<English Translation of Informational Ad placed in the Nikkei on July 23, 2025>

To unlock shareholder value of Nippon Steel, Osaka Steel, Nissan Motors, Nissan Shatai, Goldcrest, Yodogawa Steel, GungHo Online Entertainment and Keihanshin Building

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 to.

Nippon Steel (5401), Osaka Steel (5449)

Strategic Capital, Inc. ("SC") are shareholders of both Nippon Steel ("NS"), and it's listed subsidiary Osaka Steel ("Osaka") and as of May 31, 2025, SC held approx. 14% of Osaka.

Nippon Steel ignores its subsidiaries' negligent management and uses them as an *amakudari* destination

NS had five listed subsidiaries as of March 31, 2025, four of which had a PBR below 1x and they continue to ignore their negligent management. (Sanyo Special Steel Co., which was a listed subsidiary until April, was taken private by NS at a PBR of only 0.66x)

In addition, most of the directors, and all of the presidents are from NS, which effectively makes the subsidiaries an *amakudari* destination as well as giving NS complete control over the entities.

Nippon Steel completely controls its listed subsidiaries, and stock prices are stagnant (as of March 2025)

Company	NS ownership ratio (ex treasury shares)	PBR	Full time Director from NS/Total Directors
Osaka Steel	65.8 %	**0.72**	**5/5**
NS Solutions	63.4 %	2.76	**8/8**
Sanyo Special Steel	52.9 %	**0.66**	**5/8**
Krosaki Harima	46.4 %	**0.94**	**3/6**
Geoster	40.7 %	**0.40**	**3/5**

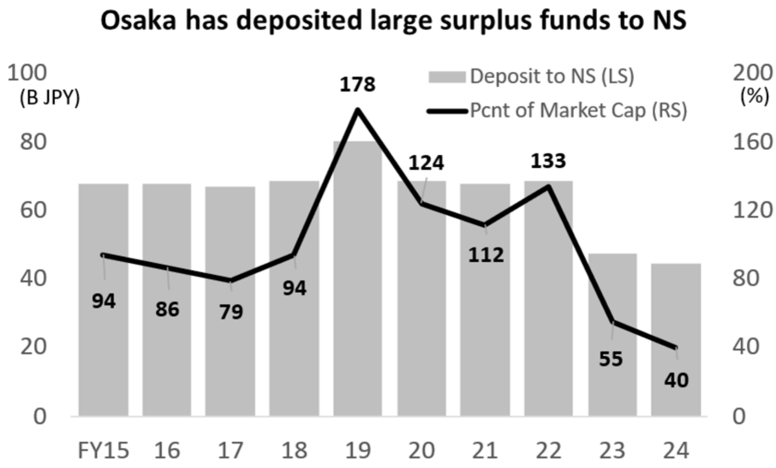
All of the presidents are from NS

4 out of 5 companies have a PBR of less than 1x

Nippon Steel is siphoning off large surplus funds at low interest rates

The subsidiaries have deposited large amounts of surplus with NS including Osaka which at times deposited more than its market cap. The interest rate earned has for years been a mere 0.2%, which goes without saying is far below the cost of capital. As a result, Osaka has poor capital efficiency with the ROE averaging only 3% over the past 10 years and the PBR has never reached the dissolution value of 1x PBR since 2008.

In the case of parent-subsidiary listings, the risk of a conflict of interest between the parent company and the minority shareholders of the subsidiary has been raised, and the NS Group has been experiencing just that, and the interests of minority shareholders continue to be abused.



Nippon Steel's stock price has also been sluggish. However, executive remuneration has doubled

Not just the listed subsidiaries but NS' stock price has also been weak. Since 2016, when current Chairman and CEO Eiji Hashimoto was first appointed as Representative Director, the stock price has never exceeded 1x PBR. In contrast, Director compensation has doubled over the past few years, with five of the directors being paid more than JPY 100 million, and three, including Hashimoto receiving more than JPY 200 million.

Shareholder Proposal to Nippon Steel

In order to enhance the discipline of the management of NS group and its listed subsidiaries, SC made a shareholder proposal at AGM for NS held this June to protect the minority shareholder of listed subsidiaries (Proposal 4), to grant stock-based remuneration to Representative Directors and change the ratio of fixed, performance-linked and stock-based remuneration (Proposal 5), and to add a clawback provision to the remuneration of Representative Directors (Proposal 6).

In response, not only did NS oppose the proposals, but with respect to the stock-based remuneration proposed by SC that was "within the current remuneration amount", proposed a new stock-based remuneration plan that was "separate from the current remuneration amount". (Proposal 3)

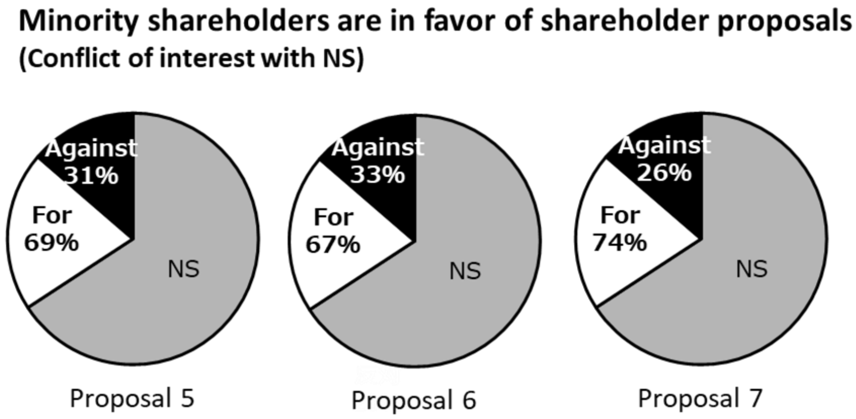
In the end, all of SC's proposals were rejected and the NS proposal passed highlighting the large gap between shareholder interests and management incentives as director remuneration continues to rise despite a backdrop of a stagnant share price. SC is concerned that the passage of the proposal by NS will only widen the gap further.

