

AVIが提出した TBSに対する株主提案

～過剰な政策保有株式を縮減するための第一歩～



- AVIはロンドンに拠点を置く、1,600億円以上の投資・運用を手がけるファンド・マネージャー。
- TBSの発行済株式総数の1.9%を所有する株主ブリティッシュ・エンパイア・トラストの代理人。
- 今回のTBSのように、実際の資産価値よりも下回って取引されている企業の価値向上に特化している。
- 1985年より日本企業への投資を始め、現在ポートフォリオの約20%は日本企業の銘柄。そのいずれの企業も実際の資産価値よりも下回って取引されている。
- AVIは30年以上に亘り、投資先企業の経営陣と友好的に対話・交流を続けている。TBSに対する株主提案は、設立以来日本で初めての正式な会社法による株主提案。

なぜ日本企業なのか

- バリュエーションが魅力

	TOPIX ¹	S&P 1500 ¹	MSCI Europe ¹
EV/EBIT 企業価値／利払前・税引前利益	11x	20x	15x
5年間の営業利益成長率	31%	28%	24%

- バランスシートの資本が過剰

該当する会社の割合	TOPIX ¹	S&P 1500 ¹	MSCI Europe ¹
ネットキャッシュ含む	57%	24%	17%
投資有価証券及びネット キャッシュが時価総額の30% を上回る	31%	2%	1%

- 調査機関から見逃されている

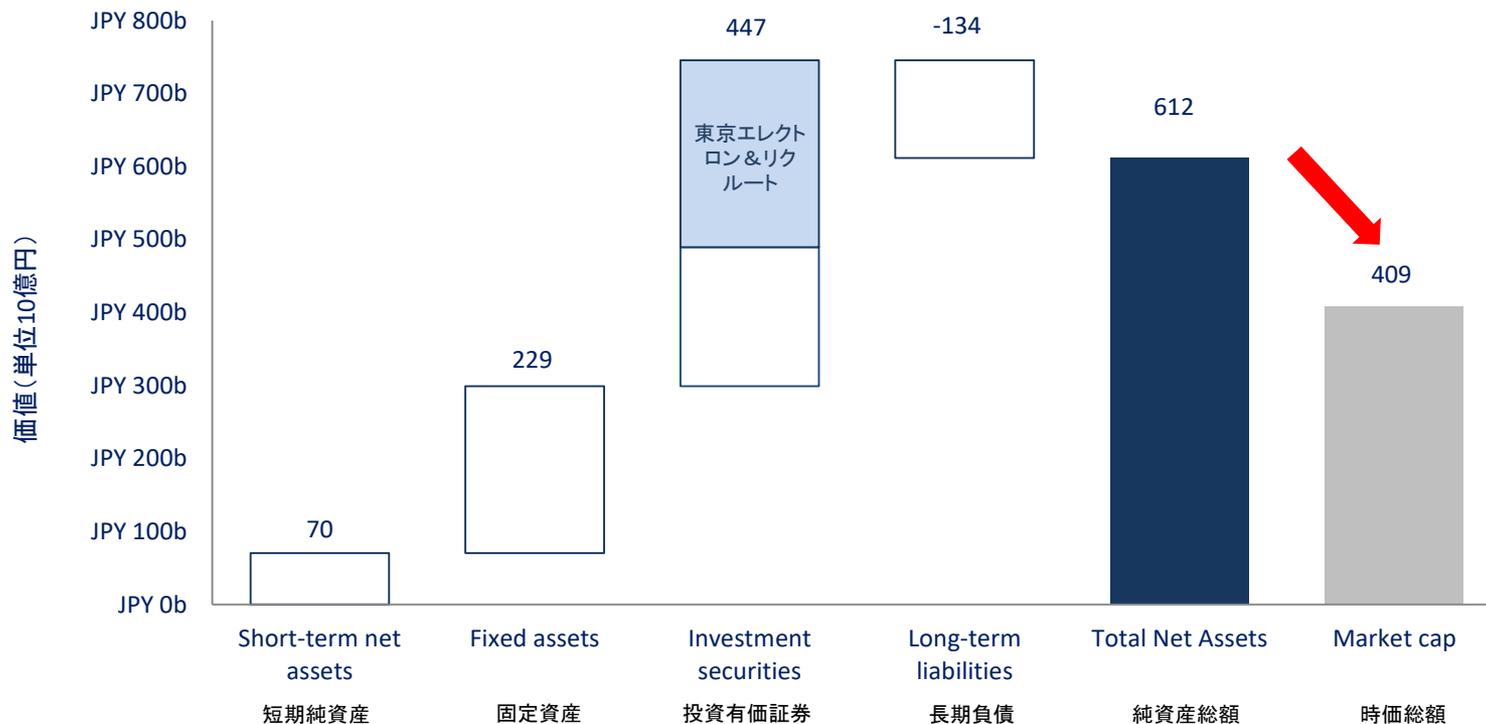
	TOPIX ¹	S&P 1500 ¹	MSCI Europe ¹
ブローカーによる カバレッジゼロ	51%	2%	2%
カバレッジは 2ブローカー以下	71%	10%	2%

