

**TSURUHA  
HOLDINGS**

**ツルハ**  
**グループ**

**株式会社ツルハホールディングスによる  
「株主提案に対する当社取締役会意見の説明資料」  
を受けたオアシスの補足説明資料**

---

**2023年7月19日**

## 要旨: ツルハによる印象操作を目的とした誤導的・虚偽の開示に惑わされぬよう、 オアシスはツルハの株主に注意喚起

---

- オアシスは2023年6月21日に開始した[「ツルハのガバナンス改善」キャンペーン](#)を通じてツルハのガバナンス上の問題点を指摘するとともに、新たな社外取締役候補を含めて企業価値の向上とコーポレートガバナンスの改善に資する株主提案に賛成するよう株主に要請
- ツルハの取締役会は2023年7月7日に「オアシスの主張は誤導的であり、恣意的な印象（イメージ）操作である」として、弊社の株主提案すべてに対して反対意見を表明
- 一方で、[オアシスはツルハの開示した「説明資料」こそ、誤導的、ないしは虚偽の開示を多く含む、株主やステークホルダーの印象操作を目的とした資料であると思料](#)
- オアシスは引き続き、[オアシスが提案する社外取締役候補は現任の社外取締役よりも高い質、独立性および多様性を備えていると考えており、弊社提案の株主提案に賛成票を投じていただくよう株主に要請](#)

# ツルハによる、真のガバナンス上の課題から株主の目をそらすための試みに欺かれないよう要請

## 概要

- ツルハはオアシスの主張が恣意的な印象操作であると主張する一方で、オアシスはツルハの開示した「説明資料」こそ、誤導的、ないしは虚偽の開示を多く含む印象操作を目的とした資料であると思料

## 株主提案についてのツルハとの対話

- オアシスは株主提案の可能性についてオアシスからツルハに対して事前の予告を行い、ツルハから寄せられた質問に答えるなど、適宜適切な説明を行ってきた。一方で、メール以外でのやりとりの制限を提案したのはツルハであり、オアシスは当該提案に従っていただけにも関わらず、「突然」・「一切の説明なく」株主提案を行ったと不正確な説明

## ツルハの株価及び経営のパフォーマンス

- ツルハは中長期的にほとんど同一の経営陣による経営が行われており、経営陣の評価にはその株価を中期的に見ることが肝要であるところ、大幅な株価の下落の後に発表した中期経営計画の発表時点を株価比較の始点として意図的に選択し、株価が好調に推移しているかのように株主に対して印象操作
- またその他の収益指標やバリュエーションについても、継続的に競合と比較して劣位にあるにも関わらず、オアシスによる印象操作であると誤導

## 現任社外取締役の独立性・適格性

- 北洋銀行について、少なくとも1998年から2001年には最大の借入先だったのにも関わらず、北洋銀行が最大の借入先だったことはないと虚偽の開示
- 佐藤はるみ氏について、実質論ではなく形式論に議論を矮小化
- 岡崎氏については、弁護士としての専門領域がコーポレートガバナンスではなく、管財事件や交通事故であると推認

## オアシスによる株主提案

- 取締役の選任、報酬制度、会長職の存在意義いずれにおいても、反対理由に全く一貫性がなく、弊社提案への反対ありきでの反対が記載されている
- そもそも社外取締役がなぜ必要であり、どのような役割を發揮するべきかについての正しい理解がない可能性を示唆する記述が散見

## その他の事項

- 上記事項以外についても恣意的な印象操作が多数存在するだけでなく、コーポレートガバナンス上最適とは考えられない慣行が多く見受けられる

# ツルハにおけるコーポレートガバナンス上の不備を打破するためには、現任社外取締役の解任を前提とした、質の高い、真に独立し、多様な社外取締役陣の選任が不可欠であり、オアシスの提案する新任の社外取締役への賛成投票を他の株主に推奨

## ツルハにおけるコーポレートガバナンス上の失敗

<p><b>社外取締役の独立性・適格性</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>創業家との長期に亘る関係性や、かつてのメインバンクからの出身者など、<b>社外取締役陣の独立性の欠落</b></li> <li>社外取締役陣における小売事業経験者の不在や企業法務を専門としないと推認される弁護士を採用など、<b>社外取締役陣の適格性の欠落</b></li> </ul>
<p><b>創業家支配</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>創業家による子会社及び親会社の主要な<b>役職の支配</b>とそれに伴う<b>非創業家人材の登用の阻害</b></li> <li><b>株主の監督が行き届かない</b>子会社取締役職を通じた創業家による経営への<b>関与の継続</b></li> <li>各創業家の<b>“シマ”を維持するための子会社間での十分なシナジー発揮の阻害</b></li> <li>複数の関連当事者取引</li> </ul>
<p><b>企業経営の失敗</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>上記を原因とした、<b>低収益体質・株価の低迷・バリュエーションの低迷・従業員賃上げの出遅れ</b></li> </ul>
<p><b>誤導的・虚偽開示</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>複数の<b>誤導的・虚偽開示</b></li> </ul>

## 提案されている取締役候補

<p>会社提案 社外取締役</p> <p><b>現任社外取締役への反対推奨</b></p>	<p> <b>佐藤 はるみ氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>鶴羽家と10年以上に亘る家族ぐるみの付き合い</li> </ul> <p> <b>岡崎 拓也氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ツルハと20年以上の深い付き合いの酒井純氏とつながり</li> <li>企業法務ではなく<b>管財事件や交通事故などの専門家</b>と推認</li> </ul> <p> <b>藤井 文世氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>かつてのメインバンクである<b>北洋銀行出身</b>で、北洋銀行との関係性について<b>虚偽の開示</b></li> <li>8年という長期に亘る任期</li> </ul>	<p> <b>田中 若菜氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>コーポレートガバナンスにおいて適切とされる慣行を破り、オアシス提案の取締役の定員増加の定款変更を伴わない形での推薦であり、<b>「枠を埋める」ことを主目的とした推薦</b>であることが疑われる</li> <li>それぞれの専門領域における専門性を持つとされるものの、いずれも<b>小売事業における経営経験なし</b></li> </ul> <p> <b>奥野 宏氏</b></p>
<p>オアシス提案 社外取締役</p> <p><b>賛成推奨</b></p>	<p> <b>中村 元彦氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>サークルKサンクス、ユニグループホールディングスなどにおける<b>小売業での豊富な事業・経営経験</b></li> </ul> <p> <b>玉上 宗人氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ニトリを始めとした<b>小売業での豊富な事業・経営経験</b></li> <li>銀行やニトリでの経験から<b>財務やM&amp;Aにも知見</b></li> </ul> <p> <b>池田 安希子氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>イトーヨーカドーや複数の外食企業における<b>小売・コンシューマー事業における豊富な事業・経営経験</b></li> </ul>	<p> <b>郷原 信郎氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本における<b>コンプライアンス・危機管理の第一人者</b>でコーポレートガバナンスにも深い知見</li> </ul> <p> <b>中畑 裕子氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本だけでなく<b>東南アジアなどでの広範な事業・経営経験</b></li> <li>ESG関連事業を通じた、<b>ESGについての実質的な経験</b></li> </ul>

## 株主提案についてのツルハとの対話

ツルハの株価及び経営のパフォーマンス

現任社外取締役の独立性・適格性

オアシスによる株主提案

その他の事項

まとめ

“”

“当社とオアシスは2020年7月以降、複数回の面談を実施しているが、今回の株主提案に記載された内容は**具体的に指摘されたことはない**”

“**突然、株主提案が提出されたが、株主からの詳細な説明などは実施されず、当社の企業価値向上を考えてのものとは思えない**”

- 2023年4月14日に、鶴羽順社長とオアシスの最高投資責任者であるセス・フィッシャーの面談において、セス・フィッシャーから**現状の取締役会構成に改善の余地があると弊社が考えていること、取締役候補の提案を考えていることを伝えると**、鶴羽順社長からは提案があった場合は「**指名・報酬委員会において検討を行う**」旨返答
- また、通常のIR面談などにおいても北海道財界出身者を採用している理由やその独立性などについて指名・報酬委員会の委員である村上誠氏に質問を行っており、「**同じ北海道財界で、経営陣となんらかの会合で顔を合わせたり共通の知り合いがいるなどの『一定のつながり』はあるものの、独立性が担保されている候補を選んでいる**」との回答を得ている
  - ツルハはその開示資料において「**当社では、人材の検討にあたり出身地を考慮要素としたことなど一切なく、オアシスの主張は、驚きを禁じ得ないもの**」としているが、オアシスは上記の通り過去に指名報酬委員会の委員である村上誠氏に北海道財界出身者の取締役としての登用について質問を行っており、この指摘が晴天の霹靂であるかのような主張こそ、弊社からすると「**驚きを禁じ得ないもの**」
- **株主提案を行った後のオアシス担当者と創業三家出身で指名報酬委員会のメンバーでもある村上誠氏との電話において、村上誠氏から「先日の株主提案で、正式な株主提案をされているということですから、口頭での会話による誤解を避けるために今後は電話等ではなくメールのみでやりとりさせてもらいたい」という趣旨の発言があり、要請に基づき以後コミュニケーション手段をメールのみに一本化**
- また、オアシスは株主提案についてツルハの取締役会から寄せられた**質問事項について8頁にも亘る書簡で詳細かつ誠実に回答**。また、**書簡本文や書簡を送付したメールにおいても追加の質問事項等について可能な限り答えたい旨、明記**

## 印象操作・誤導的

- オアシスは株主提案について、オアシスからは一定の事前通知や説明を行ってきたと自負。**メール以外でのコミュニケーションを行わないことを提案したのはツルハであるのにも関わらず、まるでオアシスが説明や対話を拒否しているかのような開示は印象操作である**
- オアシスは対面での面談を含め、いかなる形式での対話を行うことについて前向きである

## オアシスとの対話状況 1/2



- 当社とオアシスは2020年7月以降、複数回の面談を実施しているが、今回の株主提案に記載された内容は具体的に指摘されたことはない
- **突然、株主提案が提出された**が、株主からの詳細な説明などは実施されず、当社の企業価値向上を考えてのものとは思えない
- オアシスが主張する**当社が『株主の声を拒絶』したという事実はなく、誤導又は恣意的な印象操作**にほかならない

時期	概要	詳細
2020年7月～2022年9月	定期的にIR面談実施	✓ 複数回、当社の業績や環境等の通常のIR面談を実施
2022年10月3日	レターを受領	✓ 当社の重点分野への取り組み不足・低利益率・ガバナンス不全などが原因で、投資家が当社の長期的な成長見通しを立てにくくなっているため、当社TSRが低位となっていると主張を受ける
2022年11月7日	面談実施	✓ 10月に受領したレターについてIR担当役員が面談にてディスカッション
2022年12月27日	面談依頼	✓ レターの内容について鶴羽社長と面談したいとの申し入れ
2023年1月11日	当社から面談日時の調整	✓ 面談日時を確定(3月7日)
2023年1月26日	通常IR面談の依頼	✓ 面談日時を確定(2月14日)
2023年2月14日	IR面談を実施	✓ 当社の業績等に関するIR面談を実施するも2022年10月のレターに関する言及は無し
2023年2月15日	突然のリスケ依頼	✓ セス・フィッシャー氏の予定が合わずリスケとする旨のメールあり(再調整により4月14日に面談)
2023年3月28日	通常IR面談の依頼	✓ 面談日時を確定(4月11日)
2023年4月11日	IR面談を実施	✓ 当社の業績等に関するIR面談を実施するも2022年10月のレターに関する言及は無し
2023年4月14日	面談実施	✓ 2022年10月のレターについて初めてディスカッションを実施 ✓ 株主提案についての言及はなし
2023年5月	質問を受ける	✓ 当社のガバナンスに関する複数の質問を受け、適切に回答を実施
2023年6月上旬	株主提案を受領	✓ 事前に何らの協議もない中で、突如として株主提案が当社に届く
2023年6月下旬～現在	質問のやり取り	✓ 株主提案提出後も質問のやり取りはあるが、株主提案の詳細に関する説明は無し

## 印象操作・誤導的

- オアシスがツルハに送付しているレターは(1)背景とTSRの低さ、(2)戦略分野への取り組みの加速、(3)競合との合併の検討、(4)ガバナンスの改善の4項目から構成
- 合併についての内容を意図的に省くのはオアシスの提案が唐突であるとの主張を正当化するための**印象操作**
- 2022年11月7日に実施している面談において、「レターについて[...]ディスカッション」とある一方で、2023年4月14日の面談にて「レターについて**初めてディスカッションを実施**」とあるのは**矛盾しており、上記同様の意図をもって行われている誤導的な表現**

株主提案についてのツルハとの対話

**ツルハの株価及び経営のパフォーマンス**

現任社外取締役の独立性・適格性

オアシスによる株主提案

その他の事項

まとめ



# ツルハは開示資料においてオアシス資料における株価推移の基準日が“恣意的”であるとして株価の好調さを主張

## ツルハ開示資料におけるオアシス資料に対する指摘

“”

