

Palliser



京成電鉄第181回定時株主総会へのパリサー議案のご説明

2024年6月

本書は、英国の金融行為規制機構（以下「FCA」といいます。）によって認可および規制されている、PALLISER CAPITAL (UK) LTD（以下「PALLISER UK」といいます。）が発行したものです。

本書は、Palliser Capital Master Fund Ltd. が、京成電鉄株式会社（以下「対象会社」といいます。）の株主として対象会社に提出した、対象会社の第181期定時株主総会における議題と議案につき、PALLISER（以下に定義されます。）と本書の受信者である貴社との間で自由に意見を交換することのみを、目的とするものです。

本書は、この議案につき貴社が同株主総会で賛成の議決権行使をすることその他の株主権の行使につき合意をすることを目的とするものではありません。当社は、貴社がそのような約束や合意をすることを求めません。もし、貴社が、この議案に賛成の議決権行使をする意向を当社に表明されたとしても、それは約束や合意ではなく、貴社はその方針と異なる議決権行使をし、またそもそも議決権行使をしない自由があります。また本書は、この議案につき貴社に議決権の代理行使を勧誘するものではありません。

本書に記載の内容は、PALLISER UKが直接的または間接的に運用しまたは助言するファンド（以下「PALLISER FUNDS」といいます。）への投資の勧誘をするものではなく、勧誘を意図したのではなく、かかる勧誘と解釈されるものでもありません。

本書に記載の見解は、本書の作成日におけるPALLISER UKおよびその関係会社（以下総称して「PALLISER」といいます。）の見解を示しています。PALLISERは、本書に記載した見解を、いつでも、理由を問わず変更または修正する権利を留保しており、また本書に記載した情報を、訂正、更新、または修正する義務を負うものでもありません。

本書は、議論および情報提供のみを目的としたものであり、(a) 有価証券その他の金融商品の売買の申込みもしくは申込みの勧誘、または有価証券その他の金融商品に係る投資事業への参加もしくは投資サービスへの申込みの勧誘を構成するものではなく、また、その発行によりいかなる法律関係も発生させるものではなく、(b) 英国の2000年金融サービス市場法（その後の改正も含みます。）に規定される「Financial Promotion」、(c) 英国のFCAハンドブック（以下「FCAハンドブック」といいます。）に定義される「Investment Advice」、(d) FCAハンドブック定義される「Investment Research」、(e) 欧州連合規則596/2014および2018年のEU離脱法（以下「2018年EU離脱法」といいます。）第8条に基づき発せられた規制による改正を含み2018年EU離脱法第3条により英国国内法の一部としてのEU規則596/2014に定義される「Investment Recommendation」、(f) 日本の金融商品取引法（以下「金商法」といいます。）第28条第3項に定義される

「投資助言・代理業」、または(g) 金商法第28条第4項に定義される「投資運用業」に該当するものではありません。本書に含まれるいかなる情報も、PALLISERによる推奨と解釈されてはなりません。本書はいかなる投資判断の基盤としても意図されておらず、投資戦略を示唆するものでもありません。本書は、法律、税務、投資、財務等に関する助言ではなく、また助言と解釈されるものでもありません。

本書に記載の全ての情報は、対象会社および本書が言及する対象会社以外の会社に関する公開情報及びPALLISERによるその分析に基づくものです。他に注記がない限り、市場価格は2024年5月31日の東京証券取引所における終値に基づきます。公開情報には、対象会社及びその他の情報源による公的書類及び開示資料が含まれます。PALLISERは、公開情報として入手可能な全てのデータ及び情報の正確性及び完全性について、独自の検証を行うことなく依拠し、前提としており、かかるデータ及び情報の正確性について何ら表明又は保証するものではありません。PALLISERは、対象会社がPALLISERの見解および/または結論に反する可能性がある機密情報又は非公開情報を保有している可能性があることを認識しており、そのような情報を知った場合にPALLISERの見解を変更する可能性があります。

PALLISER、PALLISER FUNDS、これらの各取締役、役員、従業員、代理人及びアドバイザー（以下「PALLISER関係者」といいます。）は、明示または黙示を問わず、(i) 本書に記載の情報および意見が正確、公平、完全、または最新であるかどうかを含む、本書および本書の内容について、(ii) 本書の日付後に、本書に含まれる情報および見解の更新またはその他の方法による、本書の受信者に対する追加情報の提供について（PALLISER関係者はそのような義務を負うものではありません）、および(iii) PALLISER若しくはPALLISER FUNDSの投資プロセス、または投資目的が達成される、または成功する可能性があること、あるいはPALLISER若しくはPALLISER FUNDSの投資が利益を上げる、または損失を被らないことについて、一切の表明、保証または約束を行わず、また一切の責任、債務または注意義務を負いません。過去のパフォーマンスは将来の結果を示唆するものではありません。法律で許容される範囲において、PALLISER関係者のいずれも、直接的、間接的、派生的の如何を問わず、いかなる損失（本書に依拠したことに関連し又は起因して生じた利益の減少、損害、費用、請求、経費を含みますが、これに限られません。）に対しても責任を負いません。

本書に含まれるヒストリカルな情報を除き、本書に記載の情報および見解には、とりわけ対象会社の営業成績に関連して用意された対象会社の業績、対象会社の株式、債務その他対象会社の株式価値に関連する有価証券（以下「対象会社株式等」といいます。）の評価、一般的な経済及び市場の状況、その他の将来の事象に関する見積りや予測を含む、将来予測に関する記述が含まれる場合があります。すべての将来予

測に関する記述、見積り、予測は、本質的に不確実で、かつ重大な経済的、競争的、その他の不確実性及び偶発的要因の影響を受けるものであり、かかる記載は、いずれも説明のみを目的としています。実際の結果は、予測可能または予測不可能な要因により、本書の記載と大きく異なる場合があります。

本書の提供により、PALLISERおよびその他の者との間に合意、契約、了解その他の法的関係が発生することはなく、発生したと見做されることもありません。PALLISERは、本書の受信者のために又はその代理人として、行動するものではなく、また、いかなる助言又はサービスを提供するものでもありません。PALLISERは、いかなる者に対しても、本書の主題に関連するアドバイスを提供する責任を負いません。本書の受信者は、行動方針を決定する前に、関連するリスク及び影響を検討し、必要と思われる場合には、自らの独立したアドバイザーと協議する必要があります。

PALLISER FUNDSは、対象会社に対して直接的または間接的に投資している場合があります。したがって、PALLISERはPALLISER FUNDSの対象会社に関するポジションの収益性に利害関係を有しています。PALLISERは利益相反の可能性があり、本書は中立的なものとは見なされではありません。本書のいかなる記述も、PALLISERまたはPALLISER FUNDSの現在若しくは将来の取引または投票の意図を示唆するものではなく、それらはいつでも変更される可能性があります。

PALLISERは、継続的に対象会社への投資を見直す意向です。会社の財務状況、戦略的方向性、対象会社との協議の結果、全体的な市場環境、PALLISERが利用可能なその他の投資機会、及び希望する取引価格による対象会社株式等の入手可能性を含む様々な要因に応じて、PALLISERは、PALLISER FUNDSの投資の形態または実質（対象会社株式等を含みます。）を、売買、カバー、ヘッジ、またはその他の変更を、法律で認められている範囲及び方法で、PALLISER FUNDSのポジション開始以降いつでも（公開市場又は相対取引において）行うことができ、そのような変更を他者に通知する義務を負うものではありません。PALLISERはまた、PALLISER FUNDSによる対象会社への投資について、適切と判断した行動をとる権利を留保します。

PALLISERは、いかなる第三者からも本書に含まれる記述又は情報の使用に対する許可を求めたり取得したりしていません。本書における記述又は情報は、ここに記載された見解を当該第三者が支持していることを示すものではありません。本書で使用されているすべての商標および商号は、それぞれの所有者の独占的な財産です。

パリサーは、日本株への20年以上の投資経験を有するシニア投資チームで構成された、グローバル・マルチストラテジーファンドです。

当社は京成電鉄の1.98%の株式を保有する長期株主として、京成電鉄の市場価値と本源的価値の間にある会計上の歪みの解決に向けて、約3年にわたり京成電鉄の取締役会および経営陣と協力的かつ建設的なエンゲージメントを行ってまいりました。



京成電鉄が真の価値を解き放ち、成長に向け歩みだすための パリサーからの提案

1 1兆3,400億円の本源的価値に対し、時価総額が9,200億円と低評価の鉄道会社（“価値のギャップ”）

非中核事業資産である、株式会社オリエンタルランド（4661 JT、以下、「OLC」）の21%保有持分⁽¹⁾が本源的価値の80%を占める

2 OLCへの出資比率を一部削減し、価値のギャップを解決するというシンプルな提案

シナジーが限定的なOLC株式への出資比率を21%から15%へと適切な規模にし、資本配分政策を採用することで、本源的価値が直ちに活用可能となり、中長期にわたる持続的・安定的な将来の成功が促進される

