

セブン&アイ・ホールディングス グローバルチャンピオンとしての 7-Elevenへの変革

2022年2月

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」といいます) によって作成されました。バリュースクアは、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の意見を反映しています。バリュースクアは、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&アイは作成又は承認しておらず、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。バリュースクアは、仮にバリュースクアが認識した場合にはバリュースクア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。

バリューアクトはセブン&アイ・ホールディングスがグローバルチャンピオンとなる7-Elevenへ変革することにより以下を達成し得ると確信

- 1 これまで一貫して株主の利益に沿ってこなかった**コーポレートガバナンスシステムの改善**
- 2 **機能不全に陥っている経営体制及び低水準にある従業員の士気の改善**
- 3 今後数十年にわたってセブン&アイとそのステークホルダーの将来に影響することになる、**重要な競争力とサステナビリティに関する主要リスクへのさらなる注力**
- 4 **株価を2倍以上に**すること及び長期での大幅な企業価値の向上

戦略的変革: 4つのステップ

- 1 セブン-イレブンの事業に真に注力するための大胆な戦略を発表し、非中核事業を聖域なしに改革する
- 2 そごう西武の売却を完了し、イトーヨーカ堂を売却またはスピンオフにより切り離す計画を公表し、食品小売事業に特化する迅速なリストラクチャリングを実施
- 3 コンビニエンスストア事業のみが残るまで、企業価値の最大化を図り、ステークホルダーに十分に配慮しつつ、その他の非中核事業から撤退
- 4 日本国外におけるセブン-イレブンの事業運営を見直し、米国における経費や食品事業への進出、国際的な成長の可能性を含め、新たな目標とその達成に向けたロードマップを策定

ガバナンス体制の変革: 取締役会及び組織構造

- 1 利益相反のある社内取締役が過半数を占める取締役会から、客観的に戦略を評価できる**社外取締役が過半数を占める**取締役会への移行
- 2 複雑な持株会社の経営体制から、セブン-イレブンを中心とした**グローバルに連携した経営体制**への移行

目次

はじめに	7-11
セブン&アイに必要な変革	12-23
戦略上の変革	24-40
ガバナンス体制の変革	41-58
株主からのインプットの必要性	59-63
参照資料 1: バリューアクト のスチュワードシップ	64-69
参照資料 2: 分析及び用語集	70-72

はじめに

バリューアクトの21年にわたるスチュワードシップの歴史

豊富な役員経験と会社経営陣とのパートナーシップ

104

コア投資

53

上場会社への役員派遣

86

所属委員会

21年以上にわたり...

6

公開質問状

1

委任状闘争

スチュワードシップコミュニティにおける長期的にアクティブな役割

当社は、他の機関投資家とともに、年々多くの上場会社で採用されている責任あるコーポレート・ガバナンス・ポリシーを提案・策定

現在の関係先

- Council of Institutional Investors (Corporate Governance Advisory Council)
- Commonsense Corporate Governance Principles
- Investor Stewardship Group (Founding Member, Board of Directors)
- Stanford Rock Center for Corporate Governance (Case Study Authors)

現在に至るまでのセブン&アイの株主に対する不十分な対応

投資家らは、経営戦略及び実績に関する同様のフィードバックを繰り返し表明するも、経営陣は戦略を明確にしたり実際の行動で対応せずに、パフォーマンスじみた表面的な対話で批判を回避している

Abrdn (Aberdeen Standard Investments)

取締役選任議案に反対

「リストラクチャリングの遅れに関しすべての取締役が責任を負うべきだ。取締役会の行動は、優れたガバナンスを反映したものとはいえず、責任を負うべきだと考える」 [Source](#)



東京海上 井阪隆一社長及び後藤克弘氏の再選の議案に反対 [Source](#)



Abrdn 「当社の継続的な働きかけにもかかわらず、業績不振の事業の再編の進展が遅いため、当社はセブン&アイを売却した」 [Source](#)

2015

THIRD POINT

Third Point は業績不振の事業(具体的にはイトーヨーカドー)の売却を要求 [Source](#)

2019



Third Avenue Management 「最後に、セブン-イレブンの米国事業が独立して類似の上場会社と同等のマルチプルによって企業価値評価を受ければ、セブン&アイがいかに過小評価されているかが非常に明確になるというのが我々の考えである」 [Source](#)

2020

2021

ARTISAN PARTNERS

Artisan Partners 「会社の有する価値の高いコンビニエンスストア資産と、その他の小売業との明確な違いに対処すべき」 [Source](#)

2022

Franklin Templeton 「…企業価値評価の低迷は、市場は好調な海外事業、ディフェンシブな国内事業、レバレッジを活用していないバランスシート、及びリストラクチャリングの今後の展望を重視していないことを示しているようである」 [Source](#)



プレゼンテーションの背景

- ValueAct Capital (「バリューアクト」又は「当社」)は、過去1年間、プライベートな形での対話によるセブン&アイ・ホールディングス(「セブン&アイ」)への関与を通じて、セブン&アイは、真の意味でフォーカスし、変革を行うという戦略的な必要性に関して、緩慢かつ理解し難い意思決定を行っていることを確認しました。セブン&アイは、グローバルチャンピオンとしてのセブン-イレブンへと変革することが戦略的なパーパスであることを明確にするのではなく、曖昧な戦略を追い求め続けています。当社は、株主からのインプットなしに戦略を策定する経営陣の能力に対する信頼を喪失しています。
- 2022年1月25日、バリューアクトは、セブン&アイの取締役会宛ての[公開書簡](#)を公表しました。当該書簡は、(1)戦略とガバナンスの重要な問題に関する対応について、大株主から直接のインプットを得る機会を正式かつ迅速に追求することを、セブン&アイの社外取締役に許可すること、及び(2)戦略的代替案を検討する独立委員会を設立することを要請するものです。
- 2022年2月3日、セブン&アイは、メディアに解釈の混乱を引き起こした回答を公表しましたが、当社は、かかる回答は、バリューアクトの上記のいずれの要請も拒否するものと理解しています。
- バリューアクトは、本件も含め、投資先企業との建設的なプライベートの対話を通じた発展を常に受け入れています。これまでのセブン&アイからの限られた対応を踏まえると、代替的な対応を検討する必要があります。

バリューアクトは他の株主の意見を求めています

現在セブン&アイの取締役会は、社内取締役がその過半数を占めており、社内取締役の多くは変革のために不可欠な戦略に対して利益相反があります。セブン&アイの取締役会は、バリューアクトの要請に応じて社外取締役が株主に対し、以下の重要事項を直接質問することを正式に決議しませんでした。

- 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？または変革が必要だと考えますか？
- 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？
- 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、どのような選択肢ですか？
- 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？

セブン&アイの取締役会は、社外取締役が速やかに株主の意見を聞き、戦略上の他の選択肢を独立に検討することについて、正式に実施することを拒否しました。
したがって、株主はさらに以下の質問を考えるべきであると考えます：

セブン&アイのコーポレートガバナンス体制を修正し、すべてのステークホルダーのためになるようセブン&アイを変革するには、株主のどのような介入が必要か？

セブン&アイ・ホールディングスに 必要な変革

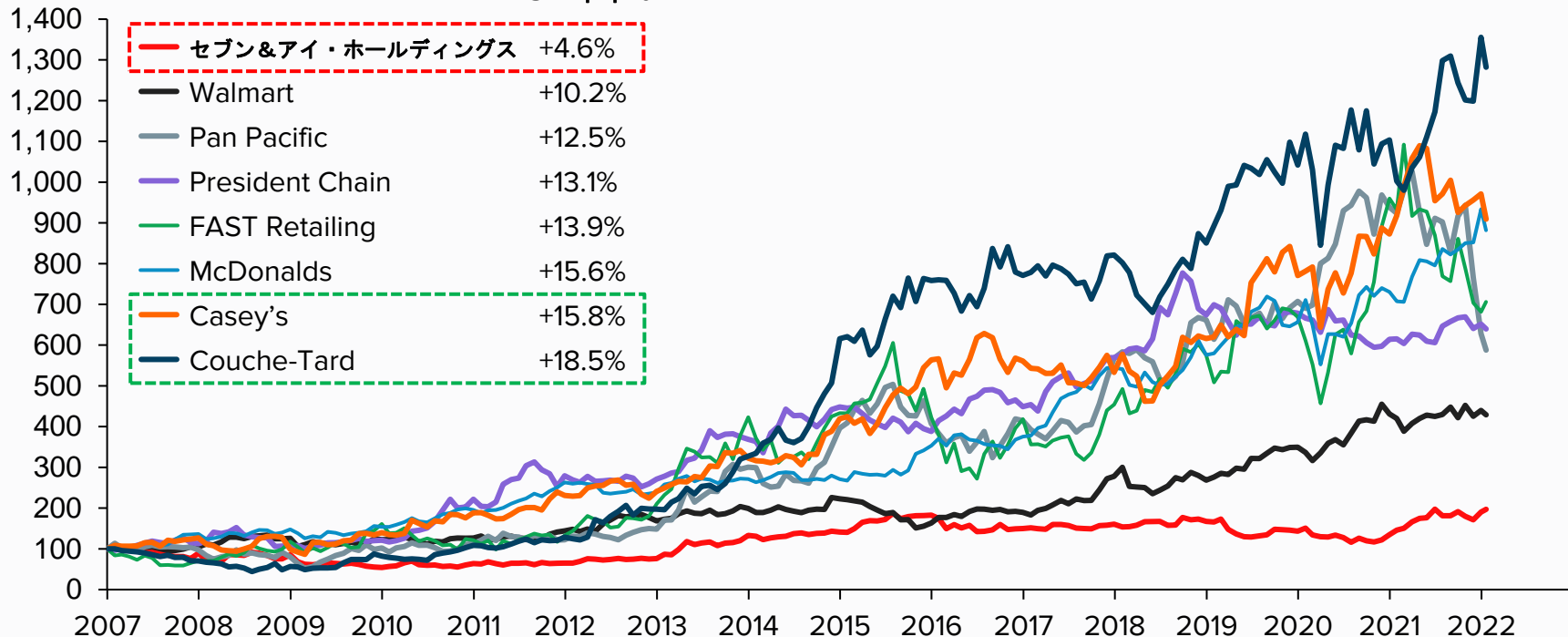
セブン&アイ・ホールディングスの現状: 多様な小売事業を抱える 非集中的な持ち株会社、その多くが長期的な逆風に直面



セブン&アイ・ホールディングスの現状：限られた価値創造の15年

株主総利回り指標(Indexed TSR)

TSR 年率%



セブン&アイ・ホールディングスの現状：変化のペースが遅く、長年の構造的課題の多くが未解決のまま

2016年に発表された100日プラン
(中期経営計画)

6年後の状況

投資効率

イトーヨーカ堂
設備投資に対する低いリターン

ROICはWACC(加重平均コスト)を未だ下回っている

M&A

そごう、西武
買収価格に対する低いリターン

ROICはWACCを未だ下回っている
(売却で解決する可能性)

特別損失

「業績不振事業への対応が課題」

特別損失が続いている

セブン&アイ・ホールディングスの現状：コア事業であるセブン-イレブンのコンビニ事業がグループ利益の97%を生み出す

セブン&アイ事業セグメント	グループ営業利益中の割合 ⁽¹⁾	事業分野	セブン&アイ・ホールディングスのコア事業該当性
国内コンビニエンスストア事業	57%	コンビニエンスストア (セブン-イレブン)	コア
海外コンビニエンスストア事業	40%	コンビニエンスストア (セブン-イレブン)	コア
スーパーストア事業	6%	雑貨・食料品	非コア
百貨店および専門店事業	-2%	百貨店および専門商品	非コア
その他の事業：金融サービス その他	-1%	ATM、クレジットカード 等各種事業	非コア

