



## 京成電鉄

(証券コード：9009)

緊急の対応が必要なとき：京成電鉄のD2プランと取締役会再構成

本書は、英国の金融行為規制機構（以下「FCA」といいます。）によって認可及び規制されている、PALLISER CAPITAL (UK) LTD（以下「PALLISER UK」といいます。）が発行したものです。本書に記載の内容は、PALLISER UKが直接的又は間接的に運用し又は助言するファンド（以下「PALLISER FUNDS」といいます。）への投資の勧誘するものではなく、勧誘を意図したものではなく、かかる勧誘と解釈されるものでもありません。

本書に記載の情報はPALLISER UKが所有する極秘情報であり、PALLISER UKの書面による事前の同意なしに第三者に開示又は配布することはできません。本書に記載の見解は、本書の作成日におけるPALLISER UK及びその関係会社（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、理由を問わず変更又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、更新若しくは修正し、又は追加の資料を提供する義務を負うものでもありません。

本書は、議論及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若しくは申込みの勧誘、又は有価証券その他の金融商品に係る投資事業への参加若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及び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」、又は（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、京成電鉄株式会社（以下「対象会社」といいます。）及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による疎の分析に基づくものです。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。本書に含まれ、又は言及するすべての市場データは、別段の記載がない限り、2025年4月18日の東京証券取引所における取引終了時点のものです。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の見解及び/又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、明示又は黙示を問わず、以下の事項に関して、一切の表明、保証又は約束を行わず、また一切の責任、債務又は注意義務を負いません：（I）本書に記載の情報及び意見が正確、公平、完全、又は最新であるかどうかを含む、本書及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及び見解の更新又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）、及び（III）PALLISER若しくはPALLISER FUNDSの投資プロセス、又は投資目的が達成される、又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、又は損失を被らないことについて。過去のパフォーマンスは将来の結果を示す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、これに限りません。）に対しても責任を負いません。

本書に含まれる歴史的情報を除き、本書に記載の情報及び見解には、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及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ではなく、発生したと見な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てはなりません。本書のいかなる記述も、PALLISER又は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、それらはいずれ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及び商号は、それぞれの所有者の独占的な財産です。

京成電鉄へのパリサーの揺るぎない確信 – 強固なポートフォリオと膨大な価値を引き出す機会

株主となって4年間、当社は昨年の定時株主総会から京成電鉄への投資規模を2倍以上に拡大し、持株比率は4.5%を超えている。

慢性的かつ深刻な過小評価と不十分な業績

京成電鉄は、運輸部門の営業利益率、総資産利益率（ROA）、真の自己資本利益率（ROE）及び真の株価純資産倍率（PBR）はすべて同業他社を大幅に下回り、大幅かつ恒常的な割安価格で取引されている。

長年にわたるコーポレート・ガバナンスの欠陥が機能不全の取締役会によって是正されていないこと

東京証券取引所（以下「東証」といいます。）の方針で求められ、京成電鉄の同業他社を含む日本の発行体の大多数によって既に受け入れられている基本的な改善措置について何も行わず、抗っている。

説明責任を伴わない危険なほど規律に欠ける資本配分のアプローチ

一貫して低い真のPBR及びROEを隠す過大なOLCの株式保有に支えられている – これにより取締役会に対する業績本位の議決権行使の圧力が排除され、根本的なガバナンスの改善が阻害され、イオンとの新たな資本提携など、継続的な価値の毀損と経営陣の固定化が助長されている。

目に見える変化を求める支持の高まり

昨年の定時株主総会でのパリサーの資本配分に焦点を当てた提案に対する京成電鉄の株主の約30%からの幅広い支持とそれ以来の広範な市場への働きかけに基づくフィードバックによって実証されている。

不可欠な措置

（2025年5月9日に予定されている）貴社のD2プランの公表と2025年定時株主総会に先立ち、経営陣は、京成電鉄における継続的な価値の毀損を食い止め、永続的な変革のために必要な条件を整えるために、直ちに以下の3つのステップを取ることを強く求められる。

# 貴社に継続的な価値の毀損を食い止め、市場の信頼を回復するための3つの緊急措置を取るよう呼びかける

## 1 市場をリードするD2プラン


- ✓ 貴社の恒常的かつ不十分な業績と継続的かつ慢性的な過小評価に納得をもって対処するための、信頼に値し、透明性があり、即座に実施可能な一連の措置
- ✓ (I) OLCの持株比率を15%未満に適正化するための道筋を提供する、適切に調整された資本配分の枠組み、(ii)同業他社に準じた配当性向と自社株買いプログラム、(iii)市場に準じた業績連動型の役員報酬、(iv)透明性、情報開示と株主エンゲージメントの向上、及び(v)同業他社に準じた東証が求める施策を含む。

## 2 同業他社に準じた取締役会の再構成

- ✓ 取締役会を、より適切で、活動的、かつ、市場が求める本来の水準に準じた11名に縮小するための具体的な行動計画
- ✓ 効果的な監視と説明責任を果たすための真に独立した社外取締役を6名以上、社内取締役5名以下とし、スキルと経験の最適なバランスを有する構成とする。

## 3 パリサーが提案する候補者の徹底的かつ透明な評価

- ✓ ベスト・イン・クラスの社外取締役候補の適正かつ公平な評価。京成電鉄におけるガバナンスの見直しを支援する成功実績及びスキルを実証してきた日本のビジネス界の真に独立した重鎮。

- 
1. 継続的な忍耐強いエンゲージメント
  2. 恒常的かつ不十分な業績と過小評価
  3. 貧弱なコーポレート・ガバナンスと非効率な取締役会
  4. 利害の不一致と経営陣の固定
  5. 変化を求める支持の高まり
  6. 緊急措置が必要
  7. 別表：京成の業績指標に関する独立専門家報告書

# パリサーは継続的なデューデリジェンスから得た京成電鉄に関する総合的な深い知識を有している

## ファイナンス及び税務ディリジェンス

- 1 市場をリードするファイナンス及び税務アドバイザーを起用し、貴社のファイナンス及び税務構造に関する広範な調査を実施

## 法務及びガバナンスディリジェンス

- 2 市場をリードする法務及びガバナンス・アドバイザーを起用し、貴社のガバナンス並びに法令及び規制遵守に関する広範な調査を実施

## 戦略コンサルティング会社

- 3 京成電鉄の事業、競争環境、鉄道関連事業及び周辺事業における成長投資の機会を詳細に分析

## 元従業員及び業界幹部

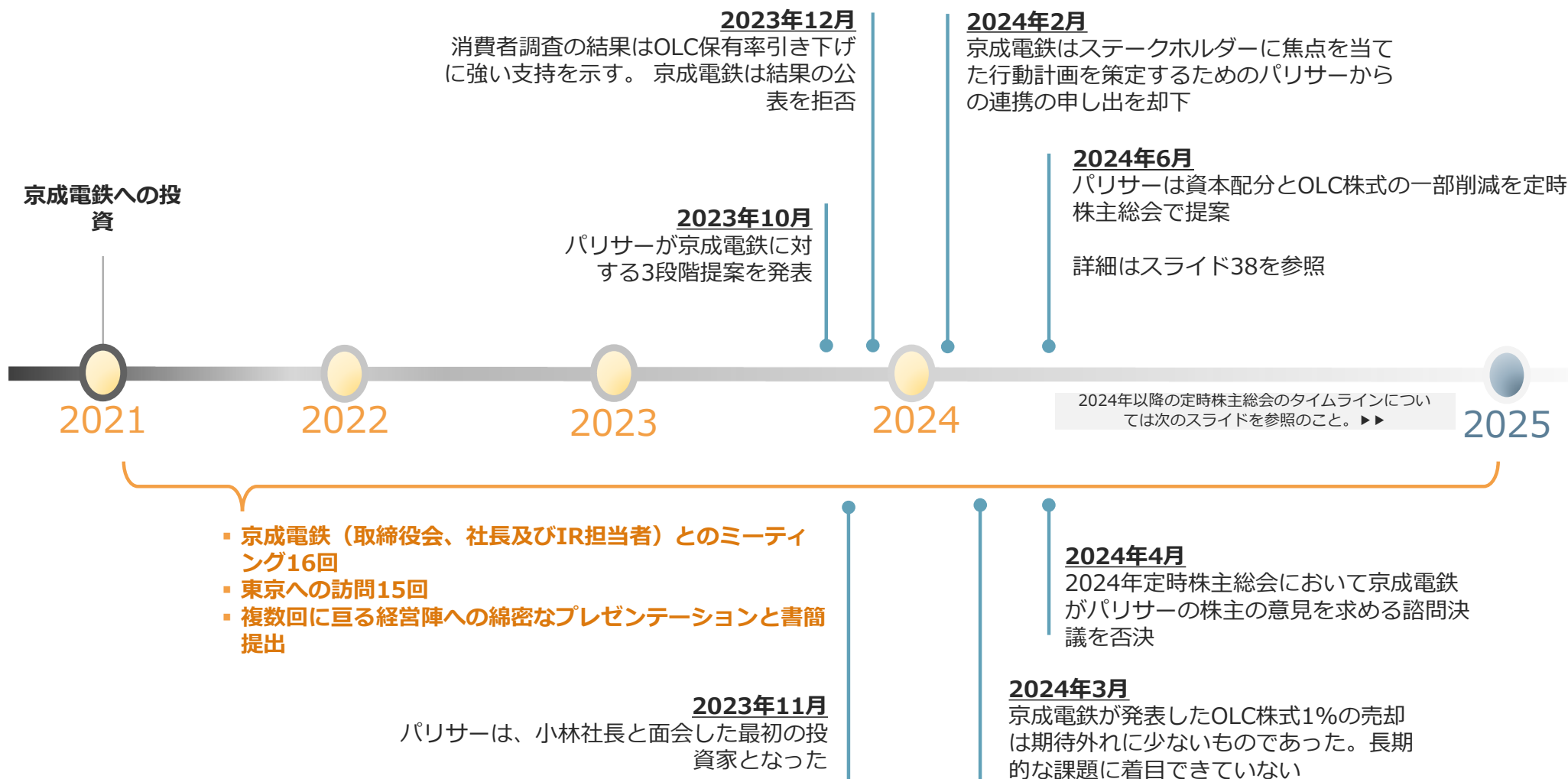
- 4 京成電鉄の事業及び経営につき十分な理解を得るため、京成電鉄とOLCの元従業員30名以上及び業界幹部と面談を実施

## 株主エンゲージメント

- 5 京成電鉄の機関株主の60%以上と対話

# パリサーと京成電鉄の複数年にわたるエンゲージメント

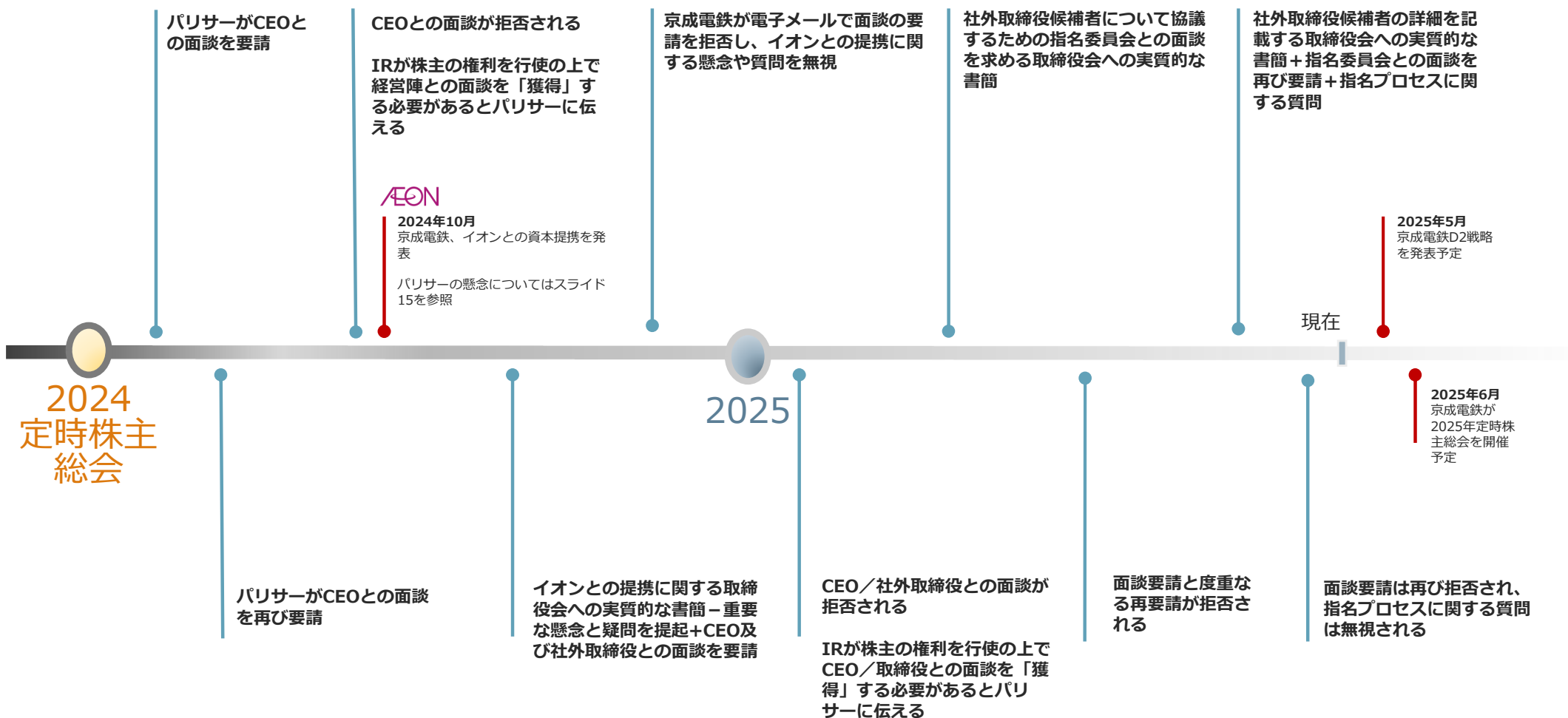
パリサーは昨年の定時株主総会以降、京成電鉄の株式保有比率を2倍以上に拡大し、現在では貴社の発行済株式の4.5%を超えて保有しており、これは貴社の長期的な価値の見通しに対する確固たる信念を示すものである。






# 2024年定時株主総会以来の経営陣のエンゲージメントの意欲の欠如

昨年の定時株主総会で、資本配分の問題に対処するための当社の独自の提案を約30%の株主が支持したにもかかわらず、京成電鉄の現取締役会と経営陣がパリサーとの関わりを絶っているこの反応の欠如は、OLCの株式保有が維持され、イオンとの資本提携が成立するなど、資本配分に問題がある時期に生じた。





- 
1. 継続的な忍耐強いエンゲージメント
  2. 恒常的かつ不十分な業績と過小評価
  3. 貧弱なコーポレート・ガバナンスと非効率な取締役会
  4. 利害の不一致と経営陣の固定
  5. 変化を求める支持の高まり
  6. 緊急措置が必要
  7. 別表：京成の業績指標に関する独立専門家報告書

# 独自のポートフォリオと優れた成長可能性を有する企業であるが…

1909年に設立された京成電鉄は、年間2億2000万人の乗客を輸送する152kmに及ぶ鉄道網を運営し、東京・千葉の住民にとって重要なインフラと、成田空港へのアクセスを提供している。

## 会社概要

- ✓ 1909年に東京・千葉で鉄道事業者として設立された後、バスやタクシーなどの他の交通手段や、不動産・物流などの他の事業に拡大
- ✓ 2024年9月30日現在、606両の旅客車両を保有し、69の駅を擁する152.3kmの鉄道網を運営
- ✓ 1978年に成田空港の開港に併せて「スカイライナーエクスプレス」を運行開始。以来、京成電鉄は成田空港と東京首都圏を結ぶたった2路線のうちの1つを運行している
- ✓ 1960年に株式会社オリエンタルランド（以下「OLC」）に投資しその設立を支援。OLCはその後1983年に東京ディズニーランドを開園

