

<English Translation of Informational Ad placed in the Nikkei on June 13, 2023>

To unlock shareholder value of Japan Securities Finance, Kyokuto Kaihatsu, Bunka Shutter, Wakita, Daidoh and Arisawa

Thank you for taking the time to consider Strategic Capital's shareholder proposals. Please take a moment to read about the issues facing each company including those to which we have made shareholder proposals.

Japan Securities Finance (8511) – Shareholder value damaged by *amakudari* directors

As of May 2023, the Fund we managed held 5.5% of total outstanding shares of the Company.

amakudari from the BOJ (Bank of Japan)

Since becoming a listed company in 1950, all 10 presidents including current President Shigeki Kushida, are BOJ alumni. In addition, BOJ alumni occupy other top management positions including the Chairperson, senior managing directors and the President of a subsidiary. We believe shareholder value is being damaged by the management of these unsuitable persons who were gifted their positions through *amakudari*.

Past President of JSF (1950 to present)

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

Statements by JSF President that expose lack of investment knowledge

Seiki Kushida, formerly an Executive Director at the BOJ, and current JSF President, has made statements that make one question his qualifications to lead the Company. For example, he has made such statements as “**What does ROE have to do with stock price? Stock price has nothing to do with ROE or net assets**” and “**if market capitalization is used in place of shareholder's equity, then our ROE would be over 6%.**” When we point out the error in that reasoning, he refuses to acknowledge the mistake instead stating that “**I have confidence in my career and experience.**” Furthermore, Kushida continues to justify a 5% ROE target based on an irrational claim that “**JSF's cost of equity is in the mid-4%**”. JSF's shareholder value cannot be expected to increase if this continues.

Therefore, we strongly oppose Kushida continuing as JSF President and request that remuneration paid to him be disclosed (Shareholder Proposal No. 3)

“Executive Chairman” - an *amakudari* position with no *raison d’etre*

It is customary for *amakudari* Presidents from the BOJ to become “Executive Chairman (執行役会長)” and then special advisor. Currently Eizo Kobayashi, formerly an Executive Director at the BOJ and former JSF President, serves as Executive Chairperson after retiring from the Board of Directors. The special advisor position is vacant.

The positions of Executive Chairperson, special advisor and honorary advisor are all vague in terms of their duties. When we asked what the specific duties of the Executive Chairperson were, we received vague answers such as “general overview of business execution.” Above all, like the President, the Executive Chairperson, special advisor, and honorary advisor are posts exclusive to former BOJ Directors. As such, we believe the positions of Executive Chairperson, special advisor and honorary advisor exist to expand the number of posts for the BOJ *amakudari* cadre.

Therefore, we request the abolition of these *post*-President positions including the Executive Chairperson and disclose the treatment of former Presidents after they retire from the Board of Directors. (Shareholder Proposals No. 2, No. 4, and No. 5)

The largest shareholder who defends the *amakudari*

Symphony Financial Partners (SFP) is an investment fund with 23% of the outstanding shares, the largest shareholder of JSF.

Based on publicly available information and insight obtained from own dialogue with JSF, we find issue with the *amakudari* at JSF. We are perplexed as to why SFP has consistently voted to defend the JSF *amakudari* and opposed all our proposals, and can only assume that SFP’s decision is based on some valuable information that JSF has shared which compels them to continue supporting the *amakudari*. Information that is not shared with general shareholders including our company.

Therefore, to protect the interests of general shareholders, including SC, we request the disclosure of material aspects of dialogue between JSF and SFP (Shareholder Proposal No. 6)

To Shareholders of JSF

In order to improve the corporate governance of JSF and to increase shareholder value, we ask that you oppose the reappointment of Seiki Kushida as President and to vote in favor of our proposals.

Kyokuto Kaihatsu (7226) – Management resting on excessive retained earnings

As of May 2023, the Fund we managed held 7.1% of total outstanding shares of the Company.

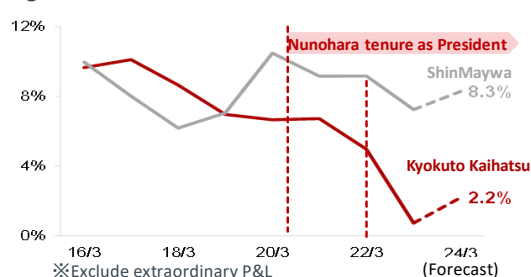
Industry leader in the special purpose vehicle (SPV) that is divided in two

Kyokuto Kaihatsu enjoys the top share in the Japanese SPV industry, manufacturing and selling SPVs such as garbage trucks, dump trucks and tank lorries. In particular, they are the largest manufacturer and seller of trailers and tank lorries and the second largest in garbage and dump trucks, as well as other top share products, giving them a strong competitive advantage.

