

株式会社フジ・メディア・ホールディングス（FMH）の株主の皆様

2025年6月12日

不動産事業のスピンオフ

FMHは、2025年5月16日付「改革アクションプラン」で、「不動産事業（都市開発・観光分野）は戦略的投資の実行により継続成長を促す」とし、不動産事業のスピンオフについては反対しています。

しかし、私たちは、概要以下の理由により、適切な時期に不動産事業をスピンオフするべきと考えています。

株主の皆様は、スピンオフにより、FMH 株式に加えて、サンケイビル株式を取得することになり、FMH がメディア・コンテンツ事業、サンケイビルが不動産事業に集中することにより、それぞれの企業価値が向上することで、株主の皆様が保有される FMH 株式、サンケイビル株式の価値が向上するというメリットがあります。

1. メディア・コンテンツ事業と不動産事業を抱えることの問題点

- メディア・コンテンツ事業と不動産事業との間には客観的にみて合理的な事業上のシナジーがない
- FMH では不動産事業に傾斜する事業運営が行われてきている
- メディア・コンテンツ事業に集中投資しなければならない状況の中、FMH は今後も不動産事業に 2,500 億円の成長投資の半分を振り向ける意向である
- 6月4日に掲載された日経インタビューで「サンケイビルの営業利益4，5倍に」とあったがその間、FMHの株価はPBRベースで下がり続けた現実を「直視」する必要がある
- コングロマリット・ディスカウント

2. 不動産事業をスピンオフすることのメリット

- スピンオフ後はメディア・コンテンツ事業を営む FMH と不動産事業を営むサンケイビルのそれぞれの経営者がその中核事業に専念することができる
- それぞれの会社の企業価値向上につながる
- コングロマリット・ディスカウントからの脱却

3. メディア・コンテンツ事業は不動産事業に頼らずとも運営可能

- FMH の現金・有価証券等の財務資産は 5,000 億円以上（現金・現金同等物 2,000 億円、上場株式 2,000 億円、未上場株式 1,000 億円）に上り、足元業績が厳しいメディア・コンテンツ事業においても、不動産事業に頼らなくても十分な財務的余裕がある

詳細については、別紙をご参照ください。

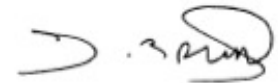
別紙参照 1 : FMH と TV 東京 HD の株価推移（2012 年 1 月 1 日～2024 年 12 月 31 日）

