

<English Translation of Informational Ad placed in the Nikkei on July 27, 2022>

## To the Shareholders of Japan Securities Finance, WAKITA, Bunka Shutter, Kyokuto Kaihatsu, Seikotokyu and Kyokuto Boeki

Thank you for taking the time to consider Strategic Capital's shareholder proposals. Please take a moment to read about each shareholder proposal so you can get a better understanding of the issues facing each company.

### Japan Securities Finance (8511) – The BOJ's *Amakudari* and the slump in stock price [LINK](#)

As of June 2022, the Fund we manage held 5.0% of total outstanding shares making it the 4<sup>th</sup> largest shareholder.

We are concerned that as a result of JSF being used as an *Amakudari*<sup>1</sup> destination for the Bank of Japan (BOJ) alumni and receiving executive compensation that is several times higher compared to BOJ, management has become sloppy and consequently has led to a slump in the stock price.

#### Amakudari from the BOJ

Since becoming a listed company in 1950, all 10 presidents including current president Shigeki Kushida, are BOJ alumni. In addition, currently there are at least five other BOJ alumni who occupy top management positions including the Chairperson (a former president), the special advisor, an executive vice president and the president of JSF Trust and Banking, a wholly owned subsidiary.

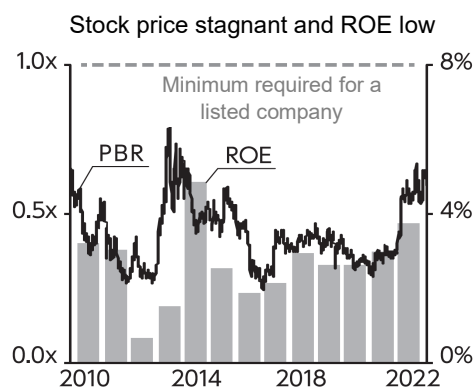
Past Presidents of JSF (1950 ~ present)		
Appointed	Name	Background
① 1950~	白根 清香 (Shirane)	Ex-Exec. Director of BOJ
② 1962~	谷口 猛 (Taniguchi)	Ex-Deputy Governor of BOJ
③ 1970/83~	鎌田 正美 (Kamata)	Ex-Exec. Director of BOJ
④ 1979~	岡田 健一 (Okada)	Ex-Exec. Director of BOJ
⑤ 1985~	多島 達夫 (Tajima)	Ex-Exec. Director of BOJ
⑥ 1992~	青木 昭 (Aoki)	Ex-Exec. Director of BOJ
⑦ 1998~	小島 邦夫 (Kojima)	Ex-Exec. Director of BOJ
⑧ 2004~	増淵 稔 (Masubuchi)	Ex-Exec. Director of BOJ
⑨ 2012~	小林 英三 (Kobayashi)	Ex-Exec. Director of BOJ
⑩ 2019~present	櫛田 誠希 (Kushida)	Ex-Exec. Director of BOJ

#### Sluggish stock price and earnings

We are not opposing the *Amakudari* situation per say. However, given the struggle in both the stock price and earnings, we cannot help but attribute some of that to the *Amakudari*.

#### Large executive compensation

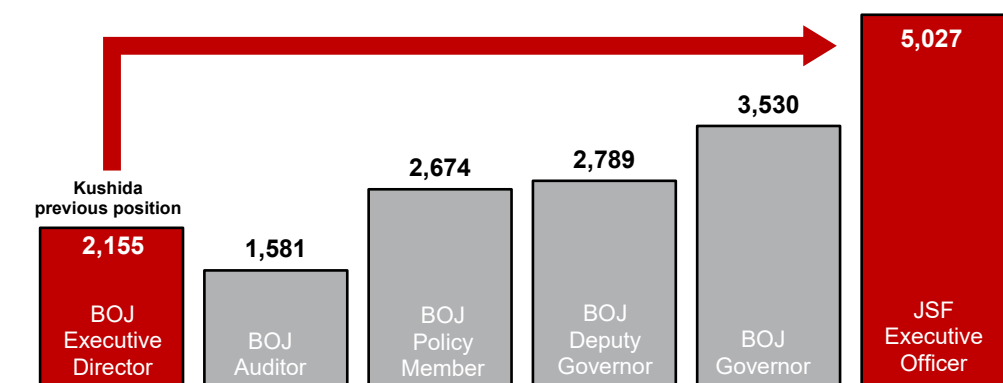
On average JSF executive officers earned JPY 50.27 million in FY2020. This is about 1.5 times the BOJ Governor and 2.5 times a BOJ Executive Director. It is estimated the annual salary of the President would more than triple just by descending from the BOJ.



<sup>1</sup> Amakudari – (天下り, literally "descent from heaven") is a metaphor for the institutionalized practice where Japanese senior bureaucrats retire to high-profile positions in the private and public sectors.

Furthermore, Masubuchi, currently the special advisor has continued to receive remuneration since joining JSF as President in 2004. This raises suspicion that “BOJ alumni who are guaranteed high compensation due to *Amakudari*, have no incentive to make efforts to increase the shareholder value.

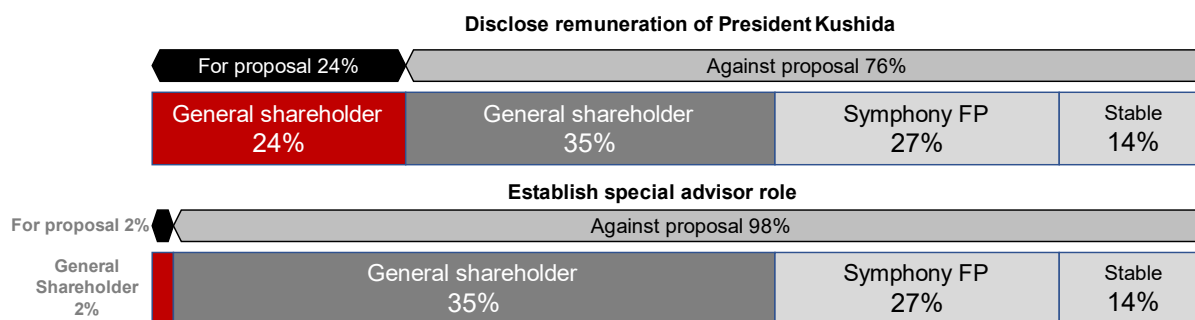
Comparison JSF Executive Officer and BOJ Officers (JPY10,000)



### Correcting the *Amakudari* situation and improving shareholder value

In light of the current situation we made five shareholder proposals including a proposal to require the disclosure of the individual remuneration of President Kushida and other BOJ alumni. We hope the Company’s management will analyze the shareholder proposals that received more than 20% shareholder support and the voice of shareholder that oppose the special advisory system and utilize them in future management policies.