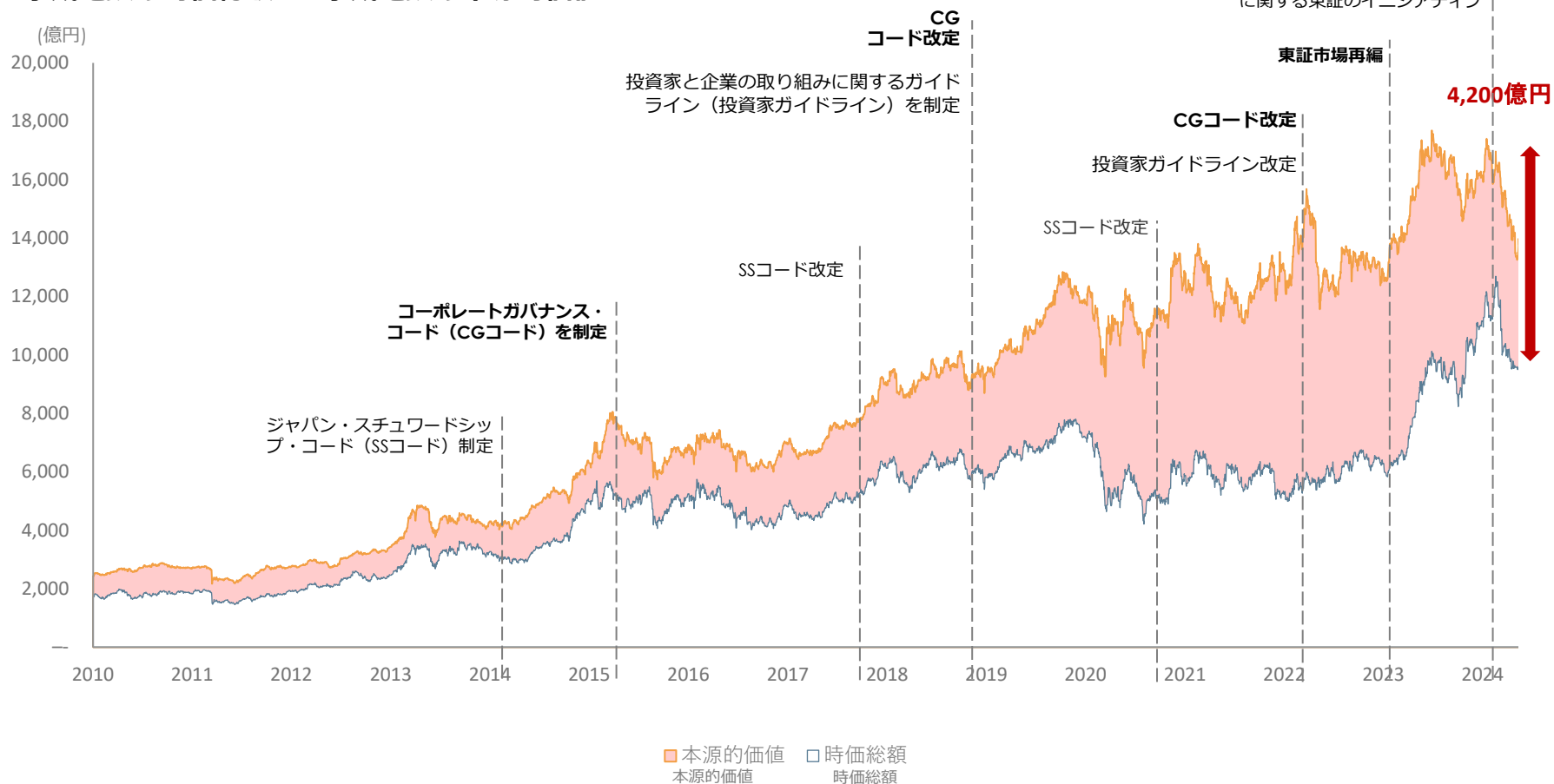
3 取締役会の根拠のない反論は見当違いで間違っており、残念ながら利己的である

OLC持分に係る会計の歪みを解消することは、経営陣による京成電鉄の管理責任の欠如に対して不都合な真実を明らかにし、同社のPBRが同業他社や東証の掲げる1倍の基準を下回っていることを明白にする

京成電鉄の価値のギャップは拡大を続ける

日本では企業価値向上を目指すコーポレートガバナンス改革が進捗しているにも関わらず、京成電鉄の時価総額と本源的価値のギャップは拡大し続け、現在その額は4,200億円にもものぼっている

京成電鉄の時価総額 VS 京成電鉄の本源的価値

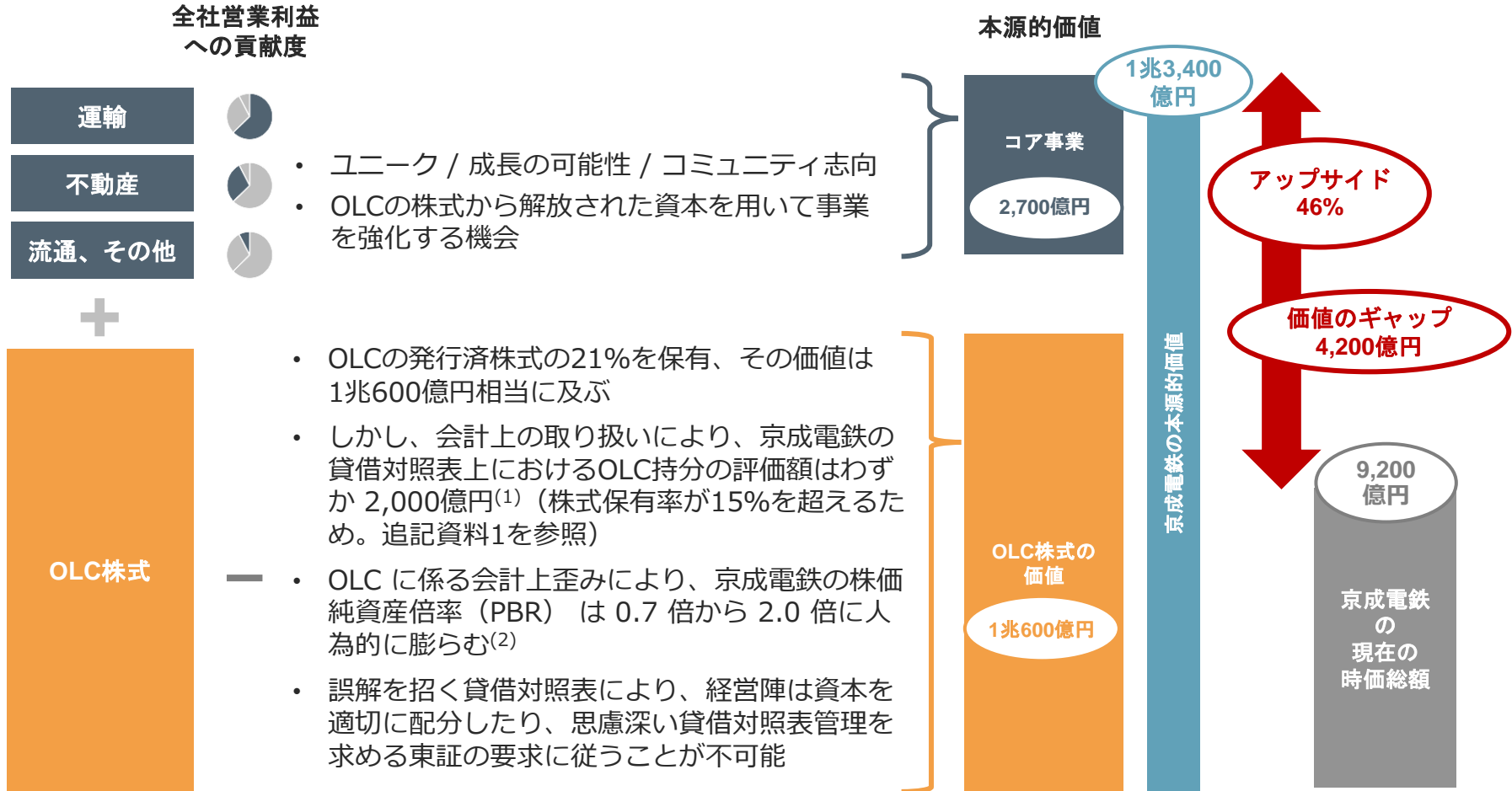


出所： 会社開示、ブルームバーグ。

注： 本チャートでの本源的価値は、京成電鉄簿価からOLC株式の簿価を按分ベースで除外した上で、残った京成電鉄の簿価に同業他社のマルチプルを適用して算出、その後キャピタルゲイン課税控除後のOLC株式価値を加算
同業他社は京王、小田急、東急、東武、京急、西武。