Sluggish ROE

In contrast to its business, the management is inefficient. Looking at ROE, since the current President, Tatsuya Nunohara took over, the Company has lagged its peer, ShinMaywa Industries, Ltd.

Significant ROE decline after Nunohara became President



Both saw a deterioration in performance for the most recent fiscal year ending March due to supply chain disruptions, however, during the decline and subsequent rebound the gap grew larger between the two companies.

Excessive retained earnings and disregard for capital efficiency

The main reason for the difference in ROE is the accumulated excessive retained earnings, and President Nunohara and his management team have been sitting on those excessive retained earnings and are not trying to improve capital efficiency.

For example, during a period when supply chain disruptions and rising prices required quick action, management instead decided to acquire a new HQ in a prime location in Osaka. We had been suggesting that, from a capital efficiency standpoint, they should lease and had also called for a quick response to soaring prices, so their actions are incomprehensible.

As a result of accumulating cash and securities equal to about 30% of its total assets, the shareholder equity ratio has reached 70% and the PBR remains well below dissolution value and significantly inferior to industry peers.

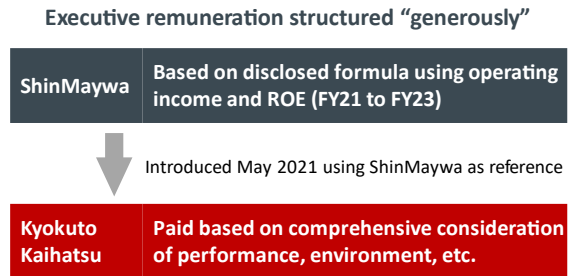
Therefore, we request a review of the capital policy to return the excessive financial strength to an

Excess retained earnings and cash and cash equivalents are lowering ROE/PBR		
FY 2022	Kyokuto Kaihatsu	Shin Maywa
Equity Ratio	70.5 %	43.5 %
Cash/Total Assets	29.2 %	14.9 %
Actual ROE	0.7 %	7.2 %
PBR (May 31)	0.54 x	0.82 x

appropriate level and improve ROE (Shareholder Proposal No. 6)

Compensation plan that maintains the status quo and cross-shareholdings

A year after Nunohara took office, a performance-linked stock plan was introduced for executives. Although they claim to have studied the case of ShinMaywa, the two systems differ in that Kyokuto Kaihatsu's is opaque. Even if business performance and stock price remain sluggish, Nunohara and others can still receive "performance-linked" compensation.



Therefore, we request the Company grant stock-price linked compensation to all executives and employees to motivate the entire company to work together to improve performance and stock-price, and for Nunohara to disclose how much performance-linked compensation he received during the period when both the performance and stock price were weak, along with the calculation. (Shareholder Proposals No. 8 and No. 9)

We also request they take the initiative in selling cross-shareholdings owned by shareholders who do not object the Company's management (Shareholder Proposal No. 10)

To Shareholders of Kyokuto Kaihatsu

The reason performance and stock price has been stagnant is due to the management of Nunohara and the management teams disregard for capital efficiency. We would like your help in correcting such management.

Bunka Shutter (5930) – Management failing to reflect excellent business into shareholder value

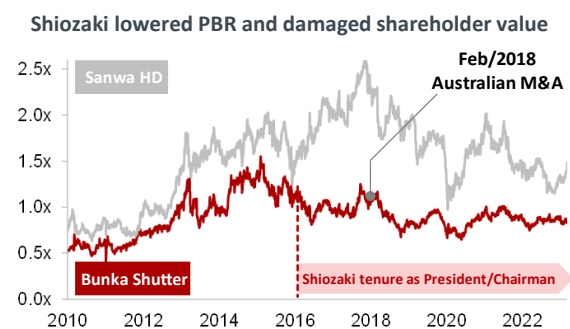
As of May 2023, the Fund we managed held 6.5% of total outstanding shares of the Company.

No 2 in the Japanese shutter industry

Bunka Shutter manufactures and distributes shutters, doors and construction materials with the 2nd largest share of the domestic shutter market. The Company has built an outstanding business model that has secured appropriate margins even in the current period of rising input prices.

