



京成電鉄

(証券コード：9009)

2025年定時株主総会で不作為という価値毀損のサイクルを打ち破る

免責事項

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。

本書は、京成電鉄株式会社（以下「対象会社」といいます。）の第182回定時株主総会（以下「定時株主総会」といいます。）に言及しています。本書に記載の内容は、定時株主総会における議決権行使や株主の権利行使に関して、本書の受領者にいかなる形の合意や理解も求めるものではありません。貴殿は、貴殿の単独の裁量により決定された方法で議決権を行使し、または行使しない裁量権を保持し、行使するものとします。本書は、定時株主総会におけるいかなる事項に関しても、当社が貴殿の委任状を勧誘するためのものではありません。

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、更新もしくは修正し、また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（その後の改正を含みます。）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む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、対象会社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5月28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。



貧弱なガバナンスと慢性的かつ不十分な業績- 小林氏のリーダーシップの象徴

小林代表取締役社長の任期中、企業統治の組織的不備と東証ガイドラインの独断的な軽視が続いてきた。



経営陣の説明責任の欠如 - 固定化と無反応を引き起こしている

取締役会の十分な独立性の欠如、スキル不足、及び社内取締役の100%固定報酬により、株主の懸念に対する否定的アプローチが助長されている。



明らかな改革の必要性にもかかわらず続いている変化への抵抗

イオンとの新たな目に余る株式持ち合いの実施がよい例であり、過大なOLC株式の保有を支える資本配分に対する同じ誤ったアプローチを強化している。

極めて重要なチャンスとしてのD2プランをめぐる市場の期待を打ち砕き、京成電鉄は最近以下の発表を行った...



株主軽視を示す擁護できないほどがっかりなD2プラン

新しい中期経営計画は、根本的な資本配分その他の欠点に対処しておらず、市場の期待や東証ガイドラインに遠く及ばないものである。



小林氏が選んだ後継社長

小林氏が会長職へと移行し、説明責任を逃れつつ京成電鉄のガバナンス及び後継社長に対する多大な影響力を維持することで、同じ問題が繰り返されることとなる。



組織的なガバナンスの問題に対処しておらず実効性のない取締役会の変更

パリサーによるクラス最高の独立候補者を表面的な評価の末却下し、京成電鉄は、全面的な改革が必要な肥大化した取締役会を固定化しようとしている。

こうした不適切な措置は株主の懸念に対する拒否を意味し、取締役会を始めとする京成電鉄のガバナンスの意義ある見直しの必要性を示している...



京成電鉄の長期にわたる慢性的かつ不十分な業績や組織的な企業統治の問題に関する詳細は、当社の2025年4月のプレゼンテーション及び取締役会への書簡をご覧ください。



京成電鉄に関するパリサーの他の公表資料と共に、以下の当社の専用ウェブサイトでご覧いただけます。

[KEISEI100.COM](https://www.keisei100.com)





取締役会全体に過失がある一方、主たる責任は小林社長とN&C委員会にあり、第一義的に説明責任を負わなければならない
 社長兼N&C委員会⁽¹⁾委員長である小林氏、及び、N&C委員会の他の委員による職務怠慢を示す惨憺たるスコアカードは、彼らを取締役会から切り離すことの正当な理由となる。

		小林社長		委員長 ⁽²⁾
		CEO	取締役会長	N&C委員会
戦略 & 業績	30億米ドルの価値格差の持続	×	×	
	過大なOLC株式の保有	×	×	
	業務指標の遅れ	×	×	
	長年にわたり <u>5%</u> を大幅に下回る真のROE	×	×	
	長年にわたり <u>1倍</u> を大幅に下回る真のPBR	×	×	
	批判されたD2戦略の発表	×	×	
	イオンとの新たな目に余る株式持ち合い	×	×	
	低い株主還元	×	×	
ガバナンス & 説明責任	低い取締役会の独立性及びスキルの網羅性		×	×
	資本配分に関する2024年定時株主総会提案への支持の軽視	×	×	×
	不適切な取締役指名プロセス		×	×
	不適切な社長承継プロセス		×	×
	影響力のある取締役会長職の社長による保持		×	×
	100%固定報酬の取締役報酬		×	×
	筆頭株主の1社とのエンゲージメントの拒否	×	×	×
	資本配分の枠組みに関する透明性の欠如	×	×	×

(1) 指名・報酬委員会

(2) 2025年4月まで委員長で、その後は委員



したがって、パリサーは、今度の定時株主総会において、変革に必要な条件を解き放つために、目に余るガバナンス・プラクティスに最も関連のある6人の取締役に対し反対票を投じる

2025年定時株主総会の議題（取締役選任）		N&C	新任	パリサーの賛否
2.1	小林 敏也 氏 [社長] ⑩の再任	C ⁽¹⁾		反対
2.2	天野 貴夫 氏 [次期社長] ⑩の再任	●		
2.3	持永 秀毅 氏の再任			
2.4	岡 匡一 氏の再任			
2.5	清水 健司 氏の再任			
2.6	延命 誠 氏の再任			
2.7	栃木 庄太郎 氏の再任	●		反対
2.8	菊池 節 氏の再任	●		
2.9	芦崎 武志 氏の再任			反対
2.10	網谷 多加子 氏の再任	●		
2.11	中島 明子 氏の再任			
2.12	石内 俊行 氏の再任			反対
2.13	吉川 邦彦 氏の選任		●	
2.14	橋本 武 氏の選任		●	
2.15	富塚 昌子 氏の選任		●	

社内取締役

社外取締役

小林社長再任に反対する理由

京成電鉄の慢性的かつ不十分な業績とガバナンス不全に対する最終的な責任のため。
小林氏の指揮下にある取締役会は、不作為と固定化という価値毀損のサイクルへの対処に失敗し続けてきた。

N&C委員会に反対する理由

経営陣の100%固定報酬を含む目に余るガバナンス方針の実施に関する責任の完全放棄、幹部や取締役の指名プロセスの根本的欠陥、及び建設的なエンゲージメントの拒否。

社内取締役新任に反対する理由

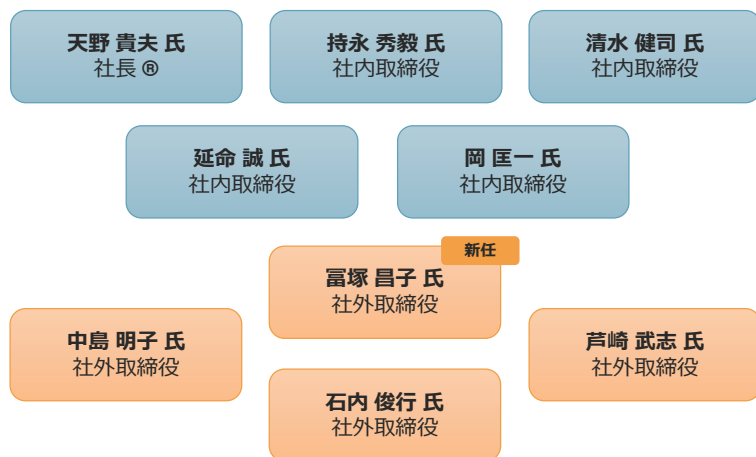
追加の社内取締役2名を不必要に選任することは、適切な経験を有する真に独立した社外取締役が少なすぎるにもかかわらず、肥大化した取締役の問題を悪化させる。

天野 貴夫 氏について

経営陣及びN&C委員会における天野貴夫氏の役割は、京成電鉄の失敗と深く関連する。

(1) 2025年4月まで委員長で、その後は委員

定時株主総会后、即時に9人の取締役によって構成される取締役会は、ガバナンス改革への障害を取り除き、京成電鉄が不作為と経営陣の固定化という価値毀損のサイクルを打ち破るための基礎を築き…



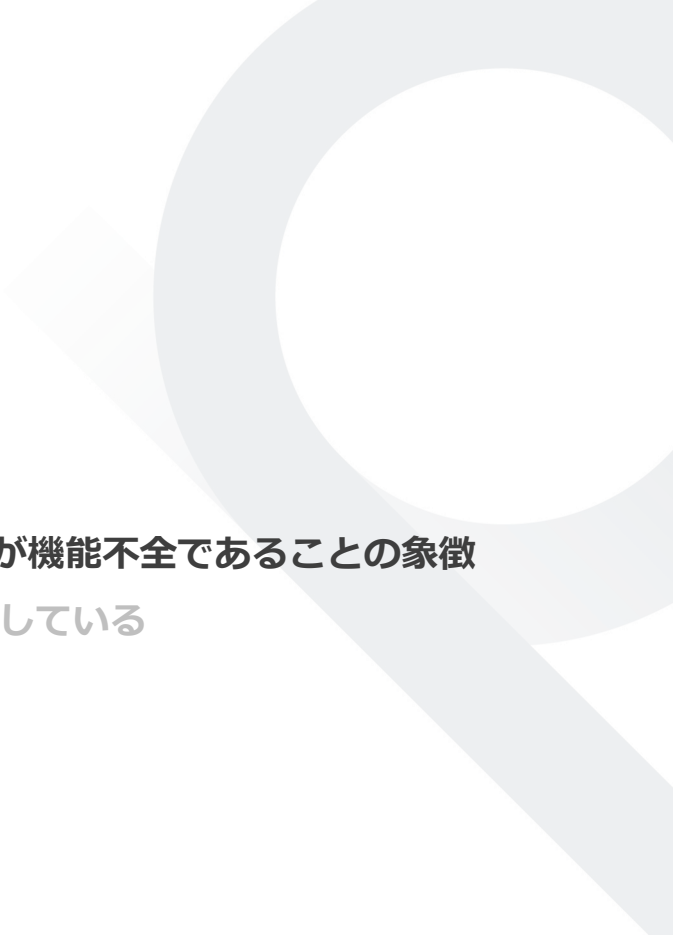
取締役会規模	社内：社外	独立性	ジェンダー多様性
9	5：4	44%	11%

定時株主総会后	
ガバナンスの継続性	✓
経営の継続性	✓
適切な取締役会の規模	✓
コードに準じた取締役会の独立性（京成電鉄による）	✓
取締役会の十分な多様性	✓
取締役会の明確なリーダーシップ	✓