## 事業概要

### 運輸

- 千葉県と東京都において通勤客向けの鉄道サービスを提供するとともに、東京首都圏から成田空港へのアクセスを提供
- バス・タクシー事業も運営

### 不動産

- 京成のマンション「サングランデ」シリーズ等、主に鉄道沿線に立地する物件

### 物流、その他

- 流通事業は、百貨店を含む各種小売業から構成
- レジャー事業は、レストラン、映画館、ホテル等、広範な施設の開発など

## 京成電鉄周辺地図

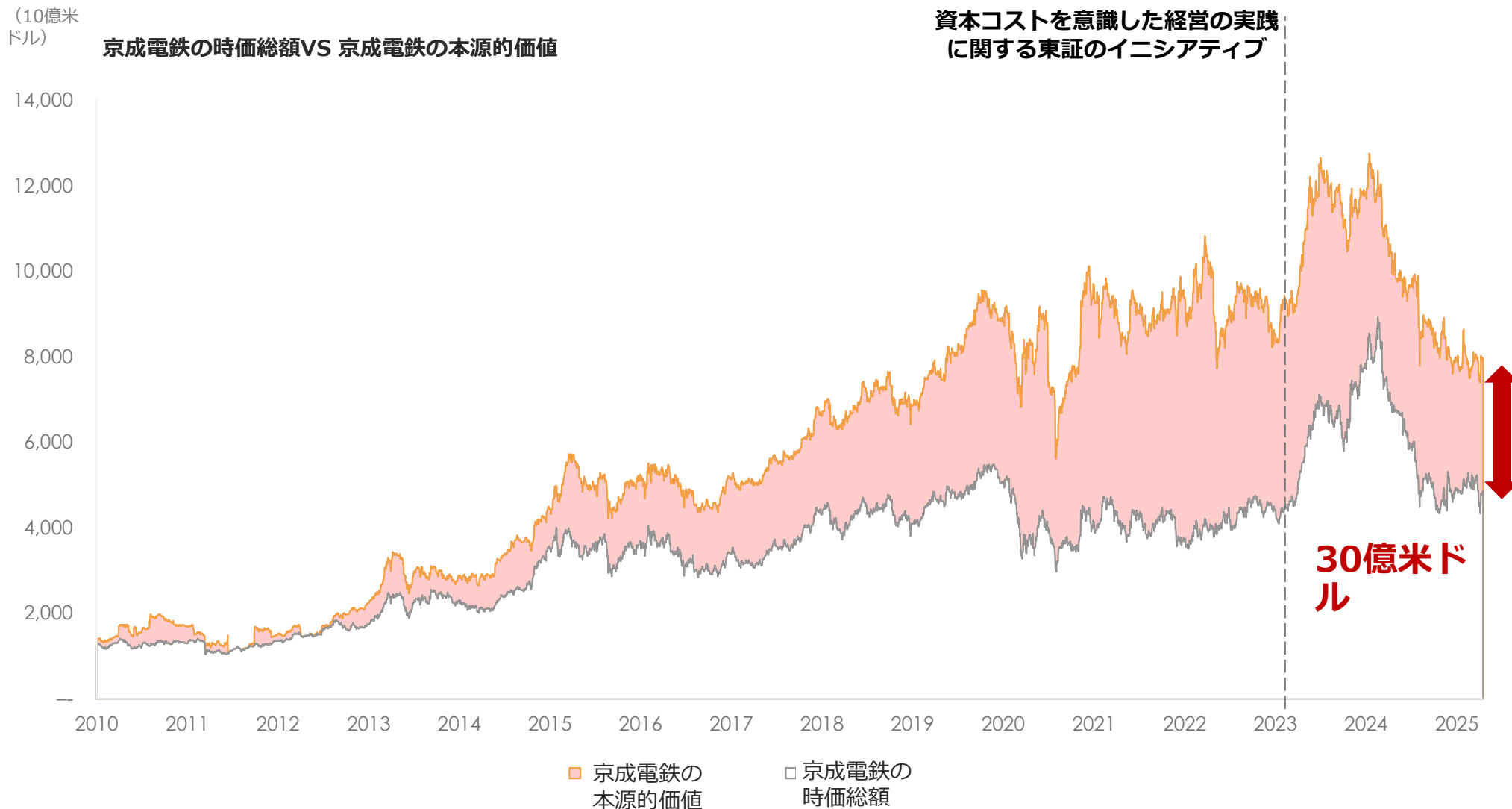


## 5年間の財務状況（OLCを除く）

(100万円)	20年3月期	21年3月期	22年3月期	23年3月期	24年3月期
売上高	274,796	207,761	214,157	252,338	296,509
前年比成長率 (%)	5.1%	(24.4%)	3.1%	17.8%	17.5%
EBITDA	57,405	12,184	25,282	41,844	58,593
マージン (%)	20.9%	5.9%	11.8%	16.6%	19.8%
営業利益	28,320	(18,056)	(5,201)	10,228	25,241
マージン (%)	10.3%	(8.7%)	(2.4%)	4.1%	8.5%
営業キャッシュフロー	51,487	9,282	28,831	47,238	60,045
資本支出	(47,303)	(33,348)	(38,235)	(32,832)	(54,535)

# …本源的価値に対して著しくかつ継続的に過小評価された価格で取引され…

京成電鉄の時価総額と本源的価値の間のギャップは拡大し続け、現在その額は30億米ドルにもものぼっている



出所： 会社開示、ブルームバーグ。2025年4月18日付市場データ

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。

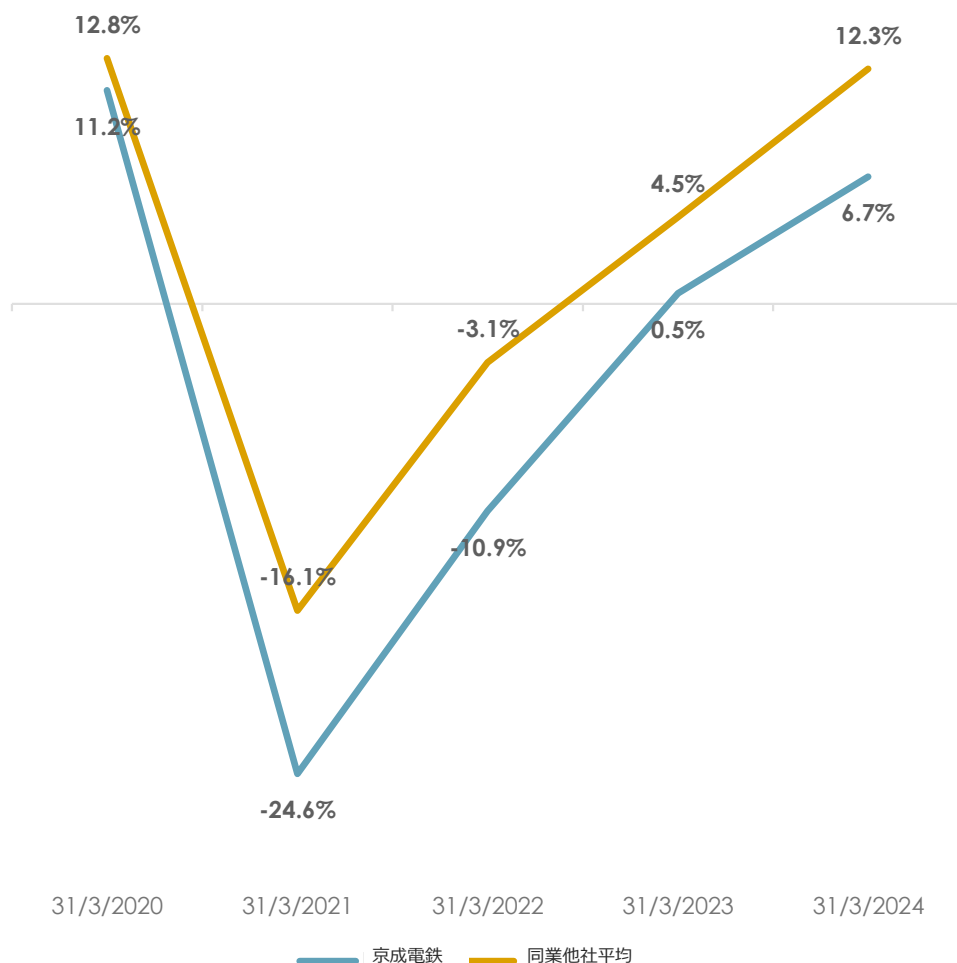
Confidential

## …また運輸部門は同業他社と比べ業績が一貫して劣っており…

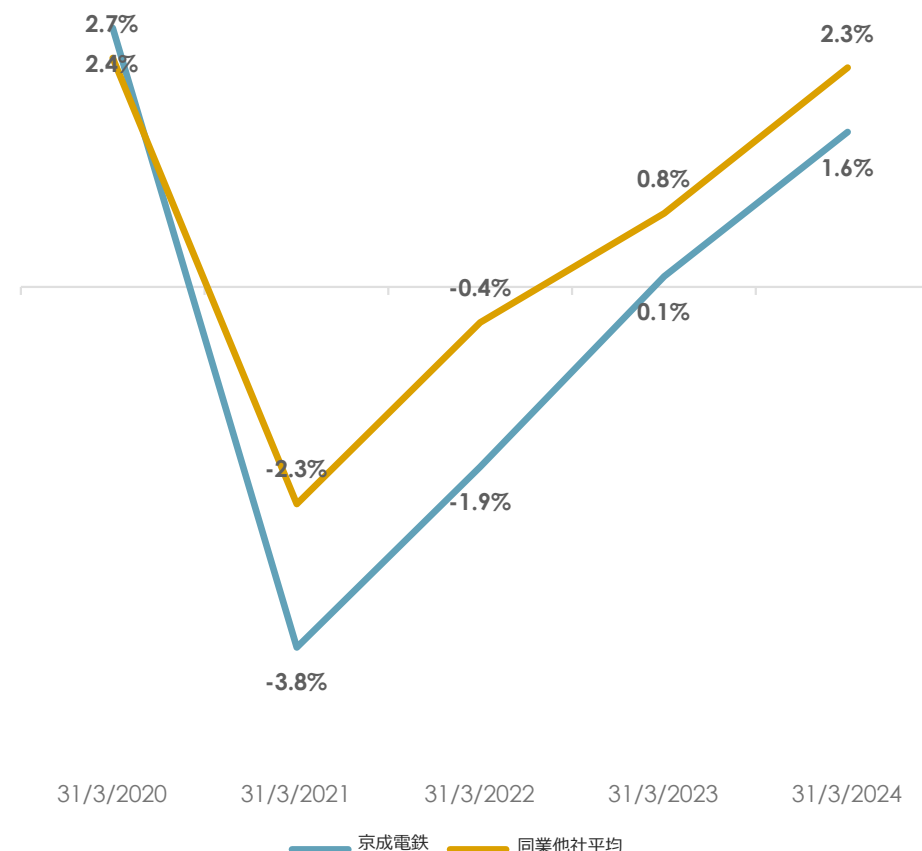
運輸部門の営業利益率は、同業他社と比較して一貫して最も低い

運輸部門の総資産利益率（ROA）は、同業他社と比較して一貫して最も低い

運輸部門の営業利益率



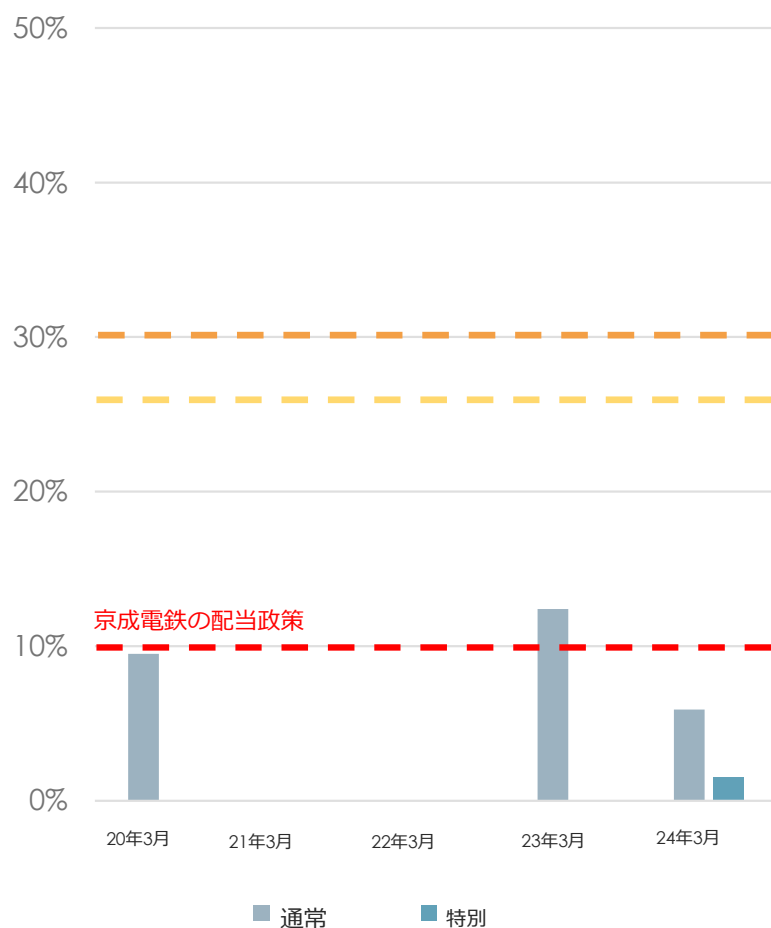
運輸部門のROA



# …株主還元に関する政策は標準を下回っており…

京成電鉄が目標とする最低配当性向10%は、ほとんどの同業他社と異なり自社株買いのプログラムが存在しないこととも組み合わせ、日本及び外国人投資家から開示された期待値を大幅に下回っている