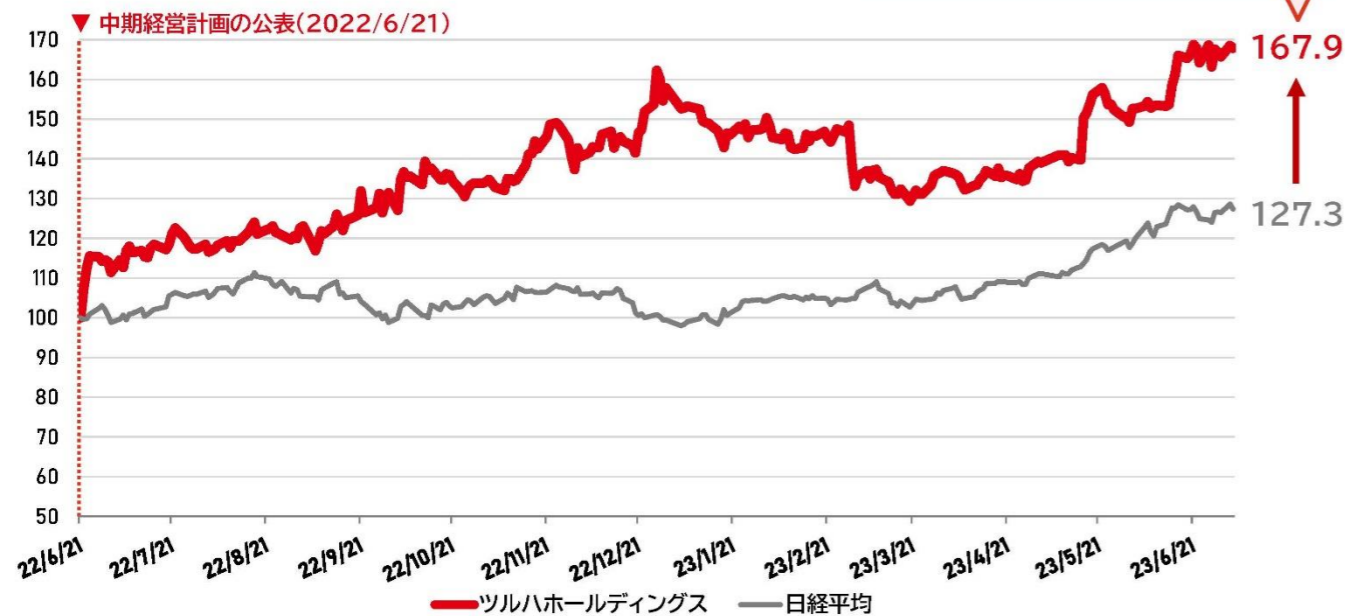
“株価推移のグラフでは、恣意的に選ばれた不適切な基準日(マツキヨココカラ統合時点)を設定”

### 市場から評価されている中期経営計画



- 昨年、中期経営計画を公表しており、公表日(2022/6/21)を起点にすると当社株価は良好なパフォーマンスで推移
- 市場の皆様からは当社の中期経営計画の内容と発表後の実績について一定の評価を獲得

#### 【中期経営計画公表以降の当社株価推移】



(注)2022年6月21日時点の株価終値を100とし、2023年7月4日時点まで  
(出所)Speedaより作成

Copyright TSURUHA HOLDINGS INC.

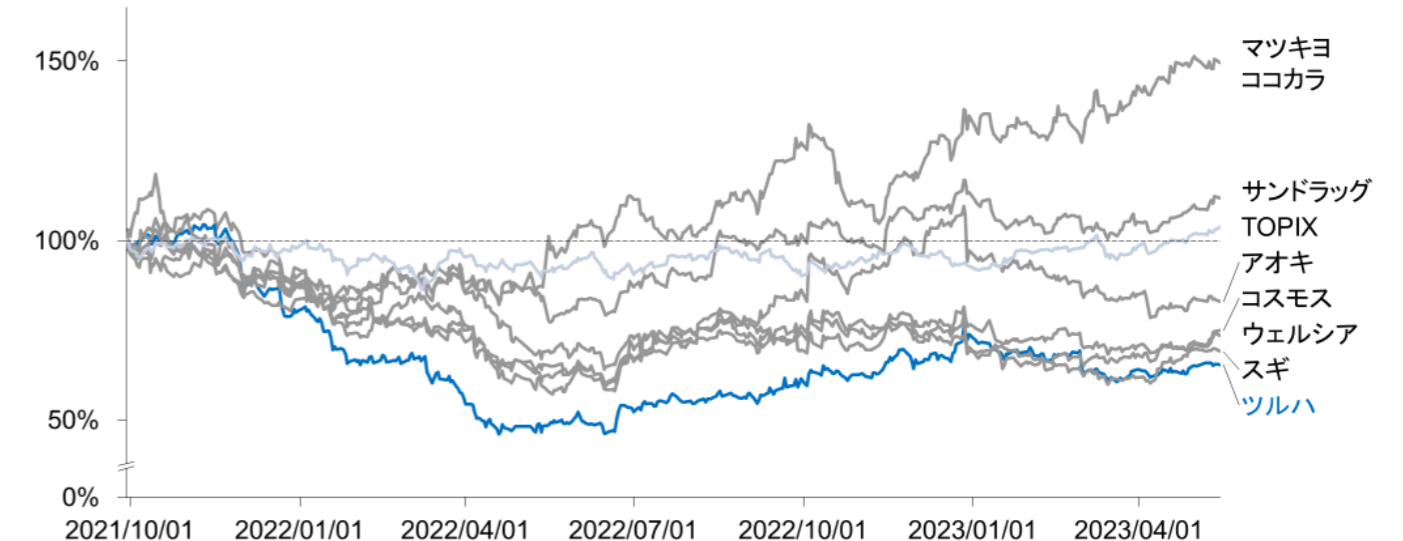
株式会社ツルハホールディングス 10

## オアシス資料

3. ツルハの現状 > 3.a. ツルハの収益性及び市場評価

### ツルハの株価は競合を大きく下回る水準で推移してきた

ドラッグストア各社の株価推移;  
2021/9/29<sup>1</sup>時点を100%として、2023/5/15<sup>2</sup>まで



1: マツキヨココカラ統合  
2: オアシスによる変更報告書提出  
出典: フルタイムバーグ

OASIS 27

# ツルハの株価推移; 円, 2018年7月19日から2023年7月18日まで



## 印象操作・誤導的

- 実際にはツルハは過去5年間を通じて株主価値を棄損し続けており、たまたま株価の底となっていた中期経営計画の発表時期を恣意的に起点としており、**誤導的**

# また、そもそも、ツルハの経営陣の中核メンバーは前中期経営計画の開始時からほとんど変わっていない

## ツルハの現経営陣<sup>1</sup>一覧

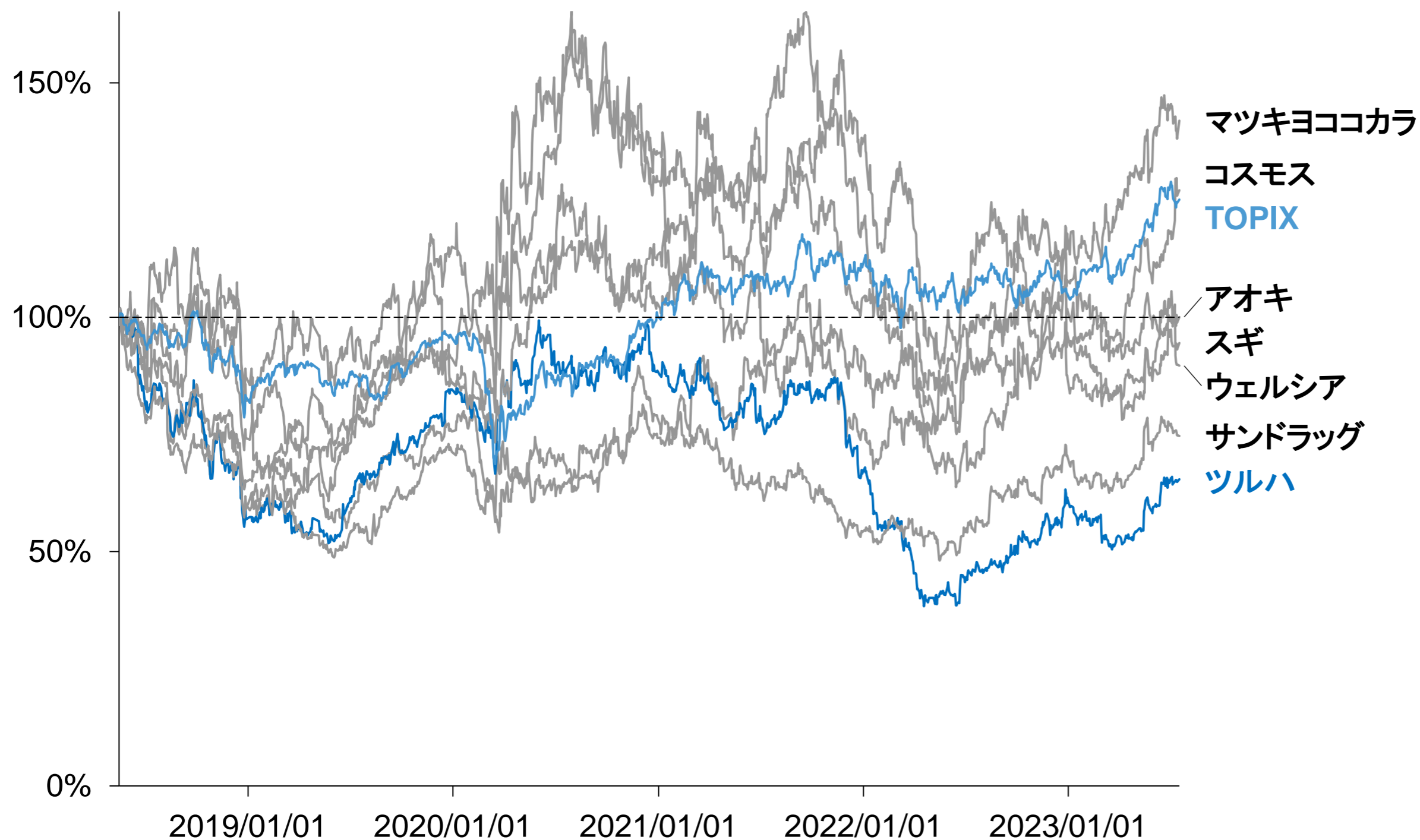
氏名	現役職	前中期経営計画開始時 <sup>2</sup> の役職	前中期経営計画開始時からの役職変化
鶴羽 樹	取締役会長	取締役会長	役職の変化なし
鶴羽 順	代表取締役社長執行役員	代表取締役専務執行役員	代表取締役としての役職に変化なし
小川 久哉	取締役執行役員 (株)くすりの福太郎代表取締役社長	取締役執行役員 (株)くすりの福太郎代表取締役社長	役職の変化なし
村上 正一	取締役執行役員 (株)ツルハグループドラッグ & ファーマシー西日本担当	執行役員 (株)ツルハグループドラッグ & ファーマシー西日本担当	役職の変化なし
八幡 政浩	取締役執行役員 (株)ツルハ担当	(株)ツルハ執行役員北海道店舗運営本部長	昇進
大船 正博	取締役監査等委員	常勤監査役	実質的に役職の変化なし
村上 誠	執行役員 グループ管理部門担当	執行役員 グループ管理部門担当	役職の変化なし

1: 社内取締役に指名報酬委員会の委員でもある村上誠氏を加えたメンバー

2: 2018年5月16日時点

出典: ツルハ開示資料

## 前中期経営計画開始時<sup>1</sup>からの株価



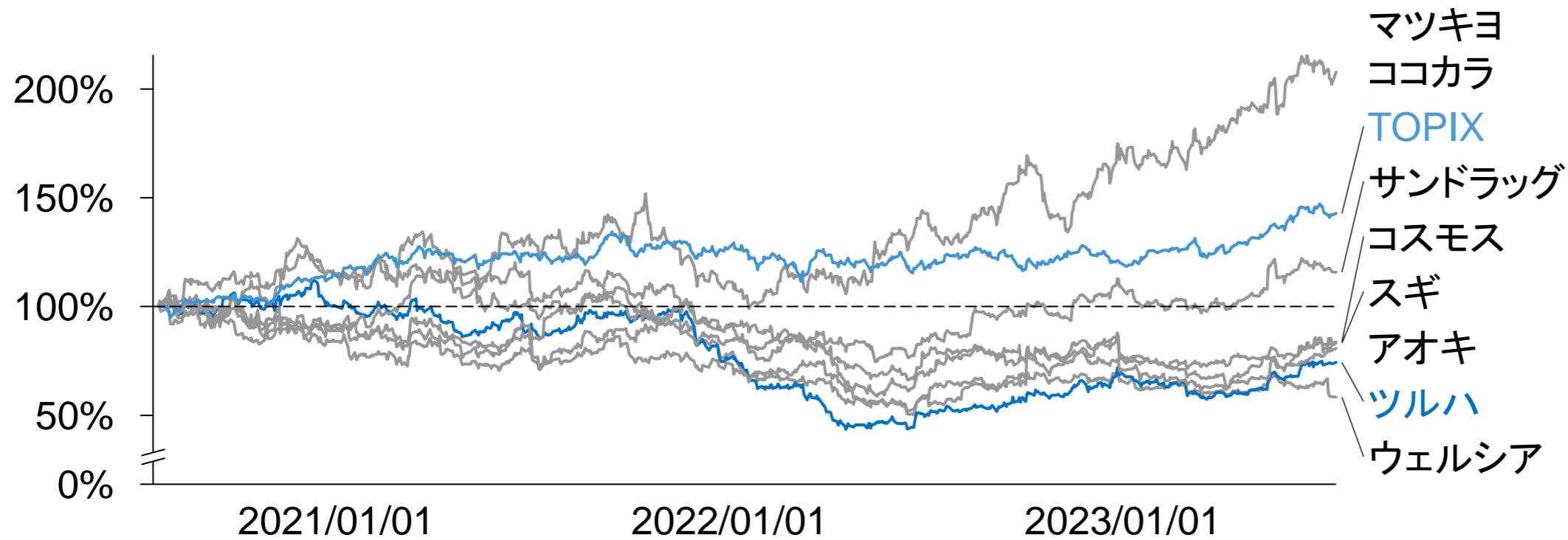
- 現在の経営陣の中核メンバーは前中期経営計画からほとんど変わっていない中で、現経営陣に対する市場からの評価を測るには今中期経営計画の発表タイミングを株価比較の始点として採用することは不適當であり、**誤導的である**
- 前中期経営計画の開始時点を開始点とすると、**ツルハの株価は競合に大幅に劣後している**
- そもそも現在の中期経営計画の発表はわずか一年程前であり、中長期的な価値創造の評価方法としては不適切