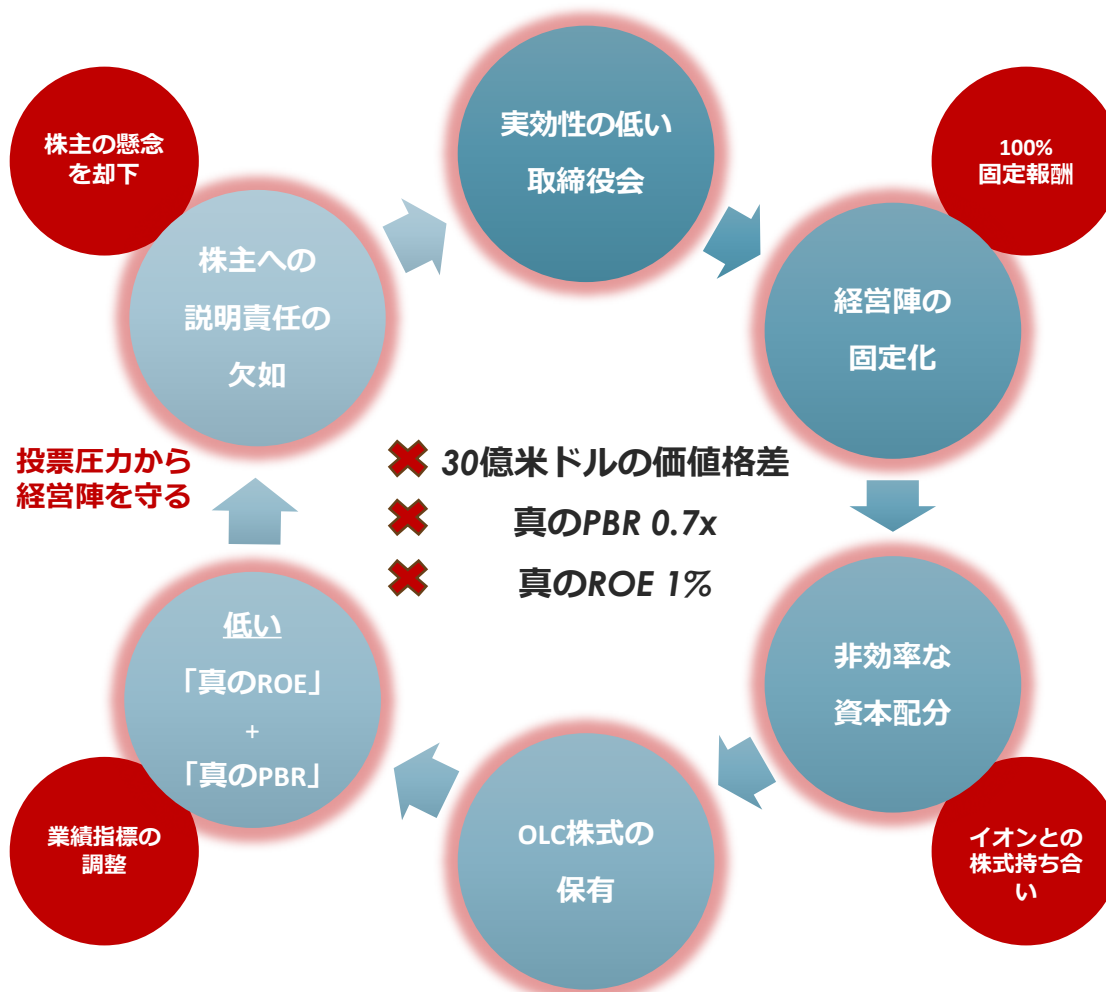
…京成電鉄を再生させるために必要な専門知識と真の独立性を備えたクラス最高の日本人社外取締役の追加選任を可能にし、過去の意思決定者らの失敗を経て説明責任を浸透させることになる



さらなる取締役会改革	
取締役のスキルカバレッジの向上	✓
市場の標準に合致した取締役会の規模	✓
過半数の取締役の独立性	✓
指導的役割の透明性	✓
実効性のあるN&C委員会	✓

- 
1. 貧弱なガバナンスと慢性的かつ不十分な業績 – リーダーシップが機能不全であることの象徴
 2. 擁護し難いD2プランは東証のガイドラインと株主の懸念を軽視している
 3. 実効性のない取締役会の変更が経営陣の固定化を深めている
 4. 不作為という価値毀損のサイクルを打ち破る
 5. 別紙：京成電鉄の業績指標に関する改訂版独立専門家報告書

不作為という継続的な価値毀損のサイクルが、京成電鉄の慢性的かつ不十分な業績とガバナンス不全を支えており…



- 小林社長の指揮下において、取締役会は京成電鉄の慢性的かつ不十分な業績とガバナンス不全を恒久化させた。
- 不作為と固定化という価値毀損のサイクルを打ち破ることへの一貫した拒否。
- 以下を拒んでいる:
 - (1) 基本的な資本配分措置 – OLC株式の規模の適正化等
 - (2) 同業他社に準じた取締役会の再構成 – 規模の適正化、及び、実効性のある経営陣の監督のための真に独立した社外取締役の指名等
 - (3) 東証が要求している基本的なガバナンス措置 – 経営陣のインセンティブと株主の利益との一致等

…株主の懸念の軽視と経営陣の固定化は悪化するばかりで…

株主の懸念 を却下

パリサーの2024年定時株主総会提案への支持の高まりにもかかわらず、

- × 京成電鉄は、**過大なOLC株式を含む資本配分に関する株主の懸念への対処に全く関心を示さなかった。**
- × その後のパリサーによる面談要請は、[パリサーは] **株主提案の提出後はエンゲージする権利を「再び得る」必要があるとして、京成電鉄によって拒否された。**



イオンとの 株式持ち合 い

2024年10月、京成電鉄は、イオンとの以下のような不可解な株式持ち合いを実施して市場を驚かせた。

- × 京成電鉄にとって**明らかな商業的利益のない全く不利な条件**
- × **東証のガイドラインを完全に無視し、株式持ち合いを正当化するための詳細な情報を開示しない**
- × **株主の票を固めることによって小林社長と京成電鉄経営陣をさらに固定化する**



100% 固定報酬

経営幹部に対し会社の業績にかかわらず**100%固定報酬での報酬を支払う**という東証のアウトライアー（外れ値）

- × 小林社長が率いるN&C委員会は、**株主及び広範なステークホルダーの利害関係と完全に分断されている擁護し**難い経営陣の報酬構造を推進してきた。
- × **小林社長が決定する全取締役の個人別報酬には、明白な業績指標がない。**



業績指標の 調整

財務指標は引き続きOLC株式によって調整されており、**真のROE及び真のPBR（過去6年間にわたりそれぞれ5%及び1倍を大幅に下回っている）を覆い隠し、株主による投票圧力から保護することで経営陣を説明責任から守っている。**



…そして同業他社及び東証に準じた変革を求める声は全て完全に却下されている



2025年4月23日、パリサーは、D2プランの公表及び2025年定時株主総会に先立ち、京成電鉄に対し市場の期待を提示した。

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、情報開示及び株主エンゲージメントの向上、並びに(v)同業他社に準じた東証が求める施策を含む。

1
擁護し難い
D2プラン

スライド 12 - 20

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
- ✓ 実効性のある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、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。

2
実効性のない
取締役会の変更

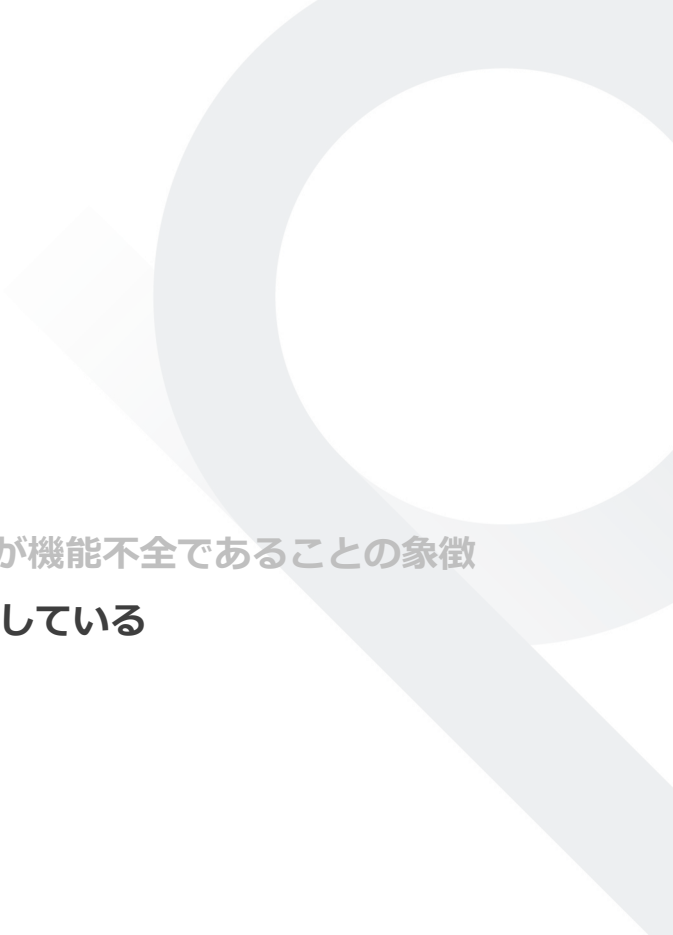
スライド 22 - 23

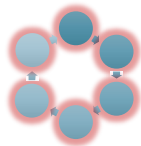
3 パリサーが提案する候補者の徹底的かつ透明な評価

- ✓ 4名のクラス最高の社外取締役候補者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。

3
表面的な
「面談」プロセス

スライド 24

- 
1. 貧弱なガバナンスと慢性的かつ不十分な業績 – リーダーシップが機能不全であることの象徴
 2. 擁護し難いD2プランは東証のガイドラインと株主の懸念を軽視している
 3. 実効性のない取締役会の変更が経営陣の固定化を深めている
 4. 不作為という価値毀損のサイクルを打ち破る
 5. 別紙：京成電鉄の業績指標に関する改訂版独立専門家報告書