## 京成電鉄の配当性向



## 配当政策に関する機関投資家の期待



議決権行使の判断基準

PBRが1倍未満、ROEがTOPIX構成銘柄の下位 50%タイル水準未満、かつ「配当性向 30%未満」の場合、配当の承認に反対票を投じる



議決権行使に関するガイドライン（日本株式）

3期連続で会社の総株主還元率が30%未満、ROEが8%未満（純損失計上企業を除く。）の場合、過少配当と判断する



グローバル議決権行使およびエンゲージメントポリシー

（国内発行体に関して）一般に、配当性向が30%以上である場合に配当金の支払いを支持する

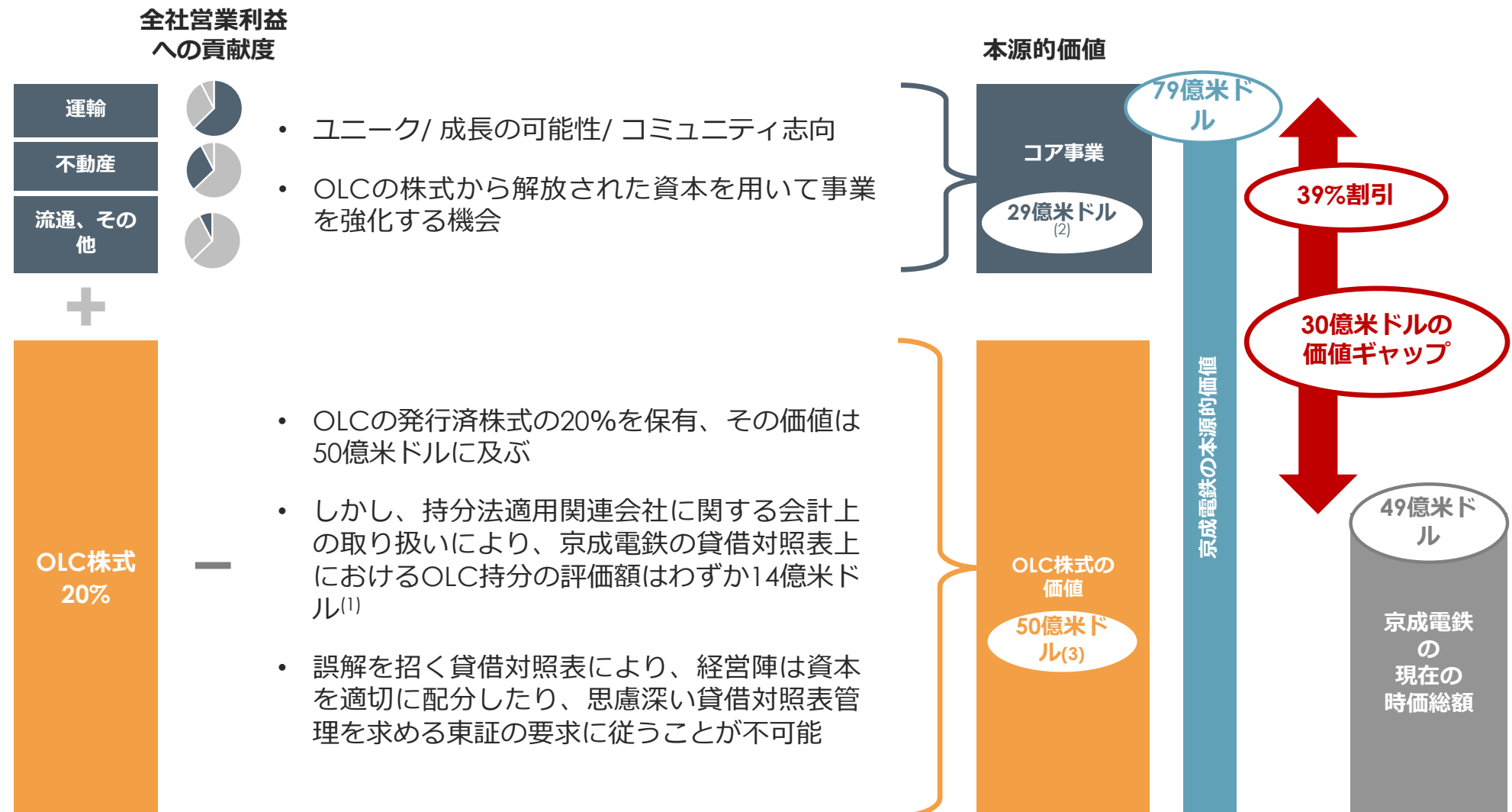


2025年 国内株式議決権行使の方針と判断基準

以下の基準に該当する場合、原則、反対する（...）配当性向25%未満、かつ、資本収益性が長期的に市場平均以下（直近3期連続でROEが上場企業の市場中位以下）の場合

# … OLCへの継続的かつ不適切な過剰投資及び京成電鉄が本源的価値の39%割安で取引されていることと…

相乗効果のない過大なOLC社の株式持分の価値は50億米ドルとなっており、  
京成電鉄の本源的価値の約63%を占める



出所： 会社開示、ブルームバーグ。2025年4月18日付市場データ

注： (1) 当社会計アドバイザーの評価に基づく

(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。

(3) OLC持分の価値は2025年4月18日時点の推定キャピタルゲイン課税後時価に基づき計算。

## ...また最近実施されたイオンとの株式持ち合いに示される利己的な資本配分の決定にもつながっている...

2024年10月に京成電鉄とイオンが発表した資本・業務「提携」は、京成電鉄にとって経済的にも魅力に欠け、商業的にも意味のないものように見える。これは、自己利益優先の経営陣の地位固めのサイクルを支えるための、持ち合い株主の京成電鉄の株式保有比率を引き上げるための取決めを象徴している。



京成電鉄は150億円を投じてイオンの自己株式を1株当たり3,793円で取得しており、これは約6.8%<sup>(1)</sup>のプレミアムで、過去5年間の最高株価の水準であり、予想PERは約63倍である。

一方イオンは、5年間安値（内在価値から約38%割安）で取引され、予想PERがわずか14倍であるときに、市場の既存の京成電鉄株式を取得するために、その京成電鉄から受領した150億円を投じる。



- ✗ 京成電鉄は、割高な、実質的に新規発行の株式を取得してイオンの持株比率を0.46%にすることになる一方、イオンは、その資金を用いて、既存株主から京成電鉄の割安な株式を取得し、より意味のある持株比率2.33%になる。
- ✗ 京成電鉄の経営陣から、投資リターンに関連する分析に基づく正当な根拠は示されていない。
- ✗ この資本・業務「提携」は、株式持ち合いに関連する利益及びリスクを完全に開示するよう取締役会に求める東証コーポレートガバナンス・コードの要件を完全に無視している。



# …その全ての根底にあるのは資本配分に対する無謀なアプローチと株主価値の軽視である


すべての同業他社とは異なり、京成電鉄には資本配分方針が全くなく、その結果、すべての資本配分指標で水準に達していない

	京成	京王	小田急	東急	東武	京急	西武
MTP期間	2022-2024年度	2022-2024年度	2024-2026年度	2024-2026年度	2024-2027年度	2024-2026年度	2024-2026年度
資本配分政策 <sup>(1)</sup>	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓
内容	×	営業キャッシュフローの増加により株主還元を強化する	成長投資（主に不動産）及び株主還元の強化	成長・維持投資計画	持合い株式売却による資金調達、及び非鉄道事業への積極的投資	成長・資本支出維持計画	東京ガーデンテラス紀尾井町の4,000億円での売却、及び成長投資
ROE目標設定	×	×	✓	✓	✓	✓	✓
ROE目標値	×	×	6.2% (2026年度目標値)	8% (2026年度目標値)	8% (2027年度目標値)	6% (2026年度目標値)	8% 一貫して達成
資本コスト開示	×	×	×	株主資本コスト 5.1-6.5%	×	×	株主資本コスト 7.2%
株主還元目標	配当性向 10%+	3期MTPにおける 総還元性向 <sup>3</sup> ~46%	配当性向 40%+	配当性向 30%+	総還元性向 <sup>3</sup> 30%+	該当なし	株主資本配当 2%+
過去12カ月間に発表された自社株買い	2025年3月 自社株買い100億円 (発行済株式総数 <sup>2</sup> の1.6%)	2024年11月 自社株買い150億円 (発行済株式総数 <sup>2</sup> の4.6%)	2024年8月 自社株買い200億円 (発行済株式総数 <sup>2</sup> の5.0%)	2024年11月 自社株買い400億円 (発行済株式総数 <sup>2</sup> の4.0%)	×	×	2024年12月 自社株買い700億円 (発行済株式総数 <sup>2</sup> の8.7%)

出所： 会社届出

注： (1) 各社の資本配分政策の開示決定には、会社の最新の中期経営計画における資本投資計画の内訳の開示が含まれる。

(2) 自己株式を除く発行済株式総数 (3) 総還元性向 = (1株当たり配当金 + 1株当たり自己株式取得額) / EPS

- 
1. 継続的な忍耐強いエンゲージメント
  2. 恒常的かつ不十分な業績と過小評価
  3. **貧弱なコーポレート・ガバナンスと非効率な取締役会**
  4. 利害の不一致と経営陣の固定
  5. 変化を求める支持の高まり
  6. 緊急措置が必要
  7. 別表：京成の業績指標に関する独立専門家報告書

# 京成の肥大化した取締役会は基本的なガバナンス基準を満たしていない…

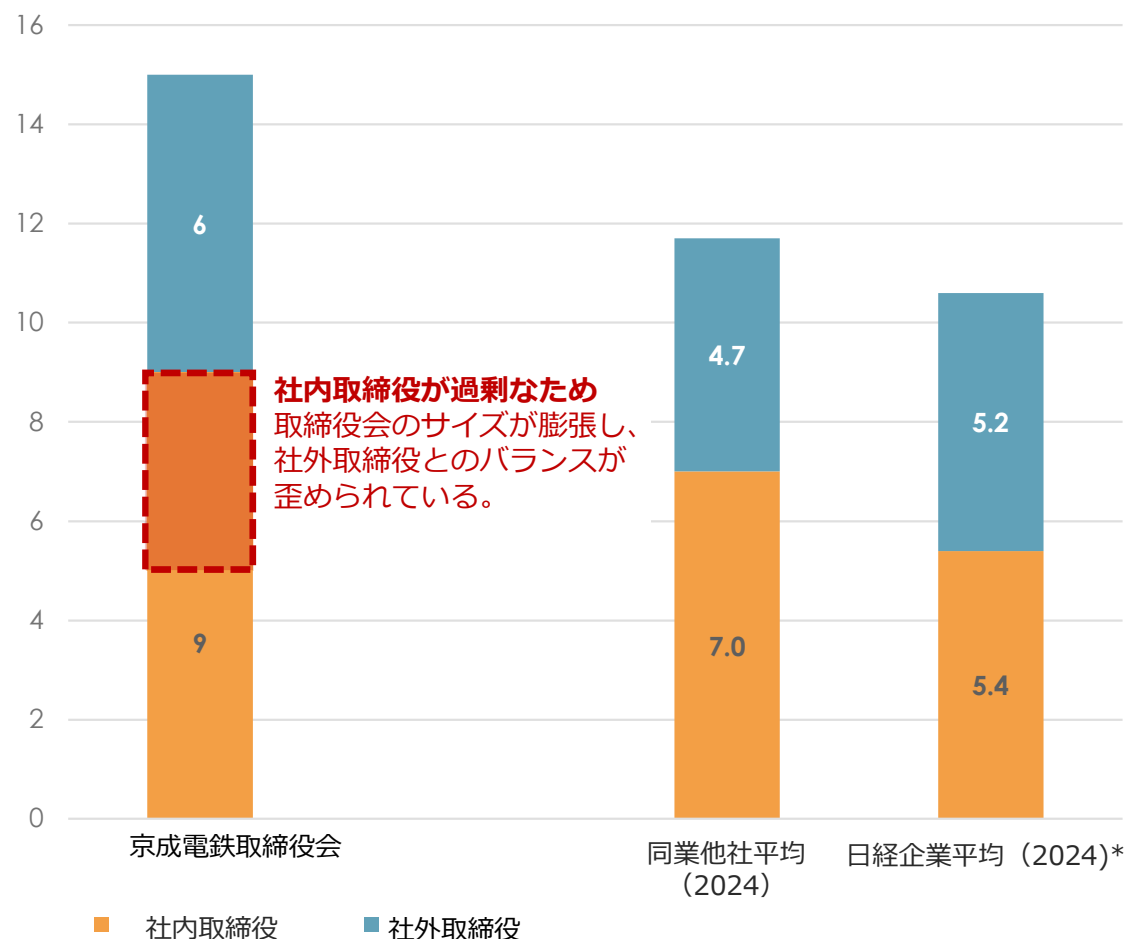
京成の現取締役会は過半数が社内取締役で、任期付き社長の小林敏也氏がこれを率いている。社外取締役群では、ISSとグラス・ルイスの両社が独立性に関する懸念を指摘している。

	取締役	各社による独立性評価			任期 (2025年定時株主総会)	指名・報酬 委員会	
		京成	ISS	GL			
1	小林 敏也 [社長] ⑧	×	×	×	15 (CEOとしては8)	C	社内取締役 9名
2	天野 貴夫 ⑧	×	×	×	10	●	
3	山田 耕司	×	×	×	4		
4	持永 秀毅	×	×	×	4		
5	岡 匡一	×	×	×	3		
6	清水 健司	×	×	×	3		
7	田口 和己	×	×	×	2		
8	延命 誠	×	×	×	2		
9	河合 義一	×	×	×	1		
10	栃木 庄太郎	✓	✓	✓	7	●	社外取締役 6名
11	菊池 節	✓	✓	✓	5	●	
12	芦崎 武志	✓	×	✓	3		
13	網谷 多加子	✓	✓	✓	2	●	
14	中島 明子	✓	✓	✓	1		
15	石内 俊行	✓	×	×	1		
独立性		40%	27%	33%		60%	取締役会の サイズ 15名

## …社内取締役が過剰であることに起因する不均衡と肥大化…

京成電鉄の取締役会は、過剰な数の社内取締役により膨れ上がっており、その結果、同業他社に比し均衡を失し、許容されるガバナンス基準を下回っている - 少なくとも京成電鉄の現在の4人の社内取締役は取締役会に僅かしか貢献しておらず、再選候補となるべきではない。

### 京成の取締役会の構成と同業他社及びインデックス平均との比較



### 京成の取締役会にほとんど貢献していない社内取締役が数名いる

役員レベル	人数
社長	1
専務執行役員	1
常務執行役員	4
執行役員	2
その他	1


執行役員レベル以下は、同業他社の取締役会には通常含まれていない。

機能分野	人数
社長	1
総務	1
経営統括	1
不動産	1
鉄道	3
戦略	2

取締役会における鉄道及び戦略機能担当者が過剰である。

## …独立性が不確かな社外取締役により監督機能が損なわれており…

6名の社外取締役のうち4名に独立性に関する懸念があることで、彼らが経営上の意思決定に対する基本的なチェックアンドバランスを含むその職務を公正かつ客観的に遂行できるかについて深刻な疑問が生じている

	任期 (2025年定時株 主総会)	方針に基づく独立性			独立性の危険信号	真の独立性
		京成	ISS	グラス・ルイス		
 菊池 節	5	✓	✓	✓	▶ 菊池氏はOLCの取締役も務める。 ▶ 菊池氏は京葉ガスの代表取締役会長であり、加賀見俊夫氏（OLC設立を主導した京成の元従業員で、OLCの現CEO／会長）と重複する役職にある。加賀見氏は2004年3月以降京葉ガスの社外監査役を務めている。 ▶ 京葉ガスは京成とオリエンタルランド両社のビジネスパートナーである。	✗
栃木 庄太郎	7	✓	✓	✓	▶ 栃木氏は、2020年に、京成及びOLCの主要取引銀行の1行であるみずほ銀行の社外取締役（兼 監査等委員）に選任された。	✗
芦崎 武志	3	✓	✗	✓	▶ 芦崎氏は、京成の主要取引銀行の1行である株式会社三菱東京UFJ銀行の元常務執行役員である。	✗
石内 俊行	1	✓	✗	✗	▶ 石内氏は、京成及びOLCの主要取引銀行の1行である三井住友信託銀行の元執行役員である。	✗

	京成	ISS	グラス・ルイス
取締役会の独立性	40%	27%	33%


主要な世界的議決権行使助言会社の評価によると、京成の取締役会は日本のコーポレートガバナンス・コードに定められた下記の独立性基準の閾値又はそれ未満となっている。

「プライム市場上場会社は・・・独立社外取締役を少なくとも3分の1以上選任すべきである」 [リンク](#)


## …監査役会はその役割を果たすべき構成とはいえず…

監査役会は、意思決定および業務執行に対する監査システムを強化するために  
取締役による業務執行の監視を担当する主要な監視機関である。

しかし、監査役会は、OLCとの直接の繋がりを有する者を含め、その人員の独立性に関して重要な懸念があり機能不全となっている。

	在任期間 (2025年の年次 株主総会)	ポリシー別の独立性			独立性に関する危険信号	真の 独立性
		京成電鉄	ISS	グラス・ル イス		
吉田 謙次 	4	✓	✗	✗	▶ 吉田氏は現在株式会社OLCの代表取締役社長兼COOである。	✗
小林 健	6	✓	✗	✗	▶ 京成電鉄の主要な借入先である日本政策投資銀行の関連会社であるDBJ キャピタル株式会社の元取締役会長	✗
手島 恒明	4	✓	✗	✓	▶ 重要な株主である日本生命保険相互会社の元取締役専務執行役員	✗
佐藤 賢治	6	✗	✗	✗	社内取締役 – 該当なし	
河角 誠	1	✗	✗	✗	社内取締役 – 該当なし	

