



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

参考資料

1980年代後半において、アメリカのグローサリー（食品小売）業界において企業買収が増大した。この資料においては、このアメリカのグローサリー業界における企業買収が増大した背景を概説する。第II部においては、グローサリー業界を中心に企業買収活動の帰結を論ずる。さらに、第III部においてはクローガーのケースを中心に企業買収への対応策を検討する。最後に、第IV部において、日本企業にとっての企業防衛についての示唆を検討する。

I. グローサリー業界における企業買収増大の背景

企業買収にあたっては、事業会社を買収する場合と、企業買収専門会社が負債比率を高めたレバレッジド・バイアウト(Leveraged Buyout, 通常LBOとも言われる)の形をとって買収する場合とがある。1980年代後半期のグローサリー業界における企業買収の増加の背景には、この後者のLBO型買収によるものが多い。

そのような企業買収が食品小売業において増加した理由としては、いくつか考えられるが、とりわけ、買収企業側の株主資本価値評価基準と資金調達能力の変化、被買収企業側の業界におけるサービス提供形態の変化と、それに伴う規模の経済についての評価の変化が関係していると思われる。

A. レバレッジド・バイアウトの増加

1980年代後半期には、巨大企業をレバレッジド・バイアウト(LBO)の方法によって、上場廃止して、非公開の状態にもっていくとともに、その企業を分割解体する方法が増加した。1988年までの3年間だけで、LBOにより、500社以上が、上場廃止をして非公開会社になっている。

この資料は、慶應義塾大学経営管理研究科教授の鈴木貞彦が、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、作成したのものである。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。(1994年10月作成)

このようなLBOの動きは、1960年代および1970代に行われたコングロマリット化の動きや、1970年代後半から1980年代前半の多角化の動きが、1980年代後半になって修正された結果であると見ることもできる。すなわち、多角化によっても十分な株主資本価値が創造されなかったことについての企業外部からの株主資本価値修正が始まったと言えよう。5
そのためには、多角化がどのような理由で行われたかも見しておく必要がある。特に、1960年代後半から1970年代初めに行われたコングロマリット化は、主に「フィナンシャル・エンジニアリング」によって1株当たり利益を高めるために行われたケースが多い。したがって、オペレーション面でのシナジー効果については、十分な能力のない企業が多角化を行ったケースが多い。一方、1970年代後半から1980年代に入ってから、新分野への進出などオペレーション面での多角化が行われた。しかし、その多角化は、企業規模の拡大 10
には結びついたかもしれないが、必ずしも高い株主資本価値の創造には結びついていないケースが多かった。

B. 株主資本価値の評価方法の変化

一方、そのアメリカ企業を評価するアメリカの資本市場において、機関投資家の比重 15
が高まるにつれて一層、会計上の利益をベースにした株価評価が強まってきている。このことは、アメリカ企業にとっては、早めに利益を出さない限りは、たとえ将来的に利益が期待できる部門を抱えていても、企業全体の利益にはつながらず、株価も抑えられる状況になっていた。すなわち、「部分」としては、将来性のある事業であっても、あるいは、特定の第三者にとっては高い価値のある事業であっても、「全体」の価値を評価するはず 20
の株式市場での株価形成には反映されないケースが多かったと言える。

一方、LBOのように、企業解体による価値創造が可能になってきたのは、株式市場によって形成される企業「全体」の総合価値が、相対取引において買収側が付ける「部分」の価値合計よりも少ないという不均衡状況が特に顕著になってきたことが認識されたことによるものである。すなわち、株主資本価値を巡る評価方法の相違に基づく不均衡の発生 25
とそれを認識した専門家の出現は、LBOによって価値評価の裁定を行なうことを可能にしてきたと言える。しかも、これらLBO専門家は、「部分」の売却による「処分」キャッシュ・フローを反映させた評価方法を重視している。このため、株式市場での株価形成が利益重視でとどまる場合には、これら専門家にとっては、裁定の余地のある会社を見つけ出すことが可能となってきている。 30

このような状況から、潜在的なキャッシュ・フローは大きいものの、会計上の利益の低い会社は、買収の恰好の対象となる。しかも、株式市場での評価は、機関投資家がポートフォリオ運用をする傾向が強まるほど、同一業界内での比較ではなく、全業種の期待リターンとリスクという評価枠組みの中で比較する傾向が強まってくる。このことは、会社を経営者にとっての自社の株価を高めるためには、会社の資産の活用を、全業種的の利益 35
水準を念頭に入れながら、高めていく必要があることを一層強く示唆するようになっていく。すなわち、資産の活用において、たとえ同業他社と比べて遜色なくとも、その資産が、他業種の人々からみて、より有効に活用できる可能性がないかどうかの「審判」を常にしながら経営することが益々必要になっている。

一方において、買収した会社を経営することが最終目標ではなく、それをさらに転売 40

することによって利益を上げようとする「フィナンシャル・バイヤー」にとっては、「処分」キャッシュ・フローが重要である。このため、経営者としては、所有資産から「処分」キャッシュ・フローに相当する「経営」キャッシュ・フローをあげているのかを自ら「審判」しておく必要がある。「フィナンシャル・バイヤー」は、たとえ株式市場で形成されている株価をベースにして企業買収をしても、その企業の「部分」売却することによるキャッシュ・フローの見返りが十分であるかどうかで、LBO の意思決定をすると思われている。したがって、経営者としては、公開市場での自社の株価が、キャッシュ・フロー重視に基づく相対取引市場での「株価」と乖離がないかどうかを常時監視しておく必要がある。この格差が存在する以上は、会社がレバレッジド・バイアウトの対象となる可能性は高いと思われるからである。 10

さらに、株式市場で評価される株価がLBO 専門家が評価する価値と乖離する場合には、裁定が働くことになれば、株主資本価値形成上の不均衡は次第に縮小することになるであろう。そして、いずれは、株主資本価値形成の不均衡を理由にした企業買収の機会は少なくなるであろう。