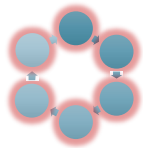


京成電鉄のD2プランは、基本的な東証のガイドラインや市場の期待を大幅に下回り…

Palliser

D2プランは、株主の懸念の軽視や、基本的な東証の方針及びガイドラインの無視の証である

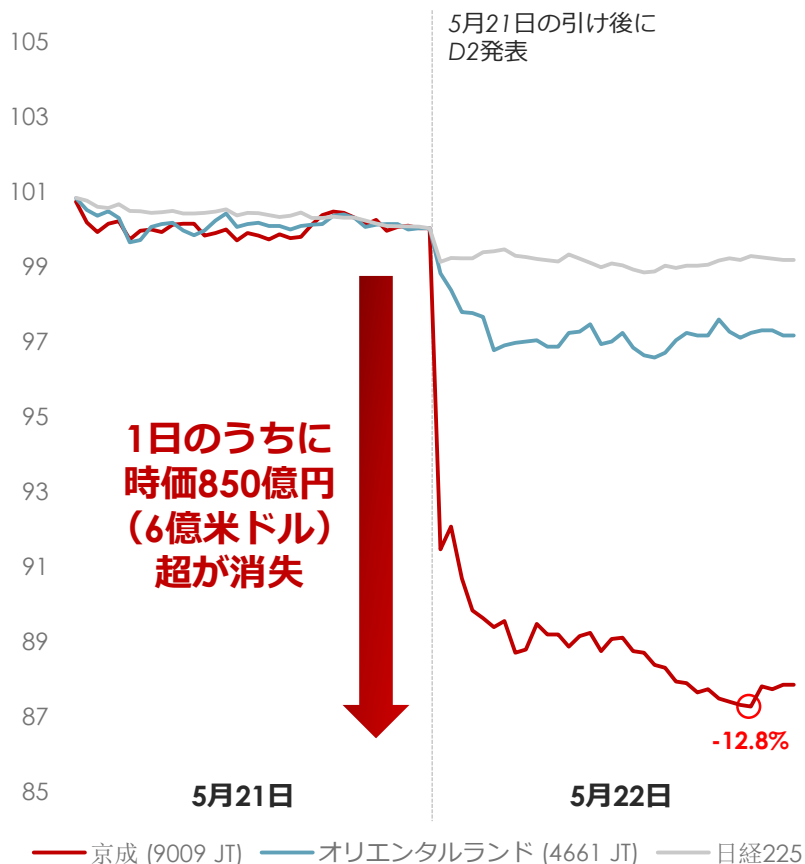
最低限の期待	京成電鉄の対応	
健全な資本配分の枠組み	×	曖昧な「 <u>資金配分の枠組み</u> 」のみ。 <u>京成電鉄の資本の50億米ドル（約80%）</u> を構成するにもかかわらず、株式会社オリエンタルランド（以下「OLC」という。）株式への言及は全くなく、資金源や資本投資収益率の開示もない。
OLC株式の規模の適正化への道筋	×	動きの乏しい資本を解き放つことに対する <u>株主の支持の高まりにもかかわらず、OLCへの言及は全くない</u> 。京成電鉄の財務指標が引き続きOLC株式によって調整され、 <u>真のROE及び真のPBRが覆い隠される</u> ことが確実である。
同業他社に準じた株主還元	×	配当性向を機関投資家が受容可能な最低水準に引き上げたが、2026年度について <u>配当の減少予測を発表した</u> 。
	×	自社株買いなし。
透明性の向上	×	透明性なし。大幅な戦略ギャップ、及び、京成電鉄の資本構成の大部分についての開示を除外した「資金配分の枠組み」
各措置の東証のガイダンスとの整合性	×	東証のガイダンスを無視。 <u>真のROE目標を1%未満に設定</u> 。現在のROEを下回る。
業績連動型報酬	×	<u>経営陣の100%固定報酬による報酬を維持</u> – これは全ての同業他社に反し、京成電鉄は他と異なる東証のアウトライアー（外れ値）となっている。



…株価の急落及び市場アナリストからの幅広い批判を引き起こした

京成電鉄のD2プランに対する市場の反応は当然のことながら否定的で、
経営陣は1日のうちに京成電鉄の時価を**850億円（6億米ドル）**超吹き飛ばす結果となった。

D2プランに対する市場の反応



D2プランに対するブローカーのコメント（いずれも5月22日に公表）

J.P.Morgan

2025年度の利益見通しの低さや、一部で期待された
OLC株式の売却及び自社株買いがなかったことが否定的
にとらえられる可能性がある。

日経の記事より ([LINK](#)):

「ROE8%はそれほど高い水準ではない。資本効率改善
の**大きなファクターがOLC株**だが、その説明がないのは
（計画として）不十分だ。」

MUFG

資金調達の具体的手順や最適な資本構成に関する**明確性**
に欠けるため**印象がよくない**。

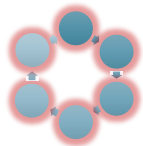
他にも減益見通しを示す鉄道会社があったため、市場は
このリスクを認識していた可能性があるが、予想される
下落の規模が**想定より大きい**ようだ。

株主還元ポリシーの強化は前向きだが、我々にとっては
説得力に欠ける。

MIZUHO

我々の**最初の印象は否定的だ**。

2028年3月期の営業利益目標の380億円も**市場の期待を**
とりわけ下回ると思われる。



D2プランが提示する資本配分方針は中身がなく、実際には、不十分な「資金配分計画」以上のものではなく…

重要な部分について明確さを欠いていると広く批判されており、また、京成電鉄は、「資金配分計画」の中で、**利用可能な資本の約80%の資金源であるOLCに全く言及していない。**

2025-2027年度の京成電鉄の利用可能資本

京成電鉄の「資金配分計画」

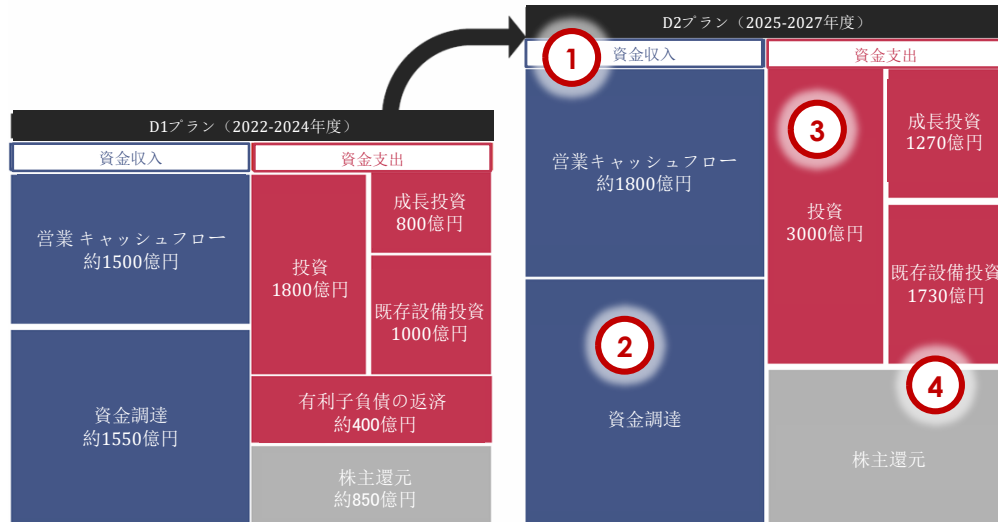
主力事業の
営業キャッ
シュフロー
1800億円
13億米ドル

OLC株式の
価値
7200億円
50億米ドル

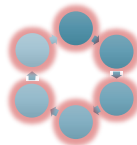


D2プランは、OLC株式として保有する巨額の資本の管理に関する見通しを全く示していない。

それどころか「オリエンタルランド」や「OLC」は、D2プランのどこにも言及されていない。



- ① これは実効性がなく、不適切に詳細さが欠けた「資金」配分計画であり、「資本」配分方針では決していない。
- ② (a) 目標額や詳細な資金調達計画がない。
(b) 株式持ち合いの解消、特に京成電鉄最大の資本源であるOLC株式を含む株式持ち合い解消への計画が全くない。
(c) OLC株式の規模適正化のための資本構造目標がない。
- ③ 目標投資収益率計画がない。
- ④ 株主還元について、目標額や詳細な株主総利回り方針がない。



…イオンとの不可解な株式持ち合いに関する株主の基本的な懸念を完全に無視しており…

Palliser

この新たな株式持ち合いは、京成電鉄に都合のよい経営陣固定化サイクルを補強するために京成電鉄の株式をさらに持ち合い株主に持たせる取決めという特徴を持つものである。

財務上不合理な新規株式持ち合い



京成電鉄はイオンの自己株式を1株当たり3,793円の150億円で取得する。

イオンの株式は過去5年間の最高値で取り引きされており、これは約6.8%⁽¹⁾のプレミアム、予想PERは約63倍である。



イオンはこの150億円を使って京成電鉄の株式を市場で獲得する。

京成電鉄の株式は過去5年間の最安値（本源的価値から～38%の割安）で取引されており、予想PERは～14倍に過ぎない。

- ✕ 京成電鉄は、割高な新規発行株式を取得してイオンの持株比率を0.46%とする一方、イオンは、京成電鉄の株式を市場で購入し、持株比率2.33%を割安に取得する。
- ✕ 京成電鉄の経営陣からは、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ことを取締役会に求める東証コーポレートガバナンス・コードの要件に完全に反している。

正当な根拠のない新たな株式持ち合い

京成電鉄は再三にわたり、イオンとの株式持ち合いに関する懸念についてのパリサーのエンゲージメントの要請を拒否し、**全ての質問を無視した**。

D2戦略においても、正当な根拠は示されず、**最低限の定性的情報**があるに過ぎない。

株主にとっては、業務提携のみの場合と比べて、**ガバナンスを損なう株式持ち合いで何が達成されるのか**等の重要な疑問が残されている。

京成電鉄の株主らとの広範に及ぶ話し合いの結果、**否定的な懸念が広く持たれている**ことが明らかとなっている。

外部環境変化への耐性強化

- イオン（株）との連携を通じたより住みやすい快適な生活圏の創造
 - 不動産事業の強化
 - 物産の振興、都市開発を京成電鉄が担い、イオンは店舗開発と店舗運営を担う取り組みにするため、イオングループの各事業会社と物件開発に係る個別株主案件にて
 - 双方保有する不動産物件を共同し、イオングループ各事業にて
 - 共同開発・運営、京成電鉄保有物件及びイオンが
 - 交換を渡し、京成電鉄の不動産事業が
 - 京成電鉄と協賛の物件を中
 - 「施設」
 - 開発
 - 生活
 - 流通業の
 - 形成
 - 商社のアセット・関係を活用したプロ
 - 京成電鉄とイオンがイオン

