



# ツルハのコーポレートガバナンス改善

---

2023年6月22日

オアシスが提案する社外取締役陣が適切なコーポレートガバナンス機能を発揮できるよう、オアシスは**会社提案への反対を、オアシス提案への賛成を推奨**

提案主体	提案事項	提案の内容	推奨される 投票行動
想定される会社の 提案事項	既存社外取締役の 再任	<ul style="list-style-type: none"> <li>独立性を欠く佐藤はるみ氏と岡崎拓也氏の再任</li> </ul>	<div style="background-color: red; color: white; text-align: center; padding: 20px; font-size: 2em; font-weight: bold;">反対</div>
オアシスの提案	新たな社外取締役 の選任	<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役としての質、独立性、多様性が優れている新たな5名の社外取締役の選任</li> </ul>	
	既存社外取締役の 解任	<ul style="list-style-type: none"> <li>独立性を欠く“独立”社外取締役の藤井文世氏の解任</li> </ul>	
	社外取締役の報酬 改定	<ul style="list-style-type: none"> <li>社外取締役の報酬の予見可能性を高めるだけでなく、株主とインセンティブを揃えるための新たな報酬制度の導入</li> </ul>	
	定款変更	<ul style="list-style-type: none"> <li>以下の定款変更                             <ul style="list-style-type: none"> <li>会長職の廃止と鶴羽樹氏の会長職からの解任</li> <li>社外取締役による取締役会議長就任</li> </ul> </li> </ul>	
			<div style="background-color: blue; color: white; text-align: center; padding: 20px; font-size: 2em; font-weight: bold;">賛成</div>

# 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に資する オアシスの提案に賛成を投じるよう、オアシスは他の株主に要請

## 現状 ▶▶ オアシスによる提案と他の株主に推奨する投票行動

- オアシスはいずれの創業家個人よりも多く、**ツルハ株式の約13%を保有する第2位株主**。オアシスは長期投資家であり、**中長期的な企業価値の向上を志向**
- 経営環境がますます厳しくなる中で、先手を打って企業統合を通じた企業価値の向上を行える業界のリーダーのみが今後は本業界において生き残ることができるとオアシスは確信。こういった状況の中で**ツルハは先手を打って業界再編を仕掛け、もって企業価値の向上を望める稀有な立場にいるとオアシスは確信**
- 一方で、現状のツルハは**創業三家による企業支配を外形的に推認させる事実関係があり、また、社外取締役についてもその独立性に疑義を生じさせる事実が多数存在**
- 従って、ツルハにとっての最重要課題である経営統合などについて、これが例えば株主や他のステークホルダーの利益に資するものであっても、**現状の取締役会は創業家としての出自や、独立性に対する懸念から適切に判断できるかに対して疑義**

- オアシスは豊富な知見・経験、高い独立性、そして多様性を持った候補による**社外取締役の総入れ替えを含めた、抜本的なコーポレートガバナンスの改善を提案**。本提案は**全てのステークホルダーの利益に資するとオアシスは確信**

### オアシスは他の株主に以下の投票行動を推奨：

#### 反対票の投票

- 創業家からの独立性を欠き**、創業三家の適切な監督を行えない現任社外取締役の再任

#### 賛成票の投票

- 質、独立性、そして多様性において優れている**、オアシスの推薦する社外取締役候補者の選任
- 透明性が高く、社外取締役のインセンティブに資する報酬案
- 会長職を廃止し、社外取締役を取締役会議長にする定款変更

# 本資料の概要: 独立性に疑義がある社外取締役の元、創業三家が維持してきた会社に対する強い影響力からの脱却を目指した、コーポレートガバナンスの変革をオアシスは提案

1 オアシスについて	<ul style="list-style-type: none"><li>オアシスはツルハ株式の約13%を保有する第2位株主であり、オアシスの保有分はツルハ創業家のいずれの個人の単独保有分よりも多い。またオアシスは長期投資家であり、中長期的な企業価値の向上を志向</li><li>オアシスは日本のドラッグストア業界における継続的な投資家であり、過去にはマツキヨ・ココカラの統合などを株主として後押し</li></ul>
2 業界概観	<p>2a 人口が減少し、ドラッグストア各社の商圈が縮小する一方で、水道光熱費の上昇や商品価格のインフレ人件費の上昇など、業界全体の事業環境は厳しさを増しており、非連続的かつ抜本的な経営改善の必要性が上昇</p> <p>2b マツキヨ・ココカラの事例が示すように、統合は大きなシナジーを生み、企業価値の向上だけでなく、全てのステークホルダーにとっても利益のあるものであり、今後は大手同士の統合を積極的に進められる企業のみが中長期的に生き残れるとオアシスは信ずる</p> <p>2c 一方で、資本関係が複雑なドラッグストア業界において短期的な統合の見通しが立つ企業は限定的</p>
3 ツルハの現状と統合の必要性	<p>3a ツルハの株価やバリュエーションは競合と比較して低位で推移。事業性の観点からも、営業利益率、ROAやROEなどの重要な指標で収益指標で競合に劣後するだけでなく、賃上げを通じた従業員への還元にも出遅れ</p> <p>3b 一方で、先述の資本関係の観点や企業規模の観点からは、ツルハは業界再編を積極的に推し進め、統合による果実を得やすいという、競合に比して優位な立ち位置にあり、オアシスは具体的な統合先をツルハに提案済</p> <p>3c マツキヨ・ココカラの事例を見ると、ツルハが適切な競合との統合を行えば、相当程度の収益性の改善が成し遂げられる可能性</p>
4 コーポレートガバナンス上の課題	<ul style="list-style-type: none"><li>オアシスはツルハの現状のコーポレートガバナンス体制が 4a 創業三家による強い支配の外形、4b 社外取締役の質、独立性と多様性、4c IR Japanとの関わりなどの観点から最適でないと思慮</li><li>このような最適でないコーポレートガバナンス体制ともはや主要株主ですらない鶴羽家などの創業三家による会社支配はツルハの成長のために統合・再編を適切に検討するにあたって障害になりうるとオアシスは思料。また、買収先の独立性を維持する現状の戦略は、最適な戦略ではなく、創業家の保身を目的としたものである可能性をオアシスは懸念</li></ul>
5 オアシスの提案	<ul style="list-style-type: none"><li>コーポレートガバナンスの改善を実現するためにオアシスは、1) 現任の社外取締役の解任、2) 新たな社外取締役の選任、3) 社外取締役のための透明性が高く、適切なインセンティブの付与された新たな報酬プラン、4) 会長職の廃止と社外取締役による取締役会議長の就任などを提案。オアシスの提案する社外取締役を含めた新たなコーポレートガバナンス体制は現在の社外取締役よりも適切な業務監督を行えるのみならず、再編に向けた提案などがあつた場合も現任の社外取締役よりも適切に取り扱い可能</li><li>オアシスは他の株主に対して、現任社外取締役の再任に反対を、オアシスの提案する候補者の選任や透明性が高い報酬制度、そしてガバナンス向上に資する定款変更に賛成を、投じることを推奨</li></ul>

① オアシスについて

② 業界概観

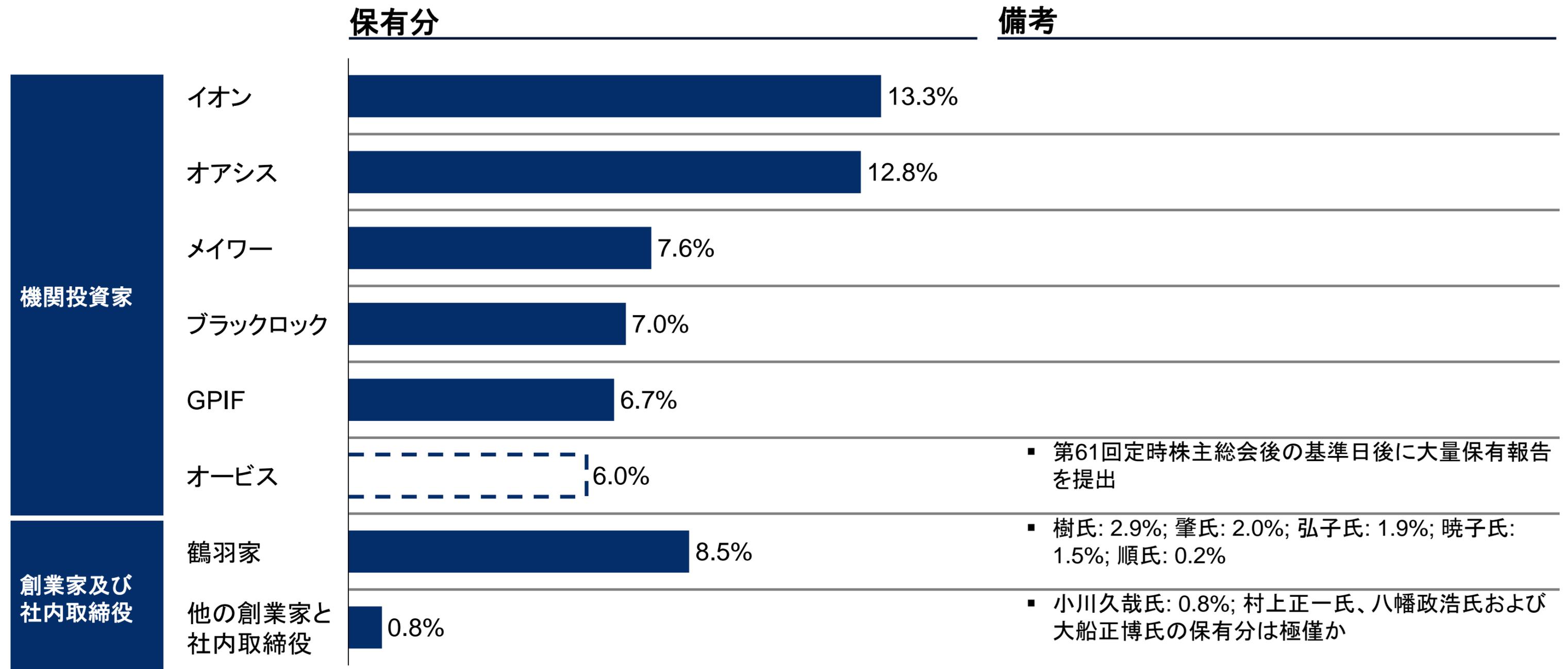
③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

# オアシスはツルハ株式の約13%を保有する第2位株主であり、オアシスの保有分はツルハ創業家のいずれの個人の単独保有分よりも遥かに多い

## ツルハ株式の主要な機関投資家保有分および創業家保有分



## また、オアシスはドラッグストア業界において長期的な投資を行っており、過去の業界再編についても提言・提案を行っている

### 背景

オアシスはココカラファインの長期かつ大株主であり、2021年4月2日に8.90%分の保有分を示す大量保有報告書を提出



### オアシスが2021年4月14日にココカラファインに送付した書簡 (抜粋)

“この取引[オアシス注: マツモトキヨシとの統合]がすべての当事者にとって有益であると強く信じています。ココカラファインが強力なパートナーを持つことで、その中核的競争力はさらに強化されるでしょう。共同調達、店舗運営の強化、マツキヨのプライベートブランドのココカラファインへの導入、バックオフィスのコスト削減等の潜在的な相乗効果が見込まれます。”

# オアシスは2020年以降、ツルハと継続的な対話を行ってきた

オアシスとツルハとの対話の歴史とツルハの株価推移; 円



## オアシスが送付した書簡においてツルハに提言した主な内容

- **プライベートブランド(PB)商品の拡充、調剤、食品、インハウンドの回復に備えた準備、利益率の改善などの戦略分野への取り組みの加速**
- **規模の経済をさらに享受するための合併の検討。** 合併が競争力強化にあたって有用な手法であることは、直近のマツモトキヨシとココカラファインの事例を含め、複数の事例で証明されている
- **株主の声を拒絶するのではなく、株主の声に耳を傾けるようなコーポレートガバナンス文化の構築**

① オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

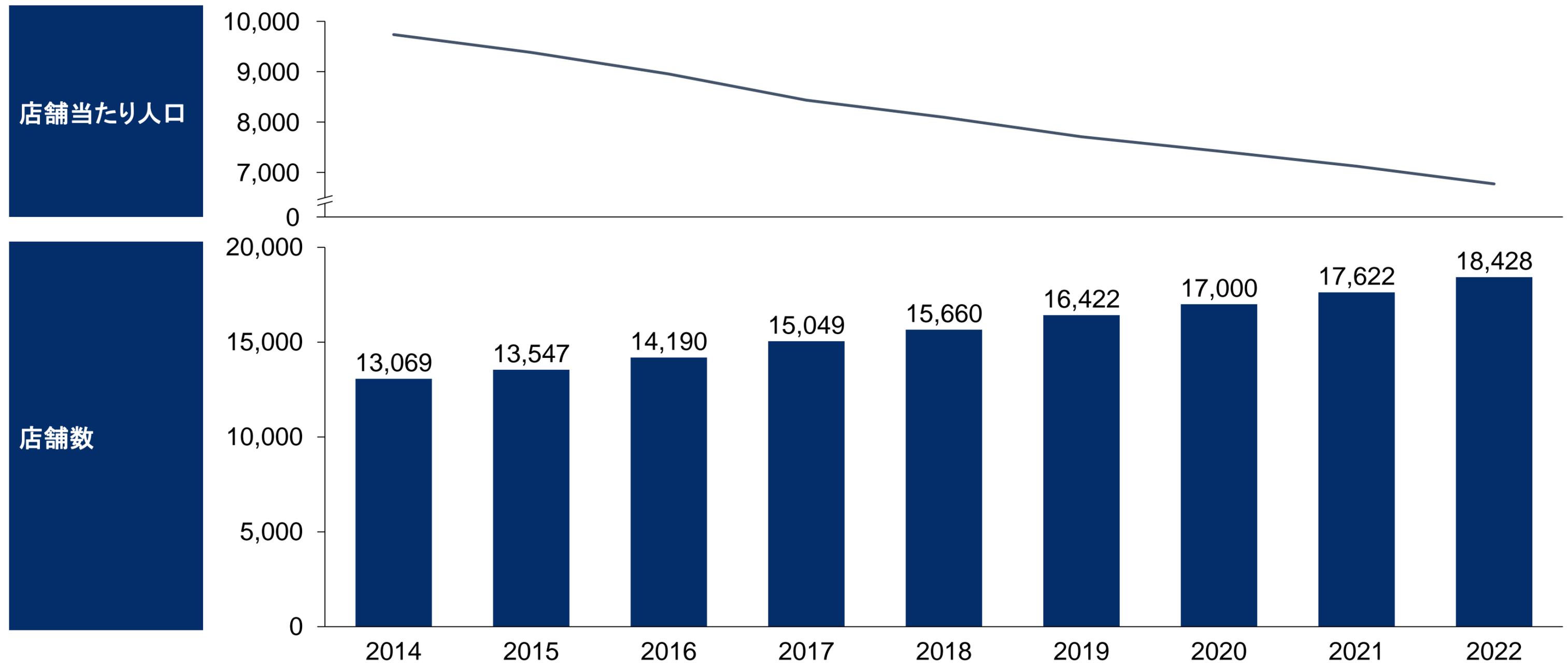
⑤ オアシスの提案

2.a. 厳しさを増す経営環境

2.b. 企業統合による  
企業価値向上効果事例

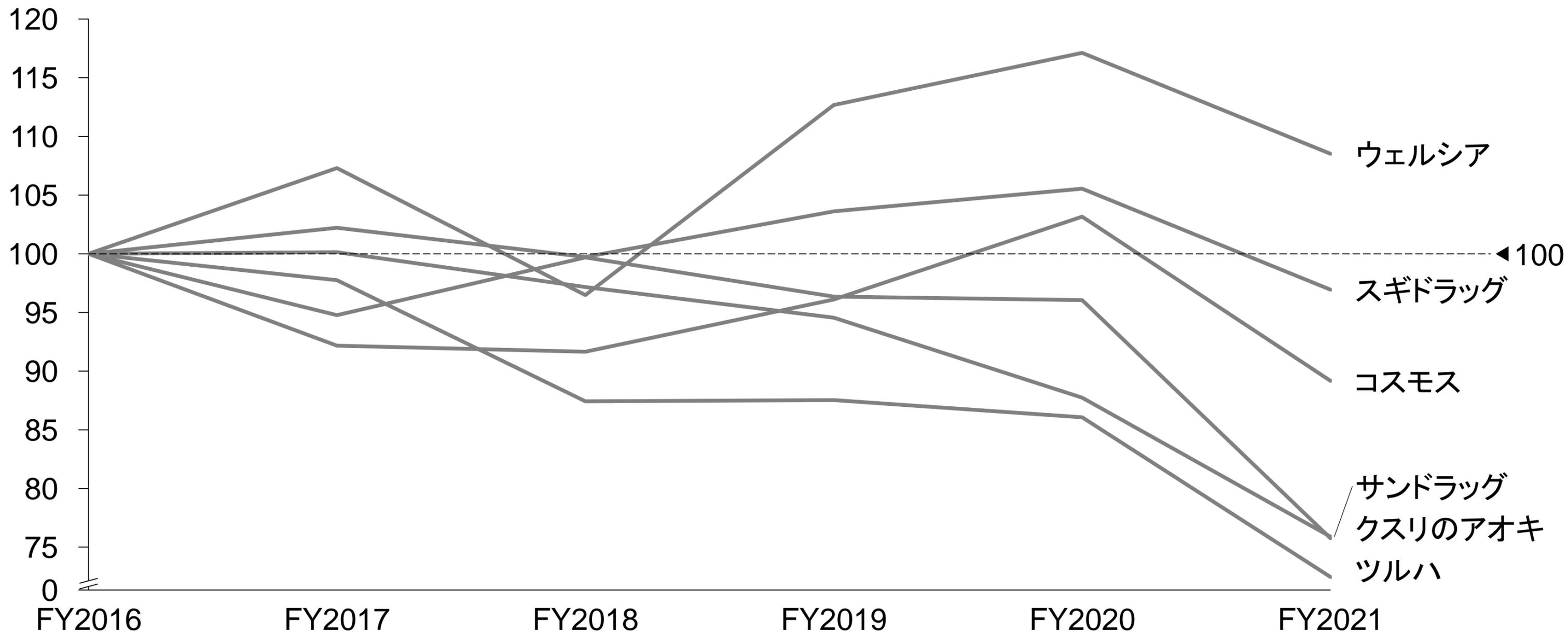
2.c. ドラッグストア業界の  
資本・支配状況

# 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<sup>1</sup>; FY2016を100として

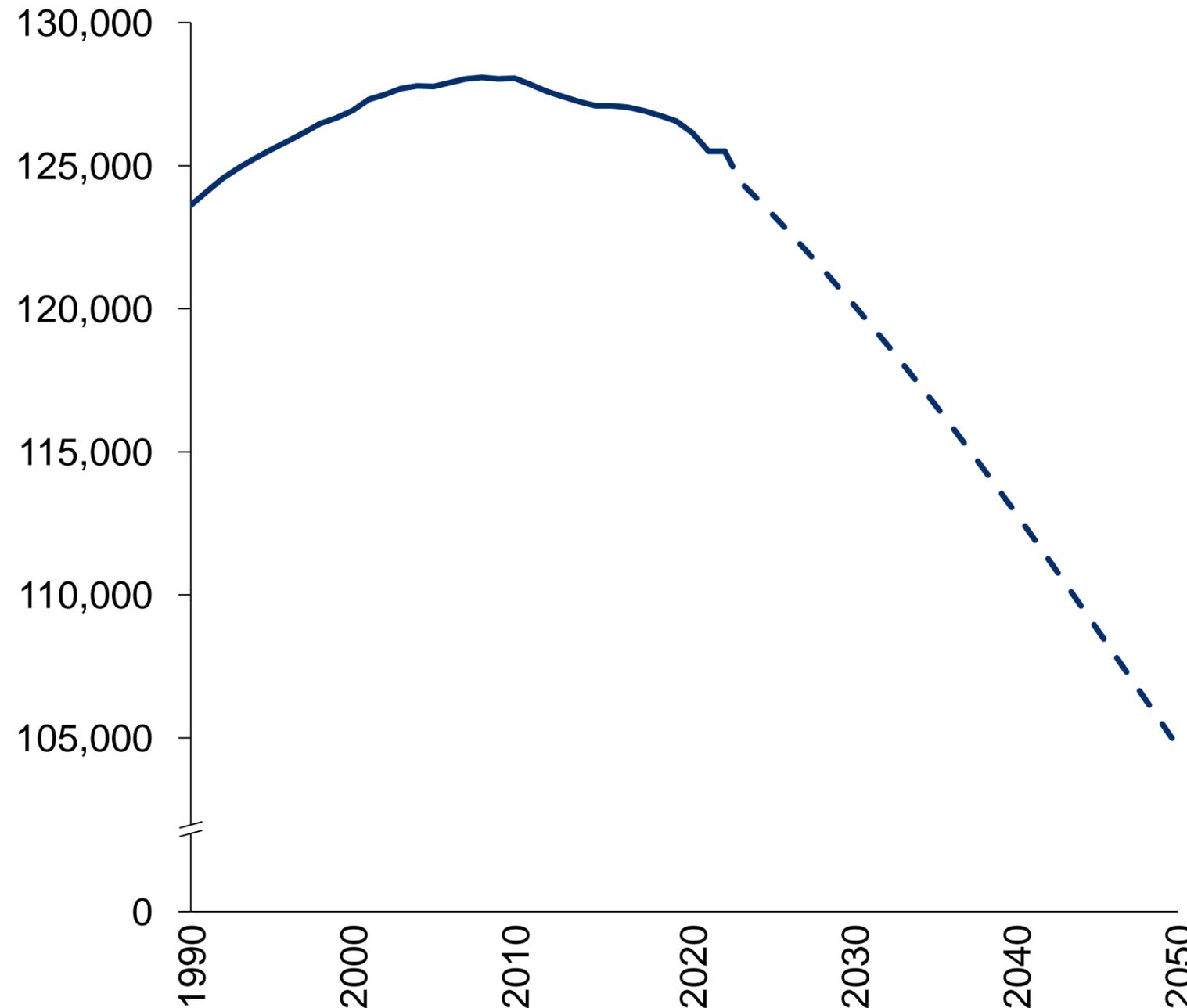


1: マツキヨココカラについては売り場面積の開示なし

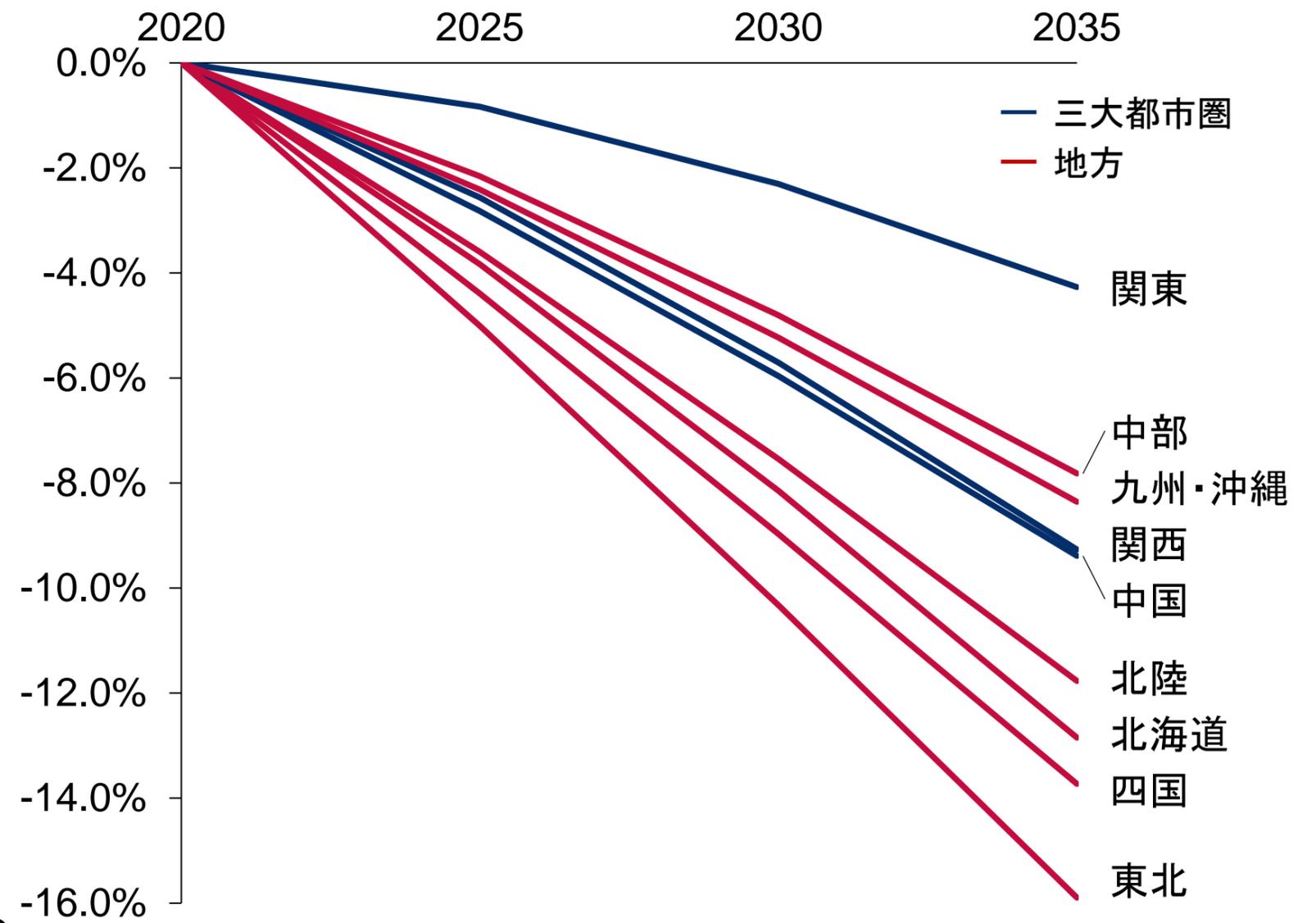
出展: 各社開示資料

# 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

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。

記事抜粋

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 オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

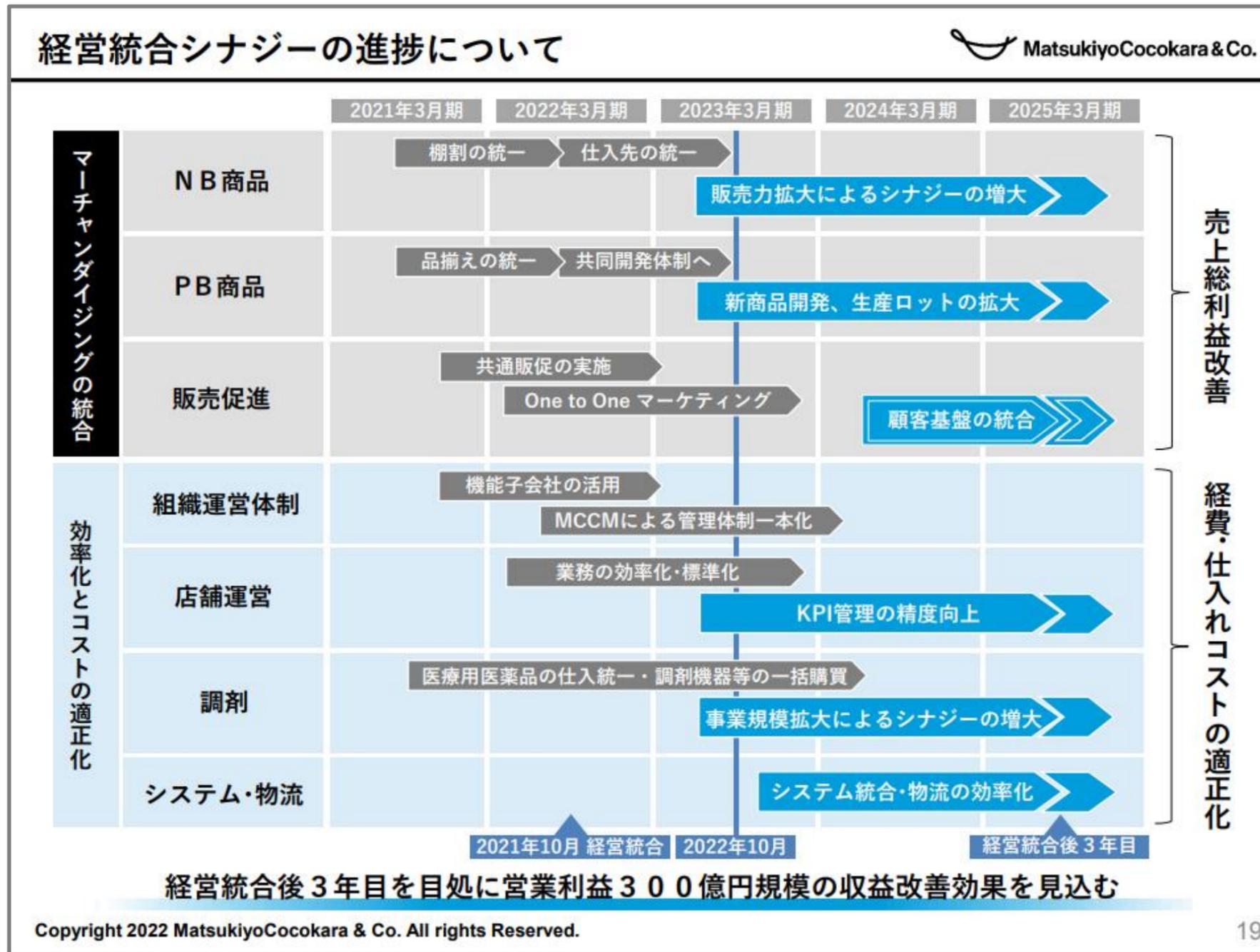
2.a. 厳しさを増す経営環境

2.b. 企業統合による  
企業価値向上効果事例

2.c. ドラッグストア業界の  
資本・支配状況

# 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



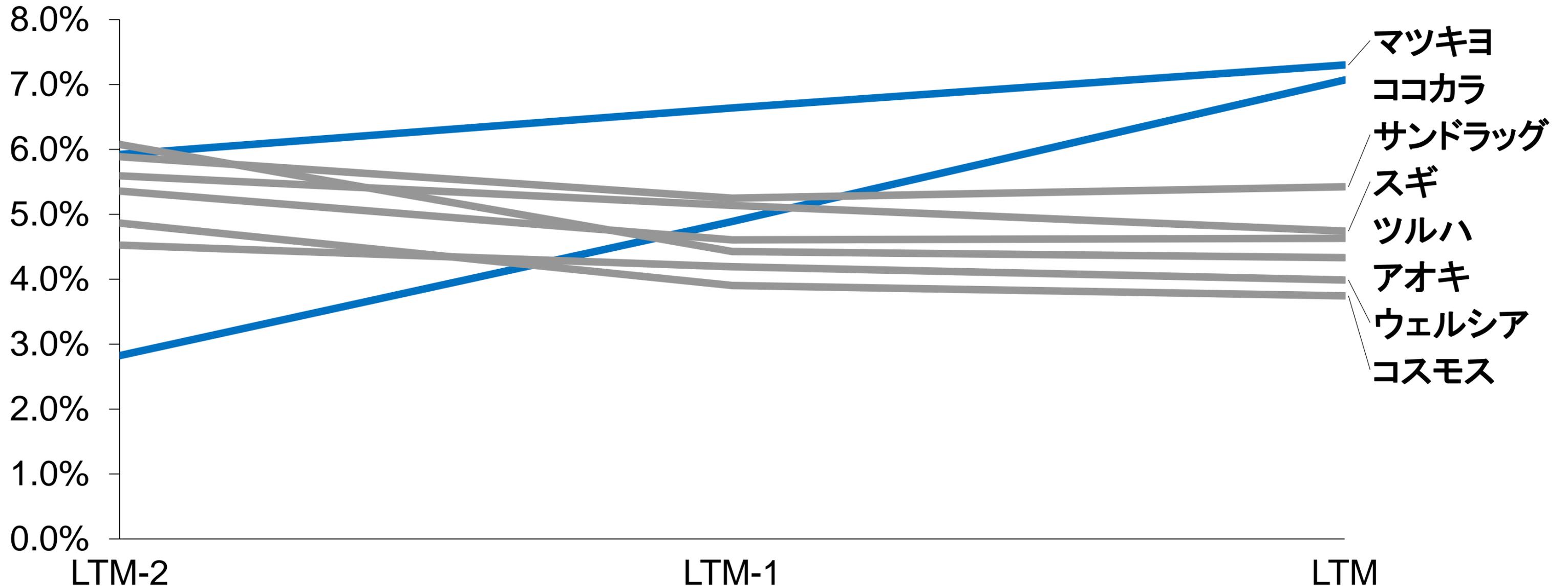
- マツキヨココカラは統合を通じて営業利益で300億円規模の収益改善効果を見込む



- マツキヨココカラの過年度売り上げは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6月16日時点



# 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ツルハ前社長の故堀川氏もこれを指摘

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

## 記事抜粋

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。

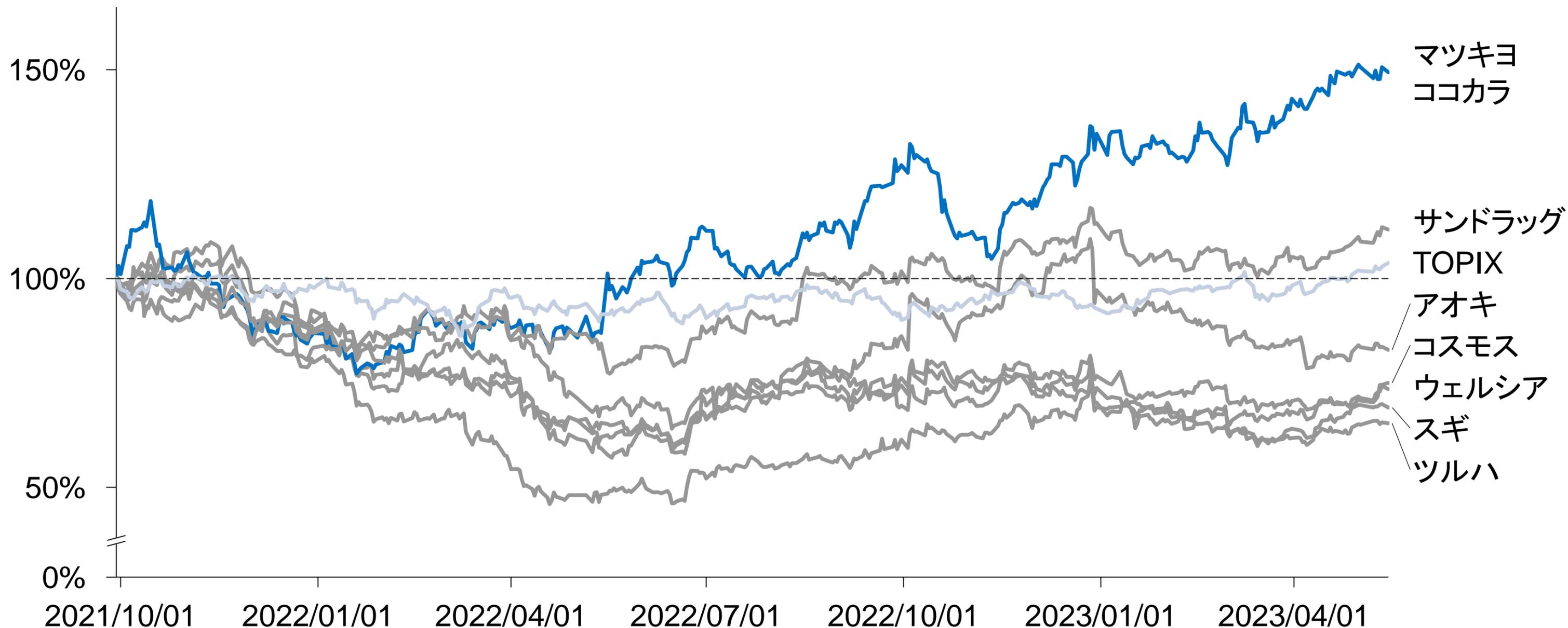
今までは、規模の大小でいえば、大が小を取るM&A(企業の合併・買収)だった。つまり、大手企業が中・小規模企業を買収していた。だが、**これからは大手企業が同じく大手を買収していく。大きいところが大きいところと組んで、グループが集約されていく**のではないかと。