- 日本でのコーポレートガバナンスの改革がきっかけとなり、市場の意識も変わりつつある。
- 日本市場はまさに転換期を迎えようとしている。

注: ¹CapitalIQ、Ex-financial。バリュエーションの評価基準を中央値として比較。

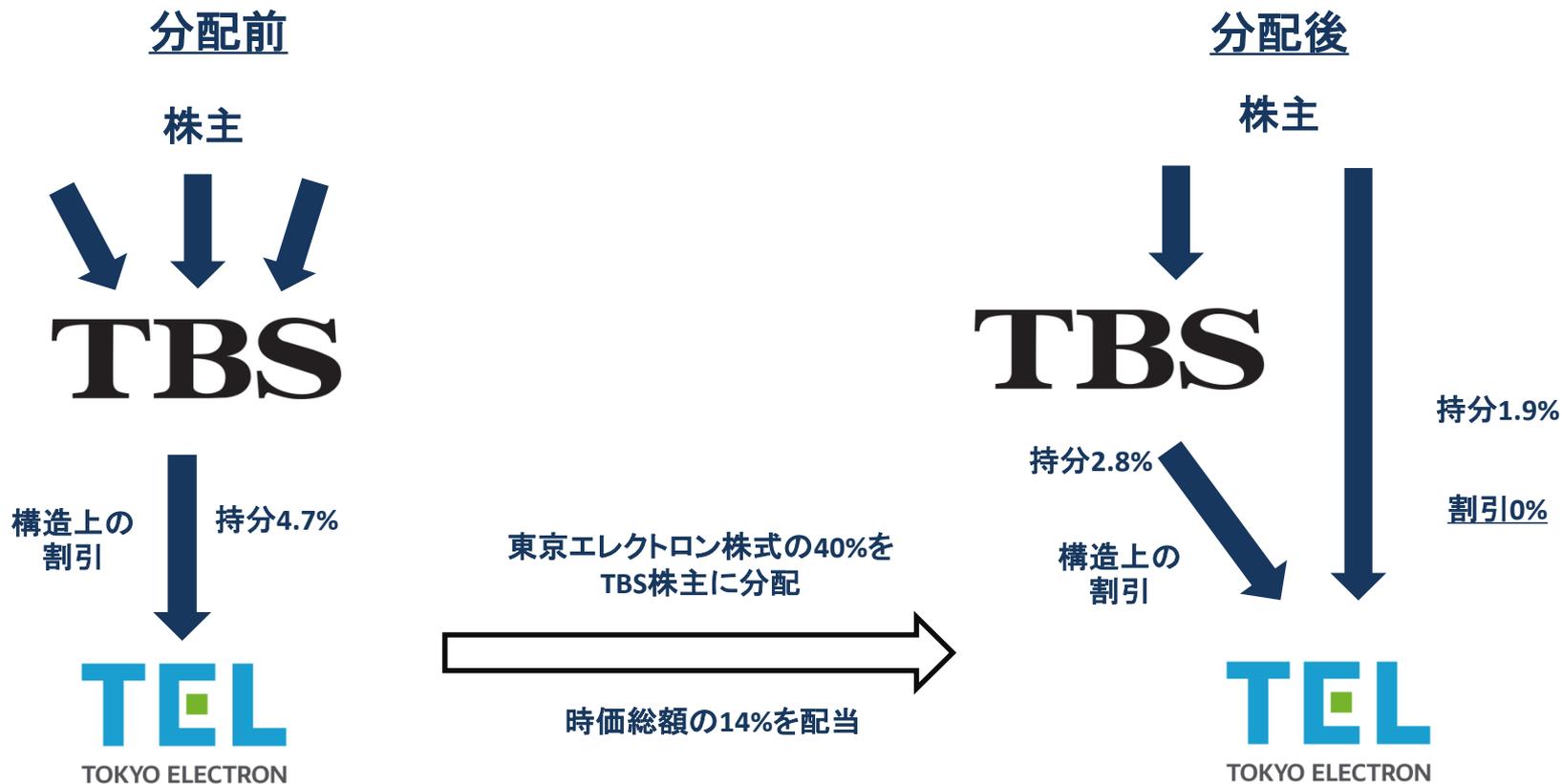
AVIがTBSに投資した理由とは？

- 日本株式市場が長年にわたり不必要に抑圧されている主な原因は、TBSのような過剰な、本業に不必要な金融資産である。
- AVIの株主提案は、日本の「政策保有株式・持ち合い株を縮減する」という真意を測るもので、第一歩を踏み出す機会である。



- 昨今の東京エレクトロンの株価の思いがけない上昇は、TBSの主力放送事業と非主力の不動産事業に対する市場の認識の甘さを隠蔽している。東京エレクトロンの長期業績はもっと低い(1984年以来4.1%の成長)。
- TBSの企業価値(時価総額からネットキャッシュと有価証券を差し引いたもの)は現在マイナスである。
- TBSの効率の悪い資本の割り当て方は、ROEの低さに反映され、持続的に同業他社に遅れを取っている。
- AVIの提案は安倍政権が掲げるコーポレートガバナンス改革の原理、施策と一致している。

年月	AVIからの要請	TBSの回答
2017年4月	<ul style="list-style-type: none"> 過小評価を解消するべく対応策をご検討ください。 	回答なし
2017年9-10月	<ul style="list-style-type: none"> 「政策保有株式」の合理性について説明してください。 	<ul style="list-style-type: none"> とくに放送業界において、重要取引先との信頼関係を維持するために「政策保有株式」は必要。 ROEやROAの目標値を設定していない。放送局の経営は、そうした数値だけによってはかられるものではないと考えている。
2017年11月	<ul style="list-style-type: none"> コーポレートガバナンス・コードに基づく義務として、「政策保有株式」の利益とリスクを具体的に説明してください。 	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会は定期的に利益とリスクを検証している。 東京エレクトロン株は何年も前に低額で取得したものであり、価格が下落してもリスクはない。 ROE向上のみを意識して自己資本を下げる策は適切でないと考えている。
2017年12月-2018年2月	東京エレクトロン株の一部を売却するよう提案。	<ul style="list-style-type: none"> 今後の事業の原資を賄うために必要に応じて売却するかもしれない。 東京エレクトロン株は何年も前に低額で取得したものであり、価格が下落してもリスクはない。
2018年5月	株主提案を提出	<ul style="list-style-type: none"> 課税対象、手続き上の負担



