

FAQ（よくある質問）

1. 議決権行使助言会社は、京成電鉄第 181 回定時株主総会にパリスアーが上程した株主提案をどのように評価していますか？

- 議決権行使助言会社であるグラス・ルイスと ISS は、2024 年 6 月 7 日と 6 月 10 日に、それぞれ、京成電鉄の取締役会はパリスアーが上程した株主提案に反対しているなかで、京成電鉄の株主にこの提案に賛成の議決権行使を推奨しました。
- 両議決権行使助言会社は、京成電鉄がオリエンタルランド（「OLC」）株式持分割合を 15% 未満に適正化し、経営陣が将来の資本配分決定における規律を向上させることに、疑いのない財務上のメリットがあると判断しています。
- ISS は以下のとおり述べました。
 - 「パリスアーの提案は、長年にわたり京成電鉄のパフォーマンスとバリュエーションを歪めてきた会計上の問題を取り除き、経営陣が資本配分を行う上での意思決定においてより規律を生み出し、同社の事業運営および業績に対して責任を持たせるものです。」（原文：“…this proposal will remove an accounting ‘overhang’ that has long distorted Keisei’s performance and valuation, forcing management to be more disciplined in its capital allocation decisions and accountable for the performance of Keisei’s operating businesses.”）
 - 「OLC 自身の成功は、京成電鉄の低迷する業績と非効率な資本配分の実態を覆い隠してきました。また、この（OLC）一社に対する最大の投資に対する京成の時価総額のディスカウント幅は拡大を続けており、市場は、京成電鉄のコア事業に、むしろマイナスの価値を与えているようにも見受けられます。」（原文：“The success of OLC has for years obfuscated the company’s poor operational performance and inefficient capital allocation practices. It has also led to an ever-widening discount to the value of its single largest investment to a point where the market seems to ascribe negative value to its core operations.”）
 - 「京成電鉄のもう一つの問題は、経営陣が収益性をほとんど考慮せずにプロジェクトや事業投資に注力していることにあり、資本配分が最適とは言えない実績を浮き彫りにしています。」（原文：“Another issue is management’s focus on investing in projects or businesses with little regard for profitability, which underscores a suboptimal capital allocation track record.”）
- グラス・ルイスは以下のとおり述べました。
 - 「パリスアーの株主提案の根幹には、京成電鉄の過去の遺産であり、また非中核的な位置づけである OLC 持分の保有価値が京成電鉄の全時価総額を凌駕している一方で、京成電鉄の事業において戦略的な価値が乏しく、これはすなわち非効率的な資本配分を表しているという事実があります」（原文：“Central to Palliser’s position is the fact that the Company’s legacy, non-core interest in OLC — the underlying value of which dwarfs Keisei’s entire market cap — lacks substantive strategic value and represents an inefficient allocation of capital...”）
 - 「京成電鉄の OLC 持分の段階的な売却は、同社の重要な長期的戦略投資と矛盾するものではなく、むしろそれを支援するもののように思われます。」（原文：“The incremental sale of Keisei’s interest in OLC does not appear to be inconsistent with — and indeed would seem to support — key long-term strategic investments by the Company.”）