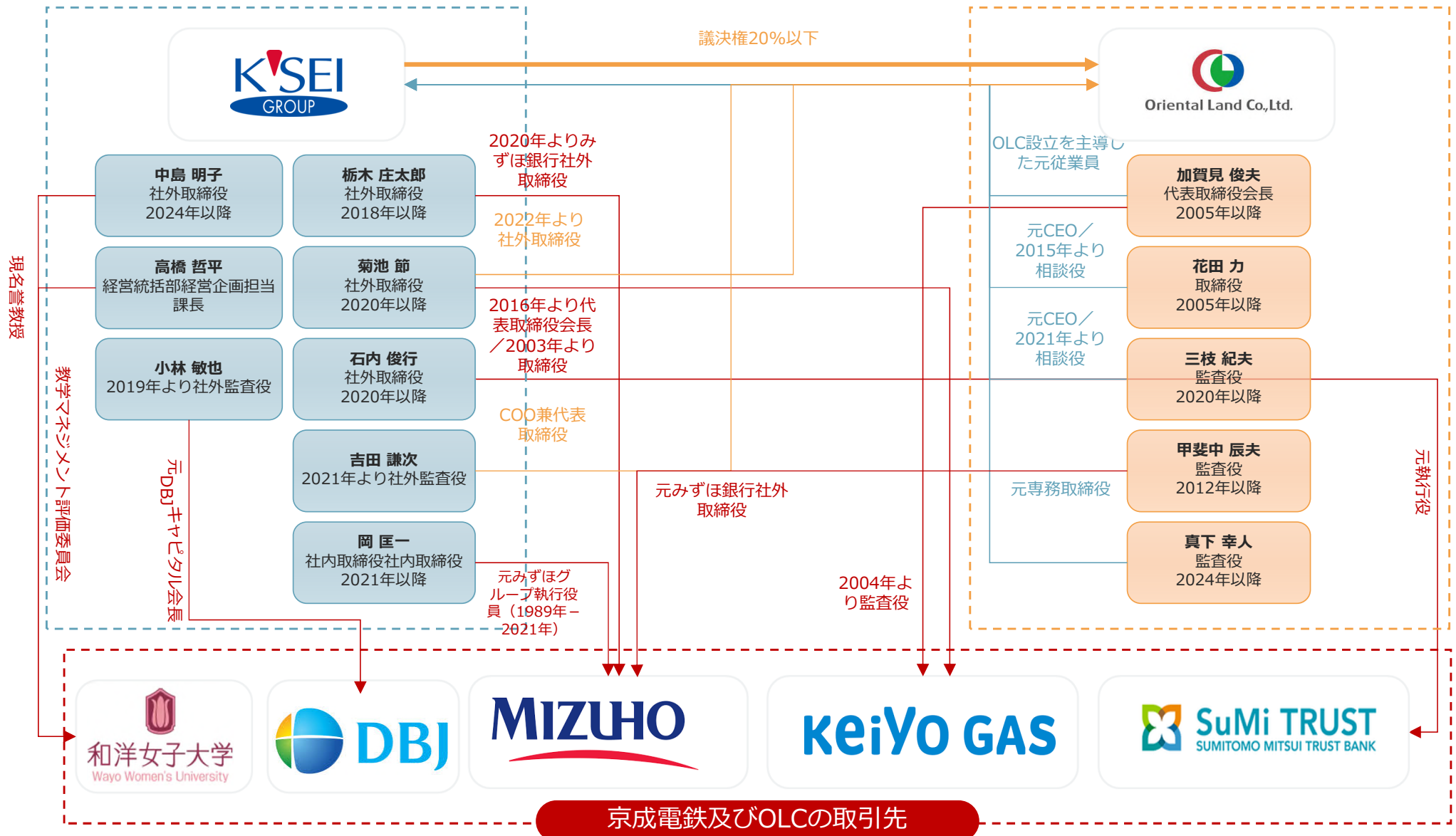
	京成電鉄	ISS	グラス・ル イス
監査役会の独立性	60%	0%	20%

 GLASS LEWIS

2024年の年次株主総会調査報告書

監査役会が擁する独立監査役の数は、十分ではない。  
このため、監査役会の客観性・独立性および監査役会  
が適切に監視の役割を果たす能力について懸念が生じ  
ている。

…京成電鉄取締役とOLCとの間の憂慮すべき広範な繋がりが、OLCの巨額の株式の客観的評価を妨げている…





## …京成電鉄の現「顧問」がOLCの経営陣にすることが事態を悪化させており…

複数の退任社長／CEOがOLCの要職を務めながら京成電鉄の顧問を務めることは、京成電鉄の現経営陣に対する重大かつ不適切な影響力をもたらし、OLCの株式に対する客観的な評価をさらに損なう

	京成電鉄における任期 代表取締役社長／代表取締役会長	京成電鉄顧問 （「顧問」）	京成電鉄退社後のOLCでの役職 
三枝 紀夫	2011 - 2021年	該当一相談役、非常勤、報酬あり	▶ 2020年より現OLC監査役。経歴は <a href="#">こちら</a> を参照。
花田 力	代表取締役社長：2004 - 2011年 代表取締役会長：2011 - 2015年	該当一相談役、非常勤、報酬あり	▶ 2005年より現OLC取締役。経歴は <a href="#">こちら</a> を参照。
大塚 弘	代表取締役社長：1998 - 2004年 代表取締役会長：2004 - 2008年	該当一名誉相談役、業務なし、報酬なし	▶ 元OLC監査役

投資家は、説明責任の不存在を考慮して、名誉顧問について注意深く受け止める。



「[顧問職は]取締役を務めるわけではないので、株主に対する説明責任を追わない。それでも、彼らは**取締役会に圧力をかけることができ**、しばしば「役員室の幽霊」あるいは「企業の後部座席運転手」と呼ばれる。前CEOがシニア・アドバイザーとして残る場合、**現経営陣に対して不合理な影響力を行使する可能性があり**、取締役会の機能や活力に悪影響を及ぼす可能性がある。」（2024 - 日本コーポレートガバナンス及び責任ある投資方針）



**同業他社との整合性の欠如**

京成電鉄の同業他社の**名誉顧問は、平均0.8人しかいない。**

# …代表取締役社長のみが京成電鉄にて主要な執行・ガバナンス権限を有しており…

経営陣のリーダーシップと経営陣による意思決定に対する抑制と均衡の提供を目的としているガバナンス体制が  
小林代表取締役社長に集中し、支配されている

## 小林社長の役割・権限

### CEO

**社内取締役を通じて取締役会を支配**：取締役会は、社長直下の社内取締役が60%を占めている。

**戦略的なリーダーシップ**：社長は、取締役会議長としての役割に加え、CEOであることに伴う指導的役割を通じて、戦略的ビジョン・意思決定における主要なリーダーとなる。

### 取締役会議長

**取締役会の議事決定**：社長は、取締役会における協議事項の設定および協議の主導方法の決定を任されている。

**実効性評価を主導**：社長は、取締役会の実効性評価および機能の改善に責任を負っている。

### 指名・報酬委員会 議長

**自身の後継者育成計画と取締役の選任の実行**：「取締役候補者の指名並びに代表取締役及び役付取締役の選解任、常務取締役の担当業務委嘱等については、社長の原案に基づくものとします」 ([リンク](#))

**監査役の選任**：「監査役候補者の指名については、社長が候補者を選定します」 ([リンク](#))

**報酬の決定**：「取締役会は、社長に対し、取締役の個人別の報酬額の具体的内容の決定を委任しております。社長は、当該答申に基づいて個人別の報酬を決定しなければならないこととしております」 ([リンク](#))



### 不適切な構成

京成電鉄の他の役付取締役6名のうち、5名で議長兼CEOの役割を分担している



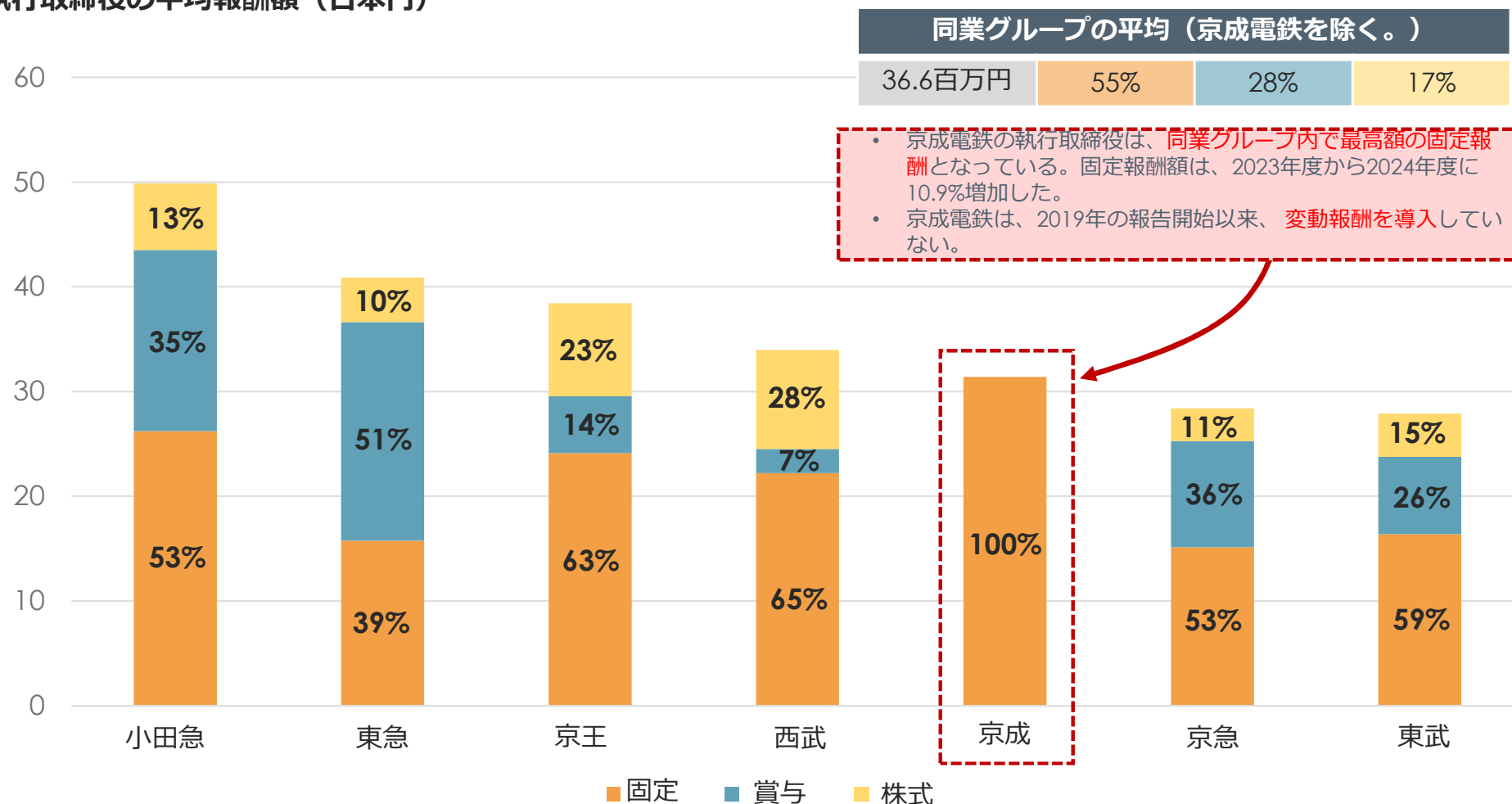
### 不適切な構成

指名・報酬委員会の委員は、京成電鉄の取締役5名が占めている。

## …ステークホルダーと全く相容れない役員報酬制度を維持し…

京成電鉄の報酬構造は、100%固定現金報酬であり、同業他社や日本および世界の市場と比べても非標準的なものである。

執行取締役の平均報酬額（日本円）



# …その役員報酬制度には業績連動指標が存在しない…

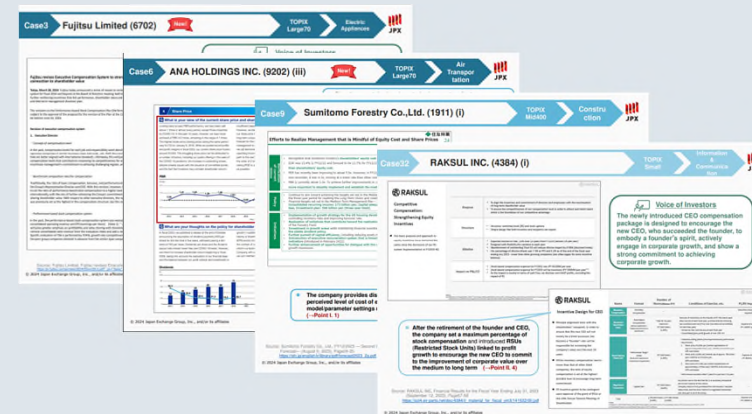
東証の方針や同業他社に反して、京成電鉄は、役員報酬を業績連動指標に連動させることを拒んでいる。

報酬額算定に使用される業績指標	
京成電鉄	なし
東急	<ul style="list-style-type: none"> <li>株主資本利益率</li> <li>資産利益率</li> <li>EBITDA</li> <li>営業利益</li> <li>親会社に帰属する純利益</li> <li>1株当たり利益</li> <li>負債／EBITDA倍率</li> </ul>
西武	<ul style="list-style-type: none"> <li>EBITDA</li> <li>株主資本利益率</li> </ul>
東武	<ul style="list-style-type: none"> <li>収益</li> <li>営業利益</li> <li>MTP目標値</li> </ul>
京急	<ul style="list-style-type: none"> <li>営業利益</li> <li>負債／EBITDA倍率</li> </ul>
京王	<ul style="list-style-type: none"> <li>経常利益</li> <li>株主に帰属する純利益</li> </ul>
小田急	<ul style="list-style-type: none"> <li>営業利益</li> <li>株主資本利益率</li> <li>負債／EBITDA倍率</li> <li>サステナビリティ要素</li> </ul>

## 東証：資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応

「取組みの一環として、役員報酬の算定に資本収益性や企業価値の改善に関する指標を含めるなど、**持続的な成長に向けた健全なインセンティブ**として、経営陣の報酬制度を活用していくことが考えられます。」 [\(リンク\)](#)

## 報酬制度の活用に関して東証がまとめた事例集



## …その結果、社外取締役が責任を負うべき構造的なガバナンスの不備が生じている


社外取締役は、継続的な資本配分の失敗を見落とし、株主の懸念を一蹴し、経営陣に対する基本的な抑制と均衡の確保を怠った。  
これ以上の在職は不適切である。

	独立性の問題	客観的スキルの ギャップ	過剰兼任	イオンとの提携 の監督	不適切な 資本配分	2024年の年次株主 総会への無反応	報酬・指名の 不履行
栃木 庄太郎	×	×		×	×	×	×
菊池 節	×	×	×	×	×	×	×
芦崎 武志	×			×	×	×	×
石内 俊行	×			×	×	×	
網谷 多加子	×	×		×	×	×	
中島 明子	×	×		×	×	×	
			注参照				

× ガバナンス不良

× ガバナンス脆弱性

注：2024年の年次株主総会の時点において、菊池 節氏は公開会社にて9つの取締役職を有している。投資家・議決権行使助言会社の共通基準によれば、これは、過剰兼任を構成するものである。この兼任の状況には、京成電鉄の他、(1)オリエンタルランド（社外取締役）、(2)京葉瓦斯（取締役会長）、(3)パウダーテック（取締役会長）、(4)K & Oエナジーグループ（社外取締役）が含まれる。

- 
1. 継続的な忍耐強いエンゲージメント
  2. 恒常的かつ不十分な業績と過小評価
  3. 貧弱なコーポレート・ガバナンスと非効率な取締役会
  - 4. 利害の不一致と経営陣の固定**
  5. 変化を求める支持の高まり
  6. 緊急措置が必要
  7. 別表：京成の業績指標に関する独立専門家報告書

