

セブン&アイホールディングス 取締役会への株主からの質問

2023年4月2日

www.valueact.com/presentations

免責事項

本書面は ValueAct Capital Management, L.P.(以下「バリュースクア・キャピタル」といいます) によって作成されました。バリュースクア・キャピタルは、情報提供及び議論のみを目的としてこの文書を提供しています。

本書面で表明する見解は、本書面の日付時点におけるバリュースクア・キャピタルの意見を反映しています。バリュースクア・キャピタルは、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、バリュースクア・キャピタル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す。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バリュースクア・キャピタル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。バリュースクア・キャピタルは、仮にバリュースクア・キャピタルが認識した場合にはバリュースクア・キャピタル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を意図していません。バリュースクア・キャピタルは、これらの文書を訂正、更新若しくは修正し、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。

更なる重要免責事項については、この文書の末尾をご覧ください。

バリューアクト・キャピタルについて

バリューアクト・キャピタルは、ガバナンス指向のアクティブ機関投資家です

- バリューアクト・キャピタルのパートナーは、56の公開企業で取締役を務めてきました
- 私たちは、22年間の活動を通して多くの優れたビジネスリーダーや取締役と連携してきたことを誇りに思っています
- ガバナンス、変革、企業価値創造における私たちのポートフォリオ会社の実績は、国内外の企業について容易に見てとれます

バリューアクトは、2020年から、セブン&アイ・ホールディングスの主要株主です

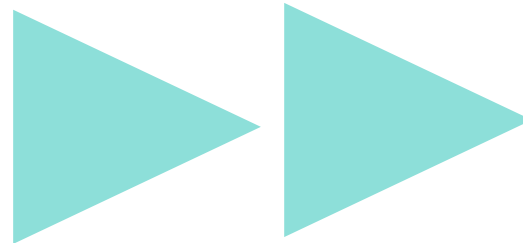
- バリューアクトと他の株主は、セブン&アイがグローバルなベストプラクティスに沿った、独立したストラテジック・レビューを行うことを提唱し続けてきました
- 2023年3月9日に公表された「グループ戦略再評価」の失望させられる結果と、その後の経営陣の説明を受け、バリューアクトはやむなく、第18回定時株主総会に株主提案を提出しました

バリューアクトは、2022年2月に [セブン&アイについての戦略的所見](#)を公表しています

株主は、「グループ戦略再評価」が客観的であり重要懸念事項を解決するものであることを期待していましたが、結果は失望させられるものでした

株主が依頼していたこと

- ✓ あらゆる選択肢を考慮に入れる客観的なレビュー
- ✓ 社外取締役からなる委員会に主導されるレビュー
- ✓ 今後の戦略についての論理的根拠の明快な提示



セブン&アイが3月9日に発表したこと

- ✗ 現状維持の戦略を全く変更しない、判で押したようなレビュー
- ✗ 経営陣を含む取締役会全体に主導されたレビュー
- ✗ 矛盾したメッセージと、レビュープロセスや論理的根拠についての透明性の欠如

2022年9月に始まった「グループ戦略再評価」は、ガバナンスのベストプラクティスに従うものでなく、株主の期待に応えるものでもありませんでした

セブン&アイの4月6日の決算説明会において、重要な質問へ対する取締役会からの回答を求めています

バリューアクトは、セブン&アイの4月6日の決算説明会において「グループ戦略再評価」に関する9つの質問に取締役会が回答することを求めています。

株主は各質問に対して簡潔で事実に基づいた回答が得られるべきです。これらの質問に対する完全かつ透明性の高い回答は、セブン&アイが株主の要求に応えているということを市場に示すでしょう。回答が少しでも不十分であれば、保身とガバナンス不全であるという株主の認識が強まることとなります。

私たちはまた、4月6日決算発表における説明会および質疑応答の録音が日本語と英語で提供されるようお願いしております。

セブン&アイに対する株主からの質問

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满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、経営陣の現状時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ことから、議論された理由の一つでしょうか。

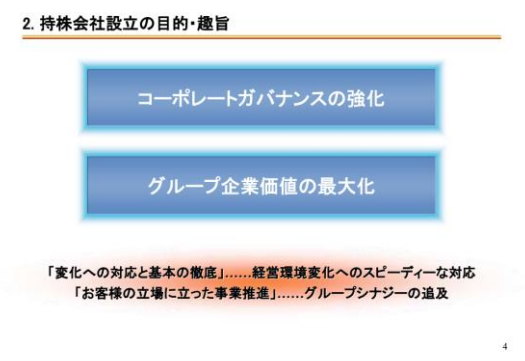
セブン&アイに対する株主からの質問

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いますか。
 - 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けられ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. 「グループ戦略の再評価」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。