<u>Osaka Steel insists on maintaining its listing neglecting the interest of minority shareholders</u>

SC believes that it is in the best interest of the Osaka's minority shareholders for it to be privatized by making it a wholly owned subsidiary or absorbed by NS. However, NS and Osaka are adamant about maintaining the listing and on January 31, 2025 announced that Osaka would acquire some NS shares through a stock buyback in order to avoid violating the criteria for maintaining listing in relation to the ratio of tradable shares. (As a result of the announcement, the stock price closed down 13.7% from the previous day marking the largest crash since 2001 on a closing basis.)

<u>Shareholder Proposal to Osaka Steel</u>

If Osaka is to maintain its listing it needs to eliminate the state where the PBR is less the 1x as soon as possible and establish a governance structure that protects the interest of minority shareholders. Therefore, SC made a shareholder proposal at the AGM for Osaka held in June to adopt a 8% DOE as a shareholder return policy (Proposal 5), to establish a Shareholder Value Enhancement and Privatization Review Committee (Proposal 6) and to make the majority of directors outside directors. (Proposal 7)



[1]

Since NS holds 65.8% of the voting rights all of SC's proposals were rejected but all of them received favor for from majority of the minority shareholders. It is clear that there is a risk of conflict of interest between NS and the minority shareholders of Osaka, and we believe that NS and Osaka should take this seriously and take appropriate measures.

---

[1] Estimated based on the extraordinary report. Minority shareholders' ratios exclude the voting rights held by NS.

Nissan Motor (7201), Nissan Shatai (7222)

Strategic Capital, Inc. (“SC”) are shareholders of both Nissan Motor (“Nissan”), and it’s listed subsidiary Nissan Shatai (“Shatai”) and as of May 31, 2025, SC held approx. 3.5% of Shatai.

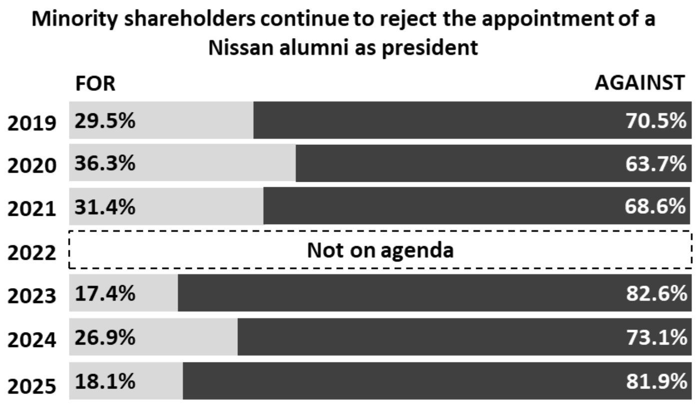
Nissan Shatai is merely a listed Nissan plant

On the surface, Shatai has the appearance of a listed company but in reality it is in effect only a part of Nissan’s Shonan and Kyushu plants. As more than 97% of its consolidated sales are to Nissan and the president is always a former Nissan Officer with prior experience as a plant manager, Shatai is in truth only a factory.

It is difficult to comprehend how some sections of Nissan’s Shonan and Kyushu plants were incorporated and even listed on the stock exchange.

Nissan Shatai’s minority shareholders are being neglected

While it is a mystery as to why Shatai is listed on a stock exchange, as a listed company it is managed in a way that neglects its minority shareholders. For the past 10 years, gross profit margins have been the lowest or second lowest among the approximately 130 automobile-related companies[2]. The stock price is below 1x PBR and it has continued to provide large amounts of funding to Nissan among a mountain of problems that are completely unacceptable to minority shareholders.



It goes without saying that Shatai’s minority shareholders oppose the appointment[3] of the president but are being completely ignored.

Nissan’s restructuring plan is half-hearted

In May of this year, Nissan announced the management restructuring plan Re:Nissan and has shown a willingness to make thorough cost-cutting measures including plant closures and restructuring. However, they

---

[2] Compiled for listed companies classified as “Automobile” or “Automobile parts” under the Nikkei NEEDS industry classification. Number of companies included range from 127 to 130 during the period.

[3] Estimated based on the extraordinary report. Minority shareholders' ratios exclude 677,268 voting rights of Nissan Shatai held by Nissan (based of their 67,726,898 share held per the Corporate Governance report file June 26, 2025).

are not willing to even try to reduce the cost of maintaining Shatai as a listed company which is merely a plant.

If Shatai remains listed and its minority shareholders remain, the Nissan Group will not be able to undertake a fundamental structural reform for the entire group that also involves Shatai.

Maintaining the listing is not only against the interests of Shatai but also the interests of Nissan shareholders. Just a Toyota Motor made Toyota Auto Body a wholly owned subsidiary despite a difficult environment where the yen was at 70 to the dollar, Nissan should also make Shatai a wholly owned subsidiary and carry out the reform of the entire Nissan Group.