セブン&アイ・ホールディングスの現状：コア事業のセブン－イレブン事業は好調だが、非コア事業が全体の業績を押し下げ

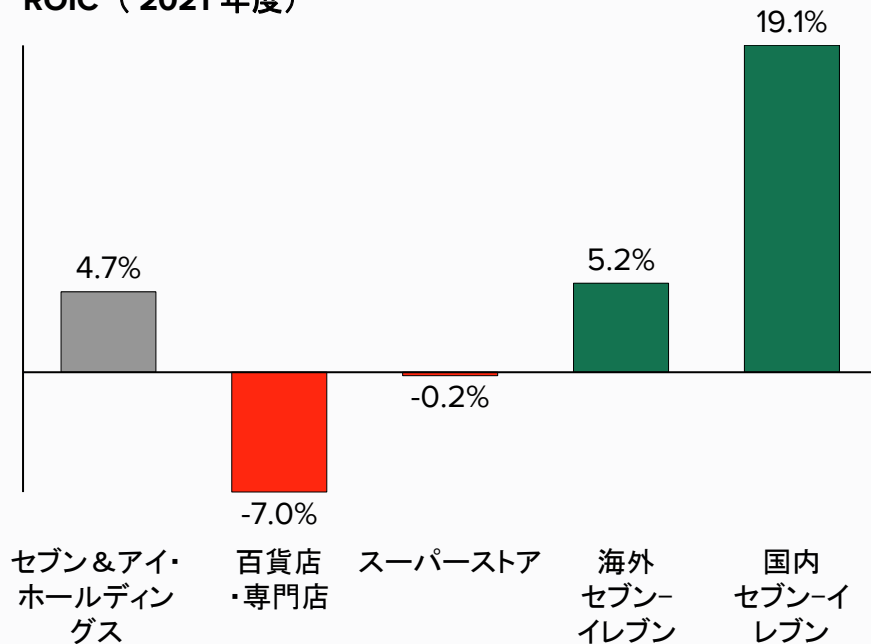
強力なセブン－イレブンフランチャイズ



- コンビニの No.1 ブランド
- 18 の市場で 70,000 以上の店舗を展開
- 1 日に 6,500 万人の顧客にサービスを提供

非コア事業による業績低下

ROIC（2021年度）



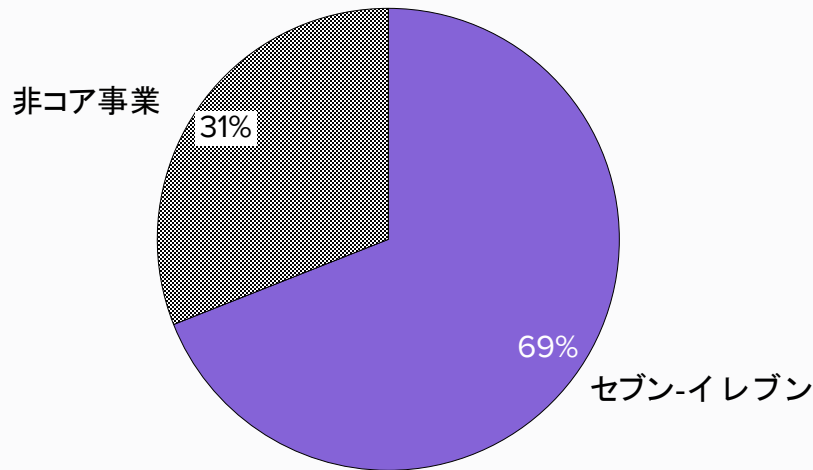
セブン&アイ・ホールディングスの現状：中期経営計画における、企業価値向上の源泉であるコア事業セブン－イレブンについての重要な戦略の欠如

セブン－イレブンの価値創出	中期経営計画の対象？	収益目標は？
国際的な展開	✓	✗
生鮮食品のイノベーション	✓	✗
コンビニのデジタル化のグローバル戦略	✗	✗
米国における費用効率化の機会	✗	✗
米国ガソリンスタンドへの長期戦略	✗	✗

セブン&アイ・ホールディングスの現状：中期経営計画は、非コア事業を支えるために、資本的支出(CAPEX)の3割超(約7700億円/70億ドル)を割当てながら、コア事業以外のROICがWACCを上回ることを想定せず

中期経営計画のキャピタルアロケーション

FY22 ~ FY26 の中期経営計画 累積 Capex (合計%)



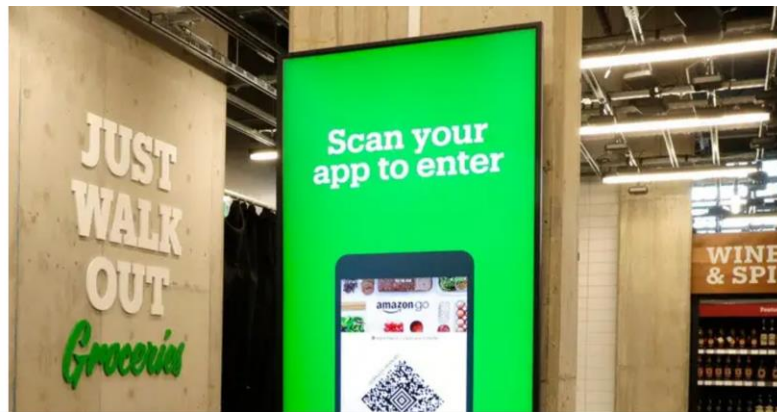
セブン-イレブンが今後数十年、勝ち残るために早急な事業の集中が必須

コア事業の競争は、ますます激化

アマゾンの秘密プロジェクト

「Bowser」、郊外にレジのない無人店舗を設置：1万のガソリンスタンドをもつ石油大手BP、およびウォルグリーンスタイルの薬局と交渉

2022年1月22日午前2:00 Eugene Kim



セブン-イレブンが今後数十年、勝ち残るために早急な事業の集中が必須

コア事業の競争は、ますます激化

Gopuff、10億ドルの追加調達を実施し、急成長を加速

2021年7月30日



Jeff Wells
Lead Editor



Courtesy of Gopuff

セブン-イレブンが今後数十年、勝ち残るために早急な事業の集中が必須

コア事業の競争は、ますます激化

DoorDash、オンラインのコンビニ
DashMart を立ち上げ、スナックや食
料品を販売

DoorDash、食料品市場でシェア拡大を狙う

Nick Statt 2020年8月5日掲載 @nickstatt

f   SHARE



セブン & アイ・ホールディングスが緊急に対処すべき必須の戦略は、セブン-イレブンをグローバルチャンピオンに変革させ、構造的課題につき、ステークホルダーの重要な利益に沿って解決すること

戦略上の変革

セブン&アイの戦略的取り組みへのこれまでのバリューアクトの関与

- バリューアクトは、セブン&アイの中期経営計画に対して1株当たりの利益を40%超、投下資本利益率を45%超向上させる具体的な価値創出の取り組みをセブン&アイの経営陣と取締役会に提案した
- 当社は、これらの取り組みに関する詳細な調査結果を中期経営計画の発表に先立つ2021年前半に提示した。セブン&アイは、見解の詳細について議論することを求める当社の要請を中期経営計画が発表されるまで拒否し、当社との連携の機会を逃した
- 中期経営計画の発表後、当社は、セブン&アイの計画と逐一比較して当社の計画を議論し、提示した。セブン&アイの役員や経営陣からは、当社の見解がセブン&アイの企業価値の向上につながるという意見が寄せられた。それにもかかわらず、経営陣の意思決定や公表されたコメントから重要な課題に取り組む意欲は何も見出されなかった
- セブン&アイ・ホールディングスからの最近の公開書簡において、経営陣は「当社(バリューアクト注：セブン&アイ)はVAC社より当社が企業価値向上に資すると考える戦略計画の明示は行われていないものと認識」と記載
- このような背景から、バリューアクトは当社の戦略計画をここにおいても提示します。当社は他のステークホルダーの皆様からのより優れたアイデアを歓迎し、対話を重ねることにより、この計画が改善されていくことを期待しています

セブン&アイ・ホールディングスか、グローバルチャンピオンのセブ ン-イレブンか？

セブン-イレブンに真の意味で集中する戦略は、はるかに多くの企業価値を創出



現在の戦略上の公約

～2026年2月期

- **EPS:** 1株当たり533円以上
- **7-ElevenのEBITDA:** 8,500億円以上
- **バリュエーション:** 低いマルチプルの
のグローバルマリット

又は



グローバルな7-Elevenのポテン シャル

～2026年2月期

- **EPS:** 1株当たり748円
- **7-ElevenのEBITDA:** 1兆円以上
- **バリュエーション:** 高いマルチプルの
のグローバルチャンピオンの企業

セブン&アイ・ホールディングスを変革する4つのステップ

- 1 セブン-イレブンの事業に真に注力するための大胆な戦略を発表し、非中核事業を聖域なしに改革する
- 2 そごう西武の売却を完了し、イトーヨーカ堂を売却またはスピンオフにより切り離す計画を公表し、食品小売事業に特化する迅速なリストラクチャリングを実施
- 3 コンビニエンスストア事業のみが残るまで、企業価値の最大化を図り、ステークホルダーに十分に配慮しつつ、その他の非中核事業から撤退
- 4 日本国外におけるセブン-イレブンの事業運営を見直し、米国における経費や食品事業への進出、国際的な成長の可能性を含め、新たな目標とその達成に向けたロードマップを策定

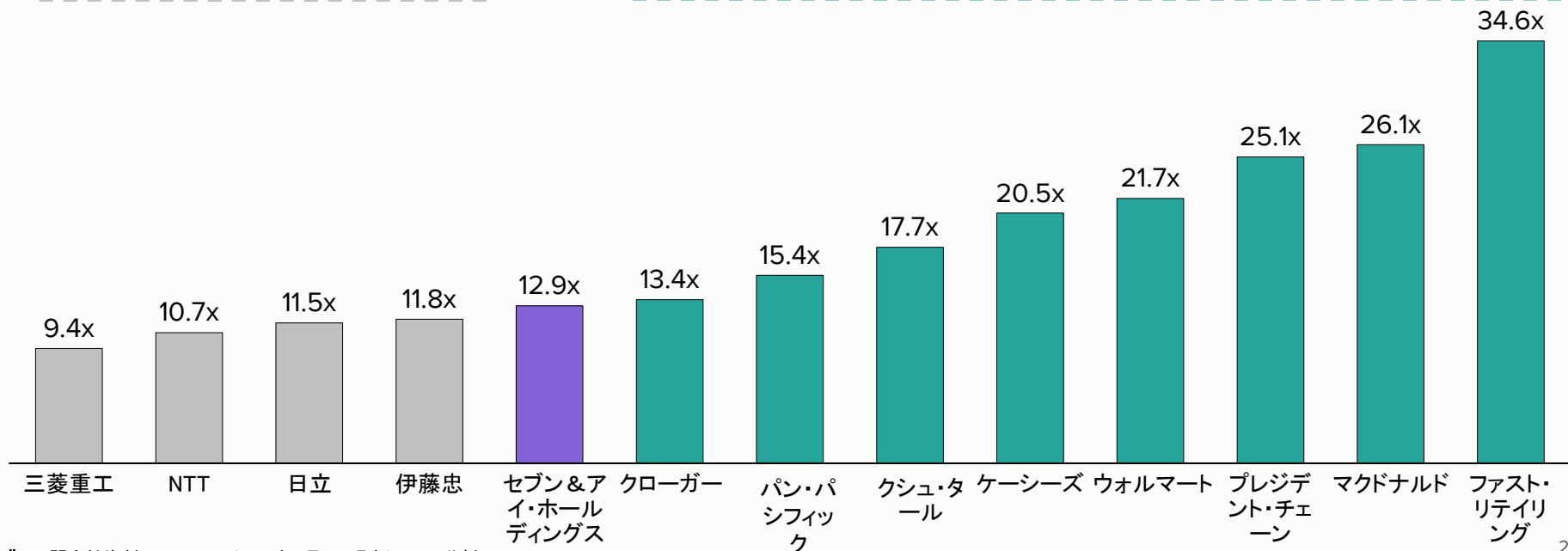
第1段階 セブン・イレブンに真に注力するための大胆な戦略

セブン&アイ・ホールディングスが分散ではなく集中を選択することにより企業価値が飛躍的に向上

Forward P/E (2022暦年)

