



2022年1月25日

電子メールにてご送付

102-8452 東京都千代田区二番町8番地8

株式会社セブン&アイ・ホールディングス取締役会 御中

戦略上の代替策について

セブン&アイ取締役 各位

ご案内の通り、バリューアクト・キャピタル（以下「バリューアクト」又は「当社」といいます。）は、2020年より引き続き株式会社セブン&アイ・ホールディングス（以下「セブン&アイ」又は「貴社」といいます。）の株主であり、現在の保有比率は発行済株式の約4.4%です。バリューアクトは、貴社の株主のうち最大の持ち株保有率を有するアクティブファンドです。当社は、貴社との非公開の対話に感謝申し上げます。原則として、当社は、バリューアクトが企業の戦略に貢献するためには、非公開でのエンゲージメントを行うことが最も有効であると考えています。このモデルにおいて、日本を含むグローバルリーディング企業による変革の成功を導いたバリューアクトによるサポートは、すでに十分に立証されてきています。

そうであるにもかかわらず、今回当社がこのような公開の書面を用いるという例外的な方法をとるに至ったのは、セブン&アイが大胆な構造改革を行い、また危機感を持ってそれを直ちに行うことが必須であると考えたためです。貴社は、戦略的な集中にかけており、そのポテンシャルに比して大幅にアンダーパフォームしています。その一方で、小売業界は、新たな破壊的な（ディスラプティブな）勢力がセブン&アイの市場に参入し、急速に変化しています。近時の貴社の中期経営計画（以下「本中期経営計画」といいます。）によると、セブン-イレブンのコンビニエンスストア事業は、グループの営業利益のうち97%を占め、また企業価値創出額の100%超を占めています¹。セブン&アイがセブン-イレブン事業に集中した場合には、この成長産業におけるグローバルなチャンピオンになることも可能です。逆にこのまま集中を行わない状況が続けば、当該事業は、平凡又はさらに悪い結果となるリスクすら抱えています。

¹ 2022年1月13日に更新された貴社の現決算期における営業利益予測；企業価値創出：2021年7月1日付け中期経営計画に基づく、セグメントごとのROIC予測 対 連結WACC

これまでの非公開の対話の中で、当社は、当社自らの調査結果を共有したうえで、貴社が直ちに企業としてのパーパスをコンビニエンスストア事業に集中させ、海外拠点におけるパフォーマンスを改善させ、また長期的な成長のために投下資本を再分配するとの取組みを行うことについて提言してまいりました。すなわち、当社は、これまで当社が貴社との間で詳細に議論してきた取組みは、貴社の現状及び本中期経営計画と比較して、中長期的な観点において企業価値を大きく改善させる方策であると確信しています。

上記取組みには、コンビニエンスストア小売事業以外のビジネスについての事業保有形態について代替策を模索することを含みます。この取組みにより、利用可能な資金を増やし、それらのビジネスについて、今日の社会需要に即した変革を推進できることとなります。また、上記取組みは、間接費の大幅な減少や成長のための取組みを通じて、セブン-イレブンの海外拠点における収益を本中期経営計画に比して大幅に上回る形で改善させることができます。当社がこれまでに実施してきた企業変革の豊富な経験に基づけば、かかる取組みはすぐにでも実行可能です。さらに、これらの取組みは、日本のメディアレポートや公表されている職場レビューによると現状では低水準にあるとされる貴社従業員のアラインメント・満足度についても、向上させることができる可能性が高いと考えられます。

