

株式会社 TBS ホールディングス

取締役会御中

2023年5月9日

## 企業価値向上施策ご提言書

### 目次

1. 貴社の市場での評価について
2. ご提言1: 事業戦略について – IP の展開
3. ご提言2: 財務施策と株主還元について – 定額配当の導入
4. ご提言の意味

---

(以下本文)

### 1. 貴社の市場での評価について

まず、貴社の資本市場における評価について、改めて分析を共有させていただきたく存じます。

これは TV を中心とした従来型のメディア企業全般に言えることであり貴社もまさにそうかと存じますが、図1の指し示す通り、市場から十分な評価を受けているとは残念ながら言い難い状況が継続しております。2023年4月末における貴社の時価総額は、貴社の保有する現金及び投資有価証券より全負債を引いた3,585億円より低い状況であり、それらに加え赤坂本社や緑山といった合計2,000億円以上の価値のある不動産も貴社は有しておられます。

保有する資産の価値より時価総額が低いことで皆さまの事業の価値がマイナス評価されている典型例となっております。

このような状況が長年続いていることにより、それが貴社側でも、市場側でも「当然」のごとく受け入れられてしまっている「慣れ」に近い状況は、人間誰しもが持つ、過去もそうだから今後もそうであろう、という継続性バイアスが強く働いているような状況かと存じます。これを共に打ち破る方法はないか、という視点で本書簡を送付させていただきました。

図1：貴社の現金及び投資有価証券と時価総額の比較（23/3 3Q 短信ベース）

(億円)	
現金及び投資有価証券 (a)	6,147
負債合計 (b)	2,562
<b>現金及び市場性金融資産 - 負債合計 (a)-(b)</b>	<b>3,585</b>
時価総額(23年4月末)	3,507
PBR倍率(23年4月末、倍)	0.46

(出所：貴社決算短信及びブルームバーグより Hibiki)

貴社は、2018年に、英国の投資家、アセット・バリュアー・インベスターズ (“AVI”) 社から、保有する東京エレクトロン株式の現物配当に関する株主提案を受けたこともあり、バランスシートに多く保有される有価証券についても、有価証券報告書上では「経営戦略上の必要に応じて、有意義又は有望な投資の原資として随時活用する」と述べられ、旧来型の持ち合いの状況から変化するご姿勢も提示され、毎年一定程度の有価証券の売却も行ってこられていることは私どもも認識しており、貴社の姿勢の前向きな変化に強く関心を持っております。

また、事業環境面では、人々の「視聴、及び時間消費」の中心が、紙媒体の新聞雑誌等やテレビといった大量大衆消費型のものから、SNS や YouTube といった個人選択型に大きく移行し、企業の広告予算の取り方も大きく変化する中で、貴社も様々な手を打ちつつ、事業転換を図っていらっしゃることも十分に承知しております。TV メディア各社そうですが、貴社も IP やコンテンツを独自展開する戦略を標ぼうし、将来への「種まき」投資を積極化される方針を打ち出されています。300 億円をかけた THE SEVEN の立ち上げ、そして

Netflix との提携についても、本格的な事業リターンとしてあがってくるのには時間がかかることと存じますが、そのような事業展開と、財務政策、株主還元策を総合的にバランスよく展開し、貴社の将来に期待する長期視座の株主を積極的に呼び込んでいくことは喫緊の課題であると私どもとしては考えております。

この提言書では、事業面と財務、還元面に分けて、私どもが考える、企業価値の抜本的向上策について僭越ながらお示しをさせていただきます。

## 2. ご提言1: 事業戦略について - IP の展開

まず、事業戦略については貴社も、不退転の決意で既に多くの策を講じられております。日本のテレビ局が世界のテレビ局の多くと違って独特な部分は、ドラマやアニメといった IP を創造、展開する力を既に内製化している、という点です。日本においてコンテンツが作られる独自の方式である「製作委員会方式」にテレビ局各社も出資をされていることもあり、日本のコンテンツが世界でより多く消費される世界展開部分へのエクスポージャーにおいては各社一定程度確保されていることと理解しております。貴社も、それに加えて過去の考え方にとらわれず、Netflix、Amazon、Disney+といったプラットフォームにクオリティの高いドラマ中心にコンテンツを提供する IP ホルダーとしての立ち位置をさらに強化されていこうとしている部分については弊社としても期待をしております。

