

2008 年上半期ガバナンス回顧

2008 年 7 月 9 日 全 3 頁

# C F S とアインの統合をイオンが阻止

経営戦略研究所  
藤島 裕三

純粋持株会社に移行するイオンのグループガバナンスが注目される。

## [要約]

- 1 月 22 日の C F S 臨時株主総会で、アインとの株式移転による経営統合が否決された。筆頭株主のイオンが反対して委任状争奪戦を展開、議案否決に必要な支持を集めた。
- 報道によれば、個人の約 4 割が反対に回った。業績回復を優先すべきという、イオンの主張が分かりやすかったのだろう。一方、機関投資家の 8 割は会社提案に賛成した。
- 今後は中期経営計画そしてイオン主導に従って、C F S 業績が回復するかが問われる。純粋持株会社体制の下、さらなるイオングループ内の再編に発展するかもしれない。

## イオンが C F S との 委任状争奪戦で勝利

1 月 22 日、C F S コーポレーション（以下、C F S）の臨時株主総会にて、アインファーマシーズ（以下、アイン）との株式移転による経営統合が否決された。約 15%（当時）を保有する筆頭株主のイオンが統合案に反対、2007 年 12 月より委任状争奪戦を展開しており、否決に必要な支持を集めた結果となった。

会社提案を否決に追い込んだ委任状争奪戦の例としては、2007 年 2 月に開催された東京鋼鐵の臨時株主総会において、約 10% を保有する投資ファンドのいちごアセットマネジメントが、大阪製鐵の完全子会社となる議案に対して、株式交換比率が東京鋼鐵の既存株主に著しく不利だと主張して反対した事案がある。

2008 年 6 月総会においては、英国ファンドのザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド（T C I）が電源開発（J パワー）に対して、米国ファンドのブランデス・インベストメントが日比谷総合設備に対して、国内ファンドの F C A コンサルティングが北沢産業に対して、それぞれ増配や買収防衛策の廃止などを求めて委任状争奪戦を展開したが、いずれも会社提案の可決に終わった。

## C F S とアインの経 営統合案に反対

今回のイオンと C F S による委任状争奪戦は、2007 年 10 月 4 日に C F S とアインが共同持株会社の設立を発表したことに端を発する。C F S はドラッグストア事業に、アインは調剤事業にノウハウを持っており、両社がそれぞれの強みを持ち寄ることによって、わが国を代表するトータルヘルスケア企業を目指すとした。

これを受けてイオンは 11 月、統合議案に対する反対の意向を表明した。本件においても問題となったのは株式移転比率である。統合案では C F S 株式 1 株につき共同持株会社株式 0.3 株を、アイン株式 1 株につき同 1.25 株を割り当てる予定で、アイン株価から C F S 株式の評価額を計算すると 504 円ということになる。

イオンは 504 円という C F S 株式の評価について、業績悪化で株価が低迷している時期にあえて決められたもので、株主の利益を不当に侵害するレベルであるとした。C F S がイオングループの経営資源を活用することを前提とすれば、少なくとも同社の株価は 800 円以上で評価されるべきだとの主張である。

イオンと C F S が互いの主張を展開

C F S は経営統合案を発表した当時、イオングループのドラッグストア連合である「イオン・ウエルシア・ストアーズ」に名を連ねていなかった。イオンは反対表明のリリースにおいて、C F S 経営陣が同社グループの経営資源を活用しないため、業績の悪化ひいては株価の低迷をもたらしたと指摘した。

イオンは C F S が足下の業績を速やかに回復することを主張、独自の「企業価値向上策」を C F S 経営陣に提示した。イオングループ各社（ウエルシア関東、マックスパリュ東海）との業務提携を通じて、グループ共同による仕入・調達、プライベートブランドの導入を実現することが骨子となっている（図表 1）。

これに対して C F S は、ドラッグストアの「同質化」から脱却するためには、アインの経営資源（調剤薬局のノウハウ、所属する薬剤師）が必要であると、同社株主に説明を繰り返した。株式移転比率についても、独立した第三者による株式移転比率算定書を踏まえた、既存株主にとって公正なものだと主張した。