セブン&アイ・ホールディングス 戦略の背景

セブン&アイ・ホールディングスの設立背景

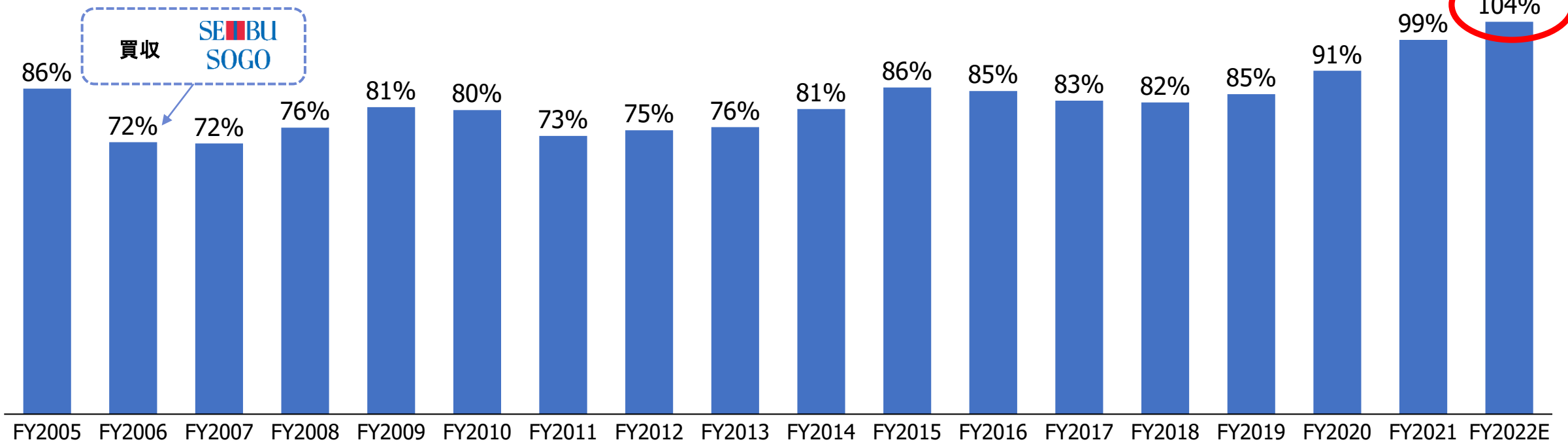
セブン&アイ・ホールディングスは、2005年に、イトーヨーカ堂、セブン-イレブン・ジャパン、デニーズジャパンの3つの各上場企業を一つの傘下に収めるために設立されました。持株会社設立の目的は、グループシナジーを実現し、グループ会社の価値を最大化することでした。



18年後の現在、セブン-イレブンは100%以上の利益を生み出しています。他のグループ会社は結果をだせていません。

セブン-イレブン以外の事業は、成長のための構造改革に向け、多額の資本と経営上の注意が払われたにもかかわらず、縮小しています。

セブン-イレブンのセブン&アイ・ホールディングス営業利益への貢献度



18年後の現在も依然として構造改革を進める イトーヨーカ堂



2005年にセブン&アイが設立された際、イトーヨーカ堂の戦略は「**構造改革**」を進めることでした。

2023年現在も、セブン&アイのイトーヨーカ堂における戦略は依然として「**さらなる構造改革による再成長の追求**する」ことです。

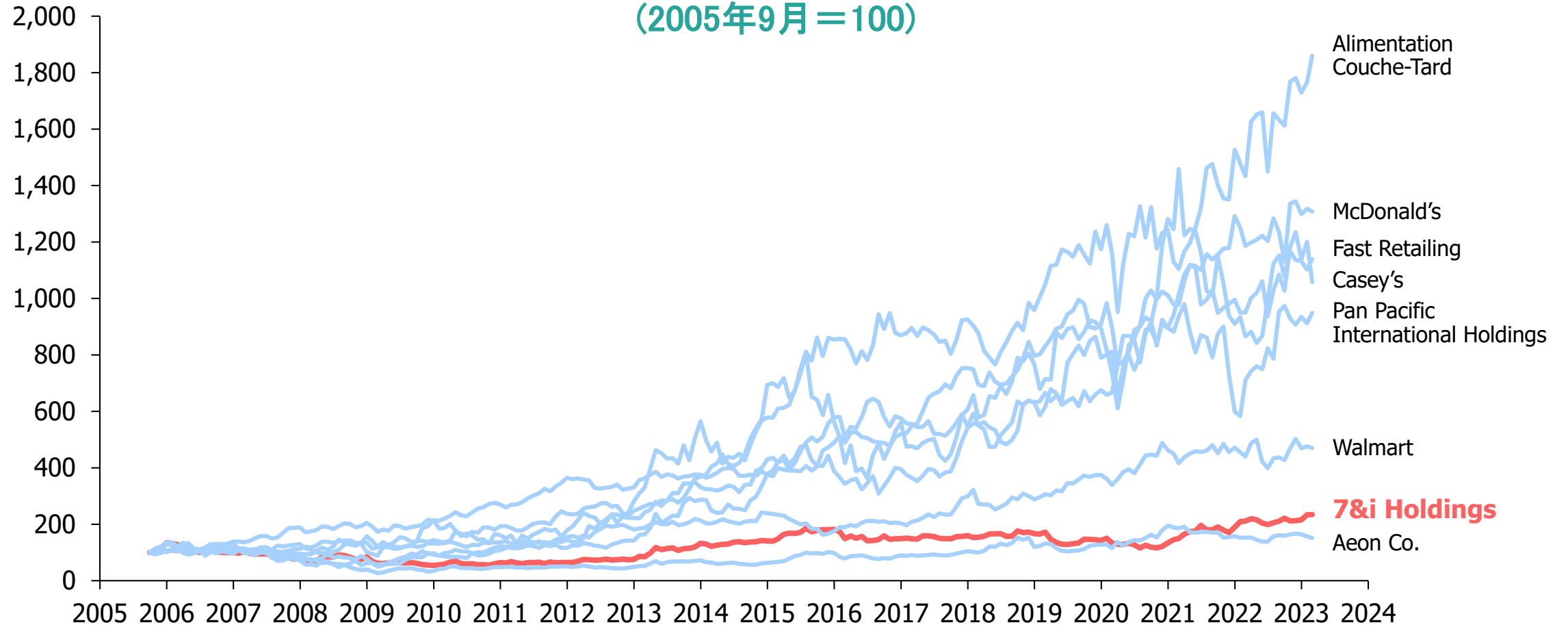
イトーヨーカ堂(スーパーストア、SST)は、2005年から「構造改革」に取り組んでいます