当社の考え及び協力の申し出に対する貴社経営陣の回答は、満足のいくものではありませんでした。約1年にわたり、貴社経営陣に対して、貴社の近時の本中期経営計画よりは大幅に成長見込みのある、全般的な戦略計画をお伝えしてまいりました。当社はこれまでに、本中期経営計画は、戦略的視点が漠然としており、セブン-イレブンの海外拠点について目標値が困惑させられるほどに低く、またコンビニエンスストア小売事業以外の事業については企業価値が創出されない計画であるという点について、たびたび説明を行ってまいりました。結果として本中期経営計画における1株当たりの利益目標は、コアとなるセブン-イレブン事業の本源的潜在価値を大きく下回っています。当社の主張は、第三者である証券アナリストが作成し、公表されたレポートにおける「サム・オブ・ザ・パーツ」分析にも沿ったものです。なお、かかる分析では、セブン-イレブンのタックスフリー・スピノフによる潜在的な価値創出について強調されており、これについても当社はこれまでに貴社経営陣に対して提言してきておりましたが、貴社においては真剣に検討されてこなかったのではないかと考えております。

当社との対話における貴社経営陣からの主たる回答としては、現状計画とより高い本源的な可能性との間の大きな差異に対応する方策については、公開ベース又は非公開ベースを問わずこれを行わないとした一方で、一般的な「方向性」についてはこれに同調するといった内容でした。セブン&アイの株価が長年にわたり不調となり、株式会社セブン-イレブン・ジャパンを除く他のすべての貴社ビジネスも不調となり、コングロマリット内でのシナジーも非常に限定的なものとなり、更に事業環境も困難となった後で、経営陣からこのような活力の欠ける回答がなされることを問題視しております。

意思決定の早さは事業の集中及び変革の実行において不可欠であることから、当社は、このようにセブン&アイの意思決定が遅いことに危機感を感じております。このように貴社からの回答や貴社における意思決定が遅くなっている理由は当社には完全にはわかりませんが、当社は、貴社は持株会社レベルにおいて極めて異例な経営体制を有し、内部でのコンフリクトが生じ、また持株会社の意思決定者と重要な子会社の事業との間で驚くほど距離のある関係が生じてしまっていると考えております。熱心な人材と優秀な社外取締役を揃えてはいるものの、当社から見ると、会社全体としてのガバナンス及び経営の構造が非効率であり、貴社自らには進めていない改革が必要になっていると考えています。それゆえに、当社は、独立した株主からの直接かつ公開されたインプットなしに戦略の方針を設定する貴社経営陣の能力に対する信頼を喪失しております。

幸い、日本におけるコーポレートガバナンスのベストプラクティス及び株主の法的権利により、株主からのこのようなインプットを行うために有効な方法が与えられています。以上のような考えから、バリューアクトは、貴社取締役会に対して、以下2つの正式な要請をここに行います。

要望その1: 戦略及び経営の監督における重要事項について、貴社の社外取締役により株主から直接インプットを得ていただくことを求めます。

当社は、貴社の社外取締役のうち1名以上の方（もし「筆頭独立社外取締役」が選任されている場合には当該「筆頭独立社外取締役」を含む）が、今後数日間かけて個別の又はグループでのセッションにより、20から30の貴社の筆頭の機関投資家のポートフォリオ・マネージャーに連絡をとり、直接意見を聞く機会を持つことを、ここに正式に要請いたします。貴社のパフォーマンスや戦略に関して既に見解を有していると考えられることから、貴社を積極的にフォローしているポートフォリオ・マネージャーを有する投資家からの意見聴取を優先すべきと考えています。別紙に記載のとおり、公開情報をベースとして、貴社の株主から、これらに該当するような機関投資家をリストアップしております。機関投資家の方々は、スチュワードシップの責任を果たすべく、貴社からの質問に迅速に回答するであろうと考えられます。

この社外取締役による株主へのインタビューにおいては、貴社の経営陣又はそのアドバイザーの関与は事務的なものととどめて頂きたく存じます。また、社外取締役が実施する株主へのインタビューでは、以下の事項について質問していただきたく存じます。

1. あなたは、現経営陣が正しい戦略ビジョン、経営体制及びその実行能力を有し、そして戦略上の他の選択肢を含め検討することに前向きだと考えていますか？ 又は変革が必要だと考えますか？
2. あなたは、近時公表された中期経営計画が、中長期的な視点から企業価値を高める上で最適なものと考えていますか？