### Breakdown of voting at AGM



### Summary of our remarks at the AGM

- President Kushida proposed a novel theory at the financial results briefing. He said, “if we consider the current market cap as the E in ROE instead of equity capital then the ROE will exceed 6%.” However, based on this theory, the lower the share price, the higher the ROE (assuming the same net income), which means that President Kushida does not have “extensive knowledge of the overall financial and securities markets”, a quality that JSF seeks in its executive officers.
- There is one very important quality we do not see listed when looking for an executive officer. That is, as a manager of a listed company, the ability to formulate and implement management policies that will increase shareholder value.

As of June 2022, the Fund we manage held 7.8% of total outstanding shares making it the 2<sup>nd</sup> largest shareholder.

We believe that WAKITA's large holdings in rental real estate have reduced capital efficiency and damaged shareholder value. We believe that this inefficiency is a result of business operations that do not target returns above the cost of capital.

### Damaged shareholder value

As of Feb 2022, WAKITA owns JPY 58.5B in rental real estate, nearly equivalent to its JPY 61.4B market cap. The Company passively holds such rental real estate as a stable source of income and we believe it is damaging shareholder value. In fact, the stock price has fallen far below its net assets per share and it can be said that the WAKITA's current management policy has not let to an increase in shareholder value.

Share price well below net assets per share

株価 1,195円	1株当たり 純資産 1,892円
--------------	------------------------

### Increase shareholder value through the establishment of a REIT

In order to correct such inefficient management, we have repeatedly explained to management that capital efficiency could be improved by transferring the real estate holdings to a REIT and have WAKITA specialize in the development and operation of real estate. By using the proceeds from the sale of rental real estate for shareholder returns, real estate development and/or other business investments that generate returns in excess of cost of capital, capital efficiency is enhanced and we would expect shareholder value to increase.

### High executive compensation

However, management refuses to establish a REIT and shareholder value continues to be damaged. We believe one reason is the high executive compensation. In fact, a comparison with two of its peers (Nishio Rent All, 9699 and Kanamoto, 9678) shows remuneration to be more than double despite them being superior in terms of size, stock price and capital efficiency. We have to wonder if WAKITA's management is so highly compensated that they are not willing to change the status quo.

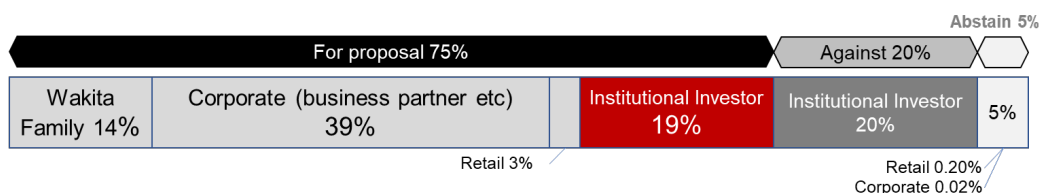
### WAKITA's executive compensation is very high

	Wakita	Nishio Rent All	Kanamoto
Est. compensation	○ 4,743万円	△ 2,195万円	× 1,725万円
Market cap	× 544億円	△ 749億円	○ 955億円
PBR	× 0.49x	△ 0.73x	○ 0.78x
ROE	× 3.7%	○ 8.5%	△ 7.2%

### Dissatisfaction with current management policy

The dissatisfaction with management is reflected in the voting rights exercised at the AGM. At this year's AGM, only 75% voted in favor of electing President Wakita. If only institutional investors are considered, less than half voted favor for. In other words, President Wakita has not gained the confidence of professional investors. WAKITA which announced its management plan in April, should take the results seriously.

## Majority of institutional investors oppose reappointing President Wakita



### Expectations for the “WAKITA” Family

As the name suggests the Company was founded by the Wakita family and is an owner-operated company with successive members being from the Wakita family. We would like to show our respect to the Wakita family that has raised the Company to where it is today. We strongly hope that the current president, Teiji Wakita, will take a big step forward to increase shareholder value, not as a representative of the family but as a manager of the TSE Prime Market listed company, “Wakita” without being overly dependent on the Wakita family and other stable shareholders.

### Kyokuto Kaihatsu (7226) – Management plan that turns a blind eye to challenges

[LINK](#)

As of June 2022, the Fund we manage held 6.7% of total outstanding shares making it the largest shareholder.

We believe that the excessive accumulation of retained earnings is a major factor in damaging shareholder value.

### An industry leader in special purpose vehicles

Kyokuto Kaihatsu is a major special purpose vehicle (SPV) manufacturer boasting the top market share in concrete pump trucks, tank lorries and trailers, and the second largest market share for garbage trucks and dump trucks in Japan. With customers ranging from construction and logistics industries to public institutions, it has a solid revenue base. The Company is also highly profitable due to its high competitiveness such as being able to maintain high margins when resource prices soar.

### Sluggish stock price

Despite the highly competitive business, the stock price has been stagnant for a long time. As of March 2022, the Company held net cash exceeding JPY 52.7 billion, which was almost equivalent to its JPY 53.4 billion market cap. This would be like saying that Kyokuto Kaihatsu’s SPV business is value at almost nothing, when by all rights, given that it is an extremely good business, it should be valued highly.

### Reason for the sluggish stock price

We believe a root cause for the sluggish stock price is the capital policy. Kyokuto Kaihatsu has almost no interest-bearing debt, an excessive equity ratio that exceeds 70%, while holding JPY 52.7 billion in net cash which is less than the cost of capital. This makes it appear that the cash generating SPV business is worthless. When compared to its industry peer, ShinMaywa Industries (7224), the poor capital policy becomes clear.

They are the two leaders in Japan's SPV market almost equal in size and the business they operate. However, when it comes to capital policy, there is a clear difference. Compared to ShinMaywa, Kyokuto Kaihatsu has excessive financial strength resulting in a lower valuation of its shares. Interestingly the Company's average interest rate on loans is higher. The fact that the interest rate, which should normally be proportional to credit risk is higher, highlights their low awareness of the cost of capital.