ところで、株主資本価値評価方法にもとづく不均衡の発生は、LBO の必要条件ではあるが、充分条件ではない。そのためには、資金調達能力の変化も検討する必要がある。 15

C. 買収資金力の増大

従来は、株式市場が企業に付ける「全体価値」と、相対取引における企業の「部分価値」の合計が乖離していても、資金力の不足からその乖離について裁定を行えるだけの能力のある買収者が存在しなかった。このため、規模の大きいことは、買収に対する自然の防衛になっていた。つまり、取引単位の大きいことが、企業の市場価値と「部分」の合計価値との間に不均衡が発生しても、その不均衡を埋めることを妨げていた。 20

しかし、1980年代に入ってから、この取引単位が高いというだけで、均衡化への裁定行動を制約する要因が弱まってきた。その背景としては、機関投資家の増大があり、それに伴って、個々の投資家が投資する年金ファンドの増大がある。それらファンドのマネジャーは、有利な投資先に投資して高い収益率を上げる必要がある。さもなければ、ファンド自体に資金が集まらなくなり、市場から消滅するだけである。そして、このようなファンドが、その資金の投資先として、LBOを行う会社を対象とするようになってきた。 25

この動きは、もうひとつの資金調達上のフィナンシャル・テクニクであるジャンク・ボンド（低格付けだが、高利回りの債券）の開発と密接に関係している。すなわち、LBO を行う際に、被買収企業の資産を担保として発行される債券の開発である。この債券は、標的企業を買収した後にその資産を売却するか、リストラクチャリングすることによって得られると予想されるキャッシュ・フローによって返済されることになる。しかし、予定通り債券の返済源資が得られるかどうかは、資産の売却というかなり不確定な要因に基づいている。したがって、格付けも低くなる。しかし、予定通りに売却やリストラクチャリングが可能になる場合には、買収の際の資金の構成が、大部分負債であるだけにレバレッジ効果が働いて、非常に高い収益をあげることが可能になる。そのため、債券の利回りも高くして発行することが可能になる。本来、このような低格付けであれば、たとえ高利回りであっても、購入する投資家も限られる。しかし、一方では、このような低格付 40

だけでも、数多くの種類の債券を組み合わせてポートフォリオを組んでリスクを分散する手法が開発されるようになった。特に、このようなジャンク・ボンドは、収益率を高めたい生命保険会社やミューチュアル・ファンドなどが購入しているが、これらの機関投資家は、資金の投資先を分散しており、たとえジャンク・ボンドのリスクが高くても、自社の投資ポートフォリオにおいてリスク分散を図ることが出来ると考えているようである。この
5
ようなタイプの投資家層の増大は、前述のファンドの考え方に加えて、LBO 型の企業買収
専門会社の資金調達力を大幅に拡大することを可能にするようになってきた。

その結果、このようなファンド資金を背景にした企業買収の専門会社が、巨大企業の買収にも乗り出すようになった。そのなかでも最大の買収会社が、Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (通称, KKR)である。これらLBO 型買収専門会社は、運用する投資資金の
10
うち自己資本は10%位で、残り90%は負債によって賄っている。また、これら負債の約50%は、銀行からの借入である。残り50%は、ジャンク・ボンドの発行によって調達している。

一方、このように、LBO 型買収専門会社の資金力が増大したことは、買収される側として、以前のように規模の大きいこと自体が防衛になるという論理は適用できなくなった。
15
会社の規模の大きいことは、かえって、買収対象になりやすい側面も作り出すようになった。

D. 企業買収側からみたグロサリー会社における特徴

グロサリー業界では、これまでも、企業買収が多く見られた。しかし、1986年11月
20
に、Safeway の42.4億ドルのレバレッジ・バイアウトが成功して以来、買収の金額と頻度は、特にすさまじい規模で進行した。1987年1月から1988年9月までの期間で、100億ドル以上のリストラクチャリング、LBO, テークオーバーがグロサリー業界で見られた(第1表参照)。

このような流れの一般的背景として、Ryan Mathews (Grocery Marketing 誌の上級副
25
編集長)は、「レーガン政権のもとで、独占禁止法や証券取引法を執行すべき連邦取引委員会や証券取引委員会が、その牙を抜かれてしまったこと。大統領が、レッセフェール資本主義を非常に強く支持しており、市場がそれ自身の行く先を決めるという考えをもって
30
いることが、FTC とSEC にも自ずと影響を及ぼしており、現在のようなマージャー・マニアを作りだした」と指摘していた。¹

¹ David Ivanovich and Al Andy, "Merger mania rings up cartload of grocers," The Cincinnati Post (September 21, 1988), p. 6A

第1表 食品小売業界の買収事例

Safeway Stores (Oakland, California)
1986年6月に、Hafts によるテークオーバーを回避するために、KKRに、レバレッジドバイアウトの方法で買収された。旧Safewayの一部は、Vons Companies等の買い手に売却された。
Supermarkets General Corp. (Woodbridge, N.J.)
1987年3月に、Merrill Lynch がまとめた18億ドルのマネジメント・バイアウトによって、上場を廃止した。この場合でも、Hafts はその買収に失敗している。
Stop & Shop (Boston)
1988年1月に、Hafts の攻撃を受けたが、KKR がここでも登場して、13億ドルのバイアウトを支援した。
Lucky Stores (Deblin, California)
New Yorkの投資家であるAsher Adelman に攻撃をかけられたが、その時は防衛に成功した。しかし、後に、American Stores (Salt Lake City)に売却せざるをえなくなった。売却価格は25.1億ドルであった。
Ralphs Supermarkets (California)
以前、シンシナティのFederated Department Stores が所有していたが、Campeau Corp. が Federated を買収した結果、1988年夏に独立の子会社としてスピン・オフされた。
その他買収されたスーパーマーケットの一例
Piggly Wiggly Southern Inc. Tops Markets Boys Markets