… **しかしなぜ株式持ち合いが必要だったのか？**

nikko am

議決権行使方針

経営に重大な責めがある場合、関与が認められる現取締役の再任議案には反対する。特に下記に関しては注視する。
重要な事項が株主の意思確認なしに決定・導入された場合
経営資源が効率的に運用されていないと考える場合



京成電鉄の「資金配分方針」には株式持ち合いの管理は含まれず、東証が発行した、資本コストを意識した経営のための優れた取組み（グッドプラクティス）に関するガイダンスを無視している。

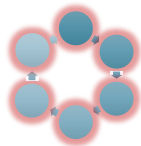
優れた取組みについて解説する日本取引所グループのプライム市場事例研究

[illegible]

投資者の評価ポイント

株式の持ち合い解消に積極的に取り組み、経営の緊張感を企業価値向上に繋げるという経営の強い意志が感じられる。同社のようにグローバル投資家を積極的に取り込んでいこうという動きは、先進的かつ好印象で、他の企業にも広まっていくことを期待。

- 資本効率向上に向けて、政策保有株式の全売却に取り組むとともに、得られたキャッシュを成長投資や株主還元に充当する方針を開示。併せて、中長期目線の機関投資家や個人株主の取込みや、それによる資本コスト低減を目的として、自社株式を政策保有する株主に対して売却を働きかけ、自社株式の売出しを実施（→ポイントⅠ、③ & ポイントⅡ、③）



…日本のコーポレートガバナンス・コードの要件を無視している

イオンとの目に余る株式持ち合いに関する京成電鉄の開示は、日本のコーポレートガバナンス・コードによる要求に達していない。
透明性を求める基本的な要求も無視され続けている。

日本のコーポレートガバナンス・コード

1-4 – 上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。

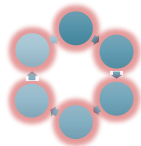
1-4② – 上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない。

パリサーは、イオンとの株式持ち合いに関して、京成電鉄はこの両方に違反していると考えている。

パリサーは2024年12月6日、京成電鉄の取締役会に書簡を送り、イオンとの株式持ち合いについて以下の疑問を提起した。

1. 提携が最初に構想されたのはいつですか？
2. 資本提携を最初に提案したのはどちらの当事者ですか？
3. イオンに対する京成電鉄の投資価額が、他の金額ではなく150億円に設定されたのはなぜですか？
4. 京成電鉄又は当該提携の事業部分の運営や成功にとって、いかなる意味においても明らかに必須ではない新たな政策保有を実施する合理的根拠は何ですか？
5. 新たな株式持ち合いに投じられる予定の150億円に対する今後1-2年間の予想内部収益率（IRR）はいくらで、これが資本の用途として適切かどうか判断するためにそうした財務予測の裏付けとしてどのような分析が行われましたか？
6. 最近公表されたOLC株式0.89%の処分がイオンとの新たな資本提携への資本拠出に何ら関係ないことをご確認ください。
7. 京成電鉄は、この新たなOLC株式の売却収入によって、具体的にどの負債をいくら払う予定ですか？また貴社は、こうした収入を具体的にどのような成長プロジェクトに投じる予定ですか？

パリサーは未だ回答を受け取っていない。



京成電鉄のD2プランでは、真のROE及び真のPBRがOLC株式によって覆い隠され続けることが確実であり…

Palliser

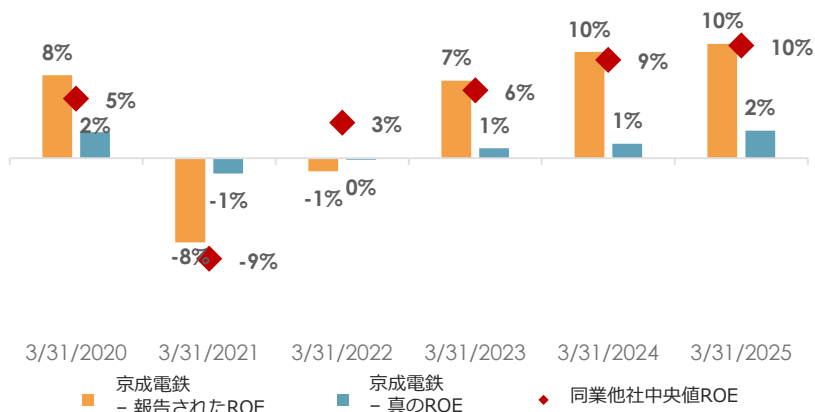
京成電鉄の貸借対照表においてOLC株式をその価値のたった20%で評価するという変則的な会計により、京成電鉄の資産は人為的に低く見せかけられ、経営陣の欠陥を覆い隠している。

改訂版独立専門家報告書によって検証された通り、過去6年間にわたり「真のROE」は5%を大きく下回り、「真のPBR」は1倍を大きく下回っている。

1

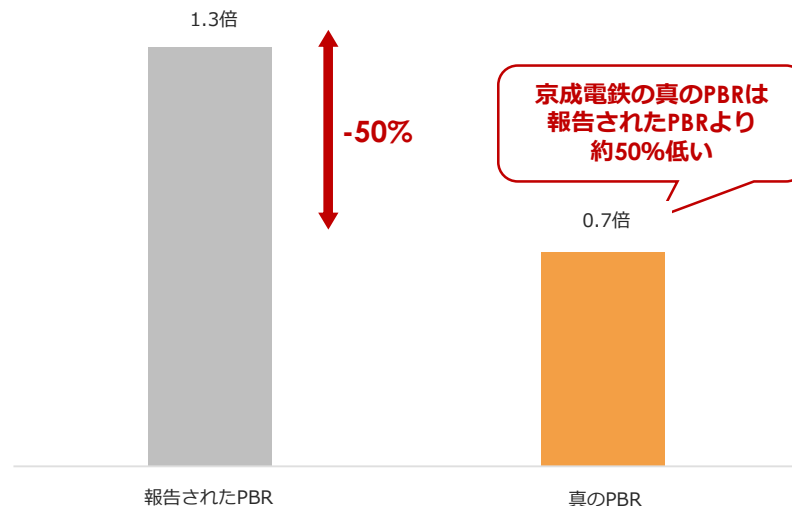
京成電鉄の真のROE 対 報告されたROE

報告されたROE 対 真のROE



2

京成電鉄の真のPBR 対 報告されたPBR



NOMURA
ASSET MANAGEMENT

日本企業に関する
議決権行使基準

直近3期連続してROEが5%又は業界の下位3分の1に満たない場合、経営改善努力が認められる場合…を除き、会長・社長等の取締役再任に反対する。

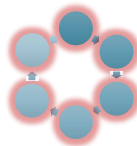


資本コストや株価を意識した
経営の実現に向けた対応

「PBR1倍割れは、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは成長性が投資者から十分に評価されていないことが示唆される1つの目安と考えられる。」

i

京成の業績指標を確認する
改訂版独立専門家報告書は、
本プレゼンテーションの
別紙をご参照ください。



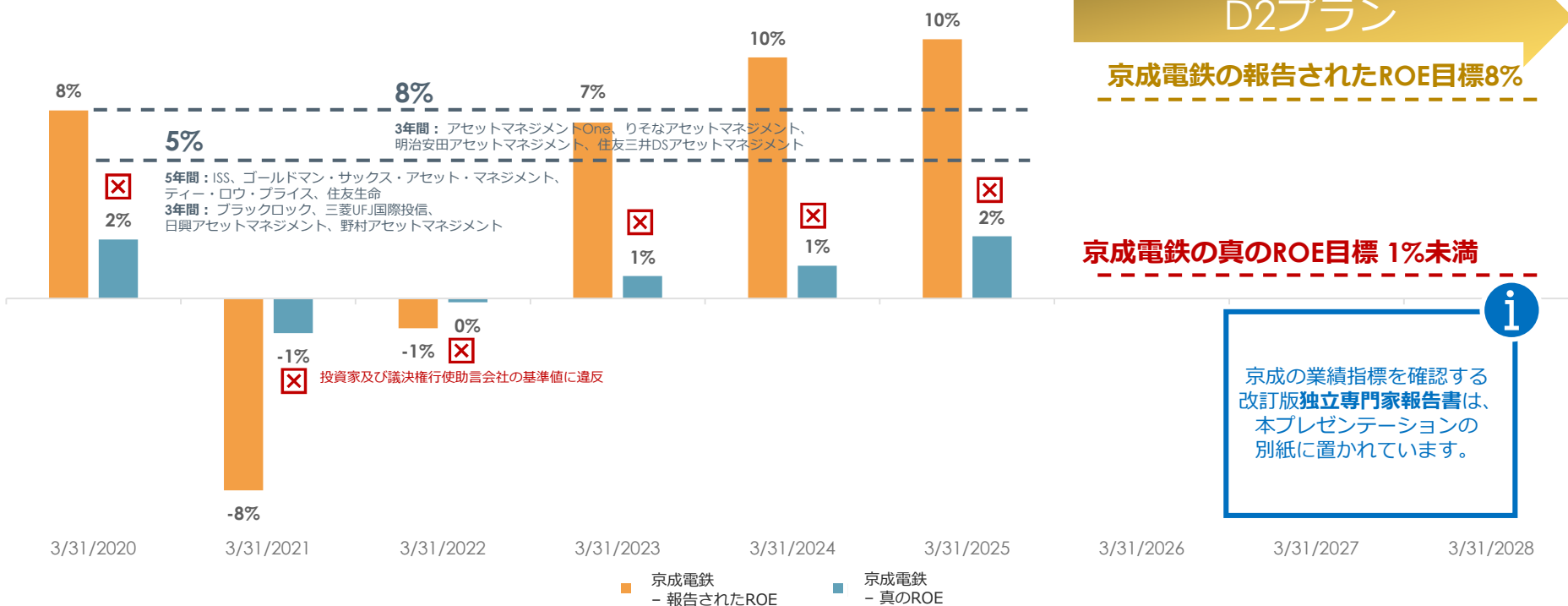
…少なくとも今後3年間について、1%にも満たない真のROE目標を設定しており…

Palliser

京成電鉄は2027年までの期間について8%+のROE目標を発表しているが、実際のところ、改訂版独立専門家報告書によって確認された通り、これは今後3年間についての真のROE目標1%未満に相当する。