**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;

2021/9/29<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: 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ってくると考えられる

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利く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

## 統合におけるシナジーの存在自体はツルハも認める

### ドラッグイレブン買収を巡るメディア報道

#### 【ツルハHD】ドラッグイレブン統合作業進む-鶴羽社長、シナジー発揮へ意欲示す

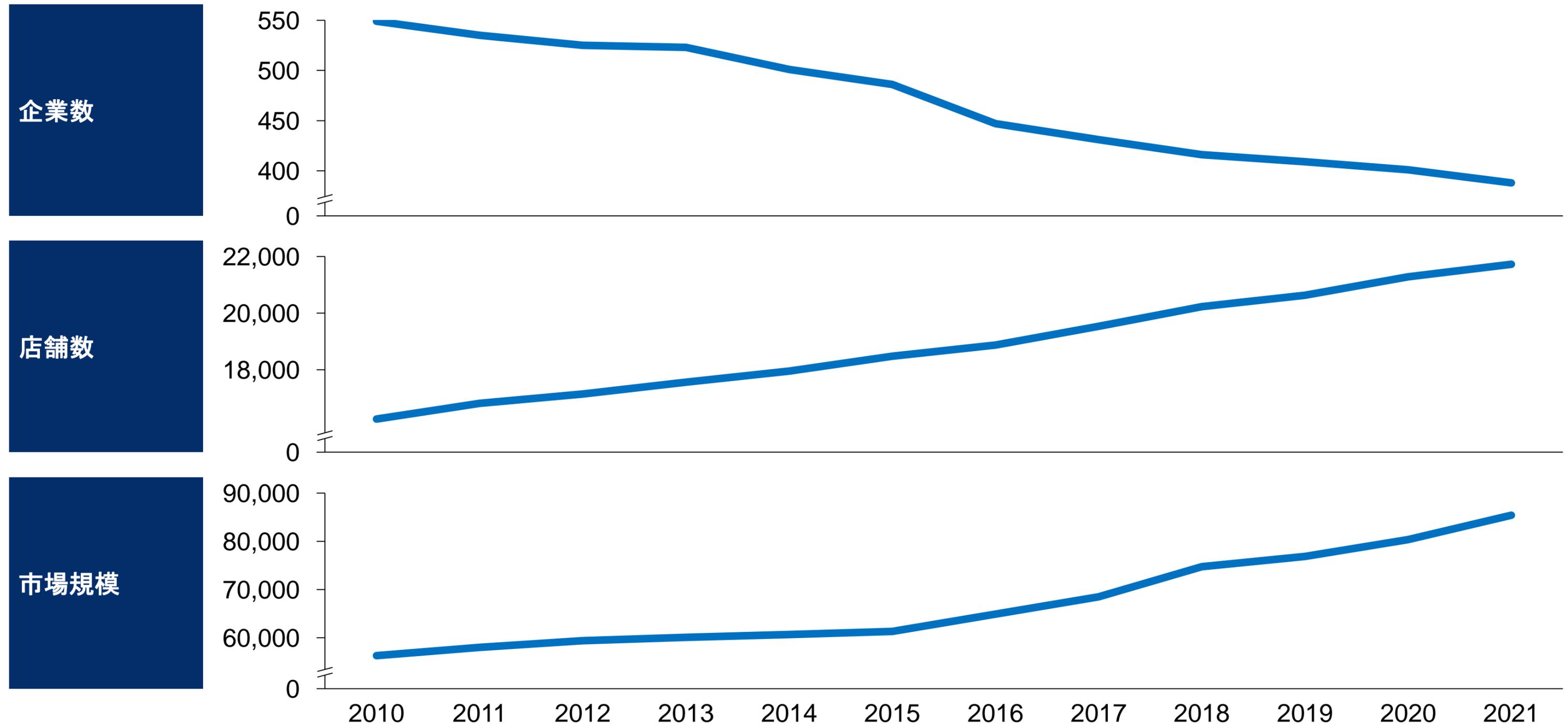
2020年12月25日 (金)



ツルハホールディングスの鶴羽順社長は、ウェブ上で開催した2021年5月期中間決算説明会で、今期グループ入りしたJR九州ドラッグイレブンに言及。早期にシナジーを発揮するため、実務レベルで統合作業を進めていることを明らかにした。また、21年5月期の通期業績予想の修正を発表。売上高を前回予想の8600億円から9200億円へ上方修正した。

同社は、5月28日付でJR九州ドラッグイレブンを子会社化した。鶴羽氏は、「9月16日から共同の仕入れがスタートし、仕入れ状況の改善が見込まれる。調剤部門、店舗開発部門、システム部門や管理部門等でも統合が進んでおり、これらも効率化とコスト低減が見込まれる」と説明。

# 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・統合の進捗が伺われる



① オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

2.a. 厳しさを増す経営環境

2.b. 企業統合による  
企業価値向上効果事例

2.c. ドラッグストア業界の  
資本・支配状況

# ツルハは複数のブランドを買収して成長してきた

## ツルハの歴史

- 1929年5月：北海道旭川市に鶴羽薬師堂創業
- 1995年1月：ジャスコ(株)（現イオン(株)）と業務・資本提携契約を締結
- 1997年12月：(株)クスリのアオキと業務・資本提携契約を締結
- 1998年6月：(株)ツルハが日本証券業協会に株式を店頭登録
- 2001年3月：(株)ツルハが東京証券取引所市場第二部に上場
- 2002年5月：(株)ツルハが東京証券取引所市場第一部銘柄に指定
- 2005年11月：株式交換により(株)ツルハを(株)ツルハホールディングスの完全子会社とする
- 2006年11月：(株)くすりの福太郎（千葉県）と業務・資本提携契約を締結
- 2007年5月：(株)くすりの福太郎（千葉県）を株式交換により子会社化
- 2009年2月：(株)ウェルネス湖北（島根県）の株式を取得し子会社化
- 2015年10月：(株)レデイ薬局（愛媛県）の株式を取得し子会社化
- 2017年9月：(株)杏林堂グループ・ホールディングス（静岡県）の株式を取得し、同社および(株)杏林堂薬局（静岡県）を子会社化
- 2018年5月：(株)ビー・アンド・ディーホールディングス（愛知県）の株式を取得し、同社および(株)ビー・アンド・ディー（愛知県）を子会社化
- 2020年5月：(株)ツルハがJR九州ドラッグイレブン(株)（福岡県）の株式を取得し子会社化

## ツルハが所有・運営するブランドの概要

2023年6月15日現在 国内 <b>2,576</b> 店舗 <small>連売店舗数</small>	 ツルハドラッグ	 くすりの福太郎
 ドラッグストア ウェルネス	 ドラッグストア ワントゥ	 くすりのレデイ
 杏林堂スーパー ドラッグストア	 B&D ドラッグストア	 ドラッグイレブン

# 業界における再編の必要性・有効性は広く認知されている一方で、独立系は創業家による支配が続いており、再編が起こりにくい

■ 創業家 ■ オアシス ■ 同業政策保有 ■ その他

会社	売上; 億円, 直近年度	創業家持ち分および同業 <sup>1</sup> の政策保有持ち分	創業家出身取締役	被買収企業創業家出身取締役
 welcia	11,443	ツルハ: 2% イオン: 51% 48% (創業家) 52% (同業政策保有)		池野 隆光氏
 MatsukiyoCocokara & Co.	9,512	6% (創業家) 94% (その他)	松本 南海雄氏 松本 清雄氏 松本 貴志氏	
 ツルハグループ	9,157	イオン: 13% 9% (創業家) 65% (その他) 13% (オアシス)	鶴羽 樹氏 鶴羽 順氏	小川 久哉氏 村上 正一氏
 ディスカウントドラッグ コスモス	7,554	43% (創業家) 57% (その他)	宇野 正晃氏	
 サンドラッグ	6,905	41% (創業家) 59% (その他)	多田 直樹氏 多田 高志氏	
 スギホールディングス	6,676	ツルハ: 2% 46% (創業家) 52% (その他) 2% (同業政策保有)	杉浦 克典氏 杉浦 伸哉氏	
 クスリのアオキ	3,283	イオン: 10% 27% (創業家) 52% (その他) 10% (オアシス) 11% (同業政策保有)	青木 保外志氏 青木 宏憲氏 青木 孝憲氏	

1:小売業, 1%以上

出展: ブルームバーグ, 各社開示資料

① オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

3.a. ツルハの収益性及び  
市場評価

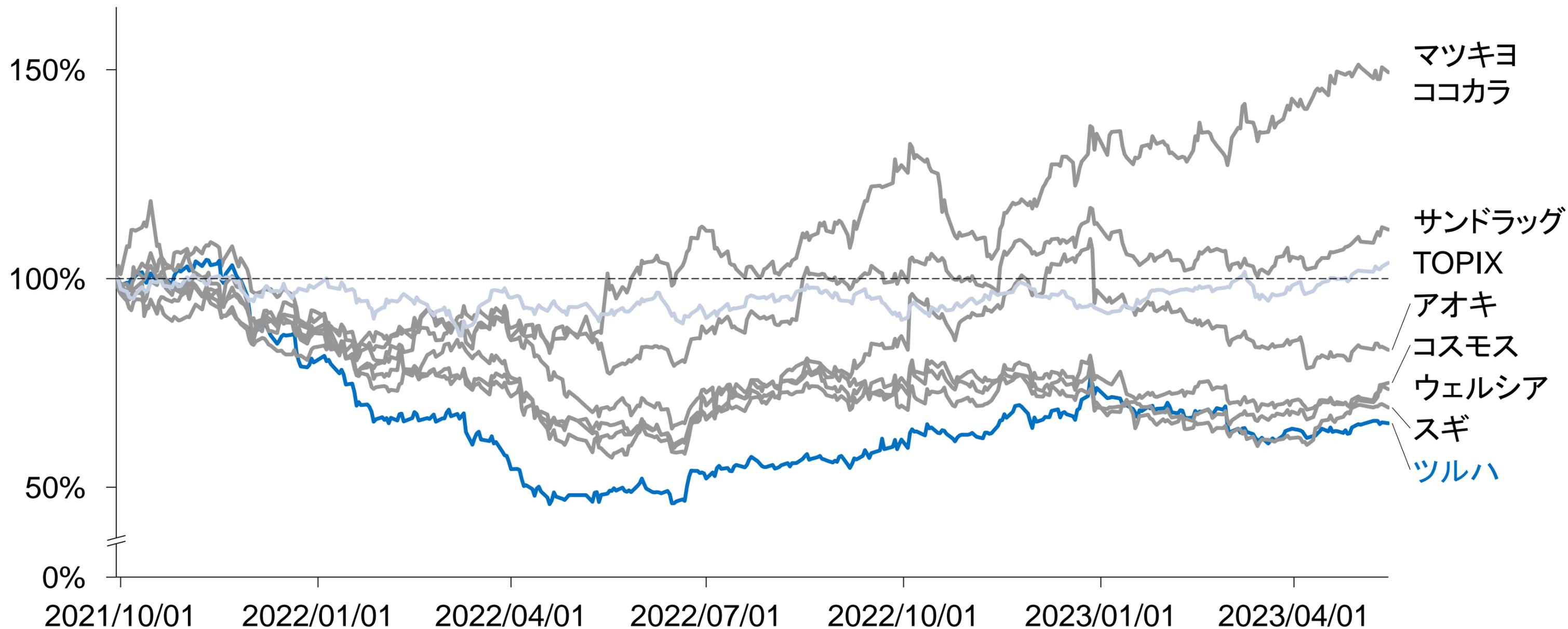
3.b. 業界再編における立ち位置

3.c. ツルハにおける  
統合の効果と必要性

## 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;

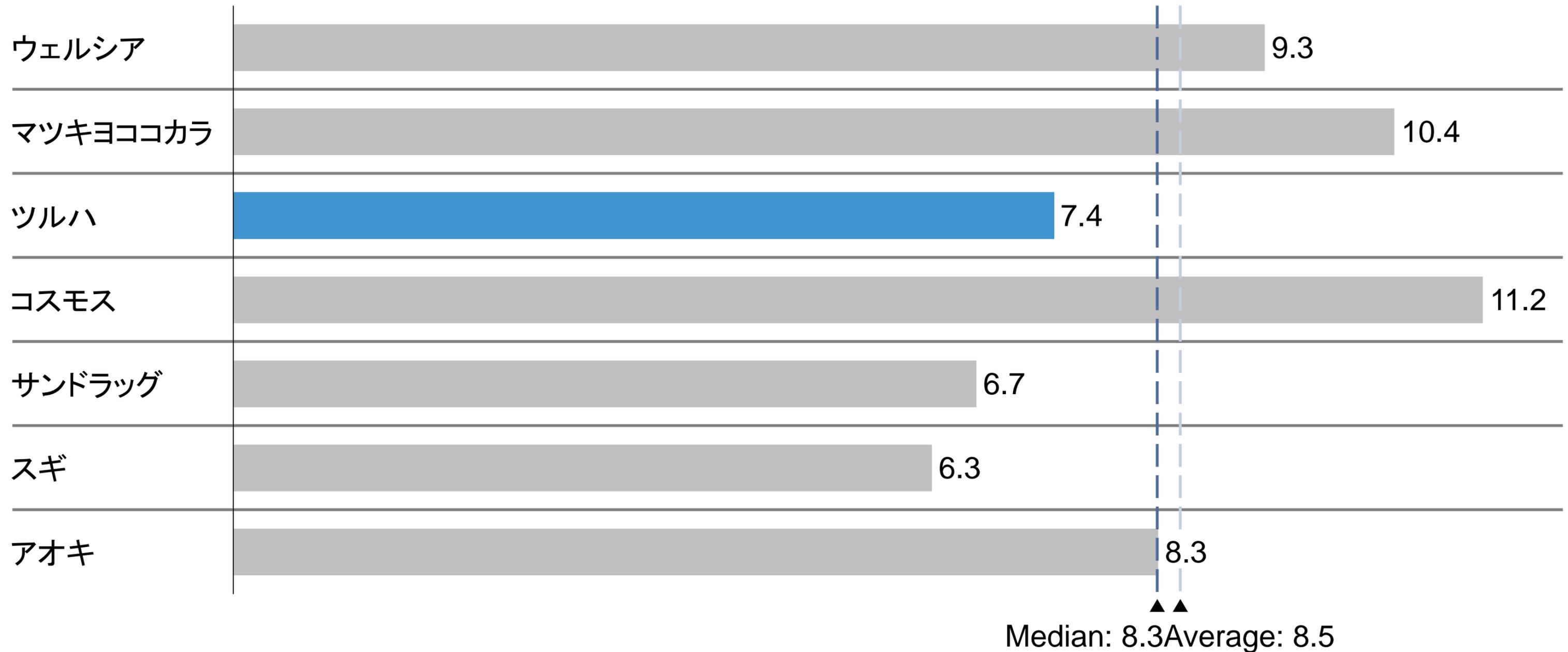
2021/9/29<sup>1</sup>時点を100%として、2023/5/15<sup>2</sup>まで



