

関係者の皆様

オーケー株式会社
代表取締役会長 飯田 勸
代表取締役社長 二宮 涼太郎

株式会社関西スーパーマーケットの経営統合に関するFAQ（第2回）にかかる弊社見解について

平素は格別のご高配を賜り、厚く御礼申し上げます。

さて、株式会社関西スーパーマーケット（以下「関西スーパー様」といいます。）とエイチ・ツー・オー リテイリング株式会社（以下「H2O 様」といいます。）並びにその完全子会社であるイズミヤ株式会社（以下「イズミヤ様」といいます。）及び株式会社阪急オアシス（以下「阪急オアシス様」といいます。）との経営統合（以下「本経営統合」といいます。）に関連して、関西スーパー様より公表されました2021年10月15日付け「H2O リテイリング グループとの経営統合に関するFAQ（第2回）の開示に関するお知らせ」（以下「10/15 プレスリリース」といいます。）及び2021年10月18日付け「株式会社関西スーパーマーケット株主の皆様へ（追加ご説明）」（以下「10/18 プレスリリース」といいます。）を拝見しました。

本書公表時点では、弊社質問状に対して未回答の項目も多く（別紙）、また米国の議決権行使助言会社2社が本経営統合に関する議案に「反対」を推奨するレポートで指摘している懸念点を踏まえても、依然、株主に対する十分な説明はされていないと考えております。以下、弊社の見解を纏めさせていただきます。

なお、今回関西スーパー様から株主の皆様へ郵送された招集ご通知には、例年と異なり、異例ですが「委任状」が同封されています。委任状は、関西スーパー様の方で別途記入する代理人に皆様の議決権行使を委任するものですので、「反対」の議決権行使をされたい株主様は、委任状を切り離したうえで、議決権行使書のみ（返信用封筒には入れずに葉書として）返送いただくようお願いください。間違えて委任状を議決権行使書と一緒に送付してしまうと、皆様のご意思とは異なる扱いがなされるおそれがございます。

① 3社の事業計画は非常に楽観的であると考えます

関西スーパー様、イズミヤ様及び阪急オアシス様の各社別の事業計画について「合理的に実現可能」と説明がされておりますが、下表の通り、3社とも、利益率の改善による右肩上がりの増益を毎年続け、近年の実績から大幅に乖離した利益水準、利益率を前提とする計画となっております。

(単位：億円)		実績			計画					実績 3年平均
		19年3月期	20年3月期	21年3月期	22年3月期	23年3月期	24年3月期	25年3月期	26年3月期	
営業利益	関西スーパー	20	23	27	28	32	33	38	44	23
	イズミヤ	30	20	31	28	29	36	47	54	27
	阪急オアシス	5	0	15	17	19	25	34	38	7
営業利益率	関西スーパー	1.6%	1.9%	2.1%	2.2%	2.4%	2.5%	2.8%	3.2%	1.9%
	イズミヤ	1.9%	1.3%	2.1%	1.9%	2.0%	2.5%	3.2%	3.6%	1.8%
	阪急オアシス	0.4%	0.0%	1.4%	1.5%	1.7%	2.2%	3.0%	3.3%	0.6%

出所：10/15 プレスリリース

一方、今後、スーパーマーケット業界は、コロナ禍による巣ごもり需要の影響もなくなり、少子高齢化・人口減少という需要減少、同業間のみならずドラッグストア・EC等、異業種との競合によって、競争環境は益々厳しくなると考えております。大変厳しい事業環境と過去の3社実績に鑑み、上記事業計画は非常に楽観的であると考えられます。

一方、中間持株会社（関西フードマーケット）の58%支配株主になられようとするH2O様はメディアインタビューにおきまして「各スーパー（関西スーパー様、イズミヤ様、阪急オアシス様）のブランドの特色や持ち味をはっきりさせていくことがこれからの宿題」とのご説明をされてお