資料: David Ivanovich and Al Andry, "Merger mania rings up cartload of grocers," The Cincinnati Post (September 21, 1988), pp.1A and 6A

1. キャッシュ・フローの安定性と分割容易性

このような前提のもとで、グロースリー業界で、LBOが多いことについて、Howard Davidowitz (Howard Davidowitz & Associates の会長) は、グロースリー業界に特有な要因として、次のような共通点を指摘している。¹

- (1) 巨額のキャッシュ・フローを持っていること、
- (2) 不況抵抗力をもっていること、
- (3) 多くの事業部を抱えている会社が多いが、分割するのが容易であること、
- (4) 不動産として60年や70年も経た資産を多く保有しているにもかかわらず、その簿価は、当初の購入価格で計上されていることが多く、過小評価されていること。

同様の点は、Charles Cerankosky (Prescott Ball & Turben Inc. のアナリスト) によっても指摘されている。² すなわち、「テークオーバー活動の最大の理由は、近年、テークオーバーに利用できる資金量が出てきたこと」を指摘するとともに、「これらのファンドのマネジャーが食品チェーンが多額の不況抵抗力のあるキャッシュ・フローをもっていることに気づいたからである。しかも、これら小売会社は多くの小規模の事業単位をもっている。したがって、買収後に資産売却が必要となっても、それらは、他のチェーンやオペレーターに売却可能である」² と述べている。このように、グロースリー業界における安定的なキャッシュ・フローと容易な事業分割可能性が、レバレッジ・バイアウトを促進する大きな要因になっていると思われる。

2. アメリカにおけるグロースリー業の「規模の不経済」の増大

一方、The Economist 誌は、クローガーに対するテークオーバーの背景に関連して、アメリカにおいては、食品小売業において「規模の経済」はあまり期待できず、かえって、「規模の不経済」のほうが強くでてきていることを指摘している。その結果、規模の大きい地域的に分散している大企業は、かえって買収の目標になりやすいことを指摘している。³

³ すなわち、

「アメリカのグロースリー業界において、巨大になることのメリットは、広告の分野だけである。アメリカでは、効率的なディストリビューション・システムがある。中規模の企業は、マーケティングや輸送サービスを、自社で持つよりも、外部から買うことができる。この業界に多くの企業が群雄割拠していることは、この業界において

¹ David Ivanovich and Al Andy, "Merger mania rings up cartload of grocers," The Cincinnati Post (September 21, 1988), p. 6A

² Joyce M. Rosenberg, "Supermarkets cut out the fat : Fearing takeovers, grocers search for ways to boost profits," The Cincinnati Enquirer (August 28, 1988), p. I-1

³ "American grocers : Biting the hand that feeds," The Economist (October 1, 1988), pp. 76-77

は地域レベルを超えて規模の経済がほとんどないことを意味している。

...

規模の経済がないだけでなく、規模の大きいことが不利になる要因も見られる。例えば、大きな小売会社のスタッフは組合に属している。彼らは、小規模の競争相手の組合組織化されていない人々よりも高い賃金と良い雇用条件を得ている。一方、大企業は、顧客の嗜好の変化の速さについていくのに苦勞している。この点は、特に、新しい小売業態（ハイパーマーケット、特別のグルメ食品ストア）に参入するときや、一般小売会社が食品分野に参入するときには不利となっている。

...

グロサリー業界において、大きいことはもはや『美しいこと』ではなくなっている。何からの形で瘦せることが不可欠のように見える。」

このように、前述のキャッシュ・フローの安定性と企業分割の容易性の条件に加えて、「規模の不経済」の存在することが、アメリカのグロサリー業界におけるテークオーバーの潜在的可能性を高めたことが示唆されている。そのことが、LBO 型の企業買収の可能性を高めていたものと思われる。

II. 企業買収活動の帰結

A. 経営資源の効率的活用

企業買収のメリット・デメリットは、これまでも数多く議論されてきたところである。その評価はどのような評価基準に基づくかによっても異なるであろう。しかし、そのなかでも、最も重要視されているのは、経営資源の活用という観点からの評価である。すなわち、企業買収を行なう側からは、企業買収は「業績をあげていない経営者から、会社を救う適切な方法」であるとの主張が頻繁に聞かれるが、そのような経営資源の効率的な活用に関するアプローチが、最も多く議論される場所である。

このような視点は、ケース「クローガー」のリストラクチャリングについても指摘されたことである。アナリストのLinda Morrisは、クローガーは、Hafts やKKR が出てくる前に、リストラクチャリングを部分的に進めていたことは事実である、と認めていた。しかし、テークオーバーの脅威にさらされなかったら、クローガーのケースに見られるような費用削減計画を進めることはなかったであろう、と推察している。また、アナリストのGiblenは、テークオーバーの脅威が出てくるまで、クローガーは、「再建策が丁度実りつつあると本当に信じていたふしがある。もし、TOB の脅威がなければ、クローガーのリストラクチャリングは『氷山が動くようなスピード』しか進まなかったであろう」と述べていた。¹

たしかに、クローガーがリストラクチャリング案を真剣に策定することになった背景には、Hafts からの買収脅威があったことは事実である。しかも、KKR というレバレッジ

¹ Patricia Gallagher, "Hafts' interest pushed Kroger into expensive restructuring," The Cincinnati Enquirer (October 24, 1988), p.F-4

ド・バイアウトの「真打ち」の登場が、クローガーが、1988年10月に、本社社員 300人の解雇というさらに厳しいリストラクチャリングに踏み切った原因であると言えよう。このようなリストラクチャリングの結果、クローガーの経営陣も認めるように、経営面では焦点の絞った効率のよいオペレーションの出来る会社になっている。