#### Kyokuto Kaihatsu's interest rates are higher

	Kyokuto Kaihatsu	ShinMaywa
<b>Avg. Interest Rate</b>	× 1.10%	○ 0.30%
Equity Ratio	○ 73.0%	× 41.8%
D/E	○ 0.01x	× 0.57x
Net D/E	○ -	× 0.10x
Net D/EBITDA	○ -	× 0.63x
Interest Coverage	○ 178.1x	× 52.7x

#### A management plan whose significance is questioned

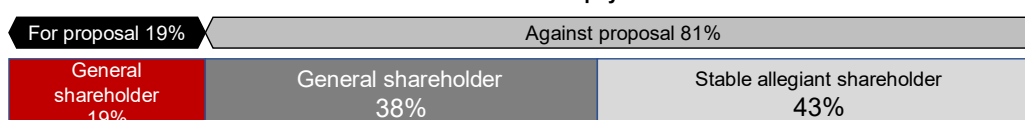
In May, Kyokuto Kaihatsu announced a new management plan, but unfortunately the reforms regarding capital policy were insufficient. Since last July, we have held many meetings with management on capital policy. We explained the need for a fundamental reform of capital policy not only verbally but with numerous materials including concrete estimates. Despite that, the capital policy in the management plan was inadequate for increasing shareholder value.

#### Challenges to overcome for Kyokuto Kaihatsu

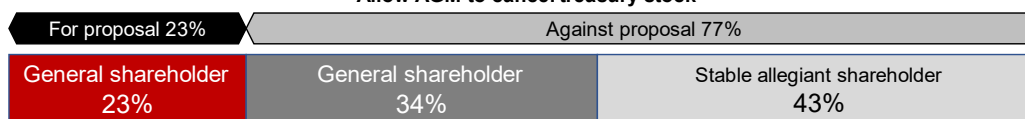
The challenge for Kyokuto Kaihatsu, i.e., the reason for the stock price, is not its SPV business. The challenge is clearly capital policy. Our proposal calling for a change in capital policy received around 20% support. What is required of the management team is to face the challenge head on and implement reforms. It is not implementing a management plan that turns a blind eye to issues, merely postponing the need to address them.

#### Breakdown of voting at AGM

##### Increase dividends to 100% payout ratio



##### Allow AGM to cancel treasury stock



#### Bunka Shutter (5930) – Sluggish stock prices caused by irrational management

[LINK](#)

As of June 2022, the Fund we manage held 5.5% of total outstanding shares making it the 4<sup>th</sup> largest shareholder.

We believe that ineffective management towards improving shareholder value only continues to damage value.

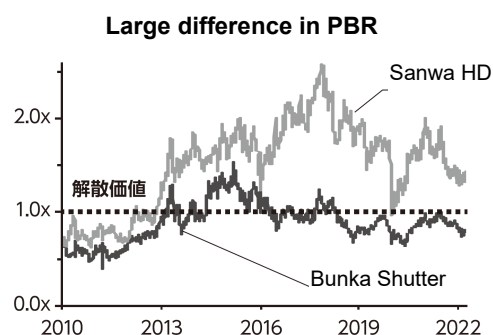
#### No. 2 in the shutter industry in Japan

Bunka Shutter manufactures and sells building materials, mainly shutters, and has the second largest market share in Japan. Although sales are dependent on demand for building materials, taking actions such as quickly securing margins even when the price of steel, a raw material for

shutters, rises quickly, the Company has built an extremely profitable business model.

### The contrasting shutter industry

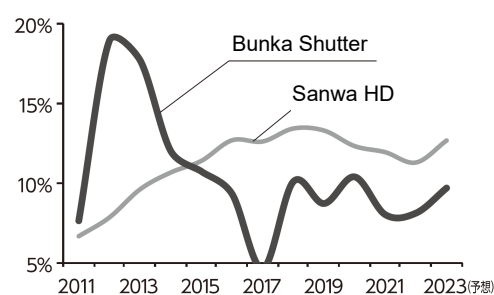
However, in terms of stock price, there is a large contrast between industry leader Sanwa Holdings (5929) and Bunka Shutter. The difference is obvious when looking at PBR. Since the middle of the 2010's, the valuation gap has widened dramatically.



### The reason for the contrasting valuation

We believe the reason for the difference in market valuation is largely due to ROE. Looking at the ROE trend over the past 10 years, we can see a contrasting trend where Bunka Shutter has declined while Sanwa HD has increased.

Bunka Shutter ROE on a downward trend



### Sluggish stock price due to irrational management

We believe one of the main reasons why the ROE continues to decline is the Company continues to excessively accumulate retained earnings and those assets are not generating sufficient returns. The Company has a large amount of cash, amounting to about 40% of market cap. While they have been working to reduce cross-shareholdings, progress has been slow.

### Cross-shares held regardless of the intention of business partners

For example, they continue to hold approx. JPY 1.9 billion in Daiwa House (1925). However, Daiwa House has clearly stated that "selling its shares has nothing to do with business, it would not be an issue." Nonetheless, Bunka Shutter has refused to sell, claiming the "statement is *tatema*<sup>2</sup>." However, the corporate governance code (CGC) prohibits any action that would prevent the reduction of cross-shareholdings, and Daiwa House in its CG report denies any connection between holding shares and business. Regardless of the reasons, maintaining and expanding business should be done through offering quality products and services at competitive prices. It is not necessary to hold shares that are not worth the cost of capital.

### Make rational business decisions

We proposed the introduction of a stock-based compensation plan linked to PBR to properly motivate the management team to increase shareholder value. Instead, a company proposed stock compensation plan with little impact was adopted. As we mentioned, Bunka Shutter does not have sufficient awareness of the need to increase shareholder value, and thus the stock price remains stagnant. We hope that Bunka Shutter management will be keenly aware of the need to improve capital efficiency and lower the cost of capital and make a concentrated effort to increase shareholder value.

<sup>2</sup> "*tatema*" refers to the behavior and opinions one displays in public and contrasts to "*honne*" which refers to a person's true feelings, desires etc.

## Seikitokyu Kogyo (1898) – Stop turning a blind eye to legal violations

[LINK](#)

As of June 2022, the Fund we manage held 9.6% of total outstanding shares making it the 2<sup>nd</sup> largest shareholder.

