	35	34
Washignton	160			
West Virginia			50	50
Wyoming	13			3
店舗数合計	1,193		1,007	1,234

売上高 (1987年 : 10億ドル) 18.3 4.3 17.7

資料: Chicago Tribune (September 25, 1988), p. 7-1: クローガーの1989年の数値については, The Kroger Co. Investors Fact Book • 1989

付属資料 9 クローガーの主要市場（店舗数10店以上）

市場	1988年		1989年		
	市場での順位	シェア(%)	店舗数	順位	店舗数
Atlanta, Georgia	1	26.1	69	*	66
Charleston				*	13
Cincinnati, Ohio	1	53.0	47	*	51
Columbus, Ohio	1	40.7	36	*	36
Dallas/Fort Worth, Texas	2	15.2	58	*	59
Dayton, Ohio	1	33.7	25	*	25
Denver, Colorado	1	40.1	74	*	52
Detroit				*	35
Houston				*	58
Indianapolis, Indiana	1	24.9	51	*	34
Little Rock				*	12
Louisville/Lexington, Kentucky	1	27.1	52	*	41
Memphis				*	26
Nashville/Knoxville, Tennessee	1	26.2	62	*	43
Peoria				*	11
Phoenix				*	27
Roanoke				*	12
Toledo				*	13
Wichita, Kansas	1	37.9	45	*	18
			519		632

\* マーケットでの順位が1位または2位の市場

資料: 1988年については, Edward F. Comeau, "The Kroger Co.," Research Report of Wood Grundy Corp. (April 15, 1988), p.8

1989年については, The Kroger Co. Investors Fact Book・1989

付属資料 10 クローガーの株価および取引株数

月日	終値	取引株数
前52週間の高安	23.375~38.25 <sup>F</sup> <sub>J</sub>	
8月29日(月)	36 1/2	128,800
30日(火)	36 3/8	236,400
31日(水)	36 1/4	118,400
9月1日(木)	35 3/4	227,600
2日(金)	36 3/8	353,600
6日(火)	36 5/8	170,500
7日(水)	36 1/2	243,000
8日(木)	36 3/4	239,300
9日(金)*	38	784,600
12日(月)	39 1/2	887,300
13日(火)=	51 1/4	7,145,900
14日(水)	50 3/8	5,532,700
15日(木)	50 3/4	2,753,100
16日(金)	51	3,559,100
19日(月)#	52 3/4	3,280,400
20日(火)+	56 1/4	2,639,200
21日(水)	55 3/4	2,426,400
22日(木)	56 1/8	2,521,200
23日(金)	55 3/4	962,500
26日(月)	56 1/2	1,901,100
27日(火)	55 3/4	1,280,600
28日(水)	55 5/8	1,285,400
29日(木)	55 1/2	1,198,800
30日(金)	56 3/4	1,880,300
10月3日(月)	56 1/4	1,470,800
4日(火)	55 1/4	1,222,300
5日(水)	58 3/8	3,349,600
6日(木)	58 3/8	2,756,500
7日(金)	58	2,981,600
10日(月) wi	9 1/2	1,223,600
11日(火) wi	9 3/4	435,100
12日(水) wi	8 1/8	5,675,900
13日(木) wi	8 5/8	4,973,200
14日(金) wi	8 3/8	4,031,000
17日(月) wi	8 5/8	4,381,400
18日(火) wi	56 3/8	1,888,000
19日(水) wi	8 3/8	3,060,600
20日(木) wi	57 1/2	1,502,100
21日(金) wi	9 3/8	2,660,400
22日(土) wi	9 3/4	1,179,700
23日(日) wi	9 3/4	4,747,300
24日(月) wi	57 3/4	1,777,000
25日(火) wi	9 7/8	5,066,400
26日(水) wi	57 1/2	1,116,500
27日(木) wi	9 5/8	1,385,200
28日(金) wi	57	1,068,100
29日(土) wi	9 3/8	1,286,700
30日(日) wi	57 1/8	1,375,300
11月1日(月) wi	9 3/8	1,143,100