このような、クローガーの経験は、クローガーだけにとどまるものではない。例えば、5 KKR のLBO によって、会社を買収されたSafeway のPeter A. Magowanは、LBO によって、会社の規模が縮小し、焦点の絞った経営を行うようになった結果、会社の業績はLBO以前よりは、はるかに優れたものになったことを指摘して、LBO の効用を認めている。しかし、それと同時に、経営陣が、LBO をかけられる前に、ドラステックなリストラクチャリングを、自分達でやれなかったことも認めている。ただ、何事もなく業績を上げているとき 10 には、経営陣がドラステックなリストラクチャリングを行おうとしても、従業員（組合も含む）の協力は得られる環境になかったことを指摘している。会社内部の関係者は、過去の業績や他社の業績との比較で会社の生存可能性を判断しがちである。しかし、資本市場の参加者、とりわけ、企業買収を考える人々は、同業者に限られず、株式市場価値と相対取引価値のギャップ、すなわち、価値ギャップでもって、会社を判断する。このような 15 価値ギャップは、たとえトップ経営陣が価値ギャップを認識しても、その観点からのリストラクチャリングは、外部の圧力なしには容易に説得出来るものではないのかもしれない。このため、Magowan は、自分の経験から、問題提起の仕方から変えていくことが必要であると指摘している。すなわち、価値ギャップの認識に結びつきやすい問題提起をする 20 必要があると指摘している。¹

従来の問題提起	新しい問題提起
<u>リストラクチャリングについて:</u> どれだけ切り詰めることができるのか	この事業を運営するのに何をしなければならないのか
<u>組合について:</u> どれだけ妥協をしてくれるのか	(非組合組織の会社に対して) 事業部の売却についての取捨選択を示す
<u>資本予算について:</u> 競争力に勝つにはどうすればよいのか	この投資はどれだけの収益を生み、他の投資案件や負債のコストと比較してどうなのか
<u>事業部の業績について:</u> どれだけ業績を改善できるのか	この事業部を存続させるの値するほどの業績をあげられるのか

これは、資本市場のなかで経営をする場合には、単なる同業者との比較だけでは済まないこと、しかも、過去の業績との比較だけでも済まないことを指摘している。企業買

¹ Peter A. Magowan, "The Case for leveraged buyouts - and change." Progressive Grocer (May 1989), pp.50-52

収をかけてくるのは、同業界に限らず、他の業界からの可能性も高い。そうなると、資本市場における共通の尺度で会社の状態を判断することが必要である。つまり、他の経営者が企業買収をかける側に立って自社の企業価値を評価していることが必要になる。

しかし、外部の脅威がないときに、はたして過激な変化が可能であろうか。Magowan は、自分の経験からもそれは難しかったと告白している。しかし、今後は、企業が生存していくためには、常に変化に抵抗せずに、変化に挑戦するような経営体制を作りあげることが必要であると力説している。そして、Safeway の場合、はからずも、LBO によって、残った従業員の結束は固まり、チームとしての認識も強まり、目標も共通の形で明確化し、その結果、業績が改善したことを指摘している。

B. レバレッジ・ジアウトの問題点

1. 会社自体の問題

しかし、一般的には、買収に成功しても、あるいは、防衛に成功しても、いずれもその過程で被買収対象会社が多額の負債を抱えることになっている。買収形式がレバレッジ・バイアウトの場合には、大部分の資金を負債の形によって調達している。したがって、買収後の資金回収行動の成果いかんによって、そのリスクは大きなものとなる。また、防衛するほうは、自社を魅力のないものにするために、買収者にとっての「毒薬」となることを期待して、自分にとっても毒薬である負債を飲み込むことになる。したがって、たとえ防衛に成功しても、解毒するために、手荒い措置をとらざるをえなくなる。主な手段としては、次のようなものが指摘されている。

1. 資産の売却
2. 管理職および従業員の解雇
3. 研究開発費の抑制
4. 設備投資の抑制
5. 社会事業・慈善事業への貢献の抑制

このような結果として、往々にして、競争力すら弱体化させる場合もでてくる。クローガーの場合には、Safeway のLBO 以来、グロースリー業界の大手の多くが企業買収の波に洗われ、その結果、大幅なリストラクチャリングに追い込まれている。このため、クローガー自体が相対的に競争力を弱体化させた度合は軽微に済んでいる。しかし、同業者のなかで、単独で企業買収にともなってリストラクチャリングに追い込まれた場合には、競争力が弱体化して、結局、会社の生存可能性は弱まる。クローガーの場合には、グロースリー業界という比較的国際競争の矢面に立たされる度合の弱く、基本的にはアメリカ国内での競争が支配する業界であった。しかし、メーカー等の場合には、海外のメーカーとの競争に、常に曝されているだけに、企業買収に関連したリストラクチャリングにともなう競争力の弱体化は、たとえ一時的なものであっても、会社の存立を危うくする可能性が高い。

2. 社会的な問題

一方、事業活動の縮小や従業員の解雇に伴って、社会的な問題も発生してくる。例えば、シンシナティ市では、Campeau に買収されたFedrated Department StoresやLazarus Department のほかにも、地元企業が買収されており、クローガーはシンシナティ市の地

元企業としては6番目となっている。しかも、クローガーは、従業員数では、シンシナティ市で第2の規模の会社である。このため、シンシナティ市においては、この社会的な問題は特に強烈に感じとられている。すなわち、企業買収の対象となった企業のリストラクチャリングに伴って、幾つかの問題が生じていることが指摘されている。¹ すなわち、