### Responsibility for the antitrust violations

The Japan Fair Trade Commission (JFTC) found that Seikitokyu was involved in a total of six violation of the Antimonopoly act between 2011 and 2015. However, since the Company did not hold anyone accountable for the violations, we filed a shareholder derivative lawsuit against four individuals including former Chairman Toshiaki Sato (retired in June 2022.)

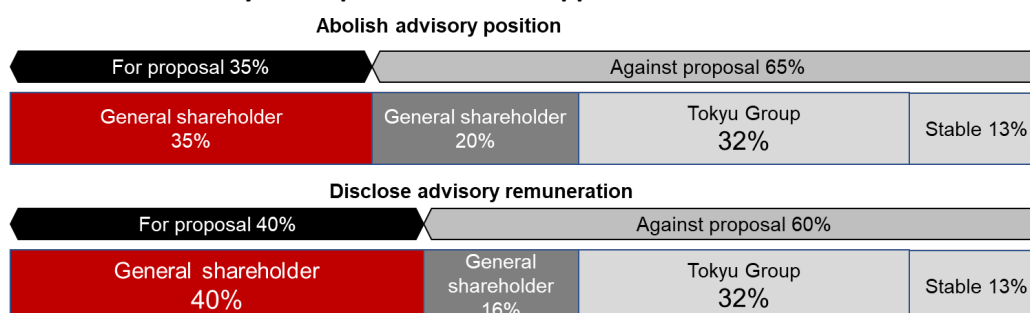
### Judgement by the Tokyo District Court

In March 2022, the Tokyo District Court came down with a verdict on the lawsuit, finding that Sato knew of the violations of the antimonopoly act and tacitly approved them. The Court also found that Sato and three other former directors violated their duty of care as directors and ordered to pay approx. JPY 1.7 billion in damages to the Company.

### Appointment of Sato as a Senior Advisor

Despite that, Sato retired from the Board in June and assumed the position of advisor. The Board opposed our shareholder proposal to abolish the senior advisor position on the grounds that “Sato has a high level of insight into compliance”, a view contrary to the view of the Tokyo District Court.

#### Tokyu Group has decided to appoint Sato as an advisor



### The real challenge that Seikitokyu must face

We believe that Seikitokyu management must break with the past of repeated violations of the Antimonopoly Law and face the real issue of damages to shareholder value and at the same time change its capital policy to stop the unnecessary accumulation of equity capital. It is the responsibility of all directors to increase shareholder value.

## Kyokuto Boeki (8093) – Emphasis on surplus fund investments instead of dividends

[LINK](#)

As of June 2022, the Fund we manage held 17.4% of total outstanding shares making it the largest shareholder.

### Excessive holdings of pure investment stocks

Kyokuto Boeki is a machinery trading company that handles a wide range of products from unmanned ocean exploration systems to screws. However, the company derives profits

comparable to each segment of its core business from pure investment stocks and business performance is impacted by the results of its stock portfolio.

#### **Suspicion that holding pure investment stock is a violation of the Articles of Incorporation**

However, despite being so impactful, Kyokuto Boeki does not include language pertaining to stock investments under business purposes in the Articles of Incorporation. In other words, holding pure investment stocks is a violation of the Articles and if a loss were to occur, the directors could be held liable for a breach of their duty of care. Therefore, we proposed to add holding pure investment stocks to the business purpose of Articles, but the Board rejected the shareholder proposal claiming it is an “investment of surplus funds.” Since the passage of this proposal does not have any economic impact on the Company, the 96% vote against the proposal indicate that the Company should not do stock investing.

#### **Significant dividend cut to maintain surplus fund investment**

In January of this year, the Kyokuto Boeki announced a significant dividend cut causing the stock price to plummet. However, at the AGM, the Board insisted that “pure investment stock is not a violation of the Articles of Incorporation because they are invested in surplus funds.”. In other words, in order to maintain the investment of surplus funds, which are much lower than the cost of capital, the Company cut the dividend. The directors should understand that damaging shareholder value by investing surplus funds defeats the purposes of the exercise.



# 日証金、ワキタ、文化シャッター、極東開発、世紀東急、極東貿易の株主の皆様へ

ストラテジックキャピタルの株主提案をご検討いただきありがとうございました。

弊社が株主提案を行った各社について、各社の課題などを皆様にご理解いただきたく、ご一読をお願いいたします。

## 日本証券金融

「日本銀行からの下取りと株主の低迷」  
 日本証券金融は、22年6月末現在、日本証券金融株式会社（以下「日証金」といいます。）の発行済み株式総数の約50%を保有する第4位株主です。  
 日証金は、日証金が日本銀行（以下「日銀」といいます。）の天下り先として利用され、かつ日銀OBが日証金時代の数倍の役員報酬を得た結果、日証金の経営が杜撰なものとなり、日証金の株価を低迷させている可能性があると考えます。

「日本銀行からの下取り」  
 日証金は1950年に上場して以来、現社長の榎田誠希氏に至るまで、日証金の社長10人全員が日銀OBです。現在も、榎田社長に加え社長経験者の会長、特別顧問、更に執行役員専務、日証金信託銀行の社長と、少なくとも5人の日銀出身者が日証金グループの最高幹部に天下っています。

「低迷する株価と業績」  
 弊社は天下りそのものを否定するわけではありませんが、日証金の業績や株価が低迷を続ける状況において、天下りに原因の一端を求めざるを得ません。

「巨額の役員報酬」  
 日証金の執行役員は平均で502万円（2020年度）の報酬を得ています。これは日銀総裁の約1.5倍、日銀理事の約2.5倍に相当し、社長ともなれば、天下りだけで年収は3倍以上になると推定されます。さらに、日証金の社長経験者で現特別顧問の増田氏に至っては2004年の社長就任以来、肩書を変えながら未だに報酬を受け取り続けています。これは、「天下りのおかげで高額報酬が保証されている日証金OBの経営トップは、日証金の株主価値向上のために努力しない（インセンティブが無い）のではないか」との疑念を生じます。

「求められる天下りの正と株主価値向上」  
 このような現状を踏まえ、弊社は榎田社長と日証金OBに支給した報酬の個別開示を求める提案を含めた、全5議案を株主提案しました。2割以上の株主の賛同を得た株主提案や、特別顧問制度に反対する株主の声については、当社経営陣はその分析を行い、今後の経営方針に活かしていただきたいと考えます。