| | | | |
|------|--|------|--|
| 2005 | セブン&アイ・ホールディングスは、以下の戦略を掲げて設立されました:「コンビニエンスストアはグローバル展開、 スーパーストアは構造改革 」 - 2005年持株会社設立について | 2016 | 現代表取締役へのリーダー交代、新戦略の発表:「 TY・SS構造改革 」、「 首都圏、食品事業への重点化の検討開始 」 - 2016年 100日プラン=中期経営計画 |
| 2008 | 「イトーヨーカ堂の 構造改革 とグループの食品スーパーマーケット事業の再編により、収益性の向上を図る」 - 2008年 アニュアルレポート | 2018 | 中期経営計画の進捗確認では、「 店舗構造改革は一定の成果も、会社全体の構造改革に遅れ 」、さらなる「 店舗構造改革、店舗政策、経費構造 」による「 収益性改善 」の必要性が示された。 - 2018年 決算説明会 |
| 2010 | 「イトーヨーカ堂では、 事業を一から立て直し 、よりアグレッシブな方向への転換を図る」 - 2010年 アニュアルレポート | 2021 | 「 事業・店舗構造改革 」を推進し、2023年度までに構造改革の大部分を終了し、2024年度以降に成長戦略へ移行する。 - 2021年 中期経営計画 |
| 2011 | 「既存店の活性化、立地条件や市場ニーズの変化に対応した店舗形態への転換の推進、 不採算店舗の着実な閉鎖 を柱とする商品革新と 構造改革 に取り組んでいます。」 - 2011年 アニュアルレポート | 2023 | 「 SST事業全体として以下に掲げる抜本的変革を通じた更なるトランスフォームにより再成長を追求していく 」「 SST事業の事業構造にまで踏み込んだ抜本的な変革を3年の時間軸で実行 」 - 2023年3月9日 中期経営計画のアップデートならびにグループ戦略再評価の結果について |

イトーヨーカ堂では、過去18年間で2,500億円以上の特別損失を計上しています

セブン&アイの株主は苦痛を感じてきました

セブン&アイの設立以降の配当金調整後株価(現地通貨ベース)
(2005年9月=100)





「グループ戦略再評価」は
株主が望む客観的な検討ではなかった

株主は現状維持のコングロマリット構造を支持していない

2015



サード・ポイントがセブン&アイに業績不振の事業(イトーヨーカドー)の売却を要求 [Source](#)

2020



「最後に、我々の見解では、米国のセブン-イレブン事業を上場類似企業と同様の倍率で独立評価した場合、セブン&アイの過小評価は明白である。」[Source](#)

2021



「継続的なエンゲージメントにもかかわらず、不採算事業の構造改革の進捗が遅かったため、我々はセブン&アイからExitした。」[Source](#)

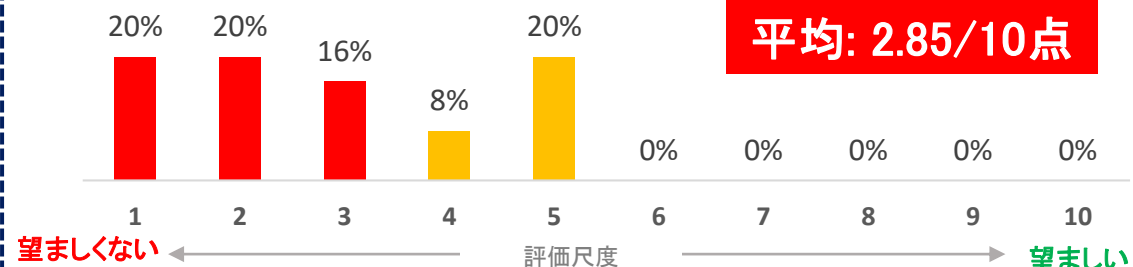
2022

T.Rowe Price®

「T.ロウは、2022年の定時株主総会において井阪隆一社長の再選に反対する際に、『改革の進展が遅い』ことを理由とした。」

2022年、世界最大手一角の株主パーセプション調査会社が日本国内外における25の主要機関投資家株主を対象に実施した独立調査では、**現在のコングロマリット戦略に対する広範な支持の欠如**が示されました。バリューアクトは、この結果を2022年6月に取締役会に報告しました。

コングロマリット構造の下での価値創造に対する投資家の評価(10点満点)



注: 回答者のうち4名からは回答が得られなかった。
出典: 世界有数の調査会社が2022年に実施した独自調査

「(価値創造は)ほとんどない。日米のコンビニエンスストアのシナジーは存在するかもしれない。食のシナジーは...ゼロではないかもしれない。10点満点で2点と評価した。」
日本のアクティブマネージャー

「これは歴史的な理由で一緒になったビジネス・グループについての話だ。異なるタイプの小売業が一緒になっても、本当の意味でのシナジーはない。そして、株式市場がその価値について考えることを非常に難しくしているように感じる。」
北米アクティブマネージャー

「グループ戦略再評価」を行うことが 株主の声に対するセブン&アイ側の対応でした

2022年
1月



株主は、共同してコングロマリット構造の現状に対する不満をセブン&アイに表明しました。多くの株主が、バリューアクトに加え、取締役とも公式・非公式に対話しました。

2022年
4月



セブン&アイは、「**事業のグローバル化と資本市場の声を意識した改革**」を実施することを約束し、新たに独立した社外取締役6名を含む取締役会の変更を決定しました。

2022年
5月



株主は、新たな取締役会が、コングロマリット構造の現状維持に対する株主の不満に対処するために、ガバナンスのベストプラクティスに沿った確固たる戦略検討を実施することを期待し、新たに6名の社外取締役を選任しました。