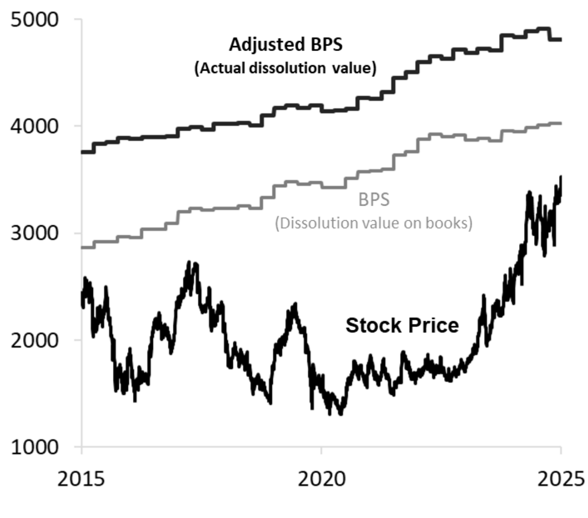
Goldcrest (8871)

As of May 31, 2025, SC held approx. 14% of the total outstanding shares of Goldcrest ("GC") a mid-sized condominium developer that has built around 30,000 units mainly in the Tokyo metropolitan area.

Management that has a "discerning eye for land"

GC was founded in 1992 by current President and CEO, and in 2000 set a record (at that time) for the shortest time to listing on the First Section of the Tokyo Stock Exchange. His management skill was once called "the 'genius' who knows how to fail"[4]. However, that is in regards to his achievement in real estate development and sales and completely different from his reputation as the management of a publicly listed company.

The stock price is always below dissolution value**



Failure in the management of a listed company

Managements of listed companies are evaluated based on how they can increase shareholder value. In this regard, GC has been below BPS let alone adjusted BPS. In other words the PBR has been below 1x for more than 10 years[5]. The market is essentially saying that "if Yasukawa continues to run GC, it would be better to dissolve it".

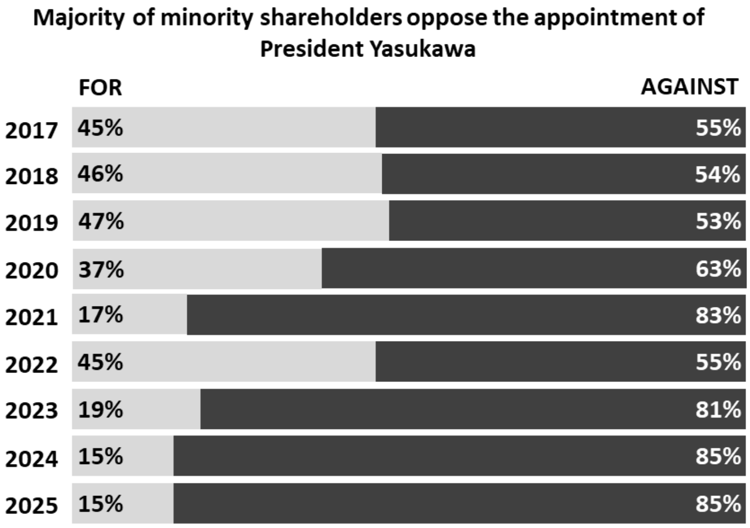
---

[4] Nikkei Business, January 20, 2003, edition

[5] Adjusted BPS calculated by adding the est. after-tax unrealized gains on real estate for lease, sale and sale in process.

Shareholders other than Yasukawa are opposed to his management

A majority of the shareholders (other than Yasukawa) have voted against the appointment of Yasukawa for 9 consecutive years[6]. Based on the voting results as well as the stock price, Yasukawa is a failure as the leader of a publicly traded company.



Yasukawa lacks awareness as the President of a "listed" company

However, as Yasukawa holds 58% of the voting rights, he is able to continue as President by voting for himself. As he is confident his position is secure, despite being a publicly listed company, Yasukawa continues to operate the business in a way the neglects minority shareholders.

In addition, SC has requested GC's auditors to file a lawsuit against Yasukawa for violations of the Companies Act to compensate GC for an estimated JPY 2,070.84 million in unjustly obtained profit.

[6] Estimated based on the extraordinary report. Minority shareholders' ratios exclude 194,968 voting rights held by President Yasukawa (based on the 19,496,820 shares held by President Yasuakawa and corporations controlled by him in the change report submitted on 10/28/2024) until 2024. For 2025, 198,368 are excluded based on the 19,836,820 by President Yasukawa and corporations controlled by him in the shareholder registry for March 31, 2025. Votes in abstention are added to the number of votes against.

Yodogawa Steel (5451)

As of May 31, 2025, SC held approx. 7.5% of the total outstanding shares of Yodogawa Steel ("Yodogawa") which mainly manufactures and sells steel sheets.

Yodogawa can't get out of its long-term stock price slump

With a PBR below 1x for more than 25 years, it is safe to say that Yodogawa's stock price has been in a slump for a very long time. With a shareholders' equity ratio of approx. 73%, it is this excessive accumulation of equity capital that has led to a slump in the ROE and the stock price.

In addition, the company has neglected many unprofitable businesses, still holds unrelated assets like rental real estate, cultural properties, and golf-related facilities, and faces various governance issues.

A management policy full of issues that is shielded by allegiant shareholders

Against this backdrop, SC made eight shareholder proposals at the June AGM, including two related to shareholder returns, one to the business portfolio and five on governance. While SC is known to actively make shareholder proposals to investee companies, it is rare to have to make this number to a single company.

The shareholder proposals received an approval rate ranging from 11.1% to 29.2%. Given the approx. 40% of "allegiant" shareholders[7] it is difficult to improve on the approval rate of shareholder proposals, but management seems to be resting on its hands.

In the next MTBP, eliminate a PBR less than 1x as soon as possible.

Given this is the last year of the current mid-term business plan, it is believed that they are working on the next MTBP. Yodogawa has already declared that it achieves an 8% ROE during the next MTBP, and newly appointed President Tanaka has stated they will achieve this goal "in the core business, excluding gains on the sale of cross-shareholdings". In order to achieve this goal, in addition to improving the profitability of the core business, it is essential that a fundamental review of the capital policy be undertaken.

