

クスリのアオキホールディングスの コーポレートガバナンス改善

2023年7月31日

1. 提案要旨およびオアシスについて

2. 提案の背景となっているアオキにおける重大なガバナンスの問題

3. オアシスの株主提案の詳細

4. おわりに

Appendix

要旨：現状の不健全なコーポレートガバナンスの是正と企業価値向上のために、青木宏憲氏と青木孝憲氏の再任、及び藤井大温氏の選任に反対票を投票するとともに、オアシスの提案に賛成票を投票するよう、オアシスはアオキの株主に要請

オアシスによる提案の背景

- オアシスは創業家、イオンに次ぐ**第3位株主**
- オアシスは昨年来、クスリのアオキホールディングス（「アオキ」）の事業戦略、コーポレートガバナンス体制、資本政策、株主との対話姿勢などについて様々な提案とエンゲージメントを実施
- 一方でこれらについて**代表取締役である青木宏憲氏をはじめとした、取締役との面談を求めるも面談は設定されず**、弊社が社外取締役に直接面談要求を行って初めて社内取締役との面談が設定されるなど、株主との対話姿勢は不十分
- また、2020年1月に発行された11.1%の希薄化を及ぼす**宏憲氏と弟の青木孝憲氏に付与されたストック・オプション**についても、**適正価格より99.28%低い価格**で発行されるなど、重大なコーポレートガバナンス上の懸念
- 加えて、企業資産の創業家による私的流用などの懸念



オアシスによる提案と 他の株主に推奨する投票行動

- オアシスは以下の投票行動をアオキの投資家に強く推奨
 - **オアシスが提案する真に独立し、適格性の高い社外取締役の選任や創業家に対して牽制機能を十分発揮できるような指名報酬委員会の設置を含めた一連のコーポレートガバナンス改革に賛成を**
 - **会社提案の代表取締役である青木宏憲氏とその弟であり取締役副社長である青木孝憲氏の再任に反対を**
 - **会社提案の新任社外取締役候補である藤井大温氏の選任に反対を**

本資料の概要

1 提案要旨及びオアシスについて

- オアシスはアオキの株式を5.5%保有する、第3位株主である。長期投資家として、オアシスは、アオキの長期的な持続可能な成長とコーポレートガバナンスの改善を望む
- オアシスはアオキにおける劇的なコーポレートガバナンスの改善と、長期的な企業価値の向上を図るために、株主提案を提出
- オアシスのコーポレートガバナンス及び企業価値の改善を求めるエンゲージメントにも関わらず、オアシスによるアオキの代表取締役や社外取締役との度重なる面談の要求は拒否され、株主との対話姿勢に問題が見られることから、オアシスはこれらの問題を他の株主にも共有

2 提案の背景となっているアオキにおける重大なガバナンスの問題

- 2a アオキは代表取締役である青木宏憲氏とその弟であり取締役副社長である青木孝憲氏に対して、公正価値を遥かに下回る価格でストック・オプションを発行。また、そのストック・オプションの直前に株価を大幅に押し下げる、不自然な業績予想の下方修正を実施。この一連の取引はアオキにおける深刻なガバナンス上の懸念を象徴
- 2b アオキの創業者であり、現代表取締役及び副社長の父親でもある青木桂生氏が、敷地の一部を会社が保有している施設(敷地面積約1,700平方メートル)に居住しており、会社資産の創業家による私的流用の可能性をオアシスは懸念
- 2c アオキが提案している新任社外取締役候補者である藤井氏についても展開されているビジネスの多くが債務超過に陥っていることから経営能力に疑問符がつくだけでなく、以前アオキで働いていた経歴を有することから独立性に関する懸念が存在するなど、様々な観点からアオキの社外取締役としての適切さに懸念が存在
- 2d オアシスが提案する新任社外取締役候補者について、アオキの社外取締役による面談を複数回に亘って要請したものの、合理的な理由もないまま拒絶されたことから、オアシスは取締役候補者の選任を行うプロセス自体に深刻な問題があったと懸念

3 オアシスの株主提案の詳細

- 意思決定における監督機能の強化を図るために、オアシスは真に独立した社外取締役候補者の選任を提案。取締役会を健全に機能させ、アオキにおいて、説明責任を果たす風土の確立を目指す
- 加えて、株主との対話の促進・経営陣と株主間の利益相反の可能性のある取引の監視や意思決定の透明性を高めるためにも、オアシスは筆頭独立社外取締役の設置を提案
- 最後に、取締役の選任だけでなく、取締役への報酬に加え、取締役に対するストック・オプションの発行などについても厳格に監督を行う、創業家から独立した指名報酬委員会の設置を提案

4 おわりに

- オアシスはアオキの他の株主に対して、オアシスの提案に賛成することを推奨し、代表取締役である青木宏憲氏とその弟であり取締役副社長である青木孝憲氏の再任に反対、及び会社側の新任取締役候補である藤井大温氏の選任に反対することを推奨
- オアシスは、青木家による会社に対するガバナンスの観点からふさわしくない一連の取引に対して、法的措置を含む、様々な選択肢を検討中

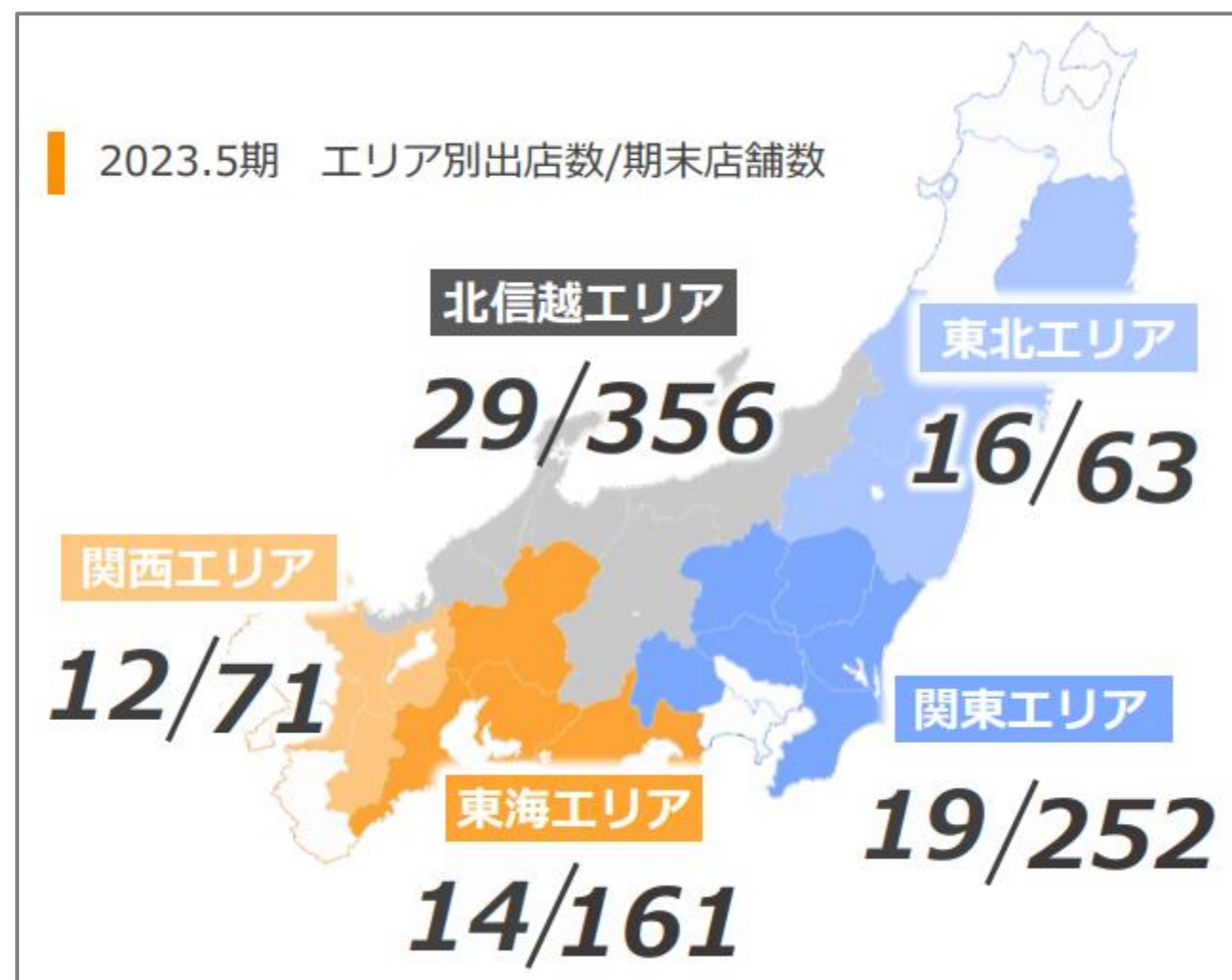
オアシスからの提案・要求の概要

提案者	提案内容	推奨される投票行動	
会社提案	第2号議案： 青木宏憲氏および青木孝憲氏の再任	<ul style="list-style-type: none"> 有償ストック・オプションの割り当てを受けている青木宏憲氏および青木孝憲氏の再任 	反対
	第2号議案： “独立”社外取締役の追加		
株主提案	第4号議案： 真に独立した 取締役の追加	<ul style="list-style-type: none"> オアシスの提案する池井良彰氏の選任 <ul style="list-style-type: none"> M&Aなどに知見があり、オアシスが注力すべきであると考え統合や業界再編などに適切な助言・監督が可能 一方で、現在の小規模M&A路線を続ける場合でも適切な助言・監督が可能 	賛成
	第5号議案： 筆頭独立社外取締役の 設置	<ul style="list-style-type: none"> 社外取締役が株主との面談に応じないなど、課題を抱えるガバナンス体制・株主との対話体制の改善のための筆頭独立社外取締役の設置 	
	第6号議案： 指名報酬委員会の設置	<ul style="list-style-type: none"> 青木家出身者が多い中で創業家から独立した形で適切な指名機能の担保 法的には“報酬”と定義されない取締役への有償のストック・オプションなども監督の対象に 	
	第7号及び第8号議案： 報酬	<ul style="list-style-type: none"> 優秀な人材を招へいするために、十分かつ透明性の高い固定報酬（1,000万円） 少数株主の視点を社外取締役が共有するための過大ではない水準の株式報酬（300万円） 	
株主提案ではない 要求事項	ストック・オプションの 買戻し	<ul style="list-style-type: none"> オアシスは青木宏憲氏および青木孝憲氏がストック・オプションの公正価値の全額である72億5,600万円を支払うか、当初の取引を取り消すことを要求 	定時株主総会の 議案でない

アオキの概況

アオキの事業

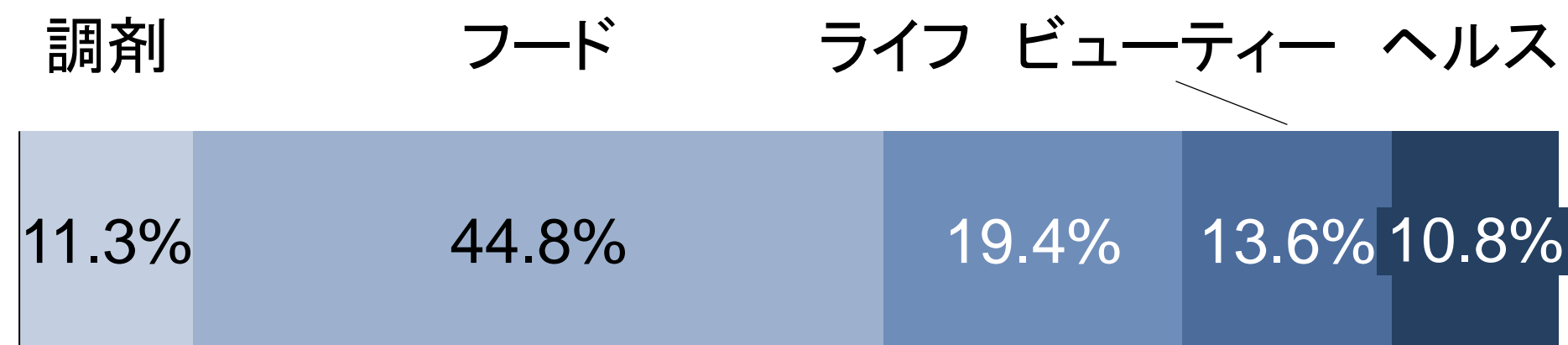
- アオキはドラッグストアチェーンを展開し、創業地域である北信越地域に特に多くの店舗を展開



数字で見るアオキ; 2023年5月20日時点

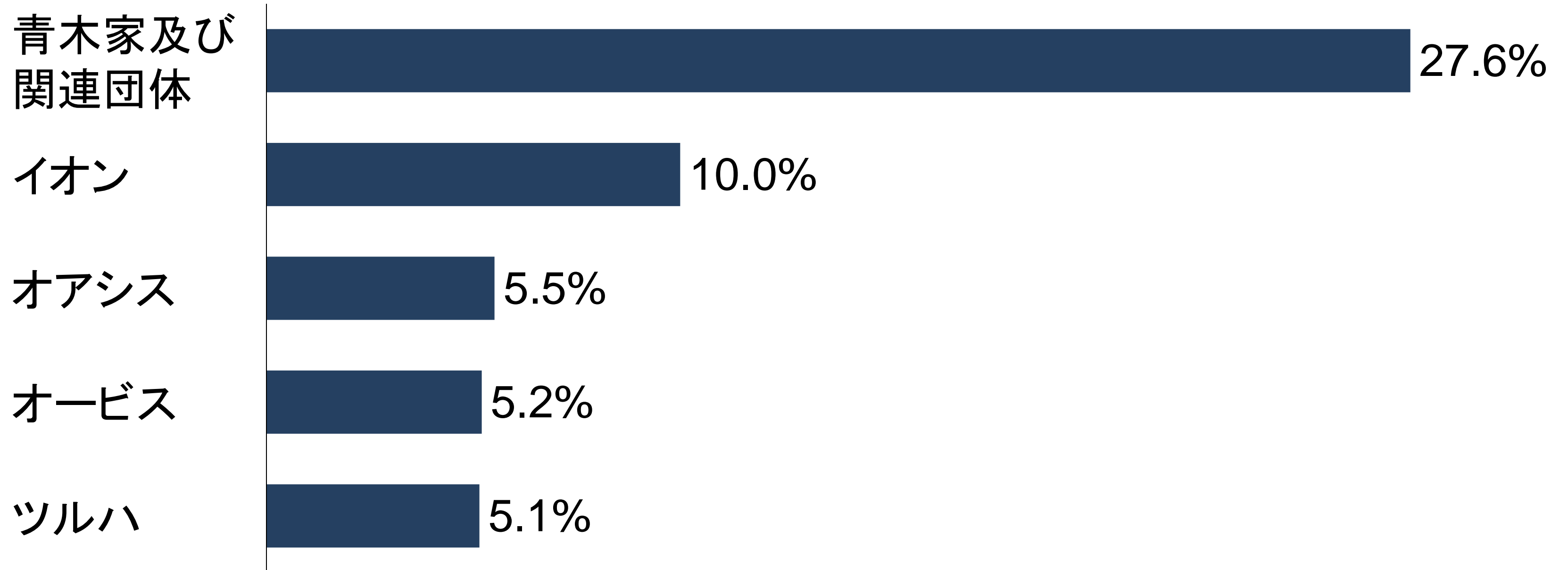
903	4,460	3,789 億円	5.7%
店舗数	従業員数	売上高	営業利益率

アオキの売上構成比; 2023年5月20日時点



オアシスはアオキ株式の5.5%を保有する第三位株主である

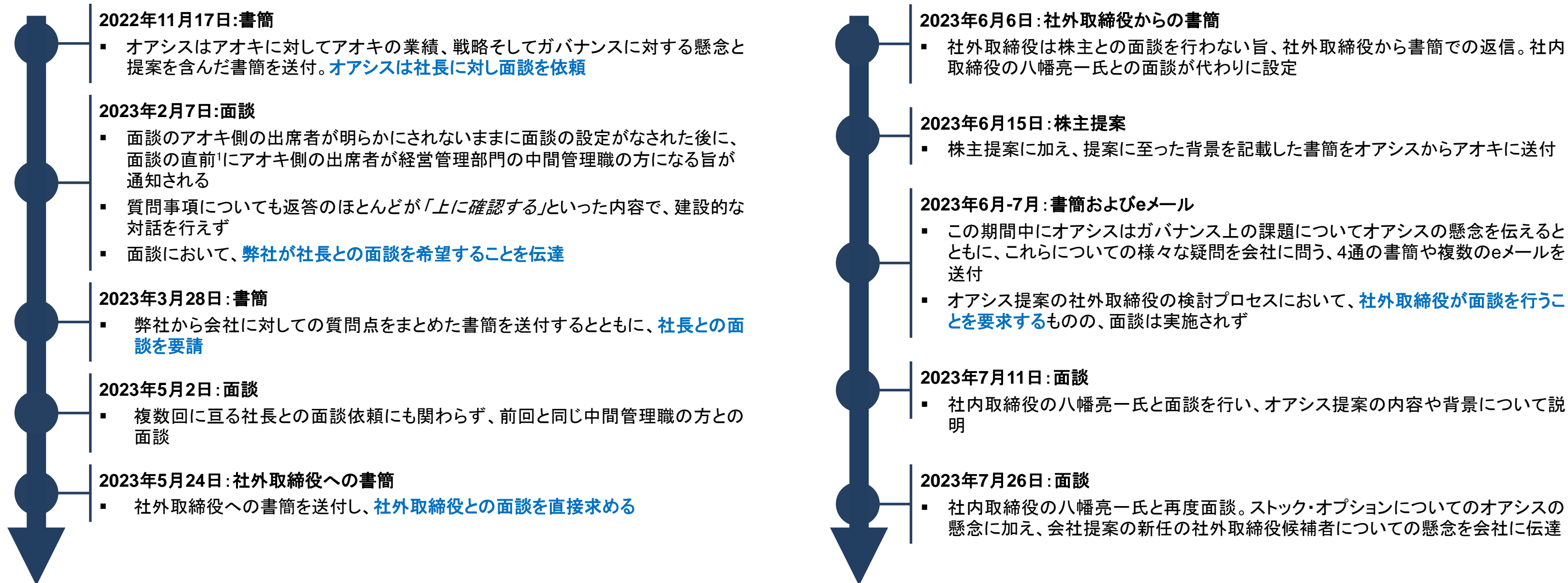
5%以上の株式を保有するアオキの株主¹



1: 2022年5月期の有価証券報告書の「大株主の状況」欄および過去1年間の大量保有報告書に基づく
出典: 開示資料

代表取締役である青木宏憲氏はオアシスの度重なる要請にも関わらず、オアシスの面談要請を拒絶

アオキとオアシスの対話の経緯



- **社長との面談を依頼してから8か月経過して初めて社内取締役との面談**
- **青木宏憲社長及び社外取締役は未だ面談に一度も応じず**

1. 提案要旨およびオアシスについて

2. 提案の背景となっているアオキにおける重大なガバナンスの問題

2.a. スtock・オプションについての懸念

2.b. 青木桂生氏による会社資産の私的流用の疑い

2.c. 不適切な会社提案候補

2.d. オアシスによる株主提案に対する不適切な検討プロセス

3. オアシスの株主提案の詳細

4. おわりに

Appendix

ストック・オプションの概要

ストック・オプションの概要

- 発行は**2020年1月9日**に開示
- 発行は公正価値に対して**99.28%のディスカウント**で実施
- 行使された場合は既存株主に対して**11.1%の希薄化**を及ぼす
- 「公正価格にて有償で発行」との整理の元で、株主総会の承認を得ることなく、取締役会決議のみで発行
- 開示の前日である**2020年1月8日**の終値を行使価額として採用
- 創業家出身の**代表取締役社長青木宏憲氏**とその弟で**取締役副社長青木孝憲氏**のみに発行