特に前述のドラマなどの企画子会社、THE SEVEN については当初から 300 億円という予算を取り、Netflix 配信で世界的なヒットとなった「今際の国のアリス」の森井輝氏、また「翔んで埼玉」「コンフィデンスマン JP」などをヒットさせてきた赤羽智史氏がプロデューサーとして加わり、今後の実写ドラマに関し、世界展開についても十分勝算のある布陣を敷いておられるように理解しております。

しかし、反面、アニメ著作権ビジネスに関しては貴社は他社比で出遅れていると感じております。日本の様々なコンテンツで、2023 年現在で世界で十分に戦えているのは実は、漫画、ライトノベル、そしてアニメキャラであり、それこそ Pokemon、ドラえもんや ONE PIECE など、長期にわたり、また、世代を超え世界中にファン層を積み上げていっている

強烈に価値のある世界的 IP がこの日本から数多く出現している実態は皆さまもよくご存じだと思います。

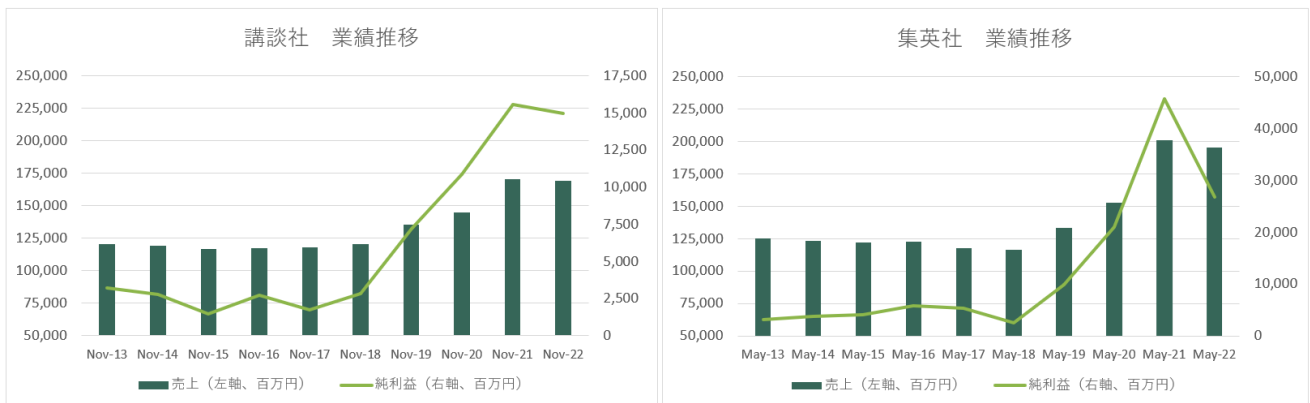
主に日本の古くからの庶民文化といえる「漫画」からこういった IP がスタートするため、個人の才能豊かで野心的な若手漫画家が常に業界に出現し、また同時にキャラクターが「絵」であるために世界観を守りやすく、実写で言う俳優の配置に関しても頭を悩ますことなく、ストーリーのスピンオフといった展開もし易い、戦略的自由度の高い IP であることは、業界の皆様にとっては釈迦に説法であるかと存じます。

貴社が放送しているアニメタイトルで言うと、機動戦士ガンダムシリーズや五等分の花嫁といった作品はヒットしていますが、実は、中長期的な「アニメ IP 戦略」に関して、通常の説明会資料等においてもほとんど触れられておらず、外部から戦略や今後の取り組み姿勢が見えない状態となっております。2017 年にセブン・アークスというアニメ制作会社を子会社化され、2022 年にもさらなる追加の投資を行いデジタル化等を推進されてきておりますが、制作という、ある意味、請負型の軸のみならず、そういったアニメ IP の版權をいかに獲得し、長い時間軸で拡大するキャッシュフローを創造するか、という視点でまだ十分な戦略像を出し切れていないように見受けられます。