「株主総会における弊社発言要旨」  
 榎田社長は「現在の時価総額を自己資本の代わりたROEの改善を、ROEを高める」と決算説明会で断言した。ROEは約10%を維持し、かつ、合理的に成長を遂げたいという意図が読み取れます。しかし、合理的に成長を遂げたいという意図が読み取れます。また、当社が執行役員に求める資質に満たない、非常に重要な向上のための経営方針を立案し、それを実行する能力です。

「株主総会における決議事項の賛成比率」  
 榎田社長の報酬開示  
 賛成 24% 反対 76%  
 一般株主 24% 一般株主 35% シンフォニーFP 27% 安定株主 14%

「日証金と日銀の報酬比較」  
 日証金執行役員 5,027万円  
 日銀総裁 2,155万円  
 日銀理事 1,581万円  
 日証金審議委員 2,674万円  
 日証金副総裁 2,789万円  
 日証金社長 3,530万円

「株主総会における決議事項の賛成比率」  
 特別顧問の設置  
 賛成 28% 反対 72%  
 一般株主 28% 一般株主 57% シンフォニーFP 27% 安定株主 14%

「株主総会における決議事項の賛成比率」  
 一般株主 24% 一般株主 35% シンフォニーFP 27% 安定株主 14%

「株主総会における決議事項の賛成比率」  
 賛成 28% 反対 72%  
 一般株主 28% 一般株主 57% シンフォニーFP 27% 安定株主 14%

「株主総会における決議事項の賛成比率」  
 賛成 24% 反対 76%  
 一般株主 24% 一般株主 35% シンフォニーFP 27% 安定株主 14%

「株主総会における決議事項の賛成比率」  
 賛成 28% 反対 72%  
 一般株主 28% 一般株主 57% シンフォニーFP 27% 安定株主 14%

## ワキタ

「株主価値を毀損する経営」  
 弊社が運営するファンドは、22年6月末現在、株式会社ワキタ（以下「ワキタ」といいます。）の発行済み株式総数の約7.8%を保有する第2位株主です。  
 弊社は、ワキタが巨額の買収等不動産を保有していること、ワキタの資本効率性が低下し、株主価値が毀損されていると考えます。そして、このような非効率な経営は、資本コスト以上のリターンを目標としない事業運営にあると考えます。

「毀損された株主価値」  
 ワキタは2022年2月末現在、不動産を保有しており、これはワキタの時価総額61.4億円に匹敵する水準です。ワキタは買収等不動産を安定収益源と称して、ただ漫然と保有するのみであり、このような不動産の保有は株主価値を毀損していると考えます。実際に、ワキタの株価は1株当たり純資産を大きく下回っており、ワキタの現在の経営方針は、株主価値の向上につながっていないと考えます。

「REIT設立による確実な株主価値の向上」  
 このような非効率な経営を是正するため、弊社はワキタ経営陣に対して、保有する買収等不動産はREITに移し、ワキタは不動産の開発・運営に特化する中で、資本効率性を高められると、繰り返し説明してきました。保有する買収等不動産の売却による手取り金を株主還元や資本コスト以上のリターンを生む不動産開発その他の事業投資に活用することにより資本効率が高まり、確実な株主価値の向上が見込めるのです。

「高額の役員報酬」  
 しかし、ワキタ経営陣はREIT設立を拒否し、株主価値を毀損し続けています。弊社はワキタがこのような株主価値を毀損しない経営を続ける理由の二つに、高額の役員報酬があると考えます。実際に、同業他社ワキタの役員報酬と比較すれば、ワキタの役員報酬は、規模や株主水準、資本効率性といった点でワキタより優れる同業他社の倍以上となっています。ワキタの経営者は、このような高額の役員報酬を得てしまっているため、現状を改善する意欲が低いのではないかと、弊社は考えざるを得ません。

「現在の経営方針に対する不満」  
 このような経営陣に対する不満は株主総会の議決権行使結果として表れています。本年の株主総会における、榎田社長の選任議案への賛成比率は僅か75%に留まりました。そして、機関投資家に限れば、その賛成比率は過半数に達していません。つまり、榎田社長はプロの投資家から経営者としての信任を得られていないのです。本年4月に経営計画を発表したワキタにおいて、このような結果は重く受け止めるべき事実であると考えます。

「ワキタ創業家への期待」  
 「ワキタ」株式会社は社名の通り、榎田家が創業し、歴代の社長は榎田家が務めるオーナー企業です。弊社としてはワキタをこのまま育て上げた榎田家に対する敬意を示すとともに、現社長である榎田員二氏には、榎田一族の代表ではなく、東証プライム上場企業「ワキタ」の経営者として、榎田一族やその他の安定株主に代わることなく、株主価値の向上のために大きな一歩を踏み出していただけたことを強く期待いたします。

「株主総会における決議事項の賛成比率」  
 賛成 75% 反対 25%  
 機関投資家 20% 機関投資家 19% 個人投資家 0.20% 個人投資家 0.02%

「ワキタの役員報酬は突出して高い」  
 ワキタ 西尾レント カナモト  
 推奨報酬 △ 4,743万円 △ 2,195万円 × 1,725万円  
 時価総額 × 544億円 △ 749億円 ○ 955億円  
 PBR ○ 0.49x △ 0.73x ○ 0.78x  
 ROE × 3.7% ○ 8.5% △ 7.2%

「機関投資家の過半は榎田社長の再任に反対」  
 賛成 75% 反対 25%  
 機関投資家 20% 機関投資家 19% 個人投資家 0.20% 個人投資家 0.02%

「機関投資家の過半は榎田社長の再任に反対」  
 賛成 75% 反対 25%  
 機関投資家 20% 機関投資家 19% 個人投資家 0.20% 個人投資家 0.02%

「機関投資家の過半は榎田社長の再任に反対」  
 賛成 75% 反対 25%  
 機関投資家 20% 機関投資家 19% 個人投資家 0.20% 個人投資家 0.02%

「機関投資家の過半は榎田社長の再任に反対」  
 賛成 75% 反対 25%  
 機関投資家 20% 機関投資家 19% 個人投資家 0.20% 個人投資家 0.02%