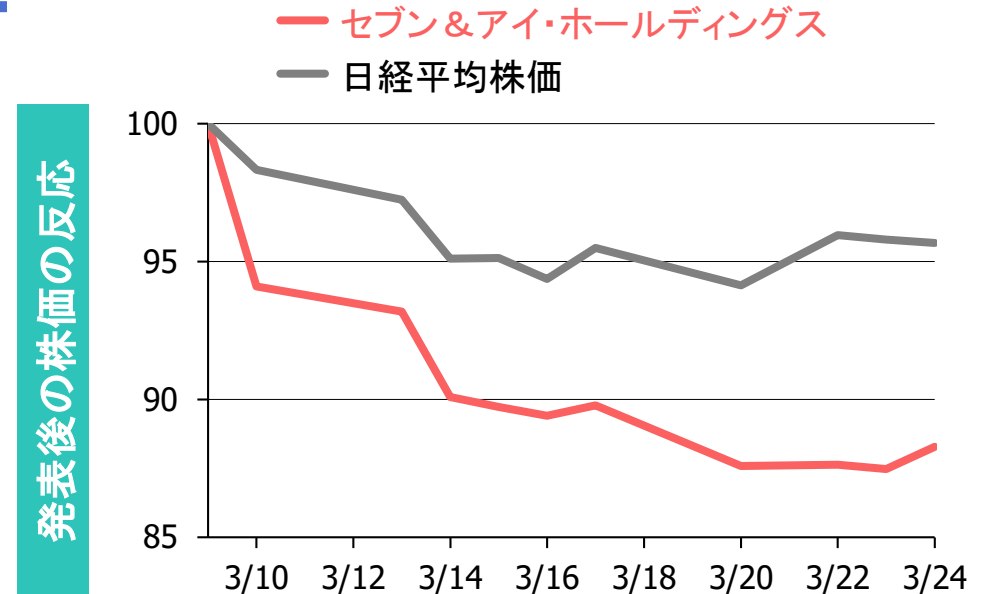
2023年
1月



セブン&アイは、2023年3月の結果発表に向けて、財務アドバイザーが支援する「**スーパーストア事業をはじめとする各事業の戦略的選択肢や抜本的なグループ事業構造改革**」を検討すると開示しました。

3月9日公表の「グループ戦略再評価」は失望させられるものでした

- 2023年3月9日、セブン&アイは、6か月間にわたる取締役会の議論と財務アドバイザーによる分析をまとめた「グループ戦略再評価」を発表しました。その結果は残念なものでした。
- 株式アナリストやメディアは、**大きなグループ事業構造改革は発表されなかった**と報じました。
- セブン&アイの株価は次の3取引日で10%下落し、これは同じ期間の日経平均株価の下落率の2倍に相当します。



「ストラテジック・レビューに関しては、総還元性向の提示及び戦略委員会の設置が示された以外に**際立って新しい内容はないとの印象**」

MIZUHO

(イトーヨーカドーの改革案について)「**改革とは言い難い**」

SMBC NIKKO

NIKKEI

セブン&アイ・ホールディングス(HD)が9日発表した傘下の総合スーパー、イトーヨーカ堂の構造改革。**その内容を知ったベテランのアナリストや取引銀行のOBは拍子抜けした感想を抱いた。**

...

今回打ち出した構造改革とそのチェック体制について社内外の評判はよくない。あるヨーカ堂幹部は「誰が経営しているのか、今まで以上にわからなくなるのではないかと危惧する。」

...

セブン&アイは今回、社外取締役のみで構成する戦略委員会を設置し、重点戦略のモニタリングや企業価値向上のための助言を取締役会に対して行っていくとした。ある証券アナリストは**「ガバナンス強化のためかもしれないが、屋上屋を重ね過ぎている。井阪セブン&アイ社長のリーダーシップがよく見えない」と**感想を述べた。

「グループ戦略再評価」には欠陥があり株主の懸念に応えていません

良いガバナンスの基本要素が欠落している「グループ戦略再評価」

- ✕ プロセスは、独立社外取締役により構成される独立委員会ではなく、取締役会全体（経営陣を含む）により行われました
- ✕ 財務アドバイザーは、独立社外取締役ではなく、経営陣に雇われ、経営陣に対して報告を行っていました
- ✕ 進行中の戦略の根拠について明確で一貫性のあるコミュニケーションはなされず、結果が不透明であり、検討過程や根拠の透明性がありません

戦略委員会 – 明確でない委任内容と損なわれた権限

2023年3月9日に発表された「グループ戦略再評価」のプロセスでは、戦略委員会が戦略的イニシアティブの進捗を監督し、戦略的選択肢を「包括的且つ客観的」に検討すること等が公表されました。

しかし、独立した戦略委員会は、「グループ戦略再評価」の終了時ではなく、開始時に設置されるべきでした。現在、同委員会の活動内容は不明確であり、代替戦略を検討する権限は、すでに経営陣によって損なわれました。

戦略委員会の設置

- **独立社外取締役のみで構成される戦略委員会を設置。**グループ重点戦略(国内外CVS事業成長戦略・SST事業⁽²⁾変革等)に関する進捗状況のモニタリングおよび戦略実現のための最適なグループ事業構造・戦略的選択肢(IPO・スピノフ等)に関する包括的且つ客観的な分析・検証を継続

欠陥がある戦略委員会

- ✗ 明確な目標に焦点を当てた任務
- ✗ 重要な課題に対処するための明示的なタイムテーブル
- ✗ 株主との直接対話
- ✗ 戦略的選択肢を模索する経営陣に対する支援



株主は取締役会から回答を得る資格がある

セブン&アイの4月6日の決算説明会において、重要な質問へ対する取締役会からの回答を求めています

バリューアクトは、セブン&アイの4月6日の決算説明会において「グループ戦略再評価」に関する9つの質問に取締役会が回答することを求めています。

株主は各質問に対して簡潔で事実に基づいた回答が得られるべきです。これらの質問に対する完全かつ透明性の高い回答は、セブン&アイが株主の要求に応じているということを市場に示すでしょう。回答が少しでも不十分であれば、保身とガバナンス不全であるという株主の認識が強まることとなります。