- 「パリサーが提案している約 2 年間という OLC 持分削減の期間は、京成電鉄に対して、段階的に株式を売却する上での柔軟性を提供し、私たちの見解では、問題であるとは考えられません」（原文：“…the noted deadline would provide Keisei with flexibility to pursue related divestitures over a period spanning nearly two full years, which... is not, in our view, overtly problematic...”）
 - 議決権行使助言会社 2 社は、京成電鉄の取締役会による株主に対する説明責任を欠いた対応を批判しています。
 - OLC 持分を現在の水準に維持することの、裏付けのある理由の説明を怠ってきた。（原文：Failing to provide any substantiated rationale for maintaining the OLC stake at its current level;）
 - 長期保有株主の懸念を、短期的な株主還元で宥めようとした。（原文：Attempting to placate long-held shareholder concerns with short-term shareholder returns; and）
 - パリサーが当初提出した法的拘束力のない勧告的決議案に投票する機会を株主に提供することを、何らの正当な理由なく、拒絶した。（原文：Refusing the opportunity for shareholders to vote on a non-binding advisory proposal initially submitted by Palliser without any justification.）
2. この株主提案は合理的なものに思われます。しかしながら、京成電鉄がこれを進める措置をこれまでとってこなかったのはなぜなのかという疑問が生じます。どのような理由が考えられるでしょうか？
- パリサーの株主提案は、京成電鉄の資本の最適化に取り組むことに焦点を当てつつ、同社の経営陣に柔軟性と裁量を持たせるものとなっています。
 - そのため、京成電鉄がこれまでに、OLC 持分の規模を縮小させ当社が求める結果を実現させる措置を取ってこなかったのはなぜなのか、という疑問が出るのは当然ですが、その答えは明らかです。OLC 持分に関して、会計上の歪みを取り除くと、以下のことが明るみになってしまうと考えられます。
 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ります。
 2. シナジーのない投資である OLC 持分が、京成電鉄の本源的価値の 80%を占めていることが明らかになります。
 3. PBR が現在著しく膨らんでいることが見せかけであることが露呈します。それは、京成電鉄の真実の PBR は実際には 0.7 倍であり、同業他社および東京証券取引所が示す 1 倍という基準値を大幅に下回っています。
 - これらは、経営陣にとって、不都合な真実です。
3. 京成電鉄は、ガバナンス上の問題を抱えているように思われます。パリサーは、なぜ、取締役候補者を自ら提案しなかったのでしょうか？
- 京成電鉄には解決すべきガバナンス上の問題が存在するというご指摘は、そのとおりであると考えます。しかし、当社は、OLC 持分の規模の最適化と約 4,200 億円の価値のギャップに焦点を当てることが、喫緊の問題であり、全てのステークホルダーのために京成電鉄に存在する重要な問題を解決していく上でも重要な第一歩であると考えています。

- 当社は、京成電鉄の現在の取締役会および経営陣との協議において、取締役会に対し、当社が取締役候補者の追加を提案する可能性も言及しました。しかし、取締役会はその時点においては同意しませんでした。
- 今回の定時株主総会の結果と取締役会および経営陣の対応を踏まえて、当社は、今後、役員人事に関して提案をするか否かを検討します。

4. パリサーは、経営陣とどのような代替案について議論したのでしょうか。

- パリサーは、今回の定時株主総会への議案の提出に先立ち、（上記質問 3 で述べたとおり）当社が取締役候補者の追加を提案する可能性を提起しました。また、京成電鉄の価値のギャップを解消するための行動計画の策定を促進し、より広範なステークホルダーの意見を経営陣にフィードバックするため、当社と京成電鉄の経営陣との間でワーキンググループを共同で立ち上げることを繰り返し提案しました。パリサーはその際、適切な機密保持契約を締結することを提案しましたが、ワーキンググループ設立の提案は京成電鉄の経営陣と取締役会によって理由なく拒絶されました。
- その後、パリサーは、定款変更ではなく、直接株主の声を聴くことができるように、京成電鉄の取締役会が自発的に定時株主総会の議案に OLC 持分の適正化と資本配分の改善に関する法的拘束力のない勧告的決議を盛り込むことを提案しました。これは、日本の大手企業が、過去に採用した手法と同様です。京成電鉄は、正当な理由なくこの提案を拒絶したため、パリサーは、定時株主総会の議案に当該勧告的決議を含めるよう正式な要請書を提出いたしました。しかし、同社の取締役会は、再び理由なくこの提案を却下し、重要な資本配分の問題について株主の声を聴く機会を意図的に与えませんでした。
- 過去約 3 年間に亘り、パリサーは、京成電鉄に対して敬意を持ってエンゲージメントを行ってきました。パリサーは、同社の経営陣に前進への真摯な対応を求め続けてきましたが、同社の具体的な行動を促すための建設的な提案は、いずれも理由なく拒絶される、または無視されました。
- そのため、当社は、定款変更を求める今回の株主提案を行う以外に選択肢はありませんでした。