アニメのヒットで現在密かに絶好調にあるのが、一時期紙メディアの衰退により将来性を危惧さえされもした、出版社（特に漫画雑誌を有する、集英社及び講談社の両社）です。既に皆さまご承知の事実も多いかと存じますが、改めて少しこちらで解説をさせていただきたく存じます。

先ず、以下図 2 に両社の過去 10 年間の売上高と純利益の推移をお示しします。

図 2：講談社、及び集英社の売上と当期純利益の変遷



(出所：各社発表資料より Hibiki 加工)

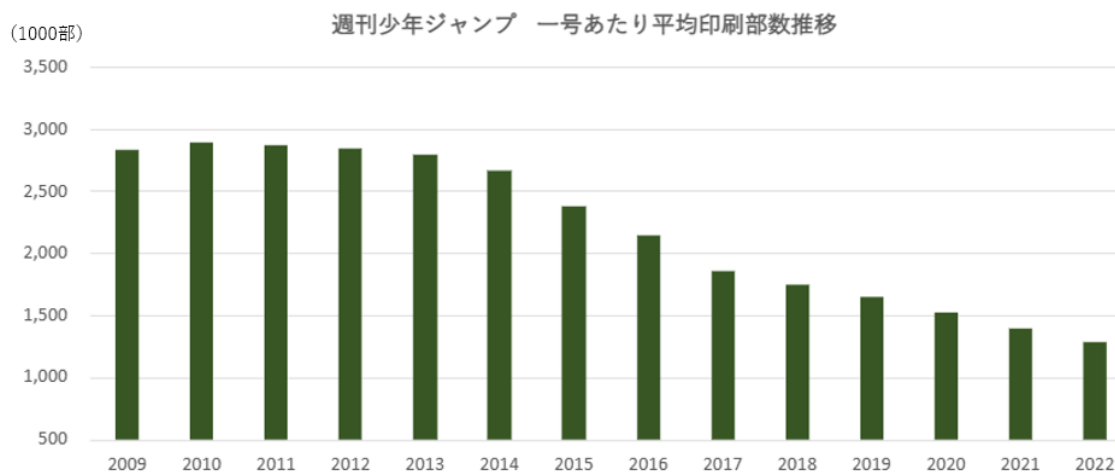
ご覧頂ける通り、2019 年頃から両社の業績伸長が著しいのですが、共通項として挙げられるのは、①雑誌のデジタル版読者が大きく拡大し始めた、②そのデジタル伝播力の拡大に伴い、以前の時代とは比べ物にならない程の想定以上のヒット IP が出た、の 2 点と私どもは考えております。

講談社については、進撃の巨人、転生したらスライムだった件、や東京リベンジャース、そして貴社で放送された五等分の花嫁など新しい IP 創出の快進撃を続けておりますが、その根幹にあるのがまさにデジタル戦略です。IP がヒットすると、それを企業とのコラボに活用し、版權収入をさらに拡大し、そのように社会の目に留まることで新しい読者層をさらに発掘するという循環型シナジー効果を十分に事業戦略上発揮しているものと推察されます。当期純利益で見て、10 年前は 15-30 億円を行ったり来たりする企業であったのに、ここ最近では 150 億円内外となり、強力 IP ホルダー企業としてそれこそ「転生」したような状況です。

翻って、昭和時代からの日本人少年達の心のよりどころともいえる雑誌「少年ジャンプ」有する集英社に至っては、過去 2-3 年の当期純利益が 200-450 億円と、東証プライム上場企業も顔負けの巨額の利益を叩き出していますが、以前からの世界的な長期ヒット IP である ONE PIECE 等に加えて、近年、呪術廻戦、鬼滅の刃、キングダム等、圧倒的な世界観とストーリーを有する作品に立て続けに恵まれています。