「機関投資家の過半は榎田社長の再任に反対」  
 賛成 75% 反対 25%  
 機関投資家 20% 機関投資家 19% 個人投資家 0.20% 個人投資家 0.02%

## 極東開発工業

「課題から目を背けた経営計画」  
 弊社が運営するファンドは、22年6月末現在、極東開発工業株式会社（以下「極東開発」といいます。）の発行済み株式総数の約6.7%を保有する第2位株主です。  
 弊社は、極東開発が内部留保を過剰に蓄積していること、株主価値を毀損している大きな要因と考えます。

「特装車市場を2分する業界のリーダー」  
 極東開発は大手特装車メーカーであり、コンクリートポンプ車やクローリ、トラクタは国内首位、ごみ収集車やダンプトラックは国内2位のシェアを誇ります。顧客は建設・物流業界から公的機関まで分散されており、収益基盤は堅実です。また、資源価格高騰の際には、機動的にマージンの確保を行うなど、その高い競争力を背景にした、収益性の高さも兼ね備えています。

「低迷する株価」  
 極東開発は高い競争力を持つ事業を展開しながらも、株価は長期にわたって低迷しています。2022年3月末現在、57.4億円にも上るネットキャッシュを保有しており、これは時価総額34.4億円に匹敵する水準です。すなわち、極東開発の特装車事業は資本市場からほぼ無価値であると評価されていることを意味します。しかし、極東開発は極めて優れた事業を営んでおり、本来であればその価値は高く評価されるべきです。

「株価が低迷する原因」  
 弊社は、極東開発の株価が低迷する原因はその資本政策にあると考えます。有利子負債もほとんどなく、自己資本比率で70%を超える過剰な自己資本、一方で資本コストに満たない27.7億円にも上るネットキャッシュを抱えています。結果として、キャッシュを確実に生かしている特装車事業が無価値であるように見えていると考えます。同業の新明和工業株式会社（以下「新明和工業」といいます。）と比較すれば、その資本政策の拙さが明らかになります。

「極東開発の借入金利は新明和工業より高い」  
 極東開発 新明和工業  
 平均利率 × 1.10% ○ 0.30%  
 自己資本比率 ○ 73.0% × 41.8%  
 D/E ○ 0.01x × 0.57x  
 Net D/E ○ - × 0.10x  
 Net D/EBITDA ○ - × 0.63x  
 インテレストカレッジジョ ○ 178.1x × 52.7x

「存在意義の問われる経営計画」  
 極東開発は本年5月、新しい経営計画を発表しましたが、残念ながら資本政策についての改善が不十分なものでした。弊社は、昨年7月以来、極東開発の経営陣とは多くの面談を行い、資本政策について対話を行ってきました。その際には、口頭のみならず、具体的な試算も含む大量の資料を用いて、資本政策の抜本的な改革の必要性を説明してきました。それにもかかわらず、株主価値向上には不十分な資本政策を含む経営計画が発表されたのです。

「極東開発が克服すべき課題」  
 極東開発の課題、すなわち株主価値を毀損させる原因は特装車事業を中心とした事業であり、課題は明確に資本政策です。実際に、資本政策の転換を求めた弊社の株主提案には、20%前後の支持が集まりました。極東開発は、この支持を踏まえ、資本政策の抜本的な改革の必要性を説明してきました。それにもかかわらず、株主価値向上には不十分な資本政策を含む経営計画が発表されたのです。

「株主総会における決議事項の賛成比率」  
 配当性向100%への増配  
 賛成 19% 反対 81%  
 一般株主 19% 一般株主 38% 安定株主 43%

「株主総会における決議事項の賛成比率」  
 自己株式の消却の総額授権  
 賛成 23% 反対 77%  
 一般株主 23% 一般株主 34% 安定株主 43%

「株主総会における決議事項の賛成比率」  
 配当性向100%への増配  
 賛成 19% 反対 81%  
 一般株主 19% 一般株主 38% 安定株主 43%

「株主総会における決議事項の賛成比率」  
 自己株式の消却の総額授権  
 賛成 23% 反対 77%  
 一般株主 23% 一般株主 34% 安定株主 43%

「株主総会における決議事項の賛成比率」  
 配当性向100%への増配  
 賛成 19% 反対 81%  
 一般株主 19% 一般株主 38% 安定株主 43%

「株主総会における決議事項の賛成比率」  
 自己株式の消却の総額授権  
 賛成 23% 反対 77%  
 一般株主 23% 一般株主 34% 安定株主 43%

## 文化シャッター

「非合理的な経営が招いた株主の低迷」  
 弊社が運営するファンドは、22年6月末現在、文化シャッター株式会社（以下「文化シャッター」といいます。）の発行済み株式総数の約5.5%を保有する第4位株主です。  
 弊社は、文化シャッターが株主価値を毀損している状態が続いていると考えます。

「シャッター業界の国内第2位」  
 文化シャッターはシャッターを中心にドア等建材の製造販売を行う会社であり、国内のシャッター市場で第2位のシェアを有しています。建材の需要に売上高は左右されますが、シャッターの原材料である鉄鋼価格が高騰した際にも迅速にマージンの確保を図るなど、収益性の観点では極めて優れたビジネスモデルを構築しています。

「明暗の分かれた原因」  
 なぜこのように市場の評価が分かれたのか、それはROEによる違いが大きいと考えられます。過去10年のROEの推移を見れば、文化シャッターが下振れしており、対照的な推移であることがわかります。

「非合理的な経営が引き起こす株主の低迷」  
 文化シャッターのROEはなぜ低下し続けているのか、「計算方法から見れば、その原因は内部留保の過剰な蓄積を続ける一方、その資産が十分なリターンを生んでいないことが大きな原因の一つである」と弊社は考えます。当社は、多額のネットキャッシュを保有しており、これは時価総額の4割にも上ります。政策保有株式についても、当社は縮減の方向を打ち出しているものの、遅々として進んでいません。

「明暗の分かれた原因」  
 なぜこのように市場の評価が分かれたのか、それはROEによる違いが大きいと考えられます。過去10年のROEの推移を見れば、文化シャッターが下振れしており、対照的な推移であることがわかります。