別紙参照 2 : FMH の PBR 推移

別紙参照 3 : 不動産事業のスピンオフについて

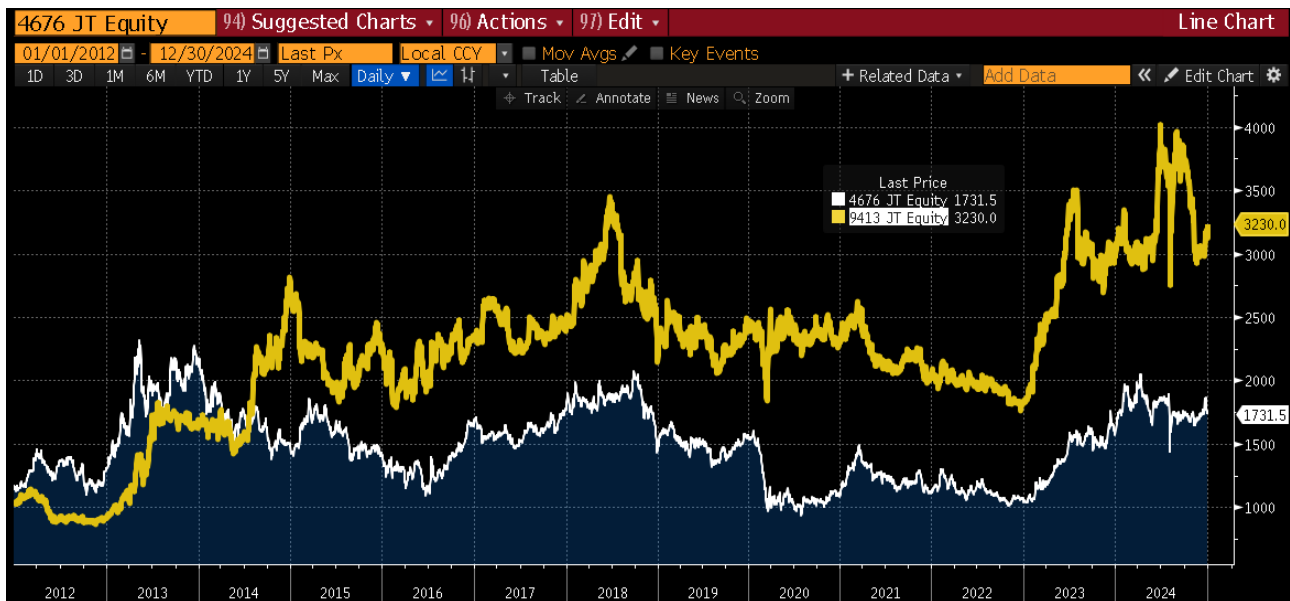
James B. Rosenwald III

Founding Partner and Chief Investment Officer of Dalton Investments,
Inc Dalton Investments



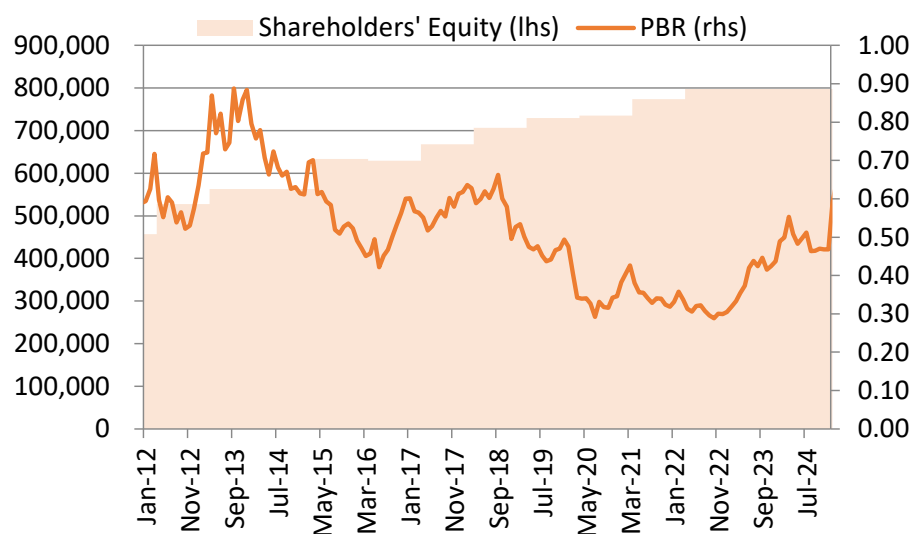
別紙参照 1：FMHとTV東京HDの株価推移（2012年1月1日～2024年12月31日）

不動産ではなく、メディア・コンテンツにフォーカスしたTV東京ホールディングスの評価は株式市場からの評価も高い。FMHによる、「安定的な不動産」へのフォーカスは、結果的に、視聴率の低迷を招き、株式市場の評価も著しく低い。



別紙参照 2：PBRの推移（右軸）

サンケイビルの営業利益が4－5倍になっても、株価に対しての影響はなく、下がり続けた



不動産事業のスピンオフについて

2025年6月

本資料の内容について

我々は、株式会社フジ・メディア・ホールディングス（以下、FMH）取締役会宛の書簡を初めて公開した2024年以前から資本政策の一案として、また、来る定時株主総会における株主提案の提案理由においても、FMHグループ全体の企業価値向上に資するとの考えのもと、一貫して不動産事業（株式会社サンケイビル（以下、サンケイビル））の“**スピンオフ**”について提案をしております。

スピンオフとは、サンケイビル株式をFMHの既存株主に対し現物配当を行うものであり、決してサンケイビルの第三者への切り売りを提案しているわけではないことをあらためて強調させていただきます。

また、スピンオフが行われる場合においてはFMH株主の持ち分に応じてサンケイビル株式が全FMH株主に対し平等に現物分配により配分されることから、もっぱら我々ダルトングループのみが利する提案ではないし、短期的利益を志向しての提案ではないことを念のため付言しておきます。