コングロマリット平均:P/E11倍

食品小売業とファースト・フードに特化した企業の平均:P/E22倍



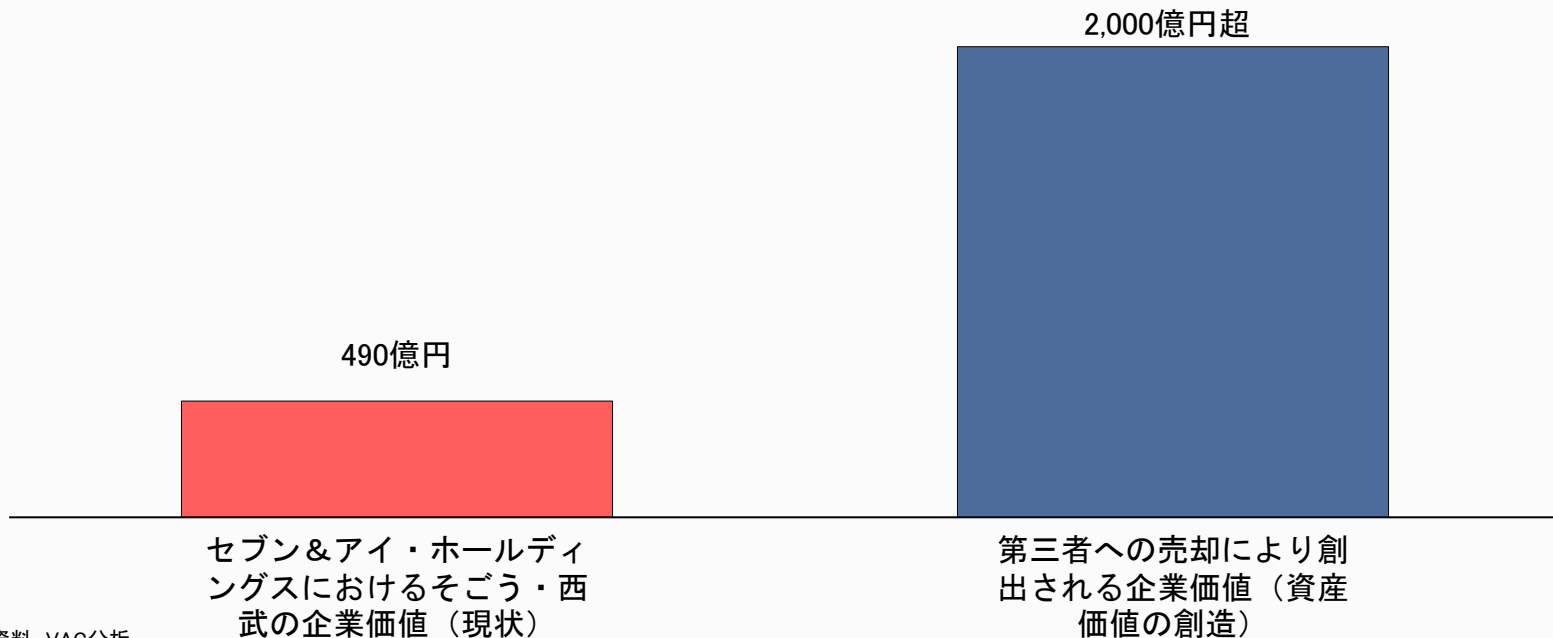
出典: 公開会社資料、Capital IQ (2022年2月3日現在)、VAC分析

メモ: マルチプルは一時的な費用とのれんの償却を調整、セブン&アイのマルチプルは2/2023期のVACのEPS予想に基づく

第2段階 そごう・西武の売却の実行

そごう・西武の資産価値は、大手アドバイザリー会社の推計によると4,800～5,000億円と推定されており、報道されている売却価格2,000億円を上回っている。しかし、競争上の緊急性が高いため、経営陣がセブンイレブンの経営に注力できるよう、売却により影響を受けるステークホルダーに配慮しつつ、速やかにそごう・西武の100%の売却を実行することが最重要課題である

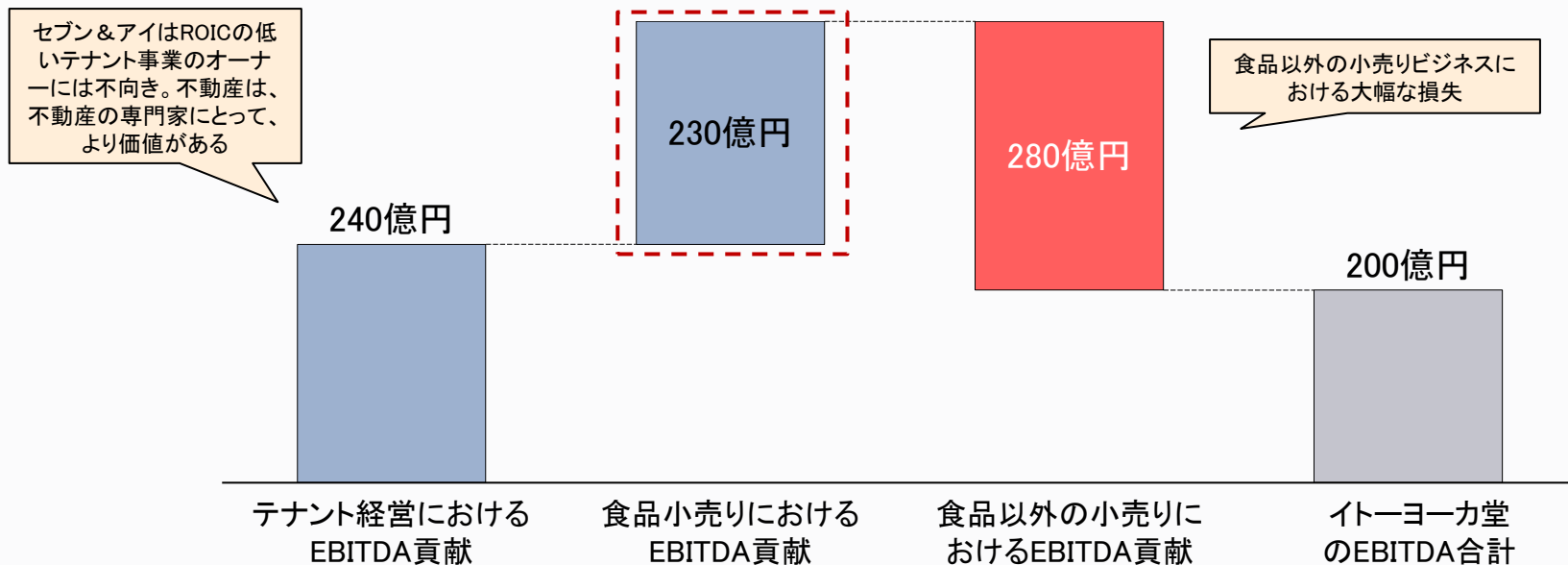
2つの戦略的な選択肢におけるそごう・西武の企業価値の評価



第2段階 イトーヨーカ堂を分離するリストラクチャリング計画

長期的な視点に基づきイトーヨーカ堂を再建するには、大きな変革が必要。事業を食品小売業に集中させ、所有する多数の不動産をより上手く活用できるオーナーに売却する戦略は、単独の別会社として行うのが最善である

イトーヨーカ堂は食品小売業に特化することにより持続可能



出典: 公開会社資料、VAC分析

メモ: イトーヨーカ堂の食品小売は、平方メートルあたりの収益及び売上げにおいてヨークベニマルと同水準にあることを前提としている。また、平方メートルあたりの賃料は、イトーヨーカ堂の食品及び食品以外のいずれも面積あたりで同じであることを前提としている。

第3段階 その他の非中核事業からの撤退

セブン—イレブン本体の成長と収益の向上に焦点を当てた独立事業体への道づくりをする



nissen,



BARNEYS
NEW YORK



Francfranc



株式会社 セブンカルチャーネットワーク
Seven Culture Network Co., Ltd.



ヨクベニマル



セブン銀行

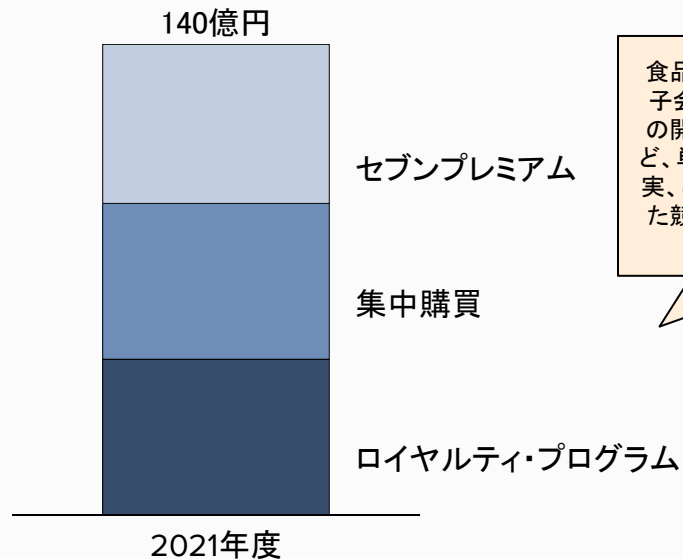


第3段階 その他の非中核事業からの撤退

限定的なグループ・シナジー: 大手グローバル・コンサルティング会社は、セブン&アイ・グループのシナジーを2020年度営業利益の4%未満と推計、コングロマリット・ディスカウントを正当化するには不十分な数値

グループ・シナジー(日本円)

2020年度事業収益全体におけるシナジー(%)



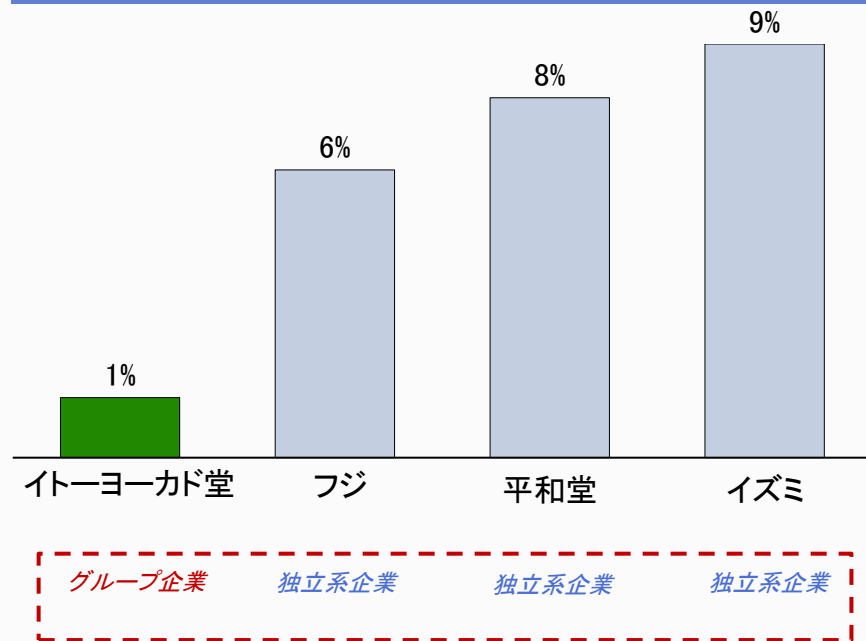
食品小売業に特化するセブン&アイの子会社は、強力なプライベートブランドの開発及び調達のリバレッジを実現ほど、単独で十分な企業規模を有する。事実、これらの分野では、小規模で独立した競合他社が、強力な競争力を有している