ストック・オプションについてのオアシスの懸念

発行理由

- アオキはストック・オプションを発行する理由として青木宏憲氏と青木孝憲氏の「**経営に対するコミットメントを増やす**」ことであったと発言
- 創業家全体で**27.6%もの株式**を保有する中で、このようなストック・オプションを発行する必要があったのかオアシスは理解に苦しむ

価格

- 開示資料によると、**当該ストック・オプションの公正価値は72億5,600万円**
- 実際に払い込まれたオプション料は5,250万円**であり、公正価値から**99.28%ものディスカウント**があったことを示す

下方修正

- ストック・オプションの発行直前にアオキは不自然な下方修正を開示**。結果として、株価は大きく下落し、ストック・オプションの行使価額も大きく下落
- 創業者で青木宏憲氏と青木孝憲氏の父親である青木桂生氏の父親から両氏への株の売却が上記下方修正の直後に、下落した株価で行われている

誤ったインセンティブ

- ストック・オプションの行使条件について、業績に連動した主要な条件は、2024年5月期から2029年5月期までのいずれかの期において、**220億円の経常利益**を達成することのみである。これは、資本効率性を度外視し、利益の絶対額のみを追い求めるインセンティブを青木宏憲氏と青木孝憲氏に与える
- 加えて、上記条件はM&Aなどを用いれば容易に達成可能である

アオキは2020年1月9日に11%の希薄化を及ぼす、有償ストック・オプションの発行を決議

ストック・オプションの発行に関する開示



2020年1月9日

各 位

会 社 名 株式会社クスリのアオキホールディングス
代表者名 代表取締役社長 青木 宏憲
(コード番号 3549 東証第一部)
問合せ先 取締役管理部門担当 八幡 亮一
兼経営企画室長
(TEL 076-274-6115)

募集新株予約権（有償ストック・オプション）の発行に関するお知らせ

当社は、2020年1月9日開催の当社取締役会において、会社法第236条、第238条及び第240条の規定に基づき、当社及び当社完全子会社の取締役に対し、下記のとおり新株予約権を発行することを決議いたしましたので、お知らせいたします。なお、本件は新株予約権を引き受ける者に対して公正価格にて有償で発行するものであり、特に有利な条件ではないことから、株主総会の承認を得ることなく実施いたします。また、本新株予約権は付与対象者に対する報酬としてではなく、各者の個別の投資判断に基づき引受けが行われるものであります。

ストック・オプションの概要

- 新株予約権がすべて行使された場合は約11.1%の希薄化
- 株主総会決議を経ずに取締役会決議のみで発行
- 「公正価格にて有償で発行」との整理の元で、報酬ではないものとして発行
- 決議前日の1月8日の終値を行使価額として参照
- 創業家出身の代表取締役社長青木宏憲氏とその弟で取締役副社長青木孝憲氏のみ発行

青木宏憲氏と青木孝憲氏に発行されているストック・オプションには正当化できない水準のディスカウントが行われている

ストック・オプションの公正価値

② 単価情報		
	第4回 ストック・オプション	第5回 ストック・オプション
権利行使価格 (円)	8,660	6,830
行使時平均株価 (円)	-	-
付与日における 公正な評価単価 (円)	2,244	2,073

1株当たりの公正価値2,073円

実際の発行価額

2. 新株予約権と引換えに払い込む金銭

本新株予約権1個あたりの発行価額は、1,500円とする。なお、当該金額は、第三者評価機関である株式会社プルータス・コンサルティングが、当社の株価情報等を考慮して、一般的なオプション価格算定モデルであるモンテカルロ・シミュレーションによって算出した結果を参考に決定したものである。

100株当たり1,500円、つまり1株あたり15円で発行

- 会社の開示資料に基づく、発行価額は公正価値に対して**99.28%のディスカウント**を受けていた
- 99.28%ものディスカウントの根拠は以下の条件であると推察される。これらはいずれも、**容易に達成可能ないしは回避可能な条件**であるとオアシスは思料
 - 2024年5月期から2029年5月期までのいずれかの期において、経常利益が220億円を超過すること
 - 2020年5月期以降、経常利益が上記の目標を達成する前に、経常利益が110億円を下回らないこと
 - 2024年5月20日まで過去42取引日の終値の平均値が行使価額の70%(4,781円)を下回らないこと

ストック・オプションの発行後にあずさ監査法人(KPMG)からの申し出で、監査人が変更

2020年7月16日付「会計監査人の異動に関するお知らせ」

1. 異動年月日

2020年8月19日（第22回定時株主総会開催予定日）

2. 就退任する会計監査人の概要

(1) 就任する会計監査人の概要

① 名称	仰星監査法人
② 所在地	東京都千代田区四番町6 東急番町ビル11階
③ 業務執行社員の名称	向山典佐、中山孝一
④ 日本公認会計士協会の上場会社監査事務所登録制度における登録状況	登録されております

(2) 退任する会計監査人の概要

① 名称	有限責任 あずさ監査法人
② 所在地	東京都新宿区津久戸町1番2号
③ 業務執行社員の名称	田名部雅文、篠崎和博、鹿島高弘

6. 異動の決定または異動に至った理由および経緯

当社の会計監査人である有限責任 あずさ監査法人は、2020年8月19日開催予定の第22回定時株主総会の終結の時をもって任期満了となります。当社は、**同監査法人より、次期以降の監査工数の増加見通しを考慮すると報酬希望額が増加していくこと等を理由に、監査契約を更新しない旨の申し出を受けました。**これを契機に、当社は、同監査法人と上場来監査継続年数が長期にわたることも勘案し、この申し出を了承し、その後任として新たに仰星監査法人を会計監査人として選任するものであります。

“”

“同監査法人より監査契約を更新しない旨の申し出を受けました。”

アオキは非合理とも思えるほどの業績予想の下方修正を行った後に、ストック・オプションを発行。実際の業績は期初予想をも超える水準で着地

2020年5月期の通期業績予想、および四半期決算の発表日・発表値

	2019年7月4日 通期決算発表	2019年9月26日 1Q決算発表	2019年12月12日 2Q決算発表および 業績予想修正	2020年3月17日 3Q決算発表	2020年7月2日 通期決算発表
通期経常利益予想	期初予想: 153億円		下方修正: 129億円		実績: 168億円
通期経常利益率予想	期初予想: 5.1%		下方修正: 4.3%		通期実績: 5.6%
四半期経常利益率		Q1: 4.9%	Q2: 4.4%	Q3: 5.5%	Q4: 5.7%

2020年1月9日:

- スtock・オプションの発行を決議・開示
- 行使価額として1月8日時点の株価を使用

下方修正を受けて下落した株価は、下方修正された業績予想が過度に弱気であることが3Q、4Q決算で確認される度に上昇。結果としてストック・オプションは通年を通じた底を行使価額として参照する形に

2020年5月期前後の株価

2019年7月4日：
2019年5月期決算
発表

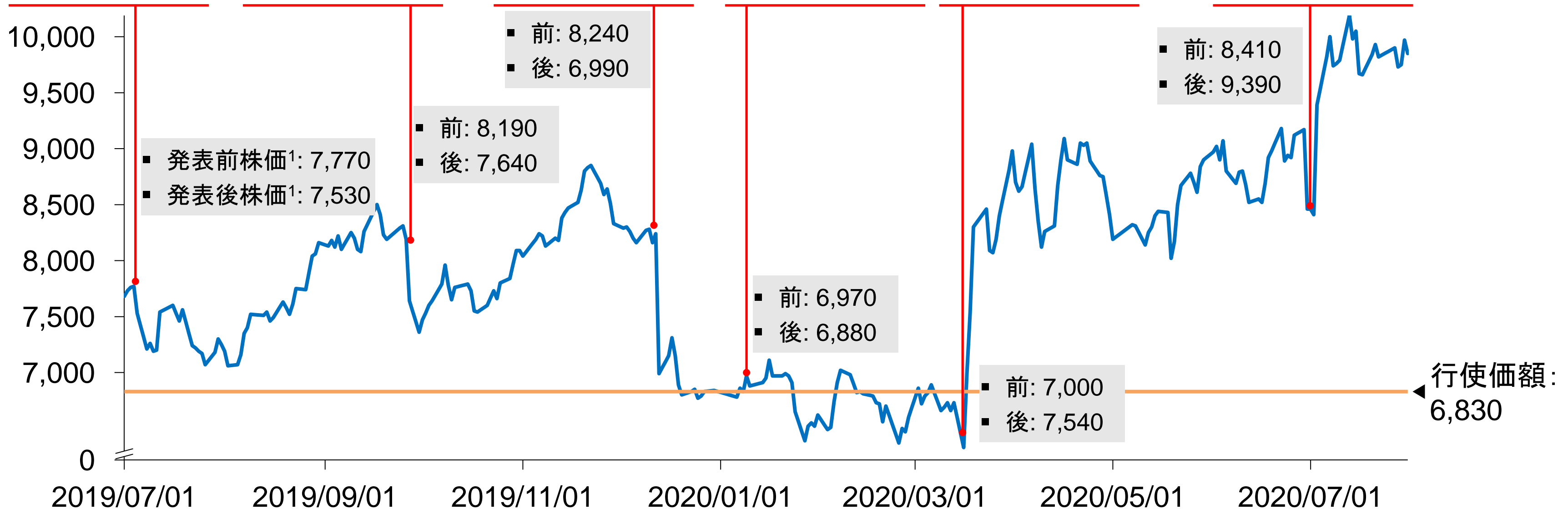
2019年9月26日：
1Q半期決算発表

2019年12月12日：
2Q決算発表および
業績予想の修正

2020年1月9日：
ストック・オプション
発行

2020年3月17日：
3Q決算発表

2020年7月2日：
通期決算発表



1: 発表前は開示日の終値; 発表後は開示翌日の終値

出典: 会社開示資料、ブルームバーグ

アオキは社内ポリシーにおいて業績予想の修正が求められていないにも関わらず業績予想の修正を行った

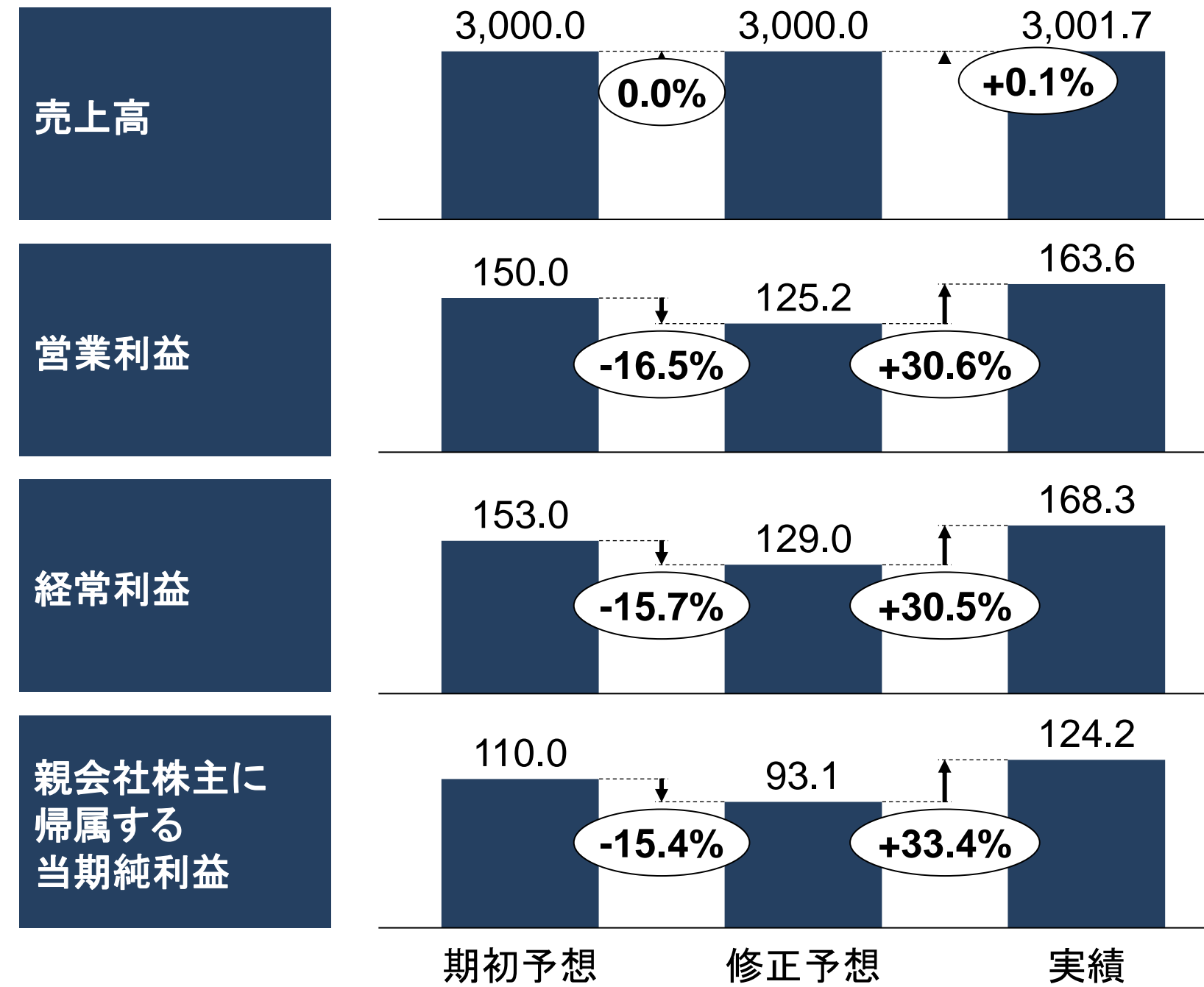
アオキの業績予想の修正方針

“”

“売上高で10%以上、各種利益で30%以上の変化が見込まれる場合に業績予想の修正を行っています。”

- IR担当取締役八幡氏

アオキの2020年度の業績予想と実績; 億円

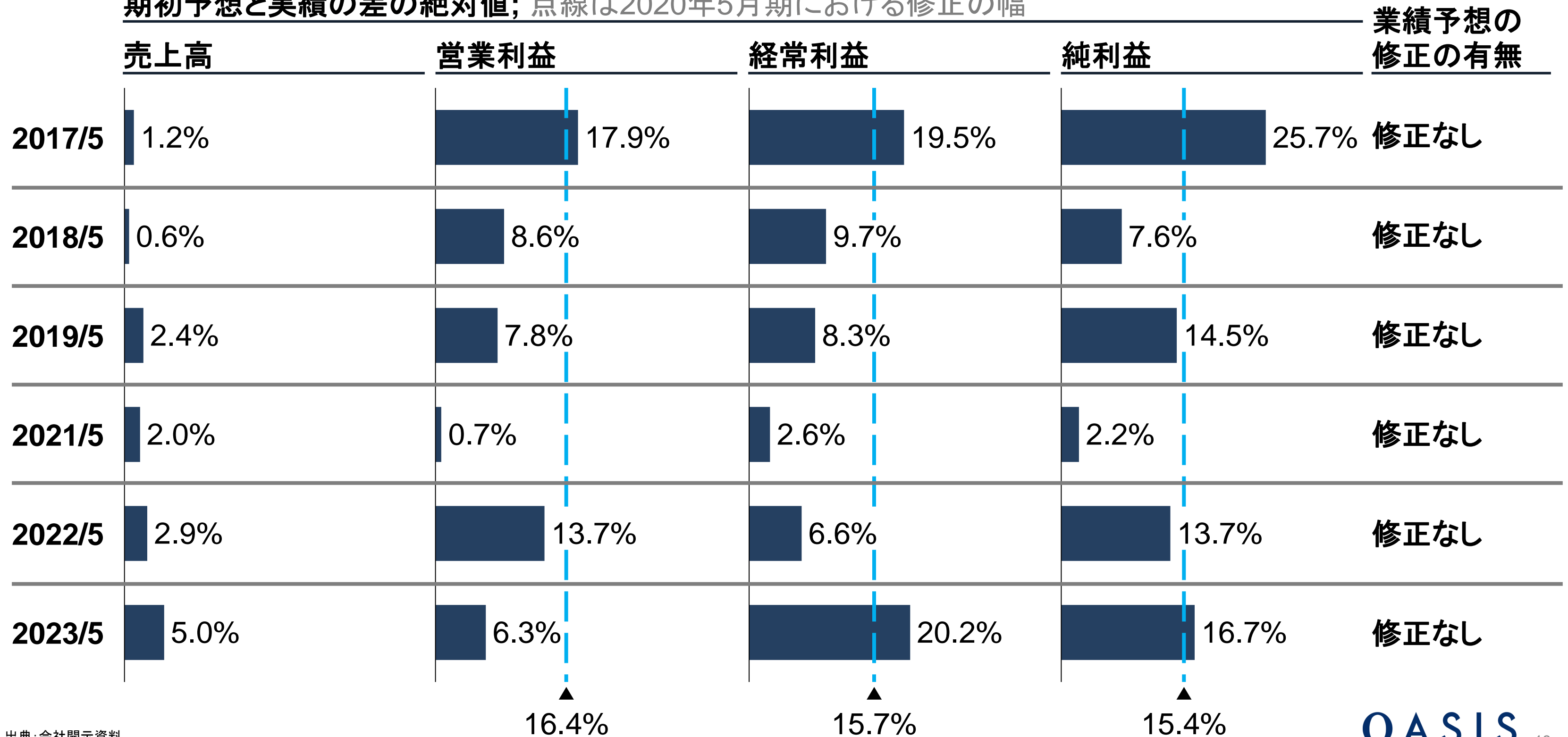


- アオキが業績予想において下げた利益見通しはおよそ15%程度
- 利益のずれが30%以上予見される場合に業績予想の修正を行うというポリシーに当てはまらないにも関わらず、下方修正を実施
- その後、下方修正が悲観的過ぎることが後にわかって再度の上方修正は行わず