- 昨今の日本でも、「政策保有株式」は合理的な理由がなく、保有をやめるべきである、という明らかな認識があり、コーポレートガバナンス・コードにも反映されている。

“原則1-4: 上場企業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。”

- 例えば、日本取引所グループ(JPX)は2018年4月、十分な政策的合理性を提示できないとして、保有するシンガポール取引所の株式4.95%を処分することを決定した。
- 日本のほとんどの銀行および金融機関が、政策保有株式を段階的に廃止する計画を発表している。

TBSは保有目的の説明責任を果たしていない

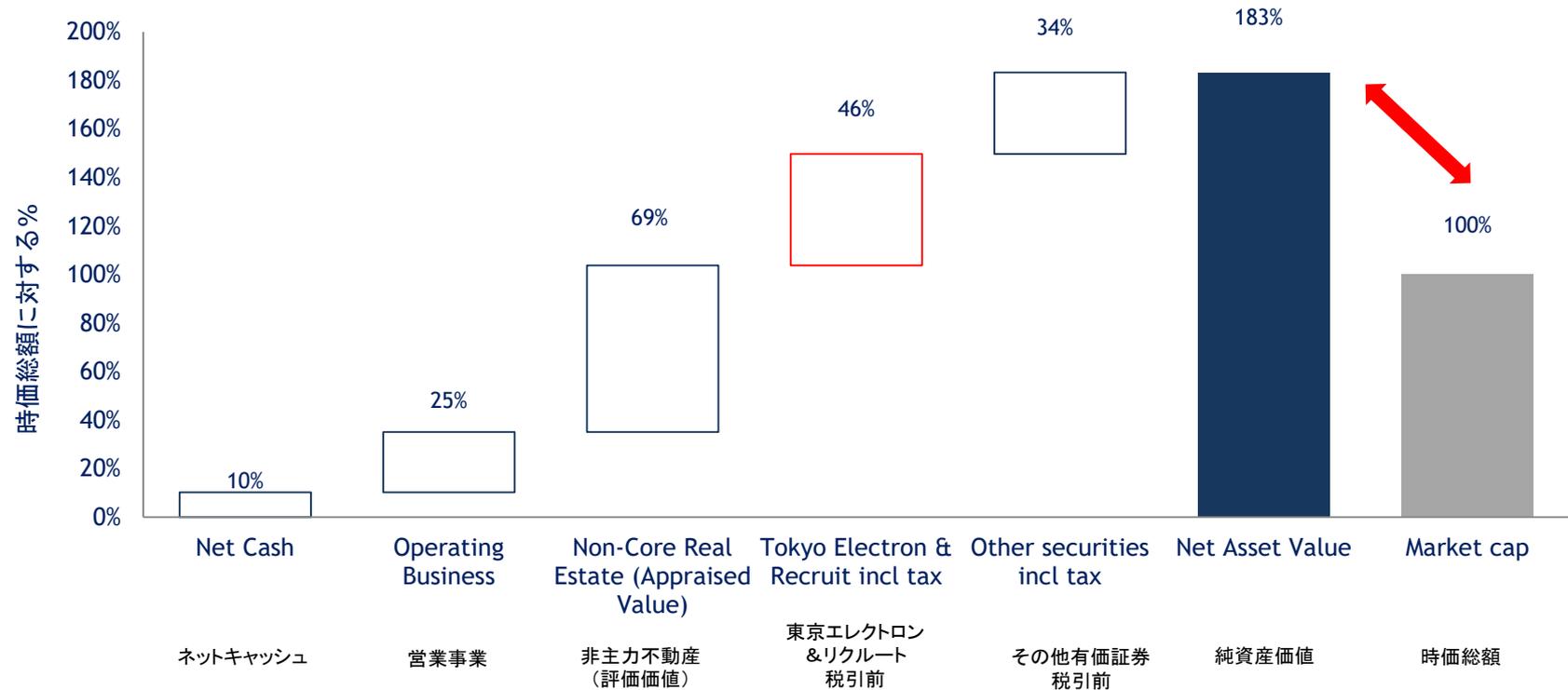
- 東京エレクトロンをはじめとし、TBSは政策保有株式の割合が異常に大きい。
- 東京エレクトロン、その他の政策保有株式の保有目的について、説得力のある政策的な根拠を具体的に説明する義務が果たされていない。