独立専門家の報告によれば、巨額のOLC株式が会計上の歪みを生み、京成電鉄の貸借対照表の記載額は実際より59億米ドル少ない…

独立会計専門家によると、現在OLCに20%保有している株式は、日本の会計ルールに基づき、取引市場価値に対して83%の割安で評価されており、これは59億米ドルの価値不足に相当する

株式保有 比率	詳細	会計上の定義	会計上の取り扱い	B/S記載額 <sup>(1)</sup>	OLC株式の実際の価値との差 <sup>(2)</sup>
>20%	<ul style="list-style-type: none"><li>自動的に「関連会社」とみなされ、J-GAAPに基づく持分法会計が適用される</li></ul>	関連会社への投資	持分法会計	12億米ドル	-59億米ドル
< 15%	<ul style="list-style-type: none"><li>特別な事情がない限り、自動的に「売却可能な有価証券」に分類される</li></ul>	売却可能な有価証券	時価会計	71億米ドル	0米ドル

出所： 公開情報、ブルームバーグ。  
注： (1) 公開情報を元に、日本の有力公認CPAからの助言を得て試算。  
(2) 売却可能な有価証券としてのOLC株式の価値は、2024年12月31日時点でのOLC株式の時価に基づいて算出。2024年12月31日現在の為替レート（米ドル：円）。

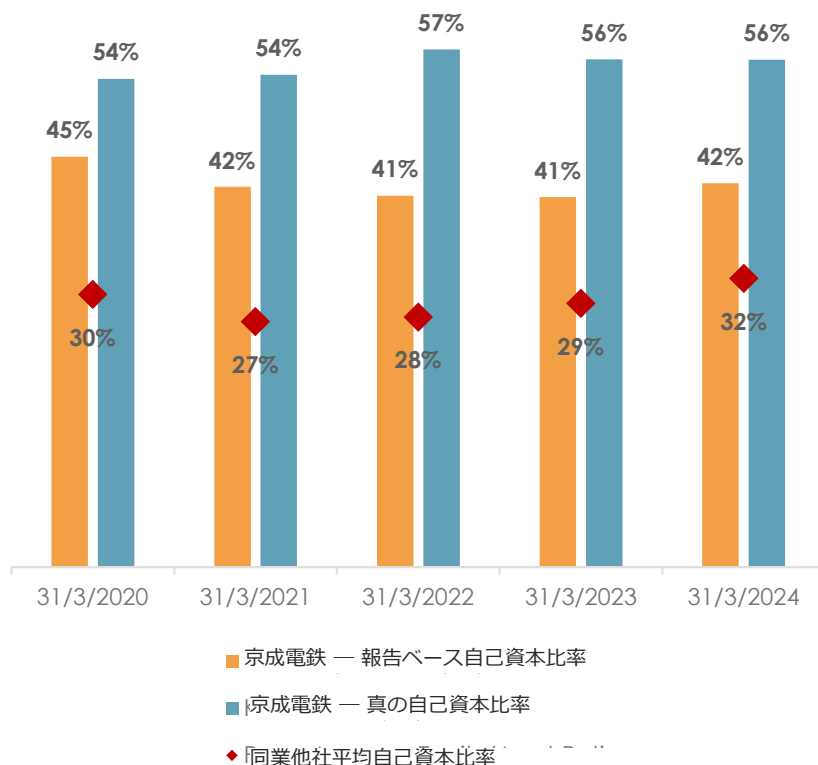


# …そのため京成電鉄の業績と資本効率の全体像について誤解を招き…

独立専門家報告書（全文は別添に記載）によれば、京成のバランスシートにおけるOLCの株式を時価評価した結果、(1)京成電鉄の真の自己資本比率は同業他社の約2倍であること、(2)京成電鉄のROEは過去5年間一貫して平均0.6%であり、同業他社の5分の1であることが判明した。

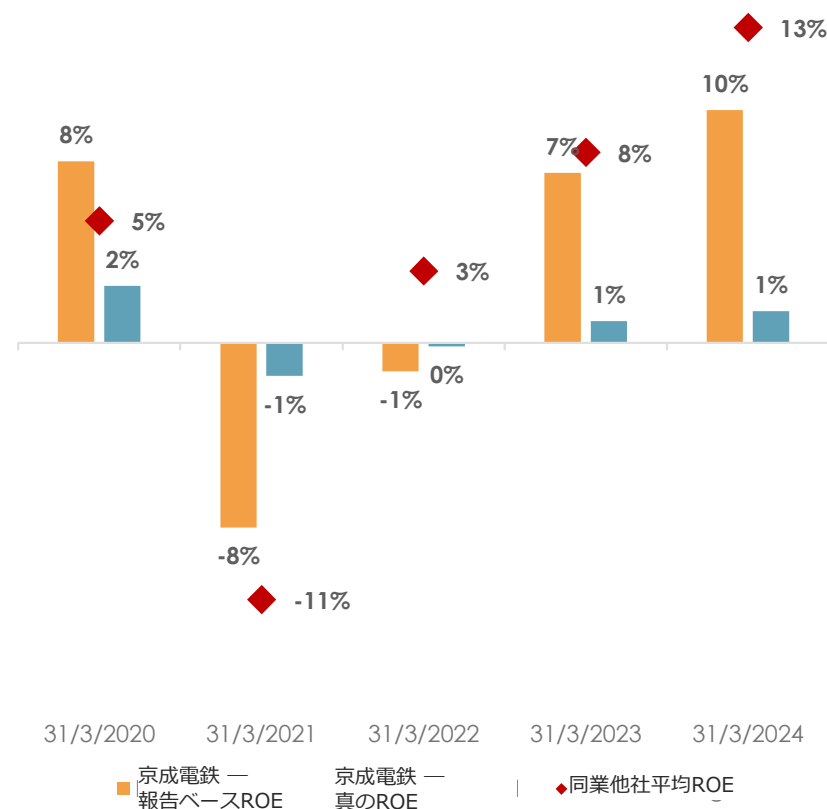
## 京成電鉄の真の自己資本比率 対 同業他社

報告ベース 対 真の自己資本比率



## 京成電鉄の真のROE 対 同業他社

報告ベース 対 真のROE



出所： 会社開示、ブルームバーグ。

注：同業他社は京王、小田急、東急、東武、京急、西武。調整後の自己資本比率とROEは、公開情報を元に、日本の有力公認CPAからの助言を得て、京成電鉄がOLCを持分法関連会社として扱わずOLCへの投資を売却可能な有価証券として扱った場合を想定して試算。自己資本比率は純資産（非支配株主持分を除く）と総資産を元に算出。自己資本利益率は純利益（または損失）（2024年3月期におけるOLC株式売却による利益（税引き後）を除く）と純資産（非支配株主持分を除く）を元に算出。

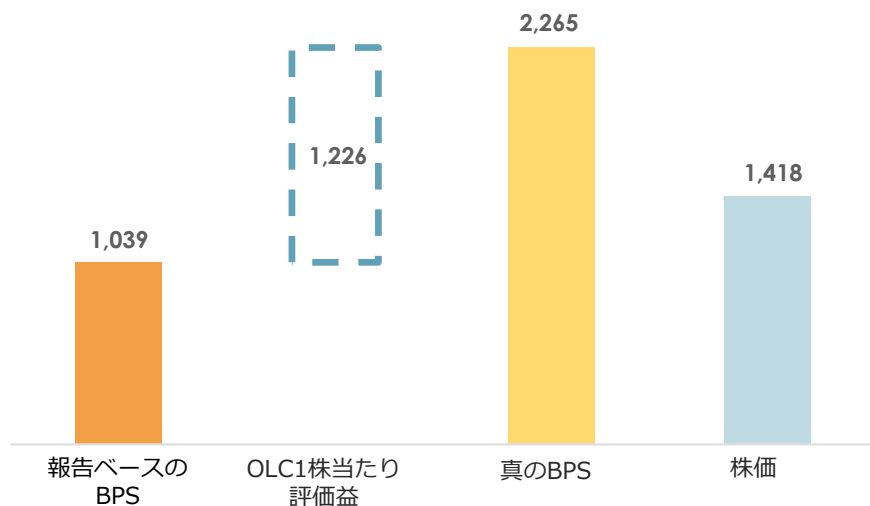
Confidential

## …京成電鉄の簿価を低く見せかけ、結果として真のPBRを隠している…

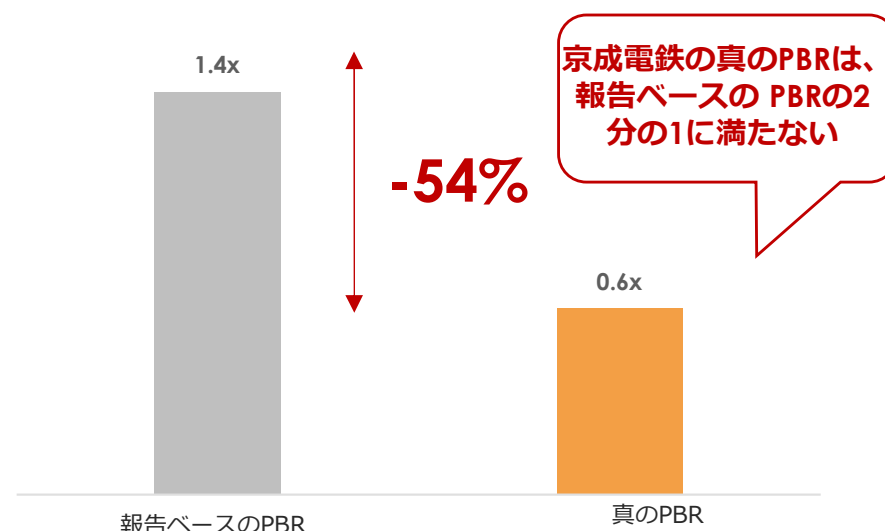
OLC保有株式を現行の規模で保持していることで京成電鉄の簿価が大幅に低く見せかけられ、PBRを偽ることになっている  
本プレゼンテーションに添付された第三者専門家による報告書によると、真のPBRは約0.6倍であり、東証の目標値である1.0倍をはるかに下回っている

### 京成電鉄の真のPBRの位置づけ<sup>(1)</sup>

京成電鉄の真のBPS<sup>(2)</sup>対 届出BPS（2024年12月期の1株あたりの簿価（日本円））



京成電鉄の真のPBR 対 届出 PBR



### 周知のとおり東証は資本配分を重視

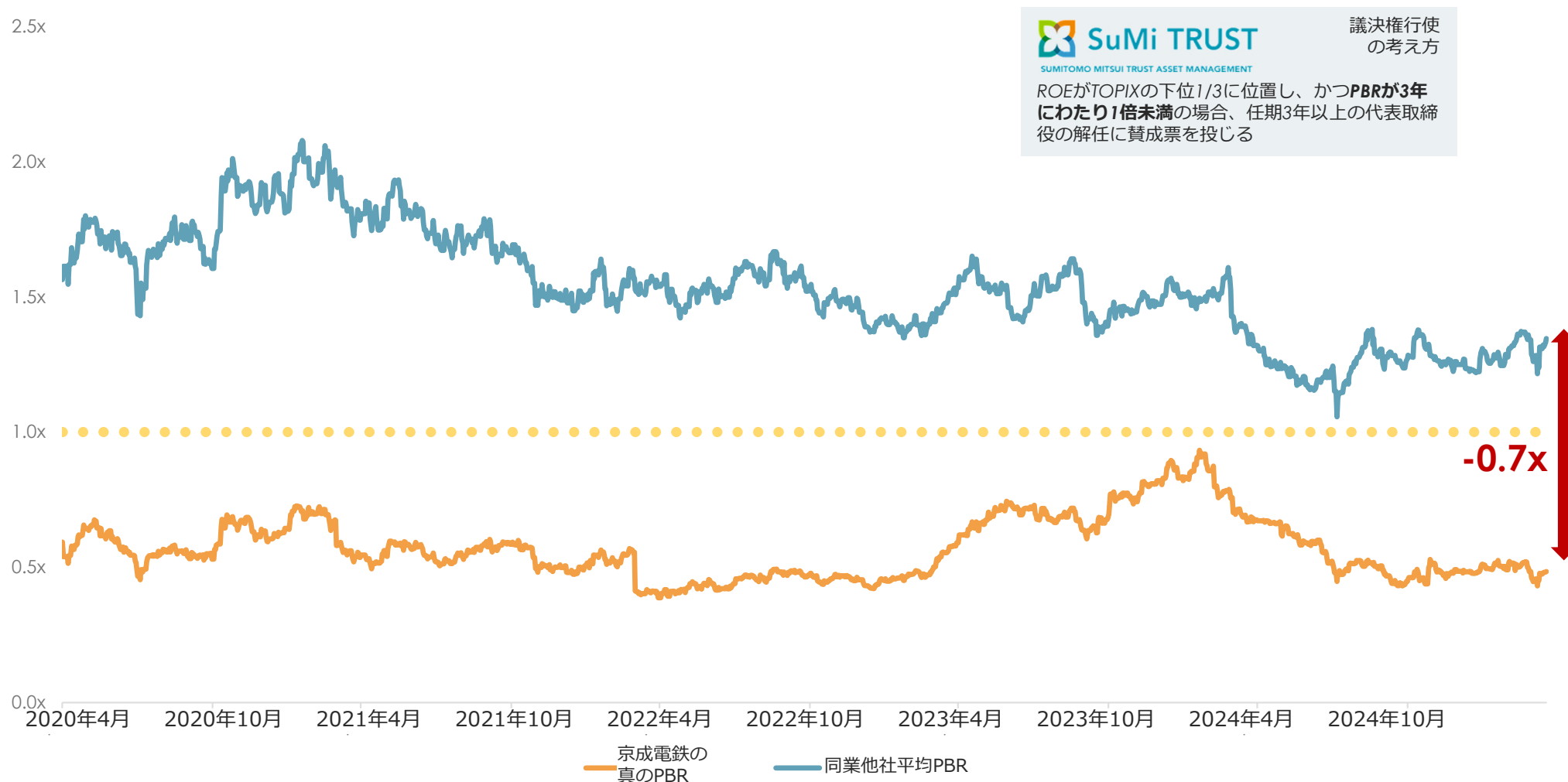
「この取り組みの目的は、企業の経営陣が、持続可能な成長と中長期的な企業価値向上のために、損益計算書上の売上と利益の水準だけでなく貸借対照表に基づく資本コストと収益性をより考慮して経営職務を遂行するように促すことである」 ... 「経営陣は率先して資本コストと収益性を十分考慮した適切な資源配分を行うことが期待される...」