り、競争が激化する中で、近年にない増益計画を達成するにあたって、明確な戦略はないものと認識しました。

なお、10/15 プレスリリースを公表後、同日終値は前日比▲4 円の 1,991 円（日経平均株価は前日比+517 円）、10/18 プレスリリース公表後、翌営業日終値は前日比▲10 円の 1,987 円（日経平均株価は前日比+190 円）でした。関西スーパー様の株価が下落したのは、引き続き市場参加者が、各社別事業計画や理論株価の実現可能性に十分に納得していないことを示しています。

② 関西スーパー様は契約相手方(H20 様グループ)が作成した事業計画を十分に検証したのか疑問です

10/15 プレスリリースでは、関西スーパー様は、イズミヤ様及び阪急オアシス様から開示された事業計画について「実現可能性をデュー・ディリジェンスにおいて確認しており、・・・合理的に実現可能であると考えております」と記載されており、統合比率の算定においてイズミヤ様及び阪急オアシス様から開示された事業計画を修正することなくそのまま採用したと説明されています。関西スーパー様と H20 様グループとは、契約当事者（交渉相手）として利益が相反する関係にありますので、本来、関西スーパー様は、H20 様グループが提示した近年にない増益計画に対し、自社とその株主のため、厳しく検証し、交渉することが、取締役の善管注意義務の点から適切な行動ですが、上記記載は、その点に強い懸念があります。

関西スーパー様は、弊社提案後、H20 様に「ホワイトナイト」（経営陣が望まない買収者から救済してくれる買い手）になってもらうために、通常当然に実施すべき事業計画の検証を蔑ろにしているのではないかと、との株主の皆様も当然と存じます。

なお、特別委員会が、近年にない増益計画に対し「（事業計画に）特段の問題は見られない」とご判断されている点も、中立的立場から適切に検討がなされたのか、株主の皆様からは疑問を持たれるものと思います。

③ 関西スーパー様が株主に示す理論株価(1,787~3,128 円)は信ぴょう性に乏しいと考えます

関西スーパー様が株主に示している 3 社経営統合後の理論株価は、上述の楽観的な事業計画を基に「DCF 法」によって算出されています。一方、その理論株価の一部を構成する関西スーパー様単独の理論株価(DCF 法)は、下表「DCF 法による理論株価 (1,518~2,632 円)」の通り、実際の関西スーパー様の株価推移（2021 年 8 月 30 日までの過去 3 年平均 1,103 円）に比べ、現実離れた算定となっています。

DCF法による理論株価		一株当たり株式価値 (円)		株式価値 (億円)	
		下限	上限	下限	上限
アイ・アール ジャパン	3社合計	¥2,400	¥3,018	1,533	1,927
	関西スーパー	¥2,074	¥2,541	623	763
	イズミヤ、阪急オアシス合計	¥22,708,470	¥29,074,993	909	1,164
	イズミヤ	¥30,729,429	¥38,196,544	615	764
	阪急オアシス	¥14,687,511	¥19,953,441	294	399
ブルータス	3社合計	¥1,787	¥3,128	1,141	1,997
	関西スーパー	¥1,518	¥2,632	456	790
	イズミヤ、阪急オアシス合計	¥17,130,176	¥30,160,185	686	1,207
	イズミヤ	¥25,084,670	¥38,776,785	502	776
	阪急オアシス	¥9,175,682	¥21,543,585	184	431

類似会社比較法による理論株価		一株当たり株式価値 (円)		株式価値 (億円)	
		下限	上限	下限	上限
アイ・アール ジャパン	3社統合	¥896	¥1,269	572	810
	関西スーパー	¥953	¥1,016	286	305
	イズミヤ、阪急オアシス合計	¥7,150,496	¥12,627,507	286	505
	イズミヤ	¥11,716,439	¥16,874,851	234	338
	阪急オアシス	¥2,584,552	¥8,380,162	52	168
ブルータス	3社統合	¥974	¥1,258	622	803
	関西スーパー	¥1,057	¥1,237	317	371
	イズミヤ、阪急オアシス合計	¥7,609,543	¥10,796,136	305	432
	イズミヤ	¥12,113,949	¥15,631,924	242	313
	阪急オアシス	¥3,105,137	¥5,960,347	62	119