The contrasting shutter industry

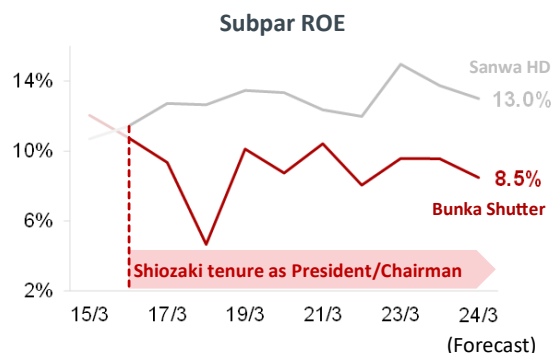
However, the stock price has remained stagnant. Comparing the PBR to Sanwa HD's, the industry leader, the difference is obvious. The gap widened after the current Chairman, Toshihiko Shiozaki became President in 2016.



The contrast comes from ROE

Similar to PBR, the ROE has also been underperforming. We believe that this is a major reason for the weak PBR. Therefore, we are seeking to improve ROE through an improvement in capital policies.

(Shareholder Proposal No. 6)

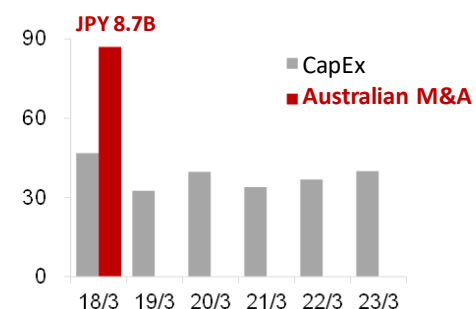


Irresponsible stance on disclosure

In 2018, Bunka Shutter led by Shiozaki made a large-scale acquisition in Australia, spending JPY 8.7B, equivalent to two years' worth of capital investment. More than 4 years have passed, and they continue to maintain the position of “not disclosing details of the acquisition because it is immaterial.”

There is no way that a JPY 8.7B M&A could be of little importance. Such a stance by management is irresponsible and we demand that the results of the M&A be disclosed. (Shareholder Proposal No. 13)

Australian M&A equal to 2 years CapEx



Cross-shares held for irrational reasons

This is not the only issue. Bunka Shutter discloses that it holds shares in Daiwa House Industry Co. Ltd. to “maintain and strengthen business relations.” However, Daiwa House has repeatedly stated that holding shares has that holding stocks “doesn’t matter.” Bunka Shutter is aware of Daiwa House’s position. In other words, Bunka Shutter is investing approx. JPY2B in Daiwa House stock based on expectations borders on delusion. We demand the prompt disposal of Daiwa House stock (Shareholder Proposal No. 7)

To Shareholders of Bunka Shutter

Despite the slumping stock price, Bunka Shutter management including President Shiozaki, has irresponsibly failed to disclose the status of a JPY 8.7B investment and continues to hold JPY2B based on delusional expectations. We demand that Bunka Shutter correct its management and corporate governance and that Shiozaki, who has caused the slump in Bunka Shutter’s stock price step down (Shareholder Proposal No. 8, No. 9, and No. 10)

We ask for the support of all shareholders to help reform the management of Bunka Shutter

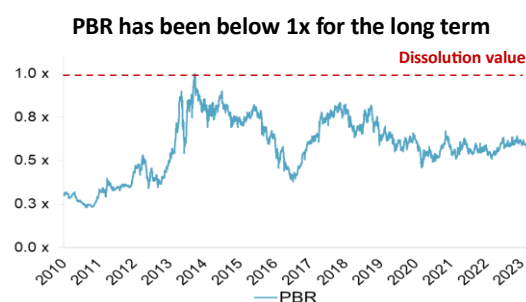
Wakita (8125) – An MTBP that only has a 5% ROE target

As of May 2023, the Fund we managed held 8.0% of total outstanding shares of the Company.

Wakita's huge holdings of rental and other real estate has reduced capital efficiency and damaged shareholder value. Over the past 3 years, we have repeatedly told them that this type of inefficient management is due to business operations that do not target returns above the cost of capital.