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: ブルームバーグ

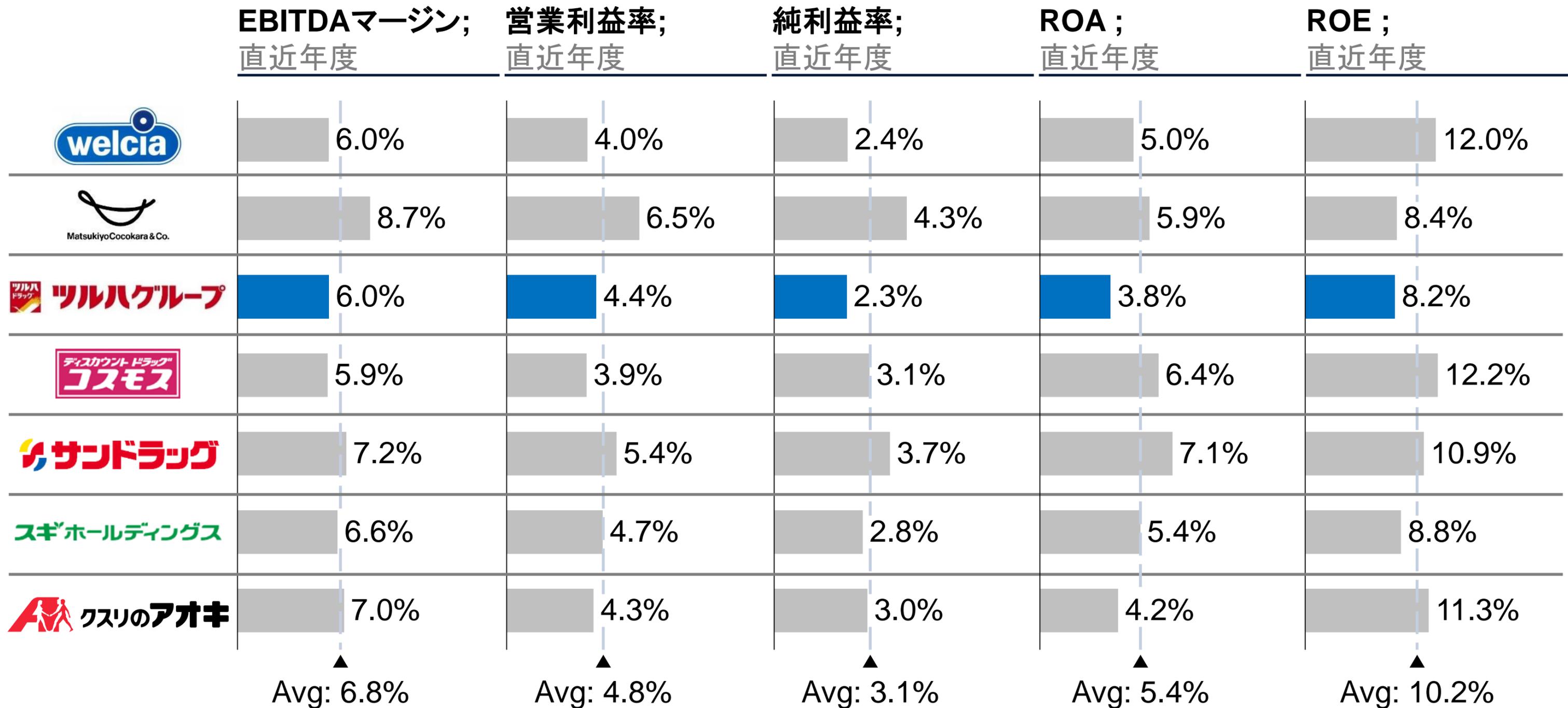
## また、バリュエーションでもツルハは競合に劣後

来期予想EV/EBITDA倍率; 2023/5/15時点<sup>1</sup>



1: オアシスによる変更報告  
出展: ブルームバーグ

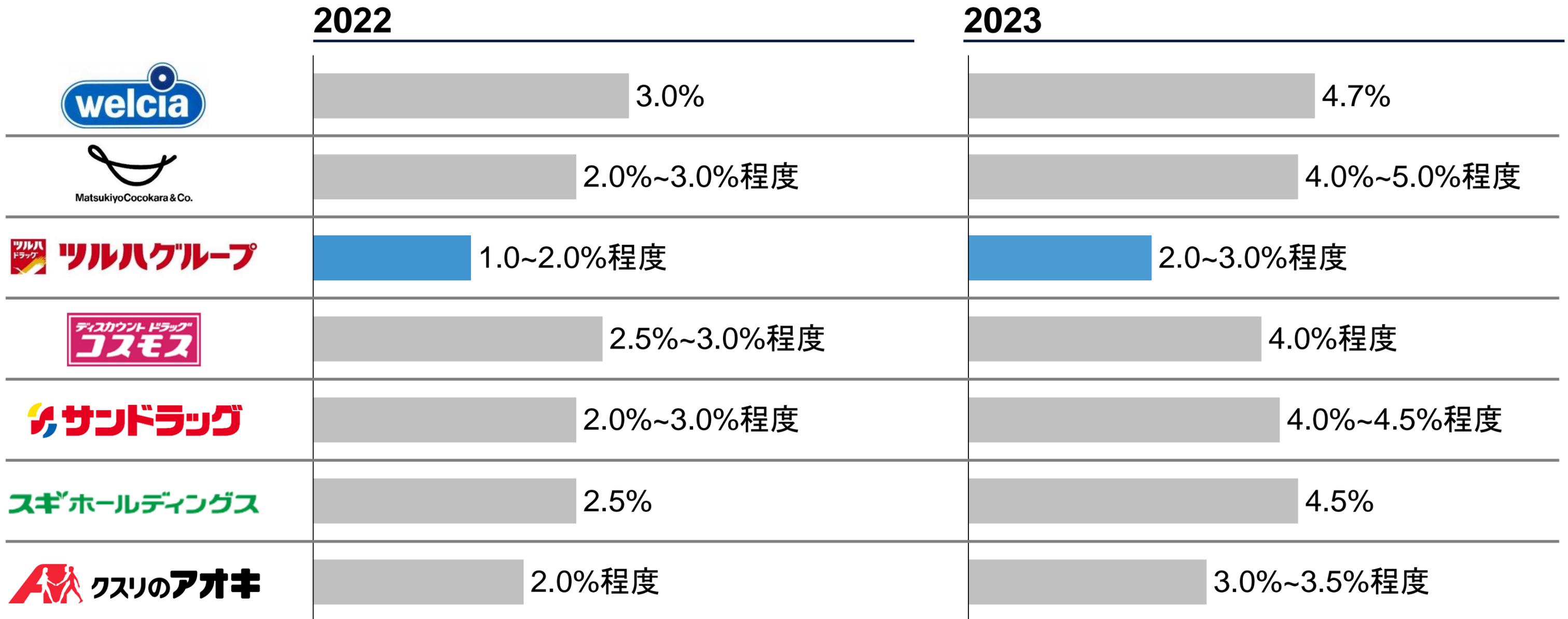
## また、主要な収益指標で見た場合もツルハは競合に大きく劣後



## また、重要なステークホルダーである従業員への還元という観点からもツルハは競合に出遅れており、再編を通じた収益性の向上が従業員の利益にも資する

正社員のベースアップと定期昇給を含めた賃上げ;

ウェルシアとスギのみ確定値, 他社は複数のアナリストの各社への聞き込み結果



① オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

3.a. ツルハの収益性及び  
市場評価

3.b. 業界再編における立ち位置

3.c. ツルハにおける  
統合の効果と必要性

# ツルハは企業価値向上に資する再編・統合を妨げる大株主がおらず、この特徴を活かして積極的な再編・統合を行うことで企業価値の最大化を目指すべきである

■ ↑ 高い  
■ ↓ 低い

会社	企業価値向上に資する再編・統合であってもそれを妨げる株主がいるか？	再編・統合の必要性が相対的に高いか？	
		収益性の観点から	出店地域の観点から
	親会社であるイオンが希薄化を好まないと思われる一方で、イオングループの一員として多様なファイナンス手段を保有	相対的に収益性は低い	関東を中心に店舗
 Matsukiyo Cocokara & Co.	創業家の保有議決権は10%以下であり、適切なコーポレートガバナンス体制が整備されれば、企業価値向上に資する希薄化を恐れる大株主は存在しない	相対的に収益性は高い	関東・関西を中心に店舗
	創業家の保有議決権は10%以下であり、適切なコーポレートガバナンス体制が整備されれば、企業価値向上に資する希薄化を恐れる大株主は存在しない	相対的に収益性は低い	特に人口減少が著しい北海道・東北地方が中心でありつつも関東などの他の地域へも店舗
	希薄化を好まないと思われる創業家が~50%の株式を保有	収益性は業界平均並み、ないしは業界平均をやや下回る	ある程度の人口減少が見込まれる九州を中心に店舗
	希薄化を好まないと思われる創業家が~40%の株式を保有	相対的に収益性は高い	関東を中心に店舗
	希薄化を好まないと思われる創業家が~40%の株式を保有	集積性は業界平均並み、ないしは業界平均をやや上回る	関東・中部・関西に店舗
	希薄化を好まないと思われる創業家が~28%の株式を保有	相対的に収益性は低い	特に人口減少が著しい北陸地方を中心に店舗

① オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

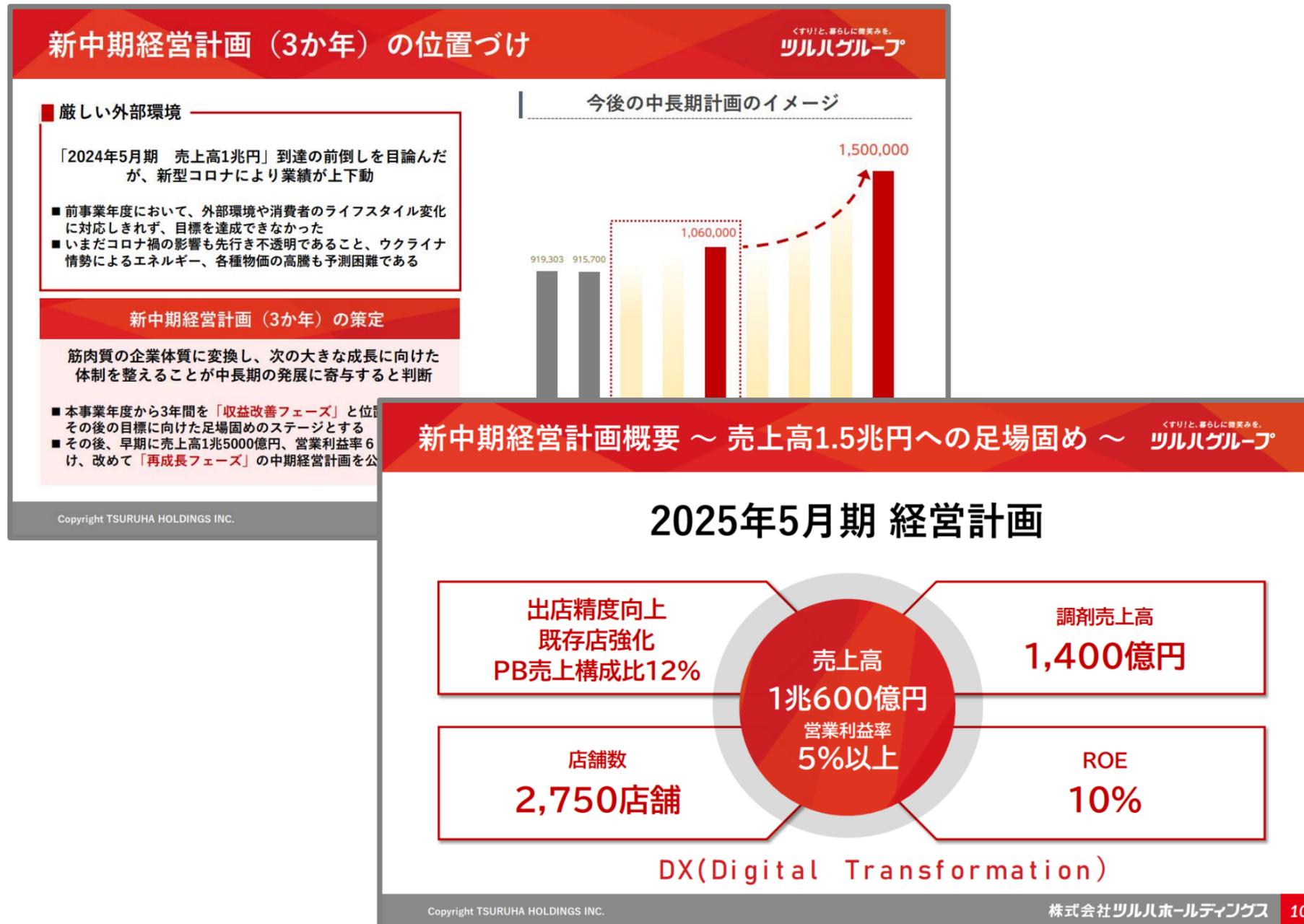
3.a. ツルハの収益性及び  
市場評価

3.b. 業界再編における立ち位置

3.c. ツルハにおける  
統合の効果と必要性

# 現経営陣が会社の収益性を大きく改善させる打ち手を欠く中で、収益性改善を生む適切な競合との統合こそがツルハが喫緊に取り組むべき課題である

## ツルハ中期経営計画



- 中期経営計画の発表を通じて、ツルハの経営陣は自身が収益性を改善させる術を持たないことを認めた

**5.3%** 2021年5月期実績

**5%** 2025年5月期目標

**6%** 2029年5月期目標

- 一方で、前述のマツキヨ・ココカラの事例においては（様々な前提が存在するあくまで一つの参考値であるが）統合によって営業利益率にして3 p.p.のシナジーを発現する見込み
- これらを踏まえると、統合相手の模索こそがツルハが喫緊に取り組むべき課題であるとオアシスは確信
- オアシスは、統合の検討相手として具体的な候補をツルハに対して提案済み

① オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

4.a. 創業三家による支配とその悪影響

4.b. 社外取締役の質、独立性と多様性

4.c. IRジャパンに関連した懸念

## ツルハのコーポレートガバナンス体制は不適切な体制にあり、今後重要となる大手同士の統合を適切に検討できない可能性がある

### ツルハにおけるコーポレートガバナンス上の失敗

#### a 創業三家による支配

- ・ 鶴羽家によるツルハHDの支配だけでなく、小川家・村上家それぞれによる子会社の支配が明らかである

#### b 社外取締役の構成や独立性

- 社外役員全体の構成として過去10年でその質・独立性・多様性が大きく後退
- それぞれの社外取締役の独立性に対して強い疑念

#### c IRジャパンとの関係性

- コーポレートガバナンス上問題のあるIRジャパンとの関係性
- IRジャパンとの関係性を維持する経営陣の強い保身欲求の存在と、自己保身のための株主資本の浪費

### オアシスが持つ懸念

- 経営陣が自身の保身を優先して、事業統合を通じた企業価値の向上について適切な検討を行えない・行えていない可能性
- 独立性が欠けた社外取締役が上記について、適切な牽制機能を発揮できていない可能性
- また、現状の社外取締役はそもそも適切な事業経験を持たず、平時の事業運営においても適切な助言・監督を行えていない可能性

① オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

4.a. 創業三家による支配と  
その悪影響

4.b. 社外取締役の質、独立性と  
多様性

4.c. IRジャパンに関連した懸念

# 監査等委員ではない取締役5名の内、4名が創業家出身であり、能力本位での取締役の選任が行われているかに疑問

○ 創業家    ○ 非創業家

## 社内取締役 (監査等委員以外)



鶴羽 樹  
ツルハ創業家



鶴羽 順  
ツルハ創業家



小川 久哉  
くすりの福太郎  
創業家



村上 正一  
ウェルネス湖北  
創業家



八幡 政浩  
非創業家

## 社内取締役 (監査等委員)



大船 正博  
非創業家

## 社外取締役 (監査等委員)



佐藤 はるみ  
非創業家



岡崎 拓也  
非創業家



藤井 文世  
非創業家

# オアシスは鶴羽樹氏が息子の鶴羽順氏に対して適切なガバナンスを効かすことができるか 懸念



## 父親: 鶴羽 樹氏

- 非執行取締役兼会長
- 執行役/経営陣の**監督に責任**、と会社は説明

適切な監督の実施を会社は主張



## 息子: 鶴羽 順氏

- 代表取締役社長執行役員
- 執行役/経営陣のトップとして**経営に責任**



会社の主張する会長の役割としての社長の監督については、定款上での規定は見当たらず、どのような根拠で説明されているのか不明



各種インタビューにおける会長職への言及内容や、役員紹介における紹介順位などからは、実態としては鶴羽樹氏の発言力が鶴羽順氏を上回っていると推察される一方で、代表権は鶴羽順氏のみが保有しているという特殊な力関係



また、通常、社長の監督責任を一義的に負う取締役会議長は鶴羽順社長自身が兼任し、制度上の一義的な監督責任の所在が不明



そもそも、鶴羽樹会長は鶴羽順社長の父親であり、会社の主張する会長による社長の監督についてもその実効性には大きな疑問

## また、現状の鶴羽順社長による取締役会議長の兼任は議決権行使助言会社のガイドラインに違反するだけでなく...

### グラス・ルイス議決権行使助言基準

“グラス・ルイスは、より良いガバナンス体制の構築を促すため、**取締役会議長職と社長職は、分離すべきである**と考える。経営責任者は、取締役会の方針に沿った会社運営を行い、その取締役会が設定した目標の達成率について、取締役会に対して報告義務を課せられる。よって、取締役会議長職と社長職が兼任されている場合、その兼任者の取締役会での影響力を著しく増加させ、そのプロセスが、不必要に複雑化してしまう懸念がある。**例えば、取締役会議長職と社長職が兼任されている取締役会での議題とその議論に対して、その兼任者は大きな影響力を持ち、取締役会の監督業務や方針設定などのプロセスに障害をきたす恐れがあるからである。**

社長は、最高経営責任者として、取締役会の支持を得て、経営戦略を策定する立場であり、取締役会は、その目標達成のため、社長の経営戦略の遂行を可能にするべきである。ただし、取締役会は、取締役会の定めた目標達成が不可能だった場合、社長交代などを考慮すべきである。

経営の監督、株主の立場に立った取締役会の運営をする立場の議長職は、独立社外取締役が務めるのが望ましい。社内役員が議長職を務めている場合は、筆頭独立社外取締役を設置し、取締役会のバランスを保つことを推奨している。”

## ...多くの機関投資家の議決権行使基準にも違反

### Aviva Investors



“取締役会議長と経営執行職の分離、特に独立した社外取締役による議長就任は株主価値を守るために最も重要なことであると従来から考えてきました。社外取締役ではない議長については、リスク軽減の手段、例えば豊富な経験を独立社外取締役の任命や、取締役会や重要な委員会における取締役や委員の独立性、そして議長職を社外取締役に移管する意思が将来的にあるのかといった事項を意思決定の参考にします。さらに、社外取締役を議長としないことが、会社や株主の利益にどのように資するのかについての開示が行われる必要があります。”

### CPP Investments



“我々は取締役会議長は執行役員ではない独立委員が務めるべきであると考えています。取締役会議長は、取締役会が会社の長期の目線にたって事業運営を行うよう、これをけん引するべきです。我々の考えでは筆頭独立社外取締役は社外取締役による取締役会議長就任の代替とはなりません。”

### Legal & General Investment Management



“この役職の重要性に鑑みて、取締役会議長は就任時から一貫して独立している取締役が務めるべきであると我々は考えます。”

## 取締役会による独立した公正な意思決定によってではなく、鶴羽家による代表権の保持のために恣意的な形での代表権の付与が行われている可能性

### 鶴羽樹氏と鶴羽順氏の取締役としての略歴



鶴羽 樹氏

- 2001年の東証2部上場来代表取締役として代表取締役社長、後に代表取締役会長を務める
- **2018年に代表権を返上し、代表権のない取締役会長に**



鶴羽 順氏

- 2015年に取締役就任
- **2018年に父親の返上した代表権を引き継ぐ形で代表取締役専務に就任**
- 2021年より代表取締役社長

# 鶴羽順氏の社長としての選任プロセスの開示について、コーポレートガバナンス・コードを破る形で鶴羽社長はこれを拒否

## オアシスの懸念に対するツルハの回答

“私の社長としての指名報酬委員会における選任プロセスを開示することはできません。また、指名報酬委員会が社長の選任に当たって他の候補者を検討したかについても開示することはできません。”

— 鶴羽 順社長

## 関連するコーポレートガバナンス・コードの項目

### 原則3-1 情報開示の充実

上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うことに加え、会社の意思決定の透明性・公正性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観点から、(本コードの各原則において開示を求めている事項のほか、)以下の事項について開示し、主体的な情報発信を行うべきである。

(中略)

(iv) 取締役会が**経営陣幹部の選解任**と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての**方針と手続**