資本コストと株価を意識した経営への取り組み JPX 東京証券取引所

## …真のPBRは同業他社を大幅に下回っている…

京成電鉄の真のPBRは0.6倍であり、同業他社の1.3倍を大幅に下回っており、独立専門家による検証に照らしても、過去5年間にわたり1倍を下回っている

京成電鉄の真のPBR 対 同業他社平均PBR



出所： 会社開示、投資家議決権行使方針、ブルームバーグ。2025年4月18日時点の市場データ。

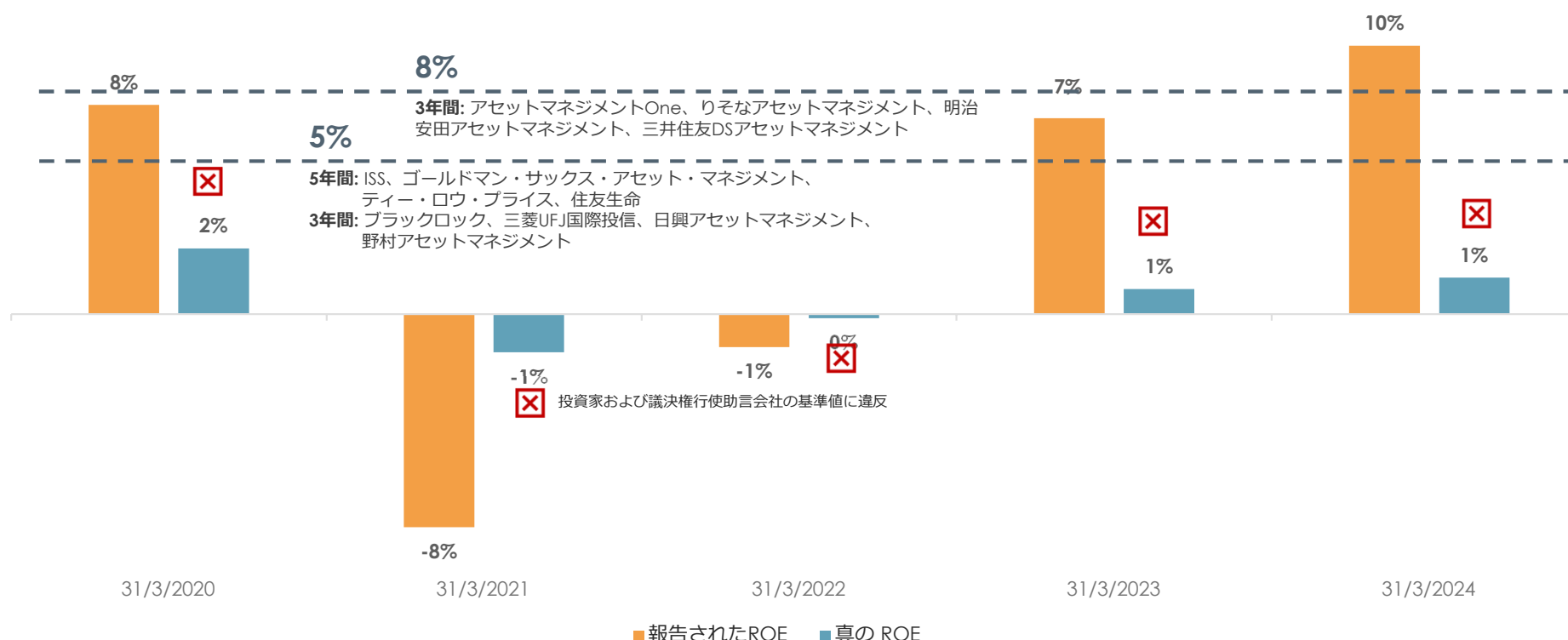
注：京成電鉄の真の簿価は、公開情報を元に、日本の有力公認CPAからの助言を得て、京成電鉄がOLCを持分法関連会社として扱わずOLCへの投資を売却可能な有価証券として扱った場合を想定して試算。京成電鉄の真の簿価は2020年3月時点から2024年3月時点まで1年ごとに試算。同業他社は京王、小田急、東急、東武、京急、西武。LTM PBRを使用。

Confidential

# …そして、京成電鉄の真のROEを隠蔽し、経営陣の説明責任を回避させている…

会計専門家の報告書によると、京成電鉄の過去3年間及び5年間の真のROEは、投資家及び議決権行使助言会社の基準値を大きく下回っており、経営陣の説明責任を問う議決を引き起こし得る。

京成電鉄の真のROE及び報告されたROEと投資家ポリシー基準値との相対値



**NOMURA**  
ASSET MANAGEMENT

Proxy Voting Standards for Japanese Companies

ROEが過去3年間5%を下回り、業界の下位1/3であった場合、会長及び社長に反対票を投じる。

注: 真のROEは、過去3年間、業界の下位3分の1又はそれより少ないはずであった。

出典: 貴社開示、投資家議決権行使ポリシー、ブルームバーグ

注記: 同業他社には、京王電鉄、小田急電鉄、東急電鉄、東武電鉄、京急電鉄及び西武電鉄が含まれる。調整後自己資本比率及びROEは、京成電鉄がOLCを持分法適用会社として扱わず、OLCへの投資を売却可能有価証券として扱うという前提で、日本の有力公認会計事務所の助言を得て、公開情報に基づいて試算している。自己資本比率は、純資産（非支配株主持分を除く。）と総資本に基づいて計算される。ROEは、当期純利益（又は当期純損失）（ただし、2024年3月期におけるOLCへの投資売却益による（税引後）利益を除く。）と純資産（非支配株主持分を除きます。）に基づいて計算される

Confidential

# …それは同業他社が採用する東証の方針に沿った透明性の方針に反しており…

京王電鉄の同業他社グループにおいて、「調整後PBR」が資本効率の適切な指標として認識されており、西武ホールディングスのMTPの透明性は東証によって承認されている。

## 事例26

## 西武ホールディングス (9024) ②

New!

TOPIX  
Mid400

陸運業



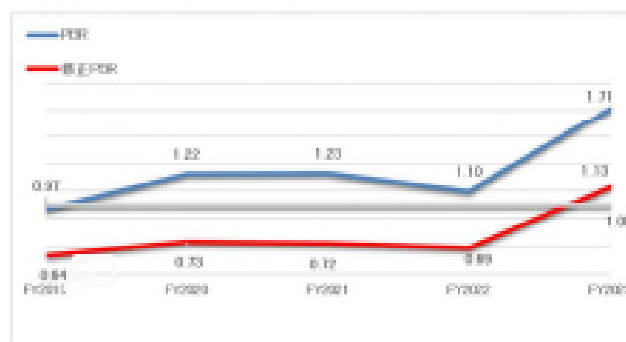
価値創造ストーリー

### 市場からの評価（株価）に対する現状認識

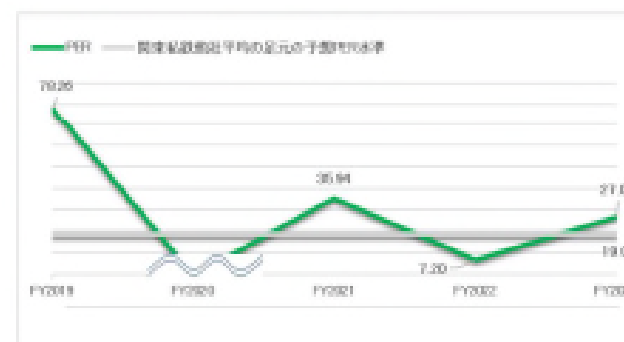
Seibu Holdings

現状、修正PBRは1倍を超えているものの、本長期戦略・中期経営計画を進め、一層の収益性の向上とNAVの成長を目指していく。

#### PBRの推移



#### PERの推移



〔注1〕「修正PBR」は、PBRの計算に使用する1株当たり純資産を、各期末の自己資本に各期末時点での賃貸等不動産の含み益（税引後）を加算して算出。

〔注2〕2023年度の賃貸等不動産の含み益(税引後)は2022年度末数値を使用。

23

Copyright © SEIBU HOLDINGS INC. All Rights Reserved.

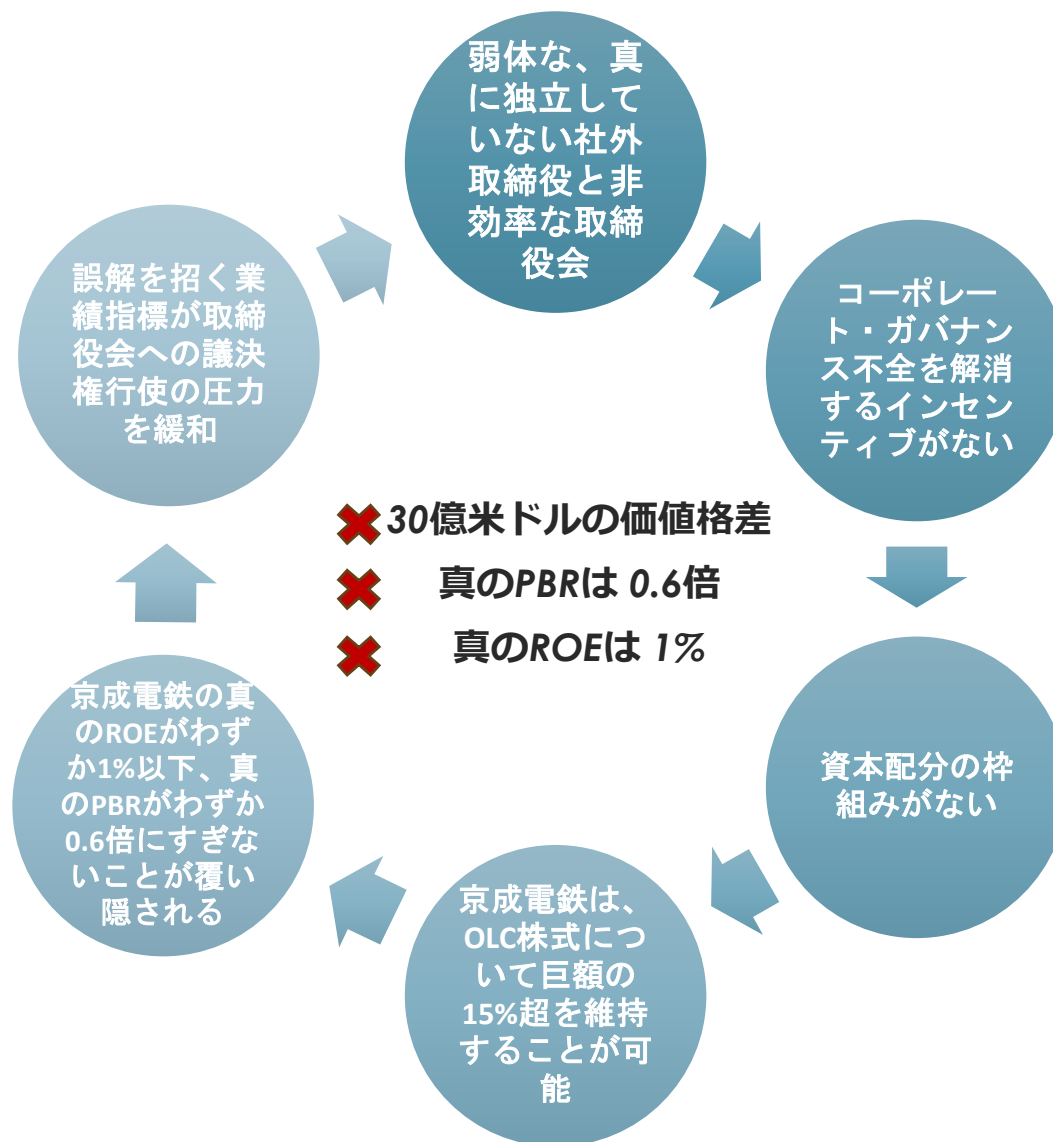
- 名目値のPBRに加えて、賃貸等不動産の含み益を加算した純資産を用いて「修正PBR」も算出し、資本効率改善を意識（→ポイントI. ②）


出所：西武ホールディングス株式会社 西武グループ長期戦略2035 中期経営計画（2024～2026年度）（2024年5月6日） 23ページ（添付は東証が承認）

© 2024 Japan Exchange Group, Inc., and/or its affiliates <https://seisaku-seisaku.net/doc/9024/tdnet/2431.990/00.pdf>

73

…その結果、不作為による毀損の連鎖が、京成電鉄において継続する不十分な業績と過小評価を可能にせしめている



- 
1. 継続的な忍耐強いエンゲージメント
  2. 恒常的かつ不十分な業績と過小評価
  3. 貧弱なコーポレート・ガバナンスと非効率な取締役会
  4. 利害の不一致と経営陣の固定
  - 5. 変化を求める支持の高まり**
  6. 緊急措置が必要
  7. 別表：京成の業績指標に関する独立専門家報告書





# …だからこそパリサーは、京成電鉄の2024年定時株主総会に、資本配分に明確に焦点を絞った提案書を提出した…

当初は株主のフィードバックを求めてアドバイザリー提案として提出されたが、京成電鉄によって却下された。OLCの持株比率を15%未満に引き下げるというパリサーの拘束力のある提案は、経営陣の十分な柔軟性を維持する一方で、株主に資本配分に関する発言権を提供した。

## パリサーの2024年定時株主総会提案

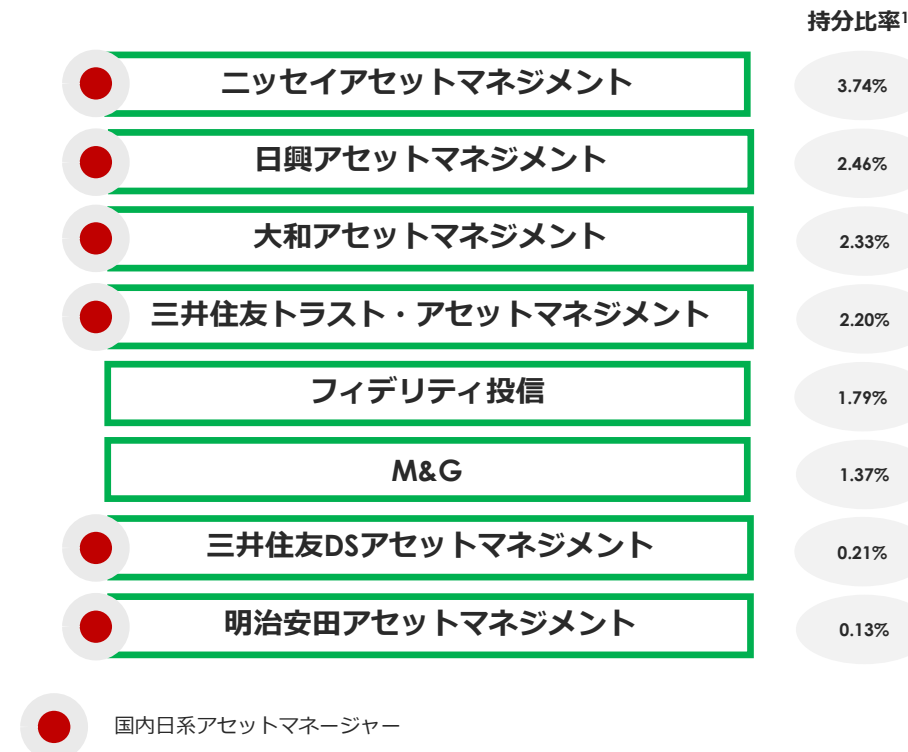
- 第7章 資本配分計画及び投資有価証券の運用
- 第48条
- (1) 取締役会は、2025年1月1日付けで貴社の企業価値を向上させるための適切な資本配分計画（以下「本計画」という。）を策定、公表、及び維持を開始する。取締役会は、貴社の資本コストを考慮し、本プランに従って将来の資本配分を決定する。取締役会は、少なくとも毎営業年度1回、貴社の有価証券報告書その他の方法により、本プランの進捗状況を株主に報告する。
- (2) 貴社は、適切な期間内に、取締役会が決定する方法で、但し、遅くとも2026年3月31日までに株式会社オリエンタルランド（以下「OLC」という。）の総株主の議決権の15%未満に減少させ、貴社のOLCに対する持株比率をその水準以下に維持する。

## パリサーの提案とは？

- ✓ 株主が年次総会で**発言し、完全かつ公正な投票**を通じて**フィードバック**を提供できるようにするための手段。
- ✓ **長期的な安定性**を念頭に、京成電鉄独自の**資本配分の最適化**に注力。
- ✓ **成長志向**の投資計画と**バランスの取れた株主還元**を促進。
- ✓ 資本配分の目標を達成する上で、**経営陣の裁量と柔軟性を維持**。
- ✓ **京成バリューギャップ解消**への重要な一歩。