\* Hafts がクローガーの株式を取得するについて連邦政府の認可を受けた日

= クローガーがリスストラクチャー案を発表した日

# Hafts が、クローガーを買収して自社と合併するという提案を発表した日

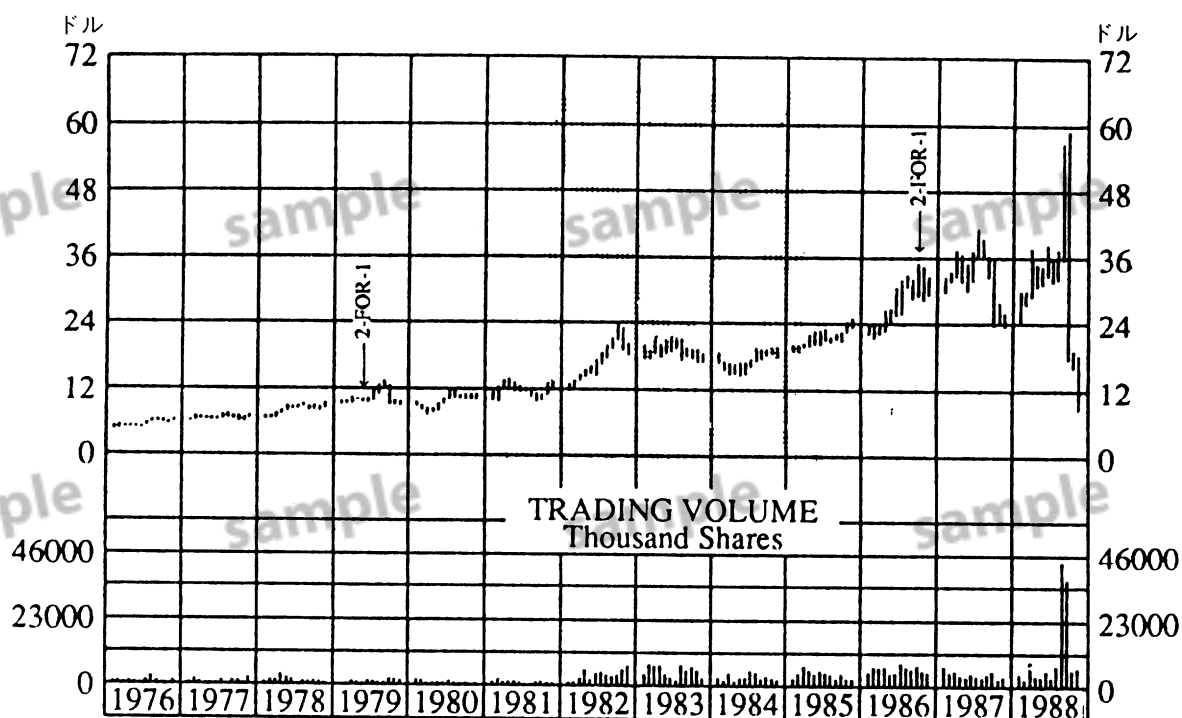
+ KKR が、クローガーを買収して非公開会社にするという提案を発表した日

++ KKR が、クローガーへの買収提案を撤回することを発表した日

wi - when issued 配当権利落ちの株価



付属資料 10 (続き)



クローガーの  $\beta$  値 = 0.8

(Ruth E. Kettler, "Kroger Co.," Research Report of Drexel Burnham Lambert (March 14, 1989))

付属資料 11

株式市場収益率

A. ニューヨーク証券取引所指数の(複利)増加率(配当利回りを含まず)(%)

計測年	購入年										年末の指数	
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987		
1978												53.62
1979	15.5											61.95
1980	20.5	25.7										77.86
1981	9.9	7.1	8.7									71.11
1982	10.9	9.4	2.0	14.0								81.03
1983	12.2	11.3	6.9	15.7	17.5							95.18
1984	10.3	9.2	5.5	10.7	9.1	1.3						96.38
1985	12.4	11.9	9.3	14.3	14.5	13.0	26.1					121.58
1986	12.6	12.2	10.1	14.3	14.4	13.3	19.9	14.0				138.58
1987	11.1	10.6	8.5	11.7	11.3	9.8	12.8	6.6	-0.3			138.23
1988	11.3	10.8	9.1	11.9	11.6	10.4	12.8	8.7	6.2	13.0		156.26

資料: NYSE, Fact Book 1993 (NYSE, Inc., April 1994)

B. 配当利回り (%)

1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
5.3	5.5	5.3	5.2	5.8	4.4	4.6	4.3	3.5	3.1

資料: スタンダード・アンド・プア (日本銀行調査統計局, 外国経済統括年報 (1990年10月), p. 49)