(v) 取締役会が上記(iv)を踏まえて**経営陣幹部の選解任**と**取締役・監査役候補の指名**を行う際の、**個々の選解任・指名についての説明**

## ツルハHDの主要な子会社において創業家とその支配力を維持している

子会社<sup>1</sup>

創業家

現状の経営体制



小川家



代表取締役社長  
小川 久哉



村上家



代表取締役会長  
木嶋 敬介



代表取締役社長  
村上 正一



鶴羽樹



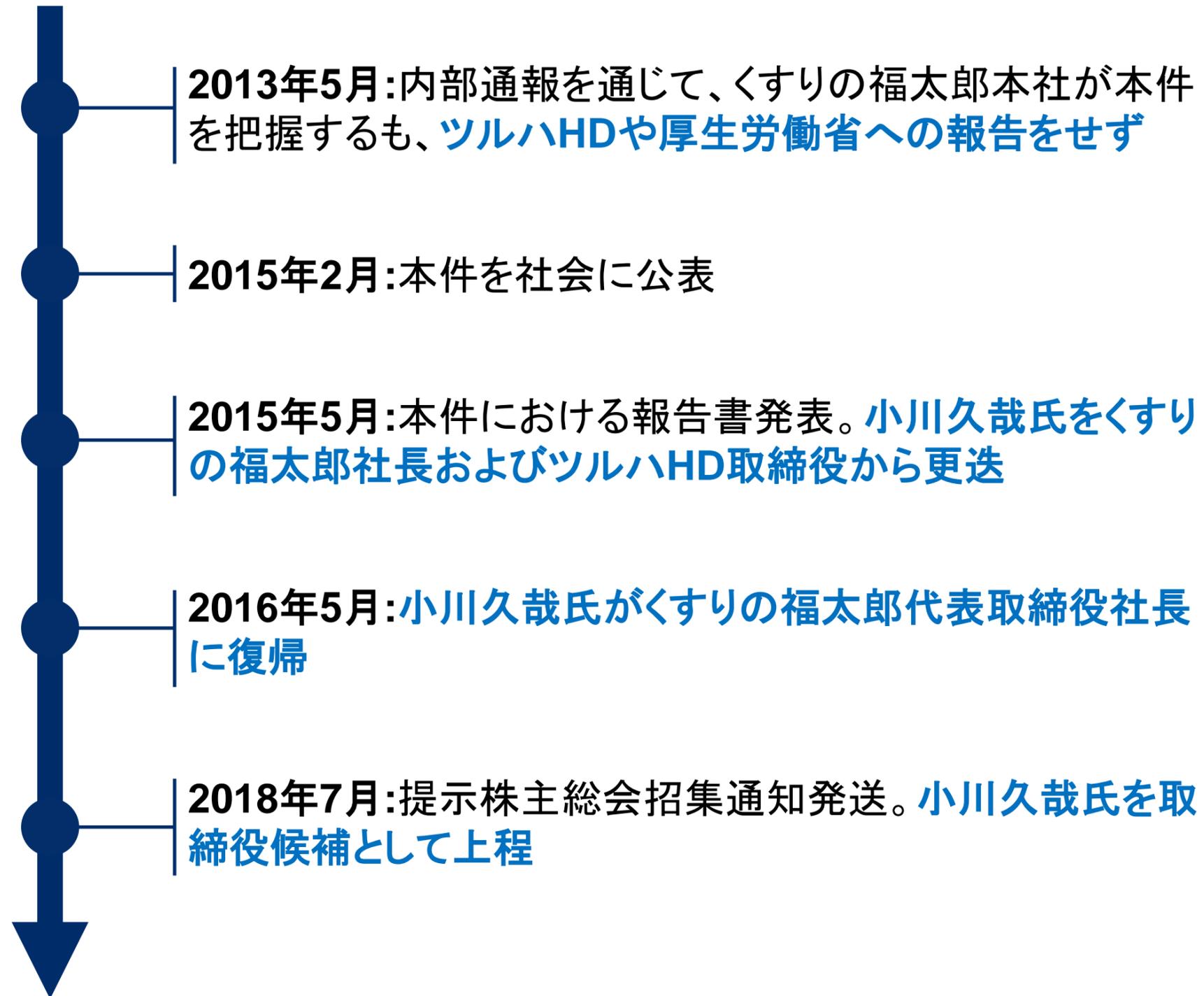
代表取締役会長  
鶴羽 順



代表取締役社長  
八幡 政浩

1: ウェルネス湖北の法人格は現在はツルハグループドラッグ & ファーマシー西日本に統合  
出典: ツルハ開示資料

## 薬歴の不適切管理・調剤報酬の不適切請求を受けてツルハHD取締役と子会社社長を辞任した小川氏は、その後に双方の職に復帰しており創業家としての強い支配力が伺える



❗ 本件においては薬剤服用歴の不適切管理・調剤報酬の不適切報酬について現場だけでなく、**くすりの福太郎本部も認識していた**ことや、社内での問題認識から厚生労働省への報告が2年近く遅れるなど、悪質性が非常に高い

❗ このような悪質性の高い事件の責任をとって引責辞任した取締役・子会社社長がその双方の職に復帰することは(本件が薬事に関するものであり、**日本の医療保険制度、そして患者に対する重大な背信行為**であることを踏まえると特に)、**日本の企業慣行上、異例**である

# 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

# ツルハが複数の屋号を維持するのは会社の説明する事業上の要請のためではなく、各創業家による各子会社の支配維持がその真の理由である可能性



## ツルハの主張

- 会社は買収先が同一の事業を行いながらも、それぞれの屋号、事業、法的な事業主体のほとんどを維持する理由として、各屋号のブランド価値を使用し、地域密着の柔軟な店舗運営を行うためであり、**事業上の要請である**と説明
- ツルハホールディングスはその傘下に8つの屋号を保有

<b>ツルハグループ</b> 2023年6月15日現在 国内 <b>2,576</b> 店舗 <small>連結店舗数</small>		
ツルハドラッグ	くすりの福太郎	
ドラッグストア ウェルネス	ドラッグストア ウォンツ	
杏林堂スーパードラッグストア	B&D ドラッグストア	
	ドラッグイレブン	

## OASIS

## オアシスの見立て

- 一方で統合からの日が浅く、また店舗網が重複し、店舗密度が高いという特殊事情を抱えるマツキヨココカラ以外では、**このような買収先の自立性をツルハほど認めている企業は大手ではない<sup>1</sup>**。従ってこのような考え方は明らかに非主流的な考え方である
- また、各子会社の独立性と創業家の支配の継続は本質的には別の議論である一方、ツルハはこれを意図的に混同させている可能性
- 主要子会社を各創業家が引き続き支配している実態、前述の小川氏の社長復帰などを鑑みると、**実際には、各子会社・屋号をそれぞれの創業家の“シマ”として守るために屋号の統一が行われていない可能性**

1: ウェルシアは一部買収先のブランドを維持しているもの、その大きさはメインブランドのウェルシアよりも相当程度小さい  
 出典: ツルハ開示資料

# 創業三家がそれぞれの子会社に対しての支配を継続し、“シマ”を作ることを許容するのは様々な課題の原因となる

## 各創業家が“シマ”を持つことで起きている問題

<b>シナジーの発揮の 阻害</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>各事業子会社がそれぞれのフォーマットでの店舗設置・運営を行うことで、よく言えば地域の事情を反映した店舗運営が行える一方で、<b>フォーマットの統合を行うことで得られるシナジーなどが発現しない</b></li></ul>
<b>コーポレート ガバナンス上の課題</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>各創業家が親会社のツルハHDから独立して事業運営を行うことで、<b>ガバナンス不全を招く</b></li><li>実際に薬歴の不適切管理・調剤報酬の不適切報酬事件においては、<b>くすりの福太郎本社が事件を把握していたのにも関わらず、ツルハHDへの報告をせず</b></li><li>コーポレートガバナンスを中心にご活躍される山口弁護士も自身のブログにて、以下の通り指摘：  “本件でもし「福太郎」の元薬剤師の方が、親会社へ直接告発するルートが確立していたのであれば、もっと早くツルハHDが福太郎で発生した問題を把握することができた可能性がありますし、さらに言えば、そのような体制が確立していれば早期に福太郎自身が動いていたかもしれません”</li></ul>
<b>人材登用上の課題</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>ホールディングスにおいてだけでなく、各子会社においても創業家が長年君臨することで、<b>有能な人材の登用などが妨げられるだけでなく、社員のモチベーション低下にもつながる</b></li><li>くすりの福太郎においては小川氏の社長退任に伴い、阿部光伸氏が社長に昇進しているものの、その12か月後の小川氏の社長復帰に伴い、阿部氏は副会長に“昇進”させられている</li></ul>

① オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

4.a. 創業三家による支配と  
その悪影響

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

4.b.2. 個別の取締役に  
ついての懸念

4.c. IRジャパンに関連した懸念

## オアシスはツルハの取締役会全体の質、独立性と多様性に懸念。また、全ての社外取締役について個別に、より具体的な独立性についての懸念を持つ

### 取締役会の構成に対する懸念

過去15年で取締役会の質、独立性、多様性が後退



社外役員における  
小売業界経験者の  
排除



既存取締役の北海  
道財界出身者への  
置き換え



社外役員の  
割合の低下



女性取締役の割合  
や社外取締役の割  
合などについて、要  
求される最低限の水  
準に留まる

### 個別の取締役に対する懸念



#### 佐藤 はるみ:

鶴羽家との家族ぐる  
みの付き合いから独  
立性に懸念



#### 岡崎 拓也

ホクリヨウや北洋銀行  
を中心に、前任者の  
酒井純氏との繋がり  
から独立性に懸念



#### 藤井 文世:

元メインバンクである  
北洋銀行から出身で  
あり、独立性に懸念

① オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

4.a. 創業三家による支配と  
その悪影響

4.b. 社外取締役の質、独立性と  
多様性

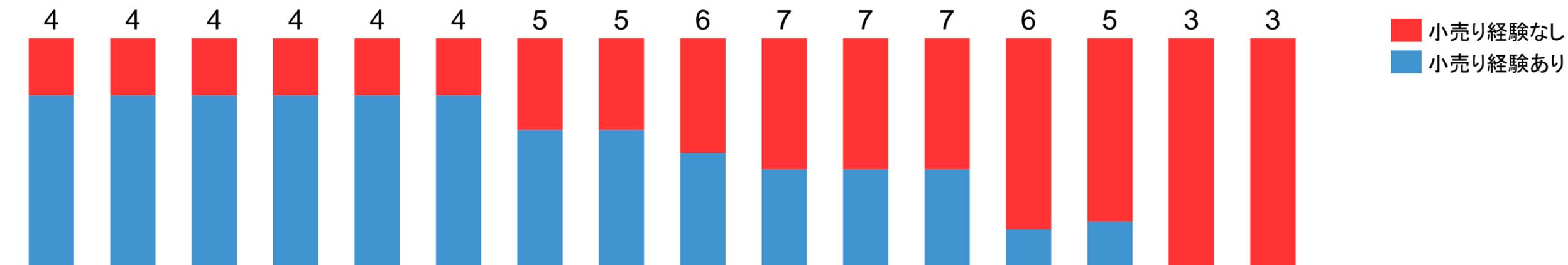
4.b.1. 取締役会全体の構成

4.b.2. 個別の取締役に  
ついての懸念

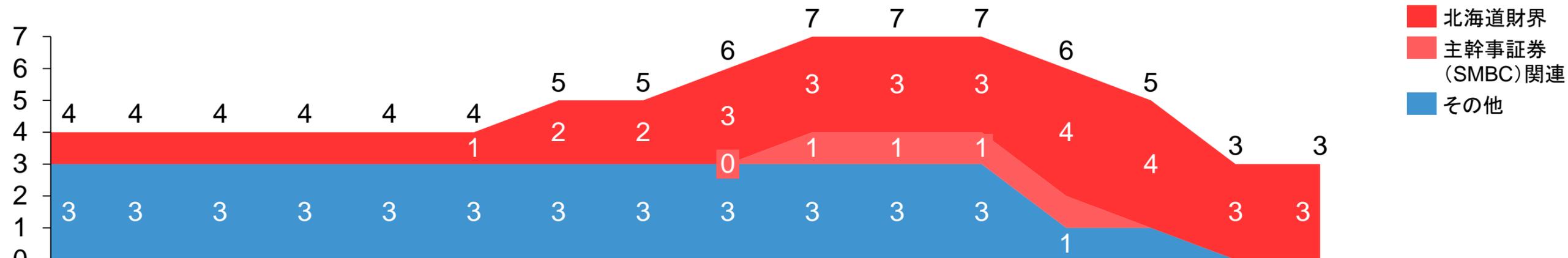
4.c. IRジャパンに関連した懸念

# 日本中の会社がコーポレートガバナンスを改善する中、ツルハの役員<sup>1</sup>はその質、独立性、多様性の観点から過去10年間で大きく後退

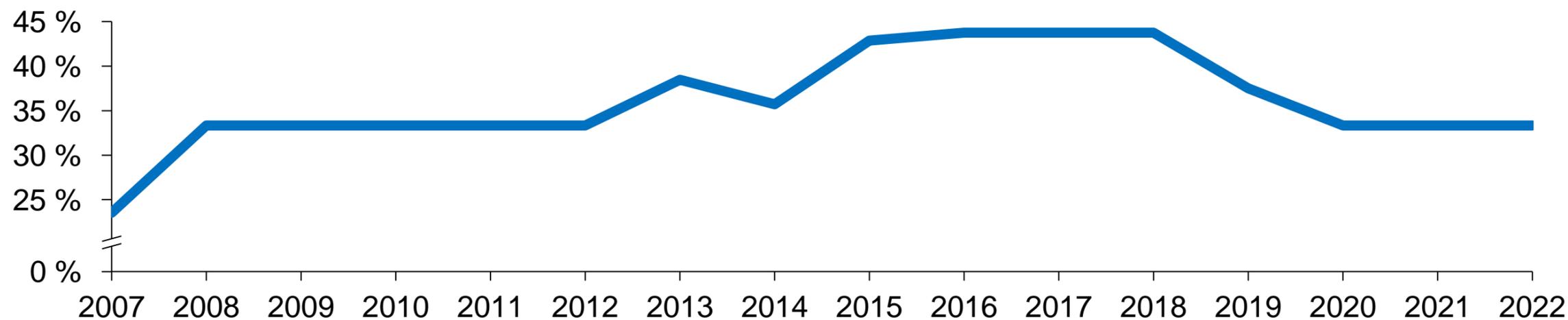
社外役員における小売り業界経験者の内訳



社外役員における、輩出母体ごとの内訳



役員における社外役員比率

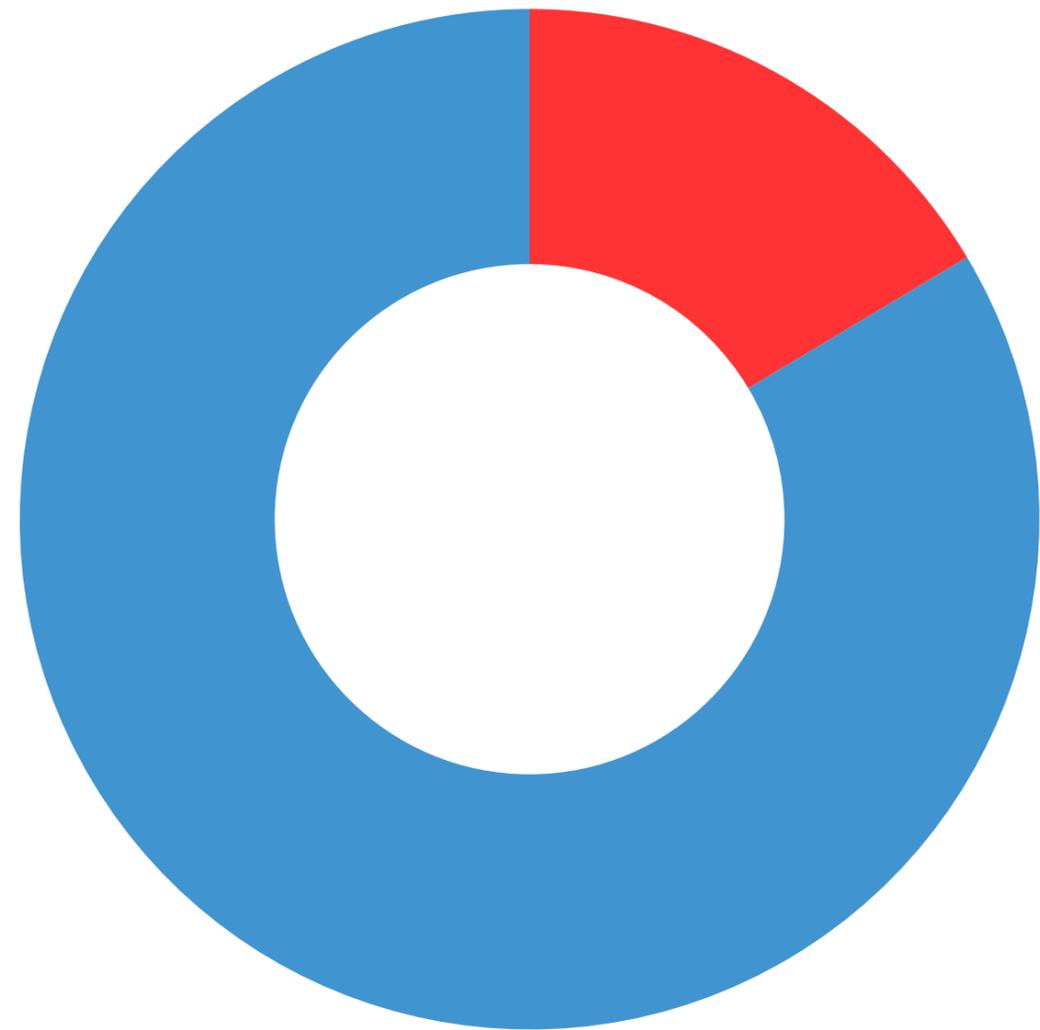


1: 取締役と監査役  
出典: ツルハ開示資料

## 現状の社外取締役構成のように、北海道出身者のみで社外取締役を構成する 事業上の要請はない

店舗分布;

2023/6/15時点, 国内店舗のみ



北海道:  
**423店**

北海道外:  
**2,153店**

社外取締役構成



北海道出身者:  
**3名**

北海道外出身者:  
**0名**

# ツルハの開示しているスキルマトリクスによるとツルハの社外取締役は事業戦略についての知見を持たない

## ツルハの開示しているスキルマトリクス

氏名	専門性と経験					
	企業経営	事業戦略	財務・会計・M&A	人的資源・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	○		○	○	○	○

社外取締役

## 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ます。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を考慮した上で、候補者の決定をすべきであると考えます。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ます。**

## ...多くの機関投資家の議決権行使基準にも違反

### Norges Bank Investment Management



“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。”

### abrdn



“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。”