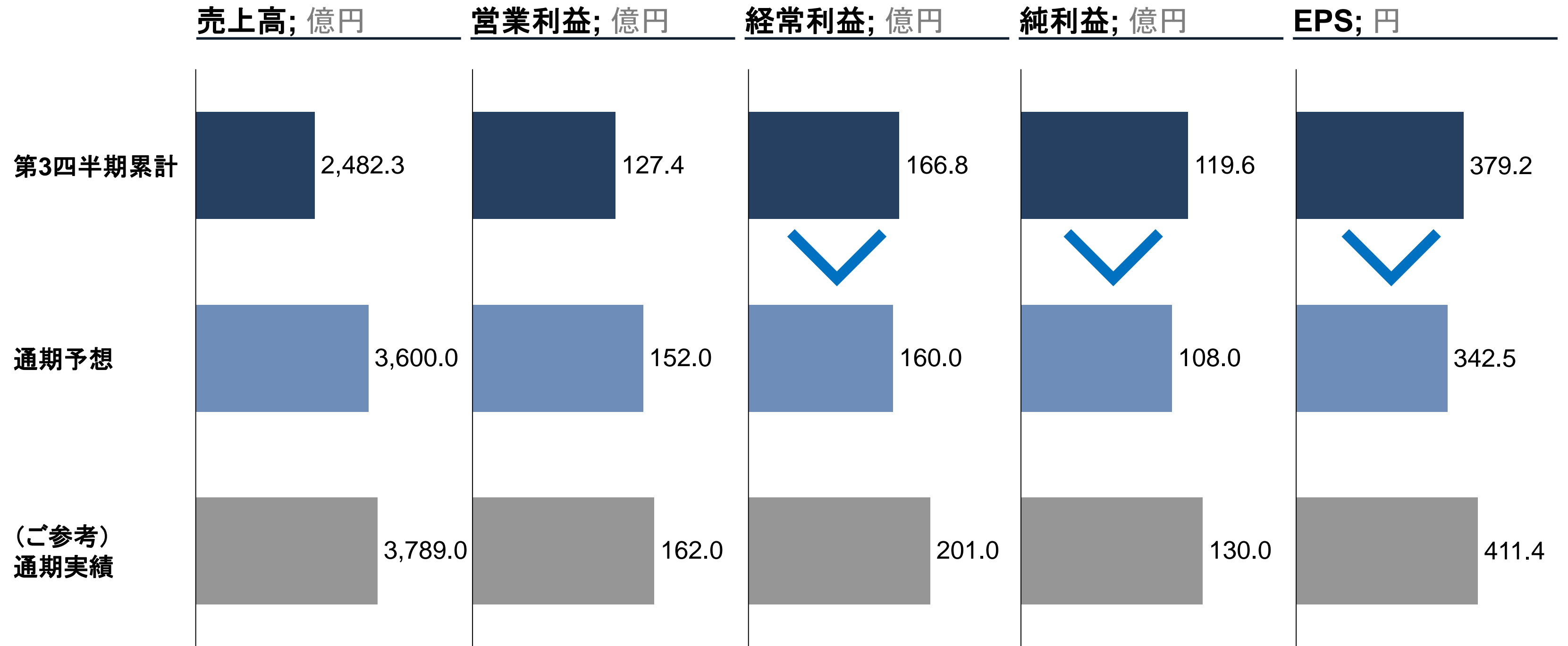
他の年度でも10%台中盤の業績のずれは多く見られるにも関わらず、 それらの年度を含めて、業績予想の修正をHD体制移行後は一度も行っていない

2020年5月期の
修正幅

期初予想と実績の差の絶対値; 点線は2020年5月期における修正の幅



特に直近年度においては第3四半期時点で通期予想を過達しているにもかかわらず修正を行わないなど、アオキは修正を機動的に行わない体質であることは明らか



業績予想修正の理由として挙げられている販促の内、主要な施策は修正開示が出る前に終了しており、予想の妥当性に疑問

2019年12月12日開示による業績予想修正の理由

“”

“2020年5月期は中期経営計画の最終事業年度であり、売上高3,000億円を目標としており、その達成に向けて**価格訴求や販促強化の営業施策を進める**中で、第2四半期(累計)においては、消費増税対策としての販促強化策を追加しておりましたが、主として7月の冷夏による日焼け止めや制汗剤などの季節商品の不振を補えず、売上総利益率が予想を下回り、営業利益、経常利益並びに親会社株主に帰属する当期純利益も予想を下回る結果となりました。**第3四半期以降も当該営業施策を継続する予定であることから、通期業績における営業利益、経常利益並びに親会社株主に帰属する当期純利益も予想を下回る見通しとなります。**”

アオキの実際の販促戦略の動向

- 2Qの利益を押し下げた販促戦略の内、最も重要なものであった5%のポイント還元は11月30日時点で終了しており、3Q(11/21-)以降の影響が軽微になることは予見可能

Aoca プリペイドカード支払い・現金支払いによるポイント還元キャンペーンに関するお知らせ

当社は2019年10月1日より、当社メンバーズカード Aoca でのプリペイドカード払い、及び現金払いにおいて、以下のキャンペーンを開始いたしました。

今後もお客様の多彩なニーズにお応えし、サービス性と利便性の向上に取り組んでまいります。

1. 対象店舗

クスリのアオキ全店舗

2. キャンペーン期間

2019年10月1日 火曜日 ~ 2019年11月30日 土曜日

3. キャンペーン内容

通常税抜100円毎に1ポイント還元のところ、上記期間中に Aoca プリカでのお支払い、現金でのお支払いに対して、ポイントの還元率をアップいたします。

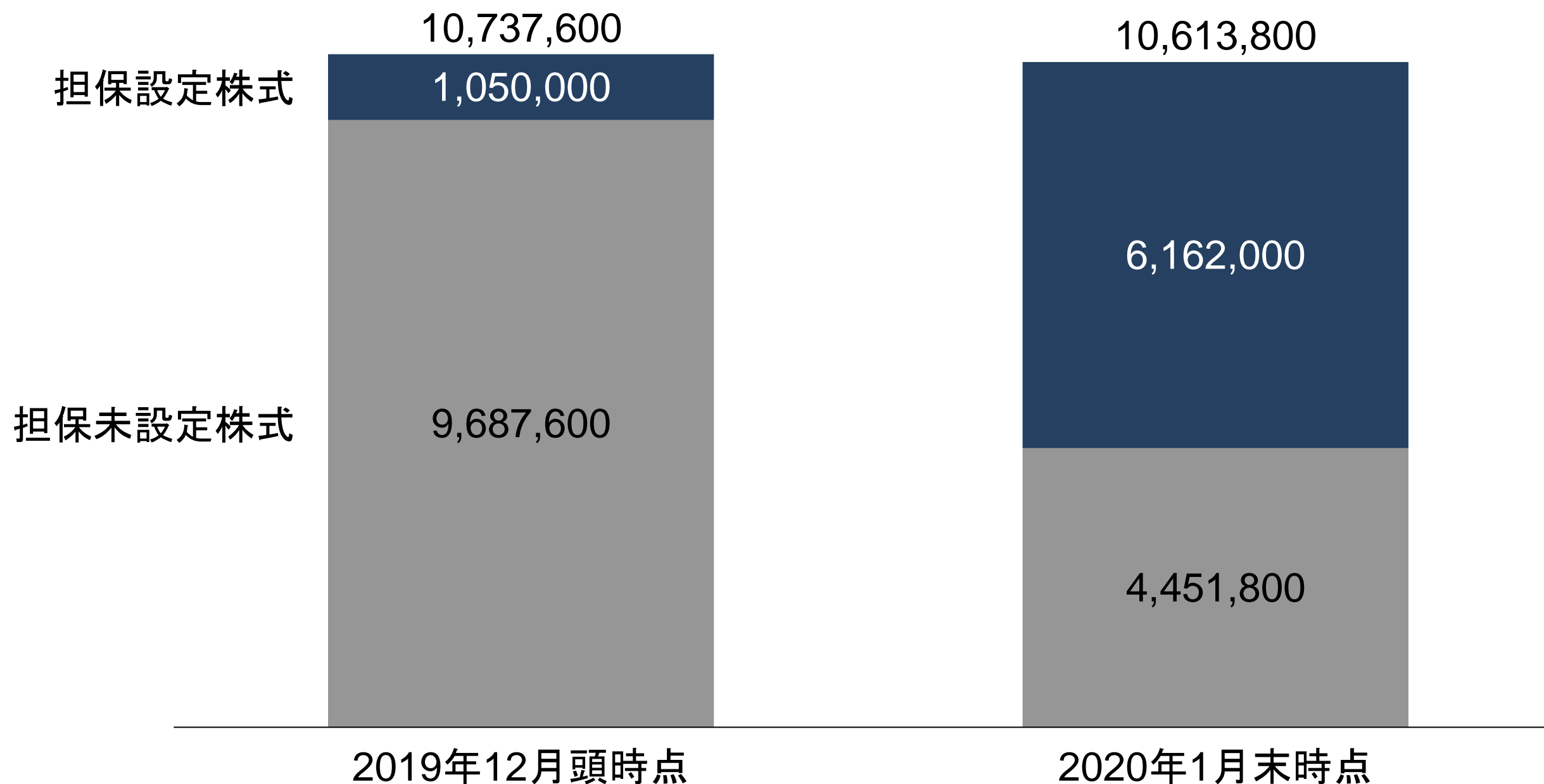
・Aoca プリカ支払いの場合:毎日、税抜100円毎に5ポイント還元

・現金支払いの場合:毎日、税抜100円毎に2ポイント、または3ポイント還元

(従来のポイントデーである水曜日、日曜日を除く全日)

2019年末から2020年初にかけて、青木家に大きな資金需要が発生したと推認され、これがストック・オプション発行の背景になった可能性がある

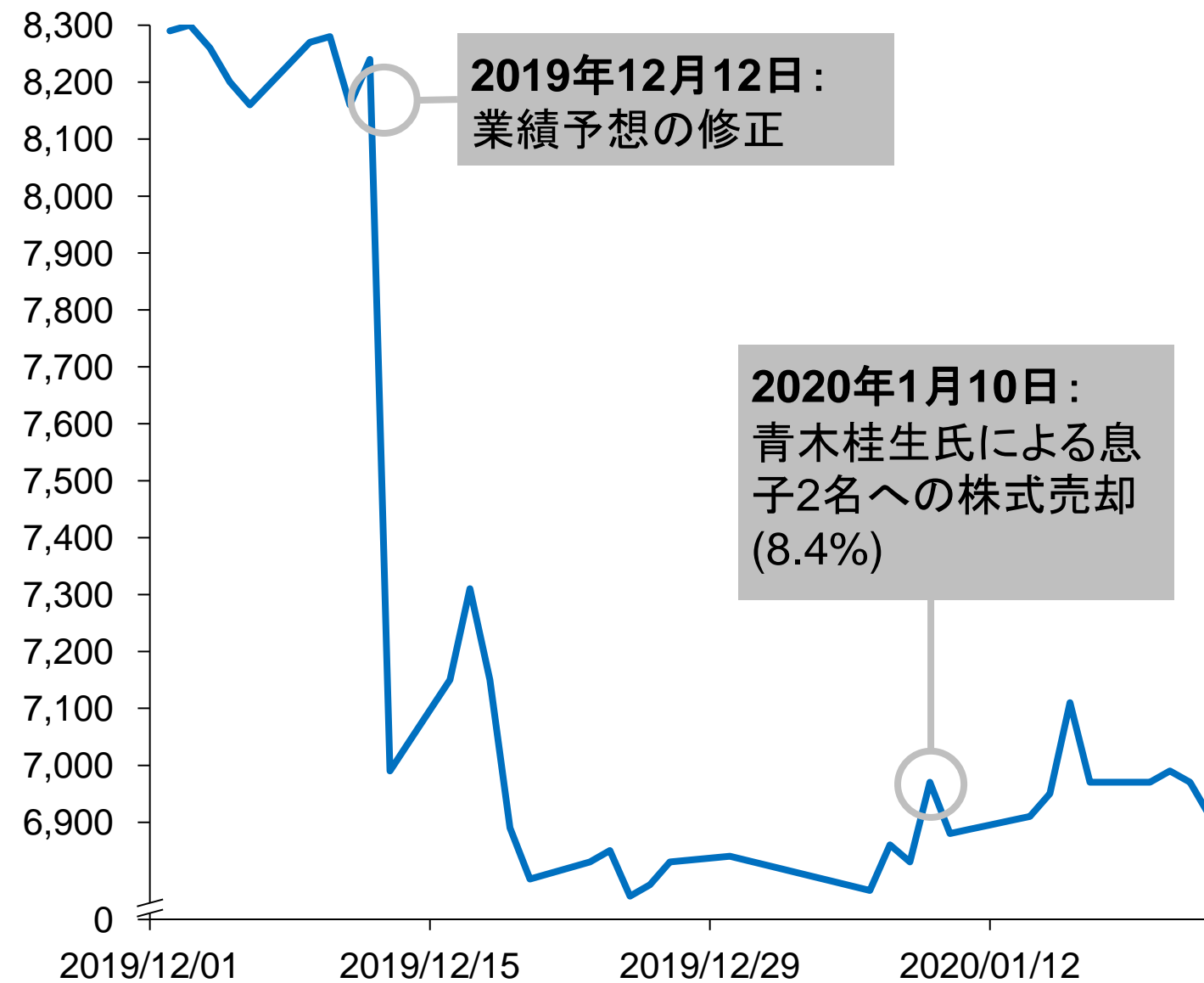
2019年12月および2020年1月における青木家保有株式における担保契約の存在状況；
株



- 確認できる限りにおいて、青木家は6個人・4法人がアオキ株式を保有
- これら個人や法人間の取引によって2019年12月から2020年1月にかけて資産保有者の大規模な整理が実施
- 保有者の整理と合わせて多くの株式に担保契約が設定され、青木家が資金を必要としていた事情が推測される

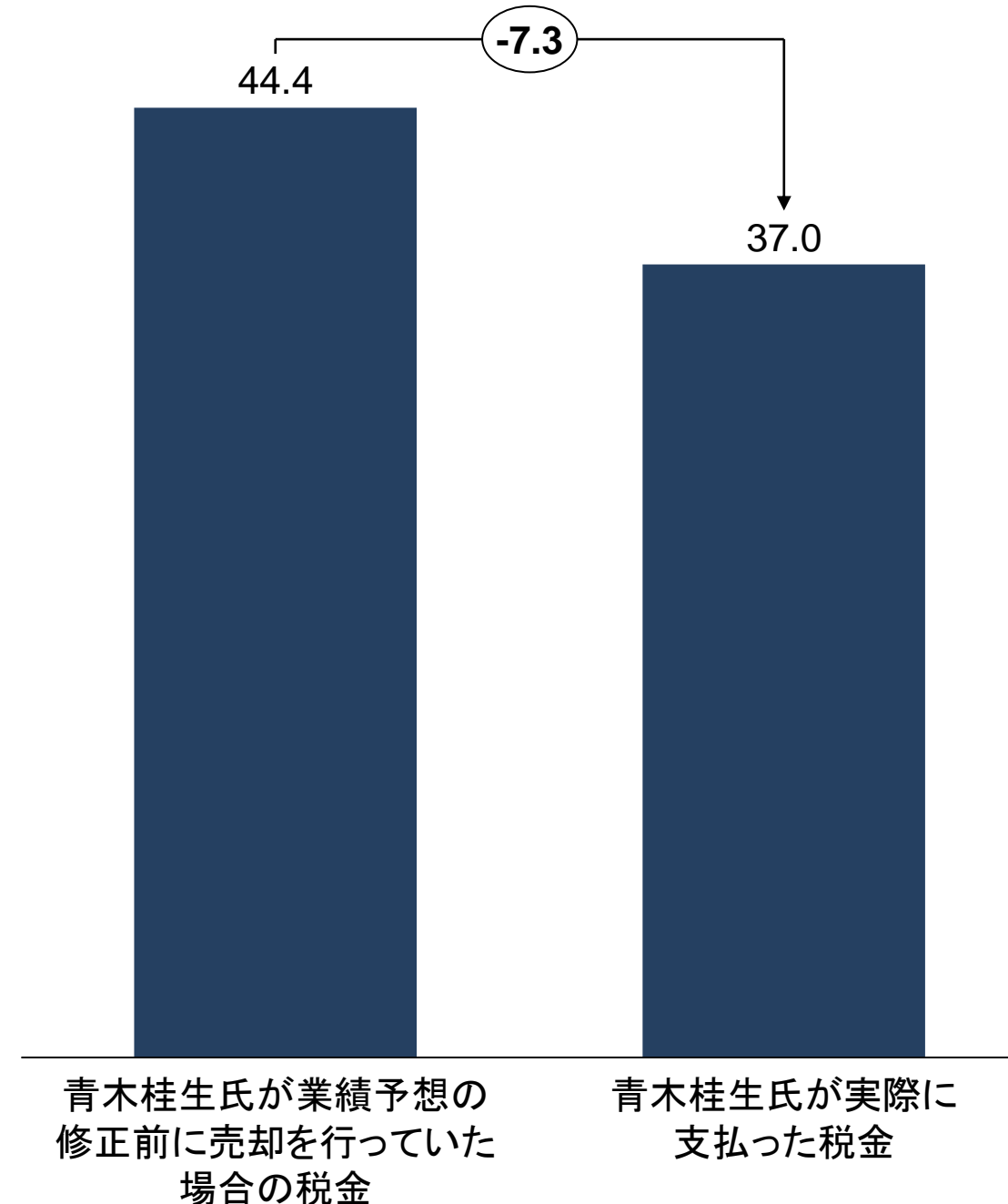
業績予想の修正に伴う株価下落に合わせて株式を売ること、青木桂生氏は修正前に売っていた場合にかかっていたであろう納税額よりも7億円少ない課税となっている

アオキの株価



1: 1%以下
出典: Bloomberg、大量保有報告書

株式の売却に当たって青木桂生氏の支払ったと思われる税額; 億円



- 公開情報を基にした、オアシスの税務分析によると、青木桂生氏の保有するアオキ株式が2部上場時や株式交換を通じた1部上場時に簿価の洗い替えが行われた可能性は低く、譲渡原価は譲渡対価と比較して僅少¹であるとオアシスは理解
- 本分析にはおいては簡易的に譲渡原価をゼロとして計算

本ストック・オプションの発行がどのようにアオキの企業価値の向上に繋がるのかという点についての会社側の説明は要領を得ない

ストック・オプションの発行理由

“”

(ストック・オプションの発行がどのようにアオキの企業価値の向上につながるのかという質問に対して)

“業績の下方修正が行われるなど、事業全体の見通しが厳しい中で、経営の再建を行うために経営トップである青木兄弟の経営へのコミットメントを高めるために、ストック・オプションの発行が行われた。本ストック・オプションは有利発行でも報酬でもないため、青木家の二人はストック・オプションの発行に当たってオプション料を払っており、このオプション料を通じて経営に対するコミットメントが高まることが期待された”

- そもそも、青木家は一族全体でアオキ株式の27.6%を保有する大株主であり(当時の時価総額の27.6%は約595億円に相当)、経済的にはアオキと一心同体の関係にあり、**青木家出身経営陣の経営に対するコミットメントを高めるためにストック・オプション(5,250万円の払込)が本当に必要であったのか疑問**
- また、青木家と比較して株式の保有分が少ない他の取締役は本ストック・オプションのプログラムに参加しておらず、この観点からも会社の説明の妥当性に疑問
- このような会社の説明は本ストック・オプションに「報酬性」が強いことを示す一方で、本件は株主総会において決議されている報酬制度の枠の外で独自に行われており、株主が取締役の報酬をコントロールするべきであるというガバナンス上の観点からも懸念

また、ストック・オプションの開示はその適切性や正確性が疑われる 記述が見られる

ストック・オプションの発行に関する開示

“”

“しかしながら、本新株予約権は、あらかじめ定める業績目標の達成が行使条件とされており、具体的には、2024年5月期以降に経常利益が220億円を達成することが条件とされております。当該目標は、今期の業績予想における経常利益との比較において、約170%の増加となっており、かかる目標が達成されることは、当社の企業価値・株主価値の向上に資するものと認識しております。このため、本新株予約権の発行は、当社の既存株主の皆様利益に貢献できるものと認識しており、株式の希薄化への影響は合理的なものであると考えております。”

