**<English Translation of Informational Ad placed in the Nikkei on June 4, 2024>**

# To unlock shareholder value of Daidoh, Toa Road, Kyokuto Kaihatsu, Keihanshin Building, Yodogawa Steel, Osaka Steel and Nissan Shatai

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.

## Daidoh Ltd. (3205)

Strategic Capital, Inc. and funds managed by Strategic Capital, Inc ("SC") held approx. 29% of total outstanding shares and 32% of the voting rights of Daidoh Ltd. ("Daidoh") as of April 30, 2024.

### Management renewal

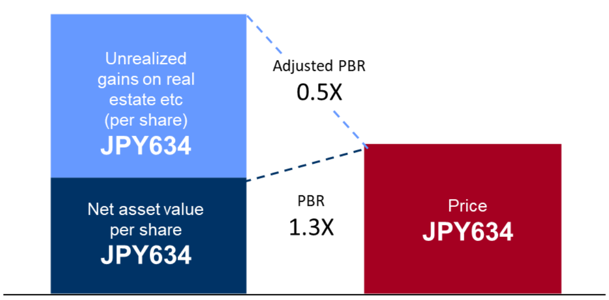
Daidoh has been suffering from poor management that has led to continuing losses and other problems. Therefore, SC is proposing to appoint six new Directors at the AGM this June to replace the current management team that has caused this situation and bring leadership to resolve these issues.

### Decline in stock price due to continuing losses

Daidoh's operating P&L has been in the red for all of the past 10 years. Although extraordinary gains helped them deliver a positive bottom line in FY2022 and FY2023, they were from a one-time gain from the sale of real estate and other factors. The Company's core business continues to deteriorate.

As a result, the stock price has steadily declined since 2006 and by 2022 was less than one-tenth of its value. (Chart 1) Although the stock has risen since SC begun buying, it is still well below dissolution value when adjusting for the market value of real estate for rent. (Chart 2)

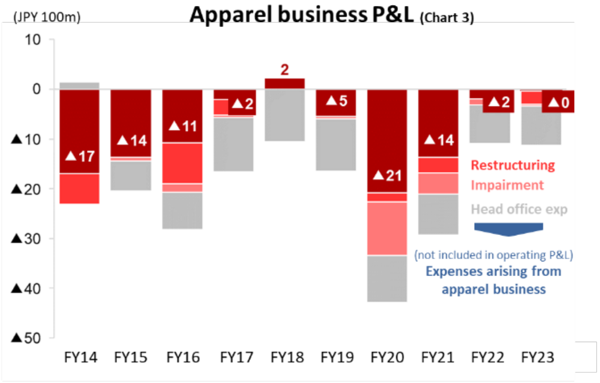
**Daidoh stock price** (Chart 1)



**PBR** (Chart2)

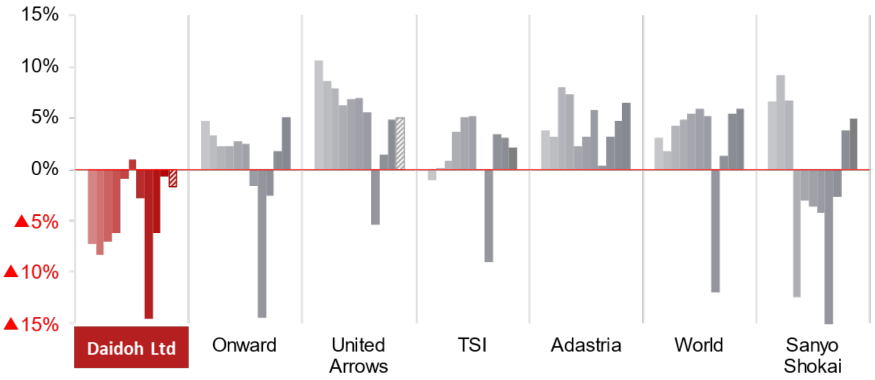
## Long-term slump in apparel business, M&A failures

The core clothing business has been in the red for the past 10 fiscal years except FY2018. Furthermore, when restructuring costs, impairment costs and head offices expenses are taken into account the cumulative loss of the apparel business is more than JPY 20B over that time. (chart 3) While other companies in the same industry are recovering from the downturn caused by COVID, Daidoh's business situation has shown no improvement at all. (chart 4)



Daidoh also made equity investments (M&A) in PONTETORTO in 2016 and Brooks Brothers Japan in 2020 both of which resulted in impairment losses within five years.

**Operating margin of apparel businesses (FY2013-2023)** (Chart 4)



## Employee restructuring and management benefiting from 1 yen stock options

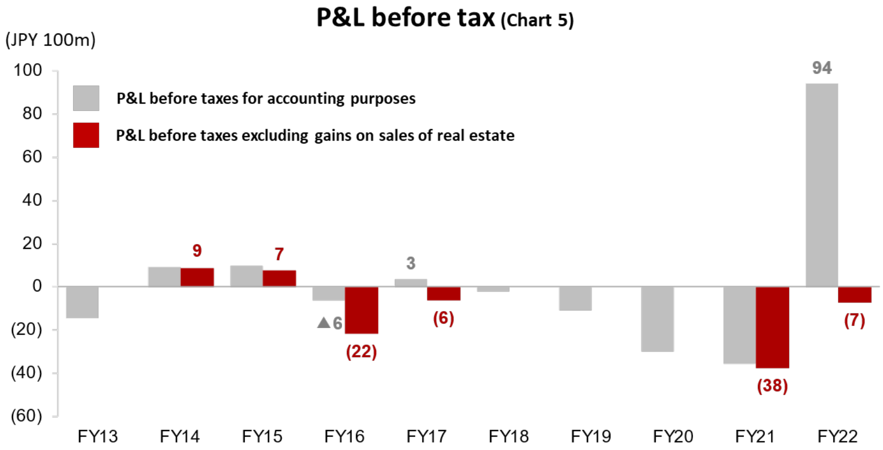
Daidoh has undertaken voluntary retirements of its employees on multiple occasions and the non-consolidated headcount has decreased from 73 in FY2013 to 35 in FY2022, with average annual salaries decreasing from JPY 6.51m to JPY5.54m over that time.

On the other hand, since 2006, management and auditors have been granted stock options that allow them to acquire shares for one yen, with the number of shares increasing as the stock price declines. This continued last year, ignoring repeated requests for improvement by SC.

In this way, the Company continues to maintain a system that benefits only management and the auditors, while making employees bear the burden of poor performance.

## Continuation of real estate leasing business which earns less than cost of capital

Daidoh has not only continued to hold rental properties that provide a return far below the cost of capital, but also acquired a business hotel (acquisition price: approx. JPY 3B) and an office building (approx. JPY6B) using the proceeds from the sale and leaseback of its former head office building. Although sale-and-leaseback transactions are generally conducted for the purpose of improving capital efficiency, the sale of the former head office building did not improve capital efficiency as they acquired other real estate from the proceeds. We must assume that the purpose of the sale was to turn the bottom line into a profit for accounting purposes in order to avoid criticism from shareholders for continuing to operate at a loss. (Chart 5)



## Candidates for Director

SC has made several proposals to the Company since it began investing but they have rarely been adopted and we have determined that it is impossible to achieve an increase in shareholder value under the current structure. Therefore, we would like to reorganize the Board of Directors and ask the new Board to restructure the business and establish a sound governance structure with the aim of increasing Daidoh's shareholder value.

SC believes that the proposed candidates will contribute to enhance shareholder value. We have selected candidates who have extensive experience in the management of companies including apparel and real estate companies, and who have extensive experience in business restructuring. The identification of a female candidate will also help to promote diversity

## <Candidates name and relevant experience (current and past)>

**(1) Toshihiko Nakayama**

CFO, Brooks Brothers Japan
President and CFO, Cole Haan Japan
Co-Founder, Nikko Antfactory (current Ant Capital Partners)

**(2) Michio Osawa**

Chairman, Fashion Industry SCM Promotion Association
President & Representative Director, Onward Kashiyama

**(3) Masaki Murata**
President, Mori Trust Asset Management

**(4) Shingo Shinozaki**
President & Representative Director, Lotteria
Certified Public Accountant

**(5) Takashi Shimamura**
Executive Vice President, USJ (operator of Universal Studios Japan)

**(6) Kayo Iketeru**
Representative Director, Is Plus
Specially Appointed Professor, Yamano College of Aesthetics

In response to SC's proposal Daidoh announced that five of the six current directors, excluding Shirokoda, will retire from the Board, and that it will propose the appointment of five new Directors (four of whom will external).

SC met with Daidoh and Daidoh' proposed candidate for Representative Director, Masahiro Yamada from Gemini Strategy Group ("Gemini") but based on the explanations provided following issues SC has concerns that the proposals would significantly undermine Daidoh's shareholder value.

For that reason, we ask for you to vote against the new candidates proposed by Daidoh and vote in favor of the six candidates proposed by us.

**<u>Reasons for opposing Daidoh's candidates</u>**

**<u>Reason 1 – Candidates for representative director holds numerous concurrent positions</u>**

Daidoh has proposed Yamada and Koichiro Naruse, also from Gemini, as candidates for full-time representative director. Both have numerous concurrent positions including full-time positions and Yamada has expressed the intention to continue holding these positions even if he were to assume the role at Daidoh. (Table 6) It is extremely unusual for a Representative Director of a listed company to concurrently serve as a Representative Director, etc., of a company other than a subsidiary or affiliated company.