< 4%

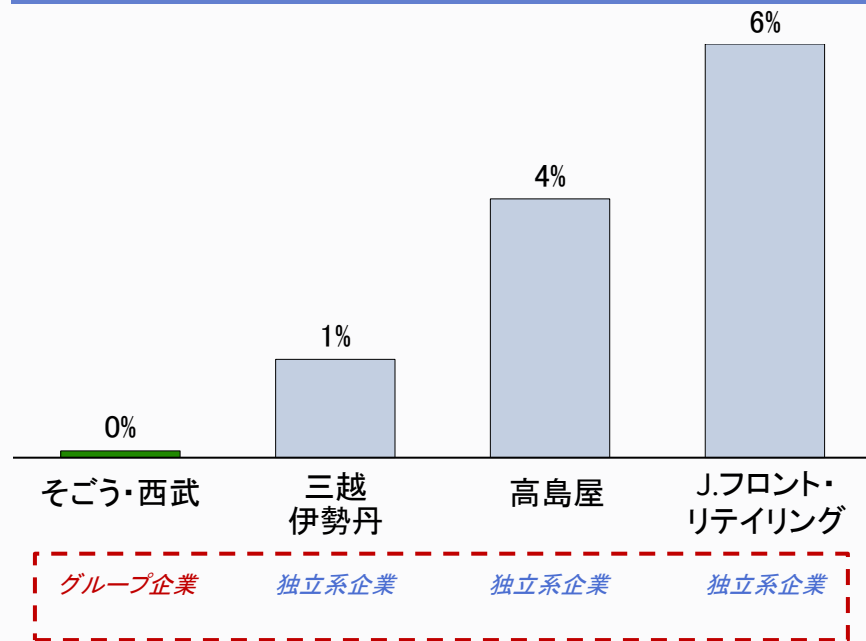
第3段階 その他の非中核事業からの撤退

限定的なグループシナジー: 独立系競合他社と比較して子会社のパフォーマンスが低いことは、グループ・シナジーによる利益が、持ち株会社の事業集中の欠如により打ち消されていることを示す

総合スーパー 税引前ROIC (2020年2月期)



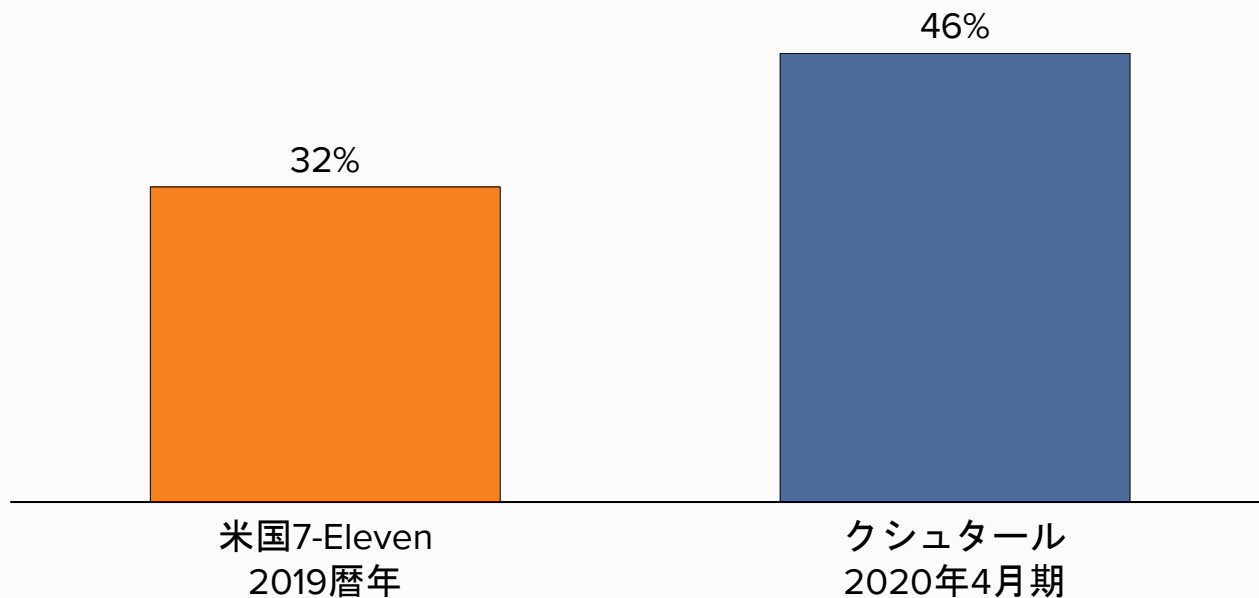
デパート 税引前ROIC (2020年2月期)



第4段階 日本国外におけるセブン—イレブンの運営見直し

トップダウンアプローチでのベンチマーキングは、米国における営業経費の大きな非効率性を示唆している。その結果、店舗あたりの高い粗利益がセブン&アイの営業利益へと反映されていない。

店舗レベルでの粗利に対する事業EBITDARの割合(%)



米国での経費
効率性

中期経営計画
目標？

目標なし

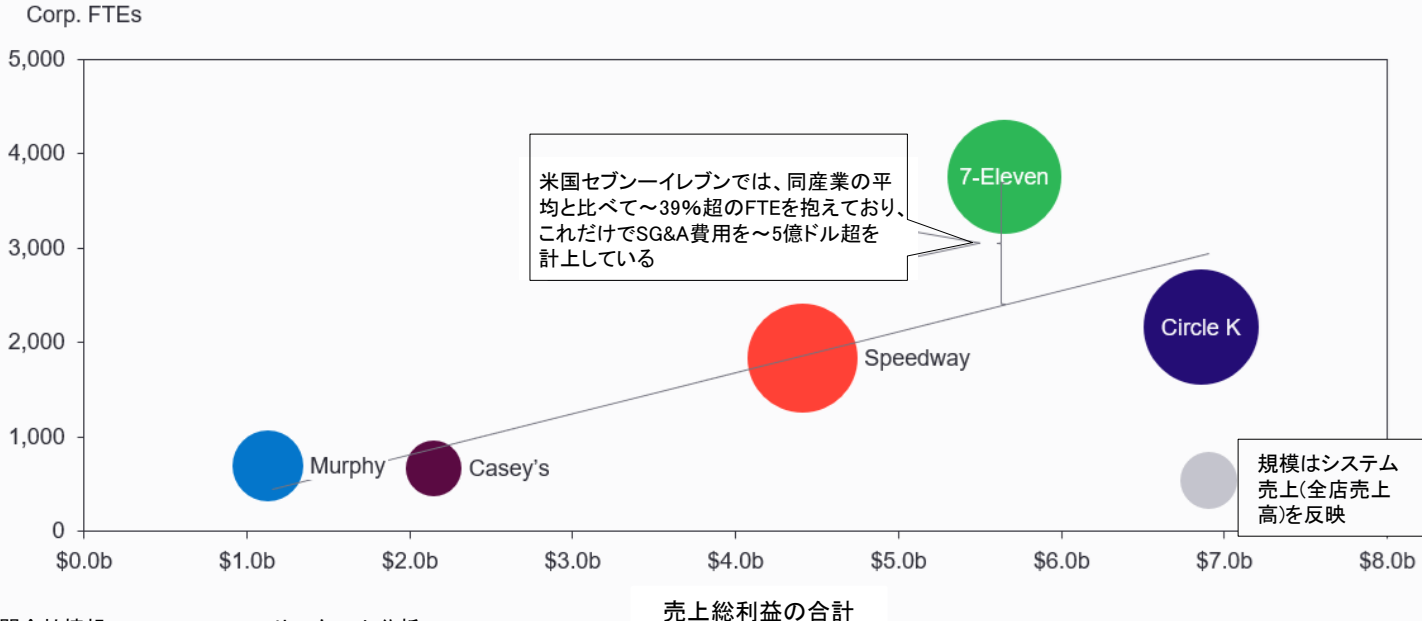
2025年度にお
ける利益のポ
テンシャル？

~6億2,500
万ドル

第4段階 日本国外におけるセブン-イレブンの運営見直し

コンサルタントの分析によると、米国の事業において6.25億米ドルの過剰コストが発生；主に米国本社（下表参照）においてだが、直営店においても同様

米国大手コンビニエンスストアの北米本社従業員数と売上総利益の比較 (大手グローバルコンサルタントによる分析に基づく)



米国での経費
効率性

中期経営計画
目標？

目標なし

2025年度にお
ける利益のポ
テンシャル？

~6億2,500
万ドル

第4段階 日本国外におけるセブン-イレブンの運営見直し

ファスト・フード事業や売店・食堂を通じたセブン-イレブンの食品の活路拡大は、減少する燃料消費にとって代わり、持続可能なビジネスを実現する

食品への進出の可能性



米国での経費
効率性

中期経営計画
目標？

目標なし

2025年度にお
ける利益のポ
テンシャル？

~3億ドル

第4段階 日本国外におけるセブン-イレブンの運営見直し

セブン-イレブンの未進出国への拡大により生じ得る巨額の収益の可能性;現在の収益額は1億5,000万ドル以下

日本・米国以外の未進出国

新地域への出店促進



世界のセブン-イレブン

店舗数は世界最多も、出店地域数は16に限られ、**グローバル展開による成長機会**

グローバル
展開

中期経営計画
目標?

