



## 議決権行使ケーススタディ

2023年5月22日時点

本ケーススタディは、ティー・ロウ・プライス・アソシエーツ・インク（当社）の議決権行使に対する考え方をご紹介します。

ケーススタディ	
企業 株式会社セブン& アイ・ホールディングス	証券コード <b>3382</b>  株主総会開催日 <b>2023年5月25日</b>
本ケーススタディを 取り上げた理由	持続的なエンゲージメントがここ数年で焦点となり、注目を集めた委任状争奪戦に対する当社の取り組みをこの議決権行使により示すものです。
分析	<p>株式会社セブン&amp;アイ・ホールディングス（セブン&amp;アイ）は、日本最大の小売複合（コングロマリット）企業です。同社は、現在、モノ言う株主として知られるアクティビストのバリュアクトと委任状争奪戦を繰り返しています。当社は、「ティー・ロウ・プライスにおけるアクティビスト活動に対する考え方*」に則り、議決権行使判断を下す前に、アクティビストと企業の双方と面談しました。当社の方針では、アクティビストの提案が公表された後のみ、その具体的な内容について直接エンゲージメントを行うことができます。バリュアクトは、2022年1月に取締役会宛ての<a href="#">公開状</a>を発表しました。</p> <p>セブン&amp;アイの日本と米国におけるコンビニエンスストア事業は、非常に有望な高収益事業であり、グループの営業利益のほぼ全てを創出しています。それにもかかわらず、日本において中核となるコンビニエンスストア事業とのシナジー効果が小さい事業部門で業績不振が続いているため、同社の株価は大幅にディスカウントされています。一方、北米のセブン-イレブン事業の拡大に伴い、同社はグローバル化が進んでいます。ただし、経営陣は、依然として国内志向が強く、投資家は同社がグローバル企業としてどの程度運営されているのか疑問視しています。加えて、日本の会計基準の採用とディスクロージャーの問題によって、市場は自己資本利益率（ROE）などの重要業績評価指標（KPI）に限らず、真の収益性を過小評価してきたと考えています。</p> <p>2020年以降、アクティビストが同社株を保有する以前から、当社は経営陣に対して、コングロマリット・ディスカウントを解消する方法や、海外展開を拡大するための資本投下について、提案を行って来ました。そうした対話にもかかわらず、国内改革が遅すぎることに、とられた対策も消極的かつ限定的に講じられたことに懸念を抱きました。そのため、2022年の定時株主総会で、井阪社長の再任に反対票を投じました。</p> <p>2023年初め、当社は取締役会宛てに、長期的な株主価値の向上と保全のため、ガバナンス慣行の追加的な採用と改革を進めるよう書簡を出しました。書簡では、そごう・西武百貨店などの不採算事業をスピンオフした経営陣の最近の取り組みを称え、6名の新たな社外取締役の任命により、初めて社外取締役が過半数を占め、多様性のある取締役会を設置したことを評価しました。一方で、改革は不十分であり、中期経営計画の進捗を評価するために創設された社外取締役のみで構成される戦略委員会の設置は、喫緊に必要な改革を先送りするために利用される可能性があること、他の優良企業が行っている重要な意思決定を別の組織機関に移譲することになるため、現職の経営陣に利用される可能性があるという懸念を表明しました。</p> <p>バリュアクトは、セブン&amp;アイへのエンゲージメントを継続しました。そして2023年4月、経営陣が株主調査を回避することを可能にしたと訴え、井阪社長、後藤副社長、その他在職年数の長い取締役の退任を求める公開状を発表しました。また、厄介なことに、バリュアクトとセブン&amp;アイの面談が参加者の同意を得ることなく、密かに録音されていたと訴えました。取締役会を刷新するため、バリュアクトは、2022年に取締役会に加わった6名の新社外取締役およびグループの主要部門を統括する4名の社内取締役とともに職務を果たす、4名の新たな社外取締役を指名すると述べました。</p>

\*「ティー・ロウ・プライスにおけるアクティビスト活動に対する考え方 “Investment Philosophy On Shareholder Activism”」

<p>分析</p>	<p>当社は、これまでの進捗を評価し、経営陣を支持する方向で分析を行いました。しかし、バリューストの主張に客観的に耳を傾け、指名された社外取締役の素質と能力を調査した上で、経営陣の現状維持の姿勢に説得力がないと結論づけ、取締役候補の選任を含むアクティビストの提案をすべて支持するという難しい決断を下しました。</p> <p>5月19日、当社のアナリストは、同社の投資家向け広報（IR）担当のシニア・メンバーと面談し、株主提案の支持を決めた理由を詳しく説明するとともに、率直かつ建設的な議論を交わしました。当社のスタンスを示す主な理由として、以下の4点を挙げました。①同社の消極的な姿勢、②現職の経営陣の不十分な説明と反論、特に、もしグループ内の不採算部門を切り離した場合、商品開発を妨げる可能性があることと主張する逆シナジー効果を定量化できないこと、③バリューストの提案の詳細および取締役候補の特性を誤解していること、④コングロメリット・ディスカウントを解消するために十分な代替措置を提供することに対して明らかに消極的な姿勢。</p> <p>以上のように、定時株主総会の投票結果に関わりなく、当社は引き続き紳士的な姿勢を維持しつつも、フィデューシャリー・デューティ（受託者責任）に則り、同社へのエンゲージメントを継続します。</p>
<p>議決権行使判断</p>	<p>当社は、ティー・ロウ・プライスのファンドおよび一部の一任顧客に代わり、会社提案による取締役選任議案（第2.1～2.5号議案）に反対し、バリュースト側の株主提案である取締役選任議案（第5.1～5.4号議案）を含む、その他すべての議案に賛成しました。</p>

**INVEST WITH CONFIDENCE®**

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長年にわたってご提供することに注力しています。  
[troweprice.co.jp](http://troweprice.co.jp)

**T.RowePrice®**

**重要情報**

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組み入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、顧客の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逓減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ・インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第3043号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会/一般社団法人 投資信託協会