価値のギャップは、OLC株式への投資の固定化と不適切な資本配分に起因

相乗効果のない過大なOLC社の株式持分の価値は1兆600億円となっており、京成電鉄の本源的価値の80%を占め、根本的な会計上の歪みを引き起こしている



出所： 会社開示、ブルームバーグ

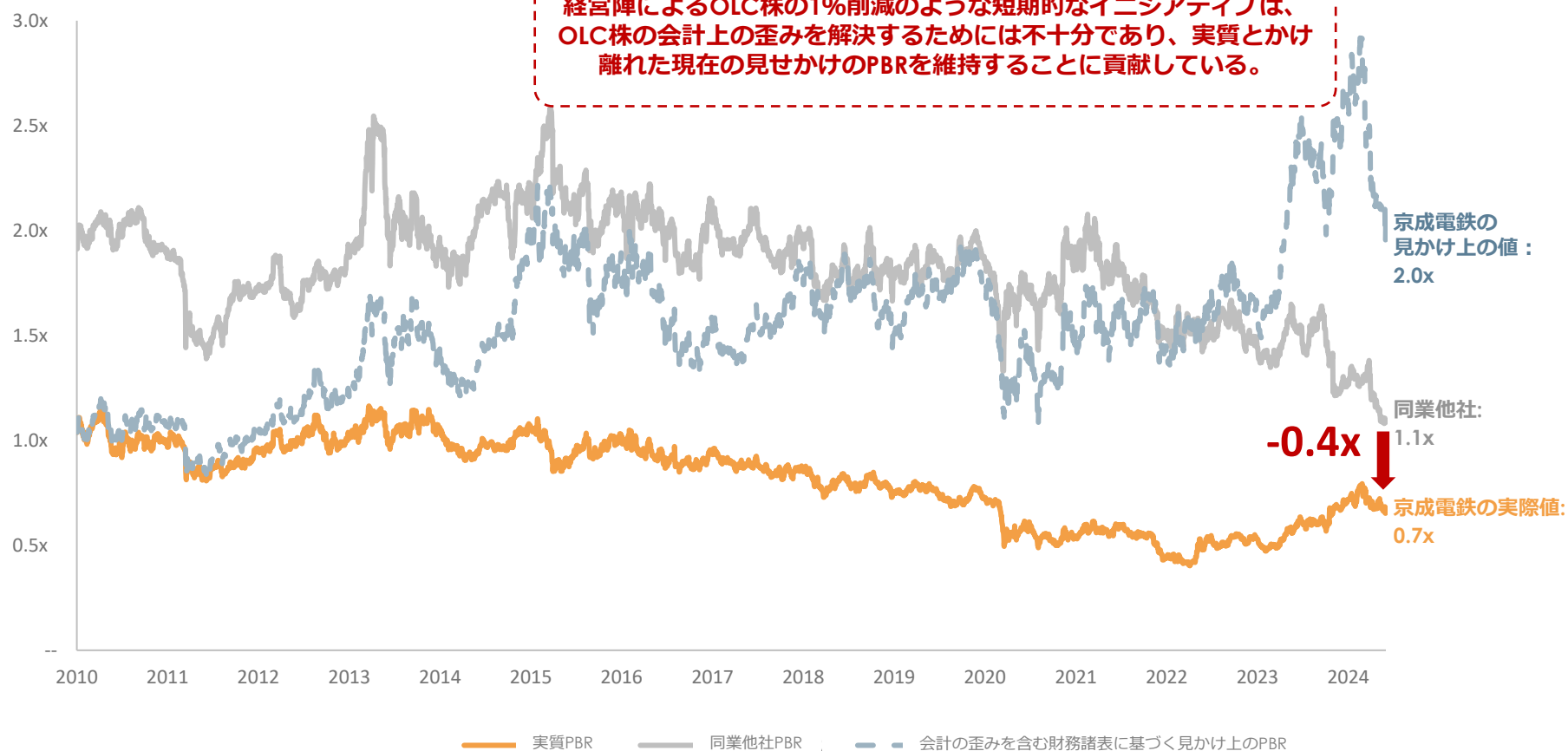
注： (1) OLC保有株式が持分に応じて財務諸表上に計上されていると想定。

(2) コア事業の価値は、OLC株式を除いた一株当たり純資産価値に同業他社のPBRを乗じて算出。同業他社は京王、小田急、東急、東武、京急、西武を参照。

実際の京成電鉄のPBRも覆い隠されている

現在のPBR2倍は、経営陣と取締役会が作為的に創出
OLCの会計上の歪みを是正すると、京成電鉄の実質PBRは現在0.7倍であり、同業他社平均の1.1倍を大きく下回る

京成電鉄の実質的なPBR



出所: 会社開示、ブルームバーグ。
注: 本チャートにおいて京成電鉄の実質PBRの計算における簿価は、京成電鉄の簿価からOLCの簿価を比例配分で除外した上で、キャピタルゲイン課税控除後のOLCの時価を加算して算出。
同業他社は京王、小田急、東急、東武、京急、西武。過去12か月のPBRを使用。

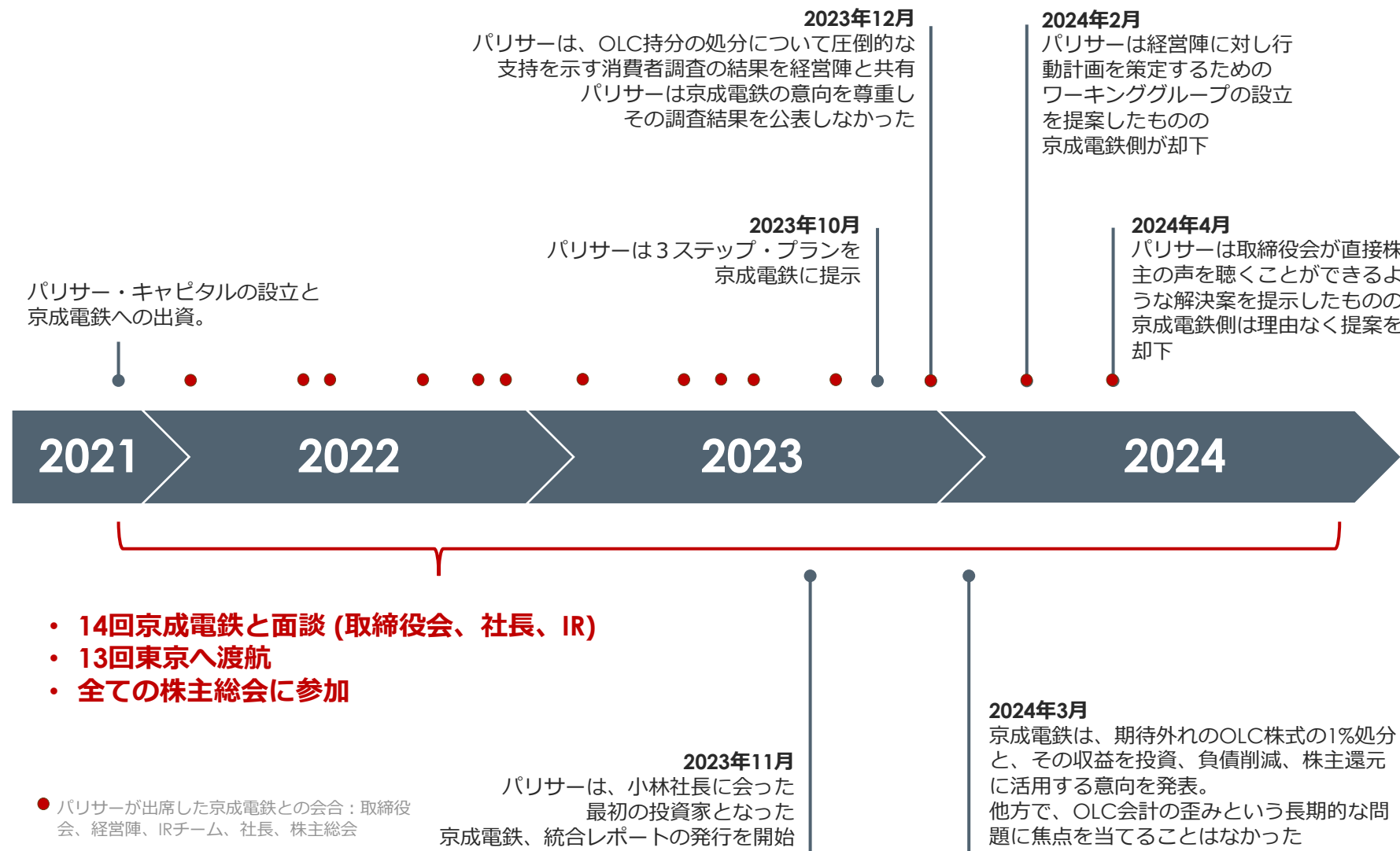
“これは、会社の経営者が持続可能な成長と企業価値の向上を中長期的に実現するために、損益計算書上の売上高や利益の水準だけではなく、貸借対照表に基づいた資本コストや収益性をより考慮した経営を行うことを目的としている”...“経営陣が主体となり、収益性や資本コストを十分に考慮した適切なリソースの配分を行うことが期待されている...”

資本コストと株価を意識した経営への取り組み

東京証券取引所、2023年3月



京成電鉄対し、敬意を持ち忍耐強く対話を進めてきた 具体的かつ建設的な当社提案は、経営陣が拒絶



そして、その結果として株主は損失を被っている

京成電鉄の株価



多くの株主も声を上げている



“また、京成電鉄の企業価値全体に相当するオリエンタルランドの株式20%の売却も期待している”

[All Country International Equity Strategy 1Q 2024](#)



“京成電鉄は割安な資産であり、オリエンタルランドへの20%の出資比率を引き下げること、大きな価値を引き出す可能性がある。”

[Franklin Japan Fund 30 April 2024](#)



“京成電鉄全体の時価総額は66億ドルで、そこに80億ドルの税引き後投資がある。その上、収益を生み出している鉄道事業が無料についてくるようなものだ。”

[Equity Mates Investing Podcast](#) 2023年9月7日



“長期間にわたって利益を創出し続けている会社に対する評価として極めて不正確であると当ファンドは判断します。”

[Spax Japan Small-Cap Fund 29 July 2022](#)



“京成電鉄が、オリエンタルランドの株式価値、土地価値、鉄道事業価値に対して約50%のディスカウントで取引されていることは注目に値する。”

[Moneyweek Interview](#) 2021年7月29日



“...コーポレートアクションまたは何らかの企業改革が、価値の重大な放出につながると考えられる株式を追加した。京成電鉄...のような企業は... ネットキャッシュや株式持ち合いに大きな潜在価値を秘めている。私たち自身と他の人々の努力によって、この価値は日本の新しい改革の雰囲気の中で引き出す可能性が高いと信じている。”

[M&G Japan Fund 29 February 2020](#)

2024

2023

2022

2021

なぜ？

- 資本配分を改善し、OLC株式の適正な規模を設定するための説得力のある措置はこれまでのところ講じられていない。1%のOLC株式売却などの直近の同社による取り組みは不十分で、短期的であり、根本的な価値のギャップに対処できていない
- 京成電鉄の取締役会及び経営陣はパリサーとワーキンググループという形をとって協力することを拒否しただけでなく、パリサーの勧告的決議についても理由を説明することなく却下し、資本配分の問題に関する株主の発言権を奪った

何を？

- これらの重要な資本配分問題を解決する必要性について、すべての株主が投票し意見を表明する機会を確実に得るための手段としての株主提案
- 基本的な資本配分の問題に対処し、4,200億円の潜在的価値を引き出すための、思慮深く、友好的で、経営陣の変更を伴わない方法
- 地域社会、顧客、従業員、投資家といったすべてのステークホルダーにとって大きな利益が得られ、京成電鉄の成長、収益性、鉄道サービスの大幅な改善が可能になる
- 京成電鉄にとっても、日本の全ての発行体の模範としても、真摯に検討された資本配分政策を求める東証の期待に応え、賢明な変化を示す好機