**Daidoh candidates for representative director (Table 6)**

| Name | Concurrent positions |
|---|---|
| Masahiro Yamada | Gemini Strategy Group, Representative Director & CEO<br>Gemini Solutions, Representative Director<br>Gemini Career, Director<br>Kamegaya Corp., part-time General Manager<br>Oba Baking Co., President and Representative Director<br>Bakery Innovation Co., President and Representative Director<br>Ritsumeikan University, Graduate School of Business Administration, Professor of Tourism Management |
| Koichiro Naruse | Gemini Strategy Group, Senior Management Expert<br>ForDi Inc., Representative Director<br>Oba Baking Co., Director<br>Bakery Innovation Co., Director |

## Reason 2 – Concerns of a serious conflict of interest between Yamada, Naruse and Daidoh Shareholders

Gemini currently provides management consulting and other fee-based services to Daidoh. In addition to these services, Gemini plans to serve as an M&A advisor. So, Gemini will continue to receive consulting and other fees from Daidoh in addition to Director fees for Yamada and Naruse.

Yamada is the Founder and President , and Naruse is Executive of Gemini, so there are concerns that the continuation and expansion of related party transactions could result in a significant conflict of interest between Gemini and Daidoh shareholders. This situation is extremely unusual and inappropriate for a listed company.

## Reason 3 – Current Daidoh management will continue to be involved with the Company as advisors

Tsukasa Nabewari, current President and Representative Director and Katsuo Watabe, Director and Sr. Executive Officer have informed SC that they intend to remain with Daidoh as advisors after stepping down. However, SC believes that the current management team should take responsibility for the poor management and should not be involved with the Company after stepping down.

We suspect that they believe it would be difficult to be reappointed after our shareholder proposal, so they nominated an outside person as representative director in order to remain involved in the form of an advisor.

## Reason 4 – Concerns over Gemini's selection process and track record

The companies were introduced through an acquaintance of Nabewari, and there was no competition with other firms before entering into the consulting relationship. In addition, the performance and stock price of a peer in the apparel industry, which Daidoh shows as Gemini's track record has not improved at all since using Gemini's services.

Daidoh plans to rely on Gemini for everything from the representative director appointments to management consulting but we cannot trust Daidoh's restructuring by Gemini given the selection process and track record.

## Reason 5 – Unrealistic mid-term business plan

Gemini was involved in the preparation of the recently announced MTBP (for which they received fees from Daidoh). However, the plan lacks specifics, is unfeasible and the figures have not been verified. We also assess that even if Daidoh achieves this MTBP, we do not expect the stock to rise.

It is hard to believe that Yamada, who oversaw its creation, will contribute to the improvement of shareholder value. In fact, the share price has not risen at all since the announcement of the MTBP.

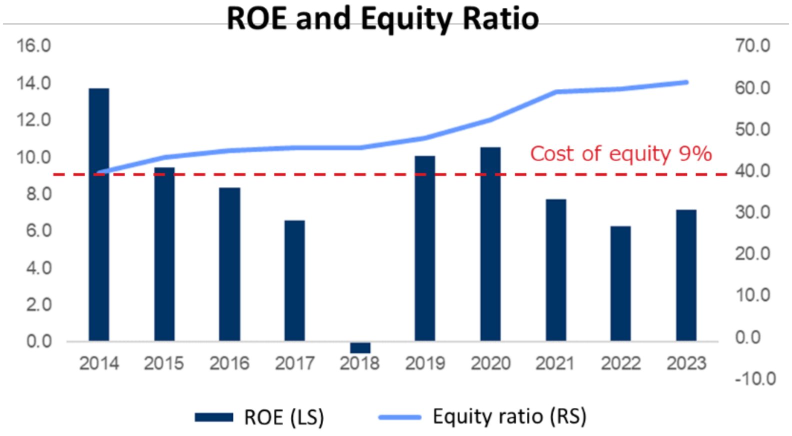
## Toa Road (1882)

As of April 30, 2024, the Fund we managed held approx. 13% of total outstanding shares of Toa Road Corp. ("Toa Road")

### Sluggish stock price

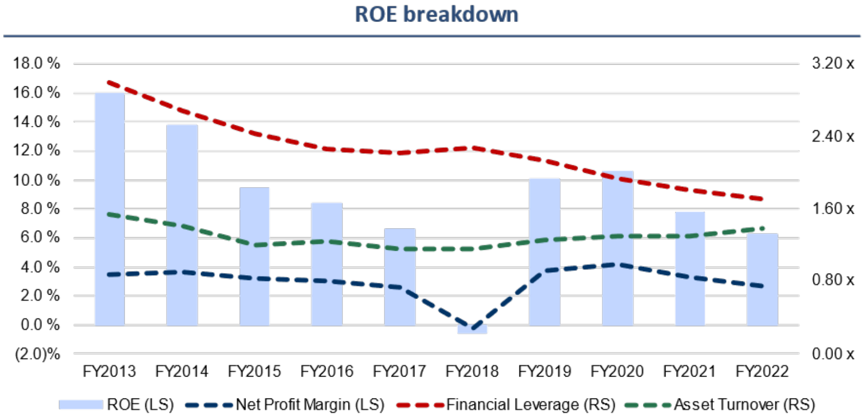
Toa Road's PBR has long remained below the TOPIX Index. While the stock price has increased recently to around 1.05x PBR, it still remains far below the Index.

### Shareholders' equity ratio that continues to increase and stagnant ROE.



The shareholder's equity ratio has been continually increasing since 2007 and as of March 31, 2024, was at 61%, a high level. In comparison, the ROE has been stagnant and is currently below our estimated cost of equity of around 9%.

The main reason for the decline in ROE is the decrease in financial leverage. In addition to improving profit margins, the company should increase its leverage by using more interest-bearing debt. Increasing shareholders' equity will only lower ROE further. By changing its shareholder return policy, the Company could reduce equity capital, improve capital efficiency and demonstrate a policy of stable shareholder returns.



For that reason, SC has made a formal shareholder proposal to set the shareholder return policy to a 100% dividend payout ratio and 8% DOE. **(Shareholder Proposal)**

## Kyokuto Kaihatsu (7226)

As of April 30, 2024, SC held approx. 7% of total outstanding shares of Kyokuto Kaihatsu Kogyo Co., Ltd. ("Kyokuto").

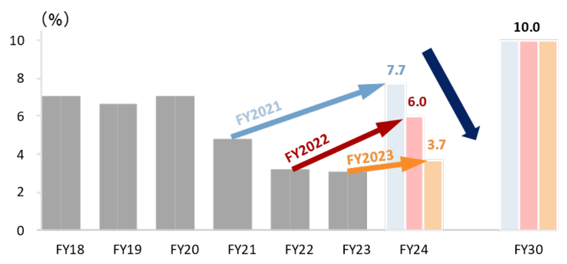
### Industry leader in the special purpose vehicle (SPV) that is divided in two.

Kyokuto is a leader in the Japanese SPV industry, manufacturing and selling SPVs such as garbage trucks, dump trucks and tank lorries.

### Management that has lost shareholder confidence

In May 2022, President Nunohara and the management team announced a mid-term business plan (MTBP) that runs through FY2024 and a long-term vision that runs through FY2030.

**ROE revised downward twice in three years**



However, they proceeded to revise the MTBP ROE target downward for two consecutive years.

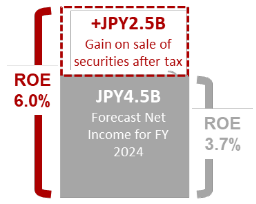
Kyokuto builds highly reliable SPVs that can withstand five or more years of use. Nonetheless, the MTBP has recalls occurring every year. Under these conditions, it is impossible to gain the confidence of shareholders.

### Failure to meet ROE targets is due to management disregard for shareholders

SC believes the failure to achieve 6% ROE is due to management disregard for shareholders.

The unrealized after-tax profit on cross-shareholdings is estimated to be at least JPY6B. Kyokuto could have fulfilled its promise to deliver 6% ROE if it had simply sold some of the stock it has been considering selling and recorded a capital gain of only JPY2.5B.

**6% ROE CAN be achieved**



### Management that lack a sense of urgency

The PBR which had been below dissolution value for so long had recently been on the road to recovery. However, after the announcement of an ROE and dividend forecasts that fell short of shareholder expectations the PBR plummeted.

We propose a dividend that is equal to 6% DOE (Shareholder Proposal). This is equal to a P/O ratio of 100% when an ROE of 6% is achieved and is the perfect remedy to immediately raise the PBR above 1x while also restoring shareholder confidence.

**PBR plunges after announcing missed ROE target**

## Keihanshin Building (8818)

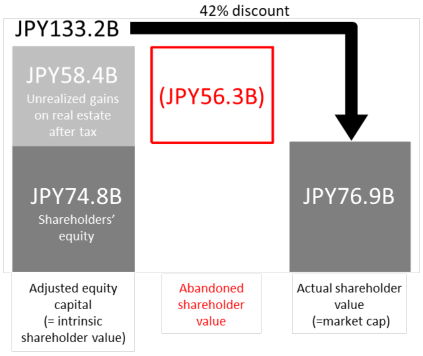
As of April 30, 2024, SC held approx. 5% of of total outstanding shares of Keihanshin Building Corp ("Keihanshin"), headquartered in Osaka and leases out real estate, mainly data centers as of April 30, 2024.