3. あなたは、リスクを加味した上でより優れたポテンシャルを有する他の戦略又は事業保有形態で、別の選択肢として会社が検討すべきものがあると考えていますか？ もしある場合、こういった選択肢ですか？
4. あなたは、取締役会が、それらの他の選択肢を評価するための社外取締役による「戦略検討委員会」を組成すべきと考えますか？

当社の見解については貴社との間の非公開の対話において詳細は明らかと存じますが、ここではその要点のみ絞ってお伝えいたします。当社としては、現在の事業計画は、中長期的な観点から、貴社の企業価値を創出するために最適なものとはいえないと考えています。当社は、貴社事業（特にセブンイレブン）の競争力及びパフォーマンスを更に向上させるために必要な注力ができるよう、会社全体及びそれぞれのビジネスユニットの保有形態の代替案について検討すべきであると考えています。非効率な経営状態を考えると、経営陣における変革も必要となり得ると考えております。上記の理由から、当社は、これらの代替策の選択肢を検討、分析するための社外取締役による「戦略検討委員会」を組成すべきであると考えています。

貴社の経営陣の皆様は、通常のIRプログラムは、社外取締役が株主からフィードバックを受けるために十分であると主張されるかもしれませんが、しかしながら、公開での情報開示や株主らでの意見交換を踏まえると、当社は、重要事項について株主が自らの意見を効果的に貴社取締役会に伝えられているとは考えておりません。さらに重要な点としては、重要な事項についての貴社による回答は、満足のいくものでもありませんでした。実際、機関投資家らが経営陣の委任状勧誘会社の一社から近時受領した調査においては、重要な戦略的論点を回避し、また場合によっては取締役会を誤導しかねないようなものにさえ見受けられました。長期にわたるパフォーマンスの低下、従業員の士気の低下、そして非効率な経営状態に鑑みると、お互いの理解を深め、歩調を合わせていくためには、今まさに社外取締役による株主への直接のインタビューを実施する必要があると当社は確信しています。

要望その2： 貴社取締役会が、社外取締役による「戦略検討委員会」を正式に組成することを求めます。

当社は、貴社への正式な要望として、戦略上の選択肢について検討し、またビジネスの代替的な保有形態（事業部門の売却、事業部門のスピンオフ又は第三者との事業統合を含みます。）が貴社及びそのステークホルダーにとってより優れた価値や戦略的な利益をもたらすかどうかについて分析、検討するための組織として、社外取締役のみで構成される「戦略検討委員会」を貴社取締役会が正式に組成することを、ここに求めます。

この戦略検討委員会については、その構成メンバー及び外部の財務・法務アドバイザーを公に明らかにすることを求めます。当社としては、この戦略検討委員会が、遅くとも貴社の次の定時株主総会（以下「2022年定時総会」といいます。）の招集通知を送付する1週間前までには

(すなわち戦略検討委員会からの報告期限は、2022年4月の最終週となると考えられます。)、公表を行う方法により、委員会としての結論ならびに戦略、経営及びコーポレートガバナンスに対する変革の提言を行うよう求めます。これにより、株主は、より関連性の高い情報をもって定時株主総会において株主権を行使することができるようになります。もし必要であれば、当社バリューアクトは、2022年定時総会が近づいたタイミングで、株主提案権を行使することを検討いたします。

社外取締役が今後株主へのインタビューを実施することにより、社外取締役としても、より株主の所感に沿った、経営陣によるフィルターを介さない真の意見にふれることができ、これは上記の戦略検討委員会の組成を行うべきか否かを決定するにあたってもよい指標となるはずで、そして、戦略検討委員会は、貴社取締役会が戦略における透明性を取り戻す一助にもなるはずで、

当社としては、2022年2月3日に開催予定の次回の貴社定時取締役会の後に、公表を行う方法により、上記要望についての貴社取締役会としてのご見解をお聞かせいただきたいと考えています。