実際、少年ジャンプの紙の発行部数は図3にある通り、過去継続的に低下してきており、一時期はネットの書込み等では廃刊の危機までささやかれる状態でしたが、集英社は密かにデジタル化を推進しており、紙による2022年の発行部数である（約）130万部に対し、デジタル版の発行部数が既に70万部を超えていることが、2022年の集英社のキャンペーンで紹介<sup>1</sup>され、業界から驚きの声を持って迎えられました。

図3：週刊少年ジャンプ平均発行部数の推移



（出所：日本雑誌協会より Hibiki 加工）

2020年頃からの大ヒット作品、鬼滅の刃に関しては、既に元々ヒットした漫画であったものの、映画アニメ化によりその乗数倍的な社会現象になったとも言え、様々なネットワーク効果を最大限活用した総合格闘型のマーケティングで一躍ヒットIP化した戦略的勝利でもあったと言えます。

アニメのIPに関しては、それこそ上記のような出版社が金の卵の発掘に多大な貢献をしていることもあり、権利の大きい部分を押さえてしまうことでテレビメディア側からすると主導権を取りにくい分野であるとも言えるかと思いますが、それこそテレビメディアの既成概念を超越し、M&A戦略をも駆使して、上流（コンテンツ制作）、及び下流（配信及びマ

<sup>1</sup> <https://www.shonenjump.com/p/teiki/2022/Vv5evZPL/>



ーケティング) にしっかりと食い込んで収益獲得可能面積を極大化し、世界に拡大するアニメ市場の大波に乗り遅れないことが肝要かと存じます。

次に財務施策と株主還元についてのご提言です。

### 3. ご提言2: 財務施策と株主還元について - 定額配当の導入

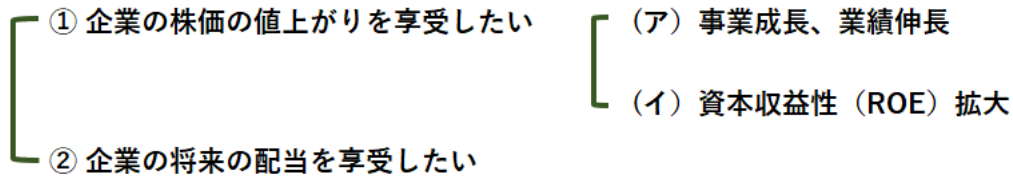
貴社は、前出の通り 2018 年に、海外の投資家から、その投資有価証券保有に関し株主提案を受け、その提案自体は否決されたものの、その後、投資有価証券を継続的に一部流動化し、戦略事業投資及び配当や自社株買いの原資とされてきたことと存じます。この方向性自体は正しいものであったと私どもも感じております。しかし、今後は、以前に海外株主とそういった議論もご経験された企業として、また、日本を代表するメディア企業として、さらに「積極的」な財務施策と還元策を公表されることをお願いしたく存じます。

一般論として改めて申し上げますが、人々が株式を購入する理由はしごく単純で、大きく2つとなります。それは、①その企業の株価の値上がりを享受したい、②その企業の将来の配当を享受したい、ということです。

そのうち、①の株価の値上がりは、様々な理由で起こりますが、これも大きく分けると、2つとなります。それは、(ア) 事業の成長確度が高まり、今後業績拡大が見込める、か、(イ) 資産の有効活用等により、事業の資本収益 (つまり ROE) が高まるのいずれか、もしくはその両者の組み合わせとなります。なお、自社株買いについては、企業価値を増加させるものではないとの議論がありますが、分母である発行株式数の総数が減少するので総企業価値が変わらなくとも 一株当たりの企業価値は当然に上昇します。

図4：人々が株を買う理由

人々はなぜ株を買うのか？ 一般論的回答



(出所：Hibiki)