1. 地域社会の税収の減少
2. 寄付金および慈善事業への支援の減少²：金額の減少に加えて、地元企業が買収された場合、本社機能も移転する可能性が高く、地元社会への支援が減少することも不安視されている。例えば、Federated Department Stores の場合、そのフィランソロピー事業もCampeau の組織に吸収され、従来の地元社会への寄付金は減少すると見られている。また、クローガーについても、たとえ独立性を保つことに成功したとしても、その後の厳しいリストラクチャリング過程に鑑みて、地元の非営利機関への貢献金額の減少が憂慮されている。
3. 再就職斡旋などの公共コストの増大
4. 家庭不和・自殺
5. ストレス：従業員は、買収交渉中には、将来の不安からストレスが増え、入院を必要とするものもでくる。³

一方、このM&Aの嵐のなかで、グローサリー業界において、組合側もメンバーを20,000人以上も失っていた。このため、The United Food and Commercial Workers International Unionの調査関係の Leslie Nultyは、「現在起きているのは、スーパーマーケットの資金が、ウォール・ストリートのマネー・マシーンに吸い取られているということである」と批判している。⁴

このように、企業買収は、対象とされた企業の所在する社会およびその住民にとっても、大きな問題を惹起するものと見られている。

III. 買収防止策

企業買収は、通常の事業会社が、自社で経営する目的でもって行なう場合と、転売を

¹ "Corporations ; America is paying a high price for hostile takeover attempts," The Cincinnati Enquirer (September 17, 1988), p. 4

² David Ivanovich, "Wary charities eye battle for Kroger," The Cincinnati Post (September 23, 1988), p. 1A

³ Miriam Hill, "Takeover : Stress for line workers," The Cincinnati Enquirer (October 3, 1988), p. C-4 ; Adam Schor and Richard Green, "Kroger slashes ; 300 lose jobs; Workers caught up in takeover battles," The Cincinnati Enquirer (October 7, 1988), pp. A-1 & 16

⁴ David Ivanovich and Al Andry, "Merger mania rings up cartload of grocers," The Cincinnati Post (September 21, 1988), p. 6A

目的とする、いわゆる「フィナンシャル・バイヤー」と言われる企業買収専門会社が行なう場合とがある。特に、後者の場合には、KKRのようなLBO型の企業買収専門会社が多いが、1980年代後半の時期におけるLBOの増大は、従業員の年金制度の基金が、外部の投資運用者、すなわち、機関投資家に委ねられる金額が増大した結果、それが、LBO資金の主要源泉になって、LBO型買収を増大させた、という見方もある。このため、従業員の基金が「外部」株主のなかに、従業員の利益と対立する強力な株主を作り出したことになる、との指摘さえ見られるようになっている。¹

以下においては、このような企業買収への対抗策を、クローガーがとった対抗策を中心に検討してみることにする。

A. 自社株式の買い戻し

クローガーの場合には、最初に行った買収対抗策として、株式市場から、10百万株ほどの株式を買い戻していた。この方法は、直接の効果としては、1株当たり利益を高め、株価を上昇させることによって、買収側の意図を挫くことも狙ったものである。

しかし、この方法が買収防止策として有効なのは、株価が有意に高まることが期待できる場合である。さらに、この方法の問題点は、自社株化した株式には議決権はないことである。したがって、買収側の既存の持ち株比率を高めるという逆効果もあり得る。このため、自社株式の購入の効果は、買い戻しプログラムにおいて、買い戻した株式を、どのように活用するかによっても、異なってくる。

自社株式の買い戻しは、中長期的には、株主資本価値を高めるという必然性はないことで問題となっている。すなわち、自社株式の購入は、株主資金の投資であり、自社株式の購入と言えども、それが一次的所有でない場合には、純現在価値を高めることが必要であり、その期待収益率が資本コストを上回ることが必要である。ところが、自社株式の購入に資金を投入をすることは、株主が自分で株式市場で出来ることである。このため、企業の経営者が自社株式を買い戻すのであれば、株主としては、経営者に資金運用を委ねるメリットはなくなるであろう。もし、自社株式の買い戻しが株価を高める効果があるとなれば、株主資本と利付負債とのスワップによる効果にとどまるであろう。

B. Poison Pills「毒薬」

クローガーの場合、リストラクチャリングを行なうにあたって、配当金を払うことによって、余剰現金を「処分」し、さらに、その配当金の支払いのために膨大な借金を抱えることによって、買収攻撃をかわそうとした。つまり、クローガーにとっても、余裕資金を放出するとともに、負担のかかる資本構成を自ら作り出した。これは、買収攻撃者が、クローガーを買収した場合には、膨大な負債のために、買収者自身が負担を背負いこむことになる状況を作りだすのが目的である。これによって、買収者にとってのクローガーの魅力が減らそうとするものであり、買収側に対しての「毒薬」の役割を期待するものである。しかし、これは、買収者を困らせるかもしれないが、同時に、2000年を超えてまで、

¹ George Melloan, "The Unsolved Corporate 'Ownership' Riddle," The Wall Street Journal/Europe (June 11, 1989)

クローガーの財務状況に影響を及ぼす決定であった。

ただ、クローガーの場合には、店舗投資も一段落していたこと、シンシナティ市において圧倒的な強い地盤をもち、将来のキャッシュ・フローに自信をもてたことが、このような膨大な「毒薬」を飲み込んでも、将来「解毒」できる見通しがたっていたものと思われる。しかし、そのような力のない企業は「毒薬」を飲み込む力もなく、テークオーバーに
5
に
5

C. Crown Jewel の放出

Price Savers や Wellcomeは、記者のインタビューでも指摘していたように、クローガーにとっても魅力ある事業部門であったはずである。それにもかかわらず、この事業を売却することにしたのは、単なるキャッシュ・フローの捻出だけが目的ではなく、買
10
取者にとっても、魅力ある事業部門（これはCrown Jewel とも言われる）を手放してしま
うことによって、買取者が攻撃意欲を失わせようとするのが目的である。買取者としては、クローガーを買ってみたが、LBO の資金源泉となった借金を返済するためには、「核」事業
15
ではないが、高く売れる魅力的な事業部があれば、返済原資の捻出が一層容易になるか
らである。しかし、高く売却できる部門が少なくなれば、それだけLBO は買取側にとって
リスクなものとなるであろう。