当社は、貴社取締役会へのご要望の正当性を含め、当社の考えを他の株主とも共有するつもりです。

貴社のステークホルダーを代表して、貴社のご協力に感謝申し上げます。

敬具

ValueAct Capital

別紙

セブン&アイにおける機関投資家上位30社

以下のリストは、主にFactSetを用いて作成されたものです。一部の機関投資家についてはFactSetにおいて表示される順位よりも高い順位にリストされている場合がありますが、これは当該機関投資家の保有持分を合計したためです。入手可能な個別のファンドに関する情報に加え、機関投資家の公開資料を利用することにより、バリュートは、以下の太字により、貴社を積極的にフォローしているポートフォリオ・マネージャーを有し、アクティブポジションを有すると考えられる機関投資家を特定しております。

投資家の名称	OSに対する割合*
野村アセットマネジメント株式会社	4.48%
ValueAct Capital	4.40%
三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社	4.10%
アセットマネジメントOne株式会社	3.94%
BlackRock	2.59%
The Vanguard Group	2.42%
日興アセットマネジメント株式会社	2.14%
日本生命保険相互会社	1.99%
大和アセットマネジメント株式会社	1.90%
Norges Bank Investment Management	1.68%
MS&ADインシュアランスグループホールディングス株式会社	1.04%
T. Rowe Price	0.96%
三菱UFJ国際投信株式会社	0.93%
Geode Capital Management	0.71%
California Public Employees' Retirement System	0.68%
Artisan Partners	0.68%
株式会社りそな銀行	0.63%
Mackenzie Investments	0.51%
Dimensional Fund Advisors	0.49%
Amundi Asset Management	0.27%
J.P. Morgan Asset Management	0.27%
Fidelity International	0.27%

Macquarie Investment Management	0.27%
横浜銀行企業年金基金	0.25%
Thompson, Siegel & Walmsley	0.23%
Charles Schwab Investment Management	0.23%
CPP Investment Board	0.22%
FMR - Fidelity Management & Research Company	0.22%
Nordea Investment Management	0.21%
Principal Global Investors	0.19%

※OSとは、発行済株式に対する持分割合を意味する。

出典：FactSet（2022年1月23日に最終アクセス）

免責事項

本書面は、ValueAct Capital Management, L.P.（以下「ValueAct Capital」といいます。）によって作成されました。ValueAct Capitalは、情報提供及び議論のみを目的として、本書面を提供しています。

本書面で表明する見解は、本書面の日付時点におけるValueAct Capitalの意見を反映していません。ValueAct Capitalは、本書面で表明するいかなる意見についても、いつでも、いかなる理由においても、変更又は修正する権利を留保し、また、本書面に含まれる情報を訂正、更新若しくは修正し、いかなる追加資料も提供する義務を負いません。本文書に含まれる全ての情報は、ValueAct Capitalによる独自の調査及び分析並びに一般に入手可能な情報に基づいていません。一般に入手可能な情報には、一般に入手可能な開示情報、収支報告その他会社が主催する一般公開イベント、ニュース記事及びその他のメディアレポート、セルサイドのアナリストレポート、第三者によって行われた独自の調査プロジェクト並びに一般に入手可能なデータベースが含まれますが、これらに限定されません。本書面に掲載されている資料は、セブン&アイは作成又は是認しておらず、また、いかなる形でもセブン&アイに帰責しうるものではありません。本書面に記載された情報は、未監査であり、本書面の日付までのValueAct Capitalの判断を反映しており、いつでも変更される可能性があります。事実関係は、信頼性があると思料される情報元から入手していますが、正確性は保証されません。ValueAct Capitalは、かりにValueAct Capitalが認識した場合にはValueAct Capitalの意見を変更しうるセブン&アイに関する機密情報その他の非公開の情報が存在しうることを認識しています。本書面は、セブン&アイの評価、セブン&アイの有価証券又は本書面に記載された事項に関連しうる全ての情報を含むことは意図していません。ValueAct Capitalは、これらの文書を訂正、更新若しくは訂正し、又はこれらの文書の受領者にいかなる追加資料も提供する義務を負いません。