出所：10/15 プレスリリース

楽観的な事業計画に基づいて計算された理論株価であることが、現実との乖離の要因であり、上場企業の関西スーパー様の理論株価すら、市場株価とはかけ離れた理論株価となっています。

また、今回の理論株価では、H20 様の完全子会社であるイズミヤ様と阪急オアシス様の2社合計の理論株価に基づく株式価値（DCF 法）は686～1,207 億円と試算されております。他方、本件公表前の2021年8月30日付のH20 様ご自身の時価総額は1,054 億円です。仮にイズミヤ様及び阪急オアシス様の理論株価が正しいとすると、H20 様の時価総額の大半はイズミヤ様及び阪急オアシス様が占める、またはH20 様のご本業を含む他の事業は価値がゼロまたはマイナスということになってしまい、イズミヤ様と阪急オアシス様の理論株価は、にわかには信じがたいものと存じます。

以上から、関西スーパー様が表示されている3社の理論株価を合算した経営統合後の理論株価（1,787～3,128 円）は、極めて信ぴょう性に乏しいと考えざるを得ません。

なお、10/15 プレスリリースでは、「DCF 法」以外に「類似会社比較法」での各社別の理論株価も示されております。その数値を元に3社経営統合後の理論株価を弊社において試算すると、上表「類似会社比較法による理論株価」の通り、約896～1,269 円との結果となり、弊社提案2,250 円を大幅に下回ります。事業計画次第で結果が大きく左右される「DCF 法」による3社経営統合後の理論株価（1,787～3,128 円）のみを株主に提示し、それ以外の手法による3社統合後の理論株価は伏せて経営統合案を推し進め、株主から2,250 円での売却機会を失わせようとする姿勢は、株主の皆様からすれば理解ができないものと考えます。

④ 関西スーパー様及びH20 様は理論株価（1,787～3,128 円）の実現に対し、責任を負うべき姿勢を明確にすべきと考えます

関西スーパー様とH20 様は、事業計画は合理的に実現可能と説明しながらも、理論株価（1,787 円～3,128 円）については、「一日でも早く、上記理論株価と同水準の市場価格が達成されるよう、スムーズな統合の実施に向けて手続を進めてまいります」としかご説明されていません。株主に対し、理論株価の達成時期へのお約束はおろか、その見込み時期への言及を避けています。一方、関西スーパー様は、臨時株主総会の株主の判断材料として理論株価を提示し、経営統合案による少数株主が享受しうる利益は、弊社提案（一株2,250 円）を「上回るか、少なくとも遜色ない」と説明をされている以上、理論株価は、関西スーパー様が経営統合後の会社の価値として責任を持つべき数値と、株主の皆様は捉えております。関西スーパー様及びH20 様は、株主の皆様に対し、理論株価の実現について責任を負うべき姿勢を明確にすべきと考えます。

なお、10/18 プレスリリースで関西スーパー様は「（本経営統合に伴い）議決権比率の低下という意味での希釈化は生じますが、経済的な価値の希釈化は生じません。むしろ、本経営統合後の当社株式の理論価値は、本経営統合前よりも上昇すると見込まれております」「本経営統合によるシナジー効果は反映されておりません（中略）シナジー効果が達成された場合には、更なる上積みは達成されうることを意味しています。」と、事業計画やシナジーは容易に実現可能であることを主張されていますが、シナジーの具体的な金額やその発現時期を明確にしていなかったことから、シナジーの具体的な検討は未済と理解でき、更なる上積みは達成される裏付けはありません。