「非合理的な経営が引き起こす株主の低迷」  
 文化シャッターのROEはなぜ低下し続けているのか、「計算方法から見れば、その原因は内部留保の過剰な蓄積を続ける一方、その資産が十分なリターンを生んでいないことが大きな原因の一つである」と弊社は考えます。当社は、多額のネットキャッシュを保有しており、これは時価総額の4割にも上ります。政策保有株式についても、当社は縮減の方向を打ち出しているものの、遅々として進んでいません。

「取引先の意向に関わらず保有する政策保有株式」  
 例えば、文化シャッターは大和ハウス工業株式会社（以下「大和ハウス」といいます。）の株式を政策保有株式として約19億円分保有しています。しかし、大和ハウスは決算説明会の場において、「大和ハウスの株式は売却しても取引と関係なく問題ない」と明言しているのです。それにもかかわらず、文化シャッターは「その発言は建前だ」と何度も大和ハウス株式の売却を進めようとしていません。しかし、CGCは政策保有株式の縮減を妨げる行為を禁じており、また大和ハウスもそのCGC報告書において、その被保有と取引の関連性を否定しています。この例に限らず、当社は取引先との維持、拡大にあり、競争力のある価格で質の良い製品やサービスを提供すればよく、資本コストに見合わない政策保有株式を保有する必要はないのです。

「合理的な経営判断を行うために」  
 今回弊社は、当社経営陣が株主価値向上への意欲を一段と高めるよう、PBRに運動した株式報酬制度の導入を提案しましたが、あまりインパクトのない会社提案の株式報酬制度が採択されてしまいました。冒頭に述べた通り、文化シャッターは、株主価値向上に向けた意識が十分でなく、株主価値を毀損し続けています。当社経営陣が、資本効率を高め、資本コストを下げることを強く意識し、株主価値の向上にまい進することを望みます。

「合理的な経営判断を行うために」  
 今回弊社は、当社経営陣が株主価値向上への意欲を一段と高めるよう、PBRに運動した株式報酬制度の導入を提案しましたが、あまりインパクトのない会社提案の株式報酬制度が採択されてしまいました。冒頭に述べた通り、文化シャッターは、株主価値向上に向けた意識が十分でなく、株主価値を毀損し続けています。当社経営陣が、資本効率を高め、資本コストを下げることを強く意識し、株主価値の向上にまい進することを望みます。

「合理的な経営判断を行うために」  
 今回弊社は、当社経営陣が株主価値向上への意欲を一段と高めるよう、PBRに運動した株式報酬制度の導入を提案しましたが、あまりインパクトのない会社提案の株式報酬制度が採択されてしまいました。冒頭に述べた通り、文化シャッターは、株主価値向上に向けた意識が十分でなく、株主価値を毀損し続けています。当社経営陣が、資本効率を高め、資本コストを下げることを強く意識し、株主価値の向上にまい進することを望みます。

「合理的な経営判断を行うために」  
 今回弊社は、当社経営陣が株主価値向上への意欲を一段と高めるよう、PBRに運動した株式報酬制度の導入を提案しましたが、あまりインパクトのない会社提案の株式報酬制度が採択されてしまいました。冒頭に述べた通り、文化シャッターは、株主価値向上に向けた意識が十分でなく、株主価値を毀損し続けています。当社経営陣が、資本効率を高め、資本コストを下げることを強く意識し、株主価値の向上にまい進することを望みます。

「合理的な経営判断を行うために」  
 今回弊社は、当社経営陣が株主価値向上への意欲を一段と高めるよう、PBRに運動した株式報酬制度の導入を提案しましたが、あまりインパクトのない会社提案の株式報酬制度が採択されてしまいました。冒頭に述べた通り、文化シャッターは、株主価値向上に向けた意識が十分でなく、株主価値を毀損し続けています。当社経営陣が、資本効率を高め、資本コストを下げることを強く意識し、株主価値の向上にまい進することを望みます。

「合理的な経営判断を行うために」  
 今回弊社は、当社経営陣が株主価値向上への意欲を一段と高めるよう、PBRに運動した株式報酬制度の導入を提案しましたが、あまりインパクトのない会社提案の株式報酬制度が採択されてしまいました。冒頭に述べた通り、文化シャッターは、株主価値向上に向けた意識が十分でなく、株主価値を毀損し続けています。当社経営陣が、資本効率を高め、資本コストを下げることを強く意識し、株主価値の向上にまい進することを望みます。

## 世紀東急工業

「法令違反との決別のために」  
 弊社が運営するファンドは、22年6月末現在、世紀東急工業株式会社（以下「世紀東急」といいます。）の発行済み株式総数の約9.6%を保有する第2位株主です。

「独禁法違反の責任」  
 世紀東急は2011年から2015年にかけて計6件の独禁法違反行為に関与していたと公正取引委員会に認定されています。しかし、世紀東急が独禁法違反について特定的人物に対する責任追及を行わなかったため、弊社は責任を明確にするためのファンドを通じて代表取締役会長であった佐藤氏（本年6月で退任）を含む4名に対して、株主代表訴訟を提起しました。

「株主代表訴訟における東京地方裁判所の判断」  
 株主代表訴訟の結果、本年3月に東京地方裁判所は、佐藤氏が世紀東急の独禁法違反を知りながらこれを黙認したと認定しました。そして、佐藤氏と他3名の元取締役全員について取締役としての善管注意義務違反を認め、佐藤氏は世紀東急に對する約7億円の損害賠償の支払いを命じました。

「佐藤氏の相殺後退任」  
 しかし、佐藤氏は本年6月に取締役を退任し、相殺後退任しました。世紀東急の取締役会は、相殺後の退任を求めた弊社の株主提案に対して、佐藤氏はコンプライアンスに対して高い認識を有する、という東京地裁の認定に反する理由で反対したのです。

「世紀東急が向き合ふべき真の課題」  
 弊社は、世紀東急の経営陣が独禁法違反を繰り返した過去を反省し、株主価値の毀損という真の課題と向き合うと同時に、いかに自己資本を積み増す資本政策を改善すべきであると考えます。株主価値の向上は取締役全員に課せられた責務なのです。

「極東貿易」  
 弊社が運営するファンドは、22年6月末現在、極東貿易株式会社（以下「極東貿易」といいます。）の発行済み株式総数の約17.4%を保有する第2位株主です。