Damaged shareholder value

As of February 28, 2023, Wakita owned rental real estate with a market value of JPY 56.6B equal to approx. 80% of market cap. They have continued to hold such properties which are generating returns below its cost of capital, justifying it as a stable source of income, but this is damaging shareholder value. The sad fact is that PBR has been below dissolution value (PBR 1x) for a long time and current management policy is not linked to increasing shareholder value.



Realize an increase in shareholder value through establishing a REIT

In order correct such inefficiencies, we have suggested they transfer the real estate holdings to a REIT, and specialize in the development and management of real estate, as a means to improve capital efficiency (Shareholder Proposal No. 4). By using the proceeds from the sales of rental properties for shareholder returns, or deveoping real estate or other businesses that generate returns above the cost of capital, capital efficiency is enhanced and shareholder value can be expected to rise.

High executive compensation, pool governance

While management continues to undermine shareholder value by refusing to establish a REIT, a comparison of executive compensation to industry peers shows that their compensation is

Wakita's executive compensation is excessive in comparison

	Wakita	Nishio HD	Kanamoto
Est. Comp.	○ JPY47.43m	× JPY 23.88m	△ JPY 27.54m
Market Cap	× JPY 67.8B	○ JPY 90.6B	△ JPY 84.3B
ROE	× 4.0%	○ 8.3%	△ 6.4%
PBR	△ 0.66x	○ 0.75x	× 0.60x

higher despite being smaller with worse capital efficiency. We believe that this high executive compensation lowers the incentive to change the status quo, and we have requested that the President's compensation be disclosed (Shareholder Proposal No. 8). In addition, we requested that the Chairperson be an outside director because of concerns that the Board is not adequately fulfilling its supervisory function due to poor governance, as can be seen in the fact that Teiji Wakita, who is

from the founding family, is both the President and Chairman of the Board of Directors (Shareholder Proposal No. 7)

Need to revise the mid-term business plan

The TSE has requested companies with PBR below 1x to “manage with an awareness of capital efficiency” and “formulate and disclose plans to get the PBR above 1x.” Wakita would naturally be subject to such a request, and we have made a similar shareholder proposal (Shareholder Proposals No. 9 and No. 10)

At the May 25th AGM, all of our shareholder proposals were rejected while the Company’s proposals were all approved. However, only 76% of shareholders voted in favor of re-electing Wakita as President. This is a considerably small number given stable allegiant shareholders account for approx. 50% of total shareholders. Wakita’s management should sincerely understand the extent of dissatisfaction of general shareholders have with the Company management.

In response to the TSE’s request, Wakita has stated that it will disclose the information as soon as possible. However the ROE target in the current MTBP is only 5% which means that it is impossible to exit the less than 1x PBR. We request the Board take the TSE’s request seriously and, as you stated in your opposition to the shareholder proposal, “it is important to build an earnings plan by understanding the cost of capital,” review the MTBP, including reforming the low capital efficiency real estate business and set an ROE target of 8% or more which would be higher than the cost of equity.

Daidoh (3205) – A compensation system that benefits management only

As of May 2023, the Fund we managed held 13.4% of total outstanding shares of the Company.

Core business continues to bleed red, stock price in the doldrums

Sales in the core clothing business have continued to decline, and operating income has been in the red for the last 10 years except for FY2018. The stock price has followed suit and over the past 10 years while the TOPIX increased approx. 2.5 times (including dividends), the Company's value has halved (including dividends) and the PBR is 0.51x, even excluding unrealized gains on rental real estate, which is well below dissolution value.

Stock option plan

Despite the dire situation, management continues to benefit from an unreasonable stock option plan with the following features.

1. Exercise price of 1 yen (stock acquisition rights are granted to acquire shares at 1 yen)
2. The number of shares granted is based on the amount of "compensation" for each position (the lower the stock price, the more rights are granted)
3. Exercise period is 30 years and exercisable within 1 to 5 years after retirement

In other words, the number of grants increases as the share price falls during the management's active years, and if the successor can increase the share price after they retire, their profit increases. The more the stock price continues to decline, the greater the shares granted will increase. In this way, while the share price slump continues to damage shareholder value, and employees are asked to take voluntary retirement against the backdrop of the deteriorating business, and despite the damage to the value of the stock benefit trust which replaces the retirement package for employees, management alone has been enjoying the benefits of the SO plan with an exercise of 1 yen and guaranteed to yield a profit. This system should be abolished immediately.

Arisawa (5208) – Volatile performance and excessive equity capital

As of May 2023, the Fund we managed held 8.2% of total outstanding shares of the Company.