For the next MTBP, Yodogawa must incorporate "feasible and concrete new measures", as an extension of past measures will not be enough. SC hopes that under President Tanaka's new leadership, the PBR which has been mired below 1x for 25 years will finally be resolved.

[7] Estimated from Yodogawa's shareholder registry as of March 2025. Allegiant shareholders include business corporations, city and regional banks, life and non-life insurance companies, and shareholding associations.

GungHo Online Entertainment (3765)

As of May 31, 2025, SC held approx. 7.5% of the total outstanding shares of GungHo Online Entertainment (“GungHo”) which develops and operates games such as “Puzzle & Dragons” (“P&D”).

GungHo’s problems

GungHo has not been able to produce a hit game in 13 years since the release of P&D and profits and stock price have fallen by 80% over the last 10. Despite that, President Morishita who has served in that roles since 2004, has seen his remuneration increase significantly from JPY 120m to JPY 330m in the past 10 years.

Morishita's remuneration misaligned with actual performance

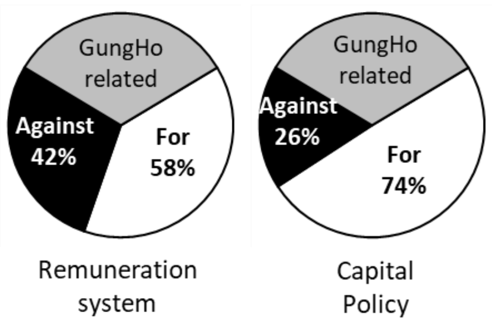
(JPY)	Dec 2014		Dec 2024
Market Cap	872B	-78 %	186.1B
Operating Profit	94.2B	-81 %	17.4B
Remuneration	**120m**	**+171 %**	**330m**

In addition, the company has accumulated more than JPY 140B in cash equivalents, allowing it to survive for the next 10 years even if it does not produce a hit game. They have created an environment that is comfortable for management but extremely disappointing for shareholders.

General shareholders want it fixed

As a result, SC made shareholder proposals at the March AGM, three calling for the revision of the executive remuneration system[8] and four for the revision of capital policy[9].

General shareholders support the shareholder proposals



The proposal calling for greater disclosure of information on remuneration, which is positioned as the first step in correcting the remuneration system, and the proposal calling for dividend payments to be determined at the AGM to strengthen shareholder involvement in capital policy received 58% and 74% support [10]from the general shareholders respectively.

---

[8] Proposals 3 to 5. Voting breakdown is based on proposal 3.

[9] Proposals 6 to 9. Voting breakdown is based on proposal 7.

[10] Estimated based on the extraordinary report. Minority shareholders' ratios exclude 152,693 voting rights held by Company Directors (based on 1,172,820 shares as per securities report) and SON Financial LLC (based on 14,096,500 shares from amendment report filed 11/1/2024)

Radical overhaul required of GungHo

After receiving SC's shareholder proposals, GungHo made changes to its policy for determining remuneration and its shareholder return policy when calling for opposition to SC's proposals. Despite the changes, many general shareholders voted in favor of SC's proposals.

GungHo should heed the voice of general shareholders and initiate a fundamental review, not just cosmetic changes that maintain the status quo.

Keihanshin Building (8818)

As of May 31, 2025, SC held approx. 6.5% of the total outstanding shares of Keihanshin Building Corp ("Keihanshin") which leases out real estate such as data centers and office buildings.

Abandoned shareholder value

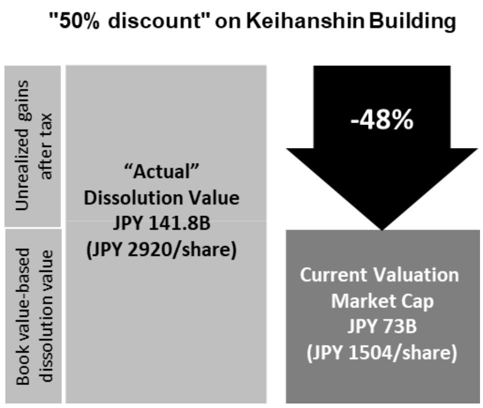
Keihanshin stock is trading at a 48% discount to its intrinsic value.

This means that although shareholders have entrusted Keihanshin with JPY141.8B [11](= "actual" dissolution value) of assets mainly in real estate, the market is effectively saying "it can only be valued at half, if the current management team manages it."

Convenient interpretation of 1x PBR

However, President Wakabayashi has publicly stated that "even if the stock price is less than 1x adjusted PBR (= "actual" dissolution value) it does not mean that shareholder value is impaired and that 1x PBR (= book value-based dissolution value) is the first target.

The reason a 1x PBR is set as a guideline is because any value below that means that it would be better to "dissolve" the company rather than have current management continue to run it. Therefore, it makes no sense to set a target lower than the "actual" dissolution value, because "PBR is 1x" as Wakabayashi has done.