保有株式具体例

銘柄	株式数 (株)	貸借対照表計上額 (百万円)	保有目的
東京エレクトロン株	7,723,383	93,926	グループ経営上の取引関係維持・強化のため
株スカパーJ S A Tホールディングス	18,434,000	8,663	グループ経営上の取引関係維持・強化のため
三井不動産株	3,420,795	8,120	グループ経営上の取引関係維持・強化のため
株三井住友フィナンシャルグループ	224,781	909	グループ経営上の取引関係維持・強化のため
株RKB毎日ホールディングス	140,000	699	グループ経営上の提携関係維持・強化のため
中部日本放送株	545,500	429	グループ経営上の提携関係維持・強化のため
株新潟放送	485,000	363	グループ経営上の提携関係維持・強化のため
株パスコ	750,000	264	グループ経営上の良好な関係維持・強化のため
D.A. コンソーシアムホールディングス(株)	150,000	206	グループ経営上の良好な関係維持・強化のため
朝日放送株	240,000	182	グループ経営上の提携関係維持・強化のため

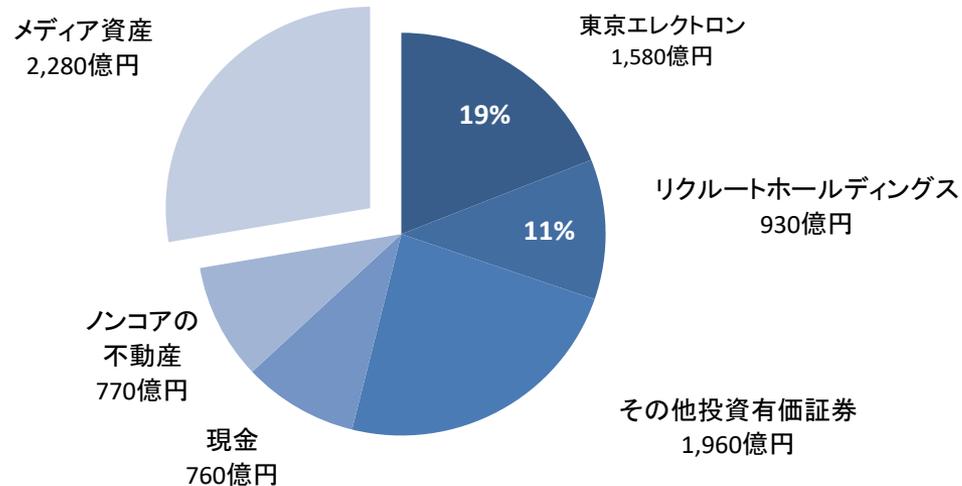
なぜ政策保有株式は株主にとって不利益なのか

- TBSに貯蔵されている「政策保有株式」は、実際の市場価値よりも大幅な割引がかかっている。



- リスクマネジメント: 東京エレクトロン株とリクルート株の2銘柄に、TBSの時価総額の63%、総資産の30%が集中。
- TBSは放送事業者ではなく、もはや投資ファンドと言える。仮にプロの投資マネージャーがこのように無計画な一点集中型の投資をすれば、職務怠慢だと言われても致し方ない。