### Abandoned shareholder value

Keihanshin stock is trading at a 42% discount to its intrinsic value.

This means that although shareholders have entrusted the management team led by President Tsuneo Wakabayashi with JPY133.2B (= adjusted equity capital) mainly in real estate, the market is effectively saying, "if the current management team is to operate the company, it can only be valued at a 40% discount." Keihanshin management should turn that discount into a premium and live up to the expectation and trust of its shareholders. That is their responsibility as the management of a publicly listed company.

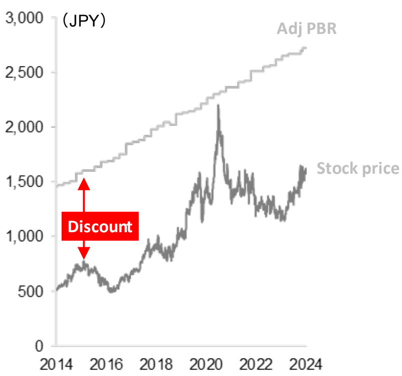
Keihanshin "40% off"



### Discounted valuation that has become the norm

Keihanshin has traded at a discount for more than 10 years. During this time, multiple business plans ("MTBP") have been developed but the discount has not been corrected. Let alone in the short-term, the management has not been able to achieve a "medium to long-term increase in corporate value that many companies aspire towards.

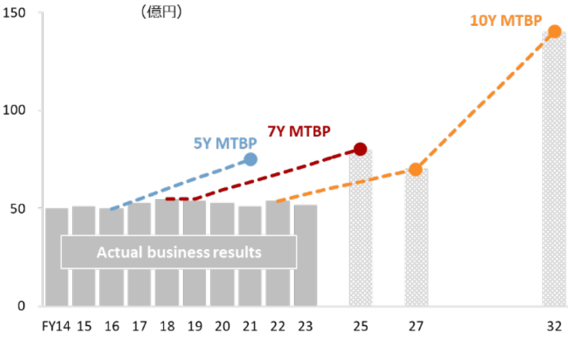
Stock price discount for 10+ years



### A business plan that is just a "Pie in the Sky"

Keihanshin announced a MTBP increase shareholder value but after significantly underachieving, withdrew the five-year plan in 2019 after only two years. Similarly, they withdrew a seven-year MTBP in 2023 after only four years and subsequently announced a ten-year plan.

MTBP being pushed forward despite substantial misses



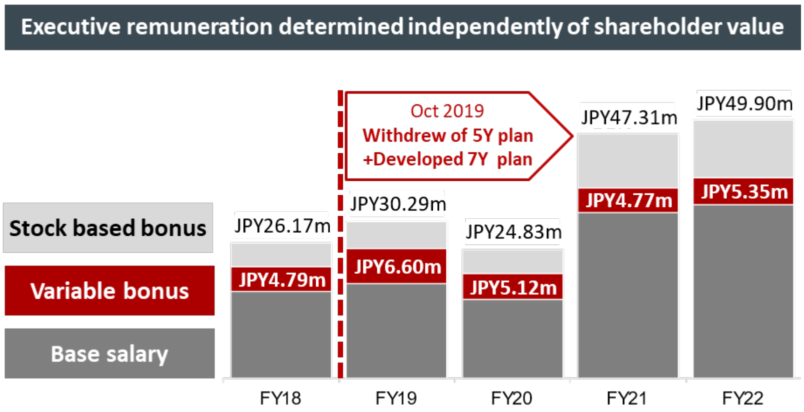
If management is unable to achieve a five- or seven-year plan, an even longer ten-year plan is merely deferring the problems.

Therefore, SC proposes a plan to be developed that will allow the discounted assessment to be corrected with a more predictable two-years window. **(Shareholder Proposal No. 1)**

## Ignoring shareholder value has no impact on management bonus

One reason why management repeatedly underachieves on its MTBP and ignores the discounted value is the remuneration for its executives. For example, at the end of FY2018, the Company withdrew its five-year plan after substantially underachieving but still paid variable remuneration of JPY6.6m per person as “executive bonuses” which was more than the previous year.

Simply put, the bonus was paid despite being unable to achieve the MTBP and abandoning the assets entrusted by its shareholders by JPY56.3B leaving the Company at a 40% discount. Therefore, SC proposes the introduction of a remuneration system where bonuses will only be awarded if the discounted valuation is eliminated with two-years. **(Shareholder Proposal No. 2)**


Executive remuneration determined independently of shareholder value

## What is expected of management

In November2020, Keihanshin opposed a TOB at JPY 1,900 from SC. In other words, three years ago, it expressed an opinion that it would be better to leave the management of the Company to itself rather than sell it at that price and the TOB failed. However since then the BPS has gone from JPY 2,289 to JPY 2,722 but the share price is still well below JPY 1,900. If the opposition to the TOB was not for its own protection then they should prove they can achieve a higher shareholder value through its own management.

## Yodogawa Steel (5451)

As of April 30, 2024, the Fund we managed held approx. 6% of total outstanding shares of Yodogawa Steel Works Ltd. ("Yodogawa")

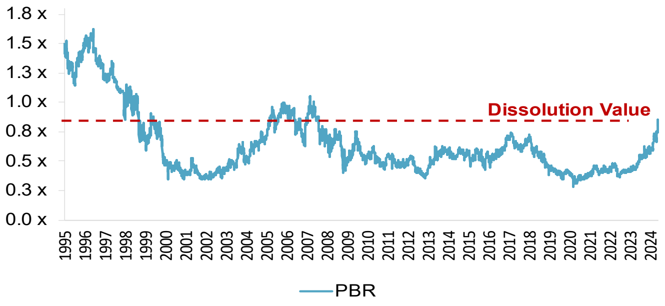
### Stock that cannot exceed a PBR greater than 1x

Since 1998, Yodogawa has stagnated below 1x PBR, the dissolution value. Although the stock price rose following the April 25 announcement of a revision to the MTBP, the PBR is still only 0.81x. SC proposes that Yodogawa formulate and disclose a plan aiming for a PBR of at least 1x and break out of the long-term slump in the share price.

### Capital efficiency that is below the cost of capital

The main reason why a PBR less than 1x has become the norm is that ROE is less than the cost of shareholders' equity (COE). SC estimates that COE to be around 9% but the ROE continues to be mired well below that level. Yodogawa revised the ROE target from 5% to 7% in the recent MTBP but that still does not reach the COE and further actions should be considered. Profit contributed from businesses outside its core steel sheet-related business is extremely low. By region, the majority of operating income is generated in Japan and Taiwan. Management needs to reconsider its strategy including potentially withdrawing from some businesses and regions with insufficient profitability.

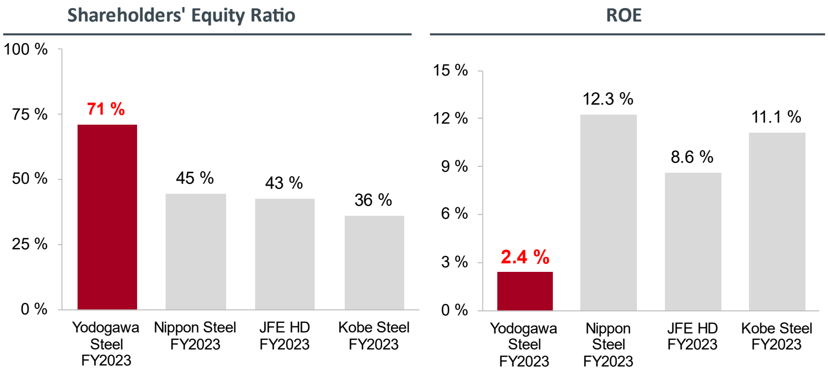
**Yodogawa's PBR has stagnated below 1x for a long time**



### Shareholders' equity ratio that is too high

Yodogawa's equity ratio at 70% is very high even when compared to other major steel companies. This has negatively impacted the Company by both a higher cost of capital and a lower ROE. To improve these factors, we propose the shareholder return policy be changed to a 100% dividend payout ratio and 6% DOE. **(Shareholder Proposal No. 1)**

**Shareholders' Equity Ratio and ROE of Yodogawa Steel and Major Steel Companies**



While Yodogawa did change its

shareholder return policy from “an annual dividend of JPY 50 or more and a consolidated payout ratio of 30% or more” to “annual dividends of JPY 200 or more and a consolidated payout ratio of 75% or more” in its MTBP but given the excessively high equity ratio this is still insufficient. By changing the shareholder return to a 100% dividend PO ratio and 6% DOE, the Company would gradually reduce the excessive equity capital and improve its capital efficiency, while at the same time demonstrating a policy of providing stable shareholder returns

## Numerous governance issues

In addition to capital efficiency, Yodogawa has numerous other governance issues that contribute to the higher cost of capital. Yodogawa has an anti-takeover measure (poison pill) that SC demanded abolished **(Shareholder Proposal No. 3)** and the Company obliged on May 10,2024 (and we happily withdrew the proposal).