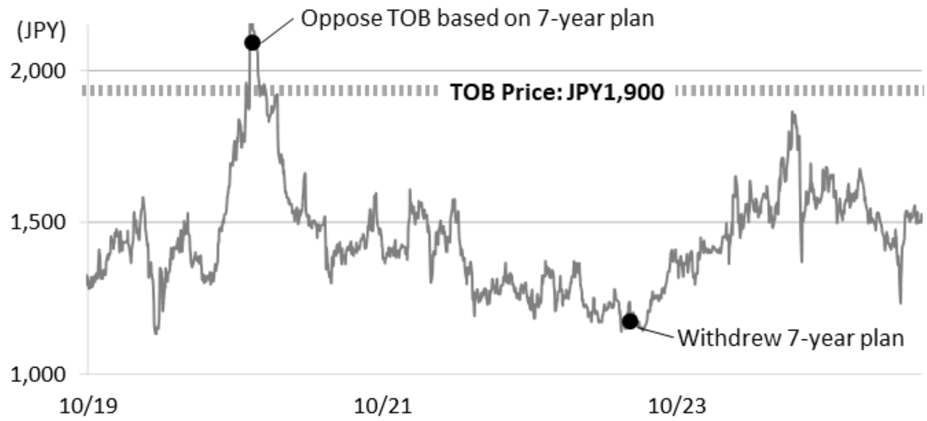
[11] "Actual" dissolution value calculated by adding JPY 65.6B in unrealized gains after tax (calculated using an effective tax rate of 30%) to JPY 76.2B of shareholder equity

Stock price continued to trade below the TOB price they opposed

In November 2020, SC announced a TOB for Keihanshin at JPY 1900/share. In response, the Board at the time, expressed opposition on the grounds that "the current seven-year plan would be more successful in increasing value", and the TOB failed.

However, since the failure of the TOB in January 2021, not only has the share plan never reached JPY 1900 but the seven-year plan was withdrawn without achieving much.

Opposed TOB, but price has never exceeded TOB price

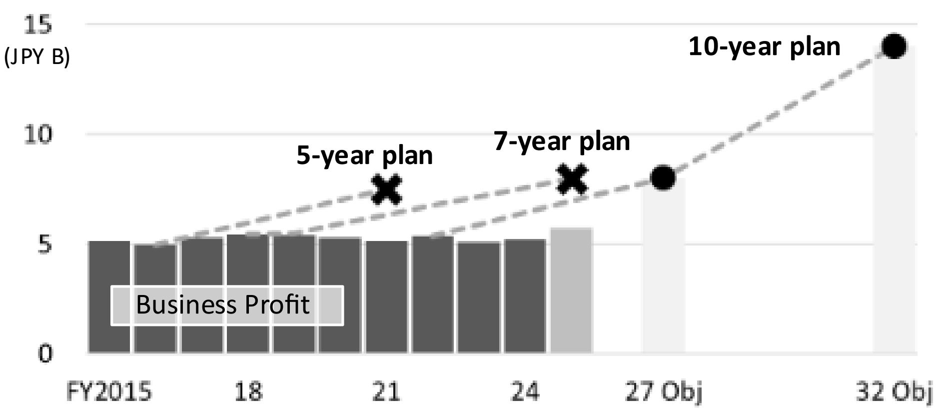


The MTBP but a "Pie in the Sky"?

In order to improve shareholder value, Keihanshin has put out several MTBPs. However, in 2019 they withdrew their five-year plan in two years after significantly underachieving. Similarly, in 2023, they withdrew the seven-year plan after four years and announced a ten-year plan.

It is extremely irresponsible for a management team that has failed to achieve a five- or seven-year plan to set up a ten-year plan which will be for after his retirement. Why doesn't Keihanshin immediately undertake drastic structural reforms?

MTBPs continue to be postponed with substantial unfulfilled achievements



Management that does not want to reduce its allegiant shareholders

SC believes that this is due to the allegiant shareholders. For example Kinden and Kajima Corp have set a management goal of reducing their cross-shareholdings and have actually accelerated the reduction but they have not sold their shares in Keihanshin.

Based on this, SC had the following exchange with Wakabayashi. [12]

SC: "In order to make it easier for Kinden and Kajima Corp to sell their shares, we want you to make it clear that the sale will not affect the business relationship."

Wakabayashi: "I don't know. It depends on the circumstances of the other party."

SC: "Please answer whether you intend to affect the business relationship if they sell the shares."

Wakabayashi: "I don't know the situation so I can't answer such a 0 or 100 type question."

The Corporate Governance Code stipulates that "sales should not be prevented by suggesting a reduction in business" and Keihanshin is in compliance with this. However, such a statement by Wakabayashi undermines the purpose of the CG Code.

"Main" cross-shareholders are reducing except shares in Keihanshin

Reduction of cross-share held by major shareholders (FY2019~2024)

	Total companies reduced	Cumulative amount reduced (JPY B)	Keihanshin Bldg
SMBC (4th largest shareholder)	933	1936.3	Zero sold
Kinden (5th)	110	80.9	Zero sold
Kajima Construction (6th)	79	19.8	Zero sold
San ju san Bank (7th)	40	12.0	Zero sold
Hyakujushi Bank (8th)	6	0.7	Zero sold

[12] For details of President Wakabayahi's remarks, refer to the Q&A portion of the minutes of the financial results meeting for FY2023 held June 4, 2024.

日本製鉄、大阪製鐵、日産自動車、日産車体、ゴールドクレスト、淀川製鋼所、ガンホー・オンライン・エンターテイメント、京阪神ビルディングの株主価値向上に向けて

Strategic Capital
株式会社 ストラテジックキャピタル

広　告

ストラテジックキャピタル（〝SC〟）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。

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。

日本製鉄　大阪製鐵

SCは、25年5月末現在、日本製鉄株式会社（〝日鉄〟）の株主であり、日鉄の上場子会社である大阪製鐵株式会社（〝大鐵〟）の発行済株式数の約14％を保有する株主です。