どのように？

- 京成電鉄の定款を変更。東京証券取引所のイニシアチブに沿ったもので、次のことを提案する。
 - (1) 京成電鉄の適切な資本配分計画を2025年1月1日までに公表し、実施する。
 - (2) 2026年3月31日までに京成電鉄のOLC株保有を15%未満に部分的に削減する
(京成電鉄は引き続きOLCの筆頭株主の地位を有する)

東証の方針に則した定款への追加案

第7章 資本配分政策の策定及び投資有価証券の管理

（資本配分政策の策定及び投資有価証券の管理）

第48条

当社は、**適切な資本配分を行うことにより当社の企業価値を高めるために、2025年1月1日以降に適用されるべき資本配分政策（“本資本配分政策”）を策定し、公表し、維持するものとする。**取締役会は、資本配分を決定するに際しては、当社の資本コストを考慮し、本資本配分政策を遵守しなければならない。

取締役会は、株主に対して、本資本配分政策の進捗状況を少なくとも年に一度有価証券報告書への記載その他の方法により公表しなければならない。

2 当社は、**取締役会が定める適切な時期及び方法により、遅くとも2026年3月31日までに、当社が保有する株式会社オリエンタルランド株式（“OLC株式”）の数量を同社の議決権の総数の100分の15未満に削減し、100分の15未満の水準を維持するものとする。**

価値のギャップをなくすための大きなメリット 持続的な成長を促進し、中長期的な企業価値の向上を図る

- ✓ OLC株式を15%未満に適正化することにより、現在京成電鉄の株主に1株当たり2,600円(または全体で4,200億円)の価値の損失を引き起こしているOLC会計の歪みを取り除く(15%の持分でも、OLC株式は依然として京成電鉄の本源的価値の55%以上を占めている)⁽¹⁾。
- ✓ 思慮深く策定され、公開される資本配分政策を通じて、未活用の資本を解放するための最適な意思決定を促進
- ✓ 京成電鉄の取締役会/経営陣に、東証が推奨する考えに沿った企業活動に関する考え方を定着させ、一株当たりの企業価値を長期にわたり最大化させる
- ✓ 未活用の資本を解放し、株式価値が強化されることで、オーガニック、そしてM&Aを通じた成長と投資イニシアティブを実行する際に、必要に応じて自己資本を増やすことがより容易になる
- ✓ 時価総額の増加による京成電鉄株への大幅な需要増が予想され、その結果、株式インデックスにおける比率の増加と、提案から生じる前述の利点がもたらされる
- ✓ 2026年3月期の財務諸表で京成電鉄の真の株式価値が反映される

「資本コストや収益性を十分に考慮した上で、経営陣には率先して
経営資源を適切に配分することが求められる...」

「PBRが1を下回るということは、企業が資本コストを上回る収益性を達成していないこと、または投資家が十分な成長の可能性を認識していないことを示す1つの指標である。」

資本コストと株価を意識した経営への取り組み
東京証券取引所

- ✓ パリサーの提案の目的は、資本配分とバランスシート管理の最適化、真のPBRの透明性の向上、ステークホルダーの価値の最大化に焦点を当てており、東京証券取引所が優先する事項と完全に一致している
- ✓ 国内・海外、リテール・機関投資家、規模の大小を問わず、株主は、この提案に対する賛成票を通じて、貴重な変革の成功例を創出する機会とし、京成経営陣や他の日本の上場企業に影響力のあるメッセージを送ることができる
- ✓ 京成電鉄にとっては、パリサーの提案の中心となる資本配分計画を中心に有意義な戦略、業績、ガバナンスの改善を図ることで、東京証券取引所の指針に対する最高のアプローチを確立し、リーダーシップを発揮する機会となる

1

大株主の声を**真剣に捉えない**プライベートなエンゲージメント

パリサーは経営陣に真摯な前進の意向を求め続けてきたが、無駄だった

2

OLC持分の**不十分な**1%削減

OLC出資比率の短期的で小規模にとどまる削減では、長期的な資本配分の問題に対処できない

3

株主投票のための勧告的決議の**不当な拒否**

取締役会は、株主の意見を聞くための勧告的決議が定時株主総会で認められない理由を説明しなかった

4

パリサーの提案に反対する**支離滅裂な根拠**

現在のOLC持分が過大であることを正当化する主張を立証できていない

5

特別配当による**不十分な**株主還元

2024年の年次株主総会に提案された特別配当は、株主の懸念をなだめるためだけにすぎない短期的な取り組みである

6

2024年定時株主総会における**不適切な**取締役候補者指名

新任の社外取締役候補は、経営陣の説明責任を向上させるスキルや実績をもっていない

なぜ取締役会はパリスアーの 提案に反対するのか？

OLCの会計の歪みを解消することで、京成電鉄経営陣の管理責任の欠如を露呈させ、以下のことが想定されるからである

1. 経営陣は、京成電鉄の財務諸表上に計上されているOLC持分からの多大な利益貢献の影に隠れることができなくなる
2. 過去の投資の遺産であり、シナジーが極めて限定的なOLC持分が京成電鉄の本源的価値の約80%という大きな割合を占めていることが明らかになる
3. 京成電鉄の現行の財務諸表上のPBRは大幅に膨れ上がっていることが明確になる。実際のPBRは0.7倍であり、同業他社よりもはるかに低く、また東証が提示する1倍という基準を大きく下回っている
4. 基本的なバランスシート管理、資本配分、ガバナンスの改善が必要であることが再確認される



1 ✖ **京成電鉄取締役会の主張:** 提案株主の求める定款変更が経営上の制約となる可能性が高い

✓ **パリサーの考え方:**

- 私たちは当初、2024年4月24日付の京成電鉄への公開書簡⁽¹⁾を通じて、定款の修正ではなく、取締役会が自発的に株主総会に諮問決議を盛り込むことを提案したが、経営陣は株主への説明もなくそれを拒否した
- 実際、パリサーによって提案された新しい条項は、経営陣の完全な裁量権と柔軟性を維持することを目的として、強制的なものとならないように意図的に作成されており、パリサーが提案した勧告的決議が意図したものと同様に、株主の投票の場として機能する。重要なことに、勧告的決議とは違い、取締役会は定款変更の株主提案を法的に却下することはできない
- この提案は、OLC株式を15%未満に削減するという目標を達成するために経営陣が適切とする判断に合わせて措置を講じることができるよう、ほぼ丸2年に亘る時間的猶予を与えている
- 毎日400万株以上のOLC株が取引されており⁽²⁾、この株式削減を達成するために京成電鉄がほぼ2年間で7,400万株のOLC株を処分しても、想定されるOLCの総取引高の3%未満に相当するだけである
- このような重要なテーマについて株主から正式なフィードバックを求めるプロセスに反対する正当な議論は見当たらない

2 ✖ **京成電鉄取締役会の主張**：同グループの鉄道・バス等の事業は公益性が高く、安定性・持続性が求められる特性を持っている。

✓ **パリサーの考え方**：

京成電鉄の利用可能な資本がすべてのステークホルダーにとって最適な形で活用されるための指針となる資本配分政策を採用し、京成電鉄のOLC株式の部分的な適正化を通じて京成電鉄に存在する4,200億円の価値のギャップの一部を活用可能とすることが、以下を確実にする唯一の方法である：

1. 中長期的な成長と発展を促すための京成電鉄の安定性と持続性
2. 資本は、公益のためにグループの鉄道、バス、その他の事業を成長させ、強化するために投入される

実際、経営陣が、適切な資本配分政策の採用や未活用のまま眠る資本の解放など、責任ある資本とバランスシートの管理を求める東証のイニシアティブに沿った取り組みを採用することを拒否していることが、京成電鉄の公益志向の事業にリスクをもたらしている

3 ✖ **京成電鉄取締役会の主張**：パリサーの株主提案は、短期的に OLC株式を売却することにより、当社の OLC 所有権を 15% 未満に削減することのみを目的としている。

✓ **パリサーの考え方**：

パリサーの提案を短期的なものとして拒否するのは不誠実で間違っており、誤解を招くものである。この株主提案は、すべての株主が取締役に意見を表明できるようにすることを純粋に目的としている

- **京成電鉄の長期的な安定性、持続可能性、及び将来の発展を全てのステークホルダーのために強化するための資本配分政策を確立することを取締役に要求する**
- 京成電鉄の現在の OLC 株式のわずか 4 分の 1 を部分的に売却するために、経営陣に **2 年近くの期間**を与える
- 10年以上にわたって京成電鉄の市場価値を損ない、実質的なPBRを覆い隠してきたOLCの会計の歪みという形の**会計上の歪みは簡単に修復可能**であり、これに対処する
- **短期的な株主還元を何ら要求していない**
- パリサーの京成電鉄に対する長年にわたる**建設的なエンゲージメント**に沿っている

4

× **京成電鉄取締役会の主張：** 京成電鉄のOLC（東京ディズニーリゾートのオーナーであり運営者として）との関係は、京成電鉄のみが持つ重要な財産であり、京成電鉄グループに将来のビジネスチャンスを創出する基礎となりうる。

✓ パリサーの考え方：

取締役会の主張は、経営陣がつい最近にも京成電鉄とOLCの間の取引を「僅少」なものと述べたという事実と完全に矛盾している。

また、株主やその他のステークホルダーを犠牲にして15%を超える株式を保持するためにかかる莫大なコストも無視しており、その結果として、京成電鉄の価値のギャップは4,200億円にも及んでいる。

パリサーにとって、これは京成の実質的な0.7倍のPBRを覆い隠し、取締役会と経営陣の責任を問われるのを避けるための試みであるように見える。

主張されている「将来のビジネスチャンス」については、何十年にもわたって巨額のOLC株を保有してきたにもかかわらず、取締役会と経営陣は以下のことを説明できていない：

- 1 OLC株を保有することで、どのようにそのような機会が得られるのか
- 2 重要なのは、なぜ、京成電鉄のOLC株の一部を削減すること（京成電鉄は持分削減後も依然として圧倒的な筆頭株主であり続けるにも関わらず）が、何らかの形で、OLCとの将来のビジネスチャンスを京成電鉄から奪うことになるのか