京成電鉄の現在の及び予測されている真のROEは5%を大きく下回る – これは1倍を大きく下回るPBRの継続を示唆し – 機関投資家が社長に対する反対票の条件になると明らかにしている最小基準値を下回っている。

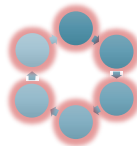
京成電鉄の真のROE及び報告されたROEと投資家ポリシー基準値の比較



出典：会社開示情報、投資家議決権行使方針、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月期及び2025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く。）に基づいて計算される。

Confidential



…同時に目に余る100%固定の報酬構造を維持しており、進行中の経営陣の固定化とステークホルダー価値の軽視を強化している

Palliser

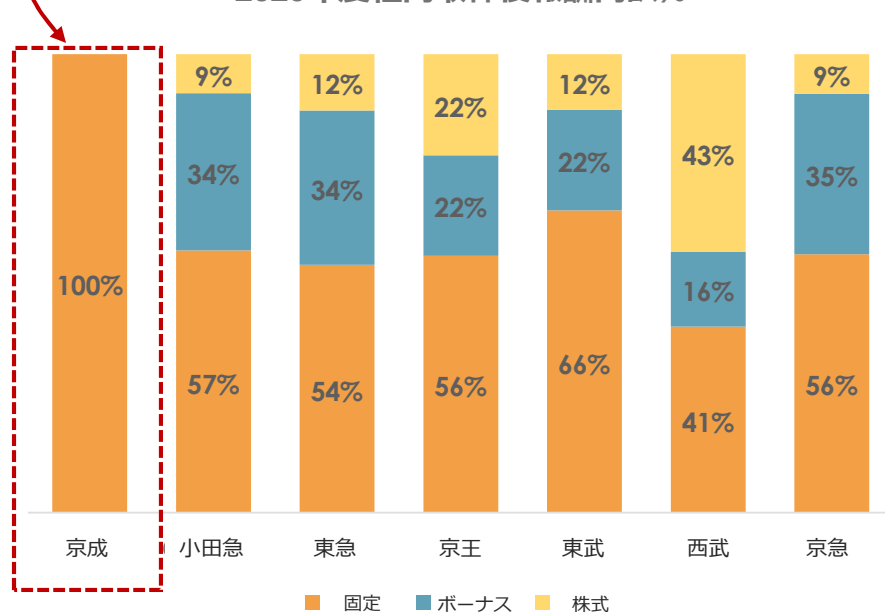
小林社長の指揮の下、N&C委員会は100%固定の報酬構造を維持しており、京成電鉄を日本及び世界の市場においてアウト라이어（外れ値）としている。また、営業利益との関係で見ると、社内取締役の報酬を**同業他社より60%高く**設定している。

BlackRock.

業務執行を担当する取締役の報酬は、**業績連動であることが理想的である。**

[日本議決権行使ガイドライン](#)

2025年度社内取締役報酬内訳%



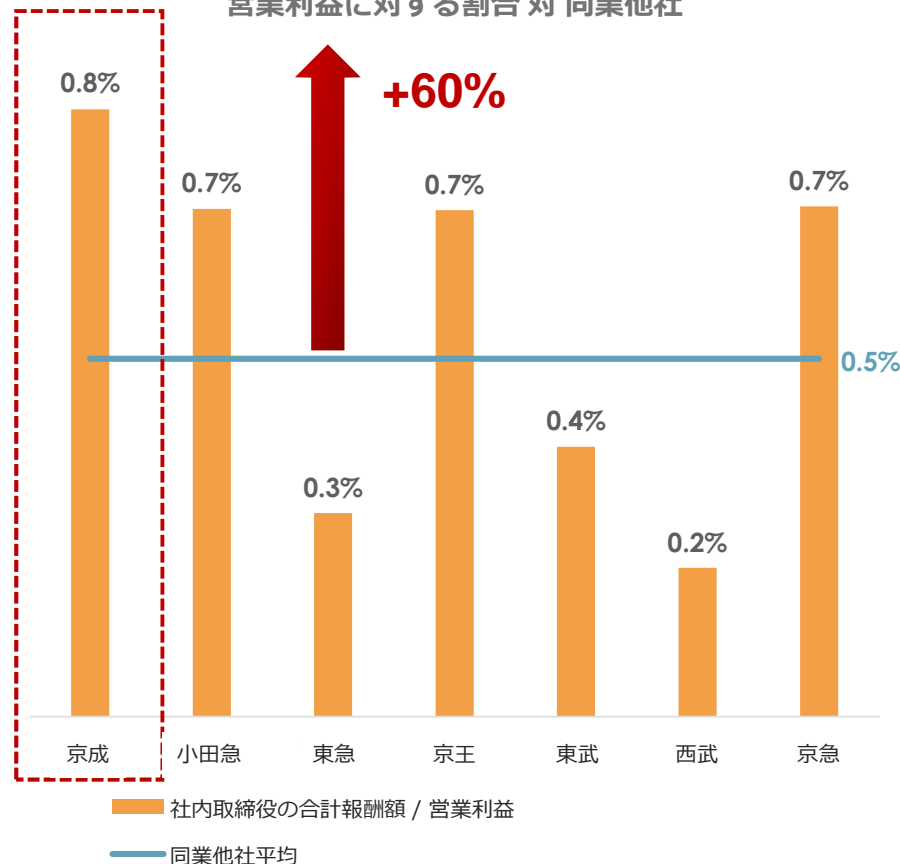
同業他社平均（京成電鉄を除く）


55%

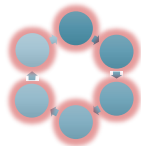
27%

18%

京成電鉄の社内取締役の合計報酬額の
営業利益に対する割合 対 同業他社



- 
1. 貧弱なガバナンスと慢性的かつ不十分な業績 – リーダーシップが機能不全であることの象徴
 2. 擁護し難いD2プランは東証のガイドラインと株主の懸念を軽視している
 3. 実効性のない取締役会の変更が経営陣の固定化を深めている
 4. 不作為という価値毀損のサイクルを打ち破る
 5. 別紙：京成電鉄の業績指標に関する改訂版独立専門家報告書



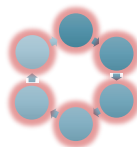
表面的な取締役会の変更は、京成電鉄の構造的なガバナンスの問題への対処に失敗しており…

Palliser

パリサーは、社外取締役群のスキルと独立性に関する主要な懸念に対応しつつ、取締役会の構成を市場や同業他社の水準に準じるものとするよう求めた。

パリサーの要請	京成電鉄の対応	
取締役会について同業他社や市場に準じたものとするよう規模を縮小する	×	京成は、市場平均や11名という同業他社平均に反して、 15名という肥大化した規模の取締役会 を維持する意向
取締役会の独立性を過半数とする	×	京成の主張する取締役の独立性はわずかに向上されたものの、過半数かつ過剰な数の社内取締役が維持されており、ISSとグラス・ルイスから指摘された既存の社外取締役群の 独立性に関する広範な懸念に対応 していない
スキルと経験のバランスを最適化する	×	新しい社外取締役の選任は 、資本配分、キャピタルマーケット、経営管理、戦略の分野、つまり、現在欠落しており、パリサーの提案した候補者によって対応することが求められる全てのスキル分野において、 非業務執行取締役群のスキルを向上させるものとは考えられない

これらの要請とあわせて、合意に基づく**真に独立したクラス最高の社外取締役候補者を提出**
N&C委員会は説明もなく全ての候補者を却下 – このことは、京成電鉄の指名プロセスが不誠実であり、必要性の高いガバナンス改革よりも経営陣の固定化を重視していることの証である



…実効性のない変更と実体を伴わない名ばかりのリーダーシップの移行が、経営陣の固定化と貧弱な説明責任をより深めており…

N&C委員会の変更案は、株主が抱えているガバナンスに対する懸念の度合いを認識できていない。
取締役会案では、① 肥大化した規模に変更はなく、② 社外取締役群の独立性やスキルに対する懸念は依然として残る。

現取締役会

		独立性評価		任期 (2025年定時 株主総会)	N&C委員会
		京成／ISS／GL			
1	小林 敏也 氏 [社長]®	× × ×		15	C ⁽¹⁾
2	天野 貴夫 氏®	× × ×		10	●
3	持永 秀毅 氏	× × ×		4	
4	岡 匡一 氏	× × ×		3	
5	清水 健司 氏	× × ×		3	
6	延命 誠 氏	× × ×		2	
7	田口 和己 氏 退任	× × ×		2	
8	山田 耕司 氏 退任	× × ×		4	
9	河合 義一 氏 退任	× × ×		1	
10	栃木 庄太郎 氏	✓ ✓ ✓		7	●
11	菊池 節 氏	✓ ✓ ✓		5	●
12	芦崎 武志 氏	✓ × ✓		3	
13	網谷 多加子 氏	✓ ✓ ✓		2	●
14	中島 明子 氏	✓ ✓ ✓		1	
15	石内 俊行 氏	✓ × ×		1	