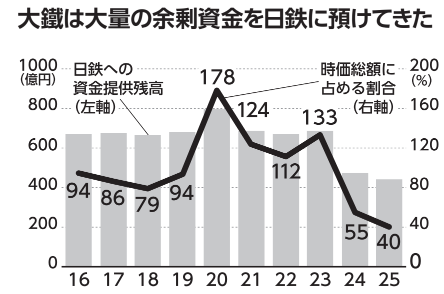
日鉄は子会社の怠慢な経営を放置し、子会社を役員の天下り先として利用

日鉄は25年3月末時点で上場子会社を5社有していましたが、そのうち4社のPBRは解散価値である1倍を下回っており、子会社の怠慢な経営を放置しています（なお、25年4月まで日鉄の上場子会社であった山陽特殊製鋼はPBR僅か0・66倍の株価で日鉄により完全子会社化のうえ非公開化されました）。また、上場子会社の取締役の大半は日鉄の出身者が占めるほか、社長は全て日鉄出身者となっており、上場子会社を完全に支配するとともに、それらは実質的に日鉄の天下り先になっています。

日鉄は子会社の余剰資金を低金利で大量に吸い上げている

日鉄の上場子会社は、預け金・貸付金といった形で大量の余剰資金を日鉄グループに預けています。日鉄の上場子会社の一つである大鐵は時価総額の大半、時にはそれを超える規模の資金を長年にわたり日鉄に預けてきました。その金利は長年の間、僅か0・2％程度に留まってきましたが、これは当然ながら上場企業の資本コストには大きく及びません。結果として、大鐵の過去10年間のROEは平均で僅か3％と資本効率が低迷し、株価は08年以降、解散価値であるPBR1倍を一度も超えていません。親子上場においては親会社と子会社の少数株主との利益相反リスクが指摘されていますが、日鉄グループはその典型的な問題が生じており、少数株主の利益が棄損され続けています。

大鐵は大量の余剰資金を日鉄に預けてきた



日鉄の上場子会社は親会社に完全に支配され、株価も低迷（25/3時点）

社 名	日鉄の持株比率（自己株除き）	PBR	日鉄出身常勤取締役/全常勤取締役
大阪製鐵	65.8%	0.72	5/5名
日鉄ソリューションズ	63.4%	2.76	8/8名
山陽特殊製鋼	52.9%	0.66	5/8名
黒崎播磨	46.4%	0.94	3/6名
ジオスター	40.7%	0.40	3/5名

社長は全て日鉄出身者　5社中、4社がPBR1倍割れ

親会社である日鉄自身の株価も低迷。一方で役員報酬は倍増

上場子会社に加え、親会社である日鉄自身も株価が低迷しており、現会長兼CEOの橋本英二氏がはじめて代表取締役に就任した16年以降、当社の株価は一度も解散価値であるPBR1倍を上回ったことがありません。一方で、当社の取締役報酬は株価低迷とは対照的にここ数年で倍増しており、取締役のうち5名が1億円を超える報酬、橋本会長を含む3名が2億円を超える報酬を受け取っています。

日鉄に対する株主提案

そこでSCは日鉄グループの経営及びその上場子会社運営に規律をもたらすために、25年6月開催の日鉄定時株主総会において、上場子会社の少数株主保護に関する規程を追加すること（議案4）、代表取締役に対する報酬を付与するとともに、固定報酬・業績連動報酬・株式報酬の割合を変更すること（議案5）、代表取締役に対する報酬にクローバック条項を追加すること（議案6）を株主提案しました。これに対し日鉄は、株式報酬については、SCが「現行の報酬額の範囲内」で新たに株式報酬を導入することを提案したのに対し、「現行の報酬とは別枠」で新たに株式報酬を導入する議案を提案しました。結果として、SCの株主提案は全て否決され、日鉄の提案は可決されましたが、日鉄は株価が低迷する中で取締役の報酬は上がり続けており、株主の利益と経営陣のインセンティブに大きなギャップがあると考えます。SCは今般、日鉄が提案した報酬議案が可決されたことにより、今後そのギャップが更に拡大することを懸念します。

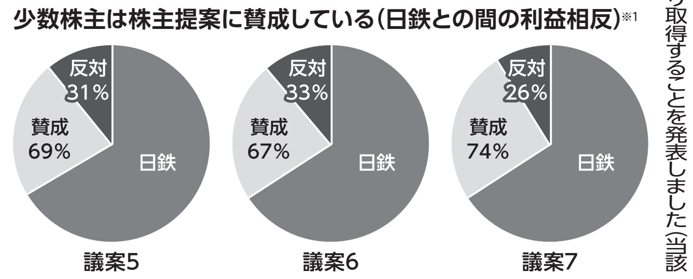
大鐵は上場維持に固執し少数株主の利益を軽視

SCは、大鐵は日鉄により完全子会社化又は非公開化されることが、大鐵の少数株主のためには最善であると考えます。しかし、日鉄及び大鐵は大鐵の上場維持に固執しています。大鐵は、25年1月31日に流通株式比率に係る上場維持基準の抵触を避けるため、日鉄が保有する大鐵株式を自己株式公開買付けにより取得することを発表しました。発表を受け、発表当日の大鐵の株価は前日比で▲13・7%下落し、終値ベースで01年以来の大暴落となりました。

大鐵に対する株主提案

もし大鐵が上場を維持し続けたいのであれば、早期にPBR1倍割れの解消を行うとともに、少数株主の利益保護を行うガバナンス体制を確立すべきです。そこでSCは、25年6月開催の大鐵定時株主総会において、DOE8%を基準とした配当（議案5）、取締役の過半数を社外取締役とすること（議案6）、非公開化検討委員会を設置すること（議案7）を提案しました。大鐵の議決権の65・8%は親会社である日鉄が保有しているため、SCの株主提案は全て否決されましたが、日鉄を除く少数株主の賛成比率が、全ての議案で過半数となりました。このことからも、親会社である日鉄と大鐵の少数株主の間には利益相反リスクが生じていることは明らかです。日鉄及び大鐵はこの事実を真摯に受け止め、然るべき対応を行うべきであると考えます。