5. なぜ、パリサーは、経営陣を交代させる株主提案を提出しなかったのですか？

- 当社は、京成電鉄を率いる適切な経営陣の構成は取締役会に委ねられるべきことと信じており、当面は、喫緊の問題である、京成電鉄の価値を抑圧し当社がその可能性を実現させることを妨げている資本配分と OLC 持分の問題に焦点を当てています。
- 当社が、これまで及び現在、優先課題として取り組んできたことは、株主の皆様がこれらの問題に対し声を上げる機会を持てるようにすることです。京成電鉄の経営陣は、鉄道及び他のコア事業を経営・運営する能力を十分にお持ちであると考えております。
- しかしながら、経営陣の、約 1 兆 600 億円という並外れた OLC 持分保有の問題（これは鉄道事業運営の問題ではなく資産マネジメントの問題です。）への取組みの懈怠が、日本企業の中でも、最大の価値のギャップを発生させました。パリサーの提案を実行することでこれが解決されれば、現在の経営陣は、京成電鉄が強み有する分野に集中的に取り組むことができます。それは、京成電鉄の企業価値の中・長期的な向上のために、同社の中核的事業を発展・成長させることなのです。
- 当社は、京成電鉄のコア事業の運営にマイナスの影響や干渉を与えることは望みません。むしろ、全てのステークホルダーの最善の利益となり約 4,200 億円の内在的価値を解放す

るステップを実行することで、東証が求める改革とイニシアティブに沿った取組みをすることを経営陣に促しています。

6. 京成電鉄の定款変更は、同社が行う事業運営に影響を及ぼしませんか？

- いいえ、京成電鉄の定款変更案は、京成のコア事業の運営に（資本が適切に分配されることを確実にするという点を除き）影響を及ぼしません。
- 公共インフラストラクチャーを運営する会社として、京成電鉄はそもそも包括的な資本配分政策を有しているべきです。パリサーの定款変更案は、それが具体的にどのような中身であるべきかを規定するものではなく、ただ資本配分政策が策定され実施されるべきであると定めるものです。
- 同様に、OLC 持分の規模の削減も、京成電鉄の事業運営に影響を及ぼすものではありません。OLC 持分は、京成電鉄のコア事業に関係がなく、シナジーを生まない投資です。京成電鉄の経営陣は OLC の事業運営に参加していないだけでなく、京成電鉄自身が、自らの有価証券報告書とコーポレイトガバナンスレポートにおいて、現在は OLC との取引額は「僅少」と述べています。
- 加えて、パリサーが提案する定款に新設されるただ一つの条文は、経営陣に裁量と柔軟性を担保するため、あえて一般的な定めとしてあります。

7. なぜ、OLC 持分の一部を売却する期間を、約 2 年としたのですか？

- 当社は、経営陣が提案内容を実行するための期限設けつつ、市場への影響を抑えながら、売却をどのように、いつ進めるのが最善かについては経営陣の完全な裁量に委ねたいと考えています。OLC 株式が日々 4 百万株以上も取引されている中、この期間を通じて、OLC 株式のわずか 6%を処分することは、1 日あたりの取引株式数の 3%よりも少なく、OLC の株価に影響を与えることなく、企図する柔軟性を確保できるものです。
- 加えて、当社は過去約 3 年に亘り、京成電鉄に対し投資とエンゲージメントを行ってまいりましたので、取締役と経営陣には過大な OLC 持分の問題を解決するための適切なステップを検討する、十分過ぎる時間がありました。このことは ISS とグラス・ルイスにも認識頂いています。グラス・ルイスは、この時間軸は「パリサーが提案している約 2 年間という OLC 持分削減の期間は、京成電鉄に対して、段階的に株式を売却する上での柔軟性を担保し、私たちの見解では、問題であるとは考えられません。」（原文：“... the noted deadline would provide Keisei with flexibility to pursue related divestitures over a period spanning nearly two full years, which... is not, in our view, overtly problematic...”）と述べています。

8. パリサーはプレゼンテーションの中で、OLC 持分の適正化により解放される潜在的価値によって可能となる投資機会として、様々なものを列記しています。パリサーは京成電鉄にこれらの全てを実行することを示唆しているのですか？

- 当社のプレゼンテーションは、コンサルタントと業界に精通したエキスパートとともに作成した 200 ページに亘るプレゼンテーションのごく一部分を要約したものです。これは、同社の成長と将来の見通しを向上させ、かつ地域社会と京成電鉄の顧客の利益に広く資するために、同社が取り組むことができる投資機会を経営陣が描くことができるようにする一助となるものです。

- 当社は、経営陣こそが、同社の企業価値を中・長期的に向上させ、東証の要請に対応するために、解放された資本を投下する最善の方法を決定するのに適していると信じています。
- 当社は、京成電鉄が、当社のプレゼンテーションで記された全ての投資を実施すべきと述べるものではありません。当社は、OLC 持分の部分的な削減を通じて解放される資本によって実行が可能となる、幅広い投資機会について例示しているに過ぎません。
- 当社が求めるのは、京成電鉄が、様々な投資機会を検証するに際し、適切に考慮された資本配分政策を用いることです。資本配分政策においては、京成電鉄の未来のために活用可能な資本の利用方法として何が最善かについて、公共インフラストラクチャーにおける京成電鉄の役割を踏まえ、幅広い地域社会への影響も考慮に入れて、検討されることとなります。

