



2023年8月8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 東証プライム)
問合せ先 取締役管理部門担当 八幡 亮一
(TEL 076-274-6115)

当社株主による開示資料に対する当社取締役会の見解

当社株主である OASIS INVESTMENTS II MASTER FUND LTD. の運用会社である Oasis Management Company Ltd. (これらを総称して以下、「オアシス」といいます。) が 2023 年 7 月 31 日 (日本時間) 付で Web サイト上に公表した、当社に関する開示資料「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」(以下、「オアシス開示資料」といいます。) について、株主をはじめとするステークホルダーの皆様にご迷惑を生じさせる可能性のある記載が複数認められました。そこで、当社取締役会は、2023 年 8 月 7 日に臨時取締役会を開催し、オアシス開示資料に対する見解を決議いたしましたので、お知らせいたします。

当社は、オアシスとの複数回にわたる面談において、オアシスの質問に対する回答や、指摘に対する当社見解の説明を行っていたにもかかわらず、オアシスが自らの主張を、一部事実誤認もある中で、当社に何ら確認を取ることもなく、一方的な形で公に流布したことに、愕然としております。

なお、2023 年 7 月 18 日付「定時株主総会の付議議案及び株主提案に関する当社取締役会意見に関するお知らせ」(以下、「本取締役会意見」といいます。) の通り、オアシスより受領した、2023 年 8 月 17 日開催予定の第 25 回定時株主総会 (以下、「本定時株主総会」といいます。) に対する株主提案の全てに反対する旨を決議しておりますが、当社取締役会の意見に変更はございません。

記

1. オアシス開示資料 1. 「提案要旨およびオアシスについて」に関して

(1) 当社との面談の経緯について (オアシス開示資料 P8)

オアシスは、「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かかわらず、オアシスの面談要請を拒絶」との主張をしておりますが、本取締役会意見「第 5 号議案：定款一部変更の件 (筆頭独立社外取締役の選任)」の「(2) 反対の理由」に記載のとおり、オアシスとの面談は、当社 IR 方針 (当社コーポレートガバナンス・コード【原則 5.1. 株主との建設的な対話に関する方針】) に記載しております。以下、同じとします。) に則り実施したものです。また、当社 IR 方針については、面談の調整に際して、オアシスに説明を行っております。

なお、当社は、オアシスからの面談要請等、IR の状況について、当社取締役会に適宜報告を行っております。

2. オアシス開示資料2.a. (「ストック・オプションについての懸念」) に関して

(1) 有償ストック・オプションの発行価額について (オアシス開示資料 P13)

2020年1月9日付「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」において開示しております通り、当社が発行した第5回新株予約権(以下、「本有償ストック・オプション」といいます。)の発行価額(以下、「公正価値」といいます。)及び公正な評価単価は、第三者評価機関である株式会社ブルータス・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を用いて算出したものであり、客観的な分析に基づくものです。その詳細は、以下の通りです。

- ① 2020年1月9日(発行日) 「公正価値」については1個(100株)あたり1,500円
(モンテカルロ・シミュレーションにより算定)
- ② 2020年1月28日(割当日) 「公正な評価単価」については1株あたり2,073円
(ブラック・ショールズモデルにより算定)

公正な評価単価である1株あたり2,073円は、当社株価等を参考にした、将来株価の予測に基づくオプション価値である一方、公正価値である1個(100株)あたり1,500円は、本有償ストック・オプションに付された行使条件に基づくディスカウントを適用しており、何ら矛盾するものではありません。

また、本有償ストック・オプションの公正価値に適用されているディスカウントは、以下の行使条件に基づくものです。下記①については、条件を達成した場合に、本有償ストック・オプションの権利行使が可能となるため、達成の確度が低いほど、ディスカウントが大きくなり、また、下記②③については、条件に該当した場合に、本有償ストック・オプションの権利行使ができなくなるため、条件に該当する可能性が高いほど、ディスカウントが大きくなります。

- ① 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、本有償ストック・オプション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。
- ② 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、本有償ストック・オプションを行使することができない。
- ③ 本有償ストック・オプションの割当日から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有償ストック・オプションを行使することができない。

オアシスは、「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」との主張をしておりますが、「公正な評価単価」と「公正価値」を混同している上、行使条件はいずれも「容易に達成可能ないし回避可能」であるとの主張は、もっぱら主観に基づく主張を述べたものであり、何ら根拠がありません。なお、行使条件の達成可能性について、後述の2.(7)の通り、当社として、容易であるとは考えておりません。

(2) 2020年7月16日付「会計監査人の異動に関するお知らせ」について (オアシス開示資料 P14)

当社は、2020年7月16日付「会計監査人の異動に関するお知らせ」において開示しております通り、当時の当社会計監査人より、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、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ております。その後、2020年8月19日開催