提案されている変更

1

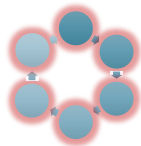
同業他社における
取締役会の平均規模

取締役会変更案

		独立性評価		スキル：資本 配分
		京成／ISS／GL	バリサー	
1	小林 敏也 氏 [会長]®	× × ×	×	-
2	天野 貴夫 氏 [社長]®	× × ×	×	-
3	持永 秀毅 氏	× × ×	×	-
4	岡 匡一 氏	× × ×	×	-
5	清水 健司 氏	× × ×	×	-
6	延命 誠 氏	× × ×	×	-
7	吉川 邦彦 氏	× - -	×	-
8	橋本 武 氏	× - -	×	-
9	富塚 昌子 氏	✓ - -	?	×
10	栃木 庄太郎 氏	✓ ✓ ✓	×	×
11	菊池 節 氏	✓ ✓ ✓	×	✓
12	芦崎 武志 氏	✓ × ✓	×	×
13	網谷 多加子 氏	✓ ✓ ✓	?	×
14	中島 明子 氏	✓ ✓ ✓	?	×
15	石内 俊行 氏	✓ × ×	×	✓

提案されている変更

2



…パリサー提案の候補者は取り繕った評価をされた上、説明もなく却下され…

Palliser

評価プロセスは不誠実なものであり、専門家としての確たる実績があり、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、パリサー提案のクラス最高の日本人候補者の却下を正当化できるものではない。



パリサーはガバナンスと戦略に関する主要な課題について京成電鉄とのエンゲージメントを試みた。

2025年3月

パリサーは取締役会に対し候補者を特定した旨を通知し、京成電鉄に対して以下を含む指名プロセスの主要な詳細を開示するよう求めた。(1)一般的にどのような手続を踏むのか、(2)誰が面談を行うのか、(3)委員会のスキル評価方法、(4)取締役会の構成に関する委員会の見解

京成電鉄は要請を無視し、候補者の氏名を求めるのみ。



パリサーは開示の改善を求めてさらなる要請を行ったが、京成電鉄は候補者の氏名を求め続けるのみ。

2025年4月

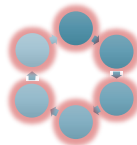
パリサーは京成電鉄に対し候補者の氏名を提出し、公表したプレゼンテーションの中で客観的な、実力主義に基づく、透明性の高く、かつ平等なプロセスの必要性に対する期待を明らかにした。

2025年5月

京成電鉄の最終的なプロセスは各期待を下回る。

- ✗ 評価プロセス又は進捗についての情報が開示されない。
- ✗ 候補者には数問の質問によるスクリプト化された短い20分間の面談が行われ、チャイムが鳴って終了。
- ✗ 候補者によれば、社長にはやる気がなく、「ほとんどの時間をiPhoneをいじって過ごしていた。」
- ✗ 候補者を却下した根拠が開示されない。

プロセスの結果は実効性に欠けていることの証 - 京成電鉄の社外取締役群に関する変更案は最小限のもので、独立性やスキルに対する懸念が残る。



…小林社長は、自身による後継者指名と会長職への移行によって、支配的な影響力を及ぼし続けることになる

小林社長が「会長」兼自身が指名した後継者である天野氏への自称アドバイザーとして引き続き影響力と支配力を有することから、京成電鉄のリーダーシップ移行案では、

役割が不明確で、説明責任の所在が曖昧となり、経営陣の固定化サイクルが継続してしまう。

1 後継者の指名により経営陣の支配権維持が助長される

「[天野氏]がどの役割においても成果を上げていると評価しました。
このことが彼を指名しようとした根拠です。」

記者会見にて小林氏（5月21日）

+

2 影響力を有する会長職と新社長の自称アドバイザーを務める

「株主総会後は会長となるわけですが、代表取締役としての地位に変わりはありません。取締役会長として、また前社長として、今後は**天野新社長を支え、アドバイスしていきます。**」


記者会見にて小林氏（5月21日）

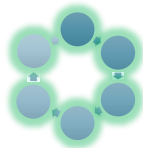


この取決めは、業務執行機能と監視・監督機能が明確に分離されていないことが多いことを示唆している。当社では、各企業に対して、まずは取締役会長の果たすべき役割をよく検討し、その上で会長を明確に指名し、同役割の責任を開示するよう促している。



新たなD2戦略に関するアナリスト向け説明会で、小林氏と別の社内取締役である岡氏がプレゼンテーションを行った。天野氏の発表がD2と同日であったこと、天野氏ではなく、退任する社長とその部下がD2のプレゼンテーションを行ったことを考えると、D2における戦略的リーダーシップと説明責任に関する天野氏の権限に疑問が残る。

- 
1. 貧弱なガバナンスと慢性的かつ不十分な業績 – リーダーシップが機能不全であることの象徴
 2. 擁護し難いD2プランは東証のガイドラインと株主の懸念を軽視している
 3. 実効性のない取締役会の変化が経営陣の固定化を深めている
 4. **不作為という価値毀損のサイクルを打破る**
 5. 別紙：京成電鉄の業績指標に関する改訂版独立専門家報告書

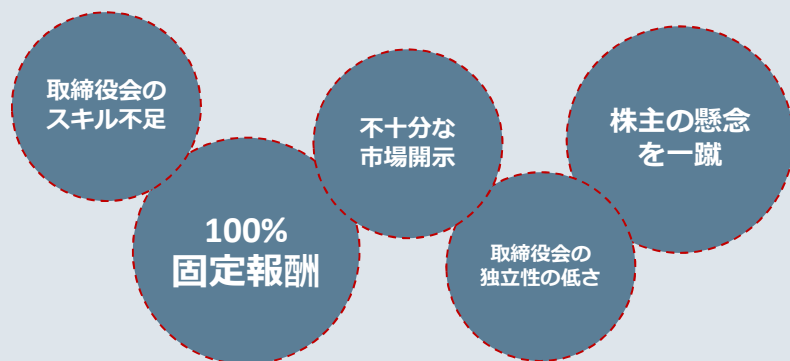


小林社長は、在任中の長年にわたるガバナンスの失敗と、更に固定化を深めようという近似の取り組みについて説明責任を負っており…

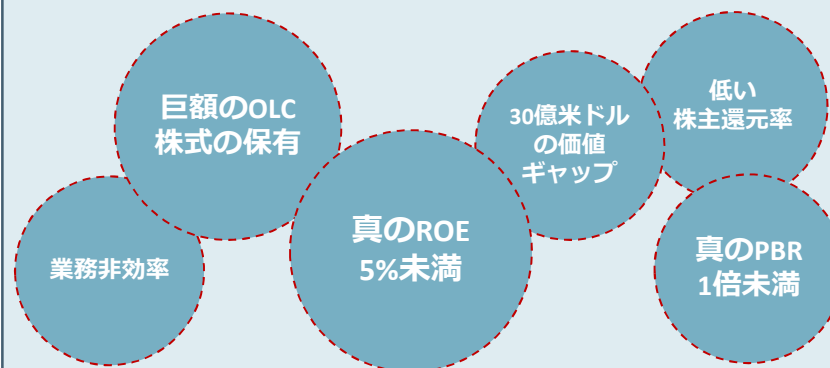
Palliser

小林社長在任中の長年にわたる失敗は、株主の利益とならないことが明らかな近時の目に余る行為と相まって、状況を悪化させるばかりであり、小林社長の京成電鉄取締役会からの退任を必要付けている。

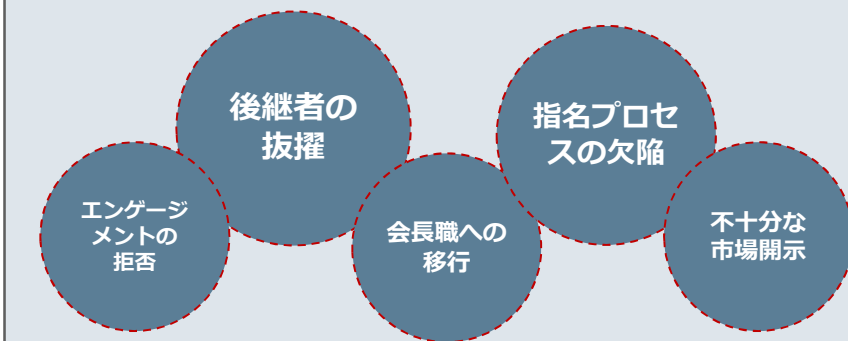
小林社長の長年にわたるガバナンスの失敗



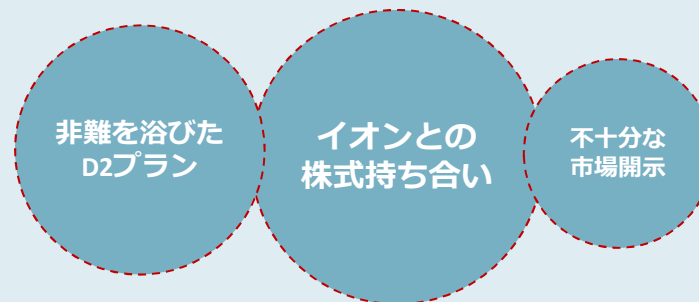
小林社長の長年にわたる業績の失敗



小林社長の近時のガバナンスの失敗



小林社長の近時の業績／戦略の失敗



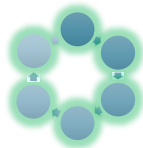
2025年定時株主総会議案

パリサーの投票

2.1

小林 敏也 氏の再任

反対



…これらの広範なガバナンスの失敗については、N&C委員会も連帯してその責任を負っており…

Palliser

小林社長の率いるN&C委員会は、不可解な経営陣の100%固定報酬、適切な指名プロセスや株主エンゲージメントに対する目に余る無視を含む、広範に及ぶガバナンスの失敗を助長してきた。
このことが経営陣の継続的な固定化につながったのであり、委員の取締役会からの退任を正当化するものである。

	取締役会での役割	委員会での役割
小林 敏也 氏	社長	委員長
天野 貴夫 氏	社内取締役	委員
栃木 庄太郎 氏	社外取締役	委員
菊池 節 氏	社外取締役	委員
網谷 多加子 氏	社外取締役	委員

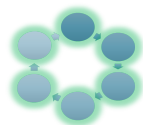
経営陣及びN&C委員会における天野貴夫氏の役割は、京成電鉄の失敗と深く関連する。

委員会の失敗

①	取締役会の独立性とスキルカバレッジの低さ	×
①	経営陣の100%固定報酬	×
①	筆頭株主とのエンゲージメントの拒否	×
②	不適切な取締役指名プロセス	×
③	不適切な社長の承継プロセス	×
③	影響力のある取締役会長職の社長による保持	×