ただ、Crown Jewel を売却する場合にも、第三者に売却するのか、企業関係者に売却
するかによって、その後の展開が異なってくる。クローガーの場合には、アナリスト達か
20
らも魅力があると評価されていた製造部門を売却するにあたっては、マネジメント・バイ
アウトの形をとって、若干を関係者の手元に残し、その後は、その新会社から購入する迂
回方法をとろうとしていた。

D. 訴訟作戦

訴訟作戦の場合には、本格的に買取を阻止することを目的とする場合と、相手方に時
25
間をかけさせることにより、被買取側が対策を練る時間を稼ぐ目的の場合がある。

クローガーの場合には、買取阻止の目的でもって、訴訟作戦を行おうとしていた。す
なわち、KKR がクローガーを買取した場合、クローガーの子会社のシェアとKKR が買取
していたSafeway のシェアを合算すれば、市場占有率が大幅に高まることを理由に独占禁
30
止法に抵触する可能性のあることを示唆しながら、KKR を牽制する作戦をとった。ク
ローガーの関係者は、取引完了が遅れることは、当時KKR がRJR ナビスコの買取に取り組み
始めていただけに、KKR とってマイナスになるのではないかと期待していたことが示唆され
ている。

ただ、この場合には、KKR が独占禁止法に抵触する市場、例えば、デンバーやフェ
ニックスの店舗を、買取後に売却することによって、法律抵触は避けられる可能性があ
35
った。事実、KKR にとっては、クローガーを買取した後に、独占禁止法に抵触する店舗を他
社に売却する方法は残っていたと言われている。このようなことから、KKR がRJR ナビス
コの二面作戦を進める余裕をもっていた場合には、この訴訟作戦が功を奏したかどうか
については、クローガーの関係者でも確信をもっていなかった。したがって、一般的には、
40
この訴訟作戦は時間を延ばす効果をもっているものの、万全の対抗策とは言い難い面を

もっている。

E. イメージ作戦

企業買収を仕掛けてくる側のイメージを傷付けることによって、仕掛け側に企業買収を躊躇させることも試みられている。例えば、クローガーの場合には、KKR について「ダーク・グレイ・ナイト」という「悪役」イメージを一般大衆に印象付ける姿勢をとっていたものと思われる。それまで、KKR は Safeway などのレバレッジド・バイアウトの際に演じたように「ホワイト・ナイト」としての「善意の救済者」のイメージを植付けようとしていた。したがって、クローガーをレバレッジド・バイアウトしようと計画した時も、同様なイメージのもとで、クローガーを買収しようとした。しかし、KKR の目論見は、クローガー経営陣の断固たる拒否にあって崩れている。

その意味では、クローガーのイメージ作戦は成功したかにも見られる。しかし、その後の RJR ナビスコの事例からも推察されるように、KKR は必ずしも「ホワイト・ナイト」等の「善意の救済者」のイメージにはこだわっていないと思われただけに、このようなイメージ作戦の有効性には疑問が残っている。

F. 従業員持株プラン (ESOP)

企業のなかには、企業買収に対する防衛策として、従業員の株式所有という「内部」株主を強化することによって、敵対的買収に対抗しようとする動きもでてきている。その一例が ESOP である。

クローガーの場合にも、KKR や Haftts によるテークオーバー提案を退けた後に、将来の買収の防止策の一環として、従業員持株制度の持株比率を30% に高める努力をすることになった。それと同時に、役員を持ち株比率を高める努力を開始した。

このように、ESOP を利用する傾向は、他の企業にもみられるようになった。例えば、Polaroid が Shamrock Holdings Inc. に買収を掛けられたケースにおいて、デラウェア州の高等裁判所は、従業員の未配分株式の投票権を敵対的買収の試みを挫くために受託者が使用することを認めた。つまり、経営者が労働者の助けを借りて、敵対的買収に対処する可能性が高くなってきている。

しかし、「資本家対労働者」という対立図式の状況があるアメリカではこの問題は、単純ではなさそうである。ESOP は、プロフィット・シェアリングまたは給付額の算定方法が明示されているプランである。信託されている株式のうち、会社側が補助した部分は、賃金を支払わないで株式を買うのに使用したと見做される。したがって、受託者は、報酬の繰り延べの性格の強いこの種の株式の価値を最大にするという代理人としての義務があるはずである。ところが、Polaroid の場合、敵対的買収に対して、従業員としての立場からは反対し、受託者は従業員の意向に沿って、投票をしたわけである。しかし、それを株主という観点から見た場合、それが、株主の利益を最大化したことになったか、という問題が残るであろう。ここに利益相反の問題が出てくる。従業員と株主という二重の性格をもった主体が、どちらの利益を考えて投票すべきかという問題である。Polaroid の場合には、従業員としての性格を強くだしたことになる。株主としての立場は、二義的な役割しか果たさなかったことになる。

この利益相反問題を提起したFrank Altmann は、資本家対労働者という図式で考えている。資本家はリスク・テイキングをして、リスクを長期的な観点から捉えるのに対して、労働者はリスクを短期的にとらえる図式である。つまり、労働者のほうが、リスク回避度が強いという前提である。経営者は、このような労働者の性格を利用して、買収防止手段としてESOPを利用する可能性が高いとみている。一方、このような労働者の性格のため、経営者は、利益の「共有」志向を強め、生産性、雇用、賃金等の維持志向を、投資収益率のような「資本家的」志向に優先させる可能性が出てくる、と見ている。彼によると、本来、リスクの責任は最終的には「外部」株主が負うことになるのが資本主義である。しかし、ESOPの増大で、労働者の利益相反の問題が深刻化し、「内部」株主が従業員の利益を代表するようになると、誰が最終的にリスクを負うのかという問題もでてくると指摘している。¹