少数株主は株主提案に賛成している（日鉄との間の利益相反）※1



日産自動車／日産車体

SCは、25年5月末現在、日産自動車株式会社（〝日産〟）の株主であり、日産の連結子会社である日産車体株式会社（〝日産車体〟）の発行済株式数の約3・5%を保有する株主です。

日産車体は上場している日産の工場

日産車体は上場企業としての体裁を整えています。しかし、実態は事実上、日産の湘南工場と九州工場の一部に過ぎません。日産車体の連結売上高の97%以上が日産向けであるうえ、社長は常に日産出身者、その中でも日産で工場長を経験した人物ばかりが就任しており、まさに工場なのです。

日産車体という会社は、日産の湘南工場と九州工場の一部の区画が、法人化されたうえに上場までしているという、なぜ上場しているのか理解できない会社です。

ないがしろにされている日産車体の少数株主

日産車体は上場していること自体が不思議な会社ですが、上場したうえで、少数株主をないがしろにした経営を行っています。過去10年間、売上高総利益率は上場する自動車関連企業約130社※2の中で最下位から2番目の水準で、株価もPBR1倍を下回り、日産へ多額の資金を預け続けてきたことなど、少数株主には到底受け入れられないような問題が山積しています。

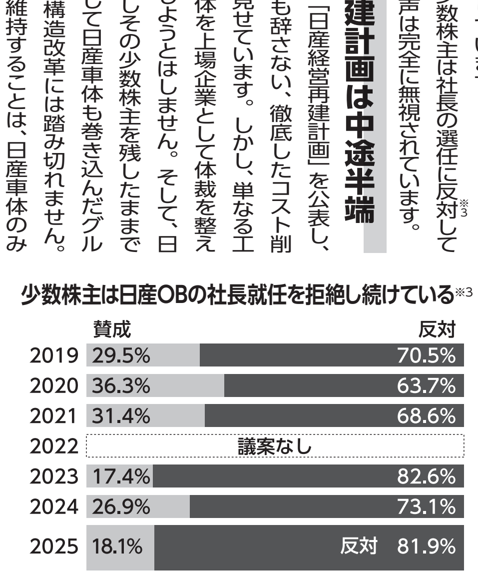
当然、日産車体の少数株主は社長の選任に反対していますが、少数株主の声は完全に無視されています。

日産の経営再建計画は中途半端

日産は本年5月に「日産経営再建計画」を公表し、工場閉鎖やリストラも辞さない、徹底したコスト削減に踏み切る姿勢を見せています。しかし、単なる工場に過ぎない日産車体を上場企業として体裁を整えるコストさえ、削減しようとはしません。そして、日産車体の上場を維持し少数株主を残したままでは、日産グループとして日産車体を巻き込んだグループ全体の抜本的な構造改革には踏み切れません。

日産車体の上場を維持することは、日産車体のみならず、日産の株主のためにもならないのです。トヨタ自動車が1ドル70円台の苦境に際してトヨタ車体などを完全子会社化してグループ全体の改革を進めたように、日産もまた日産車体を完全子会社化し、日産グループ全体の改革を貫徹すべきです。

少数株主は日産OBの社長就任を拒絶し続けている※3



ゴールドクレスト

SCは、25年5月末現在、首都圏を中心に累計3万戸を供給してきた中堅マンションデベロッパーである株式会社ゴールドクレスト（〝GC〟）の発行済株式数の約14%を保有する株主です。

「土地の目利き」で知られる経営者

GCは現在の安川秀俊代表取締役社長が1992年に創業した会社であり、2000年に東証一部への最短上場記録（当時）を樹立しました。その経営手腕は「失敗の仕方を知る〝天才〟」※4と評価されるとともに、安川社長の才覚は土地の目利きと言われるなど、不動産業界における評価であって、上場企業の経営者としての評価とは全く異なるものでした。

上場企業の経営者としては落第点

GCの経営は安川社長の才覚に依存しており、上場企業の経営者としてはGCの株価を高めることができていません。この点、GCの株価は修正BPSのみならず簿価BPS（帳簿上の解散価値）をも下回っている状態、つまりPBR1倍（=解散価値）割れの状態が10年以上継続しています。「安川社長がGCの経営を続けるぐらいならば、解散した方が良い」。市場はこのように評価しているのです。

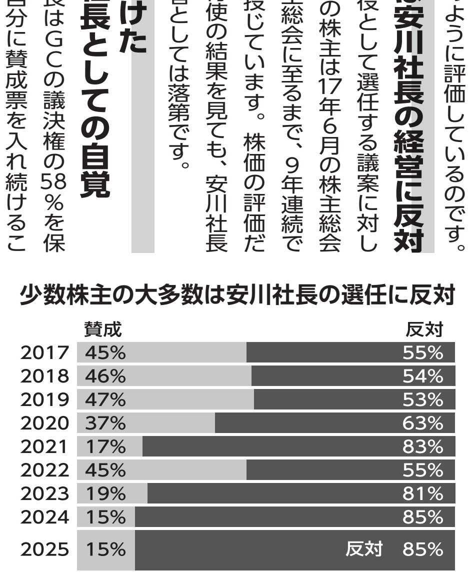
安川社長以外は安川社長の経営に反対

SCは、安川社長を取締役として選任する議案に対して反対しています。安川社長以外の株主は17年6月の株主総会から25年6月の株主総会に至るまで、9年連続で過半数が反対票を投じています。株価の評価だけでなく、議決権行使の結果を見ても、安川社長は上場企業の経営者としては落第です。