Yodogawa also has a shareholder benefit program under which catalog gifts and tickets to the YODOKO Guest House are distributed to eligible shareholders. However, in addition to violating the principles of shareholder equality, the program is unrelated to the Company’s core business and does nothing to contribute to raising awareness of their product and services. It is difficult to see that shareholders are equally benefiting, and we propose the shareholder benefit program be abolished. **(Shareholder Proposal No. 4)**

Yodogawa also holds approx. 16% of the outstanding shares as treasury stocks (as of March 31, 2024) and therefore we propose the cancellation of treasury stock. **(Shareholder Proposal No. 5)** While Yodogawa recently announced the retirement of treasury stock and has also set new criteria for maximum holdings, we believe that all should be retired immediately.

## Yodogawa’s response to shareholder proposals

Since we began investing in Yodogawa we have made various requests. While they have taken some action, the standard and speed have more left to be desired. it is clear that further action is needed to resolve the PBR ratio of less than 1x.

**Our proposal, Yodogawa response**

| Shareholder Proposal | Yodogawa response | |
|---|---|---|
| ①Change shareholder return policy to a 100% dividend PO ratio and 6% DE | △ | Changed to annual dividend of JPY200 or more and consolidated dividend PO of 75% or more |
| ②Develop, disclose plan to achieve a PBR of 1x or more | △ | Revised MTBP |
| ③Abolish poison pill (Withdrawn) | ○ | Announced abolition of poison pill |
| ④Abolish shareholder benefit plan | × | No response |
| ⑤Cancel treasury stock | △ | Holding standard set to “less than 10% of total number of shares issued and outstanding |

## **Osaka Steel (5449)**

As of April 30, 2024, the Fund we managed held approx. 6% of total outstanding shares of Osaka Steel Co., Ltd. (“Osaka Steel”)

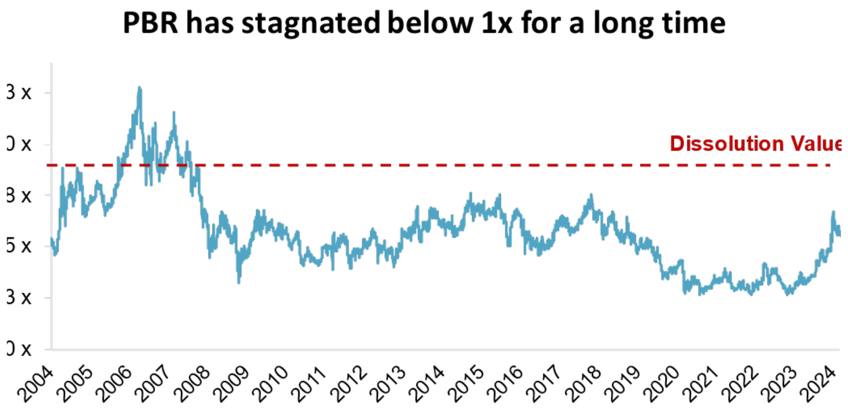
### Conflict of interest between controlling shareholder and general shareholders

Osaka Steel and parent Nippon Steel Corp (“Nippon Steel”) are both listed companies and is a parent-child listing. Osaka Steel contributes to the interests of the parent company through deposits and loans (“CMS”) and as an *amakudari* destination for Directors, and the interests of the parent continue to be given priority while neglecting the interests of the minority shareholder. This creates a clear risk of conflict of interest between the controlling shareholder and general shareholders. In order to enhance shareholder value and improve corporate governance we have made several shareholder proposals.

Osaka Steel is a listed company that raises capital from numerous shareholders, not just the controlling shareholder, and should increase shareholder value to benefit minority shareholders as well. If this is not possible, then Nippon Steel should make Osaka Steel a wholly owned subsidiary.

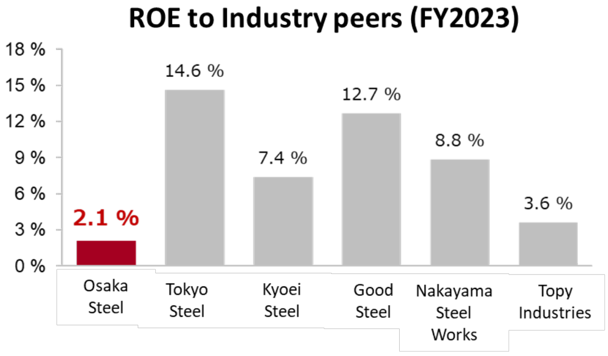
### Stock price than cannot exceed 1x PBR

Since 2008, the stock price has stagnated below 1x PBR and is currently extremely undervalued at only 0.69x. The main reason is the ROE is less than COE. To start, Osaka Steel’s MTBP does not include ROE or other capital efficiency targets, and management has shown little awareness of stock price or capital efficiency even though it is entrusted with funds from general shareholders. Therefore, we propose that ROE targets be set and that a specific, highly feasible plan be formulated and disclosed to achieve at least 1x PBR. **(Shareholder Proposal No. 3)**


PBR has stagnated below 1x for a long time

## CMS that continues to undermine shareholder value

ROE at the end of FY2023 was only 2.1%, far behind its peers, mainly due to the presence of CMS. Osaka Steel's CMS climbed to around JPY68.6B which is approx. 65% of the JPY1.046B market cap. The interest received on the CMS was a miniscule 0.2%, which goes without saying is much lower than the cost of capital.



In addition, Osaka Steel has borrowed in USD to meet the funding needs of its Indonesian subsidiary, incurring an interest expense of approx. JPY400m. An expense that would not have been incurred has the CMS been reversed and converted to USD. If we assume an interest rate of approx. 3% for the USD borrowing and the difference with the 0.2% received for the CMS means an annual loss of approx. JPY 370m.

This was naturally foreseeable given interest rate differentials, but it is apparent that Osaka Steel is so concerned about Nippon Steel that they will continue to make CMS at the expense of economic profit. While Osaka Steel partially reversed the CMS and paid back the USD borrowing, the remaining balance is still a very large JPY 47.3B. While CMS contributes to the capital management of the parent, it does so at the expense of capital efficiency of the subsidiary causing shareholder value to decline. Therefore, we propose prohibiting CMS and to pay a special dividend using 50% of the balance of the CMS. **(Shareholder Proposal No. 1, No. 2)**

## ESG Improvements

As of March 31, 2024, Osaka Steel has eight Directors (including three outside Directors), but all five fulltime Directors are from Nippon Steel, effectively making Osaka Steel an *amakudari* destination for Nippon Steel. They continue to support the parent company's capital management while eroding shareholder value. Therefore, we propose the majority of directors be outside directors and strengthen corporate governance. **(Shareholder Proposal No. 4)**

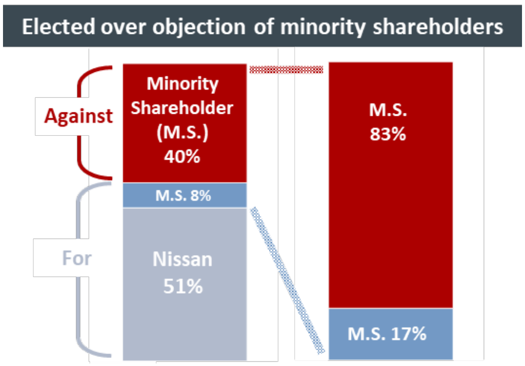
In addition, although Osaka Steel has set a target for reducing GHG emissions, the plan lacks specificity and there is no disclosure of a time frame or necessary financial plan. The electric furnaces that Osaka Steel uses to recycle steel scrap and manufacture steel products has a smaller environmental impact compared to blast furnaces and is a tailwind for the realization of decarbonized society. Therefore it is difficult to believe that Osaka Steel is being properly appreciated by investors interested in environmental measures. Therefore, we propose that short- and medium-term GHG reduction targets for Scope 1 through 3 be formulated with a financial plan to realize these targets in order to reduce the cost of capital. **(Shareholder Proposal No. 5)**

# Nissan Shatai (7222)

As of April 30, 2024, the Fund we managed held approx. 3% of total outstanding shares of Nissan Shatai Co., Ltd. (“Nissan Shatai”) which is a subsidiary of Nissan Motor Co., Ltd (“Nissan”)

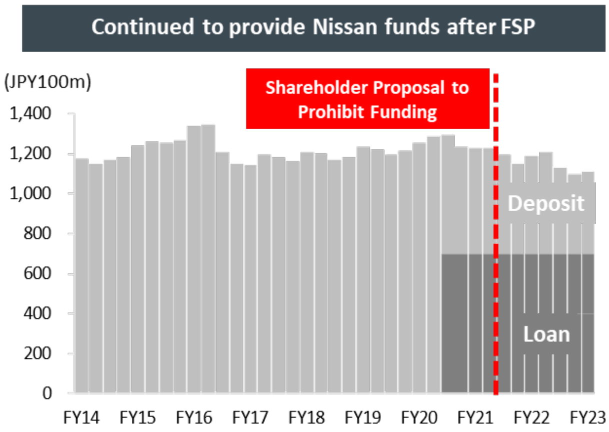
## Management that is opposed by 83% of minority shareholders

Nissan Shatai is being managed in a way that ignores the interest and rights of minority shareholders. For example, Nissan pushed through a proposal to elect Nissan alumni Haruhiko Yoshimura at the 2023 AGM against the wishes of 83% of minority shareholders. Even though the process was heavy-handed, if Nissan Shatai’s outside directors had overseen any business deals with Nissan or if they has succeeded in increasing shareholder value it could have been somewhat tolerated. However, Nissan Shatai did neither.