Dividend cut announced

Since the start of our investment, we have made various proposals including managing with consciousness towards cost of capital and capital efficiency, sales of cross-shareholdings and strengthening of shareholder returns. By incorporating many of our suggestions the stock price rose to a level where it almost reached 1x PBR. However, in May of this year they revised the management plan downward, and halved the dividend forecast for the current fiscal year, resulting in a significant decline in share price.

Use DOE due to volatile performance

Arisawa's shareholders return policy is to return a total ratio of 80% including dividend and buybacks. The reduction in forecast dividends is due to downward revision from uncertain economic environment surrounding the China-related business.

The Company's business performance is highly variable, and the dividend policy that is only linked to a single fiscal year's financial performance leads to an increase in the cost of shareholders' equity. Another factor contributing to the high cost of capital is the lack of debt and a high equity ratio of approx. 70%. Therefore, we propose that DOE be used. This will reduce the cost of capital by ensuring stable shareholder returns without being affected by short-term performance and preventing excess capital accumulation.

日証金、極東開発、文化シャッター、ワキタ、 ダイドーリミテッド、有沢製作所の株主価値向上に向けて

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す。
弊社が株主提案を行った会社を含め、投資先各社の課題などを皆様にお伝えしますので、ご一読をお願いいたします。

株主提案 日本証券金融

「天下り役員が毀損する株主価値」
弊社が運営するファンドは、23年5月末現在、日本証券金融株式会社（日証金）の発行済み株式総数の約5.5%を保有する株主です。

日本銀行の天下り

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、歴代の社長10人全員が日証金OBです。さらに日証金OBは社長のみならず、会長、専務、子会社社長としても日証金に天下りしているのです。弊社は、このような日証金OBの天下りによって不適切な人物が経営を担うこと、日証金の株主価値が毀損されていると考えています。

資質不足を露呈した榎田誠希氏の発言

元日本銀行理事であり現日証金社長である榎田誠希氏は、上場企業経営者としての資質不足を疑わされる発言をしています。例えば、「ROEと株主価値の関係があるのか。株主価値はROEと純資産とは別の関係もない」と時価総額を自己資本の代りに使えば、日証金のROEは6%超えといった発言に加えて、弊社からの誤りであるとの指摘に対して「私は私なりに経歴や経験に自信を持っている」と、自らの誤りを認めることはありません。さらに、「榎田誠希氏は、ROE5%を目標とする日証金の中期経営計画を「日証金の株主資本コストは4%である」という非合理的な主張を元に正当化しており、このままでは日証金の株主価値の向上は期待できません。

存在意義の無い天下り専用ポスト「会長」

日証金から日証金に天下りした歴代社長はその後会長へと職位を変え、その後特別顧問などさらに職位を変えることが慣例です。現在では元日本銀行理事で、日証金の前社長である小林英三氏が取締役退任後に執行役員会長に就任し、特別顧問は空席です。会長や特別顧問、名誉顧問の職位は、いずれもその職務が曖昧で、弊社が会長の具体的な職務を尋ねた際も「業務執行の総覧」など曖昧な回答しか得られていません。何より、社長と同じく会長・特別顧問・名誉顧問も元日本銀行理事の専用ポストとなっており、以上から、会長・特別顧問・名誉顧問の地位は、日本銀行元理事の天下りポスト拡充が目的であると弊社は考えます。

天下りを擁護する筆頭株主の存在

ここで弊社は、会長を含む社長退任後のポストの廃止及び社長経験者の役員退任後の待遇開示を求めます（株主提案 第2号、第4号及び第5号議案）。
天下りを擁護する筆頭株主の存在
シノフオー・インターナショナルパートナーズ（SFP）は投資ファンドであり、日証金の発行済み株式総数の約23%を保有する筆頭株主です。弊社は同業者ですが、SFPは一貫して日証金の天下りを擁護する議決権行使を行い、弊社の提案は全て反対しました。
弊社は公開情報及び日証金との対話から得た情報を踏まえ、天下りに反対の立場です。しかし、SFPが天下りを擁護する判断を行っているのは、弊社を含む天下りに反対する一般株主には知れない、天下りを擁護すべき重要な情報を日証金から得ている可能性がある、と考えられます。そこで、弊社を含む一般株主の利益保護のため、日証金とSFPの対話の内、重要なものについて開示することを求めます（株主提案 第6号議案）。