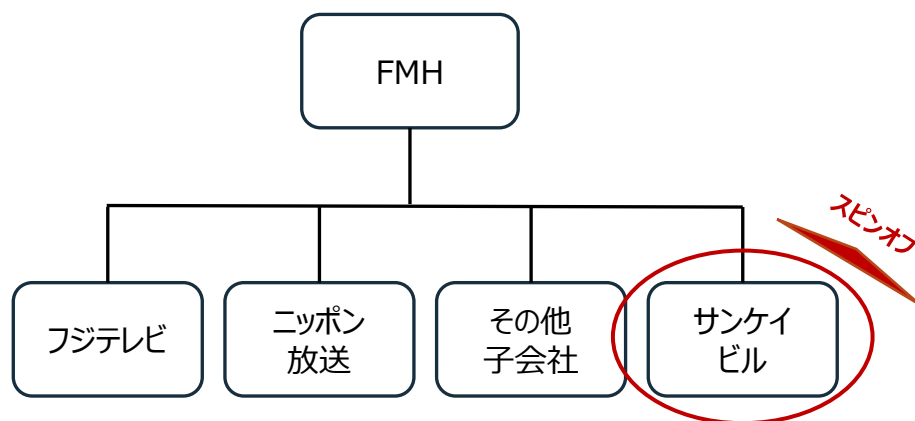
従業員の方々にとっても、スピンオフは、よりご自身が従事する事業に即した報酬等を享受できるようになるメリットがあると考えています。（不動産事業に従事しているにも関わらず、放送・メディア事業を做った報酬制度となる、自身が従事していない事業の業績により報酬が影響を受けてしまう等）

本資料は、あらためてスピンオフの制度、意義、事例などについてご説明させていただくものとなっております。

スピンオフ提案について

我々はサンケイビルをスピンオフし、放送・メディア事業と不動産事業を分離することで、FMHおよびスピンオフされるサンケイビルがそれぞれ独立した形で双方がそれぞれの事業に注力することを提案しており、それが望ましい組織形態であると考えています。

FMH組織概略



* 社名は便宜上略称等を使用

スピンオフの提案理由

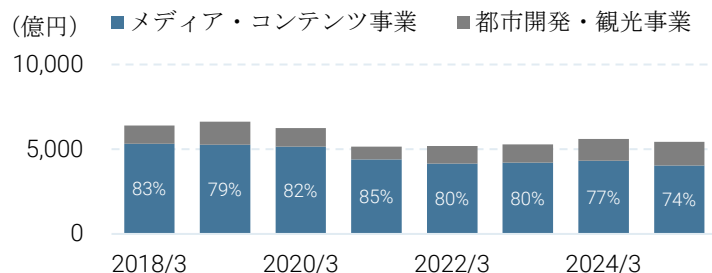
- 放送・メディア事業と不動産事業の間では客観的に見て合理的な事業上のシナジーが見いだせない
- 認定放送持株会社として、上場企業でありながら株主の株式保有に制限が課せられている中、放送事業と関連性がない不動産事業までにその制限が課されるという異質性
- 性質の異なる複数の事業を抱えることによる投資資本の分散（FMHの場合における不動産事業への投資の傾斜）
- 同様にそれぞれの事業における利益および企業価値創出に対する意識の希薄化

出所：会社資料

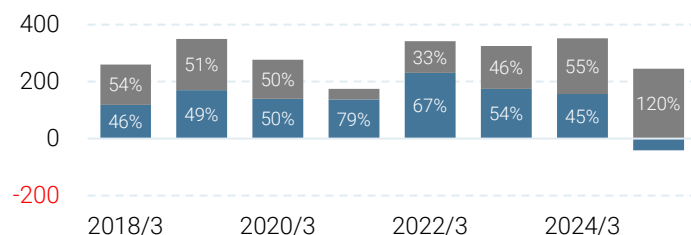
不動産事業に傾斜する事業運営

不動産事業のフリーキャッシュフローは毎年赤字で、これは、同事業の収益のみでは自身の投資を賄えておらず、メディア・コンテンツ事業の収益も不動産事業の投資に回されているということです。このため、我々は、本来行われるべきメディア・コンテンツ事業への投資が十分に行われていないのではと懸念しています。