Elected over objection of minority shareholders

## Funding to Nissan that ignores minority shareholders

At the 2022 AGM, a shareholder proposal was made to prohibit Nissan Shatai from providing funds to Nissan was made gathering 72% support from the minority shareholders. In other words, the minority shareholders clearly expressed their will that “Nissan Shatai should NOT deposit or lend funds to parent company, Nissan.” Despite this Nissan Shatai ignored 72% of the minority shareholders and continued to provide funds to Nissan.


Continued to provide Nissan funds after FSP

## Business terms with Nissan that is “the worst”

Furthermore, the terms of business with Nissan are literally “the worst”. Since Nissan Shatai relies on Nissan for 98% of its sales, the terms with Nissan are directly reflected in Nissan Shatai’s performance. Comparing Nissan Shatai’s group profit margin for the past 10 years with all 126 listed automobile and auto parts manufacturers, Nissan Shatai ranks 126th five time and 125th five times. Simply put, the terms of business with Nissan are not even the lowest in the industry, they are “the worst”.

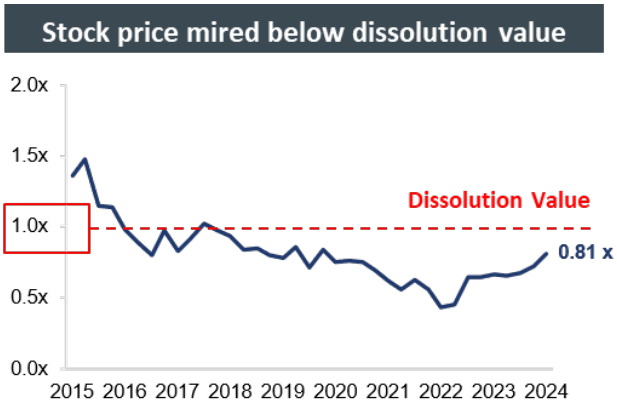
## Business Monitoring Committee does not function

Although Nissan Shatai has established a Business Monitoring Committee and has stated that its policy is to deliberate and review transactions with Nissan in a manner where "the common interests of Nissan Shatai and its shareholders are not harmed," the funding to Nissan and the minimal terms of business have continued.

We can only conclude that the Business Monitoring Committee has not contributed in any way to protecting the interests of minority shareholders.

## Shareholder value is being undermined

There is no way that shareholder value can increase under such conditions and the stock price remains below its dissolution value. Of Nissan Shatai's total assets of JPY 258.3B, JPY 164.4B is cash equivalents including the cash and monetary claims against Nissan which by itself would exceed the JPY 142.2B market cap of Nissan Shatai.



In other words, as the term "dissolution value" suggests, it may well be in the best interest of minority shareholders to literally dissolve the company, recover the funds from Nissan and distribute the assets to shareholders.

## Nissan Shatai should reconsider whether it is appropriate to maintain its listing

To begin Nissan Shatai is dependent on Nissan for approx. 98% of its sales and has no independence in business activities. Under current listing rules, Nissan Shatai would not even be able to IPO. Furthermore, when a company goes public under a parent-child structure, it is required to protect the rights and interest of minority shareholders which Nissan Shatai has failed to do so.

**Remain listed but protect the rights and interests of minority shareholders,**
**Delist after paying fair compensation to minority shareholders**

Nissan Shatai should choose one of these two options.

We propose the establishment of a Minority Shareholders Protection Committee to realize the protection of the rights and interest of minority shareholders which is essential for Nissan Shatai to remain listed. **(Shareholder Proposal)**

SC believes that dialogue with shareholders is important and has requested a meeting with Nissan's Senior Managing Executive Officer in charge of affiliated companies, but at the time of this writing, the request has been denied.

広　告

# ダイドーリミテッド、東亜道路工業、極東開発工業、京阪神ビルディング、淀川製鋼所、大阪製鉄、日産車体の株主価値向上に向けて

**ストラテジックキャピタルは、来る定時株主総会に向けて株主提案を行いました。株主の皆様が議決権行使を行う前に、弊社が考える各社の課題と株主提案の意図をご理解いただきたく、ご一読をお願いいたします。**

Strategic Capital

ストラテジックキャピタルは、ESG課題の解決を通じた企業価値向上を目指すアクティビストファンドです。

## ダイドーリミテッド

株式会社ストラテジックキャピタル及び同社の運営するファンド（以下、「SC」といいます。）は、2024年4月末現在、株式会社ダイドーリミテッド（以下「ダイドー」といいます。）の発行済株式数の約29%、議決権の約32%を保有する株主です。

### 経営陣の刷新

ダイドーは赤字が続いているほか、様々な問題を抱え、経営不振に陥っています。そこで今般、SCはこの状況を招いたダイドーの経営陣を刷新し、そのような問題を解決するために、現経営陣に代わる新たな6名の取締役を選任することをこの6月の株主総会に提案しています。

### 長期の赤字継続による株価の下落

ダイドーの営業損益は、過去10年間全ての年度で赤字です。特別利益の計上により、23／3期・24／3期の最終損益は黒字となりましたが、不動産売却等による一過性のものであり、本業の業績は悪化し続けています。

結果として、ダイドーの株価は06年以降、右肩下がりに下落し、22年には10分の1以下の株価となりました（図表1）。SCがダイドー株式を買い始めた後は株価が上昇していますが、賃貸等不動産の時価評価を加味すると、未だに解散価値であるPBR1倍を大きく下回っています（図表2）。

### 長期にわたる衣料事業の不振、M&Aの失敗

ダイドーの本業である衣料事業は、過去10年間のうち、19／3期を除き全ての年度で営業赤字となっており、累計で80億円超の営業損失が発生しました。更に、リストラ費用・減損損失・本社費用を加味すると、実質的に過去10年間の衣料事業の損失は累計200億円超にものぼります（図表3）。同業他社がコロナ禍で落ち込んだ業績を回復させているなか、ダイドーの経営状況には全く改善が見られません（図表4）。

また、ダイドーは16年にPONTETORTOに、20年にブルックスブラザーズジャパンに対して出資（M&A）を行っていますが、何れも5年以内に両社に関する減損損失を計上しています。

### 従業員のリストラと経営陣による1円ストックオプションの利益享受

ダイドーは、複数回にわたり従業員の希望退職を実行し、単体の従業員数は14／3期末の73名から23／3期末には35名まで減少し、平均年間給与は同期間で651万円から554万円へと減少しました。

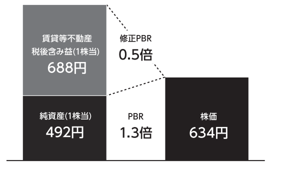
一方、ダイドーの経営陣及び監査役は、06年以降、ダイドー株式を1円で取得でき、株価が下落するほど得られる株式数が増加する仕組みのストックオプションを付与され続けました。SCの度重なる改善要請を無視して昨年も継続しています。

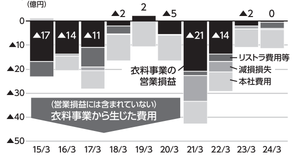
このように、ダイドーは業績低迷に伴う負担を従業員に強いる一方で、経営陣と監査役だけにメリットがある制度を継続しています。

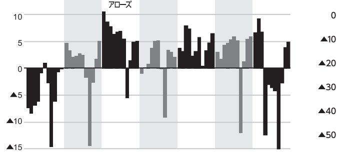
### 資本コスト未満の収益しか得られない不動産賃貸業の継続

ダイドーは、資本コストを大きく下回る資本収益性しか得られない賃貸等不動産の保有を漫然と継続するだけではなく、旧本社ビルをセール・アンド・リースバック取引の手法により処分した手取金によりビジネスホテル（取得価格約30億円）及びオフィスビル（同約60億円）を新たに取得しました。一般的に、セール・アンド・リースバック取引は、資本効率の改善を目的として行われることが多いものの、ダイドーにおいては取引で得た手取金により代替不動産を取得しており、旧本社ビルの売却はダイドーの資本効率の改善に寄与していません。旧本社ビル売却の目的は、赤字が続くことへの株主からの批判を免れるために会計上の最終損益を黒字化させることにあったと考えざるを得ません（図表5）。


株価推移（図表1）


PBR（図表2）


衣料事業の損益（図表3）


衣料事業の営業利益率 2013～23年度（図表4）

### 取締役候補者について

SCは、ダイドーへの投資を開始して以降、ダイドーに対して様々な提案を行ってまいりました。しかしながら、その提案は殆ど取り入れられず、現体制では株主価値の向上は実現不可能であると判断しました。そこで、取締役会を再編し、新体制で事業の再建及び健全なガバナンス体制の構築を実現することで、ダイドーの株主価値の向上を目指していただきたいと考えます。

SCは、今回提案する取締役候補者は株主価値向上に資すると確信しています。具体的には、アパレル、不動産会社をはじめとする事業会社の経営に携わっていた候補者や、事業再建の経験が豊富であり、ダイドーの再建に相応しい候補者を選定できたと自負しております。また、女性候補者も含まれ、ダイバーシティ推進にも寄与するものと考えております。

### 取締役候補者と主な経歴（敬称略、退任済を含む）

① **中山 俊彦**
ブルックスブラザーズ ジャパン CFO
コールハーンジャパン CFO、社長
日興アントファクトリー
（現アント・キャピタル・パートナーズ）共同創業