9. OLC 持分の 6%の削減は、京成電鉄の通常の年間設備投資の 10 年分以上に相当します。経営陣は、この売却代金の使い道を検討するためにもっと多くの時間を必要とするのではないのでしょうか？

- 上記で説明しました理由から、当社は、経営陣には売却代金の最善の活用方法を検討する十分な時間がある（そして、すでにあった）と考えています。加えて、当社は、京成電鉄のこれまでの年間資本支出が低く、同社のコア事業の成長と発展を阻害してきたと考えています。なぜなら、同社の価値の 80%が、OLC 持分の中に囚われていたからです。
- 京成電鉄が最後に OLC 株式を戦略的な目的のために売却したのは 1998 年でした。これは取締役会自身が述べたことです。経営陣は、OLC 持分の適切な削減を進め、本来必要な長期的な施策をとることに対して消極的な姿勢を示しました（これはおそらく、株式投資が彼らの専門領域ではないからと思われる）。合理的な期限を設定しなければ、今後も経営陣は OLC 持分規模の適正化を遅らせ続けるであろうと当社は予想しています。

10. パリサーは、資本配分政策には株主還元が含まれると述べました。もし京成電鉄が OLC 持分の一部の売却代金を他の使い道に活用できない場合、その売却代金は株主に還元されるべきとパリサーは推奨しているのでしょうか？

- 当社は、OLC 持分の 15%未満への削減により、会計上の歪みとその結果たる京成電鉄の本源的価値と市場価値の間の約 4,200 億円の価値の歪みが解決されると見込まれると考えています。
- 売却代金の活用方法、つまり適切な資本配分政策を策定し、OLC 持分の剰余から解放される資本の最善の活用方法を決定することは経営陣の役割です。
- これは、東証の「経営層が主体となり、資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、…経営資源の適切な配分を実現していくことが期待されます。」という考え方に完全に沿ったものです。
- 当社は、経営陣には多数の魅力的な投資の機会があると考えています。その一方で、経営陣が、売却代金の一部を、バランスのとれた株主還元の実現の一環として、株主に還元することも考えられます。これは最近の OLC 持分 1%を処分時に経営陣が行った選択です。しかしながら、当社が求めているのは、そのような経営陣の決定は慎重に検討された資本配分計画に従って行われるべきということです。

11. なぜパリサーは OLC 持分の全ての売却を京成電鉄に求めているのでしょうか？

- OLC 持分の規模を 15%未満まで削減し、その純利益を持分割合に応じた純利益計算に含める取扱いをやめることで、京成電鉄はそれまで囚われ隠されていた多大な資本を解放し、当社が議論してまいりました大きなメリットを実現させることができます。このことと、適切な資本分配政策の実施は、喫緊の課題です。
- OLC 持分はシナジーを有していないため、更なる削減はおそらく適切でしょう。しかし、いつ、どのようにそれを行うかは、経営陣が、京成電鉄の資本配分政策と全てのステークホルダーの利益の観点から、適切な時期に、検討すべきものです。当社の現段階での提案は、バランスをとったものであり、真に重要な最初の第一歩なのです。

12. パリサーは、OLC 持分は最終的に 0%になることを望んでいるのですか？

- OLC 持分が 15%未満までという適切な規模まで削減されることで、会計上の歪みが解決されても、それはなお、京成電鉄の本源的価値の 50%を超えています。
- その後、なお残る約 15%の OLC 持分を保有し続けることのメリットの検討は、経営陣の手に委ねられていると当社は考えています。ただし、経営陣によるその検討は、適切に策定された資本配分政策に基づき、OLC の残余持分の保有継続という選択肢と、売却によって解放される資本によって可能になる持続可能な成長と企業価値向上のための活用方法を比較することにより、行われるべきです。
- 究極的に、当社が本株主提案を通じて求めていることは、経営陣が、東証の「持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するため、単に損益計算書上の売上や利益水準を意識するだけでなく、バランスシートをベースとする資本コストや資本収益性を意識した経営を実践していただく」という要請を着実に実行することなのです。