日証金の株主の皆様へ

日証金のガバナンスを改善し、株主価値向上を実現するため、榎田誠希氏の再任に反対し、弊社の提案にご賛同いただけますようお願い申し上げます。

株主提案 極東開発工業

「過剰な内部留保に胡坐をかいた経営」
弊社が運営するファンドは、23年5月末現在、極東開発工業株式会社（極東開発）の発行済み株式総数の約7.1%を保有する株主です。

特装車市場を二分する業界のリーダー

極東開発は、ごみ収集車やタンクトラック、タンクローリーといった特殊車両の特殊な部分を製造販売する特装車業界においてトップシェアを誇る企業です。特に、トレーラやタンクローリーの製造販売では国内首位、ごみ収集車やタンクトラックでは国内シェア2位その他多くのトップシェア製品を抱え、事業の競争力は盤石です。

低迷するROE

しかし、事業とは対照的にその経営は非合理的です。たとえばROEは本業である布原達也氏が社長に就任して以降、同業の新明和工業株式会社・新明和工業に大きく水をかけられた状態が続いています。サブライチエーションの混乱により、23年3月期は両社ともに業績が悪化しましたが、その後の下落幅とその後回復局面でも極東開発と新明和工業の間で大きな差が生まれています。

過剰な内部留保、資本効率悪化

このようにROEの差は、極東開発が過剰な内部留保を蓄積し、布原社長ら経営陣がその過剰な内部留保に胡坐をかき資本効率向上を図ろうとしない経営を行ってきたことが大きな原因です。例えば、サブライチエーションの混乱や物価高への迅速な対応が求められていた21年に、大阪の二等地に新築の新社ビルを取得したのにもかかわらず、以前から弊社は資本効率の観点から新社ビルを賃貸として提案し、さらに物価高への迅速な対応を求めましたが、このように布原社長ら経営陣の行動は理解しがたいものでした。また、極東開発が総資産の約3割に相当する現金や有価証券を内部留保として貯め込んだ結果、自己資本比率は70%に達し、PBRは解散価値を大きく下回り、同業他社にも大きく劣する状態です。

現状を許容する報酬制度と持合い株式

布原社長の就任から1年後、極東開発は役員に対する業績連動株式報酬制度を導入しました。極東開発は新明和工業の例を参照し、検討したとしていますが、極東開発の報酬制度は新明和工業のそれと異なり、不透明な制度となっています。そして、業績と株価が低迷を続けていても布原社長らは、業績連動の報酬を受け取る可能性が非常に高いです。そこで弊社は、極東開発の全役員に対して業績連動報酬を付与し、全社一丸となった業績と株価向上に対する意欲を高めること、そして布原社長は業績も株価も低迷している間、程度の業績連動報酬を受け取っていたのか、計算方法を共に開示することを求めます（株主提案 第9号議案及び第10号議案）。
また、現状の経営に異を唱えない、持合い株主を減少させるため、極東開発から率先して政策保有株式を売却していくことを求めます（株主提案 第10号議案）。

極東開発の株主の皆様へ

極東開発の業績、そして株価が低迷しているのは、布原社長ら経営陣の資本効率を悪化した経営が原因です。株主の皆様におかれましては、そのような経営を是正するために、ご助力をお願いいたします。

株主提案 文化シャッター

「優れた事業を株主価値に反映できない経営」
弊社が運営するファンドは、23年5月末現在、文化シャッター株式会社（文化シャッター）の発行済み株式総数の約6.5%を保有する株主です。

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、国内シャッター市場で第2位のシェアを有しています。足元の資源価格高騰の折にも、適切なマージンを確保しており、極めて優れたビジネスモデルを構築しています。

明暗の分かれるシャッター業界

しかし、文化シャッターの株価は低迷しています。シャッター業界首位の三和ホールディングス株式会社（三和HD）と文化シャッターのPBRを比べれば、その差は明らかです。特に、16年に現会長の潮崎敏彦氏が文化シャッターの社長に就任して以降、三和HDとの差は拡大しました。ROEの推移を見れば、PBRと同様に文化シャッターが三和HDに大きく劣後して推移しており、これがPBR低迷の大きな原因だと考えられます。そこで弊社は、資本政策の改善を通じてROEの改善を求めます（株主提案 第6号議案）。

明暗を分けたのはROE

ROEの差を見れば、PBRと同様に文化シャッターが三和HDに大きく劣後して推移しており、これがPBR低迷の大きな原因だと考えられます。そこで弊社は、資本政策の改善を通じてROEの改善を求めます（株主提案 第6号議案）。