5

✗ 京成電鉄取締役会の主張：京成電鉄が保有するOLC株式は、当社の中長期的な企業価値向上に必要な大規模投資の資金源となる貴重な資産である。

✓ パリサーの考え方：

パリサーは、京成電鉄の企業価値を向上させるためには大規模な投資が必要であるという点で取締役会に同意する。これはまさにパリサーが過去3年間、辛抱強く取り組んで取締役会に提案し、提示してきたことである。

パリサーはまた、明確な目的がある場合、そのような投資の資金源としてOLC株を売却すべきであることに賛同する。そのような目的はすでに存在しており、取締役会は株主総会の招集通知で多くの例をしめし、また私たちが投資アイデアを提示してきている(30ページを参照)。

問題は、利己的と思われる理由により、取締役会と経営陣が一貫してOLC株として未活用のまま眠る資本を会社の企業価値を高めるために役立てることができなかったことである。

最近行われた期待外れのOLC持分の売却以前にも、OLC持分の処分は限られており、かつ小規模なものにとどまっていた。25年前に行われた1998年の事例を取締役会が述べていることは、まさしくこの点を証明するものである。

さらに、中長期的に京成電鉄の企業価値を高めるという京成の主張を信頼すべきものとするためには、OLCの会計の歪みに対処し、京成電鉄の市場価格とその本源的価値との間の4,200億円の価値のギャップを是正するためのフレームワークが含まれていることが不可欠である。

まさにパリサーの株主提案によって対応できることである。

パリサーの提案は、資本配分政策に焦点を絞ることでシンプルに企業価値を向上しようとするためのものである

パリサーが求めること

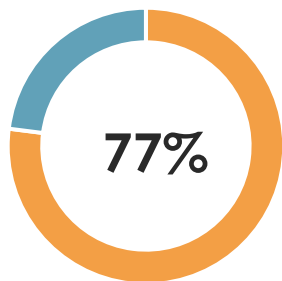
- ✓ 株主総会において株主が発言権を持ち、公正な投票を通じてフィードバックを提供できるようにする手段
- ✓ 長期的な安定を念頭に置いて、京成電鉄の資本配分の最適化に専念
- ✓ 成長志向の投資戦略と株主へのバランスのとれた還元を促進
- ✓ 提案された資本配分政策を達成するために、経営陣の裁量と柔軟性を維持
- ✓ 京成電鉄の価値のギャップを解決するための重要なステップ

パリサーが求めていること

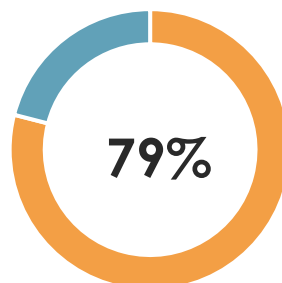
- ✗ 強制的な指示
- ✗ 短期的な施策
- ✗ 京成電鉄の定款の根本的な変更
- ✗ 決められた規模の株主への還元
- ✗ 取締役会の日常業務を損なう、あるいは、それに対しマイナスの影響を与えること、または京成電鉄にとって今後の最善の道を決定する経営陣の権限を奪うこと

大部分の京成電鉄利用者が、前向きな変化が待ち望まれていることに同意

2,000人以上の京成電鉄利用者を対象とした独立消費者調査（経営陣の要請によりパリサーはこれまで非公表としてきた）では、取締役会がパリサーの種々の提案に沿った行動をとることに対する人々の圧倒的な支持が示されている



京成電鉄がOLCの筆頭株主であり続けるよりも、中核事業を改善することが重要であると考えている



活用可能となった資本（OLC株1.7⇒1.6兆円⁽¹⁾という形で未活用のまま眠る資本の一部または全部）を追記資料3に示されたような主要な投資アイデアに活用するために、京成電鉄がOLC株の少なくとも一部を収益化することを支援する

調査結果詳細は 追記資料3を参照

- ✓ あなたの投票を通じて、京成電鉄におけるより根本的な変化が今必要であることを取締役会に知らせる
- ✓ コミュニティ指向の投資、有機的および無機的成長プロジェクト、株主利益の強化を促進するために、京成電鉄が今年末までに最適化された資本配分の枠組みを整備することを保証する
- ✓ 適切な期間内で、理事会が最も適切と判断する方法で、OLC 株式の適正規模を設定するための理事会の行動を支援し、それによって4,200億円の京成電鉄の価値のギャップを埋めることに大きく前進する
- ✓ 地域社会、顧客、従業員、株主を含むすべてのステークホルダーの利益のために、京成電鉄で根本的で前向きな変化を推進する

京成電鉄の全てのステークホルダーにとって前向きな変化を推進するため
弊社提案に賛成票を投じて頂くようお願いいたします

お客様
サービス品質およびユーザー
エクスペリエンスを向上

地域
地域社会の発展に資する
プロジェクトへ投資

従業員
地域社会の内外に継続的かつ
ポジティブな影響を与えること
で、
従業員の意欲を刺激



規制当局 (東証及び関係省庁)
優れたバランスシート・
マネジメント、
ガバナンス、IR、を实践し、
日本トップクラスの「お手本」
へ

株主
資本配分の最適化とバランスの
とれた株主利益に重点を置いた
成長志向の投資戦略

ステークホルダーにとっての包括的な利益

京成電鉄の長期的な成長、収益性、鉄道サービスの大幅な改善が期待される、
友好的で経営陣の変更を伴わない決議案に賛成票を投じる機会

追記資料 1 - OLC の会計の歪み



J-GAAP においては、企業は15% から 20% の株式を保有する他の会社を、持分法適用関連会社として分類することが認められている。京成電鉄とOLCのような状況では、OLC 株式が帳簿価額をはるかに上回って取引されているため、そのような会計のアプローチは会計や価値の見え方において必然的に誤解をもたらす。

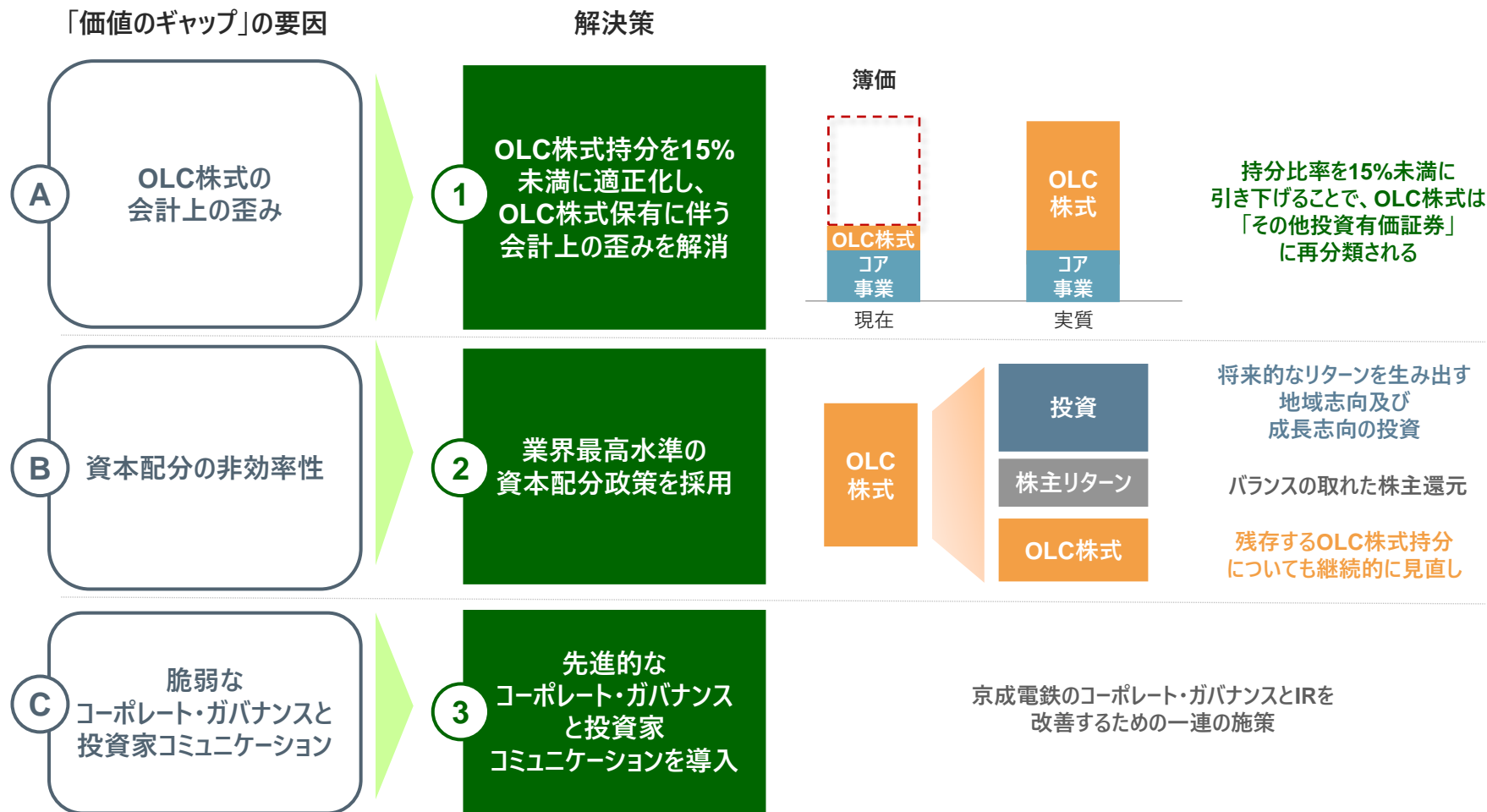
決議兼保有 比率	詳細	会計上の定義	Accounting Treatment
20%+	<ul style="list-style-type: none"> 自動的に「関連会社」とみなされ、J-GAAPに基づく純利益会計が適用される 	関連会社	比例純利益ベース
15% ~ 20%	<ul style="list-style-type: none"> OLCの経営および事業上の意思決定に対する京成電鉄による（コントロール可能な）「影響力」の程度により、OLC株式に係るの会計処理が決定される 	関連会社 あるいは その他の投資有価証券	比例純利益ベース あるいは 時価会計
< 15%	<ul style="list-style-type: none"> 特別な事情がない限り、自動的に「その他の投資有価証券」に分類される 	その他の投資有価証券	時価会計