ValueAct Capitalが管理するファンド及びアカウント（以下「Funds」という。）は、本書面において言及する有価証券に関して実質的な所有権及び/又は経済的利害を有しています。本書面は、随時変更されうるValueAct Capitalの現在若しくは将来の取引及び議決権行使の意図を示すものではありません。ValueAct Capitalは、セブン&アイに対するFundsの投資を継続的に見直し、セブン&アイの財務状況、戦略的方向性、セブン&アイとの協議の結果、市場全体の状況、有価証券の価格設定等の様々な要因に応じて、セブン&アイの有価証券の取引を行い、また、セブン&アイに対するFundsの投資に関して、適切と考えられる行為を実行する権利を留保します。ValueAct Capitalは、かかるいかなる変更についても、他社に通知する義務を負いません。

本書面に記載されている過去の事実に関する情報を除き、本書面に記載されている情報及び見解は、推定、予測その他の将来の予想に関する記述を構成します。これらの記述の中には、「しうる」、「だろう」、「はずだ」、「予想する」、「期待する」、「予測する」、「予想する」、「意図する」、「確信する」又はこれらの組み合わせ若しくは類する用語の使用によっ

て識別できるものが含まれています。将来の予想に関する記述は、エグジット及びバリエーションマルチプルについての推定及び予測並びに未発生の事象や条件に基づいており、これらのいずれか又は全てが不正確であると判明する可能性がある以上、本来的に信用できるものではありません。将来の予想に関する記述は、不確実性や変化（バリエーションマルチプル、収益予想、経済、経営、政治その他の状況又は特定の投資先企業の経営における変化等）の影響を受け、これらはすべてValueAct Capitalがコントロールできる事象ではないため、関連する実際の結果が、将来の予想に関する記述によって表明又は示唆された結果と大きく異なる可能性があります。何人も、将来の予想に関する記述のいずれかが達成されること、セブン&アイが損失を回避できること、又はいずれかの企業が企図した活動を実施できることについて、保証、表明又は確約を行いません。ValueAct Capital並びにその役員、従業員、パートナー、株主、関係会社、アドバイザー及び代理人は、将来の予想に関する記述の正確性又は妥当性について、いかなる保証、表明又は確約も行っておらず、また、その正確性について独自の検証も行っておりません。様々なリスクや不確実性により、実際の出来事若しくは結果又はValueAct Capitalの実際の業績は、将来の予想に関する記述に反映又は企図されたものと大きく異なる可能性があります。

いかなる場合においても、本書面は、有価証券（ファンドの持分を含むが、これに限定されない）の売買の申込み又はその勧誘として使用され、又は見なされるものではありません。本書面の内容は、いかなるファンドについても宣伝する、又は宣伝することを意図しておらず、また、宣伝すると解釈されうるものではありません。ファンドの持分を購入するためのいかなる申し出も、適格な被申込人が当該ファンドの機密メモランダムを受領した場合にのみ行われます。ファンドへの投資の条件は、関連するファンドの構成文書に準拠しますが、当該構成文書は本書面を含みません。

本書面は、直接的又は間接的に、いかなる機密情報も求めるものとは解釈されるべきではありません。ValueAct Capitalは、書面で明示的に合意した場合を除き、かかる情報の受領を機密として扱う義務を負いません。本書面を提供することによって、ValueAct Capitalとその他の者との間に、合意、約束、理解その他の法的関係が存在し、又は存在するとみなされることはありません。ValueAct Capitalは本書面の受領者のために又はその代理して行動することはなく、またいかなる助言又はサービスも提供しません。行動の指針を決定する前に、本書面の受領者は、関連するリスクを検討し、必要と判断した場合には、自身の独立のアドバイザーと協議をしてください。