- そもそも、前述の通り「今期」(2020年5月期)の業績予想(129億円)は実績値(168億円)と比較して不当に低いなど、その妥当性に疑問があり、この目標値を比較先として選択することが誤導的
- また、行使条件の220億円は予想の129億円の約170%であって、「約70%の増加」とするべきであり、「約170%の増加」とするのは単純に誤りで開示として不適切

ストック・オプションの行使に関する業績面での条件は経常利益のみであり、資本効率を無視して利益の絶対額のみを追い求めるインセンティブが青木経営陣には働いている

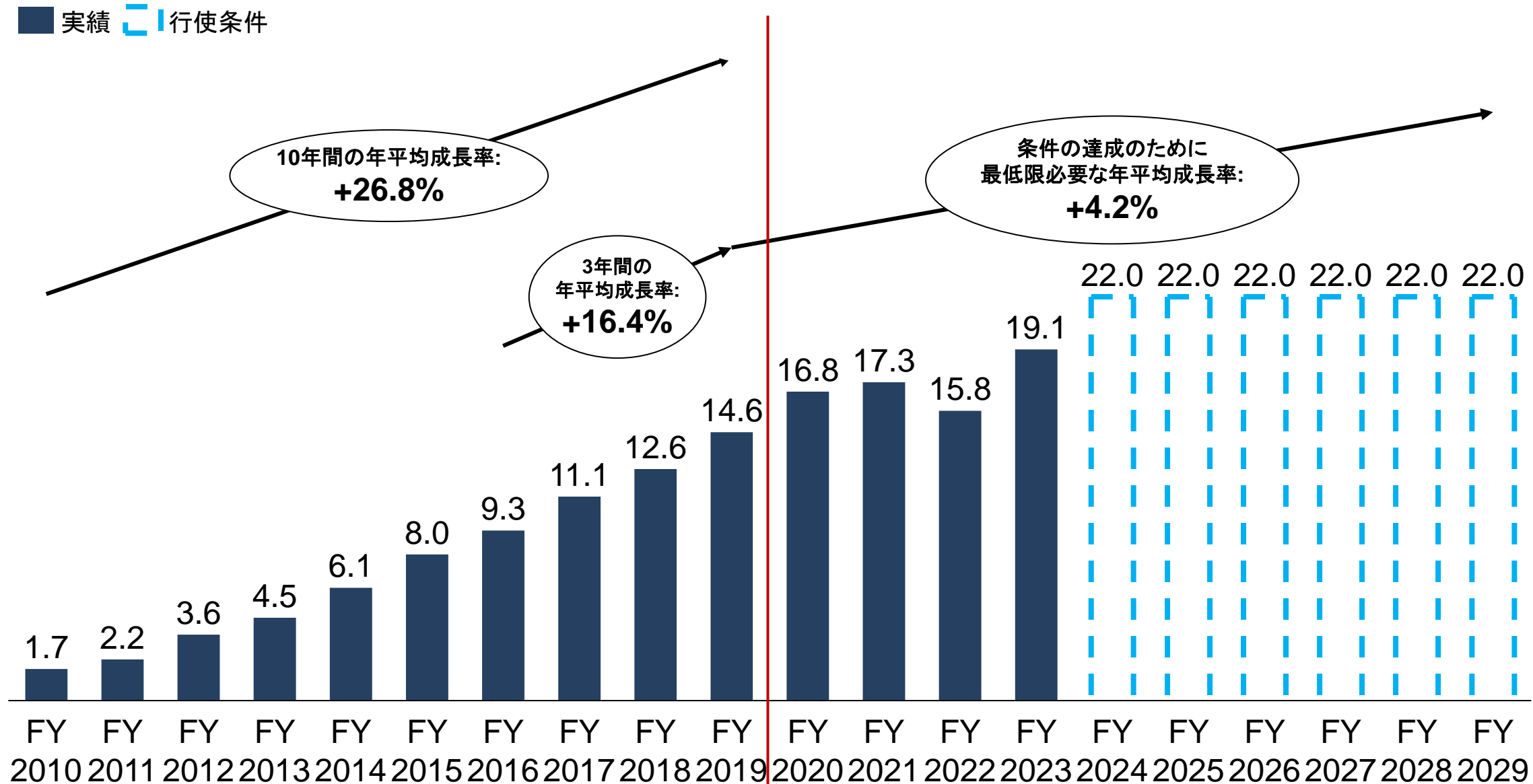
新株予約権の主要な行使条件

“”

- ① 本新株予約権の割当てを受けた者(以下「新株予約権者」という。)は、**2024年5月期から2029年5月期までの6事業年度のいずれかの期において、当社の経常利益が220億円を超過した場合、本新株予約権を当該経常利益の水準を最初に充たした期の有価証券報告書の提出日の翌日から行使することができる。**ただし、2020年5月期以降、経常利益が上記の目標を達成する前に、経常利益が110億円を下回った場合、本新株予約権を行使することができない。なお、経常利益の判定においては、当社の有価証券報告書に記載される連結損益計算書(連結損益計算書を作成していない場合、損益計算書)における経常利益を参照するものとし、当該連結損益計算書に、のれん償却費用及び本新株予約権に係る株式報酬費用が計上されている場合には、これによる影響を排除したのれん償却費用及び株式報酬費用控除前経常利益をもって判定するものとする。また、国際財務報告基準の適用等により参照すべき項目の概念に重要な変更があった場合には、別途参照すべき指標を当社取締役会にて定めるものとする。
- ② 上記①にかかわらず、本新株予約権の割当日から2024年5月20日までの間に、東京証券取引所における当社株式の普通取引の終値の平均値(当日を含む連続した過去42取引日の平均値)が、一度でも行使価額の70%を下回った場合、それ以降、新株予約権者は未行使の本新株予約権を行使することができない。

ストック・オプションの行使条件は非常に達成が容易なものになっている

経常利益成長率と目標値;
単位:10億円



2020年1月9日:
ストック・オプションの発行を
開示

- 主要な行使条件は、2024年5月期から 2029年5月期までの6事業年度のいずれかの期において、アオキの経常利益が220億円を超過することである
- この条件を達成するのに、最低限必要な年平均成長率4.2%は、過去の会社の実績（発行前の3年間の年平均成長率は14.7%、10年間の年平均成長率は26.8%）を踏まえると非常に達成が容易な条件である

オアシスは少数株主を守るために、法的措置を含む、あらゆるオプションを検討中

取りうる次の選択肢

ストック・オプションの
公正価値全額を支払うか
ストック・オプションを解消

- オアシスは青木宏憲氏と青木孝憲氏が72.56億円の公正価値全額を支払うか、当初のストック・オプションの取引を解消することを要求

指名報酬委員会の設置

- オアシスは株式発行やストック・オプション発行を含む、あらゆる形態の取締役に対する報酬の監督機能を向上させるために、創業家の影響を受けない指名報酬委員会の設置を株主提案にて提案

オアシスは法的措置も検討

- オアシスはアオキ及び青木宏憲氏と青木孝憲氏によって適切な行動が取られない場合には、法的措置を含む、あらゆるオプションを検討する用意がある

1. 提案要旨およびオアシスについて

2. 提案の背景となっているアオキにおける重大なガバナンスの問題

2.a. スtock・オプションについての懸念

2.b. 青木桂生氏による会社資産の私的流用の疑い

2.c. 不適切な会社提案候補

2.d. オアシスによる株主提案に対する不適切な検討プロセス

3. オアシスの株主提案の詳細

4. おわりに

Appendix

現社長の父親で、創業者の青木桂生氏は現在、1,700平方メートルに及ぶ、用水をまたいだ豪華な施設に居住

青木桂生氏が保有する建造物と隣地の市の文化財（合わせて本施設）



用水

本施設の一部は市の文化財

ページ番号1002312 更新日 2022年2月15日

印刷 大きな文字で印刷

白山市指定有形文化財 建造物

〔所在地〕
〔指定日〕



天明2年（1782年）に立て直されたという記録が残っており、構造は切妻造り木羽葺石置屋根の民家建築で、御座之間（十畳）、式台之間（十畳）、仏間、控之間、書院、縁側など往時のままに残されています。

特に襖の引手、なげしの釘隠しに用いられている加賀象眼の金七宝や、ぶどうの透彫欄間には、民家に見られない豪華さがうかがわれ、市指定文化財となっています。

縁側からは、中村用水を挟んで、対岸の見事な庭園を眺めることができ、かつての歴代藩主もその趣向を大いに楽しんだと云われています。

- 青木桂生氏の自宅とその隣地は合計で1,700平方メートルも敷地面積を持つ豪邸
- 由緒のある建物であり、市の文化財にも指定

本施設の一部は過去にアオキが青木桂生氏の母親から福利厚生施設として買い取っている

当該施設売却時の有価証券報告書

当事業年度（自平成17年5月21日 至平成18年5月20日）											
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				
役員及び その近親 者	青木数栄子	石川県 白山市	-	青木桂生及び 当社代表取 締役社長青 木保外志の 実母	-	-	-	不動産の 賃借※1	460	-	-
								不動産の 売買※2	29,500	-	-
役員及び その親近 者	北川忠夫	石川県 金沢市	-	当社監査役	-	-	-	不動産の 賃借※3	921	保証金 及び敷 金	500

青木桂生氏の母親

青木数栄子

青木桂生氏の母親

(注) 1. 上記の金額のうち、取引金額には消費税等が含まれておりません。
2. 取引条件及び取引条件の決定方針等
※1 当社が平成15年5月期に購入した福利厚生施設用建物の敷地である土地の賃料であります。契約に基づいて平成18年1月まで支払っております。賃料は不動産鑑定士の鑑定結果に基づいて決定しております。なお、平成18年1月の土地売買契約締結に伴い、当該土地の賃借契約は解約しております。
※2 当社が平成15年5月期に購入した福利厚生施設用建物の敷地として賃借していた土地を、平成18年1月に土地売買契約を締結し購入したものであります。売買代金は不動産鑑定士の鑑定結果に基づいて決定しております。
※3 当社が店舗駐車場用地として賃借しており、平成4年9月に契約しております。賃料は不動産鑑定士の鑑定結果に基づき平成17年6月に改定し支払っております。

当該施設の登記簿

権 利 部 (甲 区) (所 有 権 に 関 す る 事 項)			
順位番号	登 記 の 目 的	受付年月日・受付番号	権 利 者 そ の 他 の 事 項
1	所有権移転	昭和25年3月20日 第1360号	原因 昭和22年8月4日相続 所有者 [] 青木 信 孝 順位1番の登記を移記
	[余白]	[余白]	青木桂生氏の母親
2	所有権移転	平成12年10月11日 第8169号	原因 平成10年2月11日相続 所有者 [] 青木 数 栄 子
3	所有権移転	平成18年1月31日 第2039号	原因 平成18年1月31日 売買 所有者 白山市松本町2517番地 株式会社クスリのアオキ

* 下線のあるものは抹消事項であることを示す。

結果として、本施設の内、用水の東側部分は青木桂生氏の所有となっている一方、用水の西側部分は会社所有となっている

航空写真

- アオキが所有
- 保有目的としては
保養施設



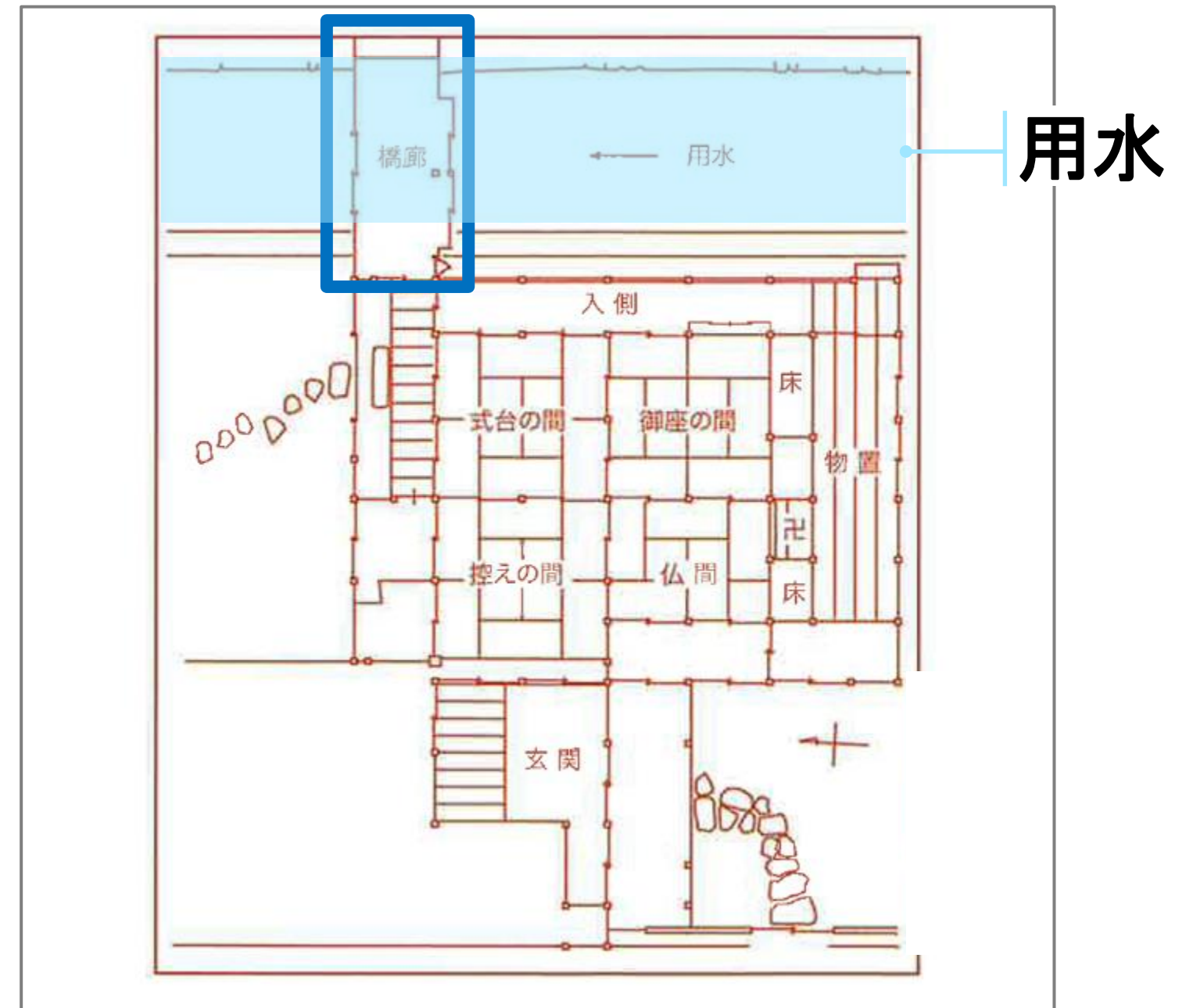
- 青木桂生氏が個人で所有

一方で、用水をまたいででも、用水の両岸の設備は繋がっており、
一体としての利用が前提の施設であると確認

航空写真



施設の平面図



会社資産の不適切な私的流用の可能性

オアシスの把握している事実

- オアシスは現地調査を通じて、**青木桂生氏の居住実態が本施設にある**ことを確認済み
- 青木桂生氏が東京都に保有している不動産の登記簿や過去に代表職を務めていたNGOの登記などでは、**青木桂生氏の住所は本施設の会社所有部である住所**で登録
- 市の文化財指定を受けているのは本施設の内^の会社所有部分であるが、文化財の登録管理を行う白山市観光文化スポーツ部文化課によると当該文化財、**つまり会社所有部には「個人が居住」との回答あり**
- オアシスの調査の限りや近隣住民の認知している限りにおいては、**当該施設の会社保有部が会社の保養施設として使用されている実績はない**

- 様々な情報を加味すると、本施設の東側部分（会社が保養施設として保有）も、青木桂生氏が保有し、自宅として使用する西側部分と一体となって使用されており、会社資産の不適切な使用である可能性
- 取締役会は、青木桂生氏の居住実態に関する事実を公表し、その居住実態が会社の保有部分にも及んでいるのか、そして青木桂生氏が居住している場合は、それがどう株主の利益に資するかを説明する義務がある

1. 提案要旨およびオアシスについて

2. 提案の背景となっているアオキにおける重大なガバナンスの問題

2.a. スtock・オプションについての懸念

2.b. 青木桂生氏による会社資産の私的流用の疑い

2.c. 不適切な会社提案候補

2.d. オアシスによる株主提案に対する不適切な検討プロセス

3. オアシスの株主提案の詳細

4. おわりに

Appendix

藤井氏の候補としての適格性には様々な観点から疑問

独立性の懸念

- 開示の通り、藤井氏は過去にクスリのアオキでの勤務経験があるなど、独立性に懸念

経営能力に関する懸念

- 調査会社の資料によると藤井氏の事業はいずれもアオキの1/1000程度以下の規模であり、タイオンホールディングスやタイオン365など多くの会社が債務超過状態で、安定的な黒字の創出にも失敗
- 取り組まれているバイオマス事業についても、事業開始予定日から2年以上がたった現在においても事業は開始できておらず

藤井氏はアオキに勤めていた経験があり、独立性の観点から懸念が存在

藤井氏の略歴

1. 新任社外取締役候補者

氏名	藤井 大温 (ふじい ひろみつ)
生年月日	1977年4月13日
略歴	2002年7月 ドラッグストアモリ (現ナチュラルホールディングス) 入社
	2007年10月 株クスリのアオキ入社
	2008年4月 株クスリのアオキ退社
	2008年5月 株ザグザグ入社 同社 取締役
	2015年6月 株タイオン 365 代表取締役 (現任)
	2017年8月 タイオンホールディングス(株) 代表取締役 (現任)
	2017年10月 一般財団法人タイオン奨学基金 代表理事 (現任)

藤井氏のビジネスはどれも小規模で、どの事業もなかなか利益を出せていない

藤井氏が関連する
法人

事業概要	バランスシート状況	単体の売上規模	利益
不動産賃貸業等	<ul style="list-style-type: none"> 債務超過 	<ul style="list-style-type: none"> 約1億円 	<ul style="list-style-type: none"> 直近まで赤字 安定した利益は出せていない
<ul style="list-style-type: none"> 調剤薬局等 	<ul style="list-style-type: none"> 債務超過 	<ul style="list-style-type: none"> 約3億円 	<ul style="list-style-type: none"> 直近まで赤字 安定した利益は出せていない
競艇関連事業等	<ul style="list-style-type: none"> 問題なし 	<ul style="list-style-type: none"> 約4,000万円 	<ul style="list-style-type: none"> 数百万円の利益
バイオマス発電関連事業	<ul style="list-style-type: none"> 債務超過 	<ul style="list-style-type: none"> 無し 	<ul style="list-style-type: none"> 約4,000万円の赤字

タイオン
ホールディングス
(2020年4月時点)

タイオン 365
(2021年4月時点)

タイオントラスト
(2015年3月時点)

タイオンエネルギー
(2020年6月時点)

藤井氏が取り組んでいるバイオマスエネルギー事業は予定通りに 運転開始できていないなど、経営能力に疑問

背景

- タイオンエネルギーにてバイオマス事業に取り組む
- 兵庫県のバイオマス発電所について、当初は2021年6月期中の稼働を目指していた模様(調査会社情報)