② **大澤 道雄**
繊維産業流通構造改革推進協議会 会長
オンワード樫山 代表取締役社長

③ **村田 正樹**
森トラストアセットマネジメント 代表取締役社長

④ **篠﨑 真吾**
ロッテリア 代表取締役社長
公認会計士

⑤ **島村 隆志**
ユー・エス・ジェイ
（ユニバーサルスタジオジャパンの運営会社）
執行役員副社長

⑥ **池照 佳代**
アイズプラス 代表取締役
山野美容芸術短期大学 特任教授

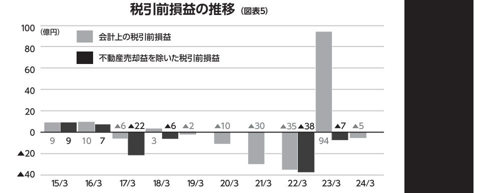
ダイドーはSCの株主提案を受け、現任取締役6名のうち5名の退任及び新たに5名の取締役（うち、4名は外部から招集）候補を発表しました。

SCはダイドー及びダイドーの提案する代表取締役候補者であるジェミニストラテジーグループ（以下「ジェミニ」といいます。）の山田政弘氏から以下の論点の説明を受けましたが、今般のダイドーの提案内容は株主価値を著しく棄損する懸念があると判断いたしました。

そのため、今回新たにダイドーが発表した取締役候補6名全員に反対し、SCが当初より提案している取締役候補6名の選任に賛成します。

ダイドーが提案する代表取締役候補者（図表6）

| 氏名（敬称略） | 兼職の状況 | |
|---|---|---|
| 山田 政弘 | ジェミニストラテジーグループ株式会社 代表取締役CEO<br>Gemini Career株式会社 取締役<br>大場製パン株式会社 代表取締役社長<br>立命館大学大学院経営管理研究科観光マネジメント専攻教授 | ジェミニソリューションズ株式会社 代表取締役<br>株式会社カメガヤ 非常勤経営統括役<br>ベーカリーイノベーション株式会社 代表取締役社長 |
| 成瀬 功一郎 | ジェミニストラテジーグループ株式会社 シニアマネジメントエキスパート<br>大場製パン株式会社 取締役 | 株式会社ForDi 代表取締役<br>ベーカリーイノベーション株式会社取締役 |


税引前損益の推移（図表5）

### 反対理由❶ 代表取締役候補者が多数の兼職を有している

ダイドーはジェミニの山田氏及び成瀬功一郎氏を常勤の代表取締役候補として提案していますが、両氏はフルタイムを含む多数の兼職があり、山田氏はダイドーの代表取締役就任後もこれらの兼職を継続する意向を表明しています（図表6）。上場企業の代表取締役で子会社・関連会社以外の代表取締役等をこれほど兼任することは極めて異例です。

### 反対理由❷ 山田氏・成瀬氏とダイドー株主との重大な利益相反懸念がある

ジェミニは、現在ダイドーに対し経営コンサルティング等のサービスを提供しており、ダイドーから手数料を受け取っています。また、今後はそれに加え、M&Aのアドバイザー等も務める方針であり、ジェミニ側は山田氏及び成瀬氏の取締役報酬に加え、別途コンサルティングフィー等をダイドーから受け取り続けることになります。

山田氏はジェミニの創業者・代表取締役社長、成瀬氏はジェミニの幹部社員であり、関連当事者間取引が継続・拡大することで、ジェミニ側とダイドー株主との間に重大な利益相反が生じる懸念があります。このような状況も上場企業としては極めて異例かつ不適切です。

### 反対理由❸ 現経営陣は顧問として会社に関与し続ける

現在のダイドーの代表取締役社長である鍋割宰氏及び取締役上席執行役員の渡部克男氏は、取締役を退任後は顧問としてダイドーに残る方針である旨、鍋割氏はSCに表明しました。しかしながらSCは、現経営陣は経営不振を招いた責任を取り、取締役退任後はダイドーに関与すべきではないと考えます。

ダイドーの現経営陣は、SCから株主提案を受けたことで取締役に再任することが難しいと判断し、顧問といった形で会社に関与し続けるために、形式的に外部人材を代表取締役に立てた疑いがあります。

### 反対理由❹ ジェミニの選定プロセス、実績に懸念がある

ジェミニとダイドーは鍋割氏の知人経由で知り合ったとのことですが、ジェミニとの契約締結の際に、他のコンサルティング会社とのコンペ等が行われていません。また、ダイドーがジェミニの実績として示しているアパレル同業他社の業績・株価は、ジェミニがサービスを提供した後、全く改善していません。

ダイドーは、代表取締役の派遣から、経営コンサルティングまで全面的にジェミニに依存する方針ですが、このような選定プロセス、実績を鑑みるとジェミニにダイドーの再建を託すことは出来ません。

### 反対理由❺ 実現性の乏しい中期経営計画

ダイドーは今般、ジェミニが監修した中期経営計画を発表しました（今回、この中期経営計画策定に関する手数料もダイドーから支払われました）。しかしながら、当該中期経営計画は、数値の検証が十分に行われておらず、具体性・実現性に乏しいとSCは判断しています。また、仮にこの中期経営計画を達成しても、ダイドーの株価上昇は見込めないと評価しています。

これを監修した山田氏がダイドーの株主価値向上に資するとは到底思えません。現に、中期経営計画の発表以降、株価は全く上昇していません。

## 東亜道路工業

SCは、24年4月末現在、東亜道路工業株式会社（以下「東亜道路工業」といいます。）の発行済株式数の約13%を保有する株主です。

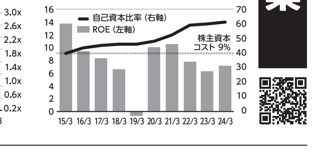
### 低迷する株価

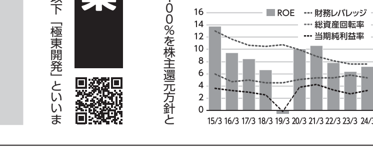
東亜道路工業のPBRは、長期的にTOPIXを下回って推移しています。足元、株価は上昇しましたが、現在のPBRは1・05倍と、依然としてTOPIXとは大きな乖離があります。

### 年々上昇する自己資本比率と低下するROE

東亜道路工業の自己資本比率は07年以降年々高まり、24／3期は年度平均で約61%と非常に高い水準となっています。一方、ROEは低迷を続け、足元では東亜道路工業の株主資本コスト（SCの想定では9%程度）未満のROEとなっています。

ROEが低下している主因は、財務レバレッジが低下していることです。利益率の改善に加え、有利子負債の活用を増やし、レバレッジを高めるべきでしょう。これ以上自己資本を増加させてもROEは低下するだけであり、株主還元方針を強化することで、自己資本を圧縮し資本効率の改善を図るとともに、安定した株主還元を行っていく方針を示すべきです。そのため、DOE8%、配当性向100%を株主還元方針とすることを提案いたします（株主提案）。


ROEと自己資本比率


ROE構成要素

## 極東開発工業

SCは、24年4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。）の発行済株式数の約7%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ダンプトラック、タンクローリ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。

### 株主の信頼を失った極東開発の経営陣

布原社長ら極東開発の経営陣は22年5月、25／3期までの中期経営計画、そして31／3期までの長期ビジョンを発表しました。

しかし、極東開発は23年5月、24年5月と2年連続で中期経営計画の目標を下方修正しています。

極東開発は5年かそれ以上の使用に耐える、信頼性の高い特装車を製造しています。それにもかかわらず、極東開発の経営陣が株主に掲げた経営計画には、毎年リコールが発生しているような状態です。このような状態で、株主からの信頼を得ることは不可能です。

### ROE目標の未達は経営陣の株主軽視が原因

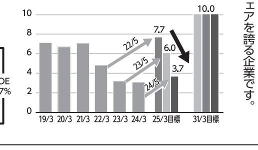
SCは、ROE6%目標の未達は経営陣の株主軽視が原因であると考えています。

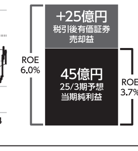
極東開発が保有する政策保有株式の税引後含み益は、少なくとも60億円にのぼると推定され、このうち極東開発が以前から売却を検討していた一部の株式を売却し、僅か25億円の売却益を計上すればROE6%という株主との約束は果たすことができたのです。

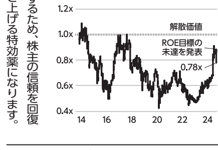
### 危機意識の欠如した経営陣

極東開発のPBRは長らく解散価値を下回ってきましたが足元は回復基調でした。しかし、株主の期待を下回るROEと配当の予想を発表したことで、PBRは急落したのです。

SCは、DOE6%相当の配当を求めます（株主提案）。これは、ROE6%達成時の配当性向100%に相当するため、株主の信頼を回復させながら極東開発のPBRを直ちに解散価値以上に引き上げる特効薬になります。


ROEの目標は3年間で2度も下方修正された


ROE6%は達成可能


ROE目標の未達を公表後にPBRは急落

## 京阪神ビルディング

SCは、24年4月末現在、大阪に本社を構え、データセンターを中心とした不動産の賃貸を営む京阪神ビルディング株式会社（以下「京阪神ビル」といいます。）の発行済株式数の約5%を保有する株主です。