また、②の配当については、電力やガスといった大きな成長が見込みにくい業種については、国内海外変わらず、配当利回りによって評価されるため、財務施策を含めた上での配当の安定性、配当施策が投資家の関心の的となります。

つまり、煎じ詰めて、上記の分解を取って並列に3つに並べますと、

- A) 事業の将来性はどうか？
- B) 資本収益性(ROE)の方向性はどうか？
- C) 配当はどうなるのか？

のそれぞれ、及び全体について、資本市場（投資家）がどう感じるかの期待値、が株価を決定づけることとなります。なお、株価をなぜ気にする必要があるのか、という点については、[2016年11月ひびきコメント](#)や、[東京証券取引所（「東証」）への公開書簡](#)にて、私どもの見解について記載をさせていただいておりますので、ここで改めて申し述べることは差し控えます。しかしながら、その東証が昨今、日本の資本市場の再生のために奔走<sup>2</sup>している状況からすると、日本を代表する企業であるメディア各社のPBR倍率が1倍を大きく下回っている現状は、望ましくない状況であると言わざるを得ません。その中でも、私どもは、貴社が過去株主より株主提案を受け、ある意味こういう資本市場と株価、という難しい課題につき市場との対話を行ったご経験があることから、そうではない企業に比べて対応可能なマ

<sup>2</sup> (株) 東京証券取引所 市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理 (2023/1/30)



インドセットを業界内で最も有されているのでは、という期待をもって株式を購入しております。

この A)、B)、C)の 3 つの内、A)の事業戦略に関しては、既に先述のセクション 2 で私どもの見解を申し述べさせていただいておりますので、ここでは B)、C)に係わるご提言をさせていただきます。結論から先ず申し上げると、それは、現状の 8~10 倍近い金額の「定額配当」を 10 年以上継続する、ということです。突拍子もなく、さらに無責任な極論として感じられる面もあろうかと思っておりますので、誤解なきよう以下に丁寧にご説明をさせていただきますたく存じます。資本収益性と配当を一気通貫で考慮する一つのソリューションであると私どもは考えました。

貴社の財務の問題点は、投資有価証券の保有と不動産資産が多く、過剰資本状態にあり ROE が 3-4%台と極めて低い点にあります。事業収益性 (i.e.利益率) の改善には事業構造転換も必要であり、それなりの時間軸が必要であることから考えると、財務面でその時間軸を埋める施策を検討することが肝要かと存じます。但し、自社株買いについては、「機動的に行う」との記載もありますが、放送法による外資規制の問題により、議決権に絡む株主調査の煩雑さもあり実行に慎重にならざるを得ない部分もあるのではないかと私どもは推測しております。よって、ROE を継続的に上昇させていくための主軸となる財務戦略は配当政策になろうかと存じます。

貴社の現在の資本コストは、私どもの計算では控え目に見てもおおよそ 5.8%~6.0%と推測され、現在の ROE はそれを下回っています。現状の収益性が今後も継続するという仮定で、どの程度の配当をすればこの資本コストを充分上回る ROE7-8%以上を達成出来るかという視点で考えると、配当性向は常に 100%以上を大前提とした上で、「事業としてサステナビリティのある、計画的で長期視点の株主資本の縮減」が必要となります。ここで、配当の継続性を維持しながらどのような計画を立てるかは大変難しい問題です。

では、配当政策に関してここで 3 つのケースをシュミレーションしてみます。現在の貴社の状況を単純に正規化して、総資産合計を例えば 100 円とすると、株主資本は約 70 円、当期利益は約 3 円となり、そして ROE は約 4%程度となります<sup>3</sup>。変数を増やさないために、

---

<sup>3</sup>あくまで大まかな数値の仮定ということでご容赦下さい

この3円という利益水準が10年継続するという控え目な前提をここでは置かせていただきます。現在の配当水準は配当性向で約20%<sup>4</sup>となっておりますのでそれをベースケースとして以下の3つのケースで10年後にROEがどう変化するか見てみます。