1:2018年5月16日

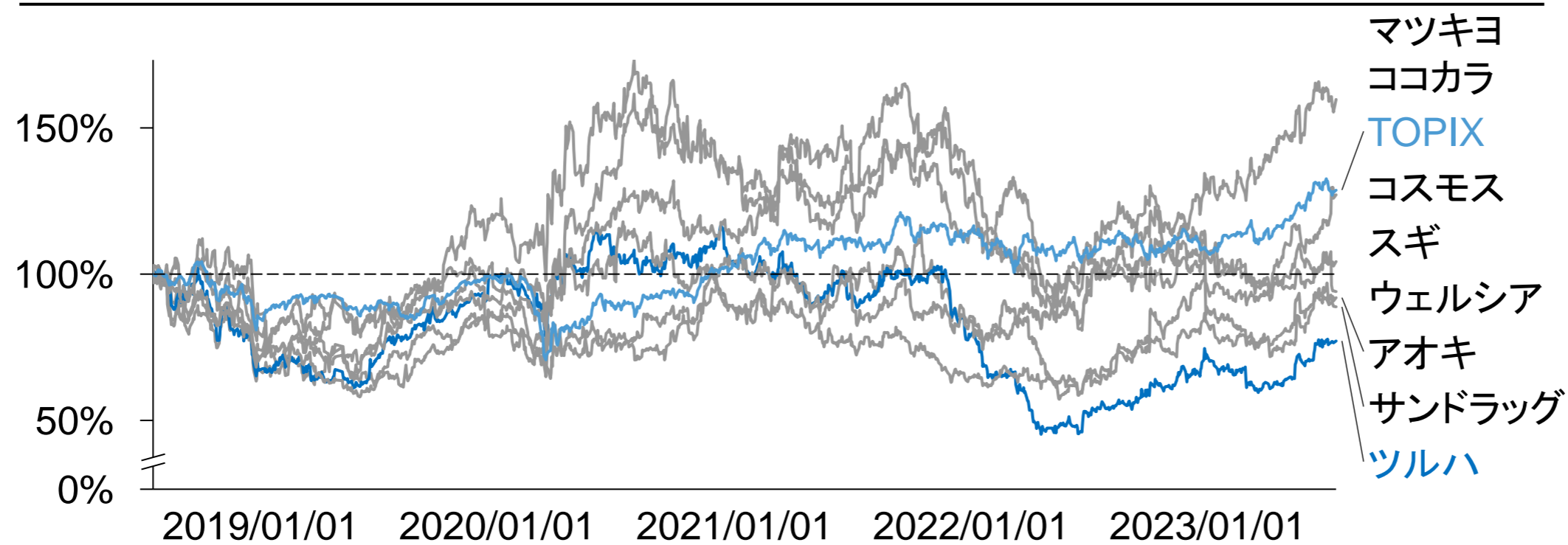
出典:ブルームバーグ: ツルハ開示資料

# ドラッグストア各社の3年および5年株価推移

3年



5年



## 印象操作・誤導的

- また、期間設定の恣意性を排除するために、中期的な株価推移の比較において標準的に用いられる単純な3年、5年比較のいずれを用いても**ツルハの株価は競合と比較して劣位に推移しており、「株価は良好なパフォーマンス」との主張は誤導的**

# ツルハ開示資料



オアシスが資料において掲載した各社の収益指標について、

“主要な収益指標の比較についても、**全て単年計測であり恣意的に切り取られた数値**”

と主張

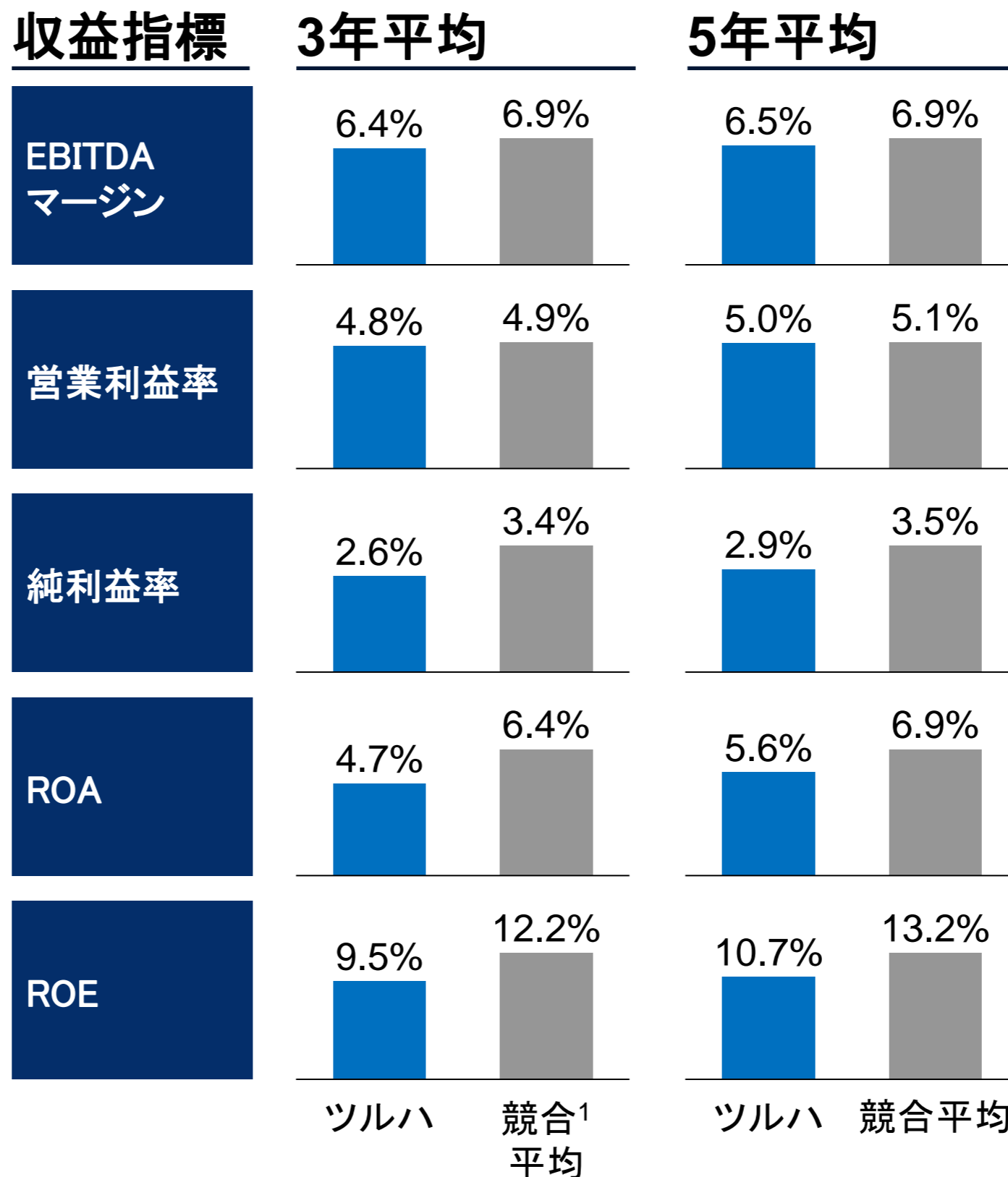
また、主要な収益指標を見た場合もツルハは競合に大きく劣後

	EBITDAマージン; 直近年度	営業利益率; 直近年度	純利益率; 直近年度	ROA; 直近年度	ROE; 直近年度
welcia	6.0%	4.0%	2.4%	5.0%	12.0%
マツキヨココカラ	8.7%	6.5%	4.3%	5.9%	8.4%
ツルハグループ	6.0%	4.4%	2.3%	3.8%	8.2%
コスモス	5.9%	3.9%	3.1%	6.4%	12.2%
サンドラッグ	7.2%	5.4%	3.7%	7.1%	10.9%
スギホールディングス	6.6%	4.7%	2.8%	5.4%	8.8%
アオキ	7.0%	4.3%	3.0%	4.2%	11.3%
Avg.	6.8%	4.8%	3.1%	5.4%	10.2%

出典: フレームバーグ OASIS 28

1: ウェルシア、マツキヨココカラ、コスモス、サンドラッグ、スギ、アオキ  
出典: ツルハ開示資料; オアシス開示資料、フレームバーグ

# ツルハの主要収益指標及び業界平均



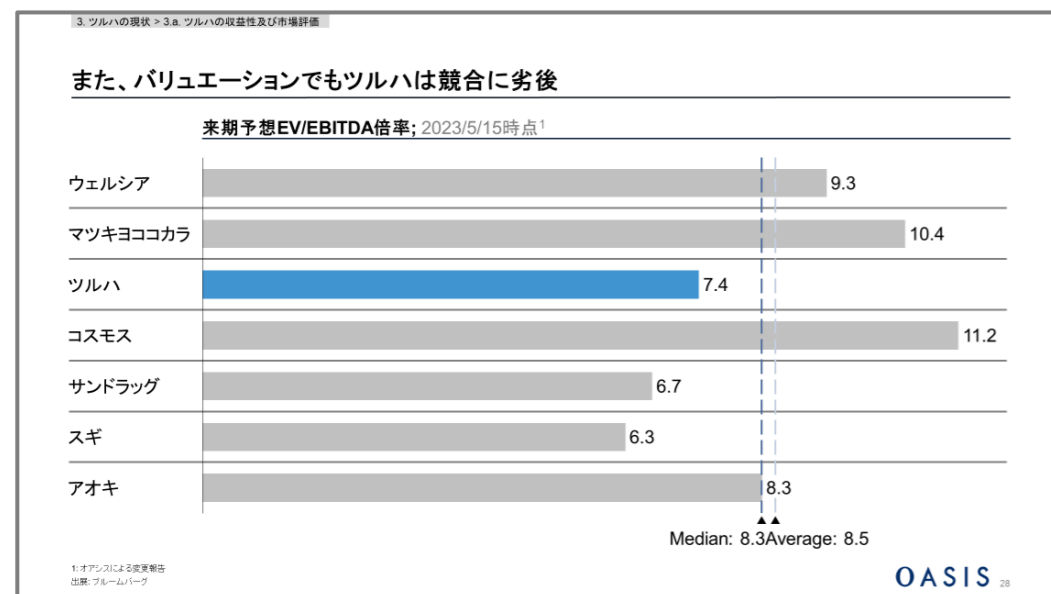
## 印象操作・誤導的

- ツルハは主要な収益指標について、**近年は継続して競合と比較して劣位にあるのにも関わらず、これが単年のみの問題であると誤導**

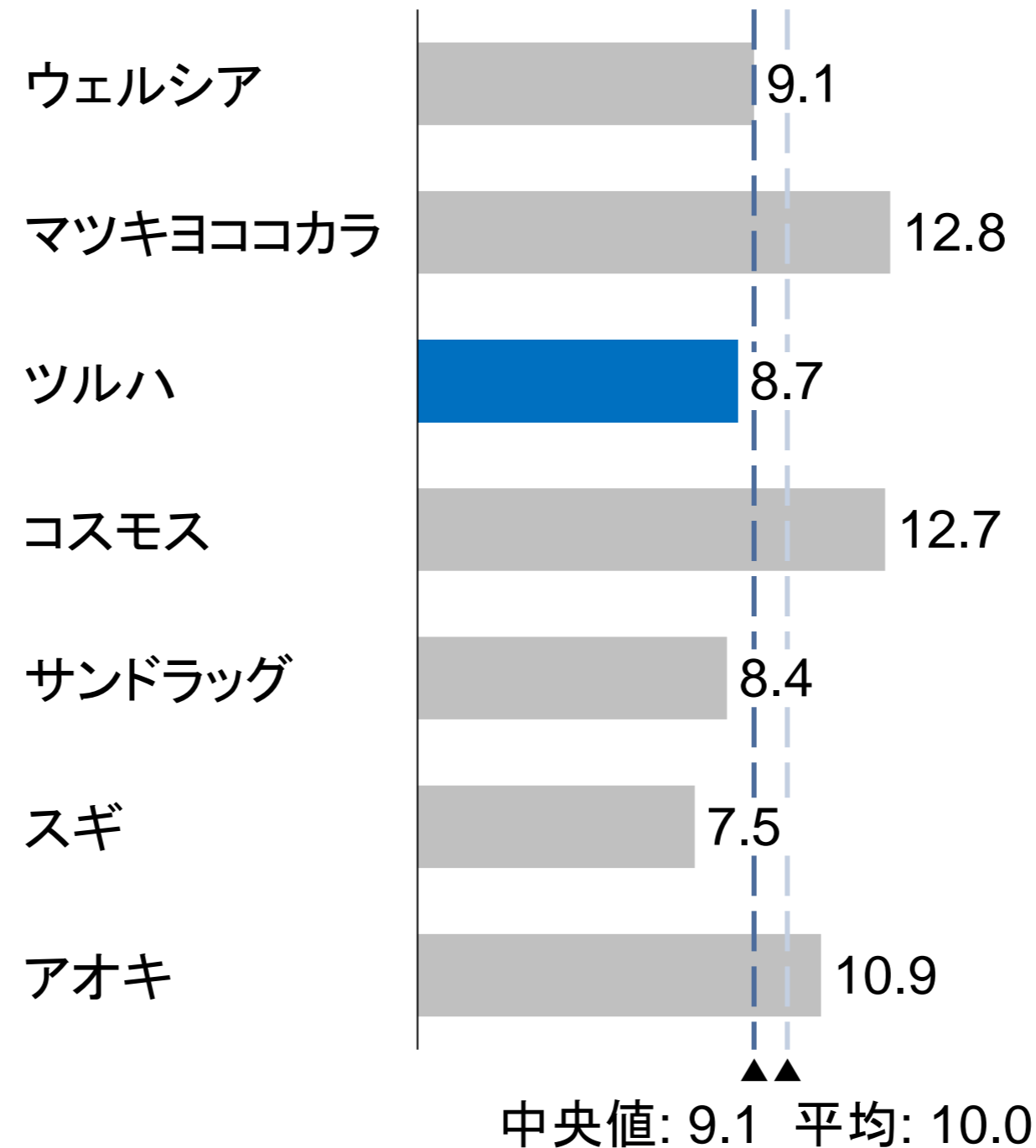
## ツルハ開示資料における オアシス資料に対する指摘



“オアシス資料では「バリュエーションでもツルハは競合に劣後」とあるが、比較指標としてあくまで予想の数値である来期予想EV/EBITDA倍率を使用”