株主の支持をより多く得たのはイオン

委任状争奪戦の結果、C F S とアインの統合議案は否決された。2007 年 2 月 23 日付の日経産業新聞によれば、個人の約 4 割がイオン支持に回ったとのこと。C F S の株主構成のうち約 40% を個人が占めており（図表 2）、ここから相当数が反対に回ることでイオンと併せて約 1/3 に達した模様。個人株主にとっては、足下の業績回復を優先すべきだという、イオンの趣旨が分かりやすかったのだろう。また両社の取引先など事業法人の約 5 割、および取引銀行の約 6 割も同調したという。

その一方で、機関投資家の 8 割については、会社側の提案に賛成したと報じられている。C F S のリリースによると、議決権行使助言機関の I S S とグラスルイスは、両社の統合議案を支持するレポートを配布していた。機関投資家の多くが統合に賛成した事実は、個人株主とは別の価値観が働いたという点で注目される。

イオン主導の C F S 再建がスタート

一連の流れを受けて 3 月 17 日、イオンと C F S は資本・業務提携を発表した。イオンは C F S への出資比率を 33.3% まで引き上げた上、代表権を持つ副社長として常務執行役を派遣する。また C F S 創業社長は退任して、子息の副社長が昇格する。なおアインとの統合については、白紙撤回が確認された。

さらに 5 月の定時株主総会を経た 7 月 7 日、C F S は 3 ヶ年の中期経営計画を発表した。その中ではビジョンのひとつとして、「イオン株式会社との業務・資本提携強化を推進」や「同社の経営資源の有効活用」を謳っている。もちろん C F S は現在、イオン・ウエルシア・ストアーズの一員に名を連ねている。

今後は同中計そしてイオン主導に従って、C F S の業績回復が着実に達成されるかが問われる。進捗次第ではさらなる企業再編に発展するかもしれない。イオンは 8 月に純粋持株会社へ移行すると決定しており、新たなグループガバナンス体制の下、より高次のグループ価値を創出できるか注目される。

図表1 イオンによるCFSコーポレーションの企業価値向上策

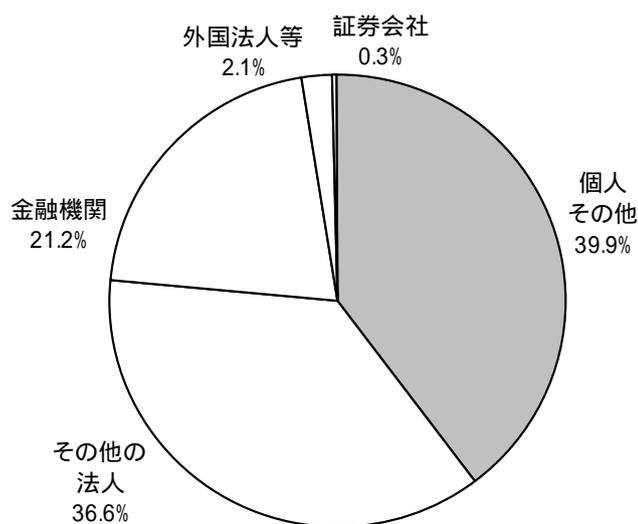
	2007年度 予想	売上比		2010年度 目標	売上比
売上高	1,430		➔	1,800	
営業総利益	390	27.3%		520	28.7%
販管費	385	27.0%		466	25.7%
営業利益	5	0.3%		54	3.0%

[ドラッグストア事業]  
 ・提携先: ウエルシア関東  
 ・既存店売上: 3.5%成長  
 ・新規出店: 毎年15店舗

[スーパーマーケット事業]  
 ・提携先: マックスバリュ東海  
 ・新規出店: 毎年2店舗

イオンのニュースリリース(2007年11月16日付)添付資料よりD I R経営戦略研究所作成

図表2 CFSコーポレーションの株主構成(2007年2月末現在)



CFSの有価証券報告書(2007年2月期)よりD I R経営戦略研究所作成