このようなことから、企業買収側が従業員の雇用保証を前提として、高い価格での買収案を提示してきた場合には、ESOPが経営陣を支持するとは限らない、という指摘もみられる。

G. 価値ギャップの縮小

以上の対抗策は、企業買収側に対抗するには、かならずしも万全なものではない。特に、LBOのように、資金力で圧倒的に優位に立つ場合には、被買収対象会社の意図を挫くことは不可能ではない。

この点で、買収防衛の最も健全な方向は、会社が自主的に株式市場で成立する価値と、市場外の相対的取引で可能となる自社の潜在的な価値とのギャップに常に注目して、そのギャップを外部の買収専門家が動く前に縮小することである。すなわち、企業買収を仕掛ける側への対処策ではなく、そのような動きを抑止する予防策である。

価値ギャップはフロー面とストック面の両方で発生する。フロー面では、毎期のキャッシュ・フローを生む能力が問題とされる。経営能力が問題となるのはこの次元である。それは、最終的には、フローの現在価値の形で表現されることになる。そして、価値ギャップは、予想キャッシュ・フローを基礎にして算出される1株当たり株主資本価値と株式市場で成立している株価との差額として発生していることになる。一方、ストック面では、所有資産の利用価値の問題である。すなわち、資産の簿価と利用価値との差である。日本では、そのような含み資産をもっていることが、高く評価される傾向がある。しかし、これは、世界の主要株式市場をもつ国々のなかでは、異常としかいいようのない状態である。たしかに、含み資産は、銀行からの借入のように相対取引市場では、銀行の判断である程度、担保としての活用がされている。銀行借入が中心であった時代には、その意義も高かったと思われる。しかし、株式市場が、資金調達の場合として、重要性を増してくる場合には、その利用価値が問題となる。借入の場合には、それは価値をはるか下回る掛け目のもとで評価されているにすぎない。さらに、その資産が、担保能力としては評価されても、その利用価値が、株式市場において価格として反映されていない場合には、大きな

¹ Frank Altmann, "A Battle in the Takeover Wars, or Just an ESOP Fable?" The Wall Street Journal/Europe (June 13, 1989), p. 7

価値ギャップが発生することになる。そして、このような価値ギャップは、レバレッジド・バイアウトの場合に典型的に見出されている。すなわち、予想キャッシュ・フローを与件としても、資本構成を変える（負債比率を高める）ことによって可能になる1株当り株主資本価値と株式市場で成立している株価とのギャップにおいて顕在化することになる。

ところで、クローガーの場合にも、Hafts familyや KKRからの提案を受ける以前から、株式市場から価値ギャップの存在が示唆されている。例えば、クローガーの問題点としては、次のような点が指摘されている。

1. 利益率が平均値より低いこと
2. 将来の予想利益成長率が低いこと
3. 余剰キャッシュ・フローの存在
4. 売却容易な高価値店舗の存在

これらの問題点は、クローガーに限らず、大手グロサリー会社に概ね共通している点でもあった。具体的には、Food Lion や Giant Food のように地域的に絞ったグロサリー会社が売上高利益率（税引後）として3%前後をあげているなかで、クローガーの売上高利益率（税引後）は、1983年～1987年の5年間において、0.3%～1.0%の幅に止まっており、売上規模の大きいことが必ずしも利益率を高めているとは言えない状況になっている。また、利益の伸び率も、傾向的に伸びているわけでもなかった。一方、店舗の配置は、地域的に見た場合、多くの市場で、第一位または第二位を占めており、地域毎に売却する場合には、買取相手にとっても魅力的であると見なされていた。

このようなことから、クローガーの LBO価値に基づく価値ギャップは、証券アナリストによって、すでに、1986年11月現在の試算で、株式市場で成立していた株価に対して38%に拡大していることが指摘されている。同じく、LBOモデルに基づいて株式価値で、1988年4月には、クローガーの価値ギャップは、40%～70%になっていることが指摘されている。さらに、このようなクローガーにおける価値ギャップの存在は、期待キャッシュ・フローを割り引いた現在価値によっても推察することができる。

第2表 LBOモデルによる価値ギャップ

LBO モデル (百万ドル)	控え目数値	楽観的数値
税引前キャッシュ・フロー	580	580
資本支出の最小必要額	100	50
キャッシュ・フロー	480	530
カバレッジ比率 (想定利子率)	7.7 倍 (13%)	8.3 倍 (12%)
負担可能な負債金額	3,700	4,415
マイナス : 優先株	125	125
株式買い戻し可能額	3,575	4,290
1株当りTOB 価値 (ドル)	45.25	54.30

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

ところで、アメリカのグローサリー業を例にとって見た場合、比較的大きな割合の価値ギャップが長い期間にわたって継続的に存在していた企業の場合には、その後何らかの形でのリストラクチャリングを迫られている。例えば、ケース「クローガー」の付属資料14において比較的大きな価値ギャップの存在が指摘されているグローサリー会社の場合には、半数以上の会社が、何らかの形のリストラクチャリングに追い込まれている。それは、経営者自身によるリストラクチャリングの場合もあるし、外部の買収者に買収された後にリストラクチャリングに追い込まれる場合もある。