## EV/EBITDA(LTM)倍率; 2023/7/18時点



## 印象操作・誤導的

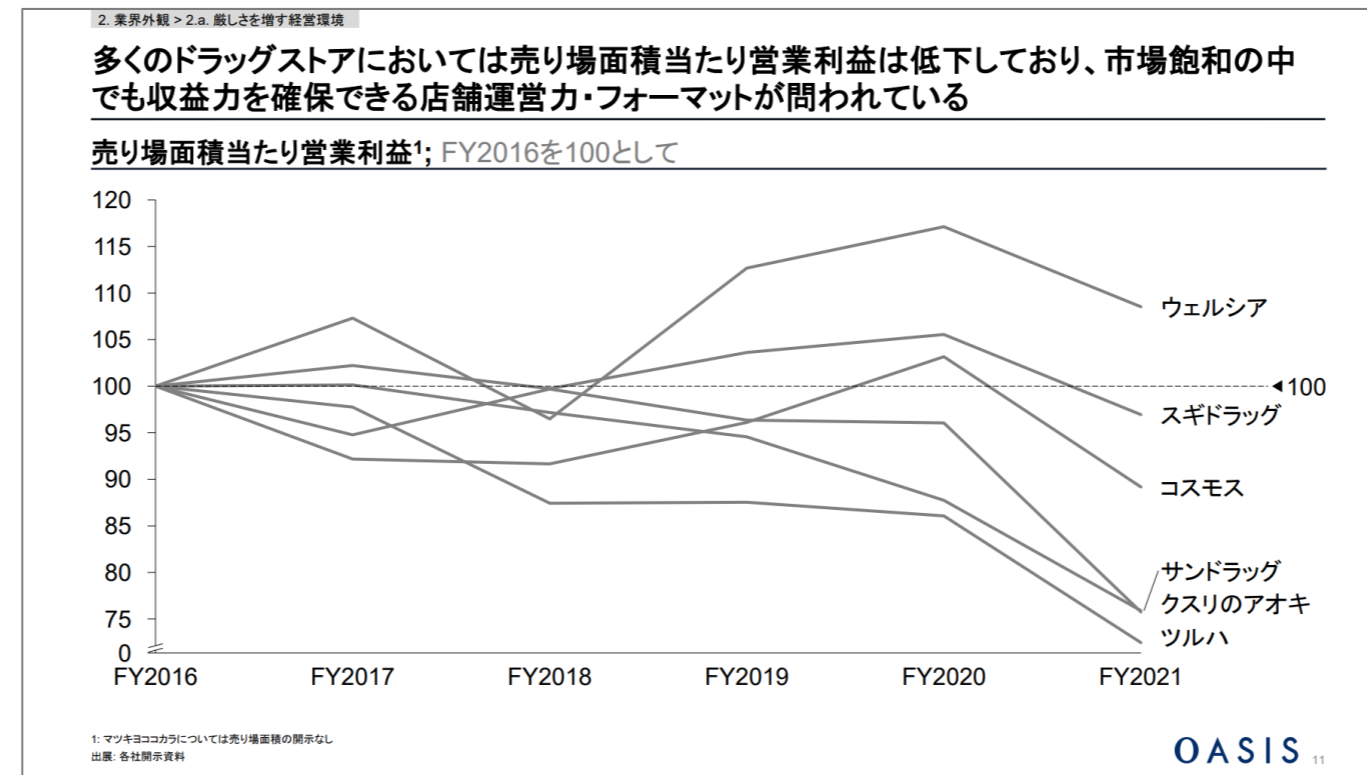
- 実際には実績値ベースでのバリュエーションも競合と比較して劣後しているにもかかわらず、予想ベースのバリュエーションが採用されていることに問題があると誤導
- そもそも未来に対する予想を織り込むとされる株価について、バリュエーションの議論においてコンセンサ予想値を用いることは一般的な慣行であることを踏まえると本指摘は経営陣の資本市場に対する理解の低さを示唆

## ツルハ開示資料における オアシス資料に対する指摘

“”

“**当社は地方郊外店舗が中心であり、他社比較で売り場面積は広い。そのため当社の売り場面積当たり営業利益は他社比較で低くなりがちであり、オアシス資料の売り場面積当たり営業利益の比較は恣意的な印象操作**”

## オアシス資料



## 印象操作・誤導的

- オアシスの売り場面積当たり営業利益についての分析は各社のFY2016の数値を100としてのその経時変化を追うものである。店舗が郊外型で売り場面積が広いとの指摘は絶対値としての売り場面積当たり営業利益について比較する際においてのみ有用な論点であり、**オアシスの分析の趣旨を理解せず、ないしは意図的に分析の趣旨を無視し、ツルハの競争力の低下を矮小化する誤導的な表現である**



株主提案についてのツルハとの対話

ツルハの株価及び経営のパフォーマンス

**現任社外取締役の独立性・適格性**

オアシスによる株主提案

その他の事項

まとめ

## ツルハ開示資料

“”

“当社において北洋銀行が借入額が最も多い金融機関であったことはなく”

✕ 北洋銀行が当社のメインバンクであった事実はありません  
 一般にメインバンクとは事業会社に対する債権額の最も多い金融機関と定義されるところ、過去から現在に至るまで、当社において北洋銀行が借入額が最も多い金融機関であったことはなく、また取引量やその位置づけからしても、北洋銀行が「メインバンクまたはそれに近い存在」であった事実はありません

## ツルハの過去の開示

- 少なくとも1998年5月期から2001年5月期まで、株主招集通知の「主要な借入先(上位5行)」において北洋銀行やその前身の北海道拓殖銀行が最大の借入先がある旨の記載

### 1999年時点でのツルハの「主要な借入先(上位5行)」

(6) 主要な借入先(上位5行)

借入先	借入残高 百万円	借入先が有する当社の株式	
		持株数 千株	持株比率 %
株式会社北洋銀行	249	100	1.1
株式会社三和銀行	241	80	0.9
農林中央金庫	201	80	0.9
株式会社富士銀行	72	20	0.2
商工組合中央金庫	45	—	—

- なお、藤井文世氏は北海道拓殖銀行でキャリアをスタートし、北洋銀行との統合を経て北洋銀行取締役となっている

## 虚偽開示

- 過去に北洋銀行がツルハの最大借入先であったにも関わらず、“当社において北洋銀行が借入額が最も多い金融機関であったことはなく”などと、明らかに事実と反する内容を資料において主張

## ツルハの過去の主要借入先

### 平成10年5月期

(6) 主要な借入先（上位5行）

借入先	借入額	借入先が有する当社の株式	
		持株数	持株比率
株式会社北海道拓殖銀行	248 百万円	— 千株	— %
農林中央金庫	218	80	1.1
株式会社富士銀行	137	20	0.3
株式会社日本興業銀行	96	20	0.3
朝日生命保険相互会社	79	20	0.3

### 平成11年5月期

(6) 主要な借入先（上位5行）

借入先	借入残高	借入先が有する当社の株式	
		持株数	持株比率
	百万円	千株	%
株式会社北洋銀行	249	100	1.1
株式会社三和銀行	241	80	0.9
農林中央金庫	201	80	0.9
株式会社富士銀行	72	20	0.2
商工組合中央金庫	45	—	—

### 平成12年5月期

(6) 主要な借入先（上位5行）

借入先	借入残高	借入先が有する当社の株式	
		持株数	持株比率
	百万円	千株	%
株式会社北洋銀行	150	200	1.1
株式会社三和銀行	141	160	0.9
農林中央金庫	122	160	0.9
株式会社北海道銀行	70	—	—
商工組合中央金庫	35	—	—

### 平成13年5月期

(6) 主要な借入先（上位5行）

借入先	借入残高	借入先が有する当社の株式	
		持株数	持株比率
	百万円	千株	%
株式会社北洋銀行	61	200	1.1
農林中央金庫	60	160	0.9
株式会社三和銀行	40	160	0.9
商工組合中央金庫	25	—	—
株式会社北海道銀行	20	—	—

- 複数年度に亘って北洋銀行やその前身の北海道拓殖銀行が最大の借入先でツルハの開示は虚偽
- 企業がメインバンクに対して見せる、他の借入先からの借入額をメインバンクからの借入額よりも僅差で抑えるような配慮がいずれの年においても見られ、ツルハと北洋銀行が深い関係にあったことが伺える

## ツルハ開示資料

“”

- 北洋銀行が当社のメインバンクであった事実はありません
  - － 一般にメインバンクとは事業会社に対する債権額の最も多い金融機関と定義されるところ、過去から現在に至るまで、当社において北洋銀行が借入額が最も多い金融機関であったことはなく、また取引量やその位置づけからしても、北洋銀行が「メインバンクまたはそれに近い存在」であった事実はありません

**×** 北洋銀行が当社のメインバンクであった事実はありません

└ 一般にメインバンクとは事業会社に対する債権額の最も多い金融機関と定義されるところ、過去から現在に至るまで、当社において北洋銀行が借入額が最も多い金融機関であったことはなく、また取引量やその位置づけからしても、北洋銀行が「メインバンクまたはそれに近い存在」であった事実はありません

## ツルハの過去の開示

- 2007年3月2日付「株式交換による株式会社くすりの福太郎の完全子会社化に関するお知らせ」においては**主要取引銀行の一行目**として北洋銀行を開示

(14) 主要取引銀行	北洋銀行、三菱東京UFJ銀行	千葉銀行、みずほ銀行
(15) 当事会社の関係	資本関係	当社はくすりの福太郎の発行済み株式総数の36.5%を保有しております。

- 2020年8月10日付「第58期有価証券報告書」においては北洋銀行がツルハの「**主要な取引銀行**」であることと、「**良好な関係**」があることを開示

株北洋銀行	-	112,000	主要な取引銀行の一つであり、同行との良好な関係を維持するために保有しておりましたが、売却いたしました。	有
	-	27		

## 虚偽開示

- そもそも、前頁の通り北洋銀行は過去に**ツルハの最大借入先であった**
- 加えて、様々な資料において北洋銀行がツルハの**主要取引銀行**であることが開示されていることを踏まえると借入以外においても「北洋銀行が『メインバンクまたはそれに近い存在』であった事実はありません」との主張は**誤り**

## 北洋銀行との関係性についてのオアシスからツルハへの質問の経緯

オアシスはメールにて、特に貸出に限ることはせず、「過去の一定時期において北洋銀行が貴社ないしは貴社のグループ企業の主要な取引行であったことの確認」をメールにて質問

創業三家出身でIRや管理部門等を管掌し、指名報酬委員会委員でもある執行役員管理本部長村上誠氏がメールにて「過去お取引があったのは現在のホールディングス体制に移行する前の2003年であり、現在取引関係はございません。」と回答

2003年以降も様々な開示資料においてツルハと北洋銀行の取引が示唆されていることをオアシスが資料にて指摘

メールでの回答時点においてはそのような断りは一切なかったにも関わらず、いわば後出しでツルハは開示資料において先のツルハの回答が「『借入先』でない旨を回答したものであり、不当な情報操作です。」と主張

オアシスへのメール返信にて、「過去お取引があったのは（中略）2003年以前であり、現在取引関係はございません。」と回答しておりますが、これは前段にメインバンクに関する質問があったため、「借入先」でない旨を回答したものであり、**不当な情報操作**です。

## 印象操作・誤導的

- 不明瞭な開示を行っているのはツルハであるのにも関わらず、ツルハはオアシスが「情報操作」を行っているとは主張

## ツルハ開示資料

“”

“[藤井氏の]過去所属の北洋銀行は、**政策保有株式の保有**や借入の取引はなく、オアシスの主張は**事実誤認**である”

藤井氏が過去に所属していた北洋銀行は、政策保有株式の保有や借入の取引はなく、オアシスの主張は事実誤認

## 北洋銀行とツルハの実際の関係性

- オアシスが確認できる限りにおいて、ツルハは少なくとも**1999年5月期時点から北洋銀行の株式を保有。2020年5月期に売却を行うまで継続的に保有し続けた**
  - なお、藤井氏はツルハが未だ北洋銀行の株式を保有していた**2015年8月よりツルハの役員を務めている**
- 同様に北洋銀行も少なくとも**1999年8月時点からツルハの株式を現在に至るまで保有し続けた**
- なお、「説明資料」においてはツルハが2020年5月期まで北洋銀行の株式を保有していたことや、藤井氏の役員就任時点において政策保有株式を保有していたことや、北洋銀行がツルハの株式を保有していることについての言及は**一切なし**

## 印象操作・誤導的

- **主語や対象期間を意図的に不明瞭にして、過去20年間の経緯を隠す形でツルハと北洋銀行の間に政策保有株式の保有関係がないと誤導**

## 日本取締役協会による 「コーポレートガバナンスに関する 基本方針 ベスト・プラクティス・モデル」

“”