現況

- 2023年6月時点においても「運転開始前」のステータス

発電事業者名	代表者名	事業者の住所	事業者の電話番号	発電設備区分	発
タイオンエナジー株式会社	藤井大温	岡山県岡山市北区野田1-9-1	086-805-0365	バイオマス	

方法	廃棄費用の積立状況	調
	運転開始前	-

登記簿から分かる藤井氏が関連する一連の取引

- 2017年に、A氏が所有する長崎県の土地に対し、B氏により仮差押登記が設定された
- 2018年2月16日に、藤井氏が保有する法人の一つである、タイオンホールディングスからA氏に8,000万円の貸し付けが実行された
- 2018年2月26日に、B氏からA氏に対する仮差押登記が解除されており、この事実からA氏はB氏に対して貸付を返済したとみられる
- 2022年にB氏は、競売を妨害したとして、強制執行関係売却妨害容疑で逮捕されている

オアシスからの注意喚起にも関わらず、取締役会の定員を引き上げることなく、アオキが藤井氏を社外取締役候補として提案していることは、コーポレートガバナンス上、不適切

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。**）

オアシスからアオキへの 2023年6月15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。

1. 提案要旨およびオアシスについて

2. 提案の背景となっているアオキにおける重大なガバナンスの問題

2.a. スtock・オプションについての懸念

2.b. 青木桂生氏による会社資産の私的流用の疑い

2.c. 不適切な会社提案候補

2.d. オアシスによる株主提案に対する不適切な検討プロセス

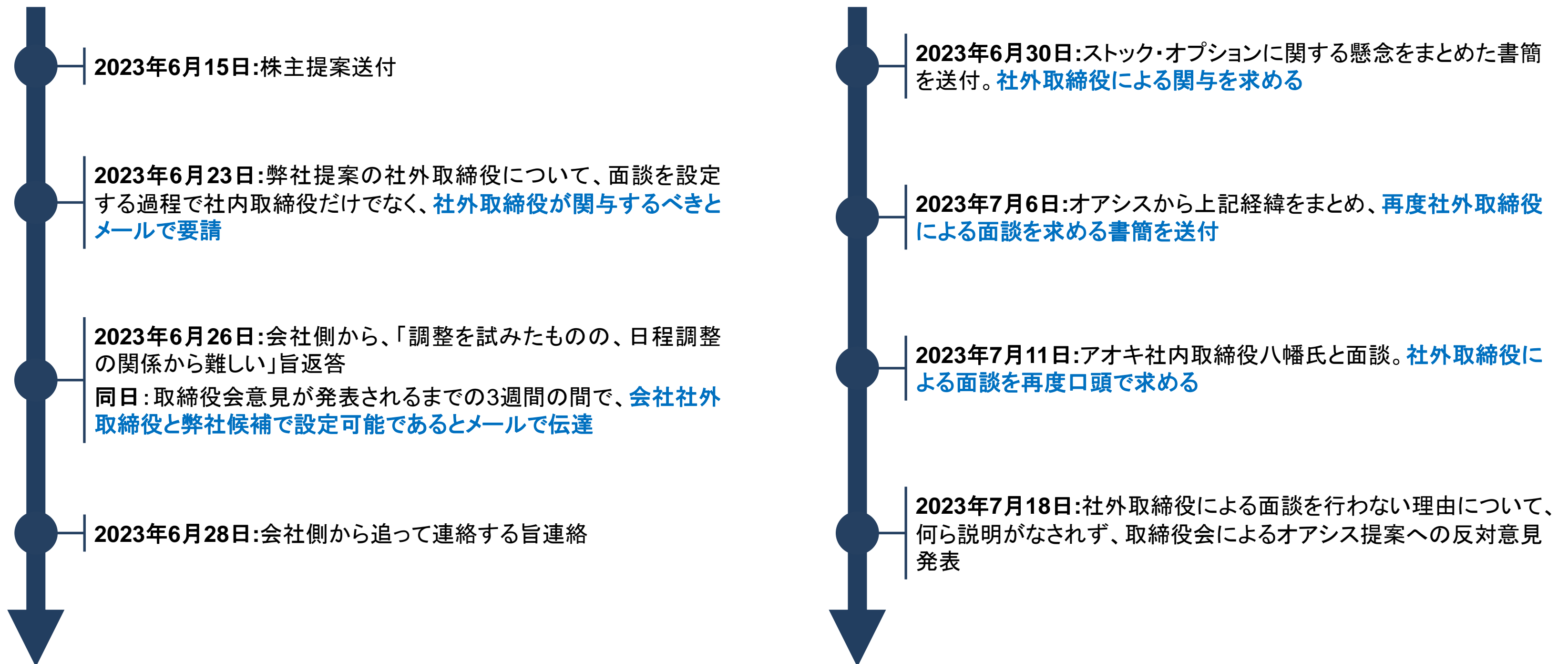
3. オアシスの株主提案の詳細

4. おわりに

Appendix

オアシスは社外取締役による弊社候補の面談を複数回に亘って要請してきたが、 なんら合理的な説明がなされることなく、これが実行されないまま取締役会意見が出された

オアシスが社外取締役による関与を要請してきた経緯



1. 提案要旨およびオアシスについて

2. 提案の背景となっているアオキにおける重大なガバナンスの問題

3. オアシスの株主提案の詳細

4. おわりに

Appendix

オアシスの提案は、アオキが抱える問題の解決に寄与すると確信

オアシスが考える問題点

適切ではないストック・オプションの発行

アオキは、不自然な下方修正の発表直後に、創業家に対して公正価値からは程遠い価格にて、ストック・オプションを発行

株主との対話姿勢が不十分

会社のコーポレートガバナンスに対する姿勢は、代表取締役社長が何度も株主との対話を拒絶する等、競合に対して大きく出遅れている

適切な監督機能・ガバナンス体制の欠如

現在の社外取締役は、上記の問題が発生することを止めることが出来ておらず、監督機能が適切に機能していないことが明らか



解決策

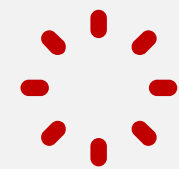
- 報酬だけではなく、株式発行やストック・オプションの発行等を適切に監視する指名報酬委員会の設置
- スtock・オプションの付与先となっている代表取締役である青木宏憲氏とその弟で副社長である青木孝憲氏の解任
- 筆頭独立社外取締役の設置
- 真に独立し、適格性の高い社外取締役候補の選任

オアシスからの提案・要求の概要

提案者	提案内容	推奨される投票行動
会社提案	第2号議案： 青木宏憲氏および青木孝憲氏の再任	反対
	第2号議案： “独立”社外取締役の追加	
株主提案	第4号議案： 真に独立した 取締役の追加	賛成
	第5号議案： 筆頭独立社外取締役の 設置	
	第6号議案： 指名報酬委員会の設置	
	第7号及び第8号議案： 報酬	
株主提案ではない 要求事項	ストック・オプションの 買戻し	定時株主総会の 議案でない

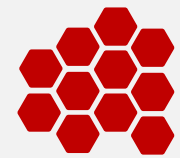
オアシスが提案する社外取締役候補はより優れた専門性と独立性を提供することが出来る

会社提案候補者 藤井大温氏



経営能力に疑問

藤井氏の多くの事業は債務超過に陥っており、アオキの売上の1/1,000程度で、利益を出すこともままならないビジネスしか展開していない



アオキに勤めていた過去があり、創業者との独立性の観点から懸念が残る

オアシス提案候補者 池井良彰氏



M&Aに関する非常に深い知見

日本初のM&A専門会社である株式会社レコフの創業から参画



アオキからもオアシスからも完全に独立

候補者: 池井 良彰



略歴、地位、担当及び重要な兼職の状況

1981年4月	三菱商事株式会社	入社
1996年4月	株式会社オークネット	執行役員経営戦略室長
2001年10月	株式会社レコフ	常務執行役員兼大阪支店長
2007年11月	株式会社MAパートナーズ	代表取締役(現任)
2012年7月	ストレックス株式会社	専務取締役
2017年6月	日本ライフライン株式会社	社外取締役(現任)

<重要な兼職の状況>

株式会社MAパートナーズ 代表取締役
日本ライフライン株式会社 社外取締役

取締役候補者とした理由

- 池井氏は日本初のM&A専門会社である株式会社レコフの創業に1990年から参画し、長年にわたりM&A業界の第一人者として活躍されており、M&Aに関する豊富な経験と知見を有し、企業経営者としても豊富な経験と幅広い見識を有する
- 今日のドラッグストア業界は大手による寡占化が進むなど、業界再編の機運が高まりを見せており、M&Aによる企業価値向上という選択肢が重要となるところ、池井氏はM&A業界の専門家として当社経営陣に適切な助言や提言を行うことが期待
- 加えて、アオキが業界再編に備えることの重要性についてオアシスと異なる意見を持ち、小規模のM&Aを続ける場合も池井氏のM&Aに関する知見は有用である

真に優秀な人材を全国から惹きつけ、かつ社外取締役のインセンティブを株主共同の利益と一致させる新たな報酬制度を提案

固定報酬

1,000万円

- 優秀な人材を集めるために現状よりも適切な水準
- 報酬の予見可能性を高め、優秀かつ、真に独立した取締役候補を惹きつけるため、現在の総額での総会決議から、個別の額としての総会決議に変更



事前交付型株式

300万円

- 社外取締役候補として優秀な候補を惹きつけるのみならず、社外取締役と株主共同の利益を一致させるために導入
- 業績条件が付されておらず、固定報酬と比して過大でないなど、CGSガイドラインに沿う形での提案

1. 提案要旨およびオアシスについて

2. 提案の背景となっているアオキにおける重大なガバナンスの問題

3. オアシスの株主提案の詳細

4. おわりに

Appendix

まとめ：現状の不健全なコーポレートガバナンスの是正と企業価値向上のために、青木宏憲氏と青木孝憲氏の再任、及び藤井大温氏の選任に反対票を投票するとともに、オアシスの提案に賛成票を投票するよう、オアシスはアオキの株主に要請

オアシスによる提案の背景

- オアシスは創業家、イオンに次ぐ**第3位株主**
- オアシスは昨年来、クスリのアオキホールディングス（「アオキ」）の事業戦略、コーポレートガバナンス体制、資本政策、株主との対話姿勢などについて様々な提案とエンゲージメントを実施
- 一方でこれらについて**代表取締役である青木宏憲氏をはじめとした、取締役との面談を求めるも面談は設定されず**、弊社が社外取締役に直接面談要求を行って初めて社内取締役との面談が設定されるなど、株主との対話姿勢は不十分
- また、2020年1月に発行された11.1%の希薄化を及ぼす**宏憲氏と弟の青木孝憲氏に付与されたストック・オプション**についても、**適正価格より99.28%低い価格**で発行されるなど、重大なコーポレートガバナンス上の懸念
- 加えて、企業資産の創業家による私的流用などの懸念



オアシスによる提案と他の株主に推奨する投票行動

- オアシスは以下の投票行動をアオキの投資家に強く推奨
 - **オアシスが提案する真に独立し、適格性の高い社外取締役の選任や創業家に対して牽制機能を十分発揮できるような指名報酬委員会の設置を含めた一連のコーポレートガバナンス改革に賛成を**
 - **会社提案の代表取締役である青木宏憲氏とその弟であり取締役副社長である青木孝憲氏の再任に反対を**
 - **会社提案の新任社外取締役候補である藤井大温氏の選任に反対を**

1. 提案要旨およびオアシスについて

2. 提案の背景となっているアオキにおける重大なガバナンスの問題

3. オアシスの株主提案の詳細

4. おわりに

Appendix

Appendix 1. アオキの現状と戦略上の課題

Appendix 1.a. アオキの収益性及び市場評価

Appendix 1.b. ドミナント戦略の課題

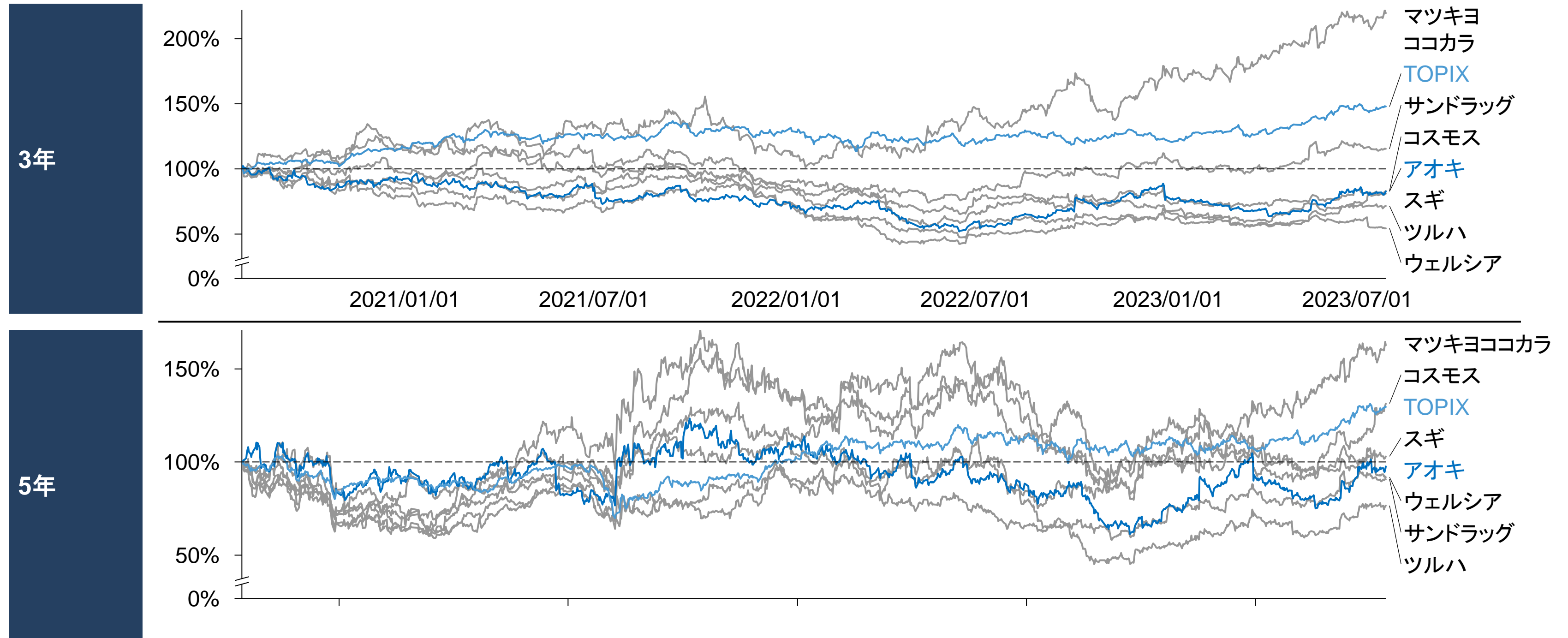
Appendix 1.c. フード戦略の課題

Appendix 2. アオキの株主対話姿勢の欠如

Appendix 3. 業界概観：経営環境概観および、業界再編の必要性と難しさ

クスリのアオキの株価は近年、競合を下回る水準で推移

ドラッグストア各社の3年および5年株価推移¹



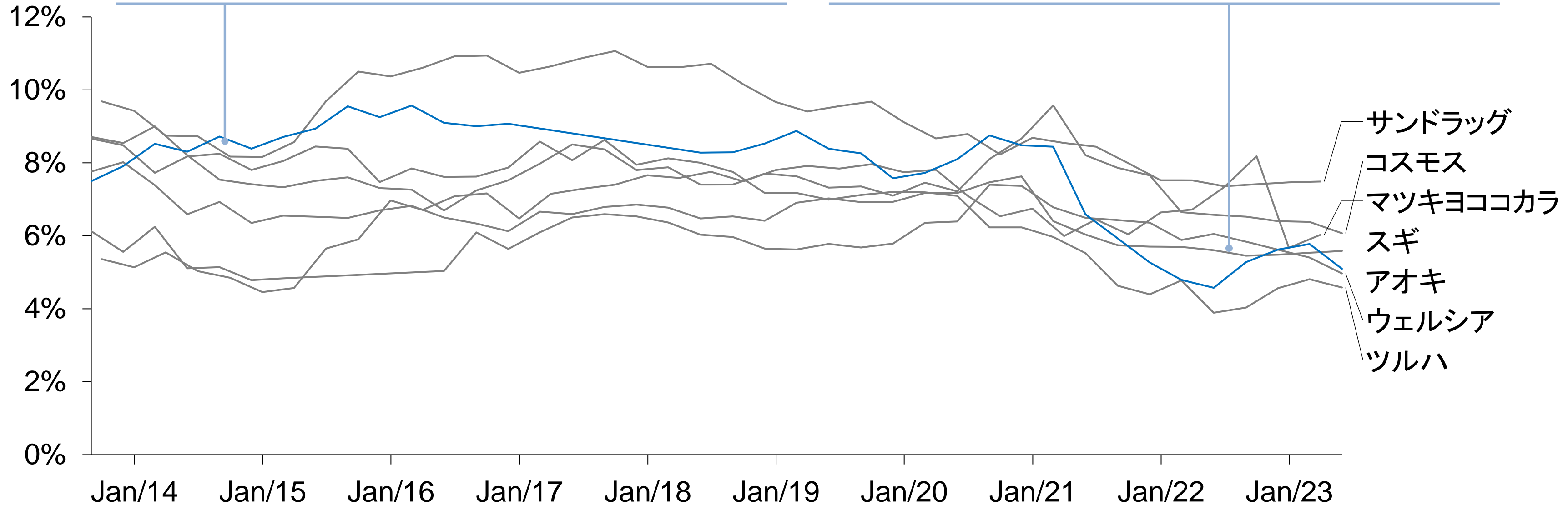
1: 3年は2020年7月29日から2023年7月28日まで; 5年は2018年7月30日から2023年7月28日まで
出典: ブルームバーグ

従来業界で最も高かったROAは近年、競合と比較して低位に推移

ドラッグストア業界のROA推移; 過去10年間

2014年から2015年にかけてはアオキのROAは競合の中では最も高い水準だったのにも関わらず...

...近年は下位に落ちている



1. 提案要旨およびオアシスについて

2. 提案の背景となっているアオキにおける重大なガバナンスの問題

3. オアシスの株主提案の詳細

4. おわりに

Appendix

Appendix 1. アオキの現状と戦略上の課題

Appendix 1.a. アオキの収益性及び市場評価

Appendix 1.b. ドミナント戦略の課題

Appendix 1.c. フード戦略の課題

Appendix 2. アオキの株主対話姿勢の欠如

Appendix 3. 業界概観：経営環境概観および、業界再編の必要性と難しさ








アオキは中期経営計画の主要施策の一つとして、ドミナント戦略を掲げるが...



...現実的には北陸以外においてはドミナントな店舗網を築くことができる立場には程遠く...