私たちはまた、4月6日決算発表における説明会および質疑応答の録音が日本語と英語で提供されるようお願いしております。

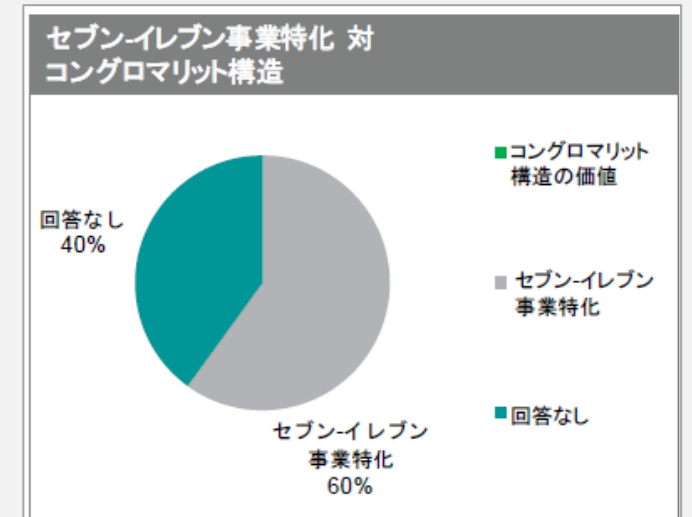
Q1: 取締役会は、現在のコングロマリット構造に関する株主の不満を認識したのでしょうか

背景

グローバルな最大手一角である、株主パーセプション調査会社が2022年に実施した日本及び海外の25のセブン&アイ機関投資家株主を対象とした独立調査から、現在のコングロマリット構造に対する支持の幅広い欠如が明らかになりました。セブン-イレブン事業単体の価値とコングロマリット構造の価値とを比較するよう問われると、60%がセブン-イレブン単体により高い価値を認め、40%は意見を述べませんでした。

調査対象となった25の株主のいずれも、コングロマリット構造がセブン-イレブン単体よりも高い価値を有すると回答しませんでした。

バリューアクトは2022年6月に調査の全てを取締役に共有しました。



セブン&アイへの質問

(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。

Q2: 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

背景

バリューアクトは2022年9月に始まった「グループ戦略再評価」の客観性及び堅牢性に重大な懸念を有しています。

私たちの知る限り、セブン&アイは「グループ戦略再評価」を実施する独立の委員会を設置しませんでした。むしろ、取締役会は現状維持のコングロマリット構造を長年提唱してきた経営陣から独立して戦略再評価を行うことは不要と判断しました。

独立の「戦略委員会」は、再評価の最後ではなく、始めに設置されるべきでした。

セブン&アイへの質問

- (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。
- 「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、経営陣を含む取締役会全体が参加したのでしょうか。
 - 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。
 - 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。

Q3: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

背景

セブン&アイにはコングロマリット・ディスカウントが存在します。バリュエーションはグローバルなコンビニエンスストア専門の同業他社に比べて低くなっています。コングロマリット・ディスカウントは、低い価格の理由として多くのアナリストに言及されており、セブン&アイの評価方法に明示的なディスカウントを適用するアナリストもいます。

現状のコングロマリット構造を維持することによるコングロマリット・ディスカウントは株主にとって明らかなコストです。

J.P.Morgan

“同社株のバリュエーションは、① コングロマリットディスカウント、② 高水準の CPG による業績好調への 低評価(今後の下落懸念)、などで、同社の中長期成長性・収益性や、相対比較からは低位にある”

Jefferies

“全体としては、国内外のCVS事業が単独で存在するほうがリターンおよびバリュエーションが上昇するということには弊社も同意する。というのも、中核事業と非中核事業のROICには大幅な格差があり、さらにコングロマリットディスカウントの縮小が期待されるからである”

セブン&アイへの質問

(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。

Q4:どの戦略的選択肢が定量的に検討されたのでしょうか

背景

セブン&アイが戦略的選択肢を評価するプロセスについて、株主は長い間、包括的で、なおかつ現状維持を志向する経営陣のバイアスから独立して行うようにと、懸念を表明してきました。

2005年に持株会社が設立された際、大手グローバル・ガバナンス助言会社であるISSは次のように述べました。

「イトーヨーカドーの株主の多くは、取引の条件に反対であることを声高に述べています。反対意見は、取引条件を検討する時間の不足、主に敵対的買収を阻止するためのものであったことの懸念、および取引のシナジー効果に関する不確実性等のいくつかの点から生じています…反対派はプロセスの透明性の欠如にも不満を持っています…実際、イトーヨーカドーの株価はこの取引の発表直後に11%下落しました。」

セブン&アイへの質問

(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。

Q5: なぜセブン-イレブンのタックスフリー・スピノフを進めないのでしょうか

背景

セブン&アイは、グローバル・チャンピオンとしての7-Eleven会社を創出できる明らかな機会がある中で、重要な岐路に立っていると考えております。単体のセブン-イレブンは1株約8,500円の価値があると考えており、これは2023年3月31日時点のセブン&アイの株価を40%超上回るものです。

バリューアクトと他の株主はセブン&アイがセブン-イレブンのタックスフリー・スピノフを真剣に検討することを求めてきました。

J.P.Morgan

“経済産業省のウェブサイトによると、スピノフの効果として、①経営独立効果(各社が中核事業に専念、迅速な意思決定、モチベーション向上)、②資本独立効果(成長投資可能、取引先の自由度向上)、③上場独立効果(コングロマリットディスカウント克服)などがあり、同社にも当てはまる項目が多いとの印象。”