“第15条 取締役会は、独立性基準において、最初に就任してから **8年**を超えて就任している社外取締役は、**独立社外取締役の要件を満たさないとする旨を定めるものとする。**”

## 経済産業開示資料による 「社外取締役が考える 社外取締役の適当な在任期間」

“”

“社外取締役の在任期間(上限)については、4年から10年を中心にばらつきがあるが、**平均すると6年程度が適当**と考えられている。”

## 疑問

- また、藤井氏については北洋銀行との関係性以外についてもその8年にも及ぶ社外取締役としての在任期間から**独立性に懸念**

## ツルハ開示資料

“”

“佐藤氏は、介護、福祉に関して深い知見がある同氏に、当時の事務局長から就任の依頼があったため、2008年から2017年まで社会福祉法人鶴翔福祉会の評議員を務め、評議員会に年2回程度出席する程度の活動をしていたのみで、2017年以降、同法人の評議員を退任しており、**いずれの独立性基準にも違反しません**”

## コーポレートガバナンス・コード

“”

【原則4-9. 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質】

取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその**実質面において担保する**ことに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべきである。また、取締役会は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できる人物を独立社外取締役の候補者として選定するよう努めるべきである。

## 印象操作・誤導的

- 実質的な独立性が問題視されるべきところ、**独立性基準などに議論を矮小化**
- 真の独立性を軽視する姿勢はガバナンス上問題



“”

岡崎氏の知見について漠然と

“**弁護士としての豊富な業務経験と専門的知識を有[す]**”

とされており、**弁護士として具体的にどのような領域に強みがあるのかは開示されていない**

- 岡崎氏は例えば、過去約3年間で、オアシスが確認できるだけでもいずれも**個人を対象にした8件の管財事件**を取り扱っており、この領域に強みを持つ弁護士であると推察される
- また、Youtubeにアップロードされている動画内においては取り扱い事件の内訳を聞かれた際に「**私は交通事故の事件が半分くらいですね。あとの半分は雑多な事件、それ以外ということですね。**」と回答
- 岡崎氏が独立する前に所属していた札幌英和法律事務所はホームページ上の主な取扱業務の一つ目に「交通事故に関する諸問題」を挙げており、岡崎氏の弁護士としての強みはこのバックグラウンドに立脚していると推認
- なお、日本弁護士連合会の弁護士情報検索を用いて検索をかけた結果、岡崎拓也法律事務所に所属する弁護士は岡崎氏のみしか確認できず、これら管財事件などは本人が直接相当の時間をかけて取り扱っているものと推認

## 疑問

- ツルハのような売上高が1兆円にも上るような上場大企業にて弁護士が社外取締役を務める場合は、**通常はコーポレートガバナンス、リスクマネジメントや知財といったいわゆる企業法務の領域での知見・助言・監督が期待されることが多い**
- **岡崎氏の強みは主には個人を対象とした管財事件や交通事故であると推察され、適格性に疑問**

株主提案についてのツルハとの対話

ツルハの株価及び経営のパフォーマンス

現任社外取締役の独立性・適格性

**オアシスによる株主提案**

**取締役の選任**

報酬

会長職

そのほかの事項

まとめ

# 疑問

## 昨年度の株主総会招集通知のスキルマトリクス

氏名	専門性と経験					
	企業経営	事業戦略	財務・会計・M&A	人的資本・人材開発	法務・リスクマネジメント	ESG
鶴羽 樹	○	○	○	○		
鶴羽 順	○	○		○		○
小川 久哉	○	○	○	○		○
村上 正一	○	○		○		○
八幡 政浩	○	○		○		○
大船 正博		○	○	○	○	○
佐藤はるみ			○			○
岡崎 拓也					○	○
藤井 文世	○		○	○	○	○

## 7月7日開示資料のスキルマトリクス

当社が重要と考えるスキルマトリクス

区分	氏名	社外・独立性	専門性と経験							
			企業経営	事業戦略	財務・会計・M&A	人的資本・人材開発	法務・リスクマネジメント	ESG	DX・IT	グローバル
取締役	鶴羽 樹		●	●	●	●		●		●
	鶴羽 順		●	●		●	●	●		●
	小川 久哉		●	●	●	●		●		
	村上 正一		●	●		●		●		
	八幡 政浩		●	●		●		●		
	田中 若菜	●		●		●		●	●	●
取締役 監査等 委員	奥野 宏	●			●			●		●
	大船 正博			●	●	●	●	●		
	佐藤 はるみ	●			●			●		
	岡崎 拓也	●					●	●		
	藤井 文世	●	●		●	●	●	●		

(注)上記のスキルマトリクスは、各人の有する全ての知見や経験を表すものではありません。

- それぞれの「専門性と経験」の定義（例えばESGという多くの領域を包含する用語が具体的にどのような意味で用いられているか）や各領域において知見が認定されている理由（どうしてその専門性・経験があると判断されたか）などについてのオアシスからの問い合わせにツルハは実質的な回答しておらず、**それぞれの専門性領域がどのような定義でどのようなものが包含されているのか、またそれぞれの専門性領域に知見や経験があると判断された理由不明瞭で、当該マトリクスは恣意的な運用が行われていることを伺わせる**
- 例えば、昨年と比較して**鶴羽樹氏がESGの専門性を、鶴羽順氏が法務・リスクマネジメントの専門性を1年で獲得されている**ということに対して一切の説明がなされず、説得力に欠ける
- よって**当該マトリクスに基づいて選任された二名の新任社外取締役候補についてもその選任理由の妥当性に疑問**
- また、**当該マトリクスに基づいた意思決定を行わないようオアシスは他の株主に推奨**
- 上記指摘に対するツルハの回答が注記「(注)上記のスキルマトリクスは、各人の有する全ての知見や経験を表すものではありません。」なのだとすれば本スキルマトリクスの有用性にはますますの疑義

# スキルマトリクスにおいて設定されている専門性・知見についてオアシスが持つ疑問一覧

## 疑問

- 企業経営とは具体的にどのようなものを指すのか？そもそも企業経営とは事業戦略、財務・会計・M&A、人的資本・人材開発、法務・リスクマネジメント、ESG、DX・ITなどを包含するものではないのか？
- 財務・会計・M&Aなど、全く異なる分野が一つにまとめられている理由はなぜなのか？
- また、奥野氏の推薦理由の書きぶりから見るに、M&Aにおける資金調達なども「M&A」に含まれるのか？それは一切説明がない本スキルマトリクスを見て株主が理解できる一般的な考え方なのか？
- 法務・リスクマネジメントは一つの分野としてくられべきものなのか？
- ESGとは具体的に何を指すのか？
- DX・ITは一つの分野としてまとめることが適切なのか？
- またDX・ITについて、新任として提案されている田中氏しか専門性を有しない。これは、取締役会においては多様な視点ではなく、一つの視点のみで意思決定を行うことを志向しているのか？
- 昨年度まではDX・ITについて、取締役会において知見を持つものはいなかったのか？
- グローバルについて、ツルハの海外での主たる事業領域が東南アジアである中、地域ごとの区別をつけずに「グローバル」との区分をもうけることは適切なのか？
- DX・ITやグローバルが追加された理由として、「当社中期経営計画を踏まえ」とあるが、ならばなぜこれは昨年度に追加されなかったのか？
- 「当社中期経営計画を踏まえ」追加されたグローバルについて、日本国外では東南アジアで事業を営むツルハが必要としていたのは主に米国(田中氏)や香港(奥野氏)での勤務経験を持つ人材だったのか？

# オアシスが社外取締役役に小売業界経験者を加えることの重要性を指摘したにもかかわらず、ツルハの提案する新規の社外取締役2名はいずれも小売経験がない

## ツルハ開示資料

### 会社提案取締役の選任理由 3/4



#### 社外取締役(監査等委員でない)



取締役  
**田中若菜**  
新任

1997年7月	アーサー・D・リトル(ジャパン)株式会社、アナリスト	2013年5月	同社 社長室経営戦略部変革推進室室長
2003年7月	日本ロレアル株式会社	2014年11月	グーグル合同会社 広告営業本部 インダストリーマネージャ
2005年8月	LancomeUSA (Make Up Product Manager) コーポレート勤務	2017年10月	同社 Google Partner Plex Tokyo エグゼクティブサミットマネージャ
	同社 Lancome (Make Up Fragrance Group Manager) 東京勤務	2017年10月	同社 Google Partner Plex Tokyo 統括
2011年5月	ユニバー・ジャパン・サービス株式会社 タブ・ブランド・デバイス	2021年1月	同社 営業戦略本部長
	ロップメント	2021年10月	同社 ブランド&デジタルソリューション本部 ディレクター(執行役員)
	リージョナルマネージャー・スキンケアカテゴリー	2023年3月	リンクトイン・ジャパン日本代表(現任)
2012年3月	衆議院東京電力福島原子力発電所事故調査委員会 国際関係担当マネージャー(専門調査委員)		
2012年11月	グラクソ・スミスクライン・ジャパン株式会社 社長室経営戦略部プロジェクトマネージャ		

**取締役候補者とする理由/期待される役割**  
田中若菜氏は、製薬会社・世界的IT企業にて培った高い経営コンサルティング、ブランドマーケティングの知見、政府特別プロジェクトメンバーを務めるなどの経験を有しております。これらの幅広く高度な知見・経験を、当社のDX(デジタルトランスフォーメーション)推進及びグローバル化に活かしていただける人材であると判断し、社外取締役候補者といたしました。



取締役  
**奥野宏**  
新任

1989年1月	野村ローゼンバーグ・アセット・マネジメント、日本トレーダー、株式ポートフォリオトレーディング、ポートフォリオエンジニアリング	1998年9月	メリルリンチ日本証券ディレクター グローバルテクニクスベジヤリス、円株式セールス担当
1993年4月	スミスパーニー株式会社、日本国際円株式セールス担当バイスプレジデント	2003年9月	メリルリンチ・アジア・パシフィック・リミテッド、香港ディレクター 環太平洋テクニクスベジヤリス・セールス、アジア株式セールス
1997年10月	ソロモンスミスパーニー株式会社 国際円株式ディレクター	2005年9月	バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ ディレクター 国際マルチプルタクト、円株式セールス担当
1998年4月	ロバートソン・ステイプルス株式会社 日本グローバル株式セールス担当バイスプレジデント	2011年6月	ジェフリーズ・ジャパン・リミテッド、ジェフリーズ・グループ・マネージングディレクター
		2022年10月	KTSS 株式会社創設者、マネージングパートナー(現任)

**取締役候補者とする理由/期待される役割**  
奥野宏氏は、グローバルな金融機関での勤務経験が長く、金融という専門性の高い視点から資金調達等を含む当社の財務・ファイナンス戦略に新たな価値を付加できる知見を有しています。当社が今後、大型のM&Aを含む当社グループ成長のための各種施策を執行するためには、資金調達を含む当社の財務・ファイナンス戦略が一層重要となるため、当社取締役会に是非加えるべき人材と判断いたしました。加えて、同氏は、海外経験豊富なコンサルタントとして、当社の経営に対し、今後重要性が増す国際性、事業展開への助言、監督も期待できる人材であると判断し、社外取締役候補者としていたしました。なお、同氏は会社の経営に直接関与したことはありませんが、上記の理由により、社外取締役としての職務を適切に遂行できると判断いたしました。

## オアシス資料

4. コーポレートガバナンス上の課題 > 4.b. 社外取締役の質、独立性と多様性 > 4.b.1. 取締役会全体の構成

また、小売業界経験者が一人もいない現状の社外取締役会構成は議決権行使助言会社のガイドライン上推奨されていないだけでなく...