Case 1: 現状の配当性向20%をそのまま10年継続

Case 2: 100%の配当性向を10年継続

Case 3: 定額配当6(現在の一株利益の約2倍)を10年継続

(1) 20%配当性向	Yr 0	Yr 1	Yr 2	Yr 3	Yr 4	Yr 5	Yr 6	Yr 7	Yr 8	Yr 9	Yr 10
総資産	100	102	105	107	110	112	114	117	119	122	124
株主資本	70	72	75	77	80	82	84	87	89	92	94
株主資本比率	70%	71%	71%	72%	73%	73%	74%	74%	75%	75%	76%
当期利益	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
配当性向	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
ROE	4.3%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%	3.4%	3.3%	3.2%

(2) 100%配当性向	Yr 0	Yr 1	Yr 2	Yr 3	Yr 4	Yr 5	Yr 6	Yr 7	Yr 8	Yr 9	Yr 10
総資産	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
株主資本	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70
株主資本比率	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
当期利益	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
配当性向	20%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
ROE	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%

(3) 定額配当6円	Yr 0	Yr 1	Yr 2	Yr 3	Yr 4	Yr 5	Yr 6	Yr 7	Yr 8	Yr 9	Yr 10
総資産	100	97	94	91	88	85	82	79	76	73	70
株主資本	70	67	64	61	58	55	52	49	46	43	40
株主資本比率	70%	69%	68%	67%	66%	65%	63%	62%	61%	59%	57%
当期利益	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
配当額	0.6	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
ROE	4.3%	4.5%	4.7%	4.9%	5.2%	5.5%	5.8%	6.1%	6.5%	7.0%	7.5%

(出所: Hibiki)

御覧いただいた通りですが、先ず Case 1 の現状の配当方針では、利益が一定という前提で、株主資本がこのまま増加し続け、ROE は現状の4.3%から3.2%に低下します。この状況では、株主は貴社の企業成長の可能性のみを信じ続けねばならず、p.9の(ア)と(イ)で分けた場合に片手落ちの状態であり、現状のPBR1倍割れを解決するソリューションとはなりにくいことが見て取れます。また、大幅に増配を行い Case2 のように配当性向を100%

<sup>4</sup> 貴社の定義における特殊ケースを調整しないベース

としても、計算上はROEは一定を維持するだけであり、同様にPBRを上昇させるには、業績の大幅の伸長が必要になります。両者とも、「計画的に制御された事業としてサステナビリティのある株主資本の縮減」とは程遠い状況となります。

ここで、Case 3ですが、現状の本ケースにおける配当 0.6 円のおよそ 10 倍である 6 円を 毎期配当することで、10 年後に ROE は 7.5% を達成し、それでいて株主資本比率は 57% と依然極めて健全な状況となります。資産が 100 円→70 円と 30% 減少している計算になりますが、今現在の総資産の約半分が投資有価証券であることから、実はこのような配当政策を行ったとしても事業継続性を損なわせる危険性は小さいことが見て取れます。反対に、ここまですることにより、ROE を改善させることの経営陣としての不退転の決意として市場に浸透させることが出来、株価評価が高まる可能性が見えてくると言えるのです。これは、マネーゲームではなく、市場と向き合う上での計画的、戦略的な資本政策と考えます。

なお、蛇足ですが、定額配当の良いところは、経営施策が効果を発揮し利益成長が達成された場合、①ROE がさらに上昇し、②配当支払いの内、期間利益により確保される部分が大きくなり、自動的に配当性向が下がってくることです。新たな、Case 4 として、以下に利益が 10 年後に 2 倍の 6 円になっている場合で計算すると、ROE は 11.3% と超優良レベルになり、株主資本比率も 64% と極めて盤石な状態を維持出来ることとなります。