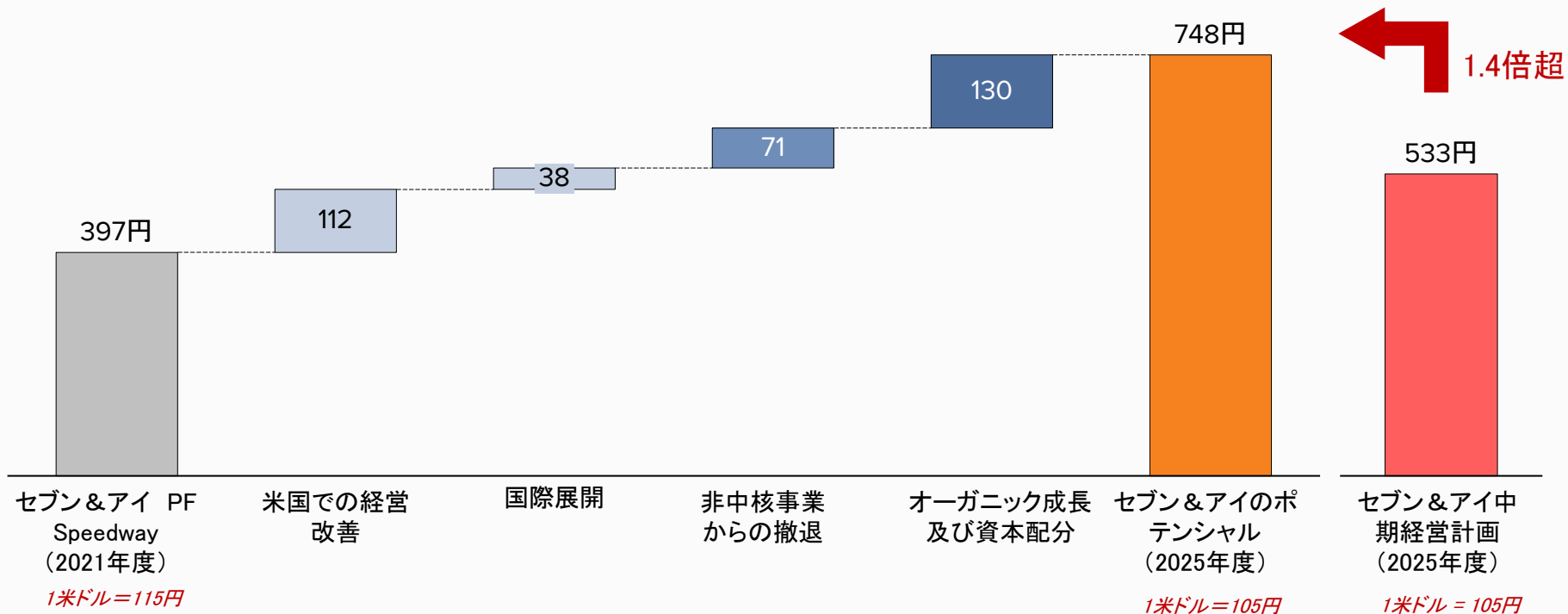
目標なし

2025年度
利益のポテン
シャル

>7億ドル

変革により一株当たり当期純利益は中期経営計画の1.4倍超に

グローバルチャンピオンのセブン-イレブンにおける一株当たり当期純利益ポテンシャル

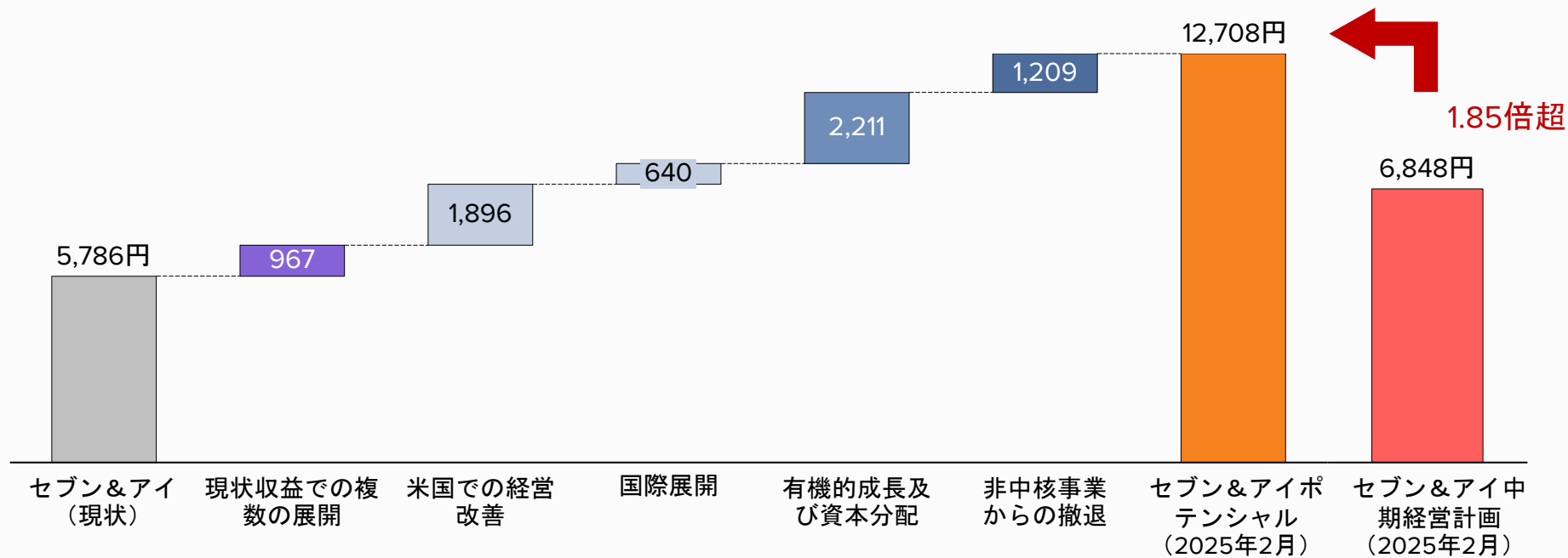


出典: 公開会社資料、VAC分析

メモ: 中核事業であるセブン-イレブンのEBITDAブリッジ分析を参照資料に記載。一株当たり当期純利益は、のれんの償却及び一時費用により調整されたもの

さらに、一株当たりの価値は、中期経営計画の1.85倍超に

グローバルチャンピオンのセブン-イレブンにおける一株あたり価値ポテンシャル

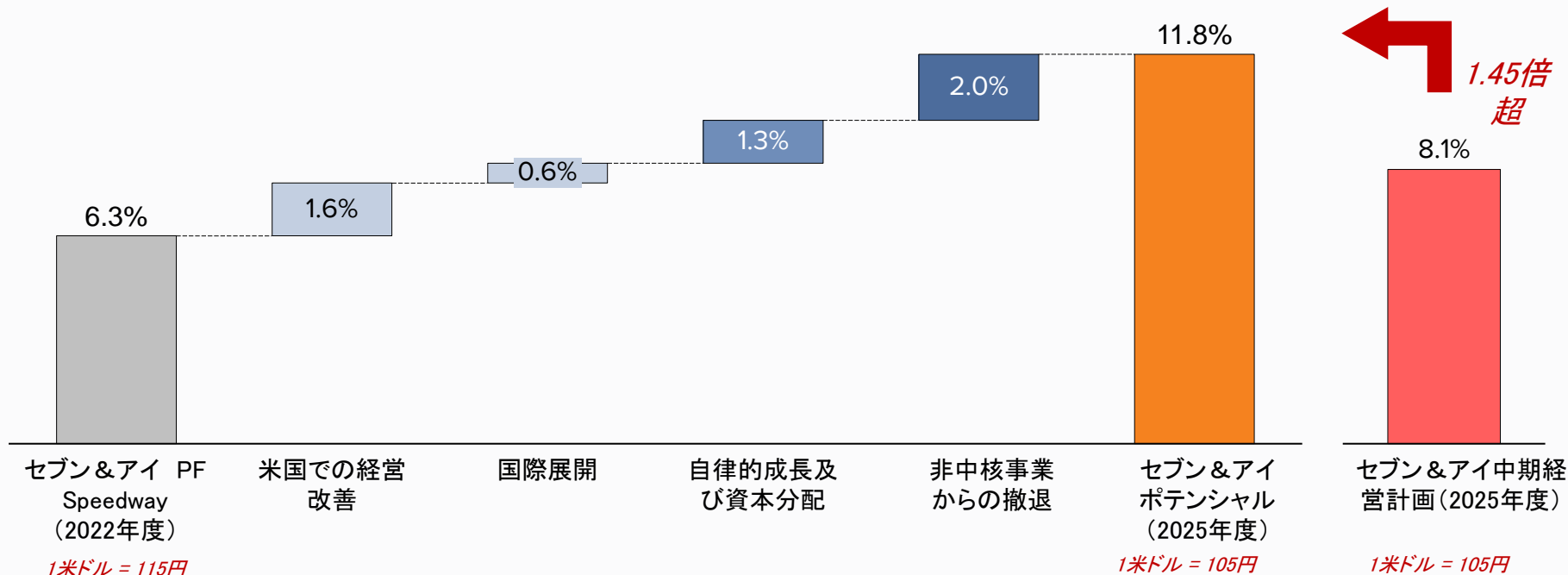


出典: 公開会社資料、VAC分析

メモ: セブン&アイの現状株価は、2021年2月4日付。エグジットP/Eは1年後EPSの17倍。為替は、中期経営計画に沿って日本円/米ドル=105としています。全EPSの数値は、のれん償却及び一時費用を調整

変革により、セブン&アイは競合コンビニエンスストア事業者と同等の収益を得て、中期経営計画におけるROIC予想値を上回る

グローバルチャンピオンのセブン-イレブンにおけるROICポテンシャル



出典: 公開会社資料、VAC分析

メモ: セブン&アイのポテンシャル及びセブン&アイ中期経営計画におけるROICの数値は、ともにのれん償却の調整を加えたもの。ROICの数値は、税引後営業利益/資本+負債として計算し、またセブン-イレブンへの資本投下は2021年11月の水準のまま変わらず続くものと想定

ガバナンス体制の変革

ガバナンス体制の変革: 概要

- セブン&アイ・ホールディングスのガバナンス体制は、持株会社と子会社の距離のある関係、複雑すぎる組織構造、社内政治闘争、経営陣の利益相反から独立した活動を行うことのできない取締役会など、機能不全に陥っている
- セブン&アイは、バリューアクトに対する直近の公開の回答において、「円滑な意思決定」を可能とする持株会社と主要子会社間の体制を構築したと主張するが、そうでないことを示す長期的な証拠が十分に存在する
- セブン&アイ・ホールディングスのガバナンスは、現在グローバルスタンダードとして広く受け入れられている以下の2つの方法により改善可能である
 - 1 利益相反のある社内取締役が過半数を占める取締役会から、客観的に戦略を評価できる**社外取締役が過半数を占める**取締役会への移行
 - 2 複雑な持株会社による経営体制から、セブン-イレブンを中心とした**グローバルに連携した経営体制**への移行

距離ある関係:持株会社は子会社の行為に責任を負おうとしない

米国の反トラスト規制当局であるFTCは、210億ドルのSpeedwayの買収が「違法に」行われたと主張した。セブン&アイは、親会社の責任として子会社の重大な決定を支持するのではなく、2,400万ドルのボーナスを現金払いしたわずか数カ月後に子会社の社長にその責任を転嫁した。

7-Eleven, Inc による Speedway
の買収完了の公表



FTC が買収を「違法」と評価



セブン&アイによるSEIへの
責任転嫁

プレスリリース 2021年5月14日

7-Eleven, Inc がSpeedwayの
3,800店舗の買収を完了

...

プレスリリース 2021年5月14日

7-Eleven/Speedway の企業
結合に関するFTCの
Slaughter委員長代行及び
Chopra委員による声明

「当事会社は違法な取引を進めて
いる」

プレスリリース 2021年5月17日

一部報道について

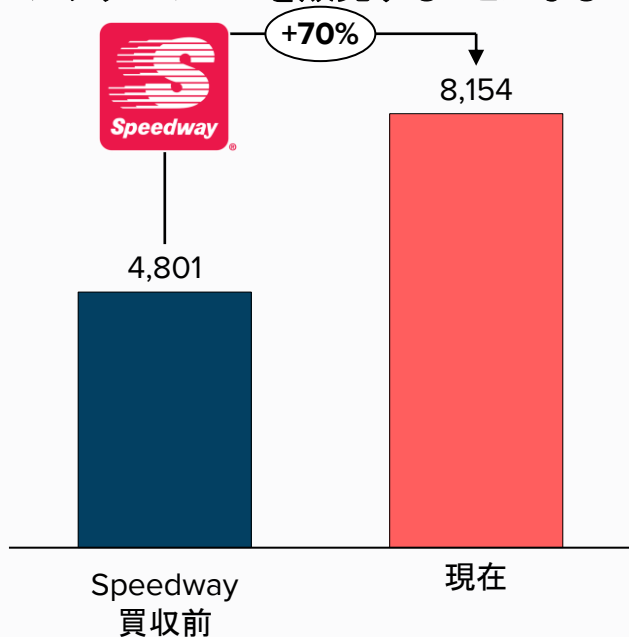
「当社子会社であ
る 7-Eleven, Inc. (本社所在地: 米
国テキサス州、President and
CEO: ██████████) より、
り、本件買収は、2021年5月14
日付で適法に完了している旨の報
告を受け
ております…詳細は、7-Eleven,
Inc. のリリースをご参照ください。」