#### グラス・ルイス議決権行使助言基準

弊社は、取締役会は、多様な経歴を有し、その役目に適した経験を持つ役員によって構成されるべきであると考えている。構成役員を決定する際、取締役会または指名委員会は、当該会社またはその業界との関連性などを考慮した上で、候補者の決定をすべきであると考えている。ただし、多様性というのは、一般的に考えられる年齢、人種、性別、民族だけでなく、市場に対する知識、在職期間、文化などの様々な要件が含まれる。最低でも、社外取締役1名は、業界との関連性のある経験や知識を有する人物であることが望ましいと考える。

4. コーポレートガバナンス上の課題 > 4.b. 社外取締役の質、独立性と多様性 > 4.b.1. 取締役会全体の構成

#### ...多くの機関投資家の議決権行使基準にも違反

##### Norges Bank Investment Management

abrdn



“取締役会は経営陣による経営戦略の実行を監督するための十分な業界知見を持っているべきである。少なくとも2名の独立役員が業界での経験を持つべきである。”



“実行性のある意思決定のためには取締役会全体での適切なスキルの構成と、異なる意見を持ち、多様な考え方を持っている個人間の健全な議論が必要である。取締役会は様々な知見、経験や意見が集約される場であるべきである。これらの中には業界知見や、ほかのセクターでの経験、そして関連する地域についての知見が含まれる。”

## ISS議決権行使基準

“”

### 取締役会の定員の減少

- 下記に該当する場合を除き、原則として賛成を推奨する。
  - － 株主総会後の取締役の人数と員数が同数となる場合（**取締役の実際的人数と定員数が同じであれば、株主が推薦する取締役候補を新たに選任させるには、現在の取締役をまず解任する必要が生じる。よって、株主提案による取締役選任が困難になるため、買収防衛目的と解される。**）

## オアシスからツルハへの 2023年6月5日付書簡

“”

以下の議決権行使助言会社であるISSからの抜粋が示すように、会社提案と競合しない形での株主による取締役提案を可能にするために、取締役会に少なくとも1つの空席を設けることはよいガバナンスの所作であると広く受け入れられています。平時においては資本市場に対してこの議席を示しているのにも関わらず、**株主提案への対抗措置として空席を埋めることは、株主を欺く意思を示すことになり、貴社におけるコーポレート・ガバナンス上の不全をより一層明らかにするでしょう。**仮に会社提案として貴社が取締役候補者を推薦する場合には、その人数分取締役会の定員を引き上げる定款変更も提案するよう要請いたします。

## 疑問

- ISSの議決権行使基準において示されているように、**株主による取締役候補の提案を阻止するために定款上の取締役の定数の枠を「埋める」行為はコーポレートガバナンス上不適切であると考えられる**
- 上記についてオアシスからツルハに対して注意喚起を行い、現任の社外取締役に加えて新任の社外取締役候補を提案する場合は定款上の定員を増やす議案を提出するよう要求したのにも関わらず、**ツルハは定員を「埋める」ための定款変更を伴わない取締役選任議題を上程**

## ツルハ開示資料

“”

“当社としては、似たような専門知識はグループ志向や惰性につながると考えており、また特に現状の会社のビジネスモデルや業界の変革期においては、経営陣から独立して本質的な問題を見抜くことができる方を重要視している”

## 疑問

- 「似たような専門知識はグループ志向や惰性につながる」とは具体的にどのようなことを指すのか不明なだけでなく、一人も小売業界経験者を社外取締役に入れない理由にはなりえない
- 「経営陣から独立して本質的な問題を見抜くことができる方を重要視」とあるが、これは社外取締役個別の資質の観点からも社外取締役全体の構成の観点からも小売業界経験者の取締役選任と両立しうるものであり、一人も小売業界経験者を社外取締役に入れない理由にはなりえない
- また、そもそも経営陣からの独立性を重要視するのであれば、なぜ外形的に経営陣からの独立性が疑われる人物を取締役に推薦するのか疑問

# ツルハの説明する新任候補への反対理由は矛盾しており、そもそも株主による提案に真摯に向き合う姿勢がないと思われる

## 疑問

提案候補	郷原信郎氏	中畑裕子氏	中村元彦氏 玉上宗人氏 池田安希子氏
ツルハの反対理由	<ul style="list-style-type: none"> <li>弁護士としての知見を前提としたコンプライアンス・不祥事対応における強みが推薦理由となっているところ、これのみが推薦の理由であるとツルハは曲解し、「そもそも当社はコンプライアンス・不祥事への対応が問題となっている状況下になく、かつ、現在の経営体制においてもこれらの要素が欠け又は相対的劣位にあるとは考えられず、喫緊の課題としてこれらの専門性を有する人材を社外取締役を迎えるべき要請がない」と主張</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中畑氏が知見を有する領域について、ツルハが十分な経験やノウハウ等を既に有していることをもって、社外取締役を迎え入れる必要がないとの意見が説明されている</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>小売業界における経験がツルハの事業領域であるドラッグではないことが反対理由として挙げられている</li> </ul>
オアシスの疑問・反論	<ul style="list-style-type: none"> <li>「岡崎拓也氏は弁護士としての豊富な業務経験と専門的知識を有し、高い見識をもとに独立した立場からの助言により」とある一方で、同様に弁護士としての業務経験や専門的知識が推薦の前提になっている郷原氏については岡崎氏と比較してその能力の検討が行われるべきところ、そのような比較は行われていない<sup>1</sup> <ul style="list-style-type: none"> <li>特に岡崎の弁護士としての専門性は企業法務ではなく、管財事件や交通事件であると推認</li> </ul> </li> <li>「説明資料」内ではくすりの福太郎の薬歴問題を受けて「グループ全体の法令遵守体制・コンプライアンス管理体制の向上に継続的に取り組んでいる」とツルハは主張している。郷原氏は正に日本を代表するコンプライアンスの専門家であり、真にコンプライアンスの向上に取り組んでいるのであれば氏を取締役として迎え入れることができるのは千載一遇の好機であり、前述の内容と矛盾するのではないか</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>そもそも、独立委員は一義的には知見の拡張のために迎え入れられるべきでなく、経営陣の監督のために招聘されるべきであり、実質的な観点から監督をおこなうために、むしろ経営陣とある程度の知見や経験の重複が必要であることについて、ツルハは理解が及んでいないのではないか</li> <li>また、現任の社外取締役が何ら説明なく全員ESGの経験ありとされている一方、中畑氏は自身の運営するサステナビリティ関連サービスを通じて、実質的なESGの経験を有す</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>そもそも会社側提案候補者にはドラッグ業界の経験者はおろか小売業界経験者すらいない</li> <li>業界の専門性を持った人物を取締役会に入れることは様々なガイドラインや機関投資家の議決権行使基準においても推奨されている一方で、会社候補からもこのような候補を推薦しないことや、オアシス提案についても反対することは、現経営陣による専門性を持った社外取締役による実質的な監督を拒む姿勢を示す</li> <li>そもそも、中畑氏の反対理由においてはツルハは社外取締役候補と会社側経営陣の知見の重複を反対理由としており、ドラッグストア業界経験者が推薦された場合は同様の理由で反対が行われていた可能性</li> </ul>

1: 少なくとも「説明資料」においてはそのような記述は一切なし



## ツルハ開示資料

“”

“**本株主提案に係る取締役候補者が当社社外取締役となった場合、財務会計や税務に関する専門的知見、経験等を有する社外取締役が不在となる一方で、経営や事業に関する経験を有する社外取締役が多くなる等、会社提案に係る社外取締役が当社取締役となった場合のスキルマトリクスに比べてバランスを欠くと考えられること。**”

### 印象操作・誤導的

- オアシスの株主提案は、その提案においても記載されている通り「各候補者を個別に選任することを求めるもの」であり、ツルハが提示する集団として比較するような議論はそもそも**不適當であり誤導的**
- また、オアシスの提案する**玉上氏**は銀行でのキャリアやニトリにおいてM&A担当部門を管掌していた経験などから**財務会計に関する知見を有する**

## ツルハ開示資料

“”

- “なお、当社が、本株主提案に係る取締役候補者の選定に関連し、提案株主が本株主提案の中で提唱している「事業活動及び企業再編の双方での当社の戦略的なビジョンの構築」の内容や当社の中期経営計画で示された現在の当社の戦略に変化があるか否かについて提案株主に対して質問したところ、「**弊社がその内容について、断定的に『想定』して、貴社にお伝えする性質のものではありません。**」、「**弊社がお答えする立場にはございません。**」といった回答がなされました。”
- “また、株主提案に係る取締役候補者との面談の結果、中期経営計画に対する株主提案に係る取締役候補者の**スタンスも必ずしも一貫性がある**ものではなかったことを踏まえると、株主提案に係る取締役候補者が選任された場合、会社提案に係る取締役候補者で構成される当社取締役会が着実に実行してきた中期経営計画の目標を達成することができなくなる等、当社の事業継続に悪影響を及ぼす可能性が否定できません。”

## ツルハとオアシスの対話; 下線はツルハ引用部

“”

- [質問] “株主提案書に「事業活動及び企業再編の双方での当社の戦略的なビジョンの構築」との記載がありますが、現時点でどのような内容をご想定でしょうか。また、当社の中期経営計画で示された現在の当社の戦略に変化はあるのか、ないのかという点についても質問がありましたので、ご回答をお願い致します。”
- [回答抜粋] “弊社が株主提案書に取締役会が行うべきこととして記載している「事業活動及び企業再編の双方での当社の戦略的なビジョンの構築」はCGSガイドラインにおいて挙げられている役割分担モデルにおいて取締役会が担うべき役割として例示されている「パーパス・ビジョン等の中長期的な在り方の決定」や、「経営の基本方針・経営戦略の決定」などを踏襲・意識しております。一方で、**その具体的な内容については取締役会において議論されるべき事項です。弊社が推薦する取締役候補は弊社からも独立しており、弊社が推薦する社外取締役候補が選任された場合においても、戦略的なビジョンは特定の株主ではなく取締役会が決定するべき事項であると考えております。したがって、弊社がその内容について、断定的に「想定」して、貴社にお伝えする性質のものではありません。**”  
(中略)  
“**[戦略的なビジョンについては]貴社の取締役会が検討するべき事項であり、弊社が指図等するものではないため、これが貴社の中期経営計画で示されている貴社の戦略と異なるものになるのかについて弊社がお答えする立場にはございません。**”  
(後略)

## 疑問

### 印象操作・誤導的

- ツルハの中期経営計画に変更がありうるかという質問に対して、それは取締役会で決定されるべき事項であり、少数株主であるオアシスが答える立場にないという至極当たり前の回答をただけにも関わらず、**回答内容が不十分であるかのような書きぶりは誤り。また弊社の回答の主眼は取締役会が中心となって、戦略の策定を行うべきであるとの点であり、ツルハによるオアシス回答の引用方法は明らかに誤導的**
- ツルハは全ての社外取締役ないしは全ての取締役がその中期経営計画において**「一貫性」**つまり同じ意見を持つべきと考えているのか。また、各取締役は経営についてそれぞれに独立した意見を持つべきと考えていないのか疑問
- また、中期経営計画は経営環境の変化に応じてその是非が議論され、必要に応じて修正されるべきものであり、その内容が変更されること自体がリスクであるかのような論調には違和感。ツルハの経営陣は、会社による新規提案候補も含めて、今後如何なる経営環境の変化があろうとも現中期経営計画の変更は行わない決意を有しているのか疑問
- 上記の議論を踏まえるとツルハは中期経営計画になんら**変更が加えられないことが提案株主によって保障されている場合にのみ、取締役候補を検討するのか疑問**
- 引用されてるような意見そのものが、**ツルハの取締役会には新たな意見を積極的に聞き、取り入れる姿勢が欠落していることを示唆**

株主提案についてのツルハとの対話

ツルハの株価及び経営のパフォーマンス

現任社外取締役の独立性・適格性

**オアシスによる株主提案**

取締役の選任

**報酬**

会長職

その他の事項

まとめ

### ツルハ開示資料を通じたツルハによる株式報酬への考え

- “監査等委員である取締役や(監査等委員である取締役以外の)社外取締役に譲渡制限付株式報酬を支給することは、**自身の報酬を最大化するためリスクを顧みることなく株価の上昇のみを企図するという強いインセンティブを働かせる**ことから、その是非について多くの議論が存在し、そもそも妥当性も検討される必要があると考えられます。実際、現段階においては、国内の多くの機関投資家の議決権行使基準においても、このような株式報酬議案については、**原則として反対するとされています。**”
- “当社は、社外取締役及び監査等委員である取締役に対する譲渡制限付株式報酬の付与は、当社のガバナンス体制をゆがめ、企業価値向上を危ぶむおそれがあると判断しております。”

### 経済産業省による推奨やツルハでの過去の取り扱い

#### CGS ガイドライン

- “**自社株報酬は、株主の意見を適切に反映させる役割を担う社外取締役にとって、株主と目線を合わせる観点から、有効な場合がある。特に、自社株報酬のうち、業績条件の付されていない自社株を付与する類型のものは、その割合が金銭報酬に比して過度に高くない限り、社外取締役が自ら自社株式を購入し、保有することと大きな差異が無く、付与することによる弊害が少ないため、有力な選択肢として考えられる。**”

#### ツルハでの過去の株式報酬

- ツルハは**過去複数回に亘って社外監査役を含む監査役に株式報酬を交付している**

5. 譲渡制限付株式報酬としての新株式発行による増加であります。

発行価額	14,160円	
資本組入額	7,080円	
割当先	当社取締役	6名
	当社監査役	3名
	当社子会社の取締役	28名

- ツルハが指摘する通り、社外取締役への株式報酬について様々な議論が存在するのは事実である一方で、監査等委員とそうでない社外取締役で考え方が分かれる国内機関投資家も多いところ、弊社提案の監査等委員向けの報酬と監査等委員でない社外取締役向けの報酬について同列に機関投資家が「**原則として反対**」であると論ずるのは**乱暴で誤導的**
- また、オアシスが提案する300万円の株式報酬は固定報酬1,000万円に比して抑えられた額であるだけでなく、行使価格に関する条件などもない、「**有力な選択肢**」と**CGSガイドラインで推奨**されている水準にあるのにも関わらず、根拠なくこれを「**自身の報酬を最大化するためリスクを顧みることなく株価の上昇のみを企図するという強いインセンティブを働かせる**」とするのは**誤導的**
- CGSガイドラインにおいては、自社株報酬を与えることと、自社株を自ら購入して保有することに大きな差異がないとされている。ツルハ経営陣の考え方では、**監査等委員でありながら株式を保有している大船氏や同じく社外取締役監査等委員でありながら株式を保有している佐藤氏や藤井氏には「自身の報酬を最大化するためリスクを顧みることなく株価の上昇のみを企図するという強いインセンティブ」が働いている状態なのか疑問**
- また、2019年を始めとして、過去には複数回に亘って社外監査役を含む監査役への譲渡制限付株式の付与を行っており、主張の一貫性に疑問

株主提案についてのツルハとの対話

ツルハの株価及び経営のパフォーマンス

現任社外取締役の独立性・適格性

## オアシスによる株主提案

取締役の選任

報酬

## 会長職

その他の事項

まとめ

# ツルハは会長職を経営陣に対しての監督を行う役職として説明している

## ツルハ開示資料

### 取締役候補者とする理由／期待される役割

鶴羽樹氏は、卓越した経営手腕を発揮して現在のツルハグループの礎を築きました。また取締役会長として、グループ全体を俯瞰した経営の監督を行ってまいりました。候補者の長年にわたる豊富な知識と経営手腕は、当社グループの更なる成長及び競争力強化に大きく寄与するものと判断し、引き続き取締役候補者としたしました。