通常、そのようなリストラクチャリングは、拡張型と縮小型とがある。例えば、拡張型としては、(1) 税効果、(2) 規模の経済、(3) 範囲の経済、等の施策が実施される。しかし、これらは拡張型リストラクチャリングは、縮小型リストラクチャリングよりも、時間の掛かる方法であると見られている。このため、価値ギャップを縮小するにあたってとられるリストラクチャリングは、金融機関が行う再建計画のように縮小型が多い。すなわち、(1) オペレーションをスリムすること、(2) レバレッジを使うこと、(3) 資産を売却すること、等が実施される(第3表参照)。クローガーの場合にも、これら3種類の方法を組み合わせてリストラクチャリングを行い、高額配当を支払った後のstub株(切株)の価値を高めようとしている。そして、具体的な目標変数として、クローガーの経営陣は、株主資本価値評価における(EBITDで算定される)キャッシュ・フローの重要性を強調し、同時に、情報開示を進めることによって株式市場がこのキャッシュ・フローに基づいて株価を決めてくれることを期待している。

ところで、企業の経営陣は、リストラクチャリング策についての潜在的買収者のアプローチを考慮に入れて、自分が自社を買収するという想定で、常に価値ギャップが生じていないかどうかを、検討していることが必要である。¹ そして、経営陣が価値ギャップを識別した場合には、その価値ギャップを速やかに縮小するための行動をとる必要がある。それは、ウォール・ストリートにおける価値ギャップを巡る裁定行動は、あまり多くの時間的余裕を与えてくれないのが現実だからである。それは、アメリカの資本主義の根幹と結びついたものであり、何もウォール・ストリートがアメリカ社会のグラス・ルーツから浮き上がっているわけではない。したがって、経営陣が自身で価値ギャップを認識した場合には、価値ギャップを縮小するために、積極的に企業買収・売却を展開することも必要になる。それと同時に、事業経営の的を絞ることにより、専門化することも重要となる。今日のグローバルな競争激化のなかでは、素人的な多角化経営を長期間続けることはますます価値ギャップを拡大させる確率が高くなっている。

¹ William E. Fruhan, Jr., "Corporate Raiders: Head'em Off at Value Gap," Harvard Business Review (July-August 1988), p. 68

第3表 主要企業による株価上昇策および買収防止策としての
リストラクチャリングの事例

資産処分			
売り手	買い手	事業	価格
Avon Products	Ventech Healthcare	Foster home Healthcare	165百万ドル
Healthy Foods	Tennessee Restaurant	Friendly ice Cream restaurants	375百万ドル
レバレッジ・バイアウト (経営陣が会社を買収して、非公開にする方法)			
会社	買い手		
KDI Corp.	KD Holding, composed of KDI management and Wasserstein Perella Partners		173百万ドル
Florida Steel	Management group		284百万ドル
Insilco Corp.	First Boston and management group		950百万ドル
資本構成の組み換え (会社か株式を買い戻すとともに、資産を再構築した上で新規に株式を発行する方法)			
会社	方法		
Goodyear Tire & Rubber	タイヤ事業および一般製品事業を、二つの世界的な事業部統合する。		
May Department Stores	28カ所のショッピング・モールの所有権を別々のパートナーに移転することで協議中		
会社分割による株式公開 (会社が事業部を別個の会社としてスピン・オフして、その会社を公開する方法)			
会社	親会社	株価	
Ashland Coal	Ashland Oil	4.6百万株を1株11ドルで、	
Kinder-Care Learning Center day care centers	Kinder-Care Inc.	6百万株を1株7ドルで、	
株式買戻し (会社が自社株式の一部を購入し、残りの株式の価値を高める方法)			
会社	株式		
Aetna Life & Casualty	10百万株		
Dow Chemical	10百万株		
Quantum Chemical	3百万株(7.7百万株がすでに購入されている。)		

資料: Mike Boyer, "Companies circle the wagons - Restructuring helps to ward off hostile takeovers." The Cincinnati Enquirer (September 25, 1988)

IV. 日本での企業買収に対する防衛

日本の経営者は、企業買収の攻撃に対しては、安定株主比率を高めることで対応する傾向が強い。しかし、これを極端に進めると、本来の資本市場の役割が曖昧になってくる。すなわち、安定株主という持株比率の維持のためには、長期的には、資本調達5の面でも、企業セクター内での順繰りの資金調達を必要とし、価値の最も高いところに優先的に資金を配分することが制約される可能性が高まる。このため、本来の資本市場の役割であるところの資金の効率的配分の実現を阻害する可能性が高まる。

また、日本の経営者は、多少でも、特定の非安定株主の比率が高まると、株式の買い取り等の異常な対応をとる傾向がある。すなわち、経営陣および安定株主の利害を守るため10に、それ以外の株主を排除しようとする。そのため、例えば、そのことが、一般株主の利益に反するようなことであっても、高値での株式の引取りを行ってきた事例が多い。さらには、日本の経営者は、企業買収の問題が頻発してくると、政府や官庁に訴えてのルールや規則によって対応しようとする傾向がある。

しかし、経営者は、株式市場に上場して、公開市場から資金を調達している以上、前述15の価値ギャップが拡大した場合には、買収対象となりうることを自覚する必要があるだろう。経営者は、特定株主だけでなく、株主全員に対する価値創造の責任を自覚していないと、株式市場での評価に鈍感になりがちである。その価値ギャップが存在する限り、市場では裁定のメカニズムが作動する可能性が強い。過去、買収対象となった会社は、必ずといってよいほど、そのような価値ギャップの拡大した企業である。会社がほどほどの利益を上げ20ていることは、買収攻撃をかわすための十分条件ではない。重要なことは、価値ギャップの問題である。このようなことを考えると、日本企業にとっても、最大の企業防衛は、価値ギャップの発生を防ぐ経営を常に追求することであると思われる。とりわけ、不動産の利用価値は外部の投資家にとっても評価しやすく、その利用価値は、ダイナミックに変化している。それに合わせて、不採算店舗の売却も含めて、企業価値を高めるための25ウォッチをする必要が高まっている。

このようなことから、自社を買収から防衛するのには、常に、自社を買収する側に立った発想をもって自社を評価していることである。そのためには、経営陣としては、自社の事業以外のことも理解のできる幅広い発想が一層必要とされることになる。

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample



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.