距離ある関係: 重要な環境リスクに対する明確な戦略の不存在

セブン&アイは、米国のエネルギー転換を推進し、リーダーシップを発揮するための戦略について説明を果たしていない

セブン-イレブン米国ガソリンスタンド

セブン-イレブンは米国で消費されるガソリンの10%を販売することになる



中期経営計画 & Speedway 計画

EV充電設備の設置拡大



設置目標を前倒し

時期	台数
2027年度	250店舗
↓	↓
2022年度(5年前倒し)	250店舗 500台以上

(8,154店舗中)250店舗における500台のEV充電ステーションは戦略と呼べるものなのか？

セブン-イレブンはガソリンを販売した最初のコンビニエンスストアである。そのビジョンは今どこにあるのか？

距離ある関係: 米国ガソリン小売スコープ3排出量を測定していない

エネルギー転換とその機会の推進にあてる不十分な監督及び注意の欠如

セブン&アイの既存の二酸化炭素排出量及び気候関連リスクへのエクスポージャーに(特にSpeedwayの買収後)重大な悪影響を及ぼしているScope 3の排出量(セブン&アイ・ホールディングスの二酸化炭素総排出量の90%を占めている)は北米では測定されていない

Speedwayの買収につき

大和証券のアナリストである津田和徳氏は「その理論的根拠はコンビニエンスストアの買収にあるものの、結果としてガソリンの販売が増加する」と述べている。彼はまた、「ESGの課題への関心が増している中、セブン&アイ・ホールディングスへの投資を躊躇う投資家も出てくるかもしれない」とし、**会社は、環境、社会及びガバナンスにかかる情報開示をさらにすすめる必要がある**と述べた。

Financial Times (出典)

SCOPE 1 + 2

170以上の企業のうち12の企業が含まれている。

SCOPE 3

10の日本企業が含まれている:
セブン-イレブン・ジャパン、イトーヨーカ堂、セブン銀行 ...¹

SCOPE 3 (排出量未測定)

Scope 3の排出量は北米では測定されていない。

測定される排出量の

90%

二酸化炭素排出量 (トン)

¹ その他企業: そごう・西武、ヨークベニマル、ヨークマート、シェルガーデン、赤ちゃん本舗、ロフト、セブン&アイ・フードシステムズ
出典: セブン&アイ・ホールディングス、[CSR Data Book 2020](#), p.100, 216

距離ある関係: 子会社とのコミュニケーション不足

事業を行う子会社とのコミュニケーション不足による持株会社の機能不全が起きている。

『砂上の一枚岩』

『この時期に社長を交代する理由を問われた井阪氏は「コミュニケーションのパイプの目詰まりが組織的問題としてあった」と述べ(た)』

『持ち株会社…と事業会社…の間には
すきま風が吹いていた』

『2018年2月、福井県で記録的な大雪に見舞われた際、一時休業を求めた加盟店オーナーに対して、本部社員が営業を継続するよう要請したとされる。井阪氏がこの件を把握したのは約2カ月後に報道されてから。』

出典: [日経MJ](#) (2019年4月)

内紛: 社内の政治的対立が度々言及される

多くの従業員のレビュー及びニュースがセブン&アイ・ホールディングスの派閥、社内政治、社内抗争に言及

セブン&アイ・ホールディングスの就職・転職リサーチ
組織体制・企業文化 回答日: 2018年08月12日

回答者: [redacted] セブン&アイ・ホールディングス
★★★★☆ 2.6

基本的に個人プレーのような風土が強く、一定の業務さえこなしていれば何も言われないような風土だった。
しかし経営層の力が強く、派閥も強く、かなり言葉に気をつけながら仕事をしている上司をみて辟易してしま
った。

GO セブン&アイ・ホールディングスの就職・転職リサーチ
組織体制・企業文化 回答日: 2021年09月08日

回答者: [redacted] セブン&アイ・ホールディングス
★★★★☆ 2.0

とても古い気質で事業会社ごとの軋轢が多い。大手ならではの外部への丸投げが多いので、会社にノウハウがたまらない。また都度異動があるため、専門的な人が育ちにくく、結局はメーカーや外部の会社のノウハウに頼らざるを得ない。
また社内の承認プロセスが複雑で新しいことを始めるのに時間や労力がかかる。

GOOD! ⓘ [Twitter] [Facebook] [Link] 報告する 記事URL

“セブン&アイ元CIOが語るIT導入
「血みどろの戦い」、怪文書も飛び交う
組織の病理”



Source: [Diamond Article](#) January 2022 part 10 of 15+

内紛: 持株会社とグループ企業の従業員の士気の低さ

セブン&アイの最大手グループ企業は、社員による評価においていずれも日本の小売業平均を下回っている

OpenWork スコア 東証一部上場企業の小売業平均スコアとの乖離 (棒グラフは時価総額1,000億円以上の企業)

openwork

“国内最大級の社員クチコミ数を有する、転職・就職のための情報プラットフォーム”

赤字は、OpenWorkに登録されている小売企業2,948社の中での(下位)パーセンタイル値を表している。

社員による会社評価スコア: 下位11パーセンタイル



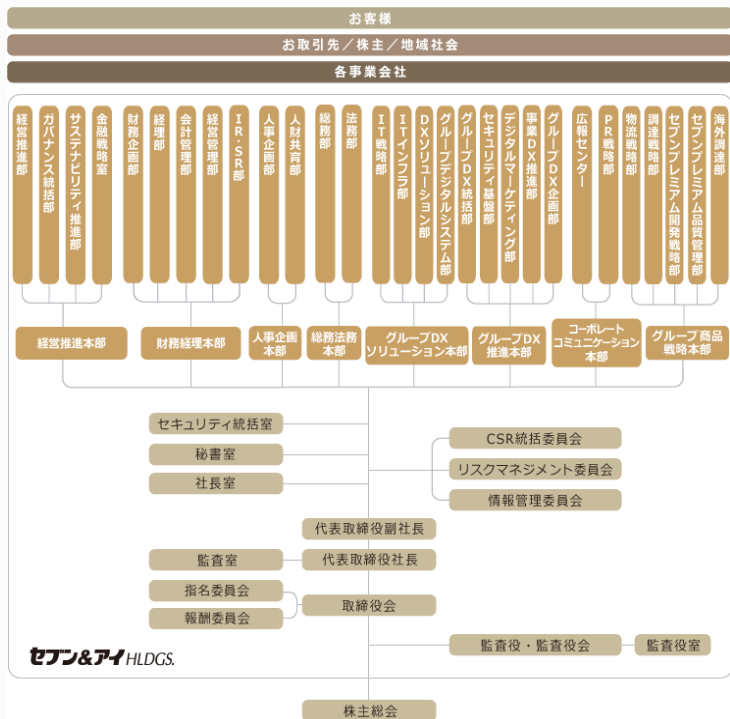
出典: OpenWork 2022年1月24日

メモ: 小売業平均スコア = 3.02 (1~5段階評価、5が最高評価)

複雑性: 解読不能な組織図

セブン&アイは170社を超えるグループ会社を有しており、これにより企業価値の圧倒的な源泉であるセブン-イレブンに経営資源を集中させることがより困難になっている

セブン&アイ・ホールディングス組織図



組織図に対する評価



ビジネスリーダーは経営陣の直属となっているか？



明確な報告系統と説明責任が構築されているか？




Scorecard

「検証結果は多角化ディスカウントが存在することを強く示している。(中略)またこの結果は多角化企業の経営者が脆弱なガバナンスシステムにより不十分な規律しか受けていない場合、かかる経営者は非効率な事業のリストラクチャリングに抵抗することを示唆している。」

“Diversification Discount and Corporate Governance in Japan” Tatsuo Ushijima, Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan, Public Policy Review Vol. 11, July 2015

複雑性: 集中すべき重要なESG課題が多すぎる

事業の多角化により、各事業固有の問題を伴う複雑なESGリスク及び機会が発生

事業	業界	SASB マテリアルピック ¹	バリューアクト評価*
 コンビニエンスストア	食品小売業及び流通業	車両燃料処理マネジメント	●
		食品廃棄物処理マネジメント	●
		食品安全性	●
		製品の健康及び栄養志向性	●
 ガソリンスタンド (北米)	石油・ガス - 精製・販売	GHG排出量	●
		クリーン燃料の利用	●
		危険物管理	●
		クリティカル・インシデントリスク管理	●
 金融サービス	消費者金融	顧客のプライバシー	●
		データセキュリティ	●
		販売慣行	●

バリューアクトの評価枠組み:

● セブン&アイは当該問題への取り組みを開示している

● セブン&アイは取り組みを開示しているが、不適切な点又は疑問点が存在する

● セブン&アイは取り組みを開示していない

複雑性: 業務提携の失敗

H2O、万代、小田急、イズミとの事例に代表される業務提携における実行力の弱さを示す長い歴史

H2Oとの業務提携 (2016)

百貨店の売却	Sポイント	その他
<ul style="list-style-type: none">H2Oがそごう神戸店、西武高槻店、そごう西神店を引き継ぐ	<ul style="list-style-type: none">関西圏のセブン-イレブン店舗へのSポイントの導入	<ul style="list-style-type: none">関西最大の百貨店 x セブン-イレブン・ジャンの店舗ネットワーク

確実に実行はなされたか？

3店舗が
2店舗に

実行はされたが、
2年を費やす

主な進展はない

H2Oは2021年にローソンとの提携に至った



万代との業務提携(2015)

経営上の連携
<ul style="list-style-type: none">物流、人材育成、共同製品開発などの分野ポイント制度や決済システムに関連する金融サービス

確実に実行はなされたか？

主な進展はない

万代は結局、2021年に新たなパートナー
を見つけて去った



複雑性: 7Payの失敗で指摘された連携における課題

複数のメディアが、グループ会社間の連携やコミュニケーションを困難にしているセブン&アイのガバナンス体制が、7Payの失敗の一因となったと報じている

2019年7月: セブン&アイが決済サービス「7Pay」を開始

サービス開始からわずか数日で決済サービスがハッキングされ、口座から3,800万円が盗まれる事件が発生

2019年8月: 7Payを停止



TOKIOMARINE
ASSET MGT

「セキュリティ問題の発生とその事後的な開示」を理由に井阪隆一氏及び後藤克弘氏の再選に反対。 [Source](#)

日経ビジネス

2019年10月8日

「(コンビニエンスストアの)セブンイレブンへの忖度がセキュリティの甘さにつながったという趣旨の証言が複数の関係者から出ているようだ」

「『グループ各社で連携』といっても(国内コンビニ事業を手掛ける)セブンイレブン・ジャパンが『いい』と言わなければ事業化はおぼつかない」

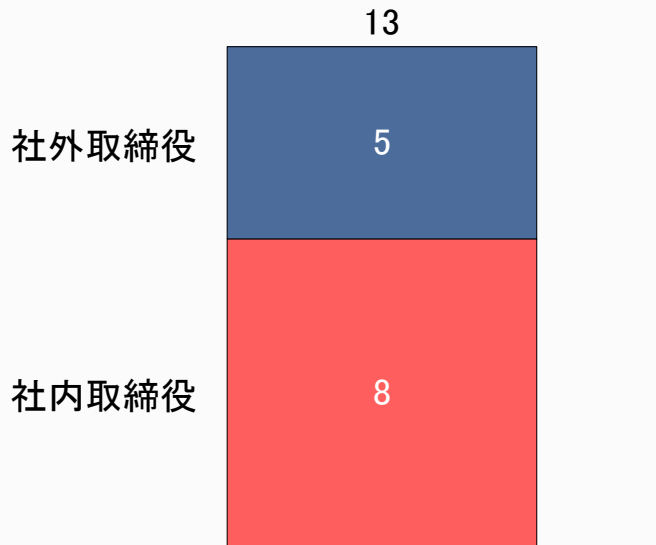
「しかし、セブンイレブン店舗での受け入れやすさを優先した結果、最終消費者にとって最も大切なセキュリティがおろそかになった」

出典: [Nikkei Business Article](#)

取締役会: 独立しておらず、変革を推進する立場にない

セブン&アイの取締役会は、社内取締役が過半数を占めており、取締役会が独立して戦略を評価することができない; 独立社外取締役を多数派とすることは、重大な変革が遅れている企業にとって極めて重要