セブン & アイへの質問

(5)なぜセブン-イレブンのタックスフリー・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。

Q6: なぜ会社全体の売却を進めないのでしょうか

背景

最近の報道によると、2020年にセブン&アイが「海外小売企業」から買収提案を受けたがこの買収提案は公表されず、株主はプレミアムでの株式売却を検討する機会を与えられませんでした。

同じ報道では、驚くべきガバナンスの失敗と株主利益への全くの関心の欠如を構成する一連の出来事が詳述されています。この報道によれば、2020年に全社買収提案を受けた後、セブン&アイは買収候補者を抑止するためにスピードウェイ社の大規模買収を進めることを決定しました。この決定が公表された後、株価は約8%下落することになりました。その数か月前には、セブン&アイは、株価が高額すぎることを理由にスピードウェイ社の買収交渉から撤退していました。

セブン&アイへの質問

- (6) なぜ会社全体の売却を進めないのでしょうか。
- 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。
 - 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。
 - 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。

Q7: 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

背景

セブン&アイは2005年の創業以来、グループ会社の価値最大化に向けたグループ・シナジーの追求を戦略としてきましたが、私たちの知るところでは、セブン&アイはこれらの想定されるシナジー効果の営業利益や企業価値に対する貢献度合いを定量化してきませんでした。

セブン&アイへの質問

- (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。
- 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。
 - 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。
 - 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、どの程度セブン-イレブン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。
 - 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。

Q8: 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

背景

取締役会が実施したプロセスによって「グループ戦略再評価」（2023年3月9日公表）は株主を失望させましたが、セブン&アイのプレスリリースによれば「最適なグループ構造およびIPOまたはスピンオフ等の戦略的選択肢を継続的に見直すために」戦略委員会が設置されることで、株主は多少の安心感を初め得ていました。しかしながら、セブン&アイの経営陣は直ちに戦略委員会の権限の弱体化を行い始めました。

さらなる戦略的選択肢が検討されるまでに「さらに3年間はイトーヨーカドーに与えられる」と経営陣は繰り返し表明しています。バリューアクトを含む株主との非公式な面談では、経営陣は、3年間のタイムテーブルを強調し、戦略再評価は「完了」していることを確認しました。

経営陣の声明は、戦略委員会の表明された目的と真っ向から矛盾しています。

セブン&アイへの質問

(8) 「グループ戦略再評価」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年間は与えられるとする、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。

Q9: 新しく設立される戦略委員会は、何を行うのでしょうか

背景

戦略再評価は「完了」したという経営陣のコメントの後では、新しく設立される戦略委員会の権限は一層不明確です。

セブン&アイへの質問

(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。

バリューアクトについて

バリューアクトのガバナンス・リーダーシップの歴史

バリューアクト・キャピタルは、ガバナンスを志向するアクティブ機関投資家です。建設的な関与を通じて、多くの優れたビジネスリーダーや取締役とパートナーシップを結んできたことを誇りとしています。バリューアクトの投資先企業の**ガバナンス**、**変革**、**企業価値創造の実績**は、世界でも日本でも容易に参照することができます。

取締役会における豊富な経験と企業リーダーとのパートナーシップ



コア投資

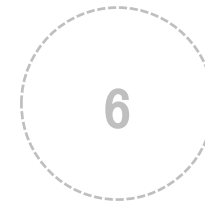


上場会社取締役としての役割



委員会の一員としての役割

22年以上の歴史の中で...



公開状



委任状争奪戦

スチュワードシップ・コミュニティにおける長期的な積極的役割

バリューアクトは、他の機関投資家株主と連携し、毎年ますます多くの上場企業が採用している、責任あるコーポレート・ガバナンスの方針を提案及び立案しています。

所属機関

・機関投資家評議会(コーポレートガバナンス諮問委員会)(Council of Institutional Investors (Corporate Governance Advisory Council))

・投資家スチュワードシップ・グループ(設立メンバー、取締役)(Investor Stewardship Group (Founding Member, Board of Directors))

・常識的なコーポレート・ガバナンスの原則(Commonsense Corporate Governance Principles)

・スタンフォード・ロック・センター・フォー・コーポレート・ガバナンス(ケーススタディ執筆陣)(Stanford Rock Center for Corporate Governance (Case Study Authors))

バリューアクトによる提案

セブン&アイ取締役会に対する公開質問

バリューアクトの歴史において、公開の委任状勧誘に踏み切ったのは過去に一度のみです。バリューアクトは、世界中の取締役会と建設的に協働し、株主や企業のステークホルダーの利益に最も貢献する方法について合意形成できることを誇りとしています。

2020年以降、何度もお伝えしていますが、バリューアクトは、セブン&アイが日本の偉大な企業の一つであり、コンビニエンスストアのグローバルチャンピオンになるために必要なすべてのツールを備えていると心から信じています。しかし、対話を通じて、この会社が、企業構造をはじめとする会社が直面する根本的な問題を客観的に評価するために適切なリーダーシップとガバナンスを有しているという確信を持つことができませんでした。

セブン&アイは2005年に設立されましたが、その目的は、異種企業を集約してシナジーを発揮し、最終的にその総和よりも大きな価値を得ることでした。残念ながら、各事業ごとの企業価値の総和についてはコングロマリット・ディスカウントが著しく発生しており、想定されるシナジー効果も定量化されていません。企業構造は株主だけの問題ではありません。現在のコングロマリット構造は、従業員満足度の低下、リスクコントロールの弱さ、環境への悪影響の拡大、フランチャイズ加盟店の安全衛生上の懸念などを助長しています。