## ツルハの現状の取締役の構成は各種ガイドラインを最低限満たすのみであり、これを超えたよりよいコーポレートガバナンスの実践に向けた意思は見られない

### ガイドライン等の内容



### ツルハの現状

#### 社外取締役の 構成比率



#### コーポレートガバナンス・コード 原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用

- 独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、プライム市場上場会社はそのような資質を十分に備えた**独立社外取締役を少なくとも3分の1**（その他の市場の上場会社においては2名）**以上**選任すべきである。

- ツルハの現状の社外取締役は9名中3名と**1/3のみ**

#### 女性取締役の人数



#### 2023年版 ISS日本向け議決権行使助言基準

- 監査等委員会設置会社においては、下記のいずれかに該当する場合、原則として反対を推奨する。
  - 株主総会後の取締役会に**女性取締役が一人もいない場合**、経営トップである取締役

- 女性取締役は社外取締役の**佐藤はるみ氏のみ**

① オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

4.a. 創業三家による支配と  
その悪影響

4.b. 社外取締役の質、独立性と  
多様性

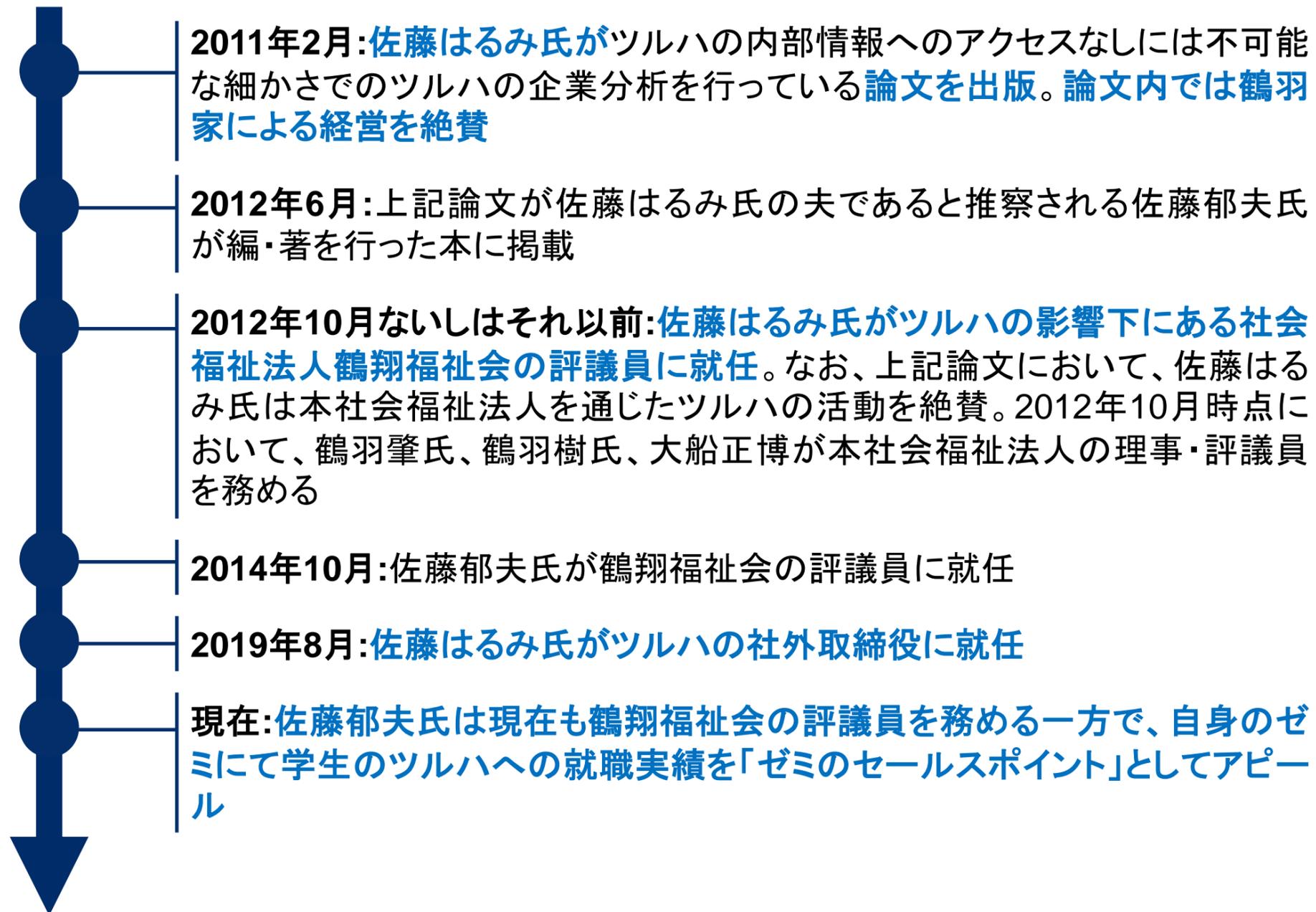
4.b.1. 取締役会全体の構成

4.b.2. 個別の取締役に  
ついての懸念

4.c. IRジャパンに関連した懸念

# 鶴羽家と佐藤家の間には佐藤氏の社外取締役就任前から10年近くに亘る付き合いが伺える一方、会社側は取締役の独立性について不明瞭な説明をオアシスに行ってきた

## 鶴羽家と佐藤家の家族ぐるみの付き合いの歴史



## 社外取締役の独立性についてのツルハの説明

“それぞれの社外取締役とどういった経緯で知り合ったかは覚えていないが、全ての社外取締役の独立性は担保されている”

— 鶴羽 順代表取締役社長

(北海道財界出身者の社外取締役への起用について、何らかの関係性がある人物を候補としているのか、という問いに対して)

“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”

— 執行役員グループ管理部門担当 村上 誠

## 社外取締役の佐藤はるみ氏は、同じく社会福祉法人鶴翔福祉会の評議員を務めている佐藤郁夫氏と婚姻関係にあると推察され、鶴羽家との関係が単なる個人的なつながりではなく、家族ぐるみであることが伺われ、独立性に懸念

### 住居の共同所有

- 佐藤はるみ氏の住所の登記簿謄本を確認すると、本住宅は佐藤晴美氏と佐藤郁夫氏の共同所有であることがわかる

### 「親族」欄の表示

- 社会福祉法人鶴翔福祉会の開示書類において、両者とも「親族」の欄に印があり、両者とも、組織内に親族が存在。すなわち、両者が親族である可能性が高い

### キャリアの重なり

- いずれも1955年生まれ
- IEEJ<sup>1</sup>における経歴が両者で一致している
  - 佐藤はるみ氏は1977年から1990年までIEEJに勤務していたと思われる
  - 佐藤郁夫氏は1988年から1990年までIEEJに在籍していたと思われる

### 論文の共著

- 佐藤はるみ氏と佐藤郁夫氏は、少なくとも2つの論文を共著で発表
- 佐藤はるみ氏のツルハに関する単著の論文が、佐藤郁夫氏が編集した書籍に掲載され、また、別の論文が佐藤郁夫氏が代表を務める研究所の雑誌に掲載されている

- 佐藤はるみ氏、佐藤郁夫氏がともに社会福祉法人鶴翔福祉会の評議員に就任していることから、鶴羽家と佐藤家の間には、家族ぐるみの関係があると推察される
- 佐藤郁夫氏は、現在も社会福祉法人鶴翔会の評議員を務めており、佐藤はるみ氏の独立性へ懸念

1: 日本エネルギー経済研究所 (The Institute of Energy Economics Japan)

出典: 記事検索; 登記簿; オアシスによるツルハとの面談; 社会福祉法人鶴翔福祉会開示資料

# 佐藤はるみ氏は取締役就任前の2011年に、「(株)ツルハホールディングス 一家業からイノベーター」と題した、鶴羽家によるツルハの経営を絶賛する論文を執筆

産研論集 41(2011.2)

1

〔論 文〕

## (株)ツルハホールディングス - 一家業からイノベーターへ -

佐 藤 はるみ  
(税理士)

### はじめに

北海道で誕生し全国展開する規模に成長した企業は数多い。雪印乳業(株)を筆頭に家具・インテリアの製造物流小売業をチェーン展開する(株)ニトリホールディングス、ホームセンターを展開するホームック(株) (DCM Japanホールディングス(株)) など流通業界をリードする企業群はマスコミ等をにぎわしている。ドラッグストアの(株)ツルハホールディングスもその一つであるが、他社と大きく異なるのは全国的グループ企業となっても本社機能も北海道に根ざす企業展開を続けて

の中で「ドラッグストア」という言葉を使い、この業態への認識が一般にも広まった。

定義については、業界団体として1999年(平成11)に発足した日本チェーンドラッグストア協会が、「医薬品と化粧品、そして、日用家庭用品、文房具、フィルム、食品等の日用雑貨を取扱う小売店」と規定している。卸・小売業の監督官庁である経済産業省が商業統計で2002年(平成14)に取り上げられるまで国や行政によって公式に定められた業態は存在していなかった。その商業統計では、  
①ドラッグストア(店舗全体の50%以上)が

# 佐藤はるみ氏は少なくとも2012年ごろには、親族の佐藤郁夫氏と共に、ツルハの出資する社会福祉法人鶴翔福祉会の評議員を務める

## 社会福祉法人鶴翔福祉会での評議員

氏名	職業	任期	親族等特殊関係者の有無		
			親族	他の社会福祉法人の役員	その他
辻 正親	理事長	H24.10.24 ~ H26.10.23			
鶴羽 肇	会社役員	H24.10.24 ~ H26.10.23	○		○
鶴羽 樹	会社役員	H24.10.24 ~ H26.10.23	○		○
大船 正博	会社役員	H24.10.24 ~ H26.10.23			○
佐藤 完二	無職	H24.10.24 ~ H26.10.23			
寺崎 一正	自営業	H24.10.24 ~ H26.10.23			
藤枝 正道	専門学校長	H24.10.24 ~ H26.10.23			
佐藤 正義	福祉法人職員	H24.10.24 ~ H26.10.23			
伊藤 敏幸	障害者支援施設長	H24.10.24 ~ H26.10.23			
高森 廣明	特別養護老人ホーム施設長	H24.10.24 ~ H26.10.23			
佐藤 郁夫	大学教授	H24.10.24 ~ H26.10.23	○		
須磨 征史	住職	H24.10.24 ~ H26.10.23			
高橋 唯之	無職	H24.10.24 ~ H26.10.23		○	
柳澤 健	歯科医師	H24.10.24 ~ H26.10.23			
渡部 信幸	無職	H24.10.24 ~ H26.10.23			
佐藤はるみ	税理士	H24.10.24 ~ H26.10.23	○	○	
星 正博	団体職員	H24.10.24 ~ H26.10.23			
伊藤 勝昌	無職	H24.10.24 ~ H26.10.23			
河部 輝幸	学校法人職員	H24.10.24 ~ H26.10.23			
荘司 玲子	元町にこにこ保育園長	H25.4.1 ~ H26.10.23			
		~			

## 佐藤はるみ氏のとの婚姻関係が推察され、共に社会福祉法人鶴翔福祉会評議員を務める札幌大学教授の佐藤郁夫氏はゼミのホームページで卒業生のツルハへの就職実績を喧伝

### ゼミのセールスポイント

この自分達の生活を意識したゼミの運営は、かなりの部分、就職に強い学生やたくましく生きることのできる学生を育てることを意識しています。このため、元気で明るく、失敗を経験として踏み台にできる人の集まりにしたい、というのがこれまでのゼミの努力目標でした。また、自分発見につながるような心理ゲームを通じた話し合いなども頻繁に行ってきました。このような試みが結果として、就職で成功できるような学生を送り出すことにも成果をみせつつあると感じています。これまでのゼミ生の就職先は、北洋銀行、北海道漁連、**ツルハ**、スズケン、北一硝子、音更農協、ニトリ、ホームックなど道内で広く名を知られた会社から、自分で居酒屋を創業し、現在は2店舗を経営して頑張っている学生もいて、多士済々です。

## 藤井氏は北洋銀行出身である一方、過去には北洋銀行はツルハのメインバンクないしはそれに近い存在であったと推察され独立性に疑い

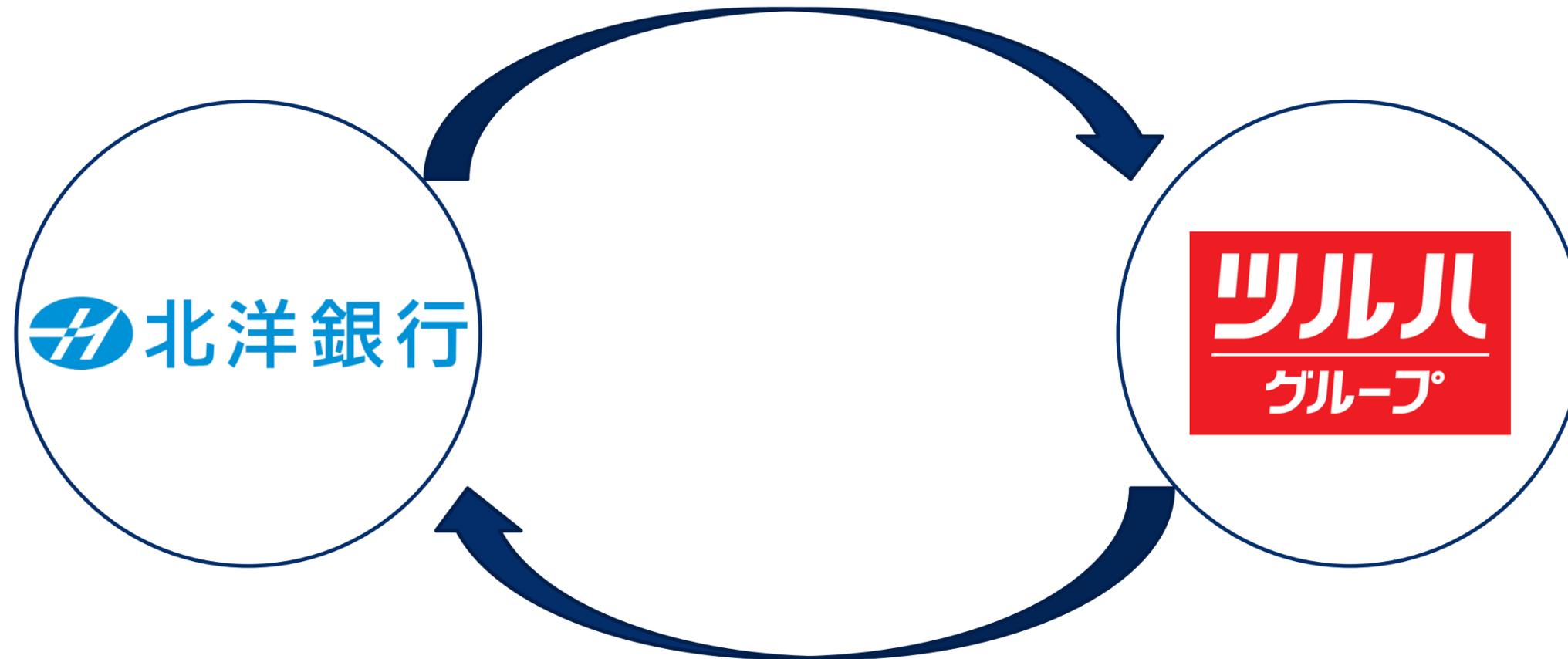


### 藤井文世氏の略歴

- 1979年4月 北海道拓殖銀行入行
- 2011年6月 札幌北洋ホールディングス取締役  
北洋銀行取締役
- 2014年6月 同行常務取締役
- 2015年8月 ツルハホールディングス社外監査役
- 2017年6月 北洋銀行常勤監査役
- 2018年6月 北海道電力社外監査役  
上光証券 (現北洋証券)非常勤監査役
- 2019年8月 ツルハホールディングス社取締役
- 2021年6月 北洋証券(株)常勤監査役(現任)
- 2022年8月 ツルハホールディングス取締役監査等委員(現任)

## ツルハと北洋銀行は長期に亘って深い関係を築いてきた

- 北洋銀行はツルハの株式を20年以上に亘って保有



- 北洋銀行はかつてはツルハのメインバンクないしはそれに近い存在であった
- 少なくとも2021年時点では取引関係が両者の間で存在

# 北洋銀行との関係性について質問したオアシスに対し、ツルハは過去の開示と異なる内容をメールで返答

## ツルハによるオアシスへの開示

- オアシスが北洋銀行とのつながりから藤井氏の独立性に懸念を表明し、ツルハに対し関係性を質問したところ、以下のように回答

- [オアシス質問] 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
- [ツルハによるメールでの回答] “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。”

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  
⇒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。