無責任な開示姿勢

文化シャッターは18年、潮崎敏彦氏が社長であった時に、2年分の設備投資に相当する87億円を投じて豪州で大規模な買収を行っていました。この買収に関して4年以上経過した今でも、文化シャッターは「重要性が低いから詳細は開示しない」という立場を貫いています。しかし、87億円の巨額を投じたM&Aの重要性が低いはずはなく、このような経営陣の姿勢は無責任であり、弊社はM&Aの成果を開示するよう求めます（株主提案 第7号議案）。

現状を直視しない政策保有株式の保有

文化シャッターの経営の問題点はこれだけではありません。文化シャッターは大和ハウス工業株式会社（大和ハウス）の株式を取引関係の維持・強化のために保有していることを開示しています。しかし、当の大和ハウスは「関係ない」と態度を表明しており、また文化シャッターの経営陣は、大和ハウスの方針を認識しているのか、つまり、文化シャッターは妄想に近い期待を根拠に、大和ハウス株式に約20億円を投じている中で、弊社は大和ハウス株式の速やかな処分を求めます（株主提案 第7号議案）。

文化シャッターの株主の皆様へ

株主価値を低迷させているにもかかわらず、87億円の投資について無責任にも状況を公表せず、20億円を妄想に近い期待を根拠に保有を続ける、それが潮崎敏彦氏ら経営陣による文化シャッターの経営の実態です。弊社は、文化シャッターに対し、その経営及びそのガバナンスの是正とともに、文化シャッターの株価低迷を招いた潮崎敏彦氏の退任を求めます（株主提案 第8号、第10号議案、株主の皆様におかれましては、文化シャッターの経営改革のため、ご助力をお願いいたします）。

株主提案 日証金

「ROE5%を目標にする経営計画」
弊社が運営するファンドは、23年5月末現在、株式会社ワキタ（ワキタ）の発行済み株式総数の約8.0%を保有する株主です。

毀損された株主価値

ワキタは、巨額の賃貸等不動産を保有していることで、資本効率が悪化し、株主価値が毀損されています。そして弊社は、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が要因であること、3年前から指摘して参りました。ワキタは23年5月末現在、時価で566億円を上回る賃貸等不動産を保有しており、これはワキタの時価総額の約8割に及び水準です。ワキタは資本コストを下回るリターンを生み出し、賃貸等不動産を安定収益源と称して黙々と保有しており、この不動産保有は株主価値を毀損しています。実際に、ワキタのPBRは解散価値である1倍を長期的に下回っており、現在の経営方針は株主価値の向上につながっていません。

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賃貸等不動産をREITに移し、ワキタは不動産の開発・運営に特化する中で、資本効率を高めるべきと求めました（株主提案 第4号議案、資本効率を高めるべきと求めました）。株主提案 第4号議案は、保有する賃貸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削減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ます。

高額な役員報酬、ガバナンス不全

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る一方で、同業他社（ワキタの役員報酬を比較すると、ワキタのそれは、資本効率や規模を勝る同業他社を大きく上回ります。弊社はワキタがどのように株主価値を顧みない経営を続けているのか、経営陣が有意義な役員報酬に胡坐をかき、現状を変える意識が低いことが原因であると考え、代表取締役社長の報酬を個別開示することを求めました（株主提案 第8号議案、また、創業家出身の脇田良一氏が代表取締役社長及び取締役会議長を兼ねており、取締役会議がガバナンス不全となり十分に監督機能を果たしていないとの懸念から、取締役会議長を社外取締役とする）ことを求めました（株主提案 第7号議案）。

中期経営計画の見直しが必要

東証は、PBR1倍割れの企業に対し、「資本効率を意識した経営」、「PBR1倍割れを解消するための計画策定・開示を要請しています。ワキタは当然のことながらその対象となっており、弊社からも同様の株主提案を行いました（株主提案 第9号議案及び第10号議案）。23年5月25日開催の定時株主総会では、弊社の株主提案はどれも否決された一方、会社提案議案は全て可決となりました。しかしながら、脇田社長の選任議案の賛成比率は僅か76%に留まりました。これは、実質的に安定株主が50%程度と想定される状況において、相当低い数値であり、ワキタ経営陣は一般株主の経営に対する不満の大きさを真摯に理解すべきです。