追記資料 2 - パリサーの3ステップ・プラン



パリサーが提案する3ステップ・プラン

－ 京成電鉄の「価値のギャップ」を解消するための実行可能かつ明確な道筋

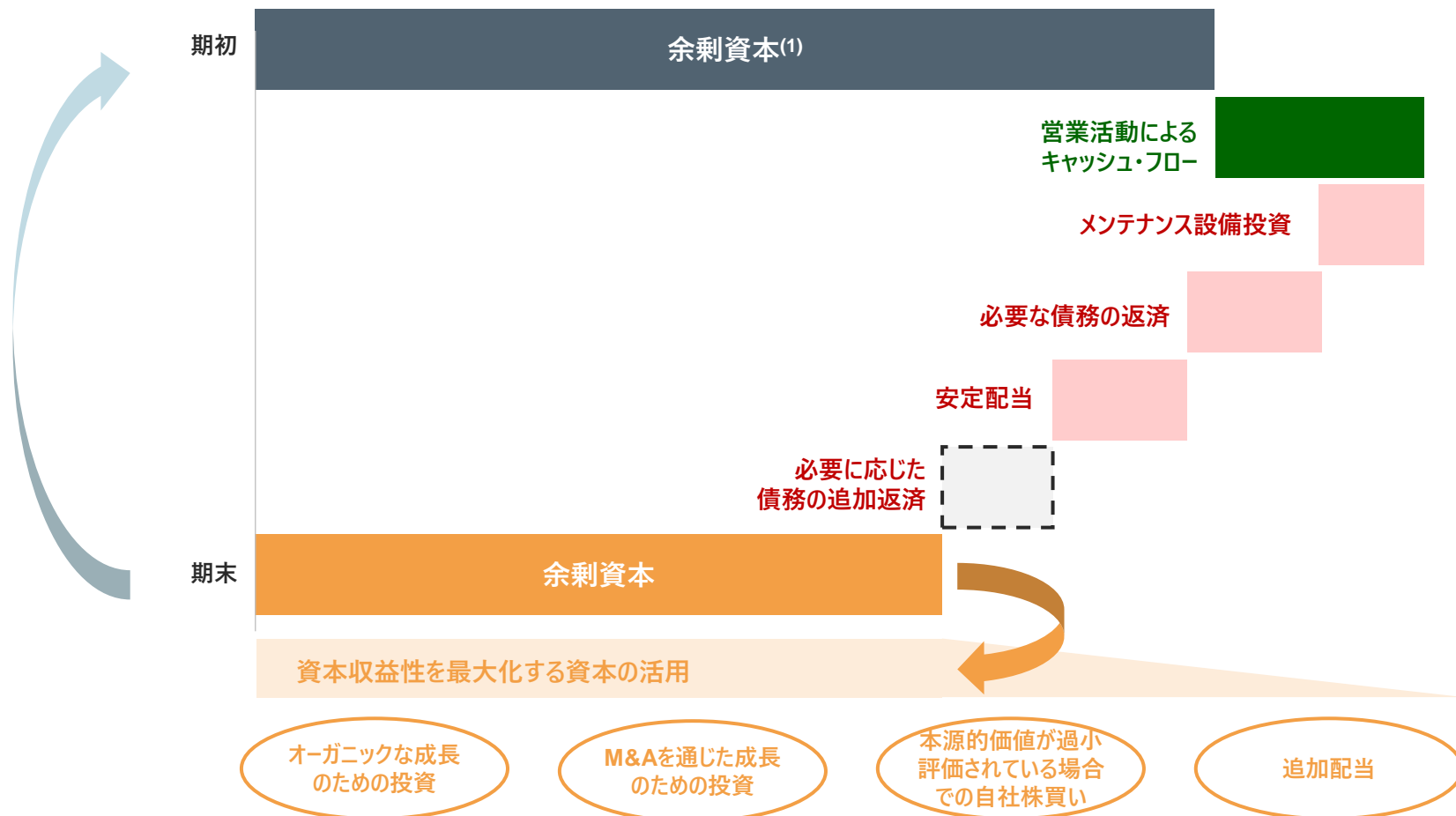


パリサーが提案する3ステップ・プランにより「価値のギャップ」の解消へ。
京成電鉄の取締役会および経営陣は、3ステップ・プランを遅滞なく実行すべき

資本配分政策

－ 企業活動における経営判断の基本

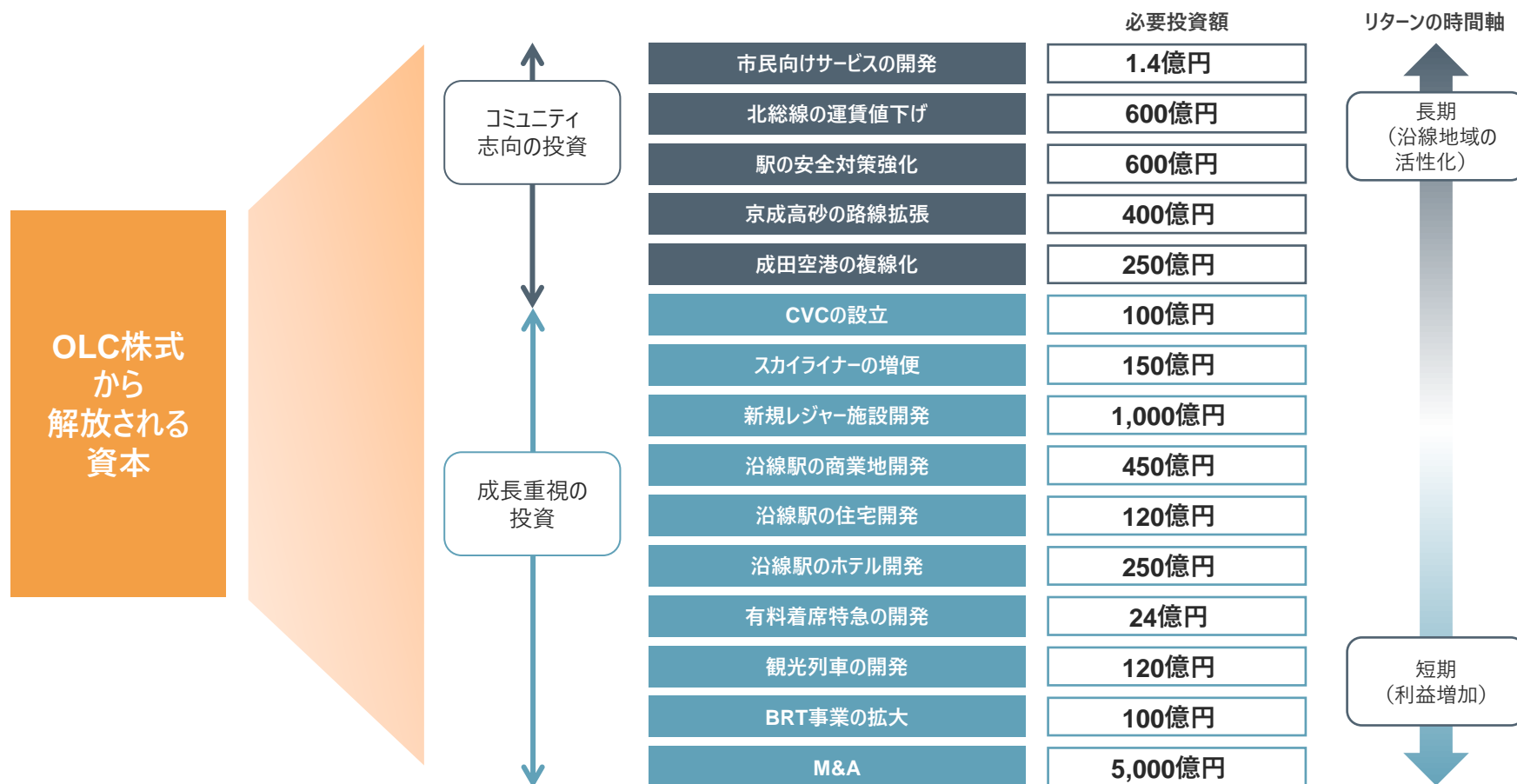
京成電鉄は、地域社会に必要不可欠なインフラを提供する企業として、さらには上場企業として、すべてのステークホルダーのメリットを視野に、資本の最適な活かし方を基本とする政策を設定すべき



出典：(1) 説明の便宜上、会社のコア事業の運営に必要な最低資本を超える資本と定義する。

すべてのステークホルダーに資する投資機会

OLC株式持分を15%未満まで適正化すること及び将来的な追加売却によって得られる資金を、成長投資および、収益性の強化に活用。
京成電鉄は、様々な投資機会を通じ地域社会や顧客に対して幅広い観点で貢献することが可能となる



出所： 公開情報、ブルームバーグ

注： 本ページの分析（特に実現可能性と投資額の試算）は、業界の専門家やコンサルタントから受けた詳細なアドバイスに基づく。

コーポレート・ガバナンスへの取り組み

－ 京成の先進的かつ起業家精神溢れる企業文化を示す

国内外の投資家は、企業が優れたコーポレート・ガバナンスを目指し努力することをより強く期待するようになっている。一連のガバナンス強化施策を実行し、現在のガバナンスの欠点を対処することで、京成電鉄はその思慮深い企業文化を実績を持って示し、日本の株式市場における模範となることが可能

良いガバナンス



誰が統治するか？
(取締役会)



どのように統治するか？
(プロセス／メカニズム)

