



2023年4月27日

株式会社セブン&アイ・ホールディングス取締役会御中

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、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）の取締役会が2023年4月25日に公表した最新のレターでの見解に対し、失望を表明いたします。貴社のレターでは、井阪社長の在任中の低調な業績、18年前のホールディングス設立時に約束されたシナジー効果発現の失敗、従業員のエンゲージメントの低下、度重なるガバナンスの失敗、株主の不満にもかかわらず、井阪社長が選択するコングロマリット戦略をなぜ株主が信頼すべきかを主張しています。貴社の公開したレターおよび今週行われた井阪社長のメディア取材を拝見し、井阪社長のリーダーシップの下では、セブン&アイは、客観的で透明性のあるフィデューシャリー・アプローチで戦略的代替案を検討しないという当社の確信が一層強まりました。

バリューアクトは、提案する取締役候補に関する追加説明と井阪社長の解任の重要性を解説する詳細なプレゼンテーション資料をお送りする予定です。それまでの間に、**井阪社長が行った重大な3つの不正確な説明**について注目いただければ幸いです。

1. バリューアクトの提案は、セブン&アイのリーダーシップに関するものであり、スピノフを強いるものではありません。

バリューアクトのキャンペーンがコンビニエンス事業の「早急なスピノフを強制」するものであるかのような誤解を株主に与えようとするセブン&アイの試みを当社は否定します。株主は、スピノフに関する投票を求められているわけではありません。

むしろ、株主価値と企業価値の最大化の観点から、社長の後継者の選出プロセスを慎重かつ熟慮に行い、あらゆる選択肢を検討する取締役会を、当社は取締役会の強化と井阪社長の退任の提案を通じて求めています。十分な議論と定量的な分析を怠ったまま、コングロマリット戦略の重要性を主張し続けることは、井阪社長のリーダーシップの問題点を示しています。井阪社長のリーダーシップの下では、コングロマリット戦略に代わる選択肢を強固で株主からの信任のあるプロセスを通じて真摯に検討することはできません。これに対し、バリューアクトは、井阪社長の退任後の刷新された取締役会において、あらゆる選択肢を自由に検討

し、長期的価値に向けて会社を強化することが、ステークホルダーの利益につながると考えています。

2. 「録音問題」は、リーダーシップとガバナンスプロセスの弱さを象徴しています。リーダーシップとガバナンスプロセスの改善こそ、バリューアクトの提案の中で問題としている点です。

在任が長期にわたる社長が、ガバナンス上、独立すべきプロセスに対し不適切な影響を与えるパターンが見受けられる場合、社外取締役が過半数を占めるということだけでは不十分です。株主からの信任を受けている社長は、取締役会の全会一致を求めるのではなく、反対意見を歓迎し、独立したプロセスに実権を与えるべきです。論争のある問題では、利益相反のある当事者を含まない意思決定プロセスが認められることが不可欠です。これには、最近のセブン&アイの以下のような事例が含まれます：社長の後継者レビュー、戦略的レビュー、買収提案のレビュー、株主提案のレビュー、セブンペイのサイバーセキュリティ事件の調査、最近の無許可での株主の録音の不適切な使用等。貴社の公式な見解に添付されている「録音問題」に対する回答は、正当な懸念を無視した軽率なものでありました。法的な意味合いを持ち、重要な時期に株主との対話に影響を与えるような論争となる問題に、独立した対応が求められる取締役会への期待に沿うものではありませんでした。

3. セブン&アイが "本質的な戦略推進に関する議論" をするためには、バリューアクトの質問に明確に回答する必要があります。

当社が、ガバナンスの問題を指摘したことに対し、事業戦略に関する本質的な議論から意図的に逸脱させる意図があるという貴社の主張は理不尽です。当社は、事業戦略に関する何千ページもの資料を共有し、貴社からの適切な回答が得られないまま、数え切れないほどの時間を費やしてきました。バリューアクトの「建設的な投資家(constructivist)」というイメージは、投資先企業の改善を支援するために、すべてのステークホルダーを代表し、時間、エネルギーを費やし、ネットワーク、専門知識を提供することに由来しています。この議論を実りあるものにするためには、当社の努力に真摯に答えてくれることが必要です。

セブン&アイは、バリューアクトと事業戦略に関する本質的な対話を非公開の場で行うことを拒否し、また、戦略および再評価プロセスに関する当社の明確かつ具体的な質問に回答することも拒否してきました。

当社が 2023 年 4 月 2 日に公表したプレゼンテーション資料において、グループ戦略再評価に関する 9 つの具体的な質問を行いました。また、戦略に関する議論を進展させるため、十分な回答を求めました。4 月 6 日に井阪社長が 4 月中旬までに完全な回答を出すと発言されたにもかかわらず、現在までに明確なご回答はありません。

当社は、セブン&アイの株主が井阪社長のリーダーシップを維持するか否か、また、独立した新しい視点を加えることがセブン&アイの幅広い戦略検討に役立つか否かを検討する上で、透明性の観点から、今年の株主総会の投票期限までに貴社がこれらの情報を明らかにする必要があると考えます。

私たちの9つの質問が"本質的な戦略推進に関する議論"のために重要であることを強調する出来事がありました。今週、複数のメディアのインタビューで社長はセブン&アイ・ホールディングスは「イトーヨーカ堂の3年後の上場を検討する」と発言しました¹。独立した戦略委員会が、スピノフを含む戦略的選択肢を客観的に検討し、タイミングについてはオープン・マインドで検討し続けることを任務としているはずなのに、インタビューにおいて、自分の利益になるような特定の戦略とタイミングを提示しています。誰が責任をもっているのでしょうか。社長の発言は戦略委員会で承認されたのでしょうか。