ワキタの役員報酬は突出して高い

	ワキタ	ニシオHD	カナモト
推定報酬	4,743万円	2,388万円	2,745万円
時価総額	678億円	906億円	843億円
ROE	4.0%	8.3%	6.4%
PBR	0.66x	0.75x	0.60x

減配の発表

弊社は有沢製作所への投資開始以降、資本コスト・資本効率を意識した経営、政策保有株式の売却、株主還元の強化等、様々な提案をしてきました。有沢製作所は、その全てとは言えないまでも、提案を取り入れることにより、株価はもう少しでPBR1倍に到達する水準まで上昇しました。ところが、今年5月に経営計画の下方修正を行い、今期の配当予想を半減させたことにより、足元の株価は大きく下落しています。

問題提起 ダイドーリミテッド

「経営陣だけが利益を受け取る報酬制度」
弊社が運営するファンドは、23年5月末現在、株式会社ダイドーリミテッド（ダイドーリミテッド）の発行済み株式総数の約13.4%を保有する株主です。

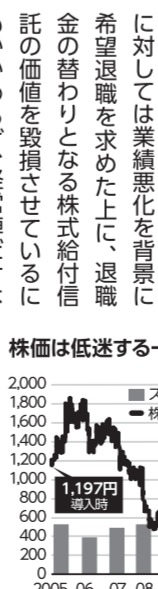
赤字が続く中核事業、低迷する株主価値

ダイドーリミテッドの中核事業である衣料事業の売上高は継続的に減少し、営業利益は過去10年間で19年3月期を除き全て赤字となっています。株主も下落トレンドが続き、過去10年間で、TOPIXは約2.5倍（配当込み）となったのに対し、当社は半分以下（配当込み）の価値になり、PBRは、賃貸等不動産の含み益を除いても0.51倍と、解散価値である1倍を大きく下回っています。

ストック・オプション制度

このような状況にもかかわらず、当社の経営陣は不合理なストック・オプション制度（SOP）制度による恩恵を享受し続けています。当社のSOP制度の特徴は次の通りです。①行使価格が円株式を1円取得する新株予約権が付与②付与株数は役員別の報酬・金額を基に決定（株価が下がるほど付与数が増える）③権利行使期間は30年で、退任後1.5年以内に行使可能
つまり、経営陣の現役時代は株価が下がると付与数が増え、退任後、後継者が株価を上昇させることができれば利益が大きくなる設計です。現に当社の株価は下がり続けている一方で、付与数は増え続けている。このように、株主に対しては株価低迷により株主価値を毀損し続け、従業員に対しては業績悪化を背景に希望退職を求めた上に、退職金の替わりとなる株式給付信託の価値を毀損させているにもかかわらず、経営陣だけは行使価格1円で、必ず利益を得られるSOP制度で恩恵を享受してきており、即刻、この制度を廃止すべきです。

株主価値は低迷する一方、経営陣へのストックオプション付与数は増加



問題提起 有沢製作所

「ボラティルな業績と過剰な自己資本」
弊社が運営するファンドは、23年5月末現在、株式会社有沢製作所（有沢製作所）の発行済み株式総数の約8.2%を保有する株主です。
有沢製作所は配当と自社株買いを合わせた総還元性向80%を株主還元の方針としています。今般の減配予想は、主に中国関連事業を取り巻く経済環境の不透明から、経営計画を下方修正したことが要因です。
有沢製作所は業績が激しく、単年度の業績と連動した配当政策だけでは、株主資本コストの上昇を招きます。また、有沢製作所が有利子負債を十分に活用せず、その自己資本比率は約70%と極めて高い水準であることも、資本コストが高い要因となっています。そこで、弊社はROEを合わせて導入することを提案します。これにより、短期的な業績に左右されることなく、安定した株主還元が期待できること、過剰に自己資本を積み上げることも防げるため、資本コストを低減させることができると考えています。

ボラティルな業績に対応するROEの導入

有沢製作所は業績が激しく、単年度の業績と連動した配当政策だけでは、株主資本コストの上昇を招きます。また、有沢製作所が有利子負債を十分に活用せず、その自己資本比率は約70%と極めて高い水準であることも、資本コストが高い要因となっています。そこで、弊社はROEを合わせて導入することを提案します。これにより、短期的な業績に左右されることなく、安定した株主還元が期待できること、過剰に自己資本を積み上げることも防げるため、資本コストを低減させることができると考えています。