「極東貿易は機械商であり、ネジから無人海洋探査システムまで幅広い商材を扱っています。しかし、本業の各セグメントに匹敵する利益を純投資目的で保有する株式（以下「純投資株式」といいます。）から得ており、業績は株式運用の成果次第という側面を併せ持っています。しかし、それほど重要なビジネスであるにもかかわらず、極東貿易は定款の事業目的に株式投資に係る文言を記載していません。つまり、純投資株式の保有は定款違反であり、仮に損失が発生した場合、極東貿易の取締役は善管注意義務違反に該当する恐れがあります。そこで、弊社は定款の事業目的に純投資株式の保有を追加するよう提案しましたが、極東貿易の取締役会は「余資運用である」と主張し、本株主提案は否決されました。この議案の可決が極東貿易に対して何ら経済的影響を及ぼすものではない以上、反対した96%の株主の意思は、極東貿易は株式投資を行うべきではないということを示しています。

「極東貿易は機械商であり、ネジから無人海洋探査システムまで幅広い商材を扱っています。しかし、本業の各セグメントに匹敵する利益を純投資目的で保有する株式（以下「純投資株式」といいます。）から得ており、業績は株式運用の成果次第という側面を併せ持っています。しかし、それほど重要なビジネスであるにもかかわらず、極東貿易は定款の事業目的に株式投資に係る文言を記載していません。つまり、純投資株式の保有は定款違反であり、仮に損失が発生した場合、極東貿易の取締役は善管注意義務違反に該当する恐れがあります。そこで、弊社は定款の事業目的に純投資株式の保有を追加するよう提案しましたが、極東貿易の取締役会は「余資運用である」と主張し、本株主提案は否決されました。この議案の可決が極東貿易に対して何ら経済的影響を及ぼすものではない以上、反対した96%の株主の意思は、極東貿易は株式投資を行うべきではないということを示しています。

「極東貿易は機械商であり、ネジから無人海洋探査システムまで幅広い商材を扱っています。しかし、本業の各セグメントに匹敵する利益を純投資目的で保有する株式（以下「純投資株式」といいます。）から得ており、業績は株式運用の成果次第という側面を併せ持っています。しかし、それほど重要なビジネスであるにもかかわらず、極東貿易は定款の事業目的に株式投資に係る文言を記載していません。つまり、純投資株式の保有は定款違反であり、仮に損失が発生した場合、極東貿易の取締役は善管注意義務違反に該当する恐れがあります。そこで、弊社は定款の事業目的に純投資株式の保有を追加するよう提案しましたが、極東貿易の取締役会は「余資運用である」と主張し、本株主提案は否決されました。この議案の可決が極東貿易に対して何ら経済的影響を及ぼすものではない以上、反対した96%の株主の意思は、極東貿易は株式投資を行うべきではないということを示しています。

「極東貿易は機械商であり、ネジから無人海洋探査システムまで幅広い商材を扱っています。しかし、本業の各セグメントに匹敵する利益を純投資目的で保有する株式（以下「純投資株式」といいます。）から得ており、業績は株式運用の成果次第という側面を併せ持っています。しかし、それほど重要なビジネスであるにもかかわらず、極東貿易は定款の事業目的に株式投資に係る文言を記載していません。つまり、純投資株式の保有は定款違反であり、仮に損失が発生した場合、極東貿易の取締役は善管注意義務違反に該当する恐れがあります。そこで、弊社は定款の事業目的に純投資株式の保有を追加するよう提案しましたが、極東貿易の取締役会は「余資運用である」と主張し、本株主提案は否決されました。この議案の可決が極東貿易に対して何ら経済的影響を及ぼすものではない以上、反対した96%の株主の意思は、極東貿易は株式投資を行うべきではないということを示しています。

「極東貿易は機械商であり、ネジから無人海洋探査システムまで幅広い商材を扱っています。しかし、本業の各セグメントに匹敵する利益を純投資目的で保有する株式（以下「純投資株式」といいます。）から得ており、業績は株式運用の成果次第という側面を併せ持っています。しかし、それほど重要なビジネスであるにもかかわらず、極東貿易は定款の事業目的に株式投資に係る文言を記載していません。つまり、純投資株式の保有は定款違反であり、仮に損失が発生した場合、極東貿易の取締役は善管注意義務違反に該当する恐れがあります。そこで、弊社は定款の事業目的に純投資株式の保有を追加するよう提案しましたが、極東貿易の取締役会は「余資運用である」と主張し、本株主提案は否決されました。この議案の可決が極東貿易に対して何ら経済的影響を及ぼすものではない以上、反対した96%の株主の意思は、極東貿易は株式投資を行うべきではないということを示しています。

「極東貿易は機械商であり、ネジから無人海洋探査システムまで幅広い商材を扱っています。しかし、本業の各セグメントに匹敵する利益を純投資目的で保有する株式（以下「純投資株式」といいます。）から得ており、業績は株式運用の成果次第という側面を併せ持っています。しかし、それほど重要なビジネスであるにもかかわらず、極東貿易は定款の事業目的に株式投資に係る文言を記載していません。つまり、純投資株式の保有は定款違反であり、仮に損失が発生した場合、極東貿易の取締役は善管注意義務違反に該当する恐れがあります。そこで、弊社は定款の事業目的に純投資株式の保有を追加するよう提案しましたが、極東貿易の取締役会は「余資運用である」と主張し、本株主提案は否決されました。この議案の可決が極東貿易に対して何ら経済的影響を及ぼすものではない以上、反対した96%の株主の意思は、極東貿易は株式投資を行うべきではないということを示しています。

「極東貿易は機械商であり、ネジから無人海洋探査システムまで幅広い商材を扱っています。しかし、本業の各セグメントに匹敵する利益を純投資目的で保有する株式（以下「純投資株式」といいます。）から得ており、業績は株式運用の成果次第という側面を併せ持っています。しかし、それほど重要なビジネスであるにもかかわらず、極東貿易は定款の事業目的に株式投資に係る文言を記載していません。つまり、純投資株式の保有は定款違反であり、仮に損失が発生した場合、極東貿易の取締役は善管注意義務違反に該当する恐れがあります。そこで、弊社は定款の事業目的に純投資株式の保有を追加するよう提案しましたが、極東貿易の取締役会は「余資運用である」と主張し、本株主提案は否決されました。この議案の可決が極東貿易に対して何ら経済的影響を及ぼすものではない以上、反対した96%の株主の意思は、極東貿易は株式投資を行うべきではないということを示しています。