セブン&アイ・ホールディングス取締役会



取締役会の独立性に関するスコアカード



社外取締役が過半数を占めるか？



筆頭独立社外取締役又は議長を選任しているか¹？

社内取締役: 変革のための戦略に伴う利害の対立

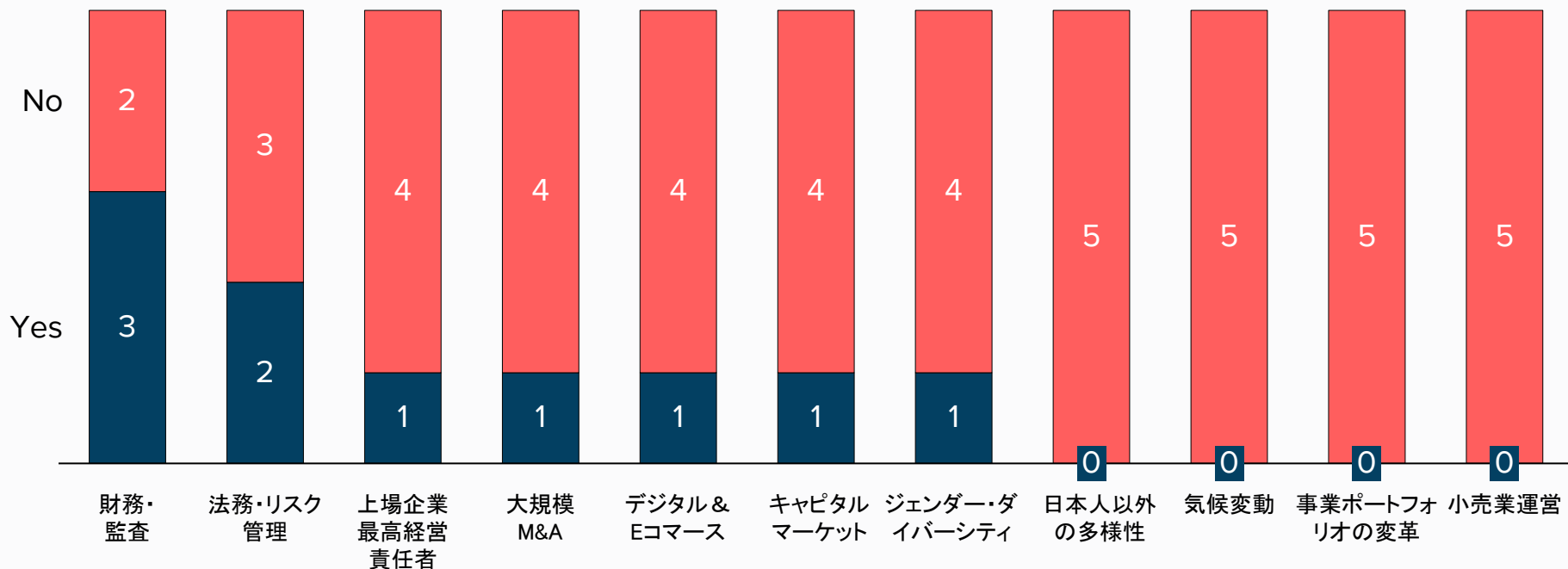
社内取締役8名のうち7名は、子会社の執行役又は取締役をも担っており本質的に子会社と利益相反を有している。この子会社の利益は、取締役が善管注意義務を負うべきセブン&アイの株主やステークホルダーの利益と相反する

	社内取締役1 (代表取締役 社長)	社内取締役2 (代表取締役 副社長)	社内取締役3	社内取締役4	社内取締役5	社内取締役6	社内取締役7	社内取締役8
ホールディングスのみに忠誠があるか?		✕	✕	✕	✕	✕	✕	✕
所属子会社				SEIBU SOGO	セブン&アイ・アセットマネジメント セブン・フィナンシャルサービス			
子会社における役職		取締役	取締役	取締役	代表取締役 社長	専務執行役員	社長兼最高 経営責任者	代表取締役 社長

社外取締役: 重要なスキルにおける大きなギャップを埋める必要があるのでは？

社外取締役は、セブン&アイ・ホールディングスに役立つスキルを有するが、さらに社外の視点を加えることで、取締役会が経営を支援・監督する効果をより高め得る

セブン&アイ・ホールディングス社外取締役のスキルの表示



セブン&アイ・ホールディングスか、グローバルチャンピオンとしてのセブン-イレブンか？



セブン&アイの現在のガバナンス

- **取締役会:** 過半数が社内取締役で、独立した取締役のリーダーシップはない
- **組織構成:** 170社以上の子会社を持つ複雑な持株会社構造

又は

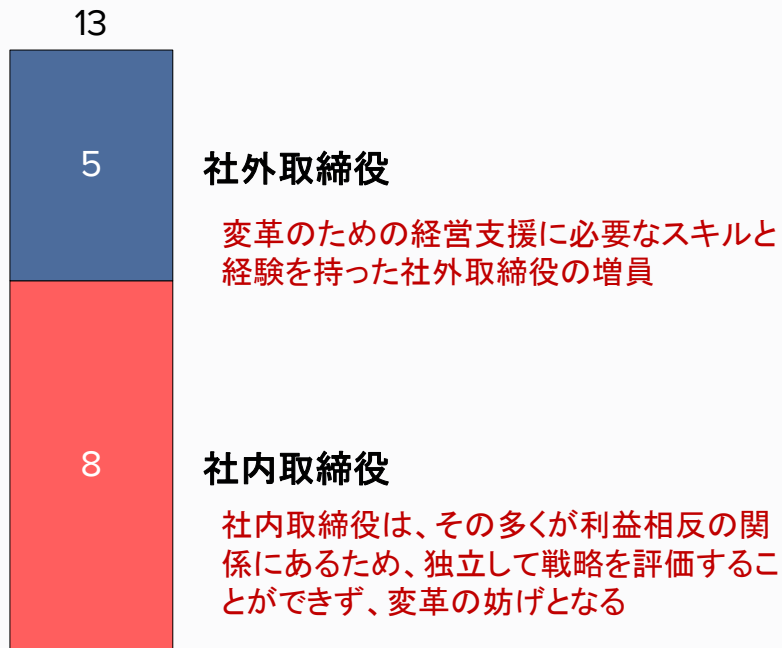
提案するグローバル・ガバナンス体制

- **取締役会:** 社外取締役が過半数を占め、独立した取締役がリーダーシップを発揮
- **組織構成:** セブン-イレブンに集中する、グローバルに協調した経営

取締役会構成: グローバルスタンダードの独立性が必要？

利益相反のある社内取締役が過半数を占める取締役会から、戦略・経営を監視するスキル・経験を有する社外取締役が過半数を占める取締役会へ

セブン&アイ・ホールディングス取締役会



グローバルスタンダードの取締役会



社外取締役が過半数を占めるか？



筆頭独立社外取締役又は議長を選任しているか？

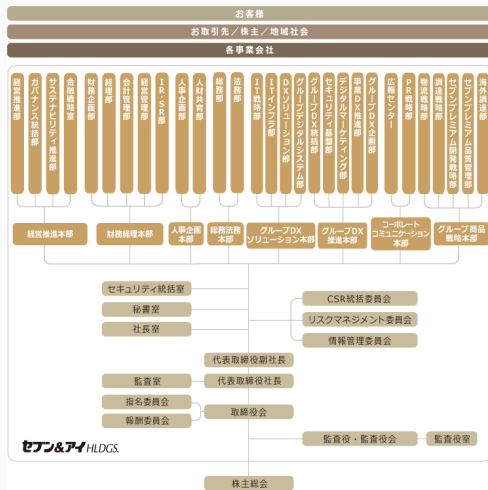


経営を統括する関連スキル

経営体制: 簡素化が必要?

複雑な持株会社経営体制から、セブン-イレブンのビジネスチャンスとリスクに余念なく集中したグローバルに協調した経営への転換

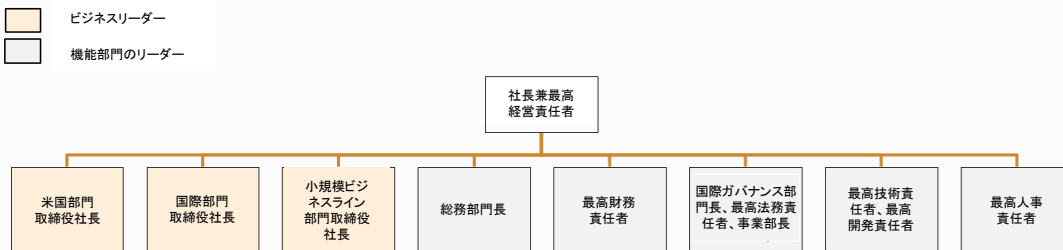
現在の組織図



代表的なグローバル組織図(コンビニエンスストア)



代表的なグローバル組織図(小売業)



セブン&アイの経営戦略及びガバナンスに関する 株主からのインプットの必要性

現在に至るまでのセブン&アイの株主に対する不十分な対応

投資家らは、経営戦略及び実績に関する同様のフィードバックを繰り返し表明するも、経営陣は戦略を明確にしたり実際の行動で対応せずに、パフォーマンスじみた表面的な対話で批判を回避している

Abrdn (Aberdeen Standard Investments)

取締役選任議案に反対

「リストラクチャリングの遅れに関しすべての取締役が責任を負うべきだ。取締役会の行動は、優れたガバナンスを反映したものとはいえず、責任を負うべきだと考える」 [Source](#)



東京海上 井阪隆一社長及び後藤克弘氏の再選の議案に反対 [Source](#)



Abrdn 「当社の継続的な働きかけにもかかわらず、業績不振の事業の再編の進展が遅いため、当社はセブン&アイを売却した」 [Source](#)

2015

THIRD POINT

Third Point は業績不振の事業(具体的にはイトーヨーカドー)の売却を要求 [Source](#)

2019



Third Avenue Management 「最後に、セブン-イレブンの米国事業が独立して類似の上場会社と同等のマルチプルによって企業価値評価を受ければ、セブン&アイがいかに過小評価されているかが非常に明確になるというのが我々の考えである」 [Source](#)

2020

2021

ARTISAN PARTNERS

Artisan Partners 「会社の有する価値の高いコンビニエンスストア資産と、その他の小売業との明確な違いに対処すべき」 [Source](#)

2022

Franklin Templeton 「…企業価値評価の低迷は、市場は好調な海外事業、ディフェンシブな国内事業、レバレッジを活用していないバランスシート、及びリストラクチャリングの今後の展望を重視していないことを示しているようである」 [Source](#)



これまでの株主との対話は表面的・パフォーマンスにすぎない

2021年にセブン&アイが実施した株主調査は、誤解を招くものであり、真の戦略的フィードバックを促すものとはいえない。むしろこれらのデータは取締役会を混乱させ、誤解させる可能性が高い。

投資家は中期経営計画の範囲外の戦略について意見表明することができない

選択肢内に具体的見解が埋め込まれており、回答者の真意について混乱を生じさせる

セブン&アイの調査における質問事項の例(日本語訳)

Q3 : 大手商業センターにおけるセブン&アイ・ホールディングスの事業・店舗の改革について、労働力の最適化、収益性のない店舗の見直しに関連し、どのようにお考えですか？

- a. 賛成: 高い収益性を持つコアビジネスに注力する戦略は、重要であり、高く評価する。
- b. どちらともいえない: 収益に一時的な影響を与えるが、リスクとオポチュニティの双方を捉える戦略であると考える。
- c. 反対: 人工知能を使った発注による生産性の向上や、DXを使用した顧客との接触機会の拡大について、詳細を知りたい。
- d. その他

社外取締役はセブン＆アイが株主の意見を単に「ヒアリング」 するのではなく、実際に対応する必要がある

取締役会の過半数が社内取締役であるため、社外取締役は経済産業省が期待していた重要な役割を果たせなくなっている

社外取締役の責任(経済産業省資料より):