<b>(4) 定額配当6円+利益増</b>	Yr 0	Yr 1	Yr 2	Yr 3	Yr 4	Yr 5	Yr 6	Yr 7	Yr 8	Yr 9	Yr 10
総資産	100	97	94	91	89	87	85	84	83	83	83
株主資本	70	67	64	61	59	57	55	54	53	53	53
株主資本比率	70%	69%	68%	67%	66%	66%	65%	64%	64%	64%	64%
当期利益	3	3	3	3	4	4	4	5	5	6	6
配当額	0.6	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
ROE	4.3%	4.5%	4.7%	4.9%	6.8%	7.0%	7.3%	9.3%	9.4%	11.3%	11.3%

このように、先人たちからの蓄積のお蔭でもある、極めて例外的なバランスシートの状況と、事業環境の急激な変化対応の施策にかかる時間軸、そして、資本市場の番人である東証が資本市場の構造改革に躍起になり乗り出している昨今の市場環境をバランスして検討すると、前近代的にも見える「定額配当」は一考の余地があると私どもは考え、ここで臆せずご提言とさせていただきます。

#### 4. ご提言の意味

ご理解いただきたいことは、この事業戦略と財務、還元戦略の誠に勝手なご提言の趣旨は、貴社が資本市場をいかに味方につけるかという視点で書かせていただいているということです。財務面のご提言のみを短絡的に見ると、「所詮配当を沢山出せ、とっている」と捉えられてしまうかもしれません。しかし、そういったことではなく、これは「市場から評価され、事業構造改革に対しても株主から中長期で応援を受けるための相互補完的な施策」である、と私どもは捉えています。株主の利益と経営上の目標は時間をならずと、決して対立するものではなく、中長期の目線でギブアンドテイクの精神で一致させることが可能であると信じています。今後の時代、日本もそうでないといけないのではないのでしょうか？

なお、海外株主からの 2018 年の貴社に対する株主提案の際の、貴社からの反対プレスリリースを拝見しますと、当時、急激な有価証券の売却及び配当が決して企業価値の向上に最適ではない、と提案に反対されたのであって、そのような有価証券も将来的に様々な投資原資として有効活用されていくと謳っておられます。今回のご提言のように、利益水準以上の定額配当を行うことについては、取締役各位、直感的には躊躇されるかもしれませんが、正規化された分析でお示しした通り、貴社の盤石な財務基盤からすると十分実行可能であり、事業投資と還元のバランスをある一定程度の時間軸にわたり徐々に達成し、さらに ROE の向上にも結び付けることが可能な数少ない「計画的」な政策ではないかと、自信をもってご提言をさせていただいております。

また、最後にですが、私ども本書簡の内容は、一つのアイデアとしてご提言しており、これにとらわれている訳ではございません。このアイデアをたたき台として、貴社独自の「株主から高く評価され、市場に味方が増える」ための事業及び財務戦略の進化版があってもいいと考えております。しかし、大前提として、どうかご検討いただきたいのは、ROE の向上に、事業戦略からの貢献だけではなく、財務、及び還元戦略面からも強くコミットいただきたいという点です。御覧いただいた通り、過去の延長線上ではなく、未来志向の事業戦略や財務戦略を実行頂かないとおそらく ROE の改善の計画は絵に描いた餅になりかねません。また、事業戦略については外部環境や社会動向、新興メディア企業との競争環境、

M&A の可否など、変数が多く、貴社だけでは確実に達成できるかどうか不確実な面がどうしても出てきます。しかし、財務や還元に関しては、貴社自身の覚悟さえあればその実行自体の蓋然性は高く、その両面の戦略実行のバランスが整ってこそ、企業として市場から高く評価されていくものと考えます。

日本のトラディショナルメディア企業が、本質的な勝利のために、どのように「転生」ではなく「覚醒」するかの最高のケーススタディを貴社からお届けいただけるものとして少数株主として期待をしております。

以上

2023年5月9日

39 Temple Street #02-01, Singapore 058584

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.

www.hibiki-path-advisors.com

www.hibiki-investment-news.com

本書簡の作成に際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本書簡は特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。なお、本書簡は私どもよりウェブサイト等に公開される可能性があります。