- 当社会長及び副会長は、当社グループの事業経営について、昨今の事業環境の変化や中長期的な業績向上と企業価値増大への取り組み等に対し、今までの経験・知見等を踏まえ、社長等の求めに応じて経営全般に対する監督・助言を行うとともに、**取締役会**における議論を活発化させる等の取締役会機能の強化に貢献しており、当社として**会長職及び副会長職は重要な役割を有しており、現時点において、廃止する必要はないと考えております。**

## 疑問

### 鶴羽樹氏の報酬

③報酬等の総額が1億円以上である者の報酬等の総額等							
氏名	報酬等の総額 (百万円)	役員区分	会社区分	報酬等の種類別の額 (百万円)			
				固定報酬	業績連動報酬	譲渡制限付株式	左記のうち、 非金銭報酬等
鶴羽 樹	122	取締役	提出会社	51	61	9	—

- 社外取締役と同じく経営陣の監督という役割を持ちながらも譲渡制限付き株式を受け取っている鶴羽樹氏には現在経営陣が主張するような「自身の報酬を最大化するためリスクを顧みることなく株価の上昇のみを企図するという強いインセンティブ」が働いている状態なのか疑問

## 鶴羽樹氏の経歴

候補者番号	氏名 (生年月日)	略歴、地位、担当および重要な兼職の状況	所有する当社の株式数
1	 <p>つる は たつる 鶴 羽 樹 (1942年2月11日生)</p> <p>再任</p>	<p>1976年6月 (株)ツルハ入社 1978年7月 同社取締役 1994年8月 同社専務取締役 1996年8月 同社代表取締役専務 1997年8月 同社代表取締役社長 2003年8月 当社取締役 2005年8月 当社代表取締役社長 2008年8月 当社社長執行役員 (株)ツルハ社長執行役員 2011年12月 Tsuruha (Thailand) Co.,Ltd.取締役副会長 2014年8月 当社代表取締役会長 (株)ツルハ代表取締役会長 2018年8月 当社取締役会長 (現任) 2020年8月 (株)ツルハ取締役会長 (現任)</p> <p>(重要な兼職の状況) (株)ツルハ取締役会長</p> <p>(取締役候補者とする理由) 鶴羽 樹氏は、卓越した経営手腕を発揮して現在のツルハグループの礎を築き、また、取締役会長として、グループ全体を俯瞰した経営の監督を行ってまいりました。候補者の長年にわたる豊富な知識と経営手腕は、当社グループの更なる成長および競争力強化に大きく寄与するものと判断し、引き続き取締役候補者といたしました。</p>	1,412,540株

## 疑問

- 会長職の役割がツルハホールディングスにおける経営陣の監督であるならば、会長は業務執行に深くかかわらない方がよいと考えられる一方、2020年8月までツルハホールディングスの連結売上高の約半分を占めていた(株)ツルハの代表取締役を務めていた。このような慣行を鑑みるに**会長による監督機能が実質的にどの程度担保されているのか疑問**



## ツルハにおける報酬の 決定方針

- 会長である鶴羽樹氏を含む「監査等委員である取締役以外の取締役の個人別報酬額については[...]代表取締役社長がその具体的内容について委任を受けるとされており、これに基づいて社長である鶴羽順氏が鶴羽樹氏を含む取締役（監査等委員でない）の基本報酬、及び賞与の配分を行っていることが開示されている

## ツルハにおける指名の 決定方針

- 会長である鶴羽樹氏は指名・報酬委員会の委員ではない一方で、鶴羽樹氏に監督される対象であるはずの鶴羽順氏が指名・報酬委員会の委員長を務めており、鶴羽樹氏の指名において、鶴羽順氏が大きな影響力を有している

## 疑問

- 経営陣への牽制機能を発揮する上で最も重要な**指名や報酬の決定といった事項について**鶴羽樹氏が主導的な立場にないどころか、むしろ**監督対象である鶴羽順氏が主導的な立場にある中で**、会長である鶴羽樹氏はどのようにして**監督機能を発揮することができるのか疑問**
- また、そもそも父親が息子を監督するという構造そのものが**不適切**であり、最適なコーポレートガバナンス構造とはいいがたい

株主提案についてのツルハとの対話

ツルハの株価及び経営のパフォーマンス

現任社外取締役の独立性・適格性

オアシスによる株主提案

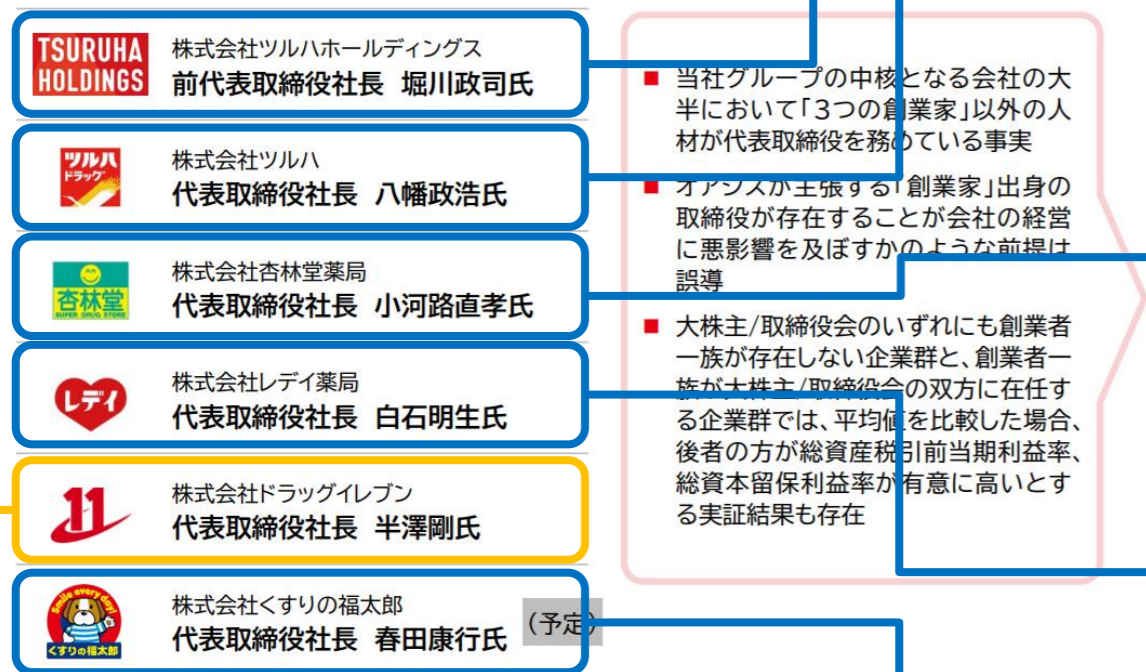
**その他の事項**

まとめ

# ツルハにおける非創業家人材登用の実態

## 印象操作・誤導的

### オアシスが主張する「3つの創業家」出身でない人材の登用



- 当社グループの中核となる会社の大半において「3つの創業家」以外の人材が代表取締役を務めている事実
- オアシスが主張する「創業家」出身の取締役が存在することが会社の経営に悪影響を及ぼすかのような前提は誤導
- 大株主/取締役会のいずれにも創業者一族が存在しない企業群と、創業者一族が大株主/取締役会の双方に在任する企業群では、平均値を比較した場合、後者の方が総資産税引前当期利益率、総資本留保利益率が有意に高いとする実証結果も存在

堀川氏の前任の社長の鶴羽樹氏や後任の社長の鶴羽順氏はいずれも社長として、単独で代表権を保持していたが、**堀川氏のみ社長の在任期間中に単独で代表権を保持した期間がない**。堀川氏は2018年までは代表取締役会長であった**鶴羽樹氏と共同で代表権を保持し**、2018年から退任までは**代表取締役専務の鶴羽順氏と共同で代表権を保持**。これら事実は堀川氏が独立した経営者として登用されたのではなく、いわば鶴羽樹氏から鶴羽順氏への世代交代に当たっての**中継ぎ社長にしかすぎなかった**ことを推認

(株)ツルハにおいては**鶴羽順氏が代表取締役を引き続き務める**だけでなく、**鶴羽樹氏**やその就任プロセスにおいてもは**株主からの信任を得ていない鶴羽肇氏(樹氏の兄)も取締役として残っており**、八幡氏がどの程度独立して経営権を発揮できているのかには疑義

杏林堂薬局の創業家である**渥美家出身者が代表取締役会長、取締役名誉会長**そして、**取締役名誉副会長**として3名も残っているなど、創業家の影響力が温存される中で小河路氏がどの程度の役割を果たしているのか疑問。なお、創業家出身の渥美文昭氏は過去にツルハホールディングスの取締役を務めており、当該時点においては株主からの信任を得てたが、現在は**その就任プロセスにおいて株主からの信任を得ていない**

同様に、レディ薬局の**創業家出身者である三橋信也氏が引き続き代表取締役会長**を務める。なお、三橋氏は2016年5月から2021年5月までツルハホールディングスの取締役を務めており、当該時点においては株主からの信任を得てたが、現在は**その就任プロセスにおいて株主からの信任を得ていない**

今回の春田氏の代表取締役社長の就任はオアシスからのガバナンス上の指摘を受けて、**いわばアリバイ作りの行われている**可能性。また、春田氏の代表取締役就任後も、**創業者の小川治氏が取締役名誉会長として、治氏の息子である小川久哉氏が代表取締役会長**としてくすりの福太郎にはとどまり、影響力を維持。なお、**小川久哉氏は薬歴の不適切管理・調剤報酬の不適切請求問題の責任を取ってくすりの福太郎の代表取締役を退任されたわずか12か月後に当該役職に復帰した**という過去がある

右記の理由で、創業家による“シマ”の存在を推認させる特殊な人事

- 各創業家以外からの人材の登用は、**いずれも各創業家がそれぞれ強い影響力を維持する中で限定的な役割を果たすために登用されているのみにすぎないと推認**され、独立して自由に経営権を発揮できているとは考えられず、非創業家系人材が積極的に登用されているかのような**ツルハの主張は誤導的**
- なお、ツルハは買収先の経営の自主性を尊重していると喧伝する一方で、JR九州から買収し、配慮を行う必要がある**創業家がいな**いドラッグイレブンについてはツルハから社長(半澤剛氏)を送り込み、その**経営の独立性を一切尊重していない**
- これら事実から**事業子会社の経営の独立性の尊重は、各子会社における創業家による“シマ”を尊重するための方便にしか過ぎないと推認**される

# 鶴羽肇氏についてのツルハとオアシスのやり取り

## 疑問

2023年6月28日:オアシスはツルハから、オアシスの株主提案について複数の質問を受領。そのうちの一つに、創業家以外の人材登用の阻害の質問が存在

2023年7月2日:上記の一連の質問に対する回答を書簡でツルハに送付。創業家支配や創業家以外の人材登用阻害の一例として、もはや親会社株主からの信任を得ていない鶴羽肇氏が引き続き子会社としての(株)ツルハの取締役を務めていることを指摘。

なお、鶴羽肇氏が最後に株主からの信任を得たのは2005年ごろであり、以降20年近くに亘り、ツルハホールディングスの連結売上高の約半分を占める最も重要な子会社である(株)ツルハにおいて取締役として、株主からの信任を得ないまま影響力を維持し続けたことになる

2023年7月7日:その理由などについて何の説明もなく、鶴羽肇氏が子会社としての(株)ツルハの取締役名誉会長から退任することを発表

2. 会社名 株式会社ツルハ (2023年8月3日付)

氏名	新役職名(予定)	現役職名
遠山 和登	取締役常務執行役員 店舗開発本部長	執行役員 店舗開発本部長
(退任) 取締役名誉会長 鶴羽 肇		

・新任取締役候補者の略歴

氏名 遠山 和登 (とおやま かずと)  
生年月日 1964年3月6日

略歴

1982年3月	株式会社ツルハ入社
1998年3月	同社店舗開発室第一店舗開発部長
2008年8月	同社執行役員店舗開発本部長
2014年8月	当社執行役員店舗開発本部長(現任)
2020年5月	株式会社ツルハ執行役員店舗開発本部長(現任)

- 今般鶴羽肇氏が退任するに至ったのは、ツルハは鶴羽家による子会社(株)ツルハの支配がを認めたということか疑問

## ツルハ開示資料

“”

“加えて、そもそも「創業家」が存在し、「創業家」出身の取締役が存在することが会社の経営に悪影響を及ぼすかのような前提も誤導です。例えば、大株主・取締役会のいずれにも創業者一族が存在しない企業群と、創業者一族が大株主・取締役会の双方に在任する企業群では、平均値を比較した場合、**後者の方が総資産税引前当期利益率、総資本留保利益率が有意に高いとする実証結果もあります**。具体的な事象を問題とせずに、あたかも創業家が存在すること自体が当社に悪影響を及ぼしているかのような前提を置く提案株主の主張は、客観的な合理性が認められないだけでなく、誤っています。”

1: 現在の役職

2: 東京帝国大学, 京都帝国大学, 東北帝国大学, 九州帝国大学, 北海道帝国大学, 京城帝国大学, 台北帝国大学, 大阪帝国大学, 名古屋帝国大学, 東京商科大学 (現・一橋大学), 神戸商業大学 (現・神戸大学) の卒業生以外

## 印象操作・誤導的

- オアシスが問題視しているのは創業家の存在そのものではなく、**創業家による企業支配**や、創業家出身者を含む**経営陣への監督を行う社外取締役の独立性の欠落**である。オアシスによる株主提案は社外取締役のみをその対象としており、**ツルハの議論は誤導的**
- そもそも紹介されているような**実証研究はそのデータのとり方や検証手法などによって、結果が大きく変わる**性質を持ち、**議論の片側のみを紹介するのは不適當で誤導的**
  - 例えば、京都産業大学教授<sup>1</sup>の沈氏によると**非エリート**(出身大学で定義<sup>2</sup>)である**親族への事業継承は「ROA と売上高成長率に対して統計的に有意に業績悪化を示している」**(沈 2014、p.48)との結果などもあり、**一概に議論を行うことは難しい**