先進的なコーポレート・ガバナンスを実現するための施策

- ✓ 京成電鉄およびオリエンタルランドの現役員、元役員、取締役、監査役の相互指名、兼任を排除することにより、取締役会及び委員会における「独立性」に関する懸念を解消する
- ✓ 女性取締役を増員すること、および、関連業界における事業戦略の専門知識と経験を有する完全に独立した社外取締役を少なくとも1名加えることで、取締役会におけるジェンダーの多様性とスキルセットを向上させる
- ✓ 過多となっている取締役会の相談役の人数を、同業他社と同水準まで削減する
- ✓ 経営陣の目標を京成電鉄の幅広いステークホルダーの利害と一致させるため、株式報酬およびインセンティブ報酬制度を改善する
- ✓ 経営パフォーマンスを評価するための明確なKPIを採用し、開示する

IRコミュニケーションへの取り組み

－ 透明性を向上させ、ステークホルダーからの関心をさらに高める

京成電鉄のステークホルダーや幅広い投資家コミュニティが、京成電鉄及びその中核的な事業の強み、関東私鉄各社の中でもトップクラスの成長機会があることなどをより良く、より容易に、理解し評価できるようになることで、京成電鉄が価値のギャップを解消し、その本源的価値を高めることができる



ステークホルダーに対する透明性を業界最高水準に高めるための施策

- ✓ 積極的、高頻度、かつ、より質の高い投資家との対話に重点を置き、迅速な投資家対応を実現するため、社内の他部署から独立したIR専門チームを創設
- ✓ 説明会や説明会でのコミュニケーションをオンラインで配信
- ✓ 統合報告書の作成と発行
- ✓ 海外投資家層の拡大を反映し、英語による情報開示を強化
- ✓ エンゲージメントと積極的なコンタクトを通じ、アナリストによるカバレッジを拡大
- ✓ 経営陣との対話の機会をより容易にし、四半期ごとの投資家ミーティングの対象を拡大

追記資料 3 - 独立消費者調査



調査概要

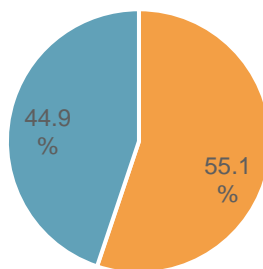
- 関東地域に在住の一般ユーザー2,060名を対象と、日本の大手インターネット調査企業の協力を得て実施

回答者の抽出条件

- 調査会社に登録されたサンプルから2,060名の回答者を抽出
- 抽出条件 (1)** (全回答者に適用) : 少なくとも週に3回以上、京成電鉄を利用している方
- 抽出条件 (2)** (以下の該当者は優先的に抽出) : パリサー・キャピタルによる提案を知っていた方もしくは京成電鉄の株主である方/株主であった方

京成電鉄を頻繁に利用するユーザーであることを前提として回答者を抽出

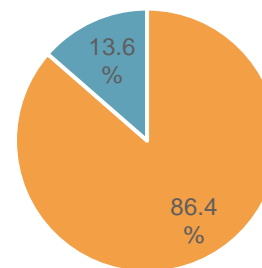
回答者の京成電鉄利用頻度の分布



■ 週に5回以上
■ 週に3-4回

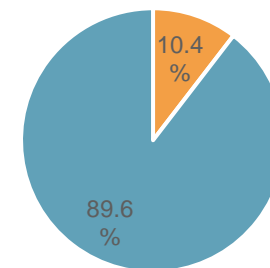
パリサー・キャピタルの提案を知っていた方、もしくは京成電鉄の株主である/株主であった方、を優先的に抽出

パリサー・キャピタルの提案を知っていたか



■ はい ■ いいえ

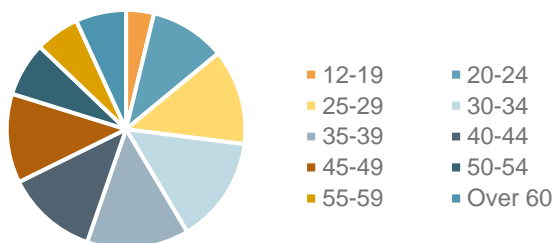
京成電鉄に現在投資しているもしくは過去1年以内に投資をしていた



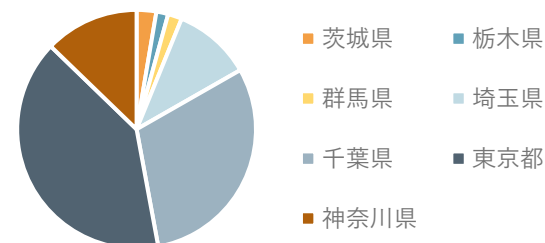
■ はい ■ いいえ

回答者のその他情報

回答者の年代別分布

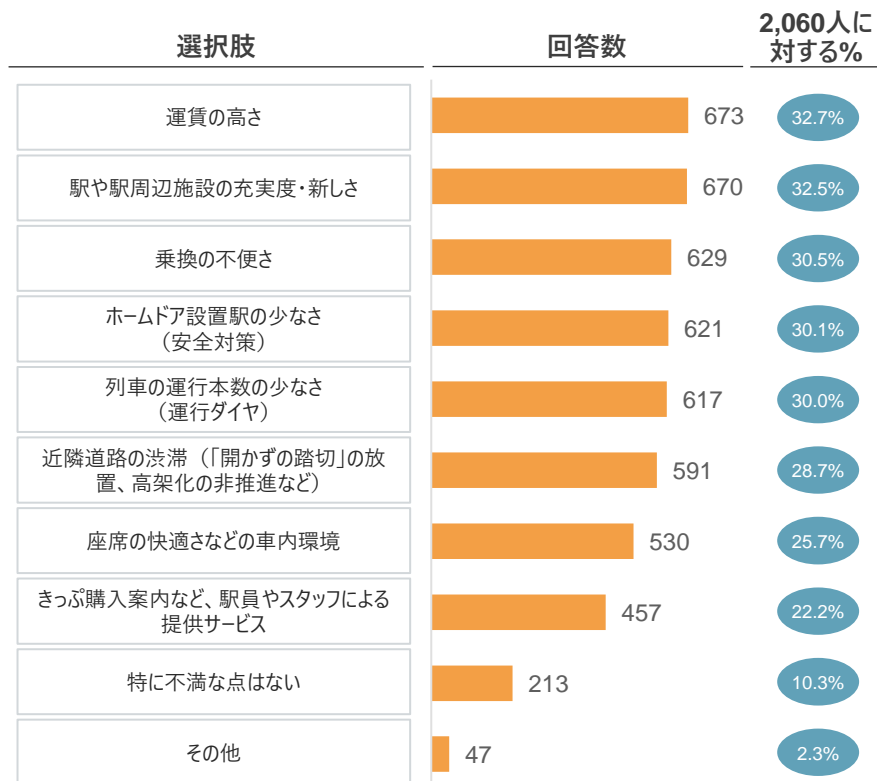


回答者の在住都県



消費者調査の結果（質問#1-2）

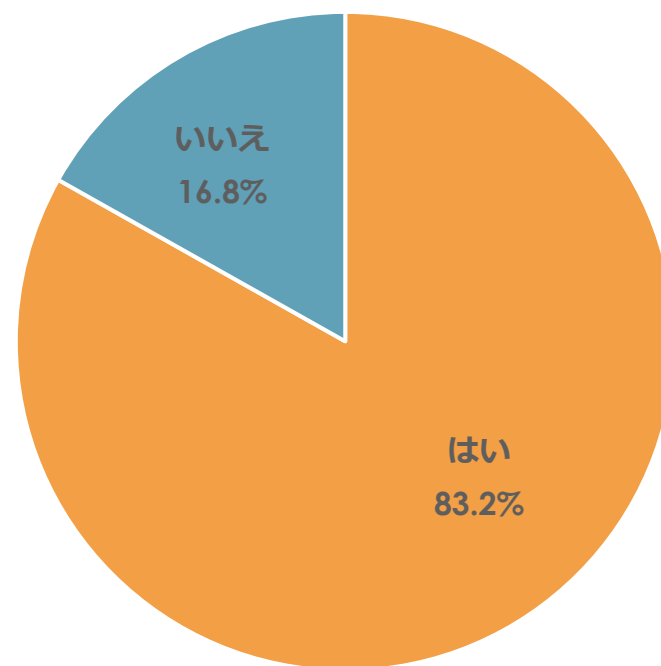
1. 京成電鉄の運賃や駅の施設・サービスに関して、不満に思っていて、早急に改善してほしい点を以下の項目からお選びください。
（複数回答可）



回答者の約3分の1が京成電鉄の運賃の高さ、駅や駅周辺施設の充実度・新しさ、等に不満を持っている

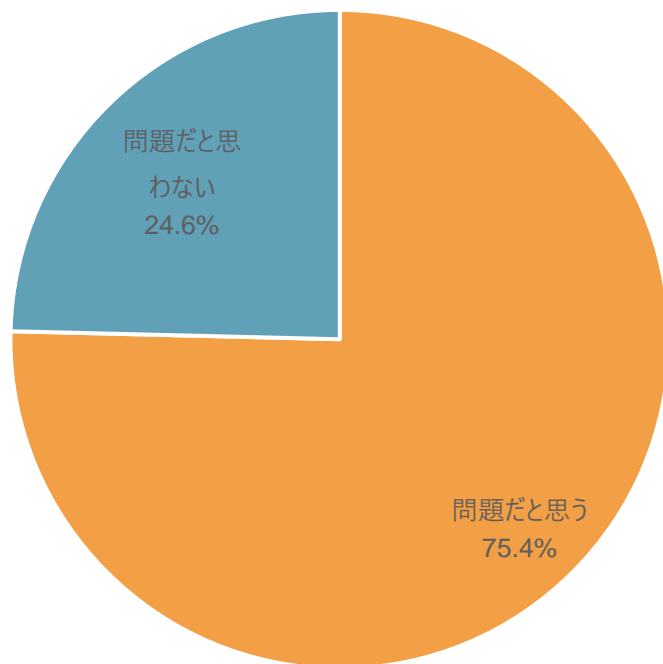
2. 京成電鉄が、現在の時価で1.7兆円に相当する株式会社オリエンタルランド（東京ディズニーランドの運営会社）の株式を保有していることを知っていますか。