# …それは日本の国内外の投資家及び主要な世界的両議決権行使助言会社からも大きな支持を得る結果となった

## 重要な機関投資家からの支援が得られた…



## …そして、世界有数の両議決権行使助言会社

ISS	この提案は、会計上の「過大な突き出し」を取り除き…経営陣が資本配分の決定においてより規律ある行動をとり、京成電鉄の営業事業の業績に対する説明責任を果たさせるものであると、考えています。
グラス・ルイス	「取締役会は、OLCへの京成電鉄の持分の一部売却が同社の安定性と持続可能性に悪影響を及ぼす根拠を本質的には言及していないように思われます。」

## 投資家のコメントは明らかに変化を求めている

**nikko am**  
Nikko Asset Management

賛成票を投じる理由

「保有株式の時価が会社の時価総額を上回るという矛盾は、大きな課題であると認識しています。私たちはこの提案を、この問題の解決に貢献するものとして評価します。加えて、**同社が資本政策を再考する契機となる**可能性もあると考えています。」

**Daiwa**  
Asset Management


賛成票を投じる理由

「貴社は、資本配分方針の策定を踏まえ、株式の売却という選択肢を検討することが、**中長期的な企業価値の向上に資すると判断**しました。」

NEUBERGER BERMAN

賛成票を投じる理由

「……貴社は、OLCの所有権をさらに縮小する計画や、その資金を企業価値の向上にどのように使用するかの計画について、**透明性を確保してきませんでした**。そのため、株主の提案への支持は正当なものであり、その実施により、これらの収益が成長機会のための再投資に使用することもできますし、株主に再分配することもできるので、同社の資本管理戦略の透明性が向上し、貴社の**資本効率と持続可能な成長が改善されると確信**しています。」

- 
1. 継続的な忍耐強いエンゲージメント
  2. 恒常的かつ不十分な業績と過小評価
  3. 貧弱なコーポレート・ガバナンスと非効率な取締役会
  4. 利害の不一致と経営陣の固定
  5. 変化を求める支持の高まり
  6. **緊急措置が必要**
  7. 別表：京成の業績指標に関する独立専門家報告書

従業員、株主及びその他のステークホルダーの利益を保護するためパリサーは、小林代表取締役社長と取締役会に対し、3つの早急な対策を講じることで、現在進行中の価値の毀損に歯止めをかけ、より長期的な改善のための条件を整えるよう求める。

## 1 市場をリードするD2プラン

- ✓ 貴社の恒常的かつ不十分な業績と継続的かつ慢性的な過小評価に納得をもって対処するための、信頼に値し、透明性があり、即座に実施可能な一連の措置
- ✓ (i) OLCの持株比率を15%未満に適正化するための道筋を提供する、適切に調整された資本配分の枠組み、(ii)同業他社に準じた配当性向と自社株買いプログラム、(iii)市場に準じた業績連動型の役員報酬、(iv)透明性、情報開示と株主エンゲージメントの向上、及び(v)同業他社に準じた東証の施策を含む。

## 2 同業他社に準じた取締役会の再構成

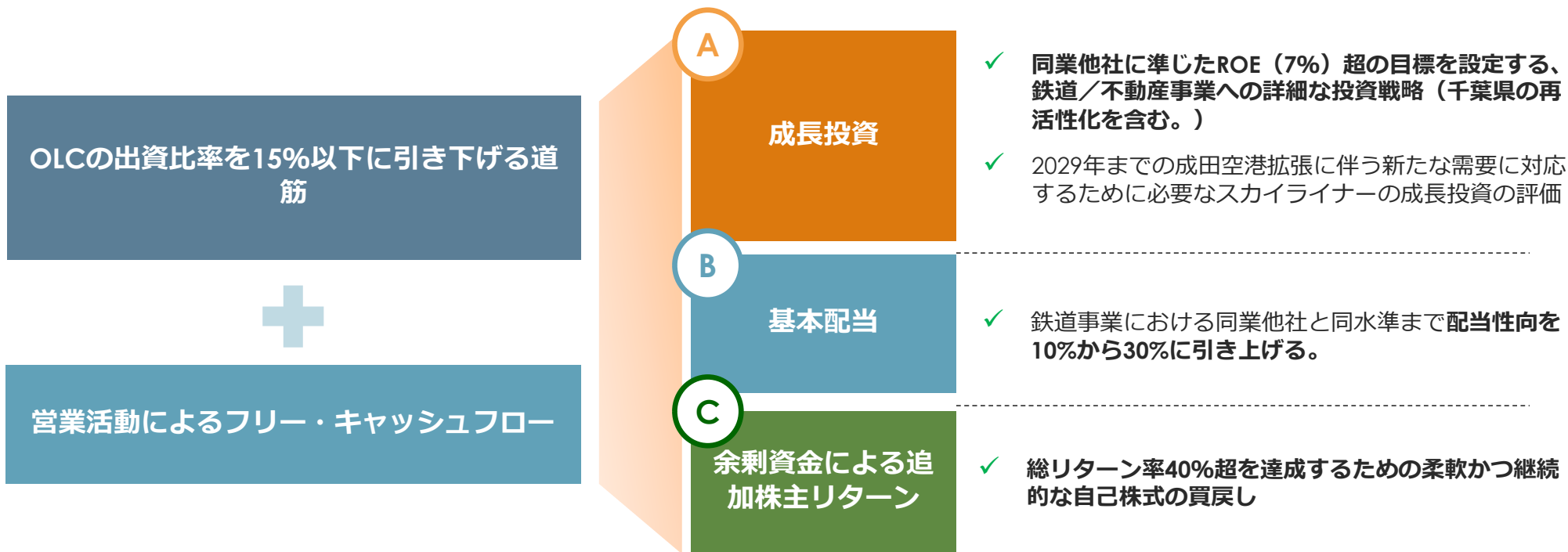
- ✓ 取締役会を、より適切で、活動的、かつ、市場が求める本来の水準に準じた11名に縮小するための具体的な行動計画
- ✓ 効果的な監督と説明責任を果たすための真に独立した社外取締役を6名以上、社内取締役を5名以下とし、スキルと経験の最適なバランスを有する構成とする。

## 3 パリサーが提案する候補者の徹底的かつ透明な評価

- ✓ クラス最高の社外取締役候補の適正かつ公平な評価。京成電鉄におけるガバナンスの見直しを支援する成功実績及びスキルを実証してきた日本のビジネス界の真に独立した重鎮。

# ① 明確、透明かつ適切に調整された資本配分の枠組み…

公正な株主還元方針と組み合わせた資本を最大限に活用し透明性が高く十分に説明された資本配分プロセスにより、説得力のあるD2プランを作成することができる。



東証の方針及び東証の資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応に従い：

- ✓ 自己資本コストに対するROEの基準値／目標の理解を明確にする－投資家に伝達
- ✓ 投資家と協力して、資本の投下や余剰資本の還元の最善の方法について計画を策定
- ✓ すべての調査結果と適切に調整された資本配分の枠組みを投資家に明確に伝える
- ✓ 投資家との継続的なエンゲージメントを維持し、目標やゴールを常に見直し、必要に応じて計画を改善

投資家の開示される明確かつ透明性の高いKPI（ROE、ROIC、営業利益、営業利益率、対EBITDA負債及び／又は株主総利回りなど）に基づく、改善された株式報酬及びインセンティブ・スキームを採用する。

### 京成電鉄の現行の役員報酬体系



### 同業他社に準じた、京成電鉄の改善後の報酬体系の図解



同業他社との整合性を合わせるにあたり、京成電鉄は、業績連動型報酬と株式ベースの報酬の両方を導入し、適切な水準とすることで、経営陣と、より広範なステークホルダーの利害とを一致させる。

同業他社の数値については25ページを参照ください。

### 同業他社平均（京成電鉄を除く。）

支払額合計： 3660万円	固定： 55%	業績連動型： 28%	株式連動型： 17%
------------------	------------	---------------	---------------

### 業績連動報酬に含まれる潜在的指標

	京成電鉄（潜在的）	西武電鉄	東急電鉄	小田急電鉄
業績連動報酬指標	<ul style="list-style-type: none"> <li>ROE</li> <li>ROIC</li> <li>営業利益</li> <li>売上高営業利益率</li> <li>負債／EBITDA倍率</li> <li>株主総利回り</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>EBITDA</li> <li>ROE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ROE</li> <li>ROA</li> <li>EBITDA</li> <li>営業利益</li> <li>親会社に帰属する純利益</li> <li>EPS</li> <li>負債／EBITDA倍率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>営業利益</li> <li>ROE</li> <li>負債／EBITDA倍率</li> <li>持続可能性要因</li> </ul>

- ✕ 過剰な社内取締役数による過剰な人数の取締役会
- ✕ 真の独立性に欠く社外取締役
- ✕ 必要な資本配分の専門知識に欠く社外取締役

- ✓ 同業他社及びTOPIX企業の平均と同等の取締役会の規模及び社内取締役対社外取締役のバランス
- ✓ 社外取締役が完全に独立していること
- ✓ 資本配分の高度な専門知識を有する社外取締役

### 現取締役（社内9名＋社外6名＝計15名）

小林 敏也  
社内取締役

天野 貴夫  
社内取締役

持永 秀毅  
社内取締役

山田 耕司  
社内取締役

岡 匡一  
社内取締役

清水 健司  
社内取締役

延命 誠  
社内取締役

田口 和己  
社内取締役

河合 義一  
社内取締役

中島 明子  
社外取締役

菊池 節  
社外取締役

芦崎 武志  
社外取締役

網谷 多加子  
社外取締役

栃木 庄太郎  
社外取締役

石内 俊行  
社外取締役

### 刷新後の取締役会（社内5名＋社外6名＝計11名）

社内取締役

社内取締役

社内取締役

社内取締役

社内取締役

新しい  
社外取締役

新しい  
社外取締役

新しい社外取締役

新しい  
社外取締役

新しい  
社外取締役

新しい社外取締役

パリサーが提出した最高クラスの独立した候補者—  
次のスライドを参照

透明かつ客観的な指名  
プロセスにより選出



## 候補者のプロフィール

### 候補者

#1

- 戦略立案、事業開発、投資家、投資家エンゲージメント企業再編、ITイノベーションにおいて30年以上の経験を有するビジネス及びシステム開発のエキスパート。
- 既存企業からベンチャー企業まで幅広い経験を持つ。無数の国際的買収及び最終的にはIPOを通じて、金融業界で知名度のある事業を、巨額の収益を上げるグローバル・リーダーへと変貌させた立役者。

### 候補者

#2

- 産業界及び製造業における日本の大手企業において40年にわたりストラテジスト及びIRの専門家として経験を積んだ国内産業界のリーダー。この候補者は、企業再生、資本配分、戦略的企業再編及びM&Aに関する主要な専門知識を有している。
- 世界金融危機後の困難な経営不振からの脱却、事業再建及び過去最高益の達成、アジア及び新製品分野への戦略的拡大の指揮を含む、経営企画及び経営監督を担当。
- また、日本の上場企業の取締役経験も有している。

### 候補者

#3

- シニアレベルのバンカーで、キャピタルマーケット、コーポレートファイナンス及びアドバイザリー分野の様々な日系及び非日系金融機関においてリーダーシップ経験を豊富に有している。ある大手国際金融サービス企業の元COO兼アジア太平洋地域のリーダーとして、候補者は、数億ドルの収益と地域全体の相当数の従業員について責任を担っていた。
- 主な専門分野には、グローバルなビジネス戦略、財務分析及びレポート、M&A、並びにコンプライアンス及びリスク管理がある。
- また、日本の上場企業の取締役経験も有している。

### 候補者

#4

- 日本の大手銀行で35年以上の投資銀行業務経験（ある金融機関において投資銀行及びキャピタルマーケットフランチャイズの再建を主導した経験を含みます。）を持つ、日本人の熟練金融プロフェッショナル。
- この候補者は、日本全国における機関投資家との強固な関係性とキャピタル・マーケット、機関投資家向け銀行業務、デット・ファイナンス、企業監督、戦略的意思決定、部門横断的な連携において比類のない経験を有している。
- また、日本の上場企業の取締役経験も有している。

**すべての候補者は、パリサー、京成電鉄及び関係会社から完全に独立している。任命された場合、グローバル投資家及び議決権行使助言会社が適用する最も厳格な方針によっても、いずれの候補者も過剰なコミットメントとみなされないことが予定されている。**



### 3 ……透明かつ客観的な指名プロセスに従って

市場の信頼を取り戻すための取締役会の再構成には、ガバナンスのベストプラクティスに沿った公正かつ客観的な指名プロセスが求められる適切なプロセスがなければ、いかなる取締役会の変更（又は変化の欠如）も現状維持の結果とみなされてしまう

適切な指名プロセス に対する市場の期待	京成電鉄の公 開プロセス	公正で客観的な指名プロセスの確保
社外取締役主導	×	指名／報酬委員会の委員長は社長が務める。社外取締役の指名に関する事項は、「会社社長が提出する議案」によって開始されることが開示されている。 <u>プロセスは社長が主導するものであってはならない。</u>
目的	×	指名／報酬委員会には2名の社内取締役と3名の社外取締役（うち1名はOLCの社外取締役でもある）が含まれる。 <u>プロセスは、外部からの影響に惑わされてはならない。</u>
実力主義	×	パリサーは、専門家としての実績があり、独立性が高く、京成電鉄の事業ニーズに合ったスキルを有する、クラス最高の日本人の社外取締役候補者のプロフィールを提出した。 <u>プロセスは、取締役会の明確な改善を無視してはならない。</u>
透明性	×	過去の指名プロセス及び一般的な方針に関する京成電鉄の情報開示は不透明である。投資家の信頼を回復するためには、京成電鉄は主要なガバナンス・プロセスについてより透明性を高める必要がある。 <u>結論が出た後、そのプロセスが疑われることがあってはならない。</u>
平等性	?	取締役会は、すべての候補者（内部及び株主提案）を同様に精査しなければならない。 <u>プロセスは、株主選出によって偏見を持たれてはならない。</u>

# 京成電鉄の不作為のサイクルを打ち破り、貴社の本源的価値を解放するためのD2プラン及び取締役会再構成

- ✓ 30億米ドルの本源的価値を解き放つ
- ✓ (i)成田空港拡張のためのスカイライナー、及び(i)千葉の再活性化への成長投資
- ✓ 真のPBR1倍超
- ✓ 真のROE7%超


真のパフォーマンス指標の可視化—説明責任と改善のための行動を確実にする

OLCの出資比率を15%未満まで引き下げ、拘束された資本を解き放つ道筋

強力な独立社外取締役と効率的かつ説明責任を果たす取締役会

クラス最高のコーポレート・ガバナンスを実施するインセンティブを与える

適切に調整された資本配分の枠組み

- 
1. 継続的な忍耐強いエンゲージメント
  2. 恒常的かつ不十分な業績と過小評価
  3. 貧弱なコーポレート・ガバナンスと非効率な取締役会
  4. 利害の不一致と経営陣の固定
  5. 変化を求める支持の高まり
  6. 緊急措置が必要
  7. **別表：京成の業績指標に関する独立専門家報告書**

**別表**  
**京成の業績指標に関する独立専門家報告書**  
**日本の有力会計事務所**

2025 年 4 月 23 日

パリサー・キャピタル・ユークー・リミテッド 御中

### 京成電鉄株式会社の調整後連結財務諸表について

当事務所は、パリサー・キャピタル・ユークー・リミテッド（以下、「貴社」という。）からの依頼に基づき、京成電鉄株式会社（以下、「京成電鉄」という。）の調整後連結財務諸表の作成に関し、貴社と合意した手続き（以下、「本件手続き」という。）を以下の通り実施した。

## 1. 本件手続きの概要

当事務所は、貴社からの依頼に基づき、京成電鉄が株式会社オリエンタルランド（以下、「オリエンタルランド」という。）に対する投資につき、持分法適用ではなくその他有価証券として取り扱った場合の、京成電鉄の調整後連結財務諸表及び主要な財務数値（総資産営業利益率、自己資本当期純利益率、自己資本比率、負債資本比率、1 株当たり簿価純資産、株価純資産倍率）を下記 4 及び 5 に記載の通り算定した。