2025年定時株主総会までの失敗

2025年定時株主総会議案		パリサーの投票
2.1	小林 敏也 氏の再任	反対
2.7	栃木 庄太郎 氏の再任	反対
2.8	菊池 節 氏の再任	反対
2.10	網谷 多加子 氏の再任	反対

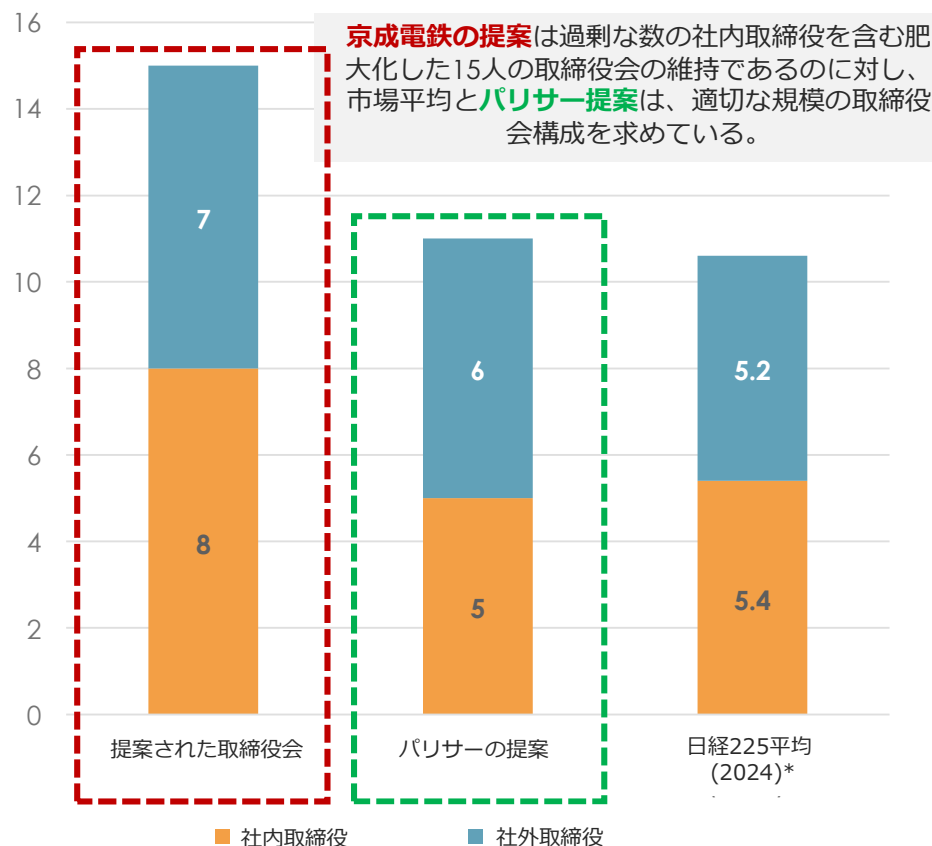


…2人の新しい社内取締役の選任は、更なる経営陣の固定化と取締役会構成の弱体化に繋がるものである

Palliser

2名の追加の社内取締役の選任は、正当化されるものではなく、不要であり、京成電鉄の肥大化した取締役会規模と社内取締役の過剰な人数を永続化するものであって、彼らへ反対票を投じることを正当化するものである

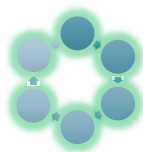
京成電鉄の取締役会構成とパリサー提案及び市場平均の比較



2025年定時株主総会における3人の現社内取締役と小林社長の取締役会からの退任により、京成電鉄は、適切かつより実効性のある社内取締役と社外取締役の人数となり、経営陣に説明責任を浸透させることができる適切な規模の取締役会となる。

それに対し、京成建設が提案した2人の新しい社内取締役の選任は、深刻な欠陥のあるN&C委員会のプロセスの産物としての同社の脆弱な取締役会構成、実効性のある経営監督の欠如、そして継続的な固定化を永続させるだけである。

2025年定時株主総会議案		パリサーの投票
2.13	吉川 邦彦 氏の選任	反対
2.14	橋本 武 氏の選任	反対



株主には、2025年定時株主総会において、目に余るガバナンス・プラクティスに最も関連がある6人の取締役に対して反対票を投じることによって、京成電鉄における意義ある変革を実行するための第一歩を踏み出す機会があり…

Palliser

株主は、① 2025年定時株主総会で取締役に対して責任を問い、② 取締役会の経営監督機能を強化し説明責任を定着させるために、独立性が高く経験豊富なクラス最高の社外取締役を指名する健全なプロセスを要求することで、京成電鉄における意義あるガバナンスの変革を実行することができる。

京成電鉄の取締役会案

		独立性評価 (京成電鉄による)	N&C 委員会	新任
1	小林 敏也 氏[会長 ⁽¹⁾] ⑥	×	C ⁽²⁾	
2	天野 貴夫 氏[社長 ⁽¹⁾] ⑥	×	●	
3	持永 秀毅 氏	×		
4	岡 匡一 氏	×		
5	清水 健司 氏	×		
6	延命 誠 氏	×		
7	吉川 邦彦 氏	×		●
8	橋本 武 氏	×		●
9	栃木 庄太郎 氏	✓	●	
10	菊池 節 氏	✓	●	
11	網谷 多加子 氏	✓	●	
12	芦崎 武志 氏	✓		
13	中島 明子 氏	✓		
14	石内 俊行 氏	✓		
15	富塚 昌子 氏	✓		●

目に余るガバナンスに最も関連がある取締役

小林社長再任の反対する理由

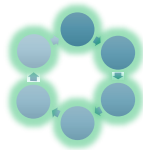
小林社長は、京成電鉄の慢性的かつ不十分な業績とガバナンスの失敗に最終的な責任を負う。小林社長の指揮下で、取締役会は、不作為と固定化という価値毀損のサイクルを打ち破ることを一貫して拒否してきた。

新しい社内取締役に対する理由

2人の新しい社内取締役の追加は不要である。彼らのスキルセットは、現在の取締役会のギャップを解決するものではなく、既存の社内取締役と重複しているため、付加価値の提供は限定的であり、肥大化した取締役会の規模を永続させる。

N&C委員会に対する理由

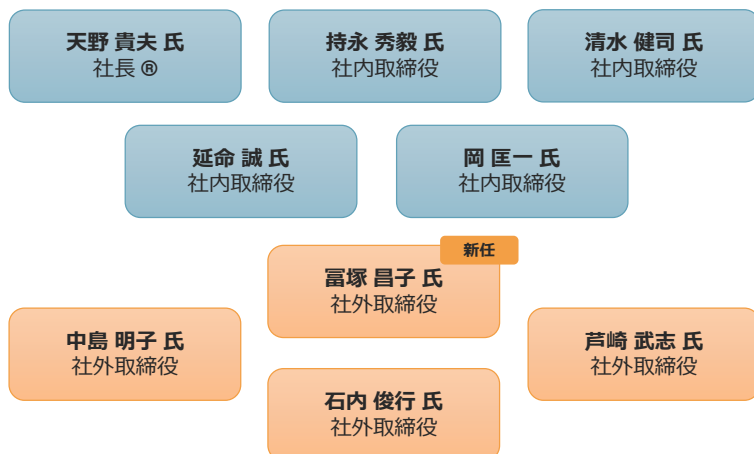
N&C委員会の委員は、長きにわたり問題のある行為を監視すべき立場にあり、近時においては、2025年定時株主総会に至るまでの主要なガバナンスプロセスに関する深刻な職務怠慢について責任を負っている。



…経営の継続性を維持しながら、将来の改革に向けた基礎を形成し…

京成電鉄の定時株主総会後の9人の取締役会は、(i) 経営の継続性を維持し、(ii) 過剰な社内取締役を排除し、取締役会構成に関する市場基準に準拠し、(iii) 必要なスキルと真の独立性を備えた社外取締役候補の追加選任を含む、適切なガバナンス改革の基礎を築く。

定時株主総会後の取締役会



取締役会の規模	社内：社外	独立性	ジェンダー多様性
9	5：4	44%	11%

定時株主総会後

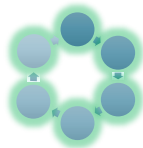
ガバナンスの継続性	✓
経営の継続性	✓
適切な取締役会の規模	✓
コードに沿った取締役会の独立性（京成電鉄による）	✓
取締役会の十分な多様性	✓
取締役会の明確なリーダーシップ	✓

定時株主総会後の9人の取締役会は、
以下により京成電鉄を再活性化する基礎を築く。

- I. 構造的で目に余るガバナンスの失敗に責任を負う者には確実に責任を取らせる。
- II. 取締役会レベルと経営の継続性を維持する。
- III. 健全な取締役会のプロセス又は更なる株主権の行使を通して、京成電鉄の取締役会を必要なスキルと経験を備えた同業他社及び市場水準の11人の取締役に最適化するために、真に独立した社外取締役を追加選任する。

取締役会のさらなる改革

取締役会のスキルカバレッジの向上	✓
市場に準じた取締役会の規模	✓
取締役会における過半数の独立性	✓
透明性の高い指導的役割	✓
実効性のあるN&C委員会	✓