13. 京成電鉄と OLC の間の事業上の関係を説明してください。京成電鉄はどのようにして OLC 持分を保有するようになったのですか？

- 京成電鉄は、1960 年代、OLC の設立に重要な役割を果たし、その後数年間、東京ディズニーランドの創立準備に関与しました（東京ディズニーランドは最終的に 1983 年 4 月に開園しました。）。
- OLC の事業は京成電鉄とはシナジーが全くないという点を考慮すると、京成電鉄の OLC 持分は、京成電鉄の OLC との歴史上の関係という理由のみで存在しています。そのため、京成電鉄の現在のコア事業にとって重要性は殆どありません。OLC のもう一つの創立メンバー企業である三井不動産（京成電鉄の 5 倍の時価総額を有する会社です。）は、京成電鉄よりもはるかに少ない OLC 持分を有しているため、京成電鉄に生じているような会計上の歪みの毀損が生じてませんが、その一方で OLC 持分の区分を純投資に変更し、処分する方針を見据えています。OLC 株式の保有割合は、京成電鉄の約 21%に対し、三井不動産は約 6%です。
- 京成電鉄と OLC の事業上の関係は、極めて限られています。京成電鉄が OLC に提供する役務の、京成電鉄の事業全体に対する寄与は微小です。京成電鉄は、OLC 持分の規模を 15%未満まで適正化し、その後も同社が OLC の最大株主であり続ける場合も、またはさらに大幅に少ない持分（考え方によってはそれが OLC 株式保有のより適切な水準かもしれません）まで削減した場合も、そのような OLC への役務提供を、従前と全く同様に続けることが容易にできます。取締役会と経営陣は、自ら、OLC との取引額は「僅少」であると開示しています。

14. 定時株主総会において、京成電鉄の定款変更を実現させるため、どの程度の株主の賛成投票が必要なのでしょうか？パリサーは、その水準の賛成投票を得られると信じているのでしょうか？否決された場合には次に何を行う予定でしょうか？

- 定時株主総会で、当社の提案が可決され、京成電鉄の定款に資本政策に関する新しい条文が加えられるためには、出席した株主の議決権（書面、および電子投票による議決権の行使を含みます。）の3分の2以上の賛成が必要です。
- これは高いハードルですが、パリサーは、京成電鉄の定款にこの簡潔な変更が加えられることにより、全てのステークホルダーに多大なメリットがもたらされるという事実が、この成功を実現可能なものにしてしていると確信しています。
- パリサーの主な動機は、常に、全ての株主が京成電鉄の包括的な改善への意見を表明できる場が提供されるように努めることにありました。だからこそ、当社は、経営陣に対し、法的拘束力のない勧告的決議案に投票する機会を株主に提供することを、非公式に促してきたのです。当社が拘束力を有する株主提案をしたのは、この要請が理由の説明なく拒絶されたためでした。

15. 京成電鉄のような日本の鉄道会社は、その株式の多くを、地域社会を構成し、多くの場合その沿線地域に住み、その鉄道を利用している個人の人々に、保有されています。このような個人株主に、パリサーは働きかけていますか？

- 当社は、京成電鉄の鉄道サービスを日常的に利用している人々の声をよりよく理解するために、調査会社の協力を得て実施した調査の一環として、多数のサービス利用者の方々の声を集めました。その調査の結果、京成電鉄のサービス利用者の過半を大いに超える方々が、京成電鉄が OLC の最大株主であり続けることよりもそのコア事業の改善に取り組むことのほうが重要であると考えていることが、疑いの余地なく明白となりました。2000 名以上の京成電鉄の定期的な利用者の 80%近くが、OLC 持分の少なくとも一部を資金化し、その解放された資本をコア事業に関連する投資に活用することを支持しています。
- 当社の提案は、個人株主、京成電鉄の利用者、地域社会といった主要グループを含む、全ての京成電鉄のステークホルダーに利益をもたらすことに基づいているということに議論の余地はありません。
- 今日までの当社による京成電鉄に対するエンゲージメントは、このようなステークホルダーの皆様にとっての利益を議題の中心として進めてきました。具体的には、これらのステークホルダーの皆様がどのような恩恵を受けるのかに対する説明や、京成電鉄の経営陣とも共有していき、成長のための投資提案や地域社会志向の投資提案などが含まれます。