売上高推移



営業利益推移

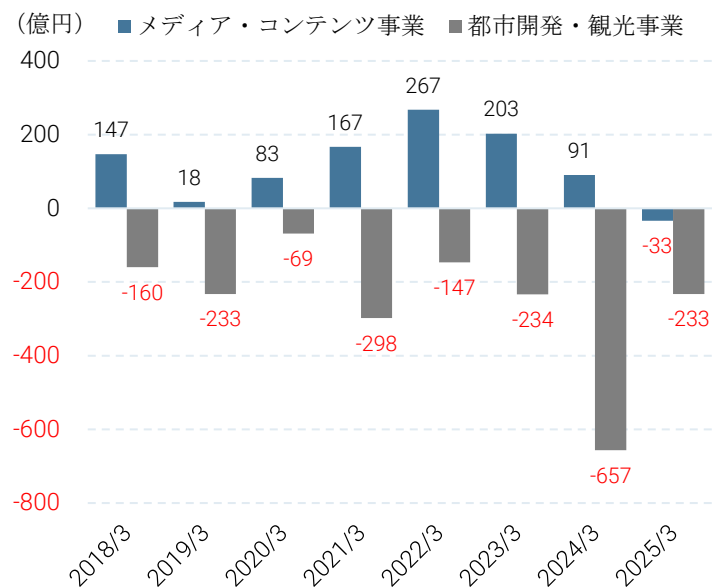


* 1 現在の報告セグメントで取得できる2018年3月期より掲載

* 2 その他事業・調整額は未反映

出所：会社資料、Bloomberg

フリーキャッシュフロー（現金流入）概算



* 1 セグメント別（営業利益）+（減価償却費）+（のれん償却額）-（有形固定資産及び無形固定資産の増加額）で概算

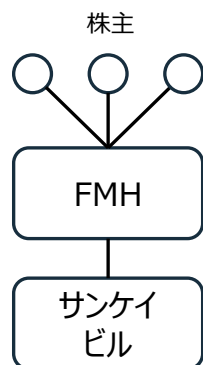
* 2 税金負担は未考慮

スピノフについて

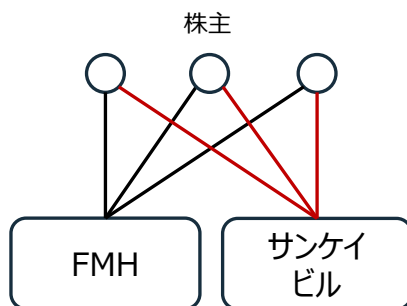
スピノフとは自社内の特定の事業部門または子会社を切り出し、独立させるもので、独立した会社の株式は元の会社の株主に交付されます。そのため、元の会社の株主が享受する経済価値は、スピノフ前とスピノフ後で不変です。また、企業の機動的な事業再編を促進する目的のもと税制面での優遇措置も図られています。

完全子会社をスピノフする場合

<スピノフ前>



<スピノフ後>



サンケイビル株式をFMH株主に対しFMH株式持分に応じて現物配当

税制関係

平成29年度税制改正により、スピノフのうち適格要件を満たす場合、

スピノフ実施法人に対する譲渡損益課税の繰り延べ

現物配当を受ける株主に対する配当課税が対象外となる



スピノフ実施法人およびその株主双方がスピノフ直後にスピノフによる税務負担（現金支出）が生じない

スピノフの効果

スピノフには、①経営の独立、②資本の独立、③上場の独立の効果があるとされ、これは、下記の通り経済産業省の資料に明記されています。特にFMHにおけるサンケイビルのスピノフは我々の提案理由からもその効果は大きく、すなわちスピノフによるFMH、サンケイビル双方の企業価値の向上余地は大きいと考えています。

経営の独立による効果

- ❑ 両社とも、経営者は各々の**中核事業に専念**することが可能に（フォーカス強化）。
- ❑ これにより、投資戦略や資金調達等について**迅速、柔軟な意思決定**が可能に。経営者や従業員の**モチベーションも向上**。

資本の独立による効果

- ❑ スピノフされた会社は、**独自の資金調達の途**が拓かれ、大規模M&A等の**成長投資が実施可能**に。
- ❑ スピノフされた会社は、独禁法や系列等の制約から解放され、**元の会社の競合相手との取引も可能**に。他社とのアライアンスや経営統合の自由度も高まる。

上場の独立による効果

- ❑ 両社とも事業構成がシンプルになることで、**コングロマリット・ディスカウント^(注)を克服**（注）複数の事業を営んでいる場合に、それらを個別に営む場合よりも、事業価値の総和が市場で低く評価されること。
- ❑ 各事業のみに関心のある**投資家を引きつけ**、各々の事業特性に応じた**最適資本構成**が可能に。
- ❑ 株式報酬のインセンティブ効果も高まる。

出所：経済産業省「「スピノフ」の活用に関する手引き」（令和6年5月）より抜粋

スピノフ事例

平成29年度税制改正以降、その適格要件を満たしたスピノフとして株式会社コシダカホールディングス、株式会社メルコホールディングス（現バッファロー株式会社）の2つの事例があります。双方ともにスピノフの意義について現在のFMHにまさに求められているようなガバナンス体制の強化、事業の集中を挙げています。