総資産の内訳

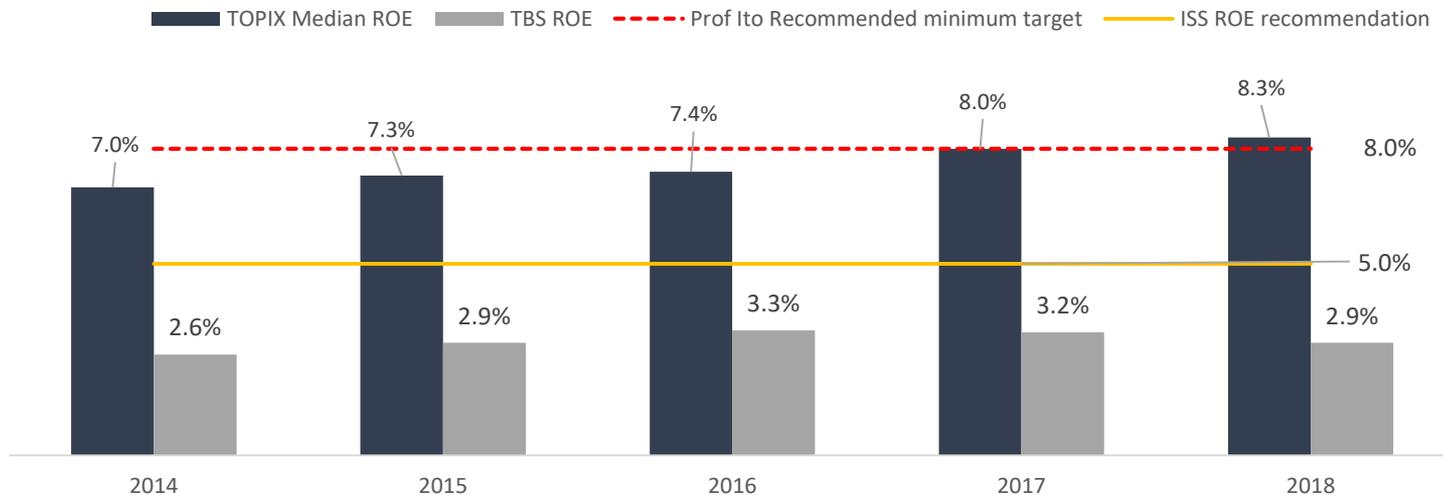


なぜ政策保有株式は株主にとって不利益なのか

- 大株主との株の持ち合いは、TBS経営陣を一般株主に対する責任から庇護する。

TBSと持ち合いをしている会社	被保有割合	TBS 保有割合	TBS 社外取締役
毎日新聞社	1.9%	0.7%	朝比奈 豊
電通	1.3%	1.4%	石井 直
MBSメディアホールディングス	9.8%	4.6%	三村 景一

- TBS経営陣は、放送業界が直面している問題点、及びROEの改善が至急対応すべき課題であることを軽視してきた。



- 東京エレクトロン株は、数十年前に極めて低額で取得したもので、価格が下落しても「失うものはなにもない」
- 東京エレクトロン株は、将来の資本的支出に必要
- 現物配当を実施することに伴う税務及び技術的問題

- TBSは過大な有価証券ポートフォリオにより株式が大幅にディスカウントされている。
- TBSの巨額の有価証券投資への集中により株主は不当なリスクにさらされている。
- コーポレートガバナンス・コードの原則1-4により、TBSは政策保有株式を縮減し、いずれは廃止する義務がある。
- 本提案では、東京エレクトロン株の40%を配当することで、この問題の解決の一助となる。
- 本提案がTBSの株主の最善の利益にならないという論理的根拠はいまだ聞かれていない。

本件に関するお問い合わせ

- ジョー・バウエルンフロイント Joe.Bauernfreund@assetvalueinvestors.com
- ダニエル・リー Daniel.Lee@assetvalueinvestors.com

または

- AVI東京連絡事務所 (IFC)
担当: 竹江、神谷、鈴木
Tel: 03-5532-8925
E-mail: h-kamiya@ifcpr.co.jp

その他詳細な情報は、特設サイトをご覧ください
www.improvingtbs.com