## 過去の開示から伺える関係性

- 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。

- 2021年7月19日付「第59回定時株主総会招集ご通知」においては**北洋銀行との間で預金と為替取引があることを開示**

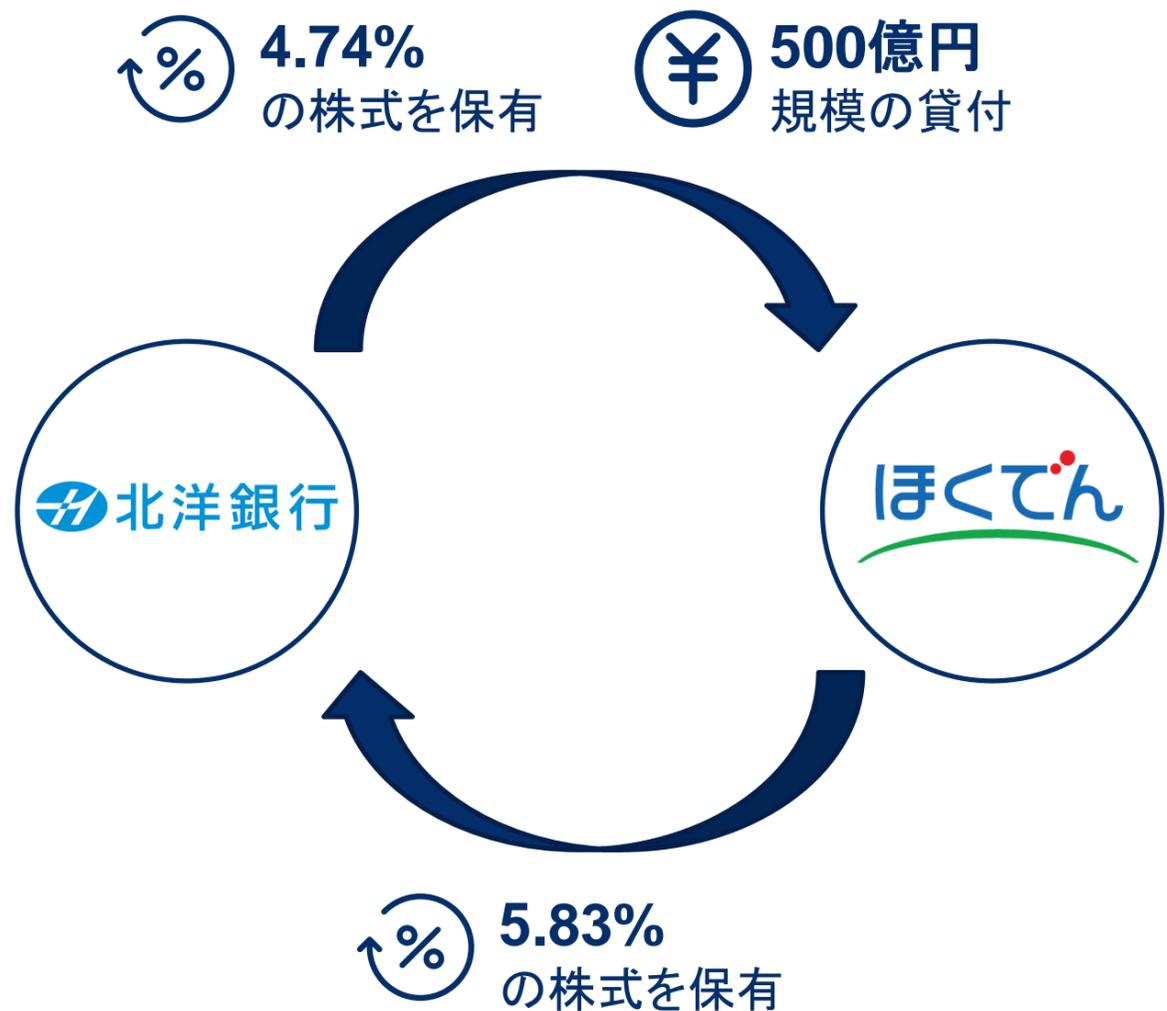
b) 社外取締役 藤井 文世氏 (株)北洋銀行常勤監査役であります。当社と同行との間では預金と為替取引はありますが、融資取引はありません。当期に開催された取締役会13回全てに出席し、金融業務に精通した豊富な経験と幅広い見識に基づき経営上有用な意見、助言をいただいております。  
なお、同氏は東京証券取引所の定めに基づく独立役員として、同取引所に届け出ております。

## 北洋銀行の取締役経験者の多くは北洋銀行の株式保有先企業において社外役員となっている。ツルハもその一例であり、ガバナンス上の懸念がある

氏名	北洋銀行における役職	北洋銀行株式保有先における社外役員経験
長野実	2018年：取締役 2019年：取締役副頭取兼代表取締役（現任）	<ul style="list-style-type: none"> <li>北海電気工事：社外取締役（北洋銀行が4.74%の株式を保有する北海道電力の上場子会社）</li> <li>中道リース：社外監査役（北洋銀行が4.74%の株式を保有）</li> </ul>
竹内巖	2018年：取締役 2019年：取締役副頭取兼代表取締役（現任）	<ul style="list-style-type: none"> <li>北海道電力：社外取締役（監査等委員）（北洋銀行が4.74%の株式を保有）</li> <li>カナモト：社外監査役（北洋銀行が1.97%の株式を保有）</li> </ul>
松下克則	2017年：取締役 2018年：監査役（現任）	<ul style="list-style-type: none"> <li>カナモト：社外監査役（北洋銀行が1.97%の株式を保有）</li> </ul>
石井純二	2016年：取締役頭取 2017年：取締役会長（現任）	<ul style="list-style-type: none"> <li>北海道電力：社外監査役（北洋銀行が4.74%の株式を保有）</li> </ul>
藤井文世	2012年：取締役 2017年：監査役	<ul style="list-style-type: none"> <li>北海道電力：社外監査役（北洋銀行が4.74%の株式を保有）</li> <li><b>ツルハホールディングス：社外取締役（監査等委員）（北洋銀行が0.21%の株式を保有）</b></li> </ul>
横内龍三	2005年：代表取締役副頭取 2006年：代表取締役頭取 2012年：代表取締役会長	<ul style="list-style-type: none"> <li>ウェルネット：社外監査役、社外取締役（監査等委員）（北洋銀行が1.54%の株式を保有）</li> <li>ほくやく・竹山 HD：社外監査役（北洋銀行が3.31%の株式を保有）</li> </ul>
曾我浩司	2014年：常勤監査役	<ul style="list-style-type: none"> <li>カナモト：社外監査役（北洋銀行が1.97%の株式を保有）</li> </ul>
下村幸弘	2013年：常勤監査役	<ul style="list-style-type: none"> <li>北海道電力：社外監査役（北洋銀行が4.74%の株式を保有）</li> </ul>
中村栄作	2012年：取締役	<ul style="list-style-type: none"> <li>北海電気工事：社外取締役（北洋銀行が4.74%の株式を保有する北海道電力の上場子会社）</li> </ul>

また、藤井氏は北洋銀行と株式の持ち合い関係にある北海道電力においても社外役員を務めており、社外役員としての独立性に対する意識の低さが伺え、独立した立場から経営の監督を行う意思や能力に疑問

### 北洋銀行と北海道電力の関係性



### 北洋銀行と北海道電力のなれ合い人事の歴史

- 出倉 正浩**  
北洋銀行入行後、北海道総合信用保証取締役社長を経て、2003年6月から2007年6月まで北海道電力監査役
- 青山 敏彦**  
北洋銀行取締役・監査役を経て2007年6月から2009年6月まで北海道電力監査役
- 石井 純二**  
北洋銀行副頭取を経て、2009年6月から2014年6月まで北海道電力監査役
- 下村 幸弘**  
北洋銀行監査役を経て2014年6月から2017年6月まで北海道電力社外監査役
- 藤井 文世**  
北洋銀行取締役・監査役を経て2017年6月から2021年6月まで北海道電力社外監査役
- 竹内 巖**  
北洋銀行取締役・副頭取を経て2021年6月より北海道電力社外監査役、その後に同取締役監査等委員(現任)



藤井氏は北洋銀行の取締役として、北海道電力とのなれ合い人事について本来はこれを是正すべき立場にあった



実際には、自身も積極的になれ合い人事に参加し、北海道電力のガバナンスを棄損



真のガバナンスの充実よりも天下り先の確保や所属組織の内輪の理論などを優先する性格が伺える

## 藤井氏の社外取締役としての続投は、日本取締役協会が定めるベスト・プラクティス・モデルにはそぐわない形での続投になる

### 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

### 藤井文世氏のツルハにおける経験

“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。**”

- **2015年8月より**社外監査役
- 2019年8月より社外取締役
- ツルハにおける役員経験は**2023年8月で満8年に**

## 岡崎拓也氏は監査役を20年以上務めた酒井純氏の後任として2021年8月より社外取締役（監査等委員）を務める

### 酒井純氏と岡崎拓也氏の役員としての略歴



酒井 純氏

- 公認会計士
- ツルハの上場前から、ツルハHDおよびその前身の各社の監査役を20年以上に亘って務める
- ツルハHDの監査役を2021年8月に退任



岡崎 拓也氏

- 弁護士
- 酒井 純氏の後任として2021年8月より社外取締役（監査等委員）を務める

岡崎拓也氏はツルハの監査役を長年に亘り務めてきた酒井純氏と共に、ホクリヨウの監査役を務めていることから二人の間には事前の関係性が伺え、社外取締役としての独立性に疑念を抱かせる

## ホクリヨウの役員

役員	代表取締役社長	米山 大介
	専務取締役管理本部長	津元 淳
	専務取締役（企画担当）	松岡 昌哉
	常務取締役営業本部長	福島 尚樹
	社外取締役	竹林 孝
	社外取締役	日浅 尚子
	監査役	工藤 泰宏
	社外監査役	酒井 純
	社外監査役	岡崎 拓也
	上級執行役員	松野 慎太郎
執行役員	加藤 公明	
執行役員	相田 正行	

**岡崎拓也氏との関係性が疑われる酒井純氏は2021年のツルハHDの監査役退任後も、子会社であるツルハの監査役を務めていると思われ、岡崎拓也氏、酒井純氏、ツルハの三者の関係性の深さが伺える**

### 子会社のツルハの登記簿; 2023年4月時点

監査役	酒 井 純	平成28年 8月10日重任
		平成28年 8月25日登記
監査役	酒 井 純	令和 2年 8月11日重任
		令和 2年 8月25日登記

# 北洋銀行を中心とした政策保有株式の保有や、取引関係などの事前の関係性に基づいた、北海道財界内での「なれ合い人事」が行われている可能性

- 北洋銀行によるツルハホールディングス株式の政策保有
- 少なくとも2012年時点では北洋はツルハのメインバンクないしはそれに準ずる存在であった。現在も一定の事業上の繋がりが存在する可能性



藤井 文世氏

- 1979-現在: 北洋銀行
- 2015-現在: ツルハホールディングス



- 北洋銀行によるホクリヨウ株式の政策保有
- 北洋銀行はホクリヨウに対する貸付が存在



岡崎 拓也氏

- 2013-現在: ホクリヨウ
- 2021-現在: ツルハホールディングス



酒井 純氏

- 2013-現在: ホクリヨウ
- 1995-2021: ツルハホールディングス



① オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

4.a. 創業三家による支配と  
その悪影響

4.b. 社外取締役の質、独立性と  
多様性

4.c. IRジャパンに関連した懸念

## ツルハのIRジャパンとの関係性に関するオアシスの懸念

- ① 経営陣および創業家の自己保身のための株主資本の浪費
- ② 鶴羽家が個人的な繋がりを持つと推察される寺下氏が社長を務める会社への支払い
- ③ ガバナンス上の課題を抱える企業との取引がもたらすリスク

# 鶴羽順氏と寺下史郎氏の間でプライベートにおける親密な関係がある中で、ツルハからIRジャパンに対して多額の支払いを行った可能性がある



## 鶴羽 順氏

- ツルハホールディングス代表取締役社長
- 北海道出身<sup>1</sup>

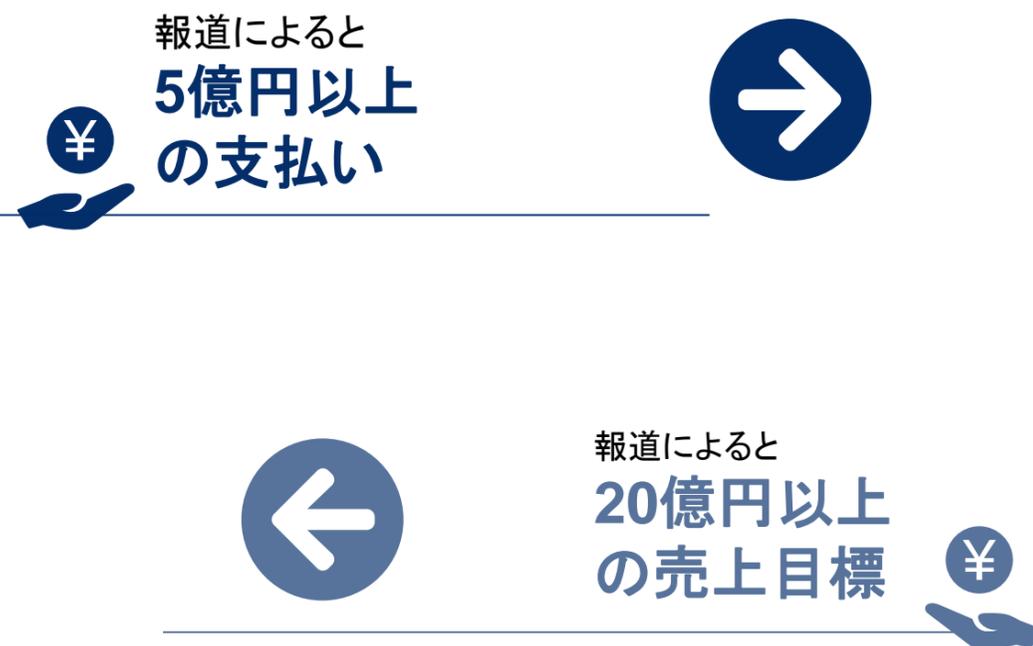


複数の匿名の情報源によると  
同郷のよしみからプライベートにおける親密な関係



## 寺下 史郎氏

- アイ・アールジャパンホールディングス代表取締役社長・CEO
- 北海道出身



1: インタビュー記事において「私は北海道出身としていますが、生まれたのは兵庫県の尼崎市」と回答  
出典: ダイヤモンドオンライン記事; 記事検索; 複数の匿名の情報源

# ツルハの当時の営業利益の10%に近い、IRジャパンによる20億円の売上目標がメディアで報じられたにも関わらず、ツルハはIRジャパンとの関係性の開示を拒否

## IRジャパンとの関係性についての報道

【スクープ】 ツルハから20億円、ニトリから8億円！  
IRジャパンの「皮算用」が内部資料で判明

村上 力：フリーライター ダイアモンド編集部 重石岳史：副編集長

特集 インサイダー IRジャパンの凋落

2022.9.5 5:10 有料会員限定



Photo:ImageGap/gettyimages

IRジャパンが下方修正の必要性を認識しながら、固執し続けた通期売上高120億円の業績予想。その根拠となる案件名と報酬額が、ダイヤモンド編集部が入手した内部資料で明らかになった。その内容を検証すると、ドラッグストア大手ツルハホールディングスをはじめ有名企業から億円単位の巨額フィーを得る計画など、無謀な「皮算用」が通期見通しの根拠となっていた実態があった。特集『インサイダー IRジャパンの凋落』（全7回）の#1は、その詳細を明らかにする。（フリーライター 村上 力、ダイヤモンド編集部副編集長 重石岳史）

## オアシスの懸念に対してのツルハの回答

IRジャパンとの関係性についてのオアシスの質問に対しては  
“IRジャパンについては、株主の判明調査に使っているということ以外は開示できません。また、支払っているフィーについても開示できません。”

— 鶴羽 順社長

# ツルハによるIRジャパンの起用について、会社をリスクに晒した形での経営陣の保身である可能性をオアシスは懸念

## 第三者委員会<sup>1</sup>がIRジャパンについて認定した事項

### マッチポンプ疑惑

いわゆるマッチポンプ疑惑において問題となった買収提案について、当時取締役副社長であった栗尾氏が、“**IRJの代表取締役の業務執行として**”、これを行った“**可能性が高い**”ことを認定

### インサイダー取引

当時取締役副社長であった栗尾氏が IRジャパンの“**インサイダー取引等管理規程[.....]に違反する**”取引を行っていたことを認定

### 情報遮断の不備

現在も取締役を務める寺下氏と石垣氏が関わった案件において、“**極めて大きな利害対立が存在**”していたのにも関わらず、利益相反がある形での複数の顧客への役務提供を行っていただけでなく、その中で機密情報のあった“**フォルダにアクセスすることが可能**”だったなど**情報遮断としても徹底されていない状態であったことを認定**

### ガバナンス体制

“**取締役会、社外取締役を中心とした監査等委員会、常務監査等委員といったガバナンス機関による牽制の不全**”を認定

ツルハの経営陣が自身の保身のために、様々なガバナンス上の課題を抱えるIRジャパンを起用し

株主の資本を浪費するだけでなく



ツルハ社を情報漏洩やインサイダー取引のリスクに晒している可能性

1: ダイヤモンドオンラインの記事によるいわゆるマッチポンプ疑惑についての第三者委員会

① オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

5.a. 株主提案

5.a.1. 新たな取締役の選任  
と報酬制度の改定

5.a.2. ガバナンス改善の  
ための定款変更

5.b. オアシスが新たな  
取締役会に期待すること

5.c. まとめ：他の株主へ  
推奨する投票行動

# オアシスはコーポレートガバナンスの抜本的な改善をおこなうため、 4つの柱からなる株主提案を実施

## 既存社外取締役の解任

独立性を欠く藤井文世氏の解任

## 社外取締役の報酬改定

社外取締役の報酬の予見可能性を  
高めるだけでなく、株主とのインセンティ  
ブを一致させる新たな報酬制度の導入



## 新たな社外取締役の選任

既存の社外取締役よりも質、独立性、  
多様性に優れ、適切な業務の監督を見  
込める5名の社外取締役の選任

## コーポレートガバナンス改善 のための定款変更

会社のコーポレートガバナンスを  
向上させるための会長職の廃止や  
社外取締役の議長就任などを  
盛り込んだ定款変更

① オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

5.a. 株主提案

5.a.1. 新たな取締役の選任  
と報酬制度の改定

5.a.2. ガバナンス改善の  
ための定款変更

5.b. オアシスが新たな  
取締役会に期待すること

5.c. まとめ：他の株主へ  
推奨する投票行動

## オアシスは真に独立し、関連した経験を持つ取締役候補を提案



### 郷原 信郎氏

社外取締役(監査等委員)として提案

- 検事を経て郷原総合コンプライアンス事務所代表弁護士として活動中
- 多数の上場企業の第三者委員会の委員長を務め、コンプライアンスに関する知見は本邦随一
- 過去にはIHIの社外監査役を務める



### 中村 元彦氏

社外取締役(監査等委員)として提案

- サークルKサンクス代表取締役社長を経て、ユニグループ・ホールディングス代表取締役社長
- 小売業における長年の経営経験と深い知見を有する



### 中畑 裕子氏

社外取締役(監査等委員)として提案

- 多国籍企業における経営や東南アジアにおける事業立ち上げに加え、起業家としての事業売却などを経験
- 現在はESGに関連したサービスを提供
- 企業経営全般に関する知見に加え、国際的な経験、ESGに関する経験なども豊富に持つ



### 玉上 宗人氏

社外取締役(監査等委員でない)として提案

- 大手銀行、広告代理店、ニトリ取締役などを経て様々な企業の経営に参画
- 長年に亘る小売業界での経験に加え、銀行での経験やニトリにおけるM&A推進の経験から財務やM&Aの実務などについても深い知見を有する