の第 22 回定時株主総会において、新たな会計監査人を選任する議案を上程し、98.00%の賛成を以て可決されております。当社における会計監査人の異動は、あくまでも上記理由に基づくものであり、当社会計監査人からも上記理由に対して特段の意見はない旨の回答を得ております。本有償ストック・オプション発行に起因して会計監査人の異動があったかのようなオアシスの主張は、悪質な誤導であると考えております。

(3) 2020 年 5 月期前後の株価下落について (オアシス開示資料 P16)

オアシスは、当時の当社株価の変動が、もっぱら当社の業績によって生じており、当社が本有償ストック・オプションの行使価額を低価に設定すべく、本業績予想修正を通じて一時的な株価下落を生じさせたかのような印象を与える主張をしております。しかし、2019 年 12 月 12 日の業績予想修正時において、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大は確認されておらず、下記 (4) に記載の通り、期初予想対比通期業績の下方修正が必要な局面と考えられたことから、業績予想の修正に踏み切りました。他方、2020 年 3 月以降の当社株価の上昇は、新型コロナウイルスの感染拡大を受けた世界的な株式市場の下落からのリバウンドに加え、マスク、消毒液、紙製品及び食品等をはじめとするドラッグストア商材の需要が急速に高まったこと、既存店や新店の販促・価格施策を縮小せざるを得ないことに伴い、販管費が縮減されたこと、による影響が大きいと考えることが自然です。これらの影響は 2019 年 12 月 12 日時点においても、また、本有償ストック・オプションを発行した 2020 年 1 月 9 日においても予見できるものではありませんでした。それにもかかわらず、当社株価や業績の予見可能性について、コロナ禍の影響を一切無視したオアシスの主張は、誤導的であると考えております。また、かかる当社の見解はオアシスにも面談を通じて伝達してありましたところ、このような主張がなされたことには驚いております。

(4) 2020 年 5 月期通期の連結業績予想の修正 (以下、「本業績予想修正」といいます。) について (オアシス開示資料 P17、P20)

オアシスは、当社の業績予想の修正方針として、「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。」と記載しておりますが、当社の修正方針について説明を行う中で、一般的な業績予想の修正開示基準を回答したものであって、当社の修正方針として発言したものではありません。当社の過去の業績予想の修正については、各種利益においては通期で 15~20%以上の変化が発生する可能性が高いことを 1つの目安とし、その他様々な要素を総合的に考慮した上で行っております。

当社は、2019 年 12 月 12 日付「業績予想の修正に関するお知らせ」において、本業績予想修正の開示を行っております。本業績予想修正は、2020 年 12 月 12 日の 2020 年 5 月期第 2 四半期決算発表時点において、以下の表の通り、経常利益実績が予想に対して 7 億円を超えて下回る結果となっており、第 3 四半期以降の経常利益も同様の傾向が続くとの見通しを持っておりました。

(単位：百万円)	売上高	営業利益	経常利益	親会社株主に 帰属する 四半期純利益
2020 年 5 月期第 2 四半期 (累計実績)	146,435	6,629	6,823	4,889
2020 年 5 月期第 2 四半期 (累計予想)	146,695	7,414	7,547	5,428
差異 (累計実績 - 累計予想)	△260	△785	△724	△539

また、2020 年 5 月期は、当社の第 2 次中期経営計画 (以下、「前中計」といいます。) の最終年度にあたり、当社は、前中計の売上高目標である 3,000 億円の達成に邁進しておりました。他方で、

大手競合他社の北陸地区進出により、当社の主要展開地域での競争が激化しており、さらに、2019年10月1日以降、消費税の増税を受けて、お客様の消費支出が低下していたため、販促施策の強化を図るべく、販促費として約6億円、その他諸費用として約3億円が追加的に発生すると見込んでおりました。

これらを総合すると、経常利益について、当初予想との差異が合計で24億円程度になると見込まれましたので、以下の表の通り、経常利益の通期予想を129億円に下方修正することとしたものです。

(単位：百万円)	売上高	営業利益	経常利益	親会社株主に 帰属する 四半期純利益
2020年5月期(修正予想)	300,000	12,524	12,900	9,309
2020年5月期(当初予想)	300,000	15,000	15,300	11,000
差異(修正予想-当初予想)	-	△2,476	△2,400	△1,691

なお、オアシスは、「アオキの実際の販促戦略の動向」として、当社が実施したキャンペーンが2019年11月30日をもって終了しており、2020年5月期第3四半期以降の影響が軽微になることは予見可能であるとの主張をしておりますが、当社は**2019年12月1日より新しい販促キャンペーンを追加**しております。その旨は、2019年12月2日付「Aoca プリペイドカード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」において開示しており、オアシスの指摘は全くの誤りです。