コシダカホールディングス (2157)

主にカラオケボックス「カラオケまねきねこ」を運営。2020年にフィットネスクラブを運営する株式会社カーブスホールディングス(7085)をスピノフ

開示資料より抜粋

“カーブス事業の分離によって、カラオケ事業部門内に健全な危機意識が醸成されることにより、役職員がカラオケ事業の成長戦略遂行に一層集中する意識が高まる”

“規律あるガバナンス体制を一層強化、構築することが可能”

“役職員の責任感が増すとともに、モチベーションが向上”

メルコホールディングス (6676)

パソコン周辺機器を主に「バッファロー」ブランドのもと販売。2024年に製麺事業を営むシマダヤ株式会社(250A)をスピノフ

開示資料より抜粋

“経営責任の所在が不明確になることや傘下事業会社の迅速な経営意思決定に支障をきたすことも出てまいりました”

“それぞれの経営陣が、直接に資本市場からのガバナンスを意識するようになること、また市場との対話を直接行うことにより、ガバナンスの明確化を図ります”

“上場により独立した上場企業となることは、...シマダヤグループの従業員が...モチベーションの向上にも繋がるものと考えております”

出所：会社資料、一部抜粋

パーシャルスピノフ

2023年度税制改正により、スピノフ実施企業が一部持分を残す場合においても、その持分を20%未満とするなどの適格要件を満たせば100%スピノフと同様の税制優遇を受けることのできる、いわゆるパーシャルスピノフが認められ、より柔軟にスピノフが検討できるようになっています。ソニーグループ株式会社は、本年9月に本制度を利用した第1号としてパーシャルスピノフを行う予定です。

ソニーグループ (6758)

テクノロジーとエンタテインメントを中心に世界的に事業を展開。2025年9月に傘下で保険、銀行等金融事業を営む持株会社であるソニーフィナンシャルグループをスピノフ予定

開示資料より抜粋

“エンタテインメント3事業とイメージセンサー事業を軸とした成長領域にキャピタルアロケーションを集中”

“金融事業の成長に伴い拡大したバランスシートの最適化”

“金融事業独自の事業・成長戦略に注力し、意思決定を迅速化”

FMHとパーシャルスピノフ

前記の通り、我々は放送・メディア事業と不動産事業には事業上のシナジーはないと考えています。

一方で、FMHが主張するような両事業に相互効果があるとするならば、ソニーグループのようなかたちでFMHがサンケイビル株式を一部保有し続ける形となるパーシャルスピノフを行い、相互のブランド価値の共有を行うことも可能だと考えています。

そのような意向でのパーシャルスピノフの形態については我々は賛同できるものと考えています。

出所：経済産業省、会社資料、一部抜粋

海外事例

海外、特に米国においては、ガバナンスや資本配分に対する意識、また、税制面での整備が進んでいたこともあり、スピノフが一般的に行われています。そのため、日本においても知名度の高い企業群もそれぞれの経営戦略の一環としてのスピノフを行っており、スピノフはなにも特殊、珍しい選択肢というわけではありません。

Novartis

医薬品大手。2023年にジェネリック医薬品およびバイオシミラー事業をSandozとしてスピノフ。先発医薬品の開発販売に注力。

Kellogg Company

食品メーカー。2023年に北米シリアル事業をWK Kellogg Coとしてスピノフ。Kellogg CompanyはKellanovaと社名を変え、スナック菓子、冷凍食品や、海外シリアル事業に注力。

General Electric

航空宇宙、電気、ヘルスケアを担う複合企業。2023年にヘルスケア事業をGE HealthCare Technologiesとして、2024年にはエネルギー事業をGE Vernovaとしてスピノフ。General Electricは航空宇宙事業に注力。

3M

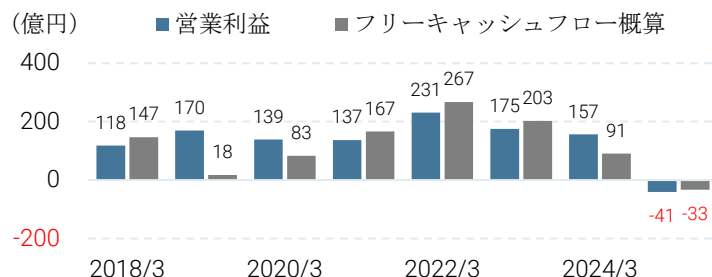
化学・電気素材メーカー。2024年にヘルスケア事業をSolventumとしてスピノフ。