上位7社の地域ごとの各社の店舗数¹; 各社の直近会計年度末時点²

XXX シェア >20%
XXX シェア 10%-20%
XXX シェア <10%

企業	北海道・東北	関東	北信越	中部	関西	中国・四国	九州・沖縄	国内合計	新年度の 出店予定数
 welcia	198	1,200	193	358	509	244	49	2,751	116
 TSURUHA HOLDINGS ツルハグループ	1,018	444	53	211	77	573	213	2,589	126
 ディスカウントドラッグコスモス	0	107	35	68	225	337	609	1,381	130
 MatsukiyoCocokara & Co.	131	1,414	228	274	764	213	301	3,325	140
 SUNDRUG	160	385	74	116	143	69	69	1,016	85
 SUGI Holdings	0	425	60	485	595	0	0	1,565	120
 クスリのアオキ	63	252	356	161	71	0	0	903	70
上位7社の合計	1,570	4,227	999	1,673	2,384	1,436	1,241	13,530	787
アオキのシェア ³	4.0%	6.0%	35.6%	9.6%	3.0%	0.0%	0.0%	6.7%	8.9%
アオキの順位 ³	5	6	1	5	7	7	7	7	7

1: ドラッグストアと調剤専門薬局を共に含む。シェアは上位7社の中でのシェア。

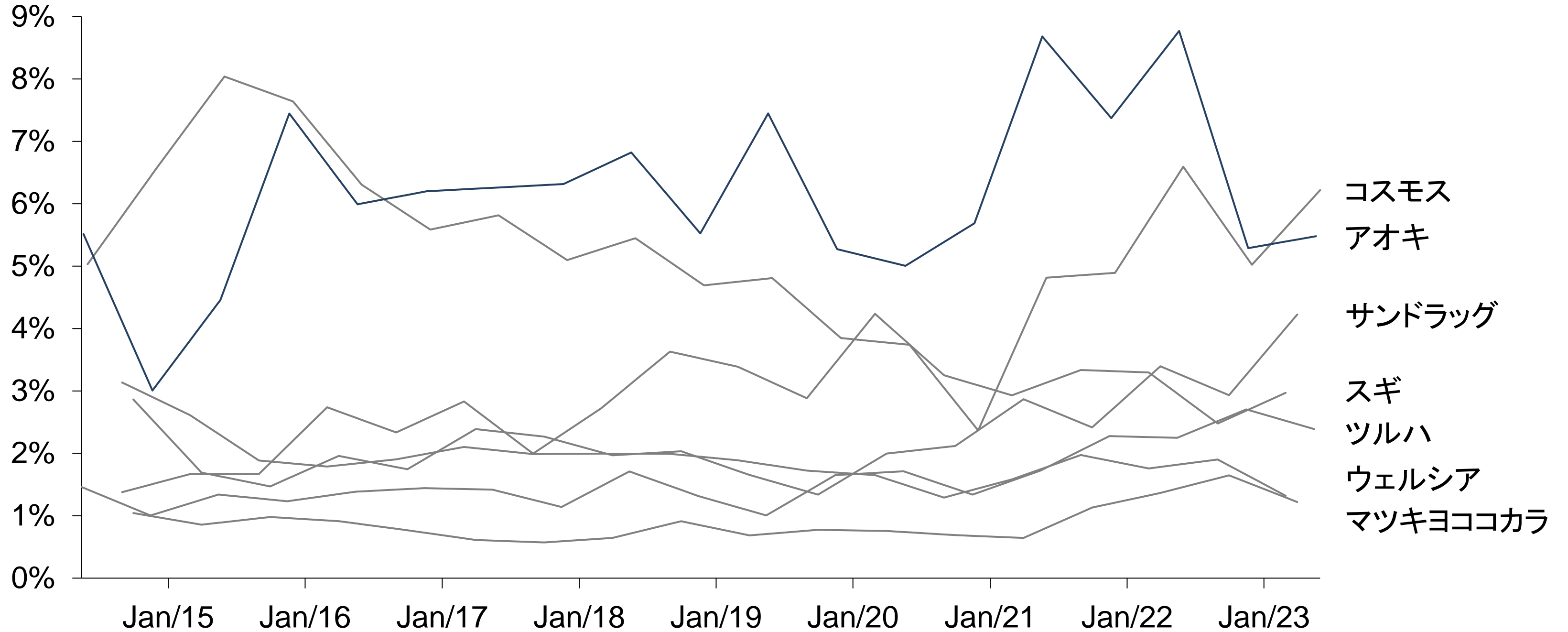
2: マツキヨココカラは2022年3月31日時点、コスモスは2023年6月30日時点

3: 上位7社の中でのランク

出典: 各社開示資料

...競合と比較して追加の投資余力は乏しい

ドラッグストア業界の設備投資対売上比率; 過去10年間



このような状況にあるにも関わらず、アオキは負債の活用について、資本市場に対して明瞭な説明を行うことに失敗

負債に対するアオキのスタンス

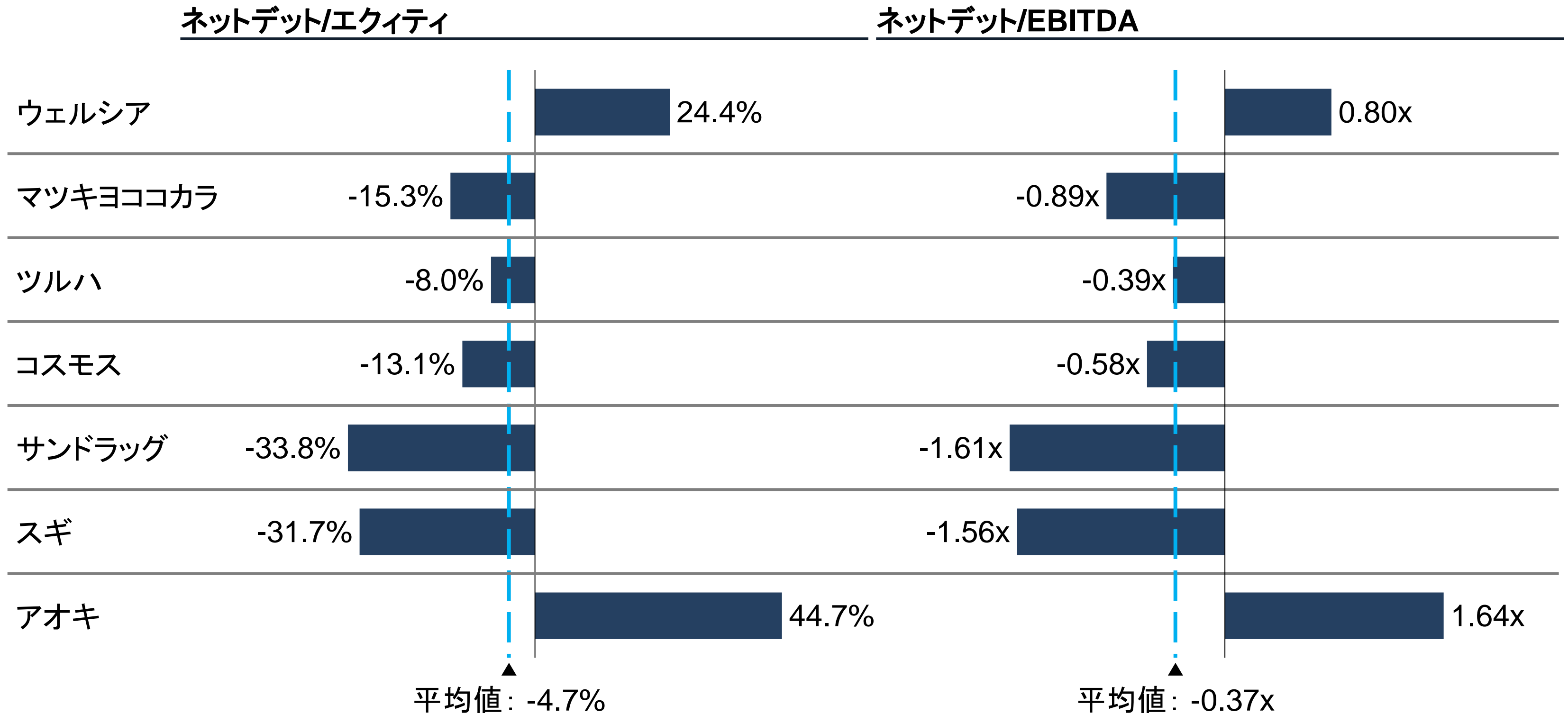


(負債の目線としてD/Eレシオ、ネットD/Eレシオ、net debt/EBITDAなどを基にした上限値などが存在するかというオアシスの問いに対し)

“負債について、この程度が適切といった指標は、対外的に公表できるものとして特にありません”

— アオキIR担当者

結果としてアオキの財務状況は競合と比して圧倒的に負債が多い



1. 提案要旨およびオアシスについて

2. 提案の背景となっているアオキにおける重大なガバナンスの問題

3. オアシスの株主提案の詳細

4. おわりに

Appendix

Appendix 1. アオキの現状と戦略上の課題

Appendix 1.a. アオキの収益性及び市場評価

Appendix 1.b. ドミナント戦略の課題

Appendix 1.c. フード戦略の課題

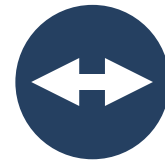
Appendix 2. アオキの株主対話姿勢の欠如

Appendix 3. 業界概観：経営環境概観および、業界再編の必要性と難しさ

ドラッグストア各社が今後力を入れようとしている生鮮領域は、従来のドラッグストアとは全く異なる能力が要求される

従来のドラッグストアにおける取り扱い食品

- 常温などで取扱いが可能な食品が中心
- また、中でも特にある程度の日持ちするものが中心
- 全国一括ないしは広い地域でのまとめた仕入れが可能なNB品が中心



アオキを含めた各社が力を入れている生鮮領域

- 食品の取り扱い範囲を増やすにあたり各社は生鮮領域の食品の比重が増加し、以下のような能力が必要に:
 - 冷温、冷蔵など異なる温度帯での商品管理
 - 商品ごとの販売期間の管理
 - 地域ごとの仕入れ先の確保

アオキはこのような能力を補うべく、多くの人員を割いて、小規模スーパーを大量に買収

アオキの近年のスーパー事業の買収 (発表日ベース)

- | | |
|----------|--|
| 2020年6月 | ▪ ナルックス(5店舗)株式の89.8%を取得 |
| 2020年10月 | ▪ フクヤ(8店舗)株式の94.8%を取得 |
| 2021年2月 | ▪ サン・フラワー・マリヤマ(2店舗)を吸収合併 |
| 2021年4月 | ▪ スーパーマルモのスーパーマーケット事業(7店舗)を継承 |
| 2021年11月 | ▪ 一二三屋(4店舗)を吸収合併 |
| 2022年1月 | ▪ ホーマス・キリンヤ(8店舗)を吸収合併
▪ フードパワーセンター・バリュー(5店舗)を吸収合併 |
| 2022年10月 | ▪ 三崎ストアー(2店舗)からスーパーマーケット事業を譲受 |
| 2023年1月 | ▪ サンエー(2店舗)からスーパーマーケット事業を譲受 |

アオキにおけるM&A推進体制



“同社は22年5月、M&Aの推進および傘下に収めたグループ企業とのシナジーを最大限に発揮するために、「経営戦略室」内の「M&A課」を3課に増やし体制を強化。新規案件の獲得から円滑な経営統合・業務統合に至るまでのM&Aの推進体制を整備している。”

2023年4月12日付ダイヤモンド・チェーンストアオンライン記事

一方、いくつかの競合は大規模な生鮮取扱い網を持つ大手と包括的な提携を結ぶ

サツドラはコープさっぽろと包括業務提携を締結;
2019年12月20日付コープさっぽろ開示資料

ウエルシアはイオン系列のスーパーと店舗の
共同開発などを実施;
2022年9月1日付イオン九州開示資料

サツドラホールディングス株式会社と生活協同組合コープさっぽろとの 包括業務提携契約締結のお知らせ

平素は格別のお引き立てを賜り、厚く御礼申し上げます。
生活協同組合コープさっぽろは、本日、サツドラホールディングス株式会社との包括業務提携契約を締結いたしましたので、下記のとおりお知らせいたします。

記

1. 業務提携の背景及び目的

両者は、それぞれが持つ知識・技術・経験・資源等を提供し合い、相互に協力して北海道経済の活性化及び双方のお客さま及び組合員をはじめとする道民の皆さんの利便性向上に資する事業に取り組み、また、開発し、この実現により両者の企業・事業価値向上を図ることを目的とします。

2. 業務提携の内容及び範囲

新たに設置する任意団体『北海道 MD 機構（略称 HMD）』のもと、以下に取り組みます。

- (1) 取扱い品目の商流及び物流
- (2) 商品開発

合弁会社の設立に関するお知らせ

イオン九州株式会社（本社：福岡県福岡市博多区、代表取締役社長：柴田 祐司、以下「イオン九州」）とウエルシアホールディングス株式会社（本社：東京都千代田区、代表取締役社長：松本 忠久、以下「ウエルシア」）は、本日付けで合弁会社を設立しましたので、下記のとおりお知らせいたします。

記

1. 合弁会社設立の背景と目的

イオン九州は、2021年度をスタート年度とする中期経営計画において、「九州の成長と暮らしの豊かさ、持続可能な社会づくりに貢献する企業」を目指す姿として、「食の強化（SM改革）」「非食品分野の専門化（GMS改革）」「DX推進」「環境・地域社会への貢献」の取り組みを進めており、総合スーパーや食品スーパー、ディスカウントストア、ホームセンター等の多様な業態を合計330店舗（2022年6月1日現在）展開しております。

一方で、ウエルシアは、「お客様の豊かな社会生活と健康な暮らしを提供します」を企業理念とし、健康を意識した付加価値の高い商品やサービスの提供を行う「専門総合店舗」を目指し、「調剤」、「カウンセリング」、「深夜営業」及び「介護」を中心とした独自のビジネスモデルによる店舗づくりを行い、関東を中心に北海道から九州地方まで、国内2,675店舗（2022年6月1日現在）を展開しております。

今般、イオン九州及びウエルシア（以下「両当事者」）は、生鮮・惣菜を含めたスーパーマーケット運

様々な観点から、アオキのとっている小規模M&A戦略よりも包括的なパートナーとの提携のほうが好ましい戦略であるとオアシスは考える

資金的制約

アオキのバランスシートには既に相当の負荷がかかっており、競合と比較しての投資余力に限界がある

機会的制約

M&Aは“出物”があるまでは行うことができず、全出店エリアでの能力獲得は難しいか、ないしは獲得までは相当な時間がかかる可能性が高い

実際にアオキの買収事例はクスリのアオキの能力を広範囲に渡って向上するものではなく、10店舗以下の小規模チェーンに限定

人材流出リスク

経営権が移るM&Aにおいては一般的に人材流出リスクがあり、特定の能力獲得のために行ったM&Aにおいて、人材流出によって求めていた能力の獲得が行えないリスクが常に内在

人材流出リスクはアオキが積極的に取り組む小規模M&Aにおいて特に顕著であると考えられる

規模の利益の逸失

買収できる規模のスーパーのみを買っていくと、広域での規模を持った生鮮網の構築は難しく、規模の利益の追求が行えない

1. 提案要旨およびオアシスについて

2. 提案の背景となっているアオキにおける重大なガバナンスの問題

3. オアシスの株主提案の詳細

4. おわりに

Appendix

Appendix 1. アオキの現状と戦略上の課題

Appendix 2. アオキの株主対話姿勢の欠如

Appendix 3. 業界概観：経営環境概観および、業界再編の必要性と難しさ

アオキはオアシスによる役員との面談設定を拒み続け、オアシスが社外取締役へ直接問題点を指摘するに至って、社内取締役との面談を設定

アオキ社内取締役による面談拒絶の歴史

- 2022年11月17日：我々の考えをまとめた書簡をeメールで共有するとともに、代表取締役社長である青木宏憲氏との面談を要請。弊社の要請は拒絶
- 2023年2月7日：弊社が11月にお送りした書簡を踏まえて、経営戦略室副室長と面談。面談のフォローアップとして、弊社が青木宏憲氏との面談を希望していることを再度共有。“弊社ではIR担当責任者の経営戦略室副室長が投資家様とのご面談に当たっていることを理由に弊社の再度の要望も拒絶
 - － 尚、この面談については11月に弊社より送付した書簡の内容を中心に議論を行ったものの、経営戦略室副室長はほとんどの内容について“上に確認する”といった返答に終始し、実質的な議論は行えず
- 2023年4月28日：経営戦略室副室長との面談において、オアシスが代表取締役社長の青木宏憲氏および、IR管掌取締役である八幡亮一氏との面談を希望していることを再度伝達。上記と同様の理由で、八幡氏との面談を含めて、弊社の再度の要望も拒絶

弊社が社外取締役を巻き込んだ後の対応

- オアシスが2023年5月24日に左記のような、社内取締役による面談拒否と株主との対話姿勢を問題視した書簡を社外取締役に直接送付した結果、初めて会社が社内取締役との面談設定を応諾
- 面談設定に当たって、左記の行動が“取締役との面談を拒絶したわけではない”と弁明
- 一方で弊社が要望を伝達していた社外取締役との面談については引き続き以下の理由で拒絶
 - － “弊社は経営戦略室経営企画課をIR担当部署としていると同時に、社外取締役や監査役による対話の機会を設けていない旨、コーポレートガバナンス報告書にて開示しており、株主や投資家の皆様に一貫したご対応を行う観点から、社外取締役との面談設定は難しいと考えております。”

また、オアシスに限らずアオキの取締役は投資家との面談を行わず、直接のフィードバックも受け取らないとアオキの担当者は発言

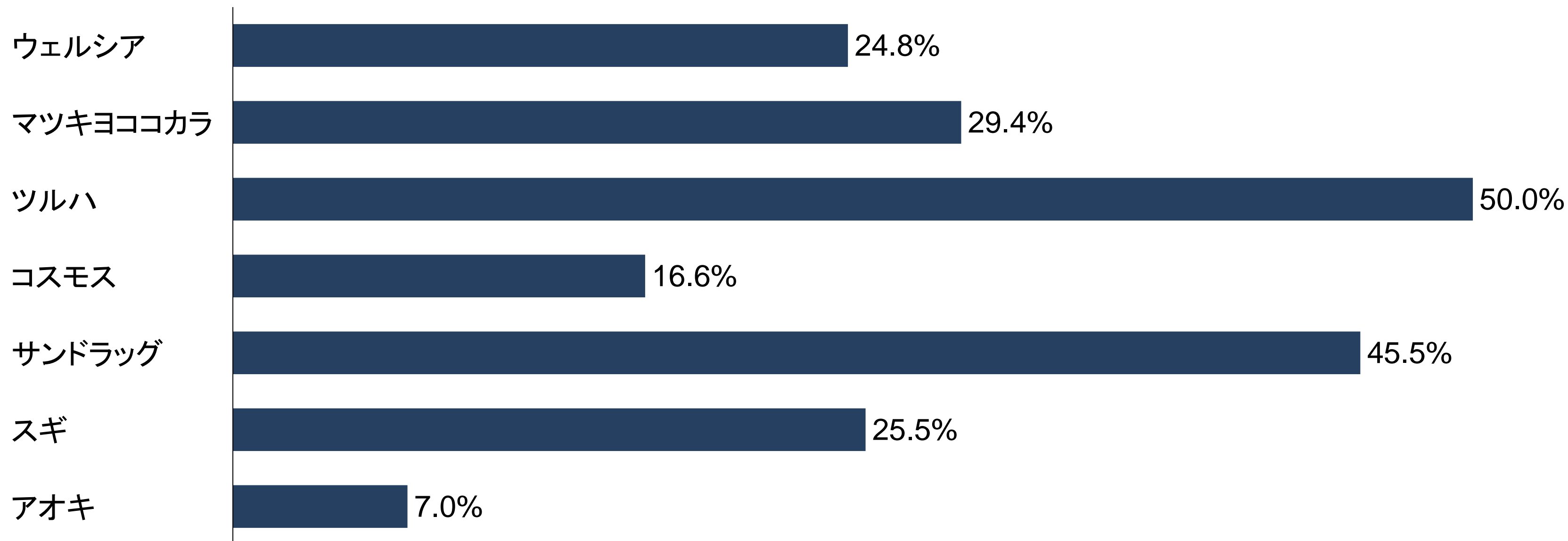
アオキ担当者発言

“”