事業計画が想定通りに実現しない場合には、株価下落を通じて株主が損失を被る一方、事業計画（シナジー含む）や理論株価は実現可能とご説明されている関西スーパー様の経営陣のほとんどが、持株会社の経営陣としては残らないため、このままでは、計画未達の場合の責任の所在が曖昧になりかねません。

⑤ 多額ののれんが計上されるリスクについて、引き続き明確な説明がありません

関西スーパー様は、弊社が試算したのれん額の計算において「逆取得」の観点で考慮されておらず正確ではない点を指摘されておりますが、2つの株式交換を同時に行うことにより親会社を創出する本件での会計処理について、確立した会計処理の手法があるとすれば、それを十分理解できていなかった可能性があり、試算の手法が違っていましたら、その点はお詫び申し上げます。

一方、上記を考慮しても、多額ののれんが生じることは変わらないと弊社は考えており、実際にどの程度ののれんが生じ、損益の減益要素となるのか、一定の仮定を置いて、株主にお示しすべきと考えます。なお、弊社は、関西スーパー様が経営統合案による理論株価は弊社提案の2,250円を上回り得ると説明されていることを踏まえ、株式交換の効力発生日時点において最低限超えるべき株価として「2,250円」と計算の前提条件を置きました。

⑥ 東証市場区分の変更によりプライム市場に残れない可能性やその影響について、引き続き何のご説明もないのは株主の皆様への説明として適切ではありません

2022年4月4日に株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）の市場区分が見直される予定であり、現在、東証1部の関西スーパー様はプライム市場移行に向けた施策を当然進められているものと拝察します。しかし、本経営統合は、新市場移行に際して、負の影響をもたらします。1つ目は、統合の結果、持株会社の流通株式比率が大きく低下します。その結果、プライム市場での上場維持は困難になると想定されます。2つ目として、ガバナンスの観点では、「⑦親子上場懸念への対応策が不十分と考えます」にも記載の通り、課題を増やすこととなります。従って、本経営統合はプライム市場に向けた取り組みにおいてネガティブな材料になりますが、それにより、関西スーパー様の少数株主の皆様が受ける不利益について、引き続き一切説明がないことは、株主への姿勢として適切ではないと考えます。

⑦ 親子上場懸念への対応策が不十分と考えます

親子上場は構造的な利益相反が生じるため、コーポレートガバナンス・コードでは、独立した社外取締役を取締役の過半数にする等、利益相反による影響を軽減するために、通常の上場会社に求められる水準よりも高度な水準のガバナンスを要請しています。しかしながら、関西スーパー様はQ14への回答にて、本経営統合後の持株会社においては、監査等委員会設置会社とし、特別委員会を設置する旨をご説明されるに留まっております。そもそも現時点で既に関西スーパー様は監査等委員会設置会社であり、加えて、本経営統合後の持株会社の取締役会における社外取締役の割合は現在の関西スーパー様の割合を下回る水準に後退しています。H20様及び関西スーパー様は、親子上場が抱える懸念に対し、少数株主保護のための具体的な対応策は「必要最小限」しか講じない様子であり、これだけ懸念があるガバナンスである中、対応策は不十分と受け止めております。

ご参考までに、10/18プレスリリースで関西スーパー様は持株会社の社外取締役の独立性についてご説明をされておりますが、弊社から議決権行使助言会社に対し、社外取締役の独立性について何かコメントした事実はありません。

⑧ 弊社は、実質的な協議の場はいただけておりません

Q16への回答において弊社提案と本経営統合の検討プロセスの詳細が公表されておりますが、弊社としては、実質的な協議の機会をいただけておらず、数少ない面談での会話を関西スーパー様は弊社提案に関する「協議」であったと主張されていることに非常に違和感を感じております。また、関西スーパー様は特別委員会による弊社への一方的なインタビュー等を経営統合に関する「協議」と位置付けられていますが、弊社はこれらの面談を実質的な「協議」とは捉えていません。