### 棄損される株主価値

京阪神ビルの株価は、本来の株主価値から42%のディスカウント評価を受けています。

これは、株主が若林常夫社長をはじめとした京阪神ビル経営陣に期待し、不動産を中心とする1332億円（=修正自己資本）の運用を託しているにもかかわらず、市場からは「現経営陣が運用するなら4割引でしか評価できない」と言われていることを意味します。京阪神ビルの経営陣は、ディスカウントをプレミアムに変え、株主の期待と信頼に応えるべきです。それが上場企業経営者としての責任です。

### 常態化したディスカウント評価

京阪神ビルはディスカウント評価を受けることが10年以上続いています。この間、複数回にわたり経営計画を策定しましたが、京阪神ビルに対するディスカウント評価は是正されませんでした。

京阪神ビルの経営陣は、短期はもちろんのこと多くの企業が志向する「中長期的な企業価値の向上」を全く達成できていないのです。

### 経営計画は「絵にかいた餅」

京阪神ビルは株主価値を向上させるため、経営計画を発表しています。しかし、京阪神ビルは、大幅未達となった5年計画を19年に2年で撤回し、同様に7年計画も23年に4年で撤回し、10年計画を公表しました。

5年計画、7年計画でさえ達成できない経営陣が、10年というさらに長期の計画を掲げることは、単なる問題の先送りに過ぎません。

そこでSCは、2年間という予見性の高い期間の間に、ディスカウント評価を是正することができる計画の策定を求めました。（株主提案①）

### 株主価値を棄損しても報酬は変わらない

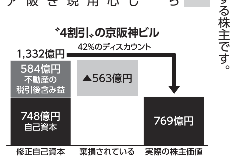
京阪神ビルの経営陣が、経営計画の大幅な未達を繰り返し、自社株式のディスカウント評価を放置する背景のひとつに、経営者の報酬があります。例えば19／3期中には5年計画を大幅未達のまま撤回していますが、「役員賞与」という名目で一人当たり660万円の変動報酬が支払われ、前年より金額が増加しています。

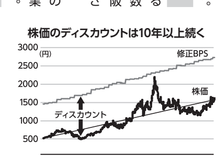
つまり、京阪神ビルの経営陣は自らが策定した経営計画を達成できない状況でも、株主から預かった資産の価値を563億円も棄損し4割引で放置しても、賞与を受領しています。

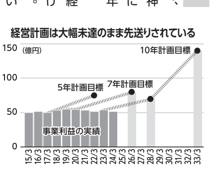
そこでSCは、2年以内にディスカウント評価を解消した場合のみ変動報酬を支給する、報酬制度の導入を提案しています。（株主提案②）

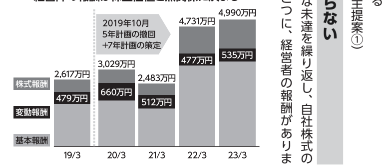
### 経営陣に求められること

20年11月、京阪神ビルはSCが行った1900円でのTOBに対して反対意見を表明しました。つまり株主に「1900円で売却するよりも自分たちに経営を任せた方が良い」と3年前に意見表明を行い、このTOBは不成立に終わりました。しかし、当時の修正BPSは2289円でしたが、これが2722円となった現在でも、株価は1900円を大きく下回ります。TOBへの反対が自らの保身のためでなかったならば、自らの経営で株主価値の向上が実現できると証明すべきです。


"4割引"の京阪神ビル


株価のディスカウントは10年以上続く


経営計画は大幅未達のまま先送りされている


経営陣の報酬は株主価値と無関係に決まる

## 淀川製鋼所

SCは、24年4月末現在、株式会社淀川製鋼所（以下「淀川製鋼所」といいます。）の発行済株式数の約6%を保有する株主です。

### PBR1倍を超えられない株価

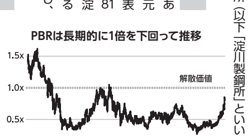
淀川製鋼所の株価は、98年以降、解散価値であるPBR1倍を下回って推移しています。足元では、24年4月25日に中期経営計画の改定を発表し、株価が上昇しましたが、現在のPBRは0・81倍と、依然として解散価値未満です。SCは、淀川製鋼所が長期にわたる株価低迷から脱却するために、PBR1倍以上を目指す計画を策定し、開示することを提案します（株主提案②）。

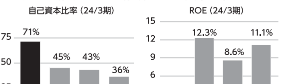
### 資本コストを下回る資本効率

PBR1倍割れが常態化しているのは、ROEが株主資本コストに満たないことが主因です。SCは淀川製鋼所の株主資本コストを約9%程度と推測していますが、ROEはその水準を大きく下回る状況が継続しています。淀川製鋼所は中期経営計画の改定に伴い、ROE目標を従来の5%から7%に修正しました。しかしながら、ROE7%では株主資本コストに達しておらず、更なる取組の検討をすべきです。淀川製鋼所は、主力事業である鋼板関連事業以外の利益貢献が極めて低く、地域別では、営業利益の大半を日本と台湾で計上しています。その他の不採算事業・地域では、撤退を含めた経営戦略の再検討を行う必要があると考えます。

### 高すぎる自己資本比率

淀川製鋼所の自己資本比率は、70%以上と非常に高水準であり、大手鉄鋼会社と比べても自己資本比率の高さは明らかです。これは資本コストを上昇させ、ROEを低下させるという両面において悪影響があり、これらの改善に向け、株主還元方針を配当性向100%・DOE6%に変更することを提案します（株主提案①）。淀川製鋼所は中期経営計画の改定で株主還元方針を従来の「年間配当金50円以上・連結配当性向30%以上」から「年間配当金200円以上・連結配当性向75%以上」に変更しましたが、淀川製鋼所の高すぎる自己資本比率を考慮すると、これでは不十分です。株主還元方針を配当性向100%・DOE6%に変更することで、徐々に自己資本を圧縮し資本効率の改善を図ると共に、安定した株主還元を行っていく方針を示すべきです。


PBRは長期的に1倍を下回って推移


淀川製鋼所と大手鉄鋼会社の自己資本比率・ROE

### ガバナンス等の課題も山積

淀川製鋼所は、資本効率に加え、ガバナンス等の面でも課題が山積しており、これらも資本コストを上げる要因となっています。淀川製鋼所は買収防衛策を導入していましたが、SCが買収防衛策の廃止を求めたところ（株主提案③）、24年5月10日に買収防衛策の廃止を発表しました（当該株主提案は取り下げ）。

また、淀川製鋼所は予てより株主優待制度を導入しており、カタログギフトおよびヨドコウ迎賓館株主様入館券を対象株主に配布しています。しかし、株主優待制度は株主平等の原則に反するうえ、淀川製鋼所の株主優待制度は本業とは全く関係のない内容であり、自社の商品やサービスの認知度向上等にも寄与しません。そのため、淀川製鋼所の株主優待制度により株主が平等に利益を得ているとは言い難く、株主優待制度を廃止することを提案します（株主提案④）。

また、淀川製鋼所は24年3月末時点で発行済株式数の約16%にも相当する自己株式を保有しており、自己株式の消却を提案しました（株主提案⑤）。淀川製鋼所は、足元、自己株主の消却を発表し、新たに保有上限の基準も設定していますが、速やかに全て消却すべきと考えます。

### 株主提案に対する淀川製鋼所の対応状況

SCは淀川製鋼所への投資を開始して以来、様々な要請を行ってきました。今般の株主提案については、一定程度対応いただきましたが、その水準・スピード感は共に不十分だと言わざるを得ません。PBR1倍割れの早期解消に向け、更なる対応が必要であることは明らかです。

SCからの株主提案と淀川製鋼所の対応

| 株主提案 | 淀川製鋼所の対応 |
|---|---|
| ① 株主還元方針を配当性向100%、DOE6%に変更する | △「年間配当金200円以上・連結配当性向75%以上」に変更 |
| ② PBR1倍以上を目指す計画を策定し、開示する | △ 中期経営計画を改定 |
| ③ 買収防衛策を廃止する(取り下げ済) | ○ 買収防衛策の廃止を発表 |
| ④ 株主優待制度を廃止する | × 対応なし |
| ⑤ 自己株式を全て消却する | △ 保有基準を「発行済株式数の10%未満を目途」と設定 |

## 大阪製鐵

SCは、24年4月末現在、大阪製鐵株式会社（以下「大阪製鐵」といいます。）の発行済株式数の約6%を保有する株主です。

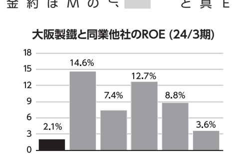
### 支配株主と一般株主の間の利益相反

大阪製鐵および大阪製鐵の親会社である日本製鉄株式会社（以下「日本製鉄」といいます。）は共に上場企業であり親子上場となっています。大阪製鐵は、日本製鉄への預け金および貸付金（以下、「CMS等」といいます。）や役員の天下り先として親会社の利益に寄与している一方、親会社の利益が優先され、少数株主の利益は棄損され続けており、支配株主と一般株主との間に明らかに利益相反リスクが生じています。そのため、SCは大阪製鐵の株主価値の向上およびガバナンスの改善のために株主提案を行いました。大阪製鐵は不特定多数の株主から資本を調達する上場会社であり、少数株主の利益にも資するよう株主価値を高めるべきです。もしそれが出来ないのであれば、日本製鉄が完全子会社化を実施し非上場となるようグループとして対応すべきです。