井阪社長はイトーヨーカ堂に関する他の戦略的選択肢ではなく、なぜこの戦略的選択肢が採られるべきかについて明らかにせず、また、4日後発表された他のメディアには「私は反対する。（イトーヨーカ堂を）分離すべきではない」と矛盾した発言もありました²。これらの混乱は、貴社が公式に示した、戦略的選択とそのタイミングを決定する新たに設定された戦略委員会の範囲と権限に関する井阪社長の理解を含め、貴社のリーダーシップとガバナンスに対する信頼を損なうものです。

セブン&アイのバリューアクトのレターに対する失望させられる対応に対し、2023年の年次株主総会における改革のバリューアクトの提案は正当かつ必要であると確信しています。

誰が最も株主の利益に寄与し、また誰がセブン&アイを成長と価値創造のための次のステージに導くのに相応しいかについて、貴社の株主が十分な情報に基づいて判断できるように、既に公表され本レターにも添付されている質問に取締役会が回答することを心待ちにしています。

バリューアクト・キャピタル

¹ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCD202Y90Q3A420C2000000/>

² <https://toyokeizai.net/articles/-/669174>

付属資料

株式会社セブン&アイ・ホールディングス取締役会に対する株主からの質問

取締役会に対し、以下の9個の質問に回答するようご依頼申し上げます。株主は、簡素で事実に基づいた回答が得られるべきです。

1. 取締役会は、現在のコングロマリット構造に関する株主の不満を認識したのでしょうか。
2. 取締役会の「グループ戦略再評価」プロセスは、経営陣の現状維持を志向するバイアスをどのように管理したのでしょうか。
 - a. 「グループ戦略再評価」においては、セブン&アイは独立した委員会を設立したのでしょうか。それとも、経営陣含む取締役会全体が参加したのでしょうか。
 - b. どの会社が財務アドバイザーの役割を果たしたのでしょうか。財務アドバイザーは、独立社外取締役に対して報告したのでしょうか、それとも経営陣に対して報告したのでしょうか。
 - c. セブン&アイは、可能と示された戦略的選択肢の全てについて、独立社外取締役が評価し、投票できるようにしたのでしょうか。それとも、経営陣が一つの戦略について推奨し、取締役会はそれに対して是か非かを投票したのでしょうか。
3. 取締役会は、コングロマリット・ディスカウントを推定したのでしょうか。
 - a. コングロマリット・ディスカウントを取り除くことで創出される企業価値を財務アドバイザーはいくらと推定したのでしょうか。
 - b. コングロマリット・ディスカウントを取り除くための取締役会の計画はどのようなものなのでしょうか。
4. どの戦略的選択肢が定量的に検討されたのでしょうか。
 - a. 「グループ戦略再評価」において、どの戦略的選択肢に対して財務アドバイザーは企業価値の推定値を出したのでしょうか。
 - b. これらの戦略的選択肢における企業価値の推定値は、現在のセブン&アイ・ホールディングスの時価総額に比べるとどのようなものなのでしょうか。
5. なぜ7-Elevenのタックスフリー・スピノフを進めないのでしょうか。
 - a. タックスフリー・スピノフが3月9日に発表された計画より劣後する、取締

役会において議論された理由は何でしょうか。

b. 会社を分割することで買収の対象となる危険性が高まるのが、議論された理由の一つでしょうか。

6. なぜ会社全体の売却を進めないのでしょうか。

a. 過去5年において、取締役会は、セブン&アイに対する何らかの買収の提案を認識しておりますでしょうか。

b. もし会社全体の売却が検討されるとしたら、会社売却の可能性が3月9日に発表された計画に対して劣後する理由は何でしょうか。

c. 取締役会は、持株会社の役員としての地位を維持しようとする既存経営陣の利害関係によって、この会社売却の検討にバイアスがかからないことをどのように確認したのでしょうか。

7. 想定されているグループ・シナジーはどのようにコングロマリット構造を正当化するのでしょうか。

a. グループ戦略再評価の過程で、取締役会はグループ・シナジーを定量化したのでしょうか。そうであるのならば、グループ・シナジーが現在の営業利益と企業価値に占める割合はどのようなものなのでしょうか。

b. 取締役会は、シナジーをビジネス上の契約によって維持する可能性を評価したのでしょうか。

c. 取締役会は、コングロマリット構造の下での日本におけるグループ・シナジーへの投資は、どの程度7-Elevenのグローバル成長への投資を制限することになると評価したのでしょうか。

d. コングロマリット構造の下で18年間シナジーを追求し、それをコミュニケーションしてきた結果、なぜコングロマリット・ディスカウントが残っているのでしょうか。

8. 取締役会全体は、経営陣のコメントに同意するのでしょうか。

a. 「グループ戦略再の評価」は「完了」し、イトーヨーカドーは、戦略的選択肢が進められる前に3年間で与えられるとする、2023年3月9日および以後の経営陣のコメントに取締役会は全会一致で同意されますでしょうか。

9. 新しく設立される戦略委員会は、何を行うのでしょうか。

a. 戦略委員会はその推奨を株主に伝えるのでしょうか。それとも、コミュニケーションは経営陣によって媒介されるのでしょうか。

b. 戦略委員会は、代替的戦略案の評価を「包括的且つ客観的」に行うタイムテ

ーブルを自ら設定するのでしょうか。それとも、タイムテーブルは経営陣が決めるのでしょうか。

c. 戦略委員会は、代替戦略案を取締役会に推奨し、投票を行うのでしょうか。それとも、推奨は単に助言にとどまるものなのでしょうか。

d. 3月9日の経営陣による現状を維持するとの発表後に資本市場がネガティブに反応したことを踏まえ、2023年5月の定時株主総会の前に戦略委員会は新たな代替戦略案を検討し、発表するのでしょうか。