以上を踏まえ、弊社は、引き続き、本経営統合は、関西スーパー様とその株主にとって不利益となるおそれがある議案と考えており、10月29日の臨時株主総会で反対の票を投じる予定です。弊社同様、本経営統合にご異議のある株主の皆様は「反対」の議決権行使をお願い申し上げます。（*1）

*1 具体的な議決権行使の方法については、10月15日付け弊社リリース『「反対」の議決権行使のお願い』

<https://ok-corporation.jp/news/entry-1632.html> をご参照ください。

なお、上場会社の大半の株主の皆様におかれましては、コーポレートガバナンス・コードの原則1-4（*2）に基づいて議決権の行使に関する基準を定めておられると存じますが、10月15日付けのISSとグラ

スルイスによる反対推奨は、自社のステークホルダーに対し合理的な説明をするために責任ある議決権行使を行う上で、ご考慮に入れるべき有意義な意見と存じます。

*2「上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。」

10月29日の臨時株主総会において本経営統合に関する議案が否決された場合、弊社は、関西スーパー様が弊社による公開買付け提案にご賛同いただけるよう真摯に交渉し、上場来最高値にあたる一株2,250円にて公開買付けを実施する方針です。

以上

(別紙)

10/15 プレスリリースを経て、引き続き回答がなされていない弊社質問事項

- (ア) 関西スーパー様はイズミヤ様及び阪急オアシス様の株式を結局いくらで取得されるのか (H20様に割り当てる関西スーパー様の一株当たりの株式価値はいくらか) ご説明ください
- (イ) 9/24 プレスリリースによると、イズミヤ様及び阪急オアシス様の株式価値は、親会社であるH20様の時価総額を上回る可能性もあるものと認識しています。このようなお考えでよいか、念のため確認させてください
- (ウ) 第三者算定機関は継続価値の算定手法として永久成長率法を採用していますが、永久成長率法は国内の金利が低いがゆえに足元では高い価値が算出されやすい手法と存じます。本件では永久成長率法は価値が高く算出されやすい点について、その他の算定手法による算定結果との比較からして、どのように扱われているかご説明ください
- (エ) 関西スーパー様としては、H20様によるイズミヤ様・阪急オアシス様に対する増資を交渉するのではなく、株式交換比率を下げる交渉をすることの方が、関西スーパー様の少数株主の皆様への利益に適うものと存じますが、どのような交渉をされたか、ご説明ください
- (オ) H20様の持分比率を敢えて「58%」となるように設定された理由についてご説明ください
- (カ) 関西スーパー様は現在、東証一部上場しておりますが、2022年4月に適用される東京証券取引所による新市場区分見直しでは、H20グループ様との経営統合による影響で最上位のプライム市場には残れない可能性があるものと存じます。この点及びそれによる関西スーパー様の少数株主への影響についての関西スーパー様のお考えをご説明ください
- (キ) H20様は関西スーパー様との株式交換によって関西スーパー様の支配的な株主となるだけではなく、関西スーパー様経営体制は刷新され、関西スーパー様の経営自体もH20様とそのグループご出身者の方々が担うこととなっております。このような取引は、業績不振が極まって単独では存続できない企業の場合を除いてなかなか見られないものですが、経営統合後の関西スーパー様経営体制においてなぜこのような一方的に不利な条件を受け入れる必要があるのか、ご説明をお願いいたします
- (ク) 2021年9月24日に関西スーパー様が公表されました理論株価の算定の前提となっている事業計画は過去水準を上回る近年にない利益改善が見込まれております。10月29日の臨時株主総会における関西スーパー様株主のご判断にあたり、当然、この理論株価と事業計画は重要な意思決定の前提となります。経営統合案が可決された場合、関西スーパー様経営の舵取りは、現在の経営陣からH20様とそのグループご出身者が大半を占める新たな経営陣へ引き渡されることとなりますが、新経営陣が責任をもって理論株価及び事業計画の達成を推進されることを関西スーパー様株主にお約束いただけるのか、ご説明願います