### 池田 安希子氏

社外取締役(監査等委員でない)として提案

- イトーヨーカ堂を経てココスジャパンなど複数のレストランチェーンの社長を務める
- 現在もくら寿司の社外取締役を務める
- 長年に亘るコンシューマー事業における経営経験を持ち、特にPBにおいては日本で最も成功したセブンプレミアムの成功に大きく貢献した実績を持つ

# 候補者: 郷原 信郎(ごうはら のぶお)

– 日本におけるコンプライアンス、コーポレートガバナンス、危機管理の第一人者



## 略歴、地位、担当及び重要な兼職の状況

1983年4月	検事 任官
2001年4月	長崎地方検察庁 次席検事
2003年10月	桐蔭横浜大学法科大学院 特任教授(兼職)
2004年1月	東京地方検察庁八王子支部 副部長
2004年4月	法務省法務総合研究所 総括研究官兼教官
2005年4月	桐蔭横浜大学法科大学院 教授 同 コンプライアンス研究センター長
2006年4月	弁護士登録
2006年4月	警察大学校 専門講師
2006年	国土交通省公正入札調査会議委員(現任)
2008年4月	桐蔭横浜大学法科大学院 特任教授
2008年5月	経済産業省産業構造審議会商務流通情報分科会安全小委員会委員
2008年6月	株式会社IHI 社外監査役
2009年4月	名城大学総合研究所教授
2009年10月	総務省顧問
2010年4月	総務省コンプライアンス室長
2010年4月	総務省年金業務監視委員会委員長
2012年4月	関西大学 特任教授(社会安全学部)
2014年4月	関西大学 客員教授
2017年9月	横浜市コンプライアンス顧問
	<重要な兼職の状況> 郷原総合コンプライアンス法律事務所 代表弁護士

## 取締役候補者とした理由

郷原氏は、企業不祥事に関する経験を数多く有し、日本の司法界、企業法務の中でも突出したコンプライアンスの知見のある弁護士である。その経歴は、不二家、麒麟HD、九州電力等の第三者委員会委員長から、省庁における委員経験等、多岐に渡り、特に危機管理分野における専門性は類を見ない。また、郷原氏及びその所属法律事務所には、過去から現在まで当社との利害関係等がなく、当社経営陣との馴れ合いの懸念もない。

創業三家による企業支配が明らかであり、真に独立した社外取締役による経営の監督が当社で求められている中で、同氏は、真に独立した外部専門家の立場から、社外取締役として中立かつ公正な立場で経営陣の職務執行や役員の選解任プロセスの透明性を監視し、有益な助言を提供することが期待できる。

以上の理由から、オアシスは、郷原氏を取締役候補者として選任することを提案する。

# 候補者: 中村 元彦(なかむら もとひこ)

– ユニーの元代表取締役でサークルKサンクスの成長を主導



## 略歴、地位、担当及び重要な兼職の状況

1982年3月	ユニー株式会社 入社 サークルケイジャパン事業部
1999年3月	サークルケイジャパン株式会社 商品本部商品第二部長
2002年3月	同社 商品本部副本部長
2005年5月	株式会社サークルケイサンクス 取締役マーケティング本部長
2007年5月	株式会社サークルKサンクス 代表取締役社長
2013年3月	ユニーグループ・ホールディングス株式会社 代表取締役社長最高執行責任者(COO)
2015年3月	同社 相談役
2017年6月	辻・本郷ビジネスコンサルティング株式会社 顧問
2017年6月	アットナビジャパン株式会社(現Skywork株式会社)社外取締役
2017年10月	福山冷蔵株式会社 顧問(現任)

## 取締役候補者とした理由

中村氏は、大手小売り企業で代表取締役を務め、特にサークルKサンクスの商品本部においては、物流統合により合併効果を出したほか、商品の開発、仕入れに携わり、商品開発、店舗開発の多様な経験に基づく専門的な知見を有する。

ドラッグストア業界の飽和状況に鑑みれば、今後は当社においても食品等のあらゆる商品の総合的な提供が不可欠であると考えられるところ、中村氏は、小売業界における長年の経営者としての経験や知見、食品を始めとした様々な商品の取扱いの経験に基づき、当社の経営に対して適切な助言を行うと共に、当社経営陣の業務執行の監督を適切に行うことが期待できる。

以上の理由から、オアシスは、中村氏を取締役として選任することを提案する。

# 候補者: 中畑 裕子(なかはた ゆうこ)

– 複数の業界・地域における幅広い事業経験を持ち、ESGに知見



## 略歴、地位、担当及び重要な兼職の状況

1994年4月	株式会社フラッシュ 入社
1995年6月	株式会社バックスグループ 入社
2002年3月	株式会社スマート(バックスグループ100%子会社)代表取締役社長
2005年3月	株式会社パルティール 設立 代表取締役社長
2010年8月	Honor Circle HK Limited 入社
2016年6月	同グループCAO
2018年4月	株式会社アマガサ 社外取締役
2019年6月	株式会社幸楽苑ホールディングス 社外取締役
2021年6月	サスティナシード株式会社 設立 代表取締役CEO(現任)
2021年6月	株式会社ナック 社外取締役(現任)
	<重要な兼職の状況> サスティナシード株式会社 代表取締役CEO 株式会社ナック 社外取締役

## 取締役候補者とした理由

中畑氏は、国内外の複数企業で社長を含む経営職および連続起業家として、経営に関する豊富な経験と実績を有する。香港から主に東南アジアでの新規法人立上げ、管理、国内外グループ法人管理統括などを経験している。

コロナ後のインバウンド観光客の需要回復が期待される中、当社でも、外国人観光客の流入の取込みの準備が喫緊の課題で、加えて、中長期的にはタイ事業などの海外事業の更なる成功なども不可欠である。このようなインバウンド向け営業モデルの再構築や、海外市場への進出にあたり、中畑氏にはその海外経験から得た、グローバルな観点での助言が期待できる。

また、ドラッグストア業界においてもESGの重要性が増す中、中畑氏は自身の経営するスタートアップにてサステナブル課題解決企業のデータベースを運営するなど、ESGについても高い知見を有する。

以上の理由で、オアシスは、中畑氏の社外取締役としての選任を提案する。

# 候補者: 玉上 宗人(たまがみ むねと)

– ニトリ元取締役、大企業における経営企画に加え、財務・M&Aに知見



## 略歴、地位、担当及び重要な兼職の状況

1991年4月	株式会社住友銀行(現株式会社三井住友銀行) 入行
2006年4月	株式会社コスモ・コミュニケーションズ 執行役員
2007年8月	株式会社ニトリホールディングス
2015年4月	同社 執行役員
2016年4月	同社 上席執行役員
2017年6月	同社 常務取締役
2018年5月	RIZAPグループ株式会社
2019年4月	同社 執行役員
2020年1月	カルチュア・コンビニエンス・クラブ株式会社 社長補佐
2020年4月	株式会社蔦屋書店 経営企画室長
2020年4月	株式会社SKIYAKI 取締役
2021年4月	株式会社ラオックス(株式会社シャディに出向)
2021年4月	株式会社シャディ 法人営業本部長

## 取締役候補者とした理由

玉上氏は、コンシューマー事業大手の要職での企業経営の経験を持つ。ニトリホールディングスでは、M&Aを管掌する総合企画室、広報部の立上げ提案からマネジメントまでを主導するなど、M&Aや企業経営に関する知見も豊富である。

ドラッグストア業界は現在成熟と飽和の兆しを見せており、今後、合併を通じた集約化の動きが活発化していくことが予測される。当社が業界再編の主導を通じて、同業他社に対しての優位性を築き、コスト削減による利益率の向上と、新分野への投資、海外市場への進出を実現することがますます重要となる中、玉上氏は、当社がいち早くM&Aの潮流及び機会を掴み、シナジー効果を楽しむうえで、経営陣から独立した立場から、その企業経営に関する専門的な知見を用いた、適切な助言を行うと共に、当社経営陣の業務執行の監督を適切に行うことが期待できる。

以上の理由から、オアシスは、玉上氏を取締役として選任することを提案する。

# 候補者: 池田 安希子(いけだ あきこ)

– 経営陣・CEOとして小売りを含めた、コンシューマー事業に深い知見



## 略歴、地位、担当及び重要な兼職の状況

1983年4月	株式会社大丸 入社 百貨店業(現株式会社大丸松坂屋百貨店)担当
2003年4月	株式会社イトーヨーカ堂 入社 衣料事業部、婦人、紳士、子供、肌着部門のMD(マーチャンダイザー)
2011年4月	同社 執行役員副事業部長兼肌着部シニアMD
2014年5月	同社 執行役員衣料事業部長
2015年5月	同社 執行役員QC(品質管理)室長
2016年3月	株式会社ジョリーパスタ 代表取締役社長
2017年4月	株式会社ココスジャパン 代表取締役社長
2019年1月	岡本株式会社 取締役商品本部長
2023年1月	くら寿司株式会社 社外取締役(現任)

## 取締役候補者とした理由

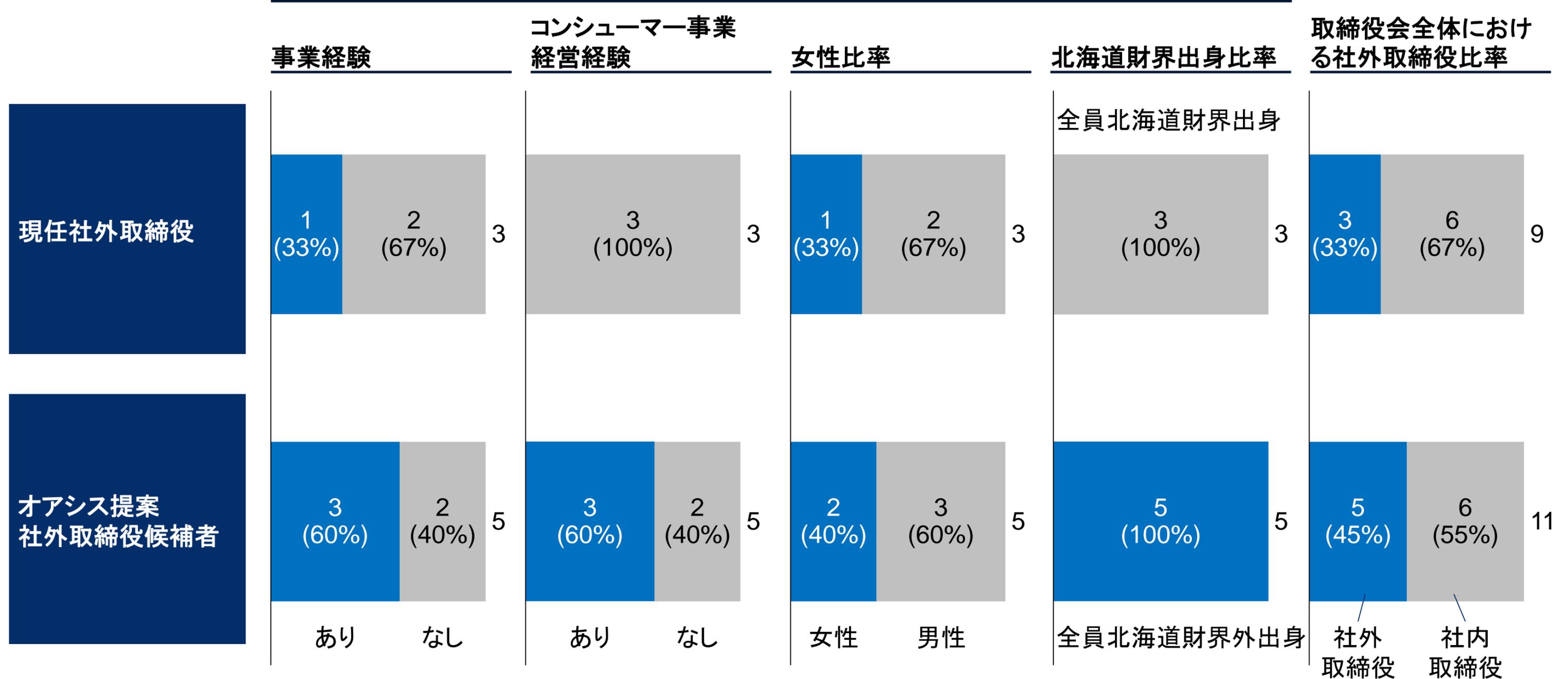
池田氏はジョリーパスタやココスジャパンでの代表取締役社長職を通じ、前者での就任1年での過去最高益の計上、後者での店舗、人材育成のための施策実施など、コンシューマー事業の経営全般における豊富な実績を持つ。また、イトーヨーカ堂での衣料部門全般のMDの経験をはじめ、プライベートブランド(PB)「セブンプレミアム」シリーズとして初の衣料品については、その商品開発から発売までを管理、主導し、1,000億円規模の売上げを達成するなど、コンシューマー事業における経験は長年かつ広範に渡る。当社のPBIは浸透の程度や付加価値向上改善が求められており、池田氏は上記のような経験に基づき、当社経営陣に有益な助言を行うことができる。

このように池田氏は、経営に関する幅広い知見に基づき、当社経営陣に対し助言を行うと共に、その業務執行の監督を適切に行うことが期待できる。

以上の理由により、オアシスは池田氏の社外取締役としての選任を提案する。

# 我々の提案する取締役は現状の取締役よりも遥かに高い質、独立性および多様性を誇り、企業価値の向上に資すると確信

## 社外取締役の...



# オアシスが提案する社外取締役は現状の社外取締役よりも高い水準で通常の業務監督が行えるだけでなく、業界再編などを適切に検討できる能力を持つ

## 現任の社外取締役



小売りやコンシューマー事業、そして今後の業界再編におけるM&Aなどに関する  
**経験や知見なし**



**鶴羽家と強い繋がりを持ち、**  
鶴羽家を始めとした創業三家による会社支配を容認



女性1名・社外取締役1/3など、要請される  
**最低限の水準の多様性**

## オアシスの提案する取締役



小売りやコンシューマー事業、そして今後の業界再編におけるM&Aなどに関する  
**豊富な経験と知見**



**鶴羽家から独立し、社内取締役を適切に監督**



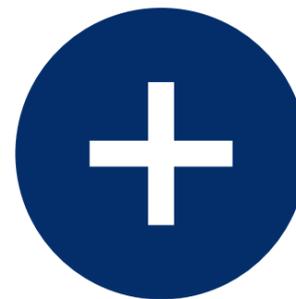
2人の女性、社外取締役割合45%など、最低限要請される水準を超えた  
**高い水準の多様性**

# 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**

- 支払額自体は現状とほぼ同程度
- 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**

- 現状は社内取締役のみに支給
- 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社外取締役にも導入
- 制度そのものは、現状の社内取締役向けの制度を社外取締役にも援用

① オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

5.a. 株主提案

5.a.1. 新たな取締役の選任  
と報酬制度の改定

5.a.2. ガバナンス改善の  
ための定款変更

5.b. オアシスが新たな  
取締役会に期待すること

5.c. まとめ：他の株主へ  
推奨する投票行動

## また、コーポレートガバナンス改善のために、会長職の廃止と社外取締役の取締役会議長への指名を提案

### 提案の概要

- **会長職の廃止と鶴羽樹氏の会長職からの解任**
  - ー ただし、本提案は鶴羽樹氏の取締役からの解任を内容に含まない
- **社外取締役の取締役会議長**



### 提案理由

- 父親である鶴羽樹氏が会長として、息子である社長の監督を行うという、コーポレートガバナンス体制に懸念を与える外形を維持することは好ましくないため
- 創業家による会社支配が続く中、適切なガバナンスを効かせ、株主との対話を図るためにはこれらについて、社外取締役の強い関与があることが望ましいため

① オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

5.a. 株主提案

5.b. オアシスが新たな  
取締役会に期待すること

5.c. まとめ：他の株主へ  
推奨する投票行動

## また、選任された新たな取締役会に対しては戦略委員会の設置を要望

### 提案の概要

#### 戦略委員会のメンバー

- 社外取締役

#### 戦略委員会の検討内容

- 以下の検討:
  - グループ企業の運営方針、屋号の運用方針などの戦略的な検討
  - 他社との統合や買収などの積極的な検討



### 提案理由

- 本資料に記載の通り:
  - ツルハの現状の事業戦略が事業上の真の要請からではなく、**創業家の保身を目的**として練られている可能性があるため
  - ツルハにとっては**他社との統合の模索**などが**喫緊の経営課題**であると考えられるため
- また、特に戦略的な事項については社内取締役、特に創業家出身取締役はその立場からくる**考え方のバイアス**などによって**株主共同の利益と方向性を一致させた検討・意思決定が難しい**と考えられるため

① オアシスについて

② 業界概観

③ ツルハの現状と統合の必要性

④ コーポレートガバナンス上の課題

⑤ オアシスの提案

5.a. 株主提案

5.b. オアシスが新たな  
取締役会に期待すること

5.c. まとめ：他の株主へ  
推奨する投票行動

# オアシスが提案する社外取締役陣が適切なコーポレートガバナンス機能を発揮できるよう、オアシスは**会社提案への反対を、オアシス提案への賛成を推奨**

提案主体	提案事項	提案の内容	推奨される投票行動	
想定される会社の提案事項	既存社外取締役の再任	<ul style="list-style-type: none"> <li>独立性を欠く佐藤はるみ氏と岡崎拓也氏の再任</li> </ul>	<div style="background-color: red; color: white; text-align: center; padding: 20px; font-size: 2em; font-weight: bold;">反対</div>	
	新たな社外取締役の選任	<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役としての質、独立性、多様性が高い新たな5名の社外取締役の選任</li> </ul>		
オアシスの提案	既存社外取締役の解任	<ul style="list-style-type: none"> <li>独立性を欠く“独立”社外取締役の藤井文世氏の解任</li> </ul>		<div style="background-color: blue; color: white; text-align: center; padding: 20px; font-size: 2em; font-weight: bold;">賛成</div>
	社外取締役の報酬改定	<ul style="list-style-type: none"> <li>社外取締役の報酬の予見可能性を高めるだけでなく、インセンティブを株主と揃えるための新たな報酬制度の導入</li> </ul>		
	定款変更	<ul style="list-style-type: none"> <li>以下の定款変更                             <ul style="list-style-type: none"> <li>会長職の廃止と鶴羽樹氏の会長職からの解任</li> <li>社外取締役による取締役会議長就任</li> </ul> </li> </ul>		

## 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