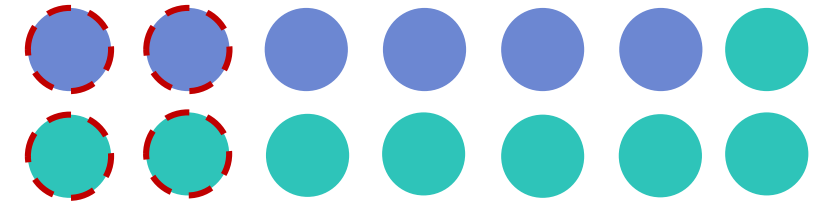
セブン&アイは、日本を拠点とするグローバルチャンピオンであるセブンイレブンを創出する機会を有しています。この会社は、グローバルな舞台上でコンビニ業界の競合他社に対抗し、勝利できる会社です。将来にわたって成長し価値を創造できる会社でもあります。

バリューアクトは非公開でセブン&アイに訴え続け、他の株主に意見を求め、そして今般、来る年次総会において、リーダーシップとガバナンスに関する重要な問題に対処するスキル、独立性、権限を備える強化された取締役会を指名するための株主提案を不本意ながら提出しました。

第18回定時株主総会におけるバリューアクトの提案

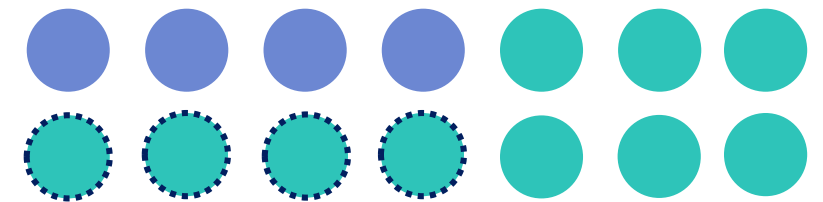
- セブン&アイについて、当社は2020年に投資して以来、戦略的背景から生じる二つの重要な問題に取り組んできました。2005年に現在の持株会社が設立されてからは、株主は次のような質問をしています。
 - **リーダーシップ**: セブン&アイは、セブンイレブンのグローバルな成長を促進するために適切なリーダーシップを有しているか。
 - **会社形態**: セブンイレブンがより早く成長し、収益性を向上させ、価値ある市場評価を得るためには、どのような会社形態が最適か。
- **バリューアクトは、信頼を維持し、業務及び監視の継続に不可欠である**と考える**現職の社内取締役及び社外取締役の過半数を再任させることを提案します。**
- **バリューアクトは、様々なガバナンスの失敗に対して最終的な責任を負う社内取締役2名と社外取締役2名の更迭を提案します。**
- **バリューアクトは、再構成された取締役会と、バリューアクトが提案する4名の新たな社外取締役が、株主共同の利益を優先する戦略を決定するために必要なスキルと経験を有していると考えます。新取締役会は、社内外の候補者を検討しながら、セブン&アイにふさわしいリーダーシップを共同で決定することができます。**

現取締役会



バリューアクトは、セブン&アイのステークホルダーを犠牲にして戦略・ガバナンスの進展を妨げたとして、社内取締役2名と社外取締役2名の責任を追及しています。

提案する取締役会



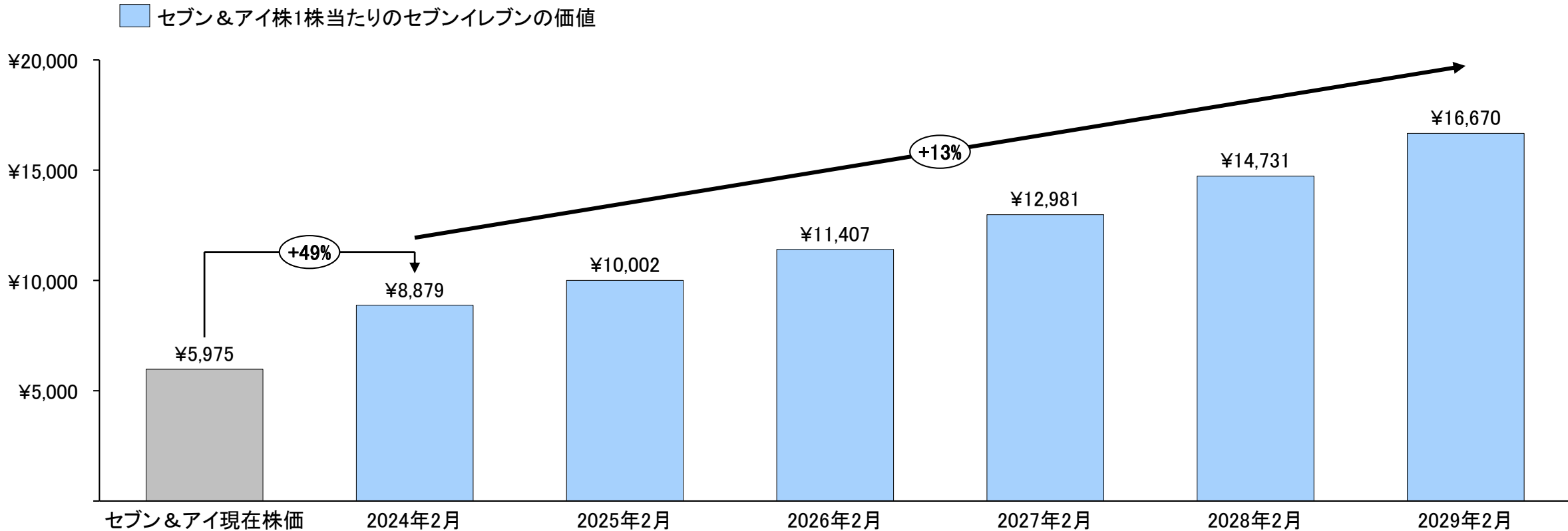
バリューアクトは、現職の社内取締役4名と2022年に初選出された社外取締役6名の現職取締役の過半数の続投を提案しています。