※このアンケートを回答する前に知っていたかどうか、お答えください。



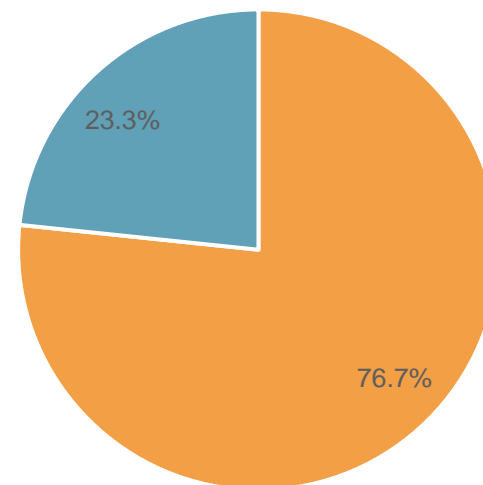
83%の回答者が、京成電鉄が1.7兆円相当のOLC株式を保有していることを認識している

3. 京成電鉄が1.7兆円の隠れ資産を保有しているながら運賃値下げや施設の更新、サービスの質向上等に有効利用していないことは問題だと思いませんか。



75%の回答者が、京成電鉄が1.7兆円に上る隠れ資産を有効利用していないことを問題だと思っている

4. 京成電鉄にとって、本業の鉄道等事業の継続的な改善に取り組むことと、株式会社オリエンタルランド（東京ディズニーランドの運営会社）の最大株主であり続けることの、どちらが大事だと思いますか。（※利用時のイメージも含め、選択肢のどちらかより当てはまる方をお答えください。）

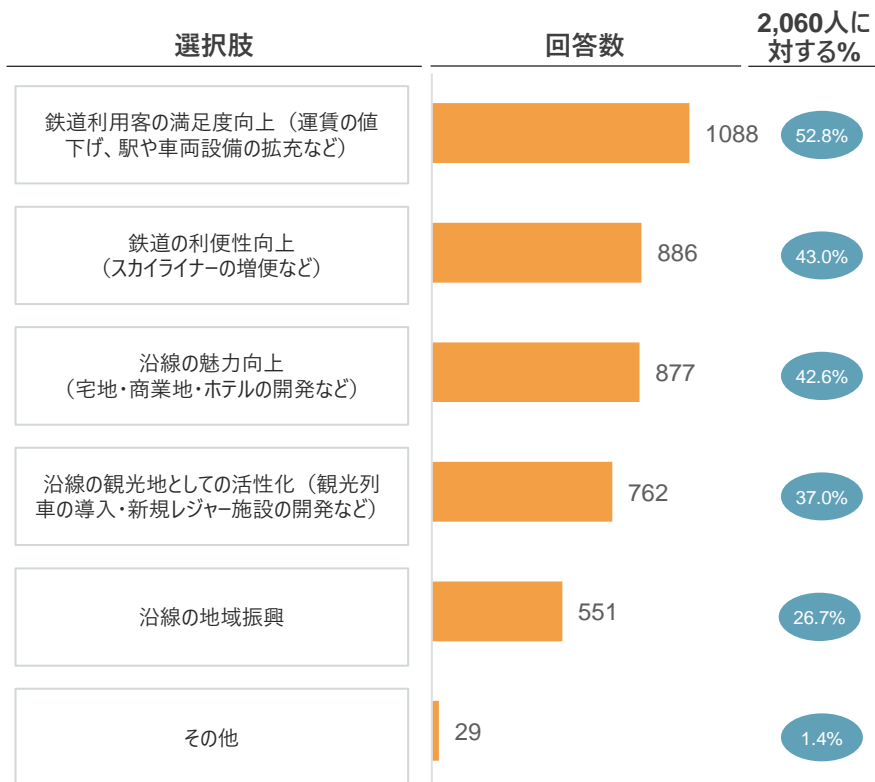


- 本業の鉄道事業の継続的な改善に取り組むこと
- 株式会社オリエンタルランド（東京ディズニーランドの運営会社）の最大株主であり続けること

77%の回答者はOLCの株主であることよりも、本業の鉄道事業の継続的な改善に取り組むことを大事だと考えている

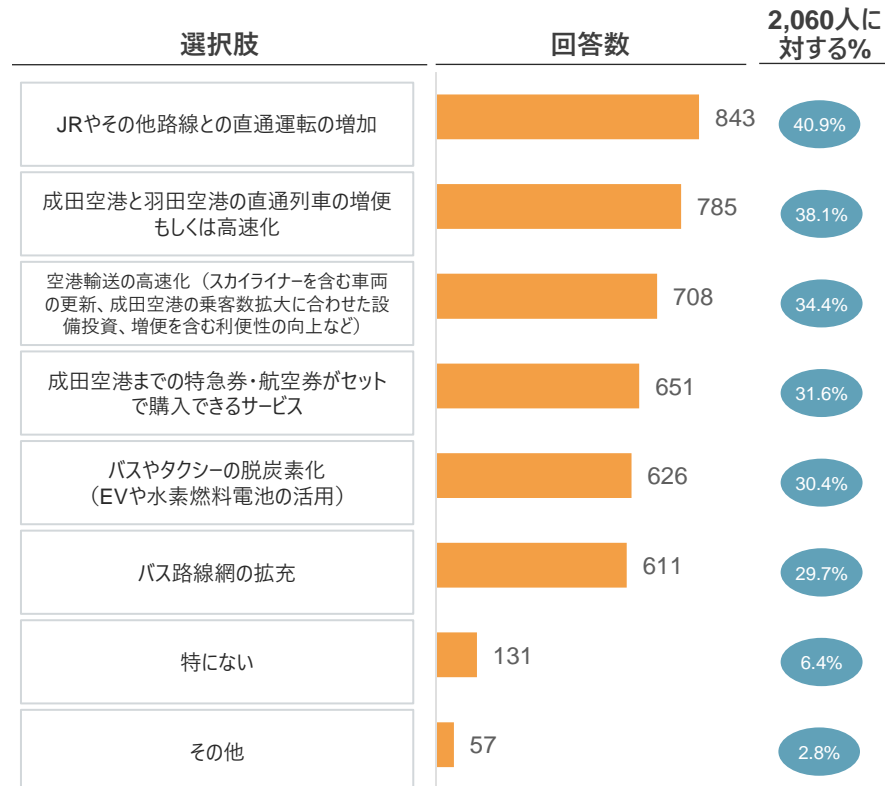
消費者調査の結果（質問#5-6）

5. 京成電鉄が保有している1.7兆円の資産を現金化し、その資金が自由に使えることになった場合、どのような目的で資金を使っ
てほしいですか。（複数回答可）



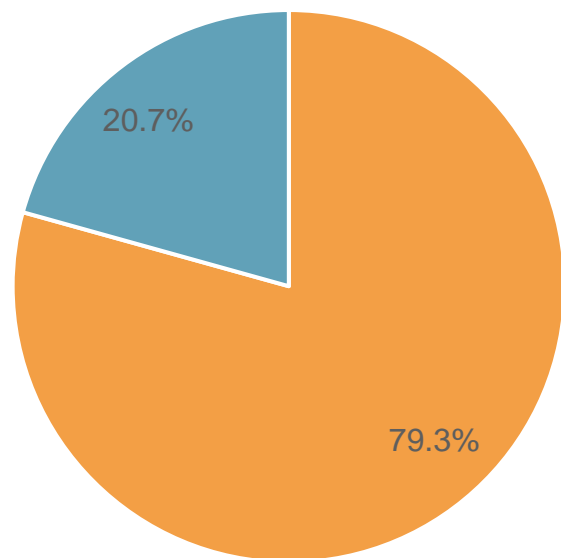
1.7兆円の資金があった場合に最も期待される使用用途は鉄道利用客の満足度向上（53%の回答者が回答）

6. 京成電鉄が新たに導入してくれたら嬉しいと感じるサービスや実現したら嬉しいと思うことを教えてください。（複数回答可）



京成電鉄が新たに導入するサービスとして最も期待されているものはJRやその他路線との直通運転の増加（41%が回答）

7. パリサー・キャピタルの提案についてどのように思いますか。



- パリサー・キャピタルの提案に賛同する
- パリサー・キャピタルの提案には賛同しない

79%の回答者が、パリサー・キャピタルの提案に賛同している

結論

- 回答者 2,060名（関東エリアの京成電鉄の定期的な利用者）
- 回答結果は、運賃の高さ、駅の質や新しさ、乗り換えの不便さ、安全対策など、京成のサービスに対する顧客のさまざまな不満を浮き彫りにしている
- 83%の回答者が京成電鉄の1.7兆円に及ぶOLC持分について既知
- 4分の3以上の回答者が、OLC持分として利用ができていない資金がサービス向上に活用されていないのは問題であり、京成電鉄は本業に集中すべきであるとの意見
- 回答者はまた、この資金の最適な用途についても意見を表明。例えば、半数以上が運賃の値下げ、駅や鉄道施設の改善の必要性を認識
- 40%がJRや他鉄道との接続によるサービス向上を期待
- **80%近くがパリサーの3ステップ・プランに賛同**

Palliser



パリサー・キャピタルはロンドンを拠点とするグローバル・マルチ・ストラテジー・ファンドです。当社はバリュー志向の投資哲学を有し、幅広い資本構成の投資を手掛けています。当社は特に、企業及びその様々なステークホルダーとの建設的かつ相手を尊重する長期的なエンゲージメントによって、企業のポジティブな変化および企業価値向上を実現可能な投資機会に注力しています。

パリサー・キャピタルは京成電鉄株式会社の第6位の株主であり、同社の発行済み株式1.98%を保有しています。