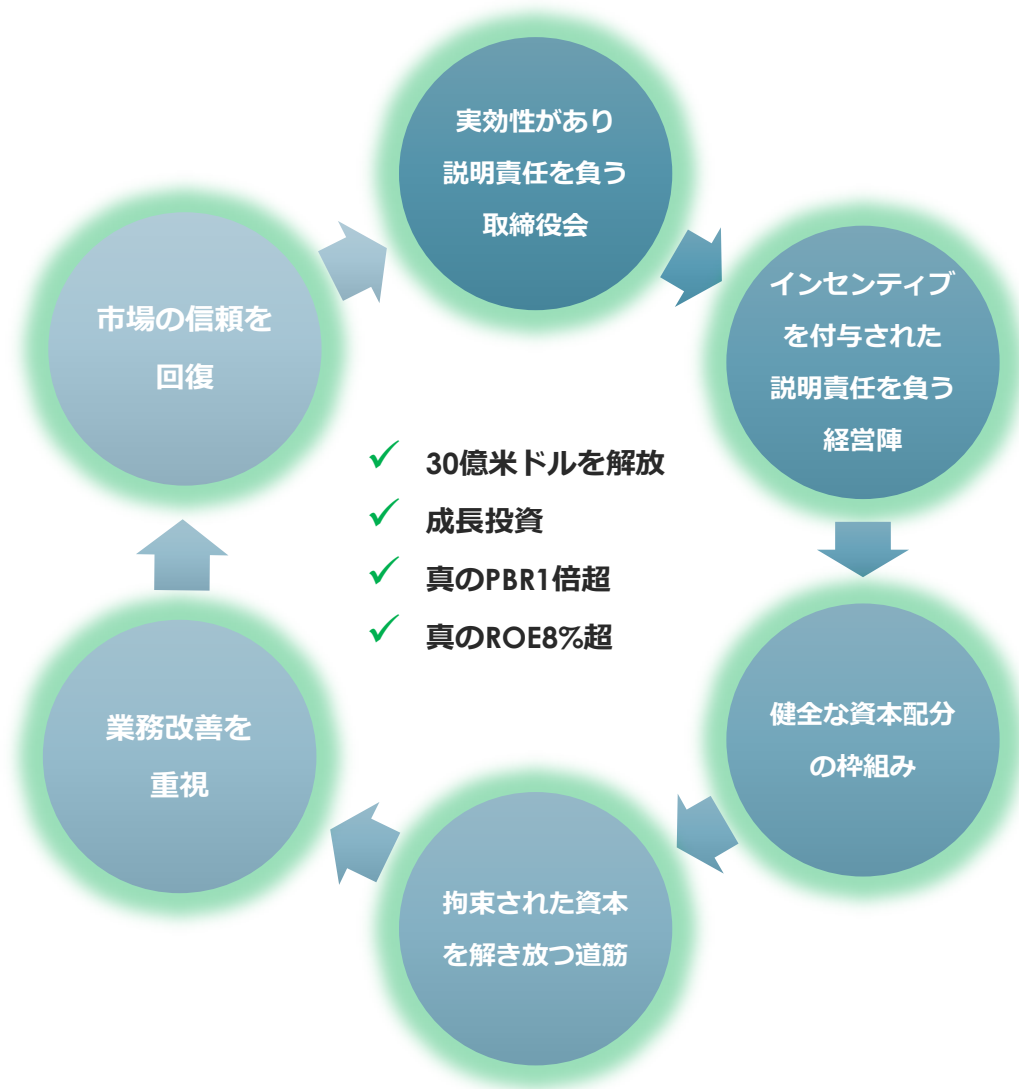
…京成電鉄が不作為と経営陣の固定化という価値毀損のサイクルを打破し、企業価値を解放することを可能とする


小林社長の退任と継続的な固定化を促進してきた社外取締役に関する説明責任が、京成電鉄の構造的な過小評価とガバナンス不全を解決する**第一歩**となる。

これらの取締役会の変革とは、下記をいう。

- 京成電鉄の慢性的かつ不十分な業績とガバナンス不全に関する**説明責任**
- 株主にとっては不満で、東証のガイドライン遵守には不十分な惨憺たるD2プランに関する**説明責任**
- イオンとの新たな株式持ち合い、過大なOLCの株式保有、市場からかけ離れた経営陣の100%固定報酬構造による、継続的な経営陣の固定化に関する**説明責任**
- 前社長が将来の戦略・ガバナンスの意思決定に及ぼす**破壊的な影響を排除する**
- 天野貴夫氏は2016年から取締役を務め、2025年定時株主総会以降は社長に就任するため、**継続性は維持される**

この基礎のもとでガバナンス改革を進めることで、京成電鉄は、価値毀損のサイクルを打ち破り、資本コストを真に意識した経営で企業価値を向上させることができる。



- 
1. 貧弱なガバナンスと慢性的かつ不十分な業績 – リーダーシップが機能不全であることの象徴
 2. 擁護し難いD2プランは東証のガイドラインと株主の懸念を軽視している
 3. 実効性のない取締役会の変化が経営陣の固定化を深めている
 4. 不作為という価値毀損のサイクルを打ち破る
 5. **別紙：京成電鉄の業績指標に関する改訂版独立専門家報告書**

別紙

京成電鉄の業績指標に関する改訂版独立専門家報告書

日本の有力会計事務所

2025 年 5 月 28 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						
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	2025年3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	898,073
オリエンタルランド株式	189,197	173,625	170,635	185,641	202,000	196,047
資産合計	905,716	900,698	900,346	965,573	1,064,202	1,094,120
負債（有利子）	293,913	327,586	339,647	359,816	364,694	329,403
その他負債	183,139	177,067	172,994	194,811	230,350	240,059
負債合計	477,052	504,653	512,641	554,627	595,044	569,462
純資産（非支配株主持分を除く）	411,030	378,638	369,764	394,912	451,622	508,985
非支配株主持分	17,634	17,406	17,941	16,033	17,535	15,673
純資産合計	428,664	396,044	387,705	410,945	469,157	524,658
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	482,231
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	2025年3月期
営業収益	274,796	207,761	214,157	252,338	296,509	319,314
営業費用	246,476	225,818	219,358	242,109	271,268	283,306
営業利益又は営業損失（-）	28,320	-18,056	-5,201	10,228	25,241	36,008
経常利益又は経常損失（-）	41,705	-32,165	-3,191	26,764	51,591	61,755
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	100,749
法人税、住民税及び事業税	9,250	-2,034	773	4,892	32,653	28,688
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	2,100
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	69,961
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	2025年3月期
当期純利益又は当期純損失	31,707	-30,300	-3,664	27,966	89,286	72,061
その他の包括利益	-2,430	896	-851	722	4,714	859
その他有価証券評価差額金	-983	519	-731	465	3,412	-1,344
退職給付に係る調整額	-10	-253	67	632	121	2,946
持分法適用会社に対する持分相当額	-1,435	631	-187	-375	1,179	-742
包括利益	29,276	-29,403	-4,515	28,688	94,000	72,920
親会社株主に係る包括利益	27,693	-29,418	-5,256	27,601	92,371	70,819
非支配株主に係る包括利益	1,583	14	740	1,086	1,629	2,101
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	2025年3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	41,149
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	-9,245
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	-62,869
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	-30,964
現金及び現金同等物の期首残高	25,018	26,675	28,900	25,277	34,410	82,328
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	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	5
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	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	51,369

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	2025年3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	898,073
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	968,160 (*1), (*2)
資産合計	1,720,238	1,934,514	2,437,196	2,424,230	2,543,579	1,866,233
負債（有利子）	293,913	327,586	339,647	359,816	364,694	329,403
その他負債	480,155	536,218	684,659	687,204	734,463	527,093 (*3)
負債合計	774,068	863,804	1,024,306	1,047,020	1,099,157	856,496
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	994,063
非支配株主持分	17,634	17,406	17,941	16,033	17,535	15,673
純資産合計	946,169	1,070,708	1,412,890	1,377,209	1,444,420	1,009,736
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	482,231
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	2025年3月期
営業収益	274,796	207,761	214,157	252,338	296,509	319,314
営業費用	246,476	225,818	219,358	242,109	271,268	283,306
営業利益又は営業損失（-）	28,320	-18,056	-5,201	10,228	25,241	36,008
経常利益又は経常損失（-）	32,604	-15,534	-628	12,171	29,151	42,013 (*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	102,819 (*5)
法人税、住民税及び事業税	9,250	-2,034	773	4,892	32,653	28,688
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	2,100
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	72,031
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	2025年3月期
当期純利益又は当期純損失	22,606	-13,669	-1,101	13,373	74,616	74,131
その他の包括利益	63,012	141,424	347,106	-43,605	28,383	-491,396
その他有価証券評価差額金	62,113	142,105	346,799	-43,450	30,119	-495,999 (*2)
退職給付に係る調整額	-10	-253	67	632	121	2,946
持分法適用会社に対する持分相当額	911	-427	240	-788	-1,859	1,658 (*4)
包括利益	85,617	127,756	346,005	-30,232	102,999	-417,265
親会社株主に係る包括利益	84,034	127,741	345,264	-31,319	101,370	-419,366
非支配株主に係る包括利益	1,583	14	740	1,086	1,629	2,101
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	2025年3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	41,149
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	-9,245
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	-62,869
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	-30,964
現金及び現金同等物の期首残高	25,018	26,675	28,900	25,277	34,410	82,328
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	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	5
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	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	51,369

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2025年3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	2025年3月期	2025年5月 28日時点
総資産営業利益率	2.2%	-1.4%	-0.4%	0.8%	1.7%	2.3%	(*6)
自己資本当期純利益率	7.5%	-7.7%	-1.2%	7.0%	9.6%	10.4%	(*7)
自己資本比率	45.4%	42.0%	41.1%	40.9%	42.4%	46.5%	(*8)
負債資本比率	71.5%	86.5%	91.9%	91.1%	80.8%	64.7%	(*9)
1株当たり簿価純資産	2,436	2,247	2,194	2,358	2,779	1,055	(*10)
市場株価	3,120	3,620	3,415	4,075	6,159	1,348	1,379
株価純資産倍率	1.3 x	1.6 x	1.6 x	1.7 x	2.2 x	1.3 x	1.3 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	2025年3月期	2025年5月 28日時点
総資産営業利益率	1.2%	-0.7%	-0.2%	0.3%	0.7%	1.1%	(*6)
自己資本当期純利益率	2.4%	-1.4%	-0.2%	0.9%	1.3%	2.5%	(*7)
自己資本比率	54.0%	54.4%	57.2%	56.1%	56.1%	53.3%	(*8)
負債資本比率	31.7%	31.1%	24.3%	26.4%	25.6%	33.1%	(*9)
1株当たり簿価純資産	5,504	6,250	8,277	8,127	8,779	2,061	(*10)
市場株価	3,120	3,620	3,415	4,075	6,159	1,348	1,379
株価純資産倍率	0.6 x	0.6 x	0.4 x	0.5 x	0.7 x	0.7 x	0.7 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。
- (*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2025年3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。
- (*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5月28日時点の株価純資産倍率は、2025年3月31日時点の1株当たり簿価純資産及び2025年5月28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く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

