



Topics / Insight

2024 年 4 月の注目ディール:

イオン、ウエルシア、ツルハによるドラッグストア事業の経営統合

2025 年 5 月 14 日

業界首位と 2 位の経営統合

2025 年 4 月 11 日、イオン、ウエルシアホールディングス及びツルハホールディングスの 3 社は資本業務提携に係る最終契約を締結したことを発表しました。本件は、2024 年 2 月 28 日に公表済みの資本業務契約締結に基づくもの。統合のストラクチャーや今後の経営方針、ガバナンス等について、詳細協議の上でたどり着いた合意です。昨年の 2 月時点では 2027 年 12 月までに合意をするとなっていた期限を大幅に短縮したものとなりました。

ウエルシア HD は、イオンの上場子会社でありながら、ドラッグストア業界において売上高が 1 位。同 2 位のツルハ HD との経営統合は、業界再編を更に加速させるものと注目されました。

元々、ドラッグストア業界は M&A を通じたグループ拡大が得意な業界です。最近を代表する大型事例としては、2021 年のマツモトキヨシとココカラファインが経営統合してマツキヨココカラ&カンパニーが誕生したことが記憶に新しいでしょう。ウエルシア HD とツルハ HD も、共にこれまで買収を重ねて売上 1 兆円を超えるグループに成長してきた企業です。

こうした業界再編の流れの中で、本件経営統合の直接の引き金となったのは、オアシス・マネジメントがツルハ HD の株式を取得したこと。更に、オアシスの保有株をイオンが買い取ることで、両社の統合機運が高まりました。

複雑な統合ストラクチャー

本件は他の案件では見られない複数のストラクチャーの組み合わせとなりました。一部の細かい部分を割愛して主要な部分だけをまとめると、①競争法その他の法令に係るクリアランスを取得した後、イオンがツルハ HD の株式を追加取得して持分法適用関連会社化、②ツルハ HD が完全親会社、ウエルシア HD が完全子会社となる株式交換を実施、③イオンがツルハ HD に対して TOB を実施して子会社化、の流れとなります。TOB 後のスクイーズアウト手続きは実施されず、ツルハ HD はイオンの子会社として上場を維持します。

上記のプロセスについて、少し詳しく見てみましょう。

① イオンによるツルハ HD 株の持分法適用関連会社化

イオンとツルハ HD は、元々 1995 年に業務・資本提携をしており、当時の第三者割当増資によりイオンはツルハの株式を所有していました。本件では、まず、オアシス所有株の取得に先立ち、取得後の所有割合が 20%弱となるように、イオンが保有する 7%分を野村証券に売却。その後にオアシ



Topics / Insight

スが保有する約 14%の株式を買い取ります。野村に売却した株式は、競争法等のクリアランスを取得した後に買い戻し、27%の株式を保有して、ツルハ HD を持分法適用関連会社とします。

② ツルハ HD とウエルシア HD の株式交換

ウエルシア HD とツルハ HD は共に 1 兆円規模の売上を誇り、時価総額も約 5000 億円と拮抗しています。そのため、理論上は 2 社による対等合併や、ウエルシア HD を完全親会社とする株式交換形態もあり得ますが、本件はイオンを含めた統合であることも勘案されて、ツルハ HD が完全親会社となるストラクチャーが採用されました。

株式交換比率は 1:1.15。ウエルシア HD 株式 1 株に対してツルハ HD 株式 1.15 株が割り当てられます。但し、元々ツルハ HD の発行株式総数はウエルシアの約 4 分の 1 であり、一株あたりの市場株価は 4 倍を少し超える程度。そこで、ツルハ HD は株式数を増やすために、株式交換に先立って株式分割を実施して 1 株を 5 株に分割することになっています(上記の交換比率は 5 株に分割することを前提とした比率です)。交換比率が 1:1 以上になったことで、1 単位(100 株)しか保有していないウエルシア HD 株主も、継続して 1 単位以上の株式を保有できるようになりました。

また、上記の交換比率は公表日前日における株価を基準とすると、3.5%のプレミアムです。一方で、過去 1 ヶ月間の終値平均を計算すると 0.4%のディスカウント。一般に、株式交換ではプレミアムが付きにくい傾向にありますが、本件では対等の交換という色合いが出ていると思われます。

③ イオンによるツルハ HD の TOB

イオンは、上記の株式交換により、ツルハ HD 株式の 39%を保有することになります。株式交換後、本年 12 月上旬頃に開始が予定される TOB では、イオンはツルハ HD を上場子会社とすることを企図しているため、最大で 50.9%と所有割合となるように買取予定数の上限が設定されました。部分買付の TOB ではプレミアムが大きくなることが一般ですが、本件で予定される TOB 価格 11,400 円は、公表日前営業日の市場株価に 9%、過去 1 ヶ月から 6 カ月の終値平均に対してはそれぞれ 20%台のプレミアムとなりました。ツルハ HD は複数回にわたりイオンと TOB 価格引き上げの交渉をしたものの、結果として、高いプレミアムを付けさせることはできませんでした。

ツルハ HD は、TOB 後も上場が維持されることから、TOB 価格の妥当性については判断を留保し、TOB への応募については、株主の判断に委ねることとしました。そのため、第三者算定機関からの株式価値算定書も取得しなかったとされています。また、会社とは別に独自のファイナンシャルアドバイザーを起用したツルハ HD の特別委員会も、同様の理由で、株式価値算定書を取得していません。

公開買付者との TOB 価格の交渉は、一般株主の利益を守るという観点からも、取締役会に課せられた重要な役割です。実質的に交渉に関与すべきとされている特別委員会にとっても、同様です。そのため、交渉にあたって、ファイナンシャルアドバイザーによる株式価値の分析は実施されているはず。株式価値算定書の最終版を取得しなかった理由は理解に苦しみます。

Topics / Insight

今後も集まる注目

ツルハ HD の株式を約 10%保有する米系運用会社のオービス・インベストメンツは、本件公表の翌営業日にあたる 4 月 14 日に、TOB 価格はツルハ HD の価値を過小評価しているとして、経営統合案及び TOB に反対である旨公表しました。オービスによれば、ツルハ HD の価値は 20,000 円を上回る可能性があるとのことであり、今後の統合プロセス実行に波乱が生じる可能性も出てきました。

本件の経営統合における、株式分割、株式交換及び TOB の諸プロセス実施はこれからです。また、統合後の企業価値向上を実現させるための PMI プロセスも並行して進められるでしょう。その過程において、アクティビストがどのように仕掛け、イオンとツルハ HD が対抗するか、今後の注目が集まります。

<問い合わせ先>

ベネディ・コンサルティング株式会社

Mail: info@benediconsulting.jp

Web site: <https://benediconsulting.jp>