(5) 他年度における業績予想の修正について（オアシス開示資料P18）

オアシスは、当社が持株会社体制移行後に当社が業績予想の修正を一度も行っていないことをもって、本業績予想修正が不自然であるとの印象を与えるような主張をしておりますが、**持株会社体制移行前の6事業年度(2011年5月期から2016年5月期)のいずれにおいても業績予想の修正を実施**しており、オアシスの主張は誤導的なものです。また、かかる点はオアシスにも面談を通じて説明を行ってありましたところ、このような主張がなされたことには驚いております。

(6) 本有償ストック・オプションによる企業価値の向上について（オアシス開示資料P23）

当社は、2020年5月期第1四半期及び第2四半期において、現在の持株会社体制に移行する前から数えても9年ぶりとなる増収減益及び業績予想の下方修正に直面いたしました。第3次中期経営計画の開始を控えていた最中での増収減益は、当社における重大な危機であると捉えておりました。そこで、**早期に増収増益へと再び転じるべく、株主をはじめとするステークホルダーの皆様に対して、企業価値を継続的に高めていくとのコミットメントをお示しするため**、本有償ストック・オプションの発行を決議したものです。

オアシスは、「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」との主張をしておりますが、当社は、経営のリーダーシップを発揮する立場にある社長職及び副社長職が、企業価値向上を図るための明確な目標が行使条件として設定された本有償ストック・オプションの付与対象者となり、当社経営へのコミットメントを示し、投資家の皆様の期待に応えていくことは、当社の企業価値を継続的に向上するうえで適切であると判断し、これを取締役会で決議しております。

また、オアシスは、「このような会社の説明は有償ストック・オプションに「報酬性」が強いことを示す」との主張をしておりますが、**本有償ストック・オプションは、対象者に対する報酬ではなく、企業価値を継続的に高めるためのコミットメントとしての、個別の投資判断に基づく投資**であ

り、報酬性が強いとの主張は、もっぱら主観に基づくものであると考えております。

(7) 本有償ストック・オプションの行使条件について（オアシス開示資料 P11、P26）

オアシスは、本有償ストック・オプションの行使条件について、「M&A などを用いれば容易に達成可能である」との主張をしておりますが、他方、当社の M&A 戦略について、オアシス開示資料 Appendix 1.において、当社が M&A を推進するにあたり、資金的・機会的制約があるとの主張がなされており、これらは矛盾しております。

また、オアシスは、「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」との主張もしておりますが、本有償ストック・オプションの発行時点における、当社の 2020 年 5 月期の経常利益予想は 129 億円であり、行使条件の 1 つである経常利益目標 220 億円は、上記の経常利益予想に対して約 170% であります。大手競合他社の北陸地区進出による主要展開地域での競争激化や、9 年ぶりとなる増収減益及び業績予想の下方修正が発生した状況を踏まえると、当社としては容易な目標ではないと考えており、本有償ストック・オプションの行使条件は非常に達成が容易との主張は、もっぱら主観に基づくものであると考えております。

3. オアシス開示資料 2. b. (「青木桂生氏による会社資産の私的流用の疑い」) に関して

(1) オアシス開示資料に記載されている施設及び当社による取得について（オアシス開示資料 P29、P30）

オアシス開示資料において言及されている、当社所有部分の建物は、「臨川書屋」（以下、「書屋」といいます。）といい、旧加賀藩の時代に町年寄を担っていた青木家歴代が、加賀藩主の宿泊・休息に供してきたものであり、当社が 1869 年に薬種商として創業した場所でもあります。当社による書屋の所有は、株式会社クスリのアオキ第 22 期有価証券報告書に記載の通り、福利厚生施設としての利用価値に加え、書屋の文化的価値及び当社創業の地を保全することで、当社のステークホルダーである地域社会への貢献という観点からも重要であると考えております。

なお、当社は、2023 年 7 月 18 日付「定款一部変更に関するお知らせ」の通り、当社の経営理念を定款に記載する定款変更議案を、本定時株主総会に上程しており、地域社会への貢献については、同経営理念を踏まえたものとしております。

(2) 青木桂生氏（以下、「青木氏」といいます。）の書屋への居住実態について（オアシス開示資料 P31 から P33）

オアシスは、「用水をまたいでも、用水の兩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」との主張をしておりますが、書屋と青木氏が個人所有する建物（以下、「本建物」といいます。）は、橋で繋がっているものの、書屋と本建物はそれぞれ別の入口が設けられているなど、独立した構造となっており、一体としての利用が前提との主張は、単なる憶測に基づくものです。

また、オアシスは、「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」との主張をしておりますが、青木氏が書屋に居住しているとの事実はありません。前述の通り、書屋は由緒ある文化財であり、そもそも居住する環境として適していません。