“代表取締役社長の青木宏憲氏および、IR管掌取締役の八幡氏はどちらも原則として、オアシスに限らず、投資家との面談を行いません。また投資家からの直接のフィードバックも受け取りません。”

アオキはこのような投資家との対話不在の中で作り上げられた戦略・資本政策による制約によって、投資家が求める還元への対応が遅れている

ドラッグストア各社の配当性向; 業界売上上位7社, 直近年度



一方で、指名報酬委員会や筆頭独立社外取締役などの少数株主保護のための仕組みは活用していない

アオキのコーポレートガバナンス報告書より抜粋

【原則4.8. 独立社外取締役の有効な活用】

【補充原則4.8.1.】

当社の独立社外取締役は、その豊富な知見を活かして、客観的な立場から取締役会における議論に貢献しております。当社は、現時点では独立社外者のみを構成員とする定期的な会合は開催していませんが、今後は、独立社外者要望等を踏まえ、その要否を検討してまいります。

【補充原則4.8.2.】

社外取締役は、取締役会において積極的に議論に参加し、活発な意見交換を行っており、また、当社の総務部門が補助することで経営陣や監査役又は監査役会と連携が十分図れていると考えているため、「筆頭独立社外取締役」を置く予定はありません。

【原則4.10. 任意の仕組みの活用】

【補充原則4.10.1.】

当社では、取締役の報酬及び指名等の事項を審議する任意の諮問委員会等は設置していません。ただし、取締役の候補者指名については、代表取締役社長が取締役会で候補者の選任基準や各候補者の経歴、有する知見等について十分に説明し、社外取締役及び社外監査役も交えて審議して決定しております。取締役の報酬についても、業績連動に十分配慮し、社外取締役や社外監査役も加わる取締役会で、報酬決定や改訂根拠を説明し月額報酬総額を決定するようにしております。

1. 提案要旨およびオアシスについて

2. 提案の背景となっているアオキにおける重大なガバナンスの問題

3. オアシスの株主提案の詳細

4. おわりに

Appendix

Appendix 1. アオキの現状と戦略上の課題

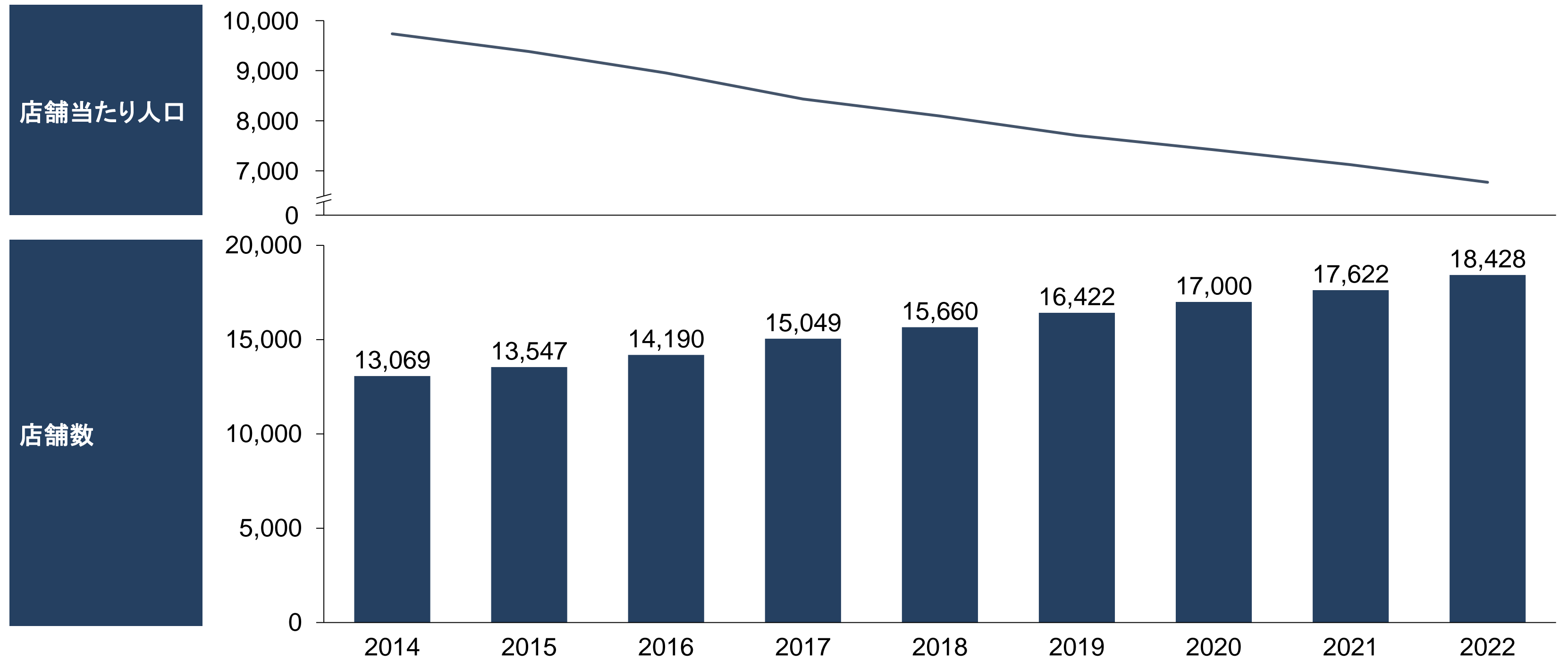
Appendix 2. アオキの株主対話姿勢の欠如

Appendix 3. 業界概観：経営環境概観および、業界再編の必要性と難しさ

Appendix 3.a. 厳しさを増す経営環境

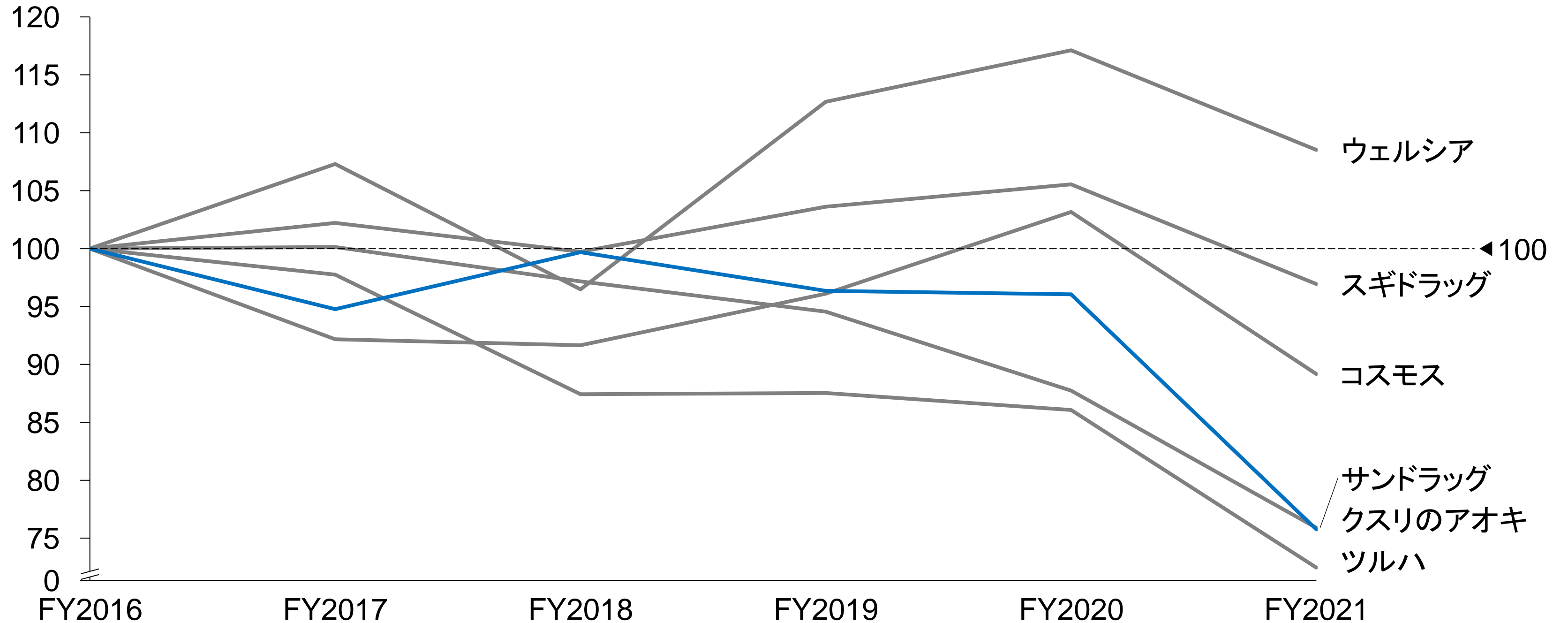
Appendix 3.b. 企業統合による企業価値向上効果事例

大規模な出店と人口減少によって、ドラッグストアの店舗当たり人口と商圈は近年大きく縮小



多くのドラッグストアにおいては売り場面積当たり営業利益は低下しており、市場飽和の中でも収益力を確保できる店舗運営力・フォーマットが問われている

売り場面積当たり営業利益¹; FY2016を100として

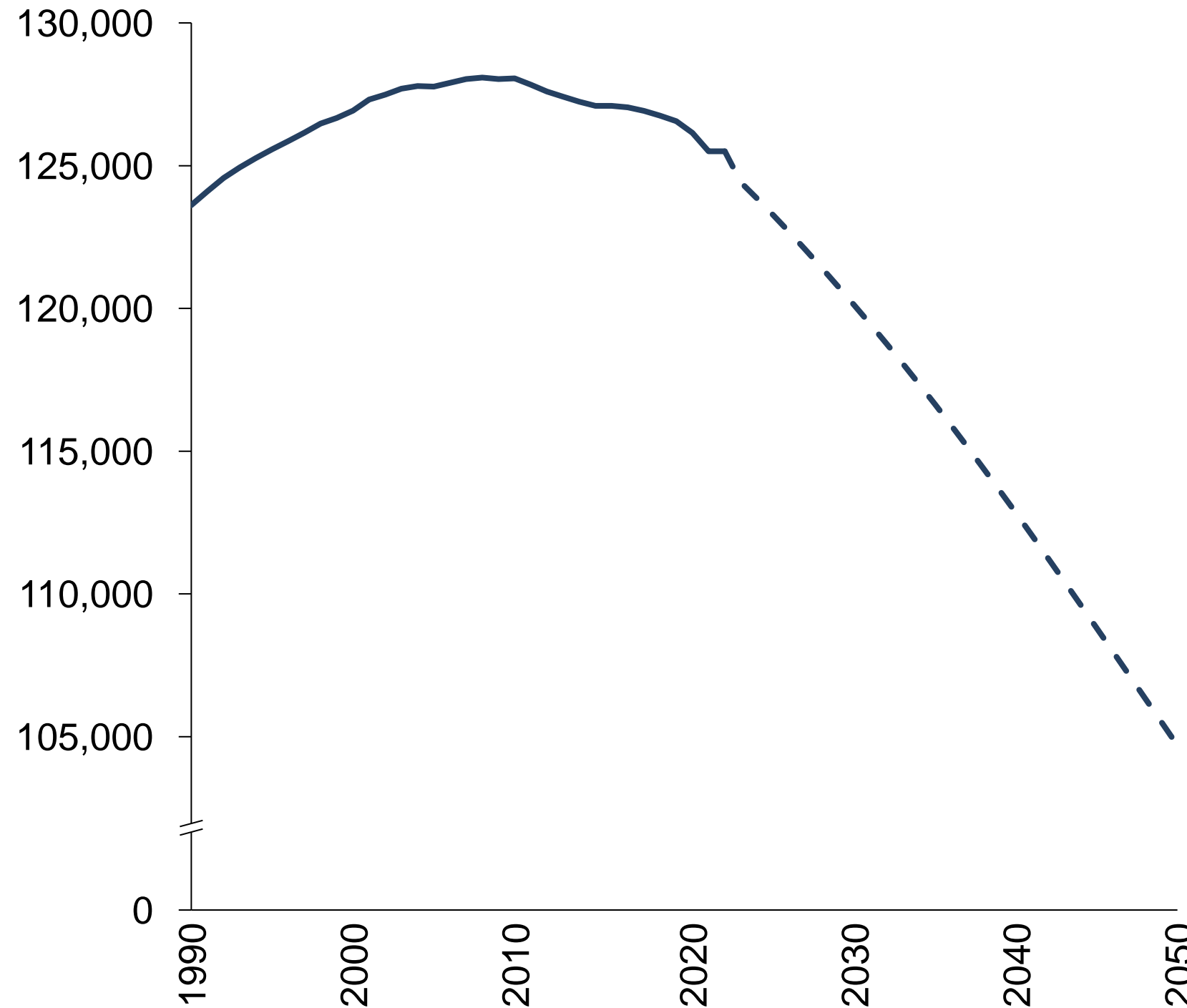


1: マツキヨココカラについては売り場面積の開示なし

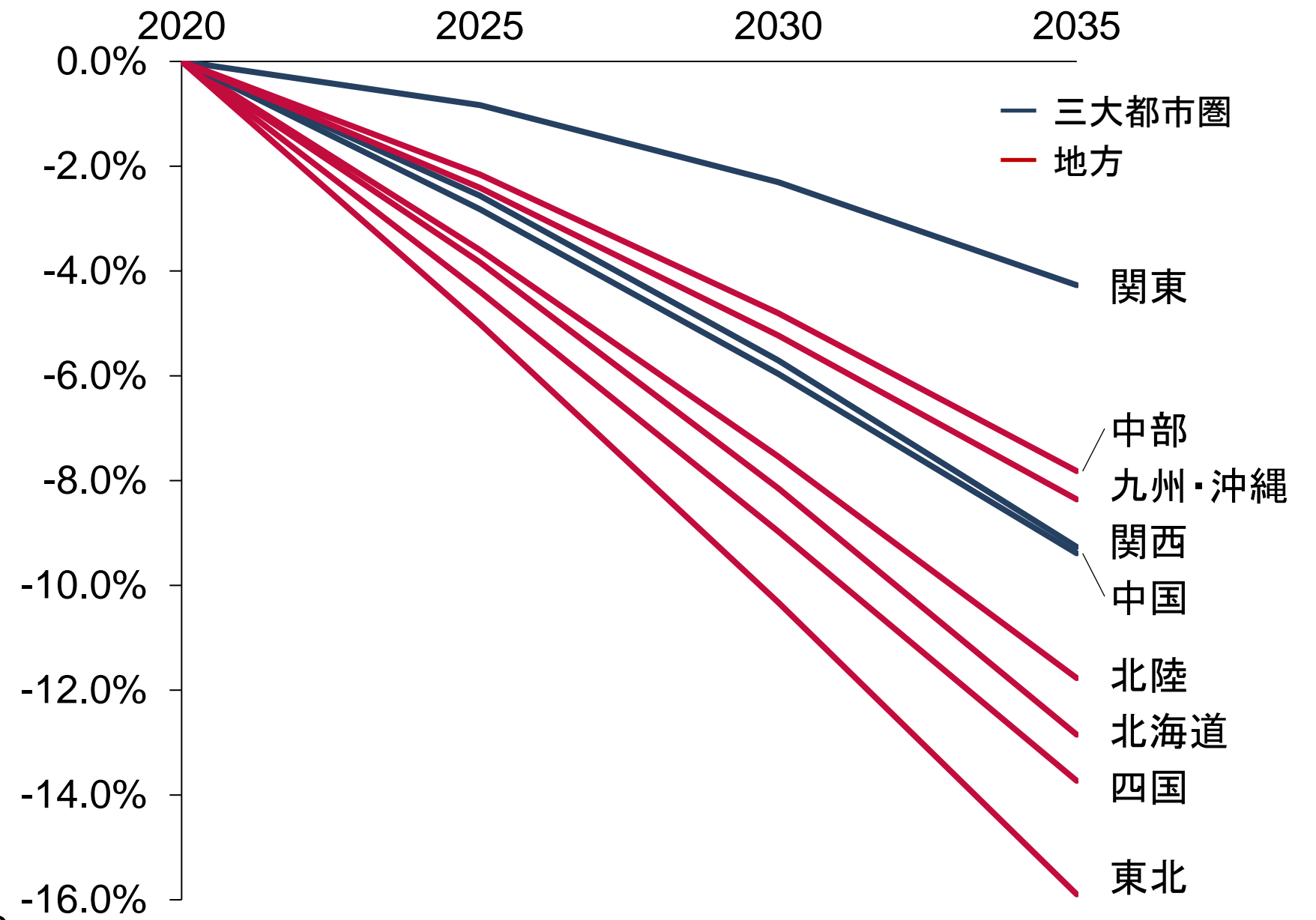
出展: 各社開示資料

小売業の売上に最も大きな影響を与えるマクロ要素である人口の観点からは今後の経営環境の悪化は必至。特に地方の経営環境は今後、急速に悪化する見通し

日本の人口推移; 千人



地域別人口推計; 2022=0



出典: 総務省統計局; 国立社会保障・人口問題研究所 “日本の将来推計人口(令和5年推計)”; 同 “日本の地域別将来推計人口(平成30(2018)年推計)”

コスト面においても、小売業界全体として賃上げへの対応は必須であり、賃上げ原資確保のための収益性改善が急がれる

マクロ環境

- 日本の生産年齢人口は1995年以降減少しており、今後も減少は加速
- 2030年では**600~900万人**の労働人口不足の予想も

業界各社の対応状況

- 優秀な人材の確保のために、特に今春、業界大手が積極的に賃上げを実施



グループ内の国内パート従業員の時給を平均**7%**引き上げ



最大**40%**の賃上げ。特に新卒給与、若手を中心に**18~36%**賃上げ



正社員**6.5%**、パート社員**5.2%**の賃上げ

政府方針

- 政府も積極的に賃上げへの対応を企業に要請

岸田首相による賃上げ要請

“インフレ率を超える賃上げの実現をお願いしたい”

“能力に見合った賃上げこそが企業の競争力に直結する”

“今年の賃上げの動きによって日本経済の先行きは全く違ったものになる”

“(賃上げの)取り組みを後押ししていきたい”

また、短期的には光熱費の上昇が小売業界、特に規模を欠く企業の重しとなっており、稼ぐ力が試されている

日本経済新聞記事；

2023年5月17日付

小売り・外食80社、3～8月販管費1割増 光熱費負担重く

業績ニュース

2022年10月24日 20:29 (有料会員限定)