### PBR1倍を超えられない株価

大阪製鐵の株価は、08年以降、PBR1倍を下回って推移し、現在でもPBRは0・69倍と非常に低水準となっています。PBR1倍割れが常態化しているのは、ROEが株主資本コストに満たないことが主因です。そもそも、大阪製鐵の中期経営計画にはROE等の資本効率目標はなく、一般株主から資金を預かっているにも拘らず、経営陣は株価や資本効率等に対する意識が低いと言わざるを得ません。そこで、ROE目標の設定、そしてPBR1倍以上を目指す具体的で実現性の高い計画を策定・開示することを提案します（株主提案③）。


PBRは長期的に1倍を下回って推移


大阪製鐵と同業他社のROE（24/3期）

### 株主価値を棄損し続けるCMS等

24／3期の大阪製鐵のROEは僅か2・1%と、同業他社に大きく差をつけられていますが、その主因はCMS等の存在です。大阪製鐵によるCMS等の合計は、23／3期末で686億円にものぼり、現在の大阪製鐵の時価総額1046億円の約65%にも達します。23／3期末のCMS等の金利は0・2%程度であり、当然、大阪製鐵の資本コストを大幅に下回っています。

加えて、大阪製鐵はインドネシア子会社の資金ニーズに対応するため、ドル建てで借入を行っており、23／3期には、約4億円の支払利息が発生しました。これは、CMS等を取り崩し、ドルに転換していれば発生しなかった費用であり、ドル建て借入金にかかる支払利息の金利約3・0%と、CMSの受取金利約0・2%の差分を考慮すると、年間約3・7億円程度の損失が発生したことになります。

これは、金利差を考えると当然に予見できたことです。大阪製鐵の取締役が日本製鉄を慮るが余り、経済的利益を犠牲にしながらCMS等を継続していたことが伺われます。

足元、大阪製鐵は上記のCMS等を一部取り崩し、ドル建の借入金を返済しましたが、CMS等の残高は足元でも473億円と、依然として膨大な金額が残っています。CMS等は親会社の資金管理には寄与する一方、子会社の資本効率を下げ、株主価値を棄損させる制度です。そこで、CMS等を禁止し、CMS等残高の50%を特別配当することを提案します（株主提案①②）。

### ESGの改善

24年3月末現在、大阪製鐵の取締役は8名（うち、社外取締役は3名）いますが、常勤取締役5名の全員が日本製鉄出身者となっており、実質的に日本製鉄の天下り先となっています。大阪製鐵の取締役は、CMS等により親会社の資金管理に貢献する一方で、大阪製鐵の株主価値を棄損させ続けています。そのため、取締役の過半数は社外取締役とし、ガバナンスを強化することを提案します（株主提案④）。

また、大阪製鐵は温室効果ガスの総排出量削減目標を設定していますが、その計画は具体性に欠け、達成に向けた時間軸や必要な資金計画等の開示もありません。大阪製鐵が手掛ける電炉事業は、鉄スクラップをリサイクルし鉄鋼製品を製造していることから、高炉事業と比べ、環境負荷が小さく、脱炭素社会の実現に向けプラス材料です。しかしながら、開示内容が不十分であるため、環境対策に関心の高い投資家から大阪製鐵が十分に評価されているとは考えられません。そのため、スコープ1から3の短期及び中期の温室効果ガス削減目標、およびその実現に向けた資金計画を策定し、開示することで、資本コストを低下させることを提案します（株主提案⑤）。

## 日産車体

SCは、24年4月末現在、日産自動車株式会社（以下「日産」といいます。）の連結子会社である日産車体株式会社（以下「日産車体」といいます。）の発行済株式数の約3%を保有する株主です。

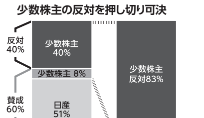
### 経営者は少数株主の83%が反対した人物

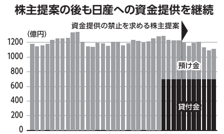
日産車体は、親会社である日産以外の少数株主の利益や権利を無視した経営がされています。例えば、日産出身の吉村東彦社長の選任議案に対して、23年の株主総会では少数株主の83%が反対しているにもかかわらず、日産が押し切る形で議案を可決しています。

プロセスが強引であっても、日産車体の社外役員が日産との取引を適切に監督したり、日産車体が株主価値の向上に成功していたりすれば目を瞑ることができたかもしれません。しかし、日産車体はどちらもできていませんでした。

### 少数株主の反対を無視した日産との取引

日産車体の22年の株主総会において、日産への資金提供の禁止を求める株主提案がなされ、少数株主の72%が賛成しました。つまり「日産車体は親会社である日産に資金の預託や貸付をすべきではない」という明確な少数株主の意思が表明されたのです。にもかかわらず、日産車体は72%の少数株主の反対を無視し、日産に対する資金提供を継続しているのです。


少数株主の反対を押し切り可決


株主提案の後も日産への資金提供を継続

### 日産との取引条件は「最低」

さらに、日産との取引条件は文字通り、「最低」なのです。日産車体は売上高の98%を日産に依存しているため、日産との取引条件がそのまま日産車体の業績に反映されます。ここで、過去10期の日産車体の粗利率を、上場している自動車及び自動車部品メーカー全126社と比較すると、126位が5回、125位が5回となっています。つまり、日産との取引条件は業界最低水準でさえなく、まさに最低そのものなのです。

### 取引モニタリング委員会は機能していない

日産車体は取引モニタリング委員会を設置し、日産との取引について「株主共同の利益を害することがないように」審議・検討する方針としていますが、現在に至るまで、日産への資金提供、そして最低の取引条件が継続されています。

従ってSCは、日産車体の取引モニタリング委員会は、少数株主の利益保護に何ら寄与していないと判断しています。

### 日産車体の株主価値は棄損されている

このような状態で日産車体の株主価値が向上するはずはなく、日産車体の株価は解散価値を下回る水準で推移しています。また、日産車体の総資産2583億円のうち、1644億円が現金や日産に対する金銭債権など、現金同等物になっており、これだけで日産車体の時価総額1422億円を超えています。

つまり、「解散価値」という言葉のとおり、日産車体においては、文字通り会社を解散し、日産車体の資産を株主に分配した方が少数株主の利益に資する可能性が十分にあるのです。

### 日産車体は上場維持の妥当性について再考すべき

そもそも日産車体は、親会社である日産1社に売上高の約98%を依存しており、事業活動に独立性が無く、現在の上場ルールでは新規上場を行うことは不可能です。

さらに、日産車体のように親会社が存在する状態で上場する場合、少数株主の権利や利益の保護が求められますが、日産車体はこれもできていません。

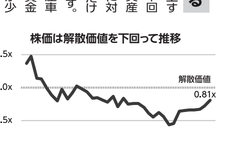
日産車体はいずれかの選択肢をとるべきです。

**「少数株主の権利と利益を保護した上での上場維持」**

**「少数株主に公正な対価を支払った上での上場廃止」**

SCは、日産車体が上場を維持する上で必要不可欠な少数株主の権利と利益の保護を実現するため、少数株主保護委員会の設置を提案しました（株主提案）。

なお、SCは株主間での対話は重要と考え、日産の関係会社担当専務執行役員に面談を申し入れましたが、本稿作成時点では面談を拒否されています。


株価は解散価値を下回って推移

（出所：Bloomberg及び開示資料）

（注：SCによる株式の保有割合は、小数点第一位を四捨五入して記載。株価は2024年5月14日現在。時価総額はいずれも自己株式を除く発行済株式数を基準に算定。財務情報はいずれも連結決算を参照。

**ダイドー：**純資産額は24/3期、賃貸等不動産税後含み益は、「(23/3期 賃貸等不動産時価 - 簿価) ×0.85 (繰越欠損金を加味し、税率は15%)」で算出。リストラ費用等は事業構造改善費用及び特別退職金を合算し、本社費用は各セグメントに配賦されない費用をセグメント売上高で案分して算出。衣料事業の営業利益率に関し、ダイドーは衣料事業、オンワードはアパレル関連事業、TSIはアパレル関連事業、その他の企業は全社の連結損益から算定。不動産売却益を除いた税引前損益は、税引前損益から建物及び土地の売却益を減じて算定。

ダイドーの提案する代表取締役候補者の経歴はダイドー公表資料及びジェミニストラテジーグループウェブサイトから抜粋。

**京阪神ビル：**事業利益とは営業利益と投資事業組合運用損益等の合算値。また、報酬の金額は、取締役(社外取締役を除く。)に対する報酬の総支給額を支給対象者数で除して算定しており、変動報酬は役員賞与及び業績連動報酬の合計値。

**日産車体：**粗利率は、東洋経済業種分類(60種類)において自動車及び自動車部品に分類される130社のうち、10年間継続して上場している126社を対象に集計。また、日産に対する金銭債権は、24/3期末の「現金及び預金」、「受取手形、売掛金及び契約資産」「預け金」、「1年内回収予定の長期貸付金」及び「長期貸付金」の合計値。

**極東開発：**22/3期ROEは不動産売却に伴う特別利益を控除して算定。また、ROE目標のうち、2022年5月発表の25/3期目標値は売上高及び営業利益率からSC推定。）

Strategic Capital
株式会社 ストラテジックキャピタル
https://stracap.jp
〒150-0011 東京都渋谷区東3-14-15 MOビル6F
金融商品取引業者　関東財務局長(金商)第2786号