## ツルハ開示資料における オアシス資料に対する指摘

“”

- “小川氏は2016年の復帰以降、当社取締役として当社グループの成長に貢献しており、加えて選任議案では毎年高い賛成率で株主の皆様から評価を得ているにもかかわらず、**何故今指摘するのか**疑問”
- “オアシスとは株主提案提出以前の対話機会において、本件については一度も質問はなく、オアシス自身、**重大な背信行為**であると認識しているとは到底思えない”

## 疑問

- そもそも小川久哉氏がツルハホールディングスの取締役として**復帰した際の株主総会の招集通知においては、本件について一切触れられておらず、制限された情報の元で株主が適切な意思決定を行えてなかった可能性**
- 株主総会における株主による信任は、ある一定時点でのその時点で公開された情報にもとづく意思決定にすぎない。ある時点において株主が取締役を信任したことは、その後に異なる情報や文脈に基づいて当初とことなる意思決定を行うことを阻むものではない
- オアシスが関連当事者取引や創業家以外の人材登用の阻害など、**さまざまな要素を複合的に統合してガバナンス上の問題点をあらたな視点で指摘している**ということをツルハは意図的に無視しているのか疑問
- ツルハは本件を日本の医療保険制度や患者に対する**重大な背信行為**重大な背信行為であると考えていないのか疑問

## ツルハにおける社外役員退任者への子会社役員職の提供

土井 勝久氏

- 2013年8月から2021年8月までツルハホールディングスの社外監査役
- 2022年8月まで(株)ツルハの常勤監査役

酒井 純氏

- 1995年から2021年8月までツルハホールディングスやその前身企業の社外監査役等
- 現在も(株)ツルハの監査役

## 疑問

- ツルハホールディングスの社外役員経験者が親会社における役員退任後も子会社の(株)ツルハにおいて株主の監視を受けない役員として役員報酬を受けることが常態化している可能性
- もし上記懸念が正しければ、現状の社外取締役についても、その後の子会社での役員職就任を見据えて、経営陣に対して“**モノ言わぬ社外取締役**”になる強いインセンティブを働かせる
- 現任の社外役員についても創業三家支配を認める代わりに、役員退任後の子会社における役員就任が明示的、黙示的に合意されている可能性

## ツルハ開示資料における オアシス資料に対する指摘

“”

- “**従業員への財務的な還元は重要である一方、それが「収益性の向上」に直接起因するものではなく、オアシスの主張は不当な非難**”

## 疑問

- 企業経営における労働者への還元についての考え方には様々な考え方があるものの、主要な考え方のひとつとして労働分配率、つまり企業の生み出す付加価値の内、労働者に還元されている割合でその程度を測る、との考え方がある。このような考え方からもわかる通り、**労働者への還元と収益性は明らかに直接的につながる事項である**
- 逆に、収益性の向上なく労働者への財務的な還元を現経営陣がどのように行っていくつもりなのか疑問



# 疑問

- 小川家による関連当事者取引について:

- 一連の取引はツルハの企業価値向上にどのように資するのか疑問

- これら取引は適切な条件で行われているのか疑問

- このような関連当事者取引が行われているクスリの福太郎において不祥事を受けて退任したはずの小川氏がわずか12か月後に社長に復帰していることが**正に創業家支配の証拠ではないのか疑問**

- オアシスはその適切性を株主が評価するために、**小川家が関与するすべての関連当事者取引の取引条件を含むその詳細を開示するよう要請**

4. コーポレートガバナンス上の課題 > 4.a. 創業三家による支配とその悪影響

くすりの福太郎の本社、および複数の店舗が小川家により所有されており、小川家によるくすりの福太郎支配の強さが伺える



建物名	新鎌ヶ谷 Fタワー	N.A.	ディア・ヴェルジュ	ムワトゥール
住所	鎌ヶ谷市新鎌ヶ谷 2丁目8-17	千葉県鎌ヶ谷市初富本町 1丁目1-24	千葉県鎌ヶ谷市新鎌ヶ谷 1丁目18-5	千葉県鎌ヶ谷市新鎌ヶ谷 1丁目16-1
施設	本社	くすりの福太郎 初富本町店	くすりの福太郎 新鎌ヶ谷北口店	くすりの福太郎 新鎌ヶ谷店
所有者	小川 治氏	小川 治氏	小川 治氏	小川 久哉氏

出典: 登記簿; くすりの福太郎ホームページ; Google maps

OASIS 84

## ツルハ開示資料

### 【関連当事者との取引】

前事業年度（自 平成15年5月16日 至 平成16年5月15日）

#### 1. 役員および個人主要株主等

属性	氏名	住所	資本金又は出資金 (千円)	事業の内容又は職業	議決権等の所有 (被所有) 割合	関係内容		取引の内容	取引金額 (千円)	科目	期末残高 (千円)
						役員の兼任等	事業上の関係				
役員	鶴羽 肇	—	—	当社代表取締役	(被所有) 19.19%	—	—	不動産の賃借	1,200	—	—

(注) 1. 取引金額には、消費税等を含んでおります。

2. 取引条件および取引条件の決定方針

地代家賃の決定方法は、近隣相場を参考に決定しております。

- 過去の開示によると鶴羽肇氏とツルハの間には不動産の賃借の関連当事者取引が存在。オアシスが指摘した小川家以外にも**各創業家やその他経営陣とツルハやその関連会社の間には関連当事者取引はあるのか**や、関連当事者取引がある場合、それはどのようにツルハの企業価値向上に資するのか？そして、それらが公正な条件で行われているのかなどについて疑問
- オアシスは小川家以外の創業家や親会社や子会社の経営陣との**あらゆる関連当事者取引と取引条件を含むその詳細を開示することを要求**

株主提案についてのツルハとの対話

ツルハの株価及び経営のパフォーマンス

現任社外取締役の独立性・適格性

オアシスによる株主提案

その他の事項

まとめ

## まとめ: ツルハによる印象操作を目的とした誤導的・虚偽の開示に惑わされぬよう、 オアシスはツルハの株主に注意喚起

---

- オアシスは2023年6月21日に開始した「ツルハのガバナンス改善」キャンペーンを通じてツルハのガバナンス上の問題点を指摘するとともに、新たな社外取締役候補を含めて企業価値の向上とコーポレートガバナンスの改善に資する株主提案に賛成するよう株主に要請
- ツルハの取締役会は2023年7月7日に「オアシスの主張は誤導的であり、恣意的な印象（イメージ）操作である」として、弊社の株主提案すべてに対して反対意見を表明
- 一方で、オアシスはツルハの開示した「説明資料」こそ、誤導的、ないしは虚偽の開示を多く含む、株主やステークホルダーの印象操作を目的とした資料であると思料
- オアシスは引き続き、オアシスが提案する社外取締役候補は現任の社外取締役よりも高い質、独立性および多様性を備えていると考えており、弊社提案の株主提案に賛成票を投じていただくよう株主に要請

# ツルハにおけるコーポレートガバナンス上の不備を打破するためには、現任社外取締役の解任を前提とした、質の高い、真に独立し、多様な社外取締役陣の選任が不可欠であり、オアシスの提案する新任の社外取締役への賛成投票を他の株主に推奨

## ツルハにおけるコーポレートガバナンス上の失敗

社外取締役の 独立性・適格性	<ul style="list-style-type: none"> <li>創業家との長期に亘る関係性や、かつてのメインバンクからの出身者など、<b>社外取締役陣の独立性の欠落</b></li> <li>社外取締役陣における小売事業経験者の不在や企業法務を専門としないと推認される弁護士を採用など、<b>社外取締役陣の適格性の欠落</b></li> </ul>
創業家支配	<ul style="list-style-type: none"> <li>創業家による子会社及び親会社の主要な<b>役職の支配</b>とそれに伴う<b>非創業家人材の登用の阻害</b></li> <li><b>株主の監督が行き届かない</b>子会社取締役職を通じた創業家による経営への<b>関与の継続</b></li> <li>各創業家の“シマ”を維持するための<b>子会社間での十分なシナジー発揮の阻害</b></li> <li>複数の関連当事者取引</li> </ul>
企業経営の 失敗	<ul style="list-style-type: none"> <li>上記を原因とした、<b>低収益体質・株価の低迷・バリュエーションの低迷・従業員賃上げの出遅れ</b></li> </ul>
誤導的・ 虚偽開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>複数の<b>誤導的・虚偽開示</b></li> </ul>

## 提案されている取締役候補

会社提案 社外取締役	<div style="background-color: #ff0000; color: white; padding: 5px; font-weight: bold;">現任社外 取締役への 反対推奨</div>	<div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <div style="width: 45%;">  <p><b>佐藤 はるみ氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>鶴羽家と10年以上に亘る家族ぐるみの付き合い</li> </ul> </div> <div style="width: 45%;">  <p><b>田中 若菜氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>コーポレートガバナンスにおいて適切とされる慣行を破り、オアシス提案の取締役の定員増加の定款変更を伴わない形での推薦であり、「<b>枠を埋める</b>」ことを主目的とした<b>推薦</b>であることが疑われる</li> <li>それぞれの専門領域における専門性を持つとされるものの、いずれも<b>小売事業における経営経験なし</b></li> </ul> </div> </div>
オアシス提案 社外取締役	<div style="background-color: #0066b3; color: white; padding: 5px; font-weight: bold;">賛成推奨</div>	<div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <div style="width: 45%;">  <p><b>岡崎 拓也氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ツルハと20年以上の深い付き合いの酒井純氏とつながり</li> <li>企業法務ではなく<b>管財事件や交通事故などの専門家</b>と推認</li> </ul> </div> <div style="width: 45%;">  <p><b>奥野 宏氏</b></p> </div> </div>
		<div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <div style="width: 45%;">  <p><b>藤井 文世氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>かつてのメインバンクである<b>北洋銀行</b>出身で、北洋銀行との関係性について<b>虚偽の開示</b></li> <li>8年という長期に亘る任期</li> </ul> </div> <div style="width: 45%;">  <p><b>郷原 信郎氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本における<b>コンプライアンス・危機管理の第一人者</b>でコーポレートガバナンスにも深い知見</li> </ul> </div> </div>
		<div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <div style="width: 45%;">  <p><b>中村 元彦氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>サークルKサンクス、ユニグループホールディングスなどにおける<b>小売業での豊富な事業・経営経験</b></li> </ul> </div> <div style="width: 45%;">  <p><b>中畑 裕子氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本だけでなく<b>東南アジアなどでの広範な事業・経営経験</b></li> <li>ESG関連事業を通じた、<b>ESGについての実質的な経験</b></li> </ul> </div> </div>
		<div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <div style="width: 45%;">  <p><b>玉上 宗人氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ニトリを始めとした<b>小売業での豊富な事業・経営経験</b></li> <li>銀行やニトリでの経験から<b>財務やM&amp;Aにも知見</b></li> </ul> </div> <div style="width: 45%;">  <p><b>池田 安希子氏</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>イトーヨーカドーや複数の外食企業における<b>小売・コンシューマー事業における豊富な事業・経営経験</b></li> </ul> </div> </div>

## Legal Disclaimer

---

The information and opinions in this document are provided by Oasis Management Company Ltd. (“Oasis”) for informational purposes only and should not be construed as financial, legal, tax, investment, accounting, audit, or any other type of professional advice. This information and materials are confidential and are to be used only by the intended recipients, and should not be retransmitted in any form without the express written consent of Oasis. This document may contain forward-looking information that is not purely historical in nature. Such information may include, among other things, projections and forecasts. There is no guarantee that any projection or forecast made in this document will come to pass.

The information and opinions in this document are expressed as of the date presented and may be changed or updated without notice. The information and opinions contained in this document are derived from proprietary and nonproprietary sources deemed by Oasis to be reliable and are not necessarily all-inclusive or guaranteed as to accuracy. While Oasis believes that reasonable efforts have been made to ensure the accuracy of the information and opinions in this document, Oasis makes no representation or warranty, expressed or implied, as to the accuracy, completeness, or reliability of such information or opinions. Any reliance placed on the information or opinions in this document is at the reader’s own risk and Oasis makes no representation or warranty, expressed or implied, about the fitness or suitability for any particular purpose of such information or opinions. In no event will Oasis or any of its employees, directors, officers, or affiliated companies or investment funds managed or operated by Oasis be liable for any direct, indirect, punitive, incidental, special, or consequential damages or damages for loss of profits, revenue, or use arising out of or in any way connected with this document, whether based on contract, tort, negligence, strict liability or otherwise.

Oasis may have trademarks, copyrights, or other intellectual property rights in the information contained in this document. “Oasis” and the Oasis logo are trademarks of Oasis Management Company Ltd. All other company names, products, and logos are trademarks of their respective owners. The furnishing of this document does not confer any license to use of the trademarks, copyrights, or other intellectual property rights included in or related to this document.

Oasis is not in any way soliciting or requesting shareholders to jointly exercise their voting rights together with Oasis. Shareholders that have an agreement to jointly exercise their voting rights are regarded as “Joint Holders” under the Japanese large shareholding disclosure rules, and they must file notification of their aggregate share ownership with the relevant Japanese authority for public disclosure. Oasis disclaims its intention to be treated as a Joint Holder with other shareholders under the Japanese Financial Instruments and Exchange Act (“FIEA) by virtue of its act to express its view or opinion or other activities to engage in dialogue with other shareholders in or through this website. These materials exclusively represents the opinions, interpretations, and estimates of Oasis. Oasis is expressing those opinions solely in its capacity as an investment advisor to the Oasis Funds.

OASIS