付属資料 12

アメリカの利率 (%)

	1985年	1986年	1987年	1988年	1988年			
					9月	10月	11月	12月
財務省証券								
3カ月	7.47	5.97	5.78	6.67	7.24	7.35	7.76	8.07
国債								
1年	8.42	6.45	6.77	7.65	8.09	8.11	8.48	8.99
5年	10.12	7.30	7.94	8.47	8.69	8.51	8.79	9.09
10年	10.62	7.67	8.39	8.85	8.98	8.80	8.96	9.11
30年	10.79	7.78	8.59	8.96	9.06	8.89	9.02	9.01
社債								
Aaa	11.37	9.02	9.38	9.71	9.82	9.51	9.45	9.57
Aa	11.82	9.47	9.68	n. a.	10.06	9.71	9.72	9.81
A	12.28	9.95	9.99	10.24	10.34	9.99	9.99	10.11
Baa	12.72	10.39	10.58	10.83	10.90	10.41	10.48	10.65

資料: Federal Reserve Bulletin

付属資料 13

株式市場上場の主要食品小売会社の比較  
(単位: ドル)

会社名	1988年 10月13日 終値	株価 直前52週間 高値 / 安値		EPS*		1988年 # 推定売上高	# マージ ン
				1988	1989		
Albertson's	35 5/8	38 3/4	20 1/4	2.28	2.53	6.5 (5.87)	2.31%
American Stores	55 5/8	73 3/4	41 1/2	3.93	4.00	18.5 (14.27)	0.57
Bruno's	10 3/8	12 7/8	8 1/4	0.65	0.77	2.0	2.16
Food Lion	10	12 7/8	6 1/2	0.36	0.45	3.8	2.92
Giant	24 1/4	25 7/8	12 1/8	1.48	1.69	3.0	3.17
Great A & P	46 3/4	47 1/2	29	3.27	3.72	10.0 (7.83)	1.28
Hannaford	46	50	27 1/2	3.03	3.43	1.3	2.23
Kroger Co.	56 3/8	59	23 3/8	2.58	2.86	19.1 (17.66)	1.10
Vons							
Companies	11 1/8	11 3/8	6	0.18	0.56	3.1 (3.18)	0.18
Winn-Dixie Stores	45	47 3/4	37 1/2	2.93	3.35	9.1 (8.80)	1.16

\*ウォール・ストリートのアナリスト達が合意した当年度および来年度の推定値  
(Zacks Investment Research)  
#売上高 (単位: 10億ドル) および純利益マージン (Value Line Investment Survey)

資料1: USA TODAY research in USA TODAY (October 14, 1989), p. 3B

売上高の( )内の数字は1987年分。なお、上記会社以外の主要会社の1987年売上高は、Safeway Stores (18.30), Supermarket Genereal (5.09), Publix (4.15) Grand Union (2.75)である。なお、1988年5月に、American Stores は、Lucky Storesを買収した。

資料2: Prudential Bache Securities, The New York Times (September 21, 1988), p. D1

主要小売会社10社についての推定価値ギャップ  
(1986年11月現在)

	(1) 1株当り 株価	(2) 1株当り価値 (リストラクチャー後)	(3 = 2 - 1) 1株当り 価値ギャップ	(4 = 3/2) 価値ギャップ (パーセンテージ)
Best Products	11.75 <sup>ドル</sup>	29.14 <sup>ドル</sup>	17.39 <sup>ドル</sup>	60%
Osman's Sporting Goods	13.75	33.26	19.51	59
Service Merchandise	11.00	22.55	11.55	51
Great Atlantic & Pacific	22.50	38.27	15.77	41
Kroger	32.63	52.84	20.21	38
Dayton-Hudson	43.00	65.61	22.61	34
Stop & Shop	54.25	76.68	22.43	29
Supermarkets General	28.25	39.19	10.94	28
May Department Stores	36.13	48.22	12.09	25
Gordon Jewelry	19.63	26.14	6.51	25

資料: Stuart M. Robbins, "Recent Breaking Up That Old Gang of Ours," Donaldson, Lufkin & Jenrett (November 17, 1986) in William E. Fruhan, Jr., "Corporate Raiders: Head'em Off at Value Gap," Harvard Business Review (July-August 1988), p. 65

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

---

---

複製 許 不 慶應義塾大学ビジネス・スクール

---

慶應義塾大学ビジネス・スクール

---

Contents Works Inc.