「社外取締役は、投資家との対話を通じ、投資家が会社の状況をどのように見ているかという資本市場の視点を把握するとともに、投資家の意見に耳を傾け、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に有用となり得るものは、取締役会での議論に反映させる役割を担っており、いわば投資家との窓口(インターフェイス)になることも期待されている。」

— 2020「社外取締役の在り方に関する実務指針」経済産業省 [Source](#), p.42

バリューアクトは他の株主の意見を求めています

現在セブン&アイの取締役会は、社内取締役がその過半数を占めており、社内取締役の多くは変革のために不可欠な戦略に対して利益相反があります。セブン&アイの取締役会は、バリューアクトの要請に応じて社外取締役が株主に対し、以下の重要事項を直接質問することを正式に決議しませんでした。

- 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？または変革が必要だと考えますか？
- 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？
- 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、どのような選択肢ですか？
- 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？

セブン&アイの取締役会は、社外取締役が速やかに株主の意見を聞き、戦略上の他の選択肢を独立に検討することについて、正式に実施することを拒否しました。
したがって、株主はさらに以下の質問を考えるべきであると考えます：

セブン&アイのコーポレートガバナンス体制を修正し、すべてのステークホルダーのためになるようセブン&アイを変革するには、株主のどのような介入が必要か？

参照資料 1: バリューアクトのステュワードシップ

バリューアクト・キャピタルは世界有数の
機関投資家の一部に代わり、
総額150億米ドルを上回る資産を運用しています。

当社はこのビジネスにおいて、21年の歴史がございます。
これまで、コアの投資としては、100社以上に投資を行い、50社以
上の上場企業において取締役を務めてきました。

当社は、2017年から日本に積極的に投資を行い、日本の産業の
長期的な成功と将来の成長を信じております。当社は、現在JSR
およびオリンパスの取締役を務め、また、任天堂とセブン&アイホ
ールディングスの株主でもあります。

バリューアクト・キャピタルの価値観

関係 &信頼

現在そして過去の投資先企業に加えて、機関投資家のコミュニティとの関係に重きを置いています。常に、企業そして全てのステークホルダーにとって何が最善策なのかを検討しています。

透明性 &敬意

オープンさ、知識の共有、報酬の共有を推奨するチーム文化に基づき、成功も失敗も共に経験します。ポートフォリオ企業と協力する際も、同じアプローチを採用しています。

責任 &長期的思考

長期投資を信条とし、長期的な視点に基づき企業を経営します。これには誠実性、業界の構造や事業戦略に関する深い理解、関連する社会的・倫理的・環境的な課題への配慮が必要とされます。

参画した取締役会



* オブザーバー参加を示す。

バリューアクトの21年にわたるスチュワードシップの歴史

豊富な役員経験と会社経営陣とのパートナーシップ

104

コア投資

53

上場会社への役員派遣

86

所属委員会

21年以上にわたり…

6

公開質問状

1

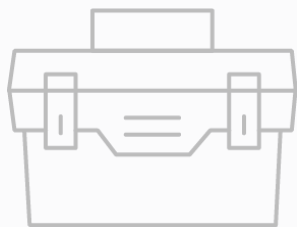
委任状闘争

スチュワードシップコミュニティにおける長期的にアクティブな役割

当社は、他の機関投資家とともに、年々多くの上場会社で採用されている責任あるコーポレート・ガバナンス・ポリシーを提案・形成している。

現在の関係先

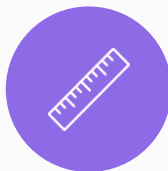
- Council of Institutional Investors (Corporate Governance Advisory Council)
- Commonsense Corporate Governance Principles
- Investor Stewardship Group (Founding Member, Board of Directors)
- Stanford Rock Center for Corporate Governance (Case Study Authors)



私たちの多岐にわたる「バリュー・クリエーション・ツールキット」や取締役会への参加は、投資先にとって、他社と一線を画した経営のノウハウを習得し、向上させる、ユニークな機会を生み出しています



株主価値の創造へと繋がる
報酬制度の設計&構築



経営陣の選定



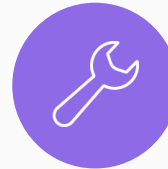
戦略&M&A



Financial Planning
& Analysis (財務・企画)



税務&企業構造



危機管理



IR活動



キャピタルアロケーシ
ョン、資本政策

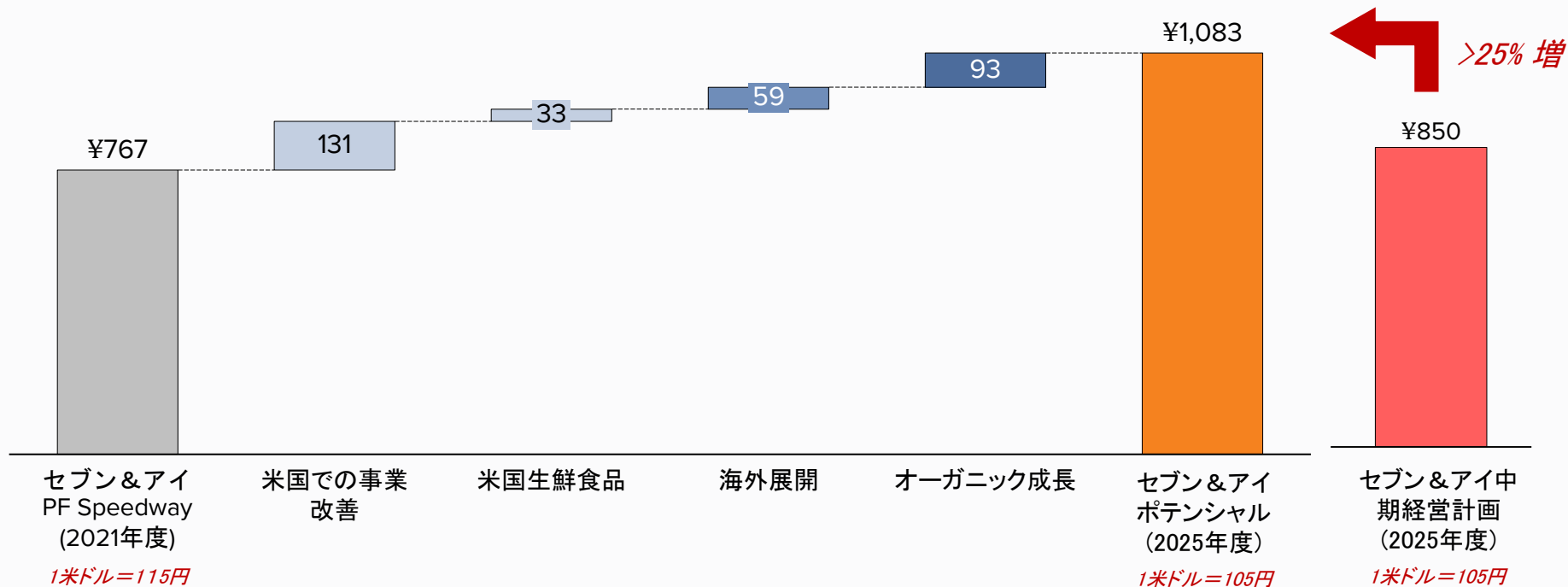


ESG

参照資料 2: 分析及び用語集

改革によりセブン-イレブン単体のEBITDAは1兆円超、中期経営計画予想を25%以上上回る

グローバルなチャンピオンとしてのセブン-イレブン EBITDAポテンシャル(単位:十億円)



出典: 会社公開資料, VAC分析

メモ: 米国での事業改善は、Speedwayのシナジー12.5億ドル及びSEIにおける費用効率化を意味する。食品では、米国セブン-イレブンに年間400店舗のQSRの増加を想定。海外展開では、日本型店舗レベルの経済性を有する店舗の年間1,100店舗の増加を想定。オーガニック成長では、為替と燃料のマージン改善を織り込む(31CPG, FY26)。

用語集

QSR:	クイック・サービス・レストラン
MTMP:	中期経営計画
SEJ:	セブン-イレブン・ジャパン（日本におけるセブン-イレブンの主要事業体）
SEI:	7-Eleven, Inc（米国におけるセブン-イレブンの主要事業体）
EPS:	1株当たり当期純利益
ROIC:	投下資本利益率
WACC:	加重平均資本コスト
OP:	営業利益
EBITDA:	利払い前・税引き前・減価償却前・その他償却前利益
P/E:	株価収益率
METI:	経済産業省
FTC:	連邦取引委員会
SASB:	サステナビリティ会計基準審議会
ESG:	環境・社会・ガバナンス
VAC:	バリューアクト・キャピタル

追加的免責事項

当社が管理するファンド及び口座(以下「ファンド」といいます)は、本資料で説明される有価証券について、所有者としての利害関係及び／又は経済的利害関係を有します。本資料のいかなる内容も、当社の現在又は将来の取引又は議決権行使の意図を示すものとして解釈されるべきではなく、これらは随時変更される可能性があります。当社は、セブン&アイに対するファンド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&アイとの協議結果、市況、株価等の様々な要因に応じて、セブン&アイの株式にかかる取引を行う予定であり、セブン&アイに対するファンドの投資に関して適切と思われる一切の行動をとる権利を留保しています。当社は、このような変更について他者に通知するいかなる義務も明示的に否定します。

本資料に含まれる過去の事実に関する情報を除き、本資料に含まれる情報及び意見は、見積もり、予測及びその他の将来予想に関する記述に当たります。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」、「期待する」、「予定する」、「意図する」、「信じる」、又はこれらの変形や同等語の使用により識別することが可能です。将来予想に関する記述は、不確実性及び変化(市場評価マルチプル、収益仮定、経済環境、事業環境、政治環境その他の環境、又は特定の投資先企業の経営の変化を含みます)の影響を受け、これらは全て当社が制御することができないため、関連する実際の結果が、将来予想に関する記述によって明示又は黙示される結果とは大きく異なる可能性があります。将来予想に関する記述のいずれについてもこれが達成されること、セブン&アイが損失を回避できること、又は、いずれの企業についてもその意図した活動を実施できることについて、いかなる者も保証、表明又は確約するものではありません。当社並びにその役員、従業員、パートナー、株主、関連会社、アドバイザー及び代理人は、いずれも将来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、表明又は確約も行わないものではなく、また、将来予想に関する記述について独自の検証を行っていません。様々なリスクや不確実性により、実際の事象、結果又は当社の実際の業績は、かかる将来予想に関する記述に反映又は意図されたものとは大きく異なる可能性があります。

追加的免責事項

いかなる場合においても、本資料は、いかなる有価証券(ファンドの持分を含みますがこれに限りません)の売買の申込み又はその勧誘として用いられ、又は、考慮されるべきものではありません。本資料は、いかなるファンドの販売を促進するものでもなく、販売促進を目的とするものでもなく、また、販売促進として解釈されるべきものでもありません。ファンド持分の購入にかかる申込みは、適格な申込み先が当該ファンドのコンフィデンシャル・メモランダムを受領した時点でのみ行われることとなります。ファンドへの投資条件は、関連するファンドの設立文書に準拠するものとし、本資料は明白にこれに含まれません。

本資料は、直接的・間接的を問わず、いかなる秘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。当社は、書面で明示的に行われた場合を除き、かかる情報の受領を秘密とするいかなる義務も負わないものとします。本資料の提供により、当社およびその他の人物との間にいかなる合意、約束、理解、その他の法律関係も存在しないか、または存在しないとみなされる可能性があります。当社は、本資料のいかなる受領者のためにも、また、代理人としても行動しておらず、いかなる助言又はサービスも提供するものではありません。本資料の受領者は、自らの行動を決定する前に、関連するリスクを考慮し、必要と思われる場合には自信の独立したアドバイザーに相談する必要があります。