- 社内取締役
- 社外取締役

バリューアクトによるセブンイレブンの スピノフの価値分析

独立上場企業としてのグローバル・セブンイレブンの推定価値 とセブン&アイの株価の比較

セブンイレブンの1株当たりのスタンドアロンバリューとセブン&アイの現在の株価との比較



評価手法と主な前提条件

- この分析では、セブンイレブンSpinCo(新設会社)にはセブンイレブン・ジャパン、7-Eleven, Inc.及びその他のコンビニエンスストア小売事業が含まれます。したがって、RemainCo(存続会社)はSST事業とその他の非コンビニエンス事業を含みます。
- セブンイレブンのスピノフは2024年2月に終了する会計年度の最終日に実行されます。この取引により、2億5,000万ドルの一時費用が発生し、セブンイレブンSpinCoが負担します。セブンイレブンSpinCoは純負債/EBITDAの2.2倍(2.2x Net Debt / EBITDA)のレバレッジでスタートします。
- スピン実行時には、グループシナジーへの投資が合理化されるため、全社費用(営業費用と設備投資の両方)は新型コロナウイルス流行以前の水準に戻ります。残りの全社費用は、pre-corporate EBITDA(90%以上は7-Eleven SpinCoに対するEBITDA)に比例して配分されます。
- セブンイレブンSpinCoのバリュエーションについては、のれんの償却と一時項目を調整した利益の17倍の株価収益率で、金融資産(のれん償却による税効果など)を調整した株価を計算しています。これは、現在のグローバルな同業他社のバリュエーションと同様です。なお、スピン初年度は、グループシナジー投資の合理化により期待される利益を調整した上で、年間収益を算出します。
- 24年度(基準年)の業績は、2023年3月31日時点のFactSetコンセンサスに基づき試算しています。
- 業績予想は、コンビニエンスストア業界のベンチマークを使用した、再投下資本に対するリターンに基づく、長期的な収益予測です。

その他の免責事項

バリュートリートキャピタルが管理するファンド及び口座（以下、「本ファンド」といいます。）は、本書で説明する有価証券の受益所有権及び/又は経済的利益を有しています。本書は、バリュートリートキャピタルの現在又は将来の取引や議決権行使の意図を示すものではなく、随時変更される可能性があります。バリュートリートキャピタルは、本ファンドの会社への投資を継続的に見直し、会社の財務状況、戦略的方向性、会社との協議の結果、市場全体の状況、証券の価格設定など様々な要因に応じて、会社の証券を取引する予定であり、本ファンドの会社への投資に関して、適切と思われる行動を取る権利を留保します。バリュートリートキャピタルは、そのような変更を他者に通知する義務を明示的に否認します。

本書に記載する過去の事実に関する情報を除き、本書に記載する情報及び見解は、見積、予測及びその他の将来に関する記述を含む将来予想に関する記述を構成しており、これらの記述の一部は、「かもしれない」、「だろう」、「はずだ」、「予想する」、「見込み」、「予測する」、「意図する」、「信じる」という未来形の用語（forward-looking terminology such as “may,” “will,” “should,” “anticipate,” “expect,” “project,” “intend,” “believe”）又はその変形や同等の用語の使用によって特定することができます。将来に関する記述は、エグジット・マルチプルやバリュエーション・マルチプル、まだ発生していない事象や条件についての推定や仮定に基づいているため、本質的に信頼性が低く、そのいずれもが不正確であることが判明する可能性があります。将来予想に関する記述は、不確実性や変化（市場評価倍率、収益前提、経済、経営、政治、その他の状況、特定の投資先企業の経営状況の変化など）の影響を受けますが、これらはすべてバリュートリートキャピタルのコントロールの及ばないものであり、関連する実際の結果が将来に関する記述によって明示又は暗示された結果と大きく異なる可能性があります。将来の見通しに関する記述が達成されること、会社が損失を回避できること、会社が意図した活動を実行できることについては、いかなる者によっても確保、表明又は保証されません。バリュートリートキャピタル及びその役員、従業員、パートナー、株主、関連会社、顧問及び代理人は、将来の見通しに関する記述の正確性又は合理性についていかなる確保、表明又は保証も行わず、また、それらの者が独自に将来の見通しに関する記述を検証することもあります。様々なリスクや不確実性により、実際の事象や結果又はバリュートリートキャピタルの実際の業績は、このような将来に関する記述に反映又は企図されたものとは実質的に異なる場合があります。

いかなる場合においても、本書は、いずれかのファンドの持分も含むがそれに限定されることなく、いずれかの有価証券の売却の申込み又は購入の申込みの勧誘として使用又は考慮されるものではありません。本書のいかなる内容も、ファンドを促進するものではなく、促進することを意図したものでもなく、促進するものと解釈されないものとします。ファンドの持分購入の申込みは、有資格の被申込者が当該ファンドによる秘密保持覚書を受領した時にのみ行われます。ファンドへの投資の条件は、関連ファンドの構成書類に準拠するものとし、本書は明示的に含まれません。

本書は、直接的又は間接的に、機密情報を求めるものと解釈されないものとします。バリュートリートキャピタルは、書面で明示的に行われたい限り、そのような情報の受領を秘密として扱う義務を負いません。本書を提出することによって、バリュートリートキャピタルと他者との間に合意、約束、理解、その他の法的関係が存在するとみなされることはありません。バリュートリートキャピタルは、本書の受領者のために、又はその代理として行動しておらず、いかなる助言又はサービスも提供していません。本書の受領者は、行動方針を決定する前に、関連するリスクを考慮し、必要に応じて独立したアドバイザーに相談する必要があります。