さらに、オアシスは、「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」との主張をしておりますが、当社より、白山市観光文化スポーツ部文化課に、オアシス開示資料の内容について照会したところ、同課から、書屋に個人が居住している旨を回答したことはないとの回答を明確に受けております。

このように、オアシスによる、青木氏が会社資産を私的流用している疑いがあるとの主張は、不確実な情報や憶測に基づくものであり、個人の名誉を毀損するものです。また、そのような主張を、当社に何ら確認を取ることもなく、一方的な形で公に流布することは、当社としても看過できず、強く抗議するとともに、今後、あらゆる対応を検討する必要があると考えております。

4. オアシス開示資料 2.c. (「不適切な会社提案候補」) に関して

(1) 藤井大温氏（以下、「藤井氏」といいます。）が関連する取引について（オアシス開示資料 P37、P39）

オアシス開示資料 P37 において示されている、藤井氏が関連する法人（以下、「藤井氏関連法人」といいます。）に関する情報は、いずれも直近時点のものではなく、藤井氏の経営能力を判断するに適切なものではありません。当社は、藤井氏本人との面談や調査会社による資料等を通じ、藤井氏関連法人の直近の状況について把握しており、藤井氏の経営能力について、オアシスとは異なる認識を持っております。例えば、タイオンホールディングスの設立は 2017 年 8 月であるところ、赤字であったのは設立直後期である 2018 年 4 月期のみであり、2020 年 4 月時点において「直近まで赤字」と評することは正確ではなく、むしろ現時点から見れば「設立後、早期に黒字化」との評が適切であると考えております。

また、オアシス開示資料 P39 にいたっては、記載の意図はもとより、記載内容の根拠が一切示されておりません。また、「登記簿から分かる」との断定的な表現の一方、「返済したとみられる」といった推測的な表現も含まれており、個人の名誉を毀損しかねません。

なお、オアシス開示資料 P39 に記載の取引については、オアシスからの情報提供を受け、当社でも調査を行っております。その結果、例えばオアシスの記載にある「A 氏が所有する長崎県の土地」は、実際には「A 氏が代表取締役を務めていた会社の建物」であるなど、オアシスからの情報には事実誤認が含まれておりました。また、「A 氏に 8,000 万円の貸し付けが実行された」との指摘については、藤井氏本人からの聞き取りに加え、契約書原本も当社にて確認しております。それによれば、8,000 万円は、A 氏が代表取締役を務めていた会社を藤井氏が取得した際の株式譲渡価額であり、当該株式譲渡が実行されなかった場合に、譲渡対価の返還を可能とするため、準金銭消費貸借契約の形式をとり、これに基づいて抵当権設定仮登記を行ったものでした。このように、藤井氏は、A 氏との間で株式譲渡に係る取引を実施したのみで、B 氏とは何らの関係性を有していないにもかかわらず、「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」との記載は、あたかも藤井氏が問題のある取引を行っているように誤導する内容となっています。当該記載は当社としても看過できず、強く抗議するとともに、今後、あらゆる対応を検討する必要があると考えております。

当社は、オアシスが指摘する一連の取引が、当社の取締役候補としての藤井氏の適格性に影響を与えるものではないと確認しており、引き続き、藤井氏を取締役候補としてお諮りすることとしております。なお、2023 年 7 月 26 日に実施したオアシスとの面談において、オアシスからの情報提供に謝意を示すとともに、面談実施時点において、当社における調査が進行中である旨を伝達し、また、オアシスにおいても調査を継続するとの発言を受けておりましたところ、このような記載が公になされたことには驚いております。

(2) 取締役会の員数上限の引上げについて（オアシス開示資料 P40）

オアシスが引用している ISS の議決権行使助言基準は、取締役会の員数を減員する定款変更に関する記載であり、取締役会の員数上限の引上げを行わないことが、あたかもコーポレートガバナンス

ス上、不適切であると公に認められている行為に該当するような印象を与えかねず、誤導的な内容であると考えております。

なお、当社取締役会は、オアシスが引用している 2023 年 6 月 15 日付書簡におけるオアシスの要請を真摯に検討した上で、本取締役会意見のとおり、定款変更議案の上程を行わないことを決定しております。

5. オアシス開示資料 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」) に関して

(1) 取締役候補者に対する面談プロセスについて (オアシス開示資料 P42)

本取締役会意見のとおり、当社はオアシスより推薦を受けた候補者の検討にあたり、他の社外取締役候補者と同様に、人事を管掌する管理担当取締役及び管理本部長による面談を実施したうえで、社外取締役も参加する取締役会において慎重に審議・検討しており、**プロセスの公平性は確保されております。**

もともと、本取締役会意見のとおり、現在、当社において、任意の指名報酬委員会の検討を始め、指名プロセスのさらなる客観性・透明性確保に向けて、今後も取り組んでまいります。

以上