出所：会社資料

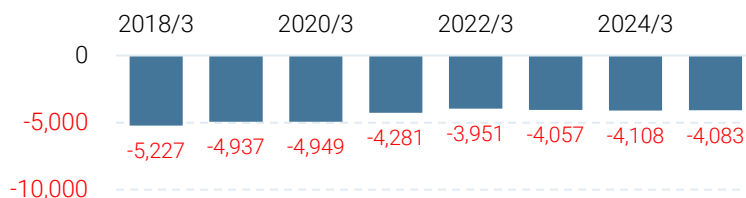
メディア・コンテンツ事業は不動産事業に頼らずとも運営可能

FMHの現金・有価証券等の財務資産は5,000億円以上に上り、非現実的ですが仮にメディア・コンテンツ事業の売上がゼロと仮定した年間の現金流出を賄えるほどの規模感です。財務状況に十分な余裕があるため、足元業績が厳しい状況にあるメディア・コンテンツ事業は、現段階でも不動産事業に頼らずとも十分に運営可能と言えます。

メディア・コンテンツ事業業績動向



同現金流出額試算



*1 セグメント (営業利益) + (減価償却費) + (のれん償却額) - (有形固定資産及び無形固定資産の増加額) で概算

* 現金流出額試算は、セグメント (売上高) - (営業利益) + (減価償却費) + (のれん償却額) - (有形固定資産及び無形固定資産の増加額) で試算

出所：会社資料、Bloomberg、一部抜粋

FMH連結貸借対照表 (2025年3月期)

(単位：百万円)

当連結会計年度
(2025年3月31日)

資産の部	
流動資産	
現金及び預金	84,297
受取手形、売掛金及び契約資産	70,388
有価証券	113,991
投資その他の資産	
投資有価証券	414,896

6,131億円

関係会社含む非上場株式・組合出資金等を除く

4,337億円

* 非上場株式・組合出資金等は2024年3月期の数値を使用

まとめ

我々の提案するサンケイビルのスピノフにより、FMHおよびサンケイビルのご経営陣、従業員の方々はそれぞれの中核事業により注力できるようになり、また、それぞれが上場企業としての高いガバナンスが求められるようになります。これらは、まさにガバナンス不全が指摘され、目下ガバナンス体制の構築、強化を行っており、特にフジテレビが属する放送・メディア事業での信頼回復が急務であるFMHの方向性とまさに合致する施策であると考えています。また、スピノフを含むガバナンス体制の構築、スピノフ後の各事業への注力が長期的にFMHおよびスピノフ後のサンケイビル両社の企業価値向上につながると信じております。

この企業価値向上は、サンケイビル株式がスピノフにより現在のFMH株主にその持ち分に応じて分配されるため、すべての株主が平等に享受できる権利です。

また、ご経営陣、従業員の方々にとっても、スピノフにより、それぞれの事業に即した形での報酬設計や株式報酬の導入が可能となり、インセンティブやモチベーションの向上につながるものと考えています。

上記を踏まえ、FMH取締役がサンケイビルのスピノフにつき積極的に検討いただくことを強く期待しております。

免責事項

- ・本資料は情報提供のみを目的としたものであり、特定の金融商品への投資の勧誘や売買、あるいはその売買の適合性についての助言行うことを目的としたものではありません。
- ・本資料に記載される情報には万全を期しておりますが、その情報の正確性および安全性を保障するものではなく、特定の日時における情報であり、今後の状況に応じて変わる可能性があります。また、予告なしに内容が変更あるいは削除される場合があります、我々の見解、評価の責任または義務を負うものではないことを予めご了承ください。
- ・本資料で説明されているストラクチャーに関連して、各自で法律上および税務上の助言を求めることができます。
- ・本資料は、各種法律により制限されている場合がありますので、正確な情報や詳しい資料の配布を希望される場合には、ダルトンにお問い合わせをお願いします。
- ・本サイトの著作権はダルトン・インベストメンツ・インクに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。
- ・ダルトン・インベストメンツ・インクのサイトと本サイトの内容に実質的な齟齬がある場合、後者が優先するものとします。

For further information, please contact:

Dalton Investments

360 N Pacific Coast Highway

Suite 1060

El Segundo

California

90245

United States of America

Phone: +1 424 231 9100

Email: info@daltoninvestments.com

Los Angeles | Las Vegas | New York | Tokyo | Hong Kong | Seoul | Mumbai | Sydney
www.daltoninvestments.com