## 2. 会計処理の概要

### (1) オリエンタルランドへの投資に関する京成電鉄における現状の連結会計処理

京成電鉄はオリエンタルランドをその持分法適用会社として取り扱っており、京成電鉄は、日本における一般に公正妥当な会計基準に基づき、その連結財務諸表上、オリエンタルランドへの投資につき持分法を適用している。持分法において、持分法適用会社に対する投資は、その公正価値により貸借対照表に計上されるのではなく、その当初においては取得原価で計上され、その後、投資対象企業（本件ではオリエンタルランド）の当期純損益、その他包括損益、支払配当等に投資企業（本件では京成電鉄）における持分比率を乗じた額を每期調整することにより算定された額により連結貸借対照表に計上される。また、京成電鉄がオリエンタルランド株式を処分した場合における譲渡損益は、譲渡収入と連結上の売却簿価との差額により算定される。

### (2) 京成電鉄の調整後連結財務諸表を作成するために適用した会計処理

京成電鉄は、上記の通り、オリエンタルランドへの投資につき、その連結財務諸表上、持分法を現在適用しているが、当事務所は、京成電鉄がオリエンタルランドへの投資を持分法投資ではなくその他有価証券として取り扱った場合における京成電鉄の調整後連結財務諸表を作成した。仮にオリエンタルランドへの投資が京成電鉄においてその他有価証券として取り扱われた場合、オリエンタルランドへの投資に係る京成電鉄の連結会計処理は、概ね下記の通り変更となる。

京成電鉄株式会社が株式会社オリエンタルランドに対する投資につき、持分法適用ではなく  
 その他有価証券として取り扱った場合の京成電鉄株式会社の調整後連結財務諸表

- (i) オリエンタルランドへの投資を時価評価する。
- (ii) その他有価証券評価差額金（繰延税金負債控除後）をその他の包括利益として計上する。
- (iii) 連結貸借対照表においてその他有価証券評価差額金に係る繰延税金負債を計上する。
- (iv) オリエンタルランドの当期純損益を京成電鉄の連結損益計算書に計上しない。
- (v) オリエンタルランドから京成電鉄への配当を営業外収益として計上する。

また、京成電鉄がオリエンタルランド株式を処分した場合における譲渡損益は、譲渡収入と取得原価との差額により算定される。

### 3. 現状の京成電鉄の連結財務諸表

京成電鉄の連結財務諸表は以下の通りである。

京成電鉄の連結財務諸表						
(単位:百万円)						
連結貸借対照表	2020年3月期	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2024年12月期
資産（オリエンタルランド株式を除く）	716,519	727,073	729,711	779,932	862,202	876,405
オリエンタルランド株式	189,197	173,625	170,635	185,641	202,000	190,805
資産合計	905,716	900,698	900,346	965,573	1,064,202	1,067,210
負債（有利子）	293,913	327,586	339,647	359,816	364,694	333,454
その他負債	183,139	177,067	172,994	194,811	230,350	210,566
負債合計	477,052	504,653	512,641	554,627	595,044	544,020
純資産（非支配株主持分を除く）	411,030	378,638	369,764	394,912	451,622	507,918
非支配株主持分	17,634	17,406	17,941	16,033	17,535	15,271
純資産合計	428,664	396,044	387,705	410,945	469,157	523,189
発行済株式数（自己株式を除く）（千株）	168,707	168,534	168,534	167,483	162,540	488,929
連結損益計算書	2020年3月期	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2024年12月期
営業収益	274,796	207,761	214,157	252,338	296,509	238,187
営業費用	246,476	225,818	219,358	242,109	271,268	205,304
営業利益又は営業損失（-）	28,320	-18,056	-5,201	10,228	25,241	32,882
経常利益又は経常損失（-）	41,705	-32,165	-3,191	26,764	51,591	52,704
税金等調整前当期純利益又は税金等調整前当期純損失（-）	40,958	-32,335	-2,890	32,858	121,940	91,515
法人税、住民税及び事業税	9,250	-2,034	773	4,892	32,653	29,255
非支配株主に帰属する当期純利益又は非支配株主に帰属する当期純損失（-）	1,596	-10	773	1,036	1,629	1,579
親会社株主に帰属する当期純利益又は親会社株主に帰属する当期純損失（-）	30,110	-30,289	-4,438	26,929	87,657	60,680
連結包括利益計算書	2020年3月期	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2024年12月期
当期純利益又は当期純損失	31,707	-30,300	-3,664	27,966	89,286	62,260
その他の包括利益	-2,430	896	-851	722	4,714	-925
その他有価証券評価差額金	-983	519	-731	465	3,412	-845
退職給付に係る調整額	-10	-253	67	632	121	484
持分法適用会社に対する持分相当額	-1,435	631	-187	-375	1,179	-563
包括利益	29,276	-29,403	-4,515	28,688	94,000	61,334
親会社株主に係る包括利益	27,693	-29,418	-5,256	27,601	92,371	59,753
非支配株主に係る包括利益	1,583	14	740	1,086	1,629	1,581
連結キャッシュフロー計算書	2020年3月期	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2024年12月期
営業活動によるキャッシュ・フロー	51,487	9,282	28,831	47,238	60,045	
投資活動によるキャッシュ・フロー	-48,076	-28,678	-33,764	-29,505	28,137	
財務活動によるキャッシュ・フロー	-4,411	21,498	1,236	-20,916	-40,264	
現金及び現金同等物の増加額（減少額）	-1,000	2,103	-3,697	-3,182	47,918	
現金及び現金同等物の期首残高	25,018	26,675	28,900	25,277	34,410	
株式交換に伴う現金及び現金同等物の増加額	0	0	0	11,623	0	
新規連結に伴う現金及び現金同等物の増加額	2,107	94	0	585	0	
非連結子会社との合併に伴う現金及び現金同等物の増加額	549	27	74	106	0	
現金及び現金同等物の期末残高	26,675	28,900	25,277	34,410	82,328	

#### 4. 京成電鉄の調整後連結財務諸表

上記 2.(2)に記載した会計処理に基づき作成された調整後連結財務諸表は以下の通りである。

(単位:百万円)

京成電鉄の調整後連結財務諸表

連結貸借対照表	2020年3月期	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2024年12月期
資産（オリエンタルランド株式を除く）	716,519	727,073	729,711	779,932	862,202	876,405
オリエンタルランド株式	1,003,719	1,207,441	1,707,484	1,644,298	1,681,376	1,124,972 (*1), (*2)
資産合計	1,720,238	1,934,514	2,437,196	2,424,230	2,543,579	2,001,378
負債（有利子）	293,913	327,586	339,647	359,816	364,694	333,454
その他負債	480,155	536,218	684,659	687,204	734,463	545,428 (*3)
負債合計	774,068	863,804	1,024,306	1,047,020	1,099,157	878,882
純資産（非支配株主持分を除く）	928,535	1,053,302	1,394,949	1,361,176	1,426,885	1,107,223
非支配株主持分	17,634	17,406	17,941	16,033	17,535	15,271
純資産合計	946,169	1,070,708	1,412,890	1,377,209	1,444,420	1,122,494
発行済株式数（自己株式を除く）（千株）	168,707	168,534	168,534	167,483	162,540	488,929

連結損益計算書	2020年3月期	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2024年12月期
営業収益	274,796	207,761	214,157	252,338	296,509	238,187
営業費用	246,476	225,818	219,358	242,109	271,268	205,304
営業利益又は営業損失（-）	28,320	-18,056	-5,201	10,228	25,241	32,882
経常利益又は経常損失（-）	32,604	-15,534	-628	12,171	29,151	38,473 (*4)
税金等調整前当期純利益又は税金等調整前当期純損失（-）	31,857	-15,704	-327	18,265	107,270	99,096 (*5)
法人税、住民税及び事業税	9,250	-2,034	773	4,892	32,653	29,255
非支配株主に帰属する当期純利益又は非支配株主に帰属する当期純損失（-）	1,596	-10	773	1,036	1,629	1,579
親会社株主に帰属する当期純利益又は親会社株主に帰属する当期純損失（-）	21,009	-13,658	-1,875	12,336	72,987	68,261

連結包括利益計算書	2020年3月期	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2024年12月期
当期純利益又は当期純損失	22,606	-13,669	-1,101	13,373	74,616	69,841
その他の包括利益	63,012	141,424	347,106	-43,605	28,383	-384,464
その他有価証券評価差額金	62,113	142,105	346,799	-43,450	30,119	-386,516 (*2)
退職給付に係る調整額	-10	-253	67	632	121	484
持分法適用会社に対する持分相当額	911	-427	240	-788	-1,859	1,569 (*4)
包括利益	85,617	127,756	346,005	-30,232	102,999	-314,624
親会社株主に係る包括利益	84,034	127,741	345,264	-31,319	101,370	-316,205
非支配株主に係る包括利益	1,583	14	740	1,086	1,629	1,581

連結キャッシュフロー計算書	2020年3月期	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2024年12月期
営業活動によるキャッシュ・フロー	51,487	9,282	28,831	47,238	60,045	
投資活動によるキャッシュ・フロー	-48,076	-28,678	-33,764	-29,505	28,137	
財務活動によるキャッシュ・フロー	-4,411	21,498	1,236	-20,916	-40,264	
現金及び現金同等物の増加額（減少額）	-1,000	2,103	-3,697	-3,182	47,918	
現金及び現金同等物の期首残高	25,018	26,675	28,900	25,277	34,410	
株式交換に伴う現金及び現金同等物の増加額	0	0	0	11,623	0	
新規連結に伴う現金及び現金同等物の増加額	2,107	94	0	585	0	
非連結子会社との合併に伴う現金及び現金同等物の増加額	549	27	74	106	0	
現金及び現金同等物の期末残高	26,675	28,900	25,277	34,410	82,328	

注：

- (\*1) 京成電鉄の連結財務諸表上のオリエンタルランド投資簿価は、京成電鉄のオリエンタルランドに対する持分比率及びオリエンタルランドの連結純資産に基づき算定したうえで、のれんに係る所要の調整を行っている。
- (\*2) オリエンタルランドへの投資については、調整後連結貸借対照表において時価評価を行い、その他有価証券評価差額金（繰延税金負債控除後）をその他の包括利益として計上している。
- (\*3) その他有価証券評価差額金に係る繰延税金負債は京成電鉄の法定実効税率により算定している。
- (\*4) 調整後連結損益計算書及びその他の包括利益計算書の作成においては、オリエンタルランドに係る持分法投資損益を除外し、オリエンタルランドからの配当を営業外収益に計上している。
- (\*5) 関連会社株式の譲渡益は連結上の簿価に基づき算定される一方で、その他有価証券の譲渡益は取得原価に基づき算定されるため、2024年3月期及び2024年12月期に計上された株式譲渡損益については所要の調整を行っている。



## 5. 調整前及び調整後の京成電鉄に係る主要財務数値

京成電鉄の開示情報に基づく財務数値（調整前）

主要財務数値	2020年3月期	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2024年12月期	2025年4月 18日時点
総資産営業利益率	2.2%	-1.4%	-0.4%	0.8%	1.7%	2.1%	(*)6
自己資本当期純利益率	7.5%	-7.7%	-1.2%	7.0%	9.6%	8.5%	(*)7
自己資本比率	45.4%	42.0%	41.1%	40.9%	42.4%	47.6%	(*)8
負債資本比率	71.5%	86.5%	91.9%	91.1%	80.8%	65.7%	(*)9
1株当たり簿価純資産	2,436	2,247	2,194	2,358	2,779	1,039	(*)10
市場株価	3,120	3,620	3,415	4,075	6,159	1,419	1,418
株価純資産倍率	1.3 x	1.6 x	1.6 x	1.7 x	2.2 x	1.4 x	1.4 x (*)11), (*)12)

調整後財務数値（調整後修正値）

主要財務数値	2020年3月期	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2024年12月期	2025年4月 18日時点
総資産営業利益率	1.2%	-0.7%	-0.2%	0.3%	0.7%	1.0%	(*)6
自己資本当期純利益率	2.4%	-1.4%	-0.2%	0.9%	1.3%	2.1%	(*)7
自己資本比率	54.0%	54.4%	57.2%	56.1%	56.1%	55.3%	(*)8
負債資本比率	31.7%	31.1%	24.3%	26.4%	25.6%	30.1%	(*)9
1株当たり簿価純資産	5,504	6,250	8,277	8,127	8,779	2,265	(*)10
市場株価	3,120	3,620	3,415	4,075	6,159	1,419	1,418
株価純資産倍率	0.6 x	0.6 x	0.4 x	0.5 x	0.7 x	0.6 x	0.6 x (*)11), (*)12)

注：

- (\*)6 総資産営業利益率は、税引後営業損益及び総資産に基づき算定している。なお2024年12月期における総資産営業利益率は、9か月間の税引後営業損益に基づき算定している。
- (\*)7 自己資本当期純利益率は、当期純損益（但し、2024年3月期及び2024年12月期におけるオリエンタルランド株式の売却損益を除く。）及び純資産（但し、非支配株主持分を除く。）に基づき算定している。なお2024年12月期における自己資本当期純利益率は、9か月間の当期純損益（但し、オリエンタルランド株式の売却損益を除く。）に基づき算定している。
- (\*)8 自己資本比率は、純資産（但し、非支配株主持分を除く。）及び総資産に基づき算定している。
- (\*)9 負債資本比率は、有利子負債（リース負債を含む。）及び純資産（但し、非支配株主持分を除く。）に基づき算定している。
- (\*)10 1株当たり簿価純資産は、純資産（但し、非支配株主持分を除く。）及び各年度末の発行済み株式総数（但し自己株式を除く。）に基づき算定している。
- (\*)11 株価純資産倍率は、1株当たり簿価純資産及び市場株価に基づき算定している。
- (\*)12 2025年4月18日時点の株価純資産倍率は、2024年12月31日時点の1株当たり簿価純資産及び2025年4月18日時点の市場株価に基づき算定している。



## 6. 独立性

当事務所は、貴社からの依頼に基づき、京成電鉄の調整後連結財務諸表を作成するための日本の会計上の取扱いに関して、十分な知識、能力、経験等を有する独立の会計事務所である。当事務所と、京成電鉄、オリエンタルランド及び貴社との間には、公認会計士法の規定に準じて記載すべき利害関係はない。

## 7. 留意事項

本件手続きは、公開情報及び本報告書記載の一定の仮定に基づき行われている。本件手続きは、財務諸表に対する監査意見又はレビューの結論の報告を目的とした一般に公正妥当と認められる監査の基準又はレビューの基準に準拠するものではない。また、本件手続きは、日本における公正妥当な会計基準に基づき京成電鉄の財務諸表を作成するものではなく、京成電鉄の調整後財務諸表を作成するために実施されたものである。従って、当事務所は、京成電鉄の財務諸表について、日本における一般に公正妥当と認められる会計基準に基づきいかなる結論の報告も、また保証も提供することはできない。更には、当事務所は、本件手続きを誠実にやっているが、計算の一部については公開情報からは確認ができない見積もりや仮定に基づきなされており、調整後連結財務諸表の算定結果が、京成電鉄においてオリエンタルランドへの投資をその他有価証券として取り扱った場合に本来あるべき算定結果と異なる可能性がある。仮に当事務所が、京成電鉄の財務諸表につき、一般に公正妥当と認められる監査の基準若しくはレビューの基準に準拠して監査手続若しくはレビュー手続を行った場合、追加的に報告すべき事項が発見される可能性がある。本件手続きは、貴社からの依頼及び指示のもとに実施されており、当事務所はいかなる者からのいかなる行為に対しても責任を負わない。また、当事務所は、本報告書の提出日以降に発生する日本の一般に公正妥当と認められる会計基準に関連する変更等に関連して通知等を行う義務を有さない。

以上



## **Palliser Capital (UK) Ltd**

Palliser House  
Palliser Road  
London W14 9EQ