保存

あA 印刷 共有



Olympicグループは巣ごもり消費減がなくなったことと光熱費増のダブルパンチに

小売り・外食企業で販売費・一般管理費の増加が業績を圧迫している。2022年3～8月期の主要80社の合計額は前年同期比で1割増えた。円安やエネルギー資源価格上昇で光熱費が膨らんだ影響が大きく、人件費や広告宣伝費などを削りにくい中小規模の企業ほど利益を目減りさせている。電力使用量の削減などを進めるものの、光熱費は高止まりする公算が大きく、今後も重荷となりかねない。

日経NEEDSのデータを基に2月期決算の小売り・外食主要80社を対象に集計したところ、22年3～8月期の販管費は前年同期比9.8%増の5兆1972億円だった。伸び率としてはアベノミクス下で円安が進行した14年に10%増えて以来の高水準だった。

売上高が1000億円以上の相対的な大企業と、1000億円未満の小規模企業で見ると、小規模企業で売上高に対する販管費比率の負担の大きさが目立つ。1000億円以上の26社は前年同期比1.6ポイント減の30%の一方、1000億円未満の54社の売上高販管費比率は41%だった。今期から適用している新たな収益認識基準の影響を考慮せず単純比較すると、小規模企業全体で1.0ポイント悪化した。

小売り・外食企業で販売費・一般管理費の増加が業績を圧迫している。2022年3～8月期の主要80社の合計額は前年同期比で1割増えた。円安やエネルギー資源価格上昇で光熱費が膨らんだ影響が大きく、人件費や広告宣伝費などを削りにくい中小規模の企業ほど利益を目減りさせている。電力使用量の削減などを進めるものの、光熱費は高止まりする公算が大きく、今後も重荷となりかねない。

1. 提案要旨およびオアシスについて

2. 提案の背景となっているアオキにおける重大なガバナンスの問題

3. オアシスの株主提案の詳細

4. おわりに

Appendix

Appendix 1. アオキの現状と戦略上の課題

Appendix 2. アオキの株主対話姿勢の欠如

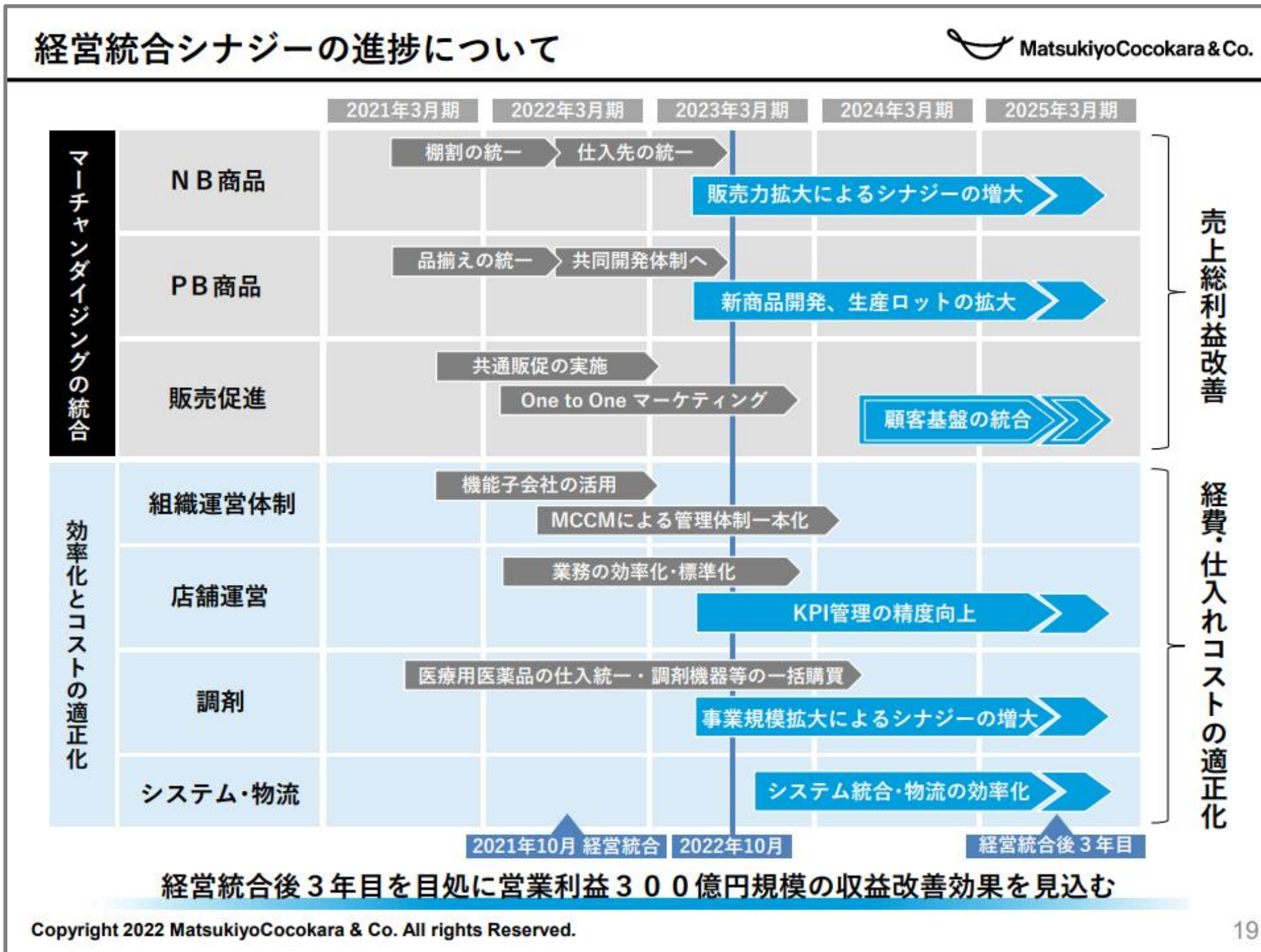
Appendix 3. 業界概観：経営環境概観および、業界再編の必要性と難しさ

Appendix 3.a. 厳しさを増す経営環境

Appendix 3.b. 企業統合による企業価値向上効果事例

統合は莫大なシナジーを生む。マツキヨ・ココカラにおいては売上に対して3 p.p.程度の営業利益の向上を見込む

マツキヨとココカラ統合におけるシナジー



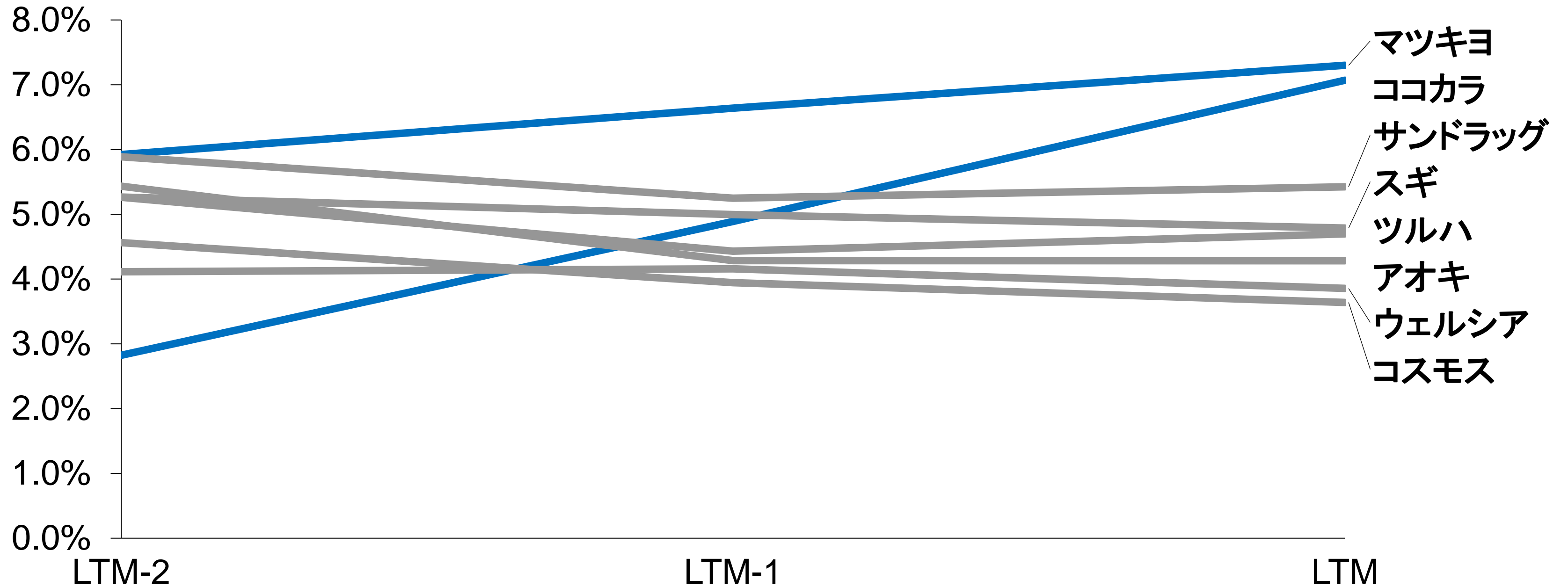
- マツキヨココカラは統合を通じて営業利益で300億円規模の収益改善効果を見込む



- マツキヨココカラの過年度売上は9,512億円であり、**収益改善効果は営業利益率にして3 p.p.にも上る**

大手ドラッグストア全社の営業利益率が過去2年で悪化する中、 買収されたココカラだけでなく、買収者のマツキヨの営業利益率もこの期間に改善した

ドラッグストア各社の営業利益率; LTM-2からLTMまで, 2023年7月30日時点



大手同士の再編が今後起きるであろうことはアオキ自身も中期経営計画で認める



ドラッグストア業界における再編、特に大手同士の再編の重要性や、地方のドラッグストアの再編の重要性は業界で様々な人物が指摘

東洋経済オンライン記事;

2019年12月1日



東洋経済
ONLINE
5月18日(木)

トップ 連載・特集 会員限定 ビジネス 政治・経済 マーケット キャリア・教育

政治・経済 > インタビュー

有料会員限定

ドラッグストアはいずれ「大手3社」に集約されていく

業界首位ツルハホールディングスのトップが激白

若泉 もえな : 東洋経済 記者 | 著者フォロー | 2019/12/01 17:00

シェアする ツイートする ブックマーク メールで送る 印刷 A+ 拡大 A- 縮小



堀川政司 (ほりかわ まさし) / 1958年生まれ。1977年ツルハ入社。1997年に同社取締役、2004年に常務取締役。2014年からツルハホールディングスの代表取締役社長兼社長執行役員 (現職)

ドラッグストア業界で売上高首位を走るツルハホールディングス (HD)。GMS

ドラッグストア業界は数年以内には、**3社ぐらいまで統合が進んでいく**だろう。.....ドラッグストアはまだ10グループぐらいが緩やかな連携をしている状況だ。あくまで個人的見解だが、3グループぐらいに集約されていくとみている。

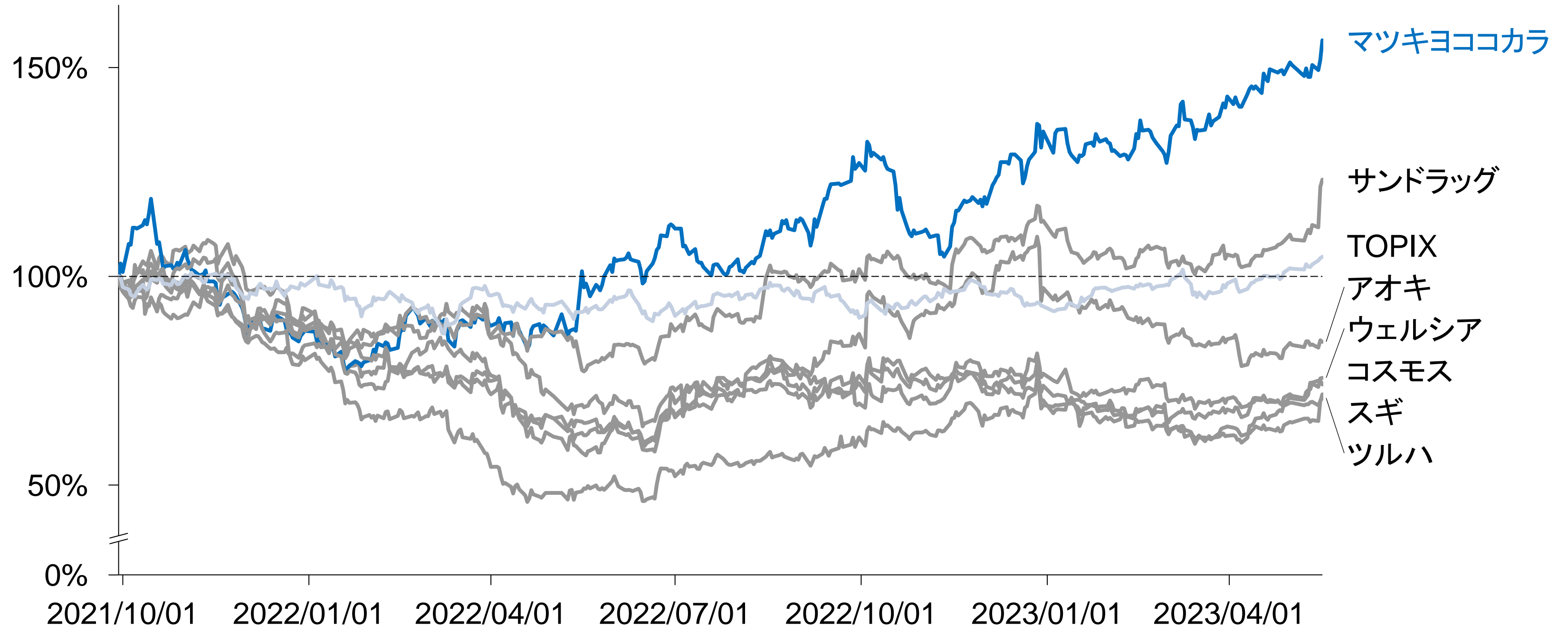
今までは、規模の大小でいえば、大が小を取るM&A(企業の合併・買収)だった。つまり、大手企業が中・小規模企業を買収していた。だが、**これからは大手企業が同じく大手を買収していく。大きいところが大きいところと組んで、グループが集約されていく**のではないかと。

地方のドラッグストアは経営が厳しくなっていくだろう。

統合を経て、マツキヨココカラの株価は競合を大きく突き放す形で推移

ドラッグストア各社の株価推移;

2021/9/29¹時点を100%として、2023/5/17²まで



1: マツキヨココカラ統合
2: オアシスによるアオキの大量保有報告書提出日前日
出典: ブルームバーグ

今後のドラッグストア業界はますます規模・店舗密度が重要になると考えられる

01

プライベート ブランド ("PB")



- 良質なPBをつくるためには、商品開発力やメーカーとの交渉などにおいて、規模が不可欠に

02

生鮮食品



- 温度管理配送を行うにあたっては物流効率化のための店舗密度が重要に
- 規模の面では、スーパーなどの店舗フォーマットをグループ内に持つかが、そのコスト負担に大きく影響

03

DX投資



- 規模の経済が大きく効くDX投資においては、企業体力に強みを持つ企業がアプリ開発、eコマース、同日配送などにおいてますます競争優位性を築く見通し

04

物流コスト



- 物流コストがますます上昇する中においては、生鮮に限らない一般物流においても、店舗密度が重要に

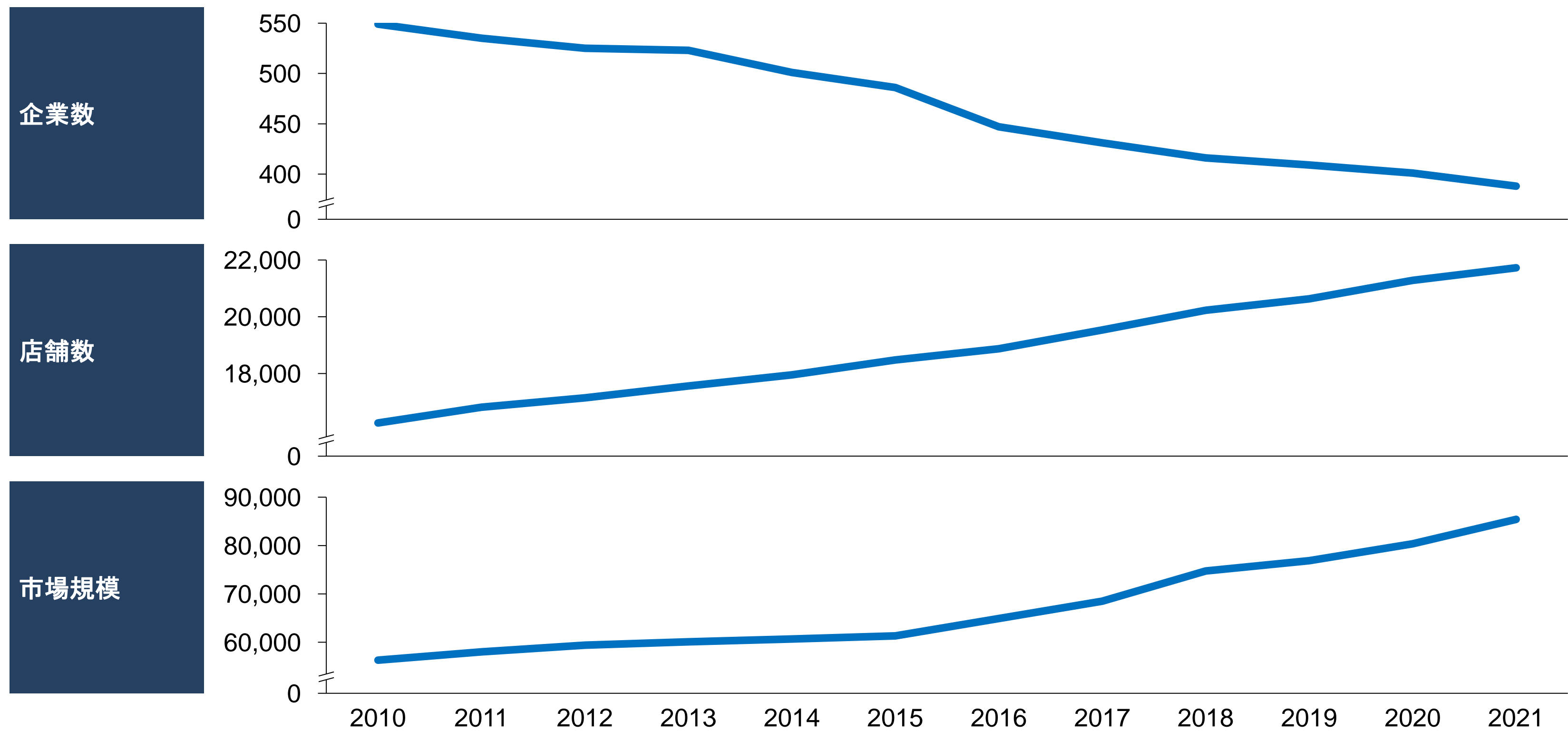
05

賃上げ



- 人件費が上昇し、賃上げ要請が進む中で、これに適切に応え、従業員に適切に報いるためには賃上げ余力確保のための企業体力や事業の効率性が重要に

過去10年間でドラッグストアの市場規模は大きく成長した一方、企業数は減少しており、再編・統合の進捗が窺われる



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