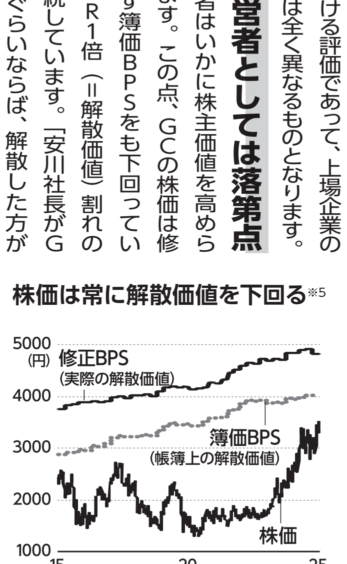
〝上場〟企業社長としての自覚

しかし、安川社長はGCの議決権の58%を保有しているため、自分に賛成票を入れ続けることで社長を続けられるのです。安川社長は自らの地位が安泰だと高を括り、上場企業の経営者でありながら、少数株主をないがしろにした経営を続けているのです。なお、SCは安川社長が会社法違反行為によって不当に得た利益である推定20億7084万円をGCに賠償させるため、GC監査役に提訴請求を行っています。SCはGCの少数株主として、安川社長による少数株主をないがしろにした経営を認めることはできません。

少数株主の大多数は安川社長の選任に反対※6



株価は常に解散価値を下回る※5



淀川製鋼所

SCは、25年5月末現在、鋼板の製造・販売等を行う株式会社淀川製鋼所（〝ヨドコウ〟）の発行済株式数の約7・5%を保有する株主です。

超長期の株価低迷から抜け出せないヨドコウの問題点

ヨドコウの株価は長期的に低迷し、25年以上にわたりPBR1倍割れが常態化しています。ヨドコウの足元の自己資本比率は約73%と非常に高く、このように過剰に積みあがった自己資本がROE、株価の低迷を招いています。

また、多くの不採算事業を放置しているほか、賃貸等不動産・文化財・ゴルフコース・ゴルフ練習場といった本業とは無関係の不要な資産を大量に保有しています。

この他、ガバナンス等の問題も山積しており、まさに課題だらけの企業であるといえます。

安定株主に守られる課題だらけの経営方針

こういった背景から、SCは、25年6月開催の定時株主総会において、株主還元関連で2議案、事業ポートフォリオ関連で1議案、ガバナンス関連等で5議案と合計8議案もの株主提案を行いました。SCは投資先企業に対し積極的に株主提案を行いますが、これほどまでに多くの内容を株主提案しなければならない企業は稀です。

結果として、SCの株主提案は約11・1～29・2%の賛成率となりました。ヨドコウは安定株主の議決権比率が約40%※7と高く、株主提案の賛成率を高めることは容易ではありませんが、経営陣はこの状況にあぐらをかいているように見受けられます。

次期中期経営計画では早期にPBR1倍割れの解消を

ヨドコウの現行中期経営計画は今年度が最終年度であり、現在、次期中期経営計画を検討している最中であると考えられます。ヨドコウは既に次期中期経営計画の期間でROE8%以上を実現すると宣言しており、今年度から新たに社長に就任した田中社長はこれを「政策保有株式の売却益などを除いた本業」で達成すると述べています。この目標達成のためには、本業の収益力改善に加え、資本政策の抜本的な見直しを行うことが必要不可欠です。

次期中期経営計画においては、これまでの延長線上の方策では不十分であり、「実行可能かつ具体的な新たな方策」を取り入れる必要があります。これにより田中新社長の下、25年以上にわたり続いてきたPBR1倍割れが解消されることを期待しています。

ガンホー・オンライン・エンターテイメント

SCは、25年5月末現在、「パズル&ドラゴンズ」（〝パズドラ〟）に代表されるゲームの開発及び運営を行うガンホー・オンライン・エンターテイメント株式会社（〝ガンホー〟）の発行済株式数の約7・5%を保有する株主です。

ガンホーの問題

ガンホーはパズドラのリリースから13年にわたってヒット作を生み出すことができず、過去10年で利益も株価も約8割下落しています。それにもかかわらず、04年からガンホーの代表取締役社長を務める森下社長の報酬は、過去10年で1・2億円から3・3億円へと大幅アップとなっていました。さらに、1400億円超という、これから10年ヒット作が出なくても大丈夫な程に多額の現預金をため込み、ヒット作を出さなくても会社は存続できるという経営者にとっては心地良い、株主にとっては非常に残念な環境が整備されました。

一般株主はガンホーに是正を求めた

これに対してSCは、25年3月開催の定時株主総会において、役員報酬制度の是正を求めて3議案※8、資本政策の是正を求めて4議案※9の株主提案を行いました。

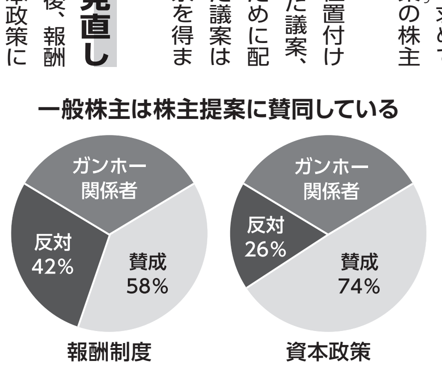
その結果、報酬制度是正の第一歩と位置付けた報酬に関する情報開示の拡充を求めた議案、資本政策に対する株主の関与を強めるために配当金を株主総会で決定することを求めた議案はそれぞれ一般株主の58%、74%※10の賛成票を得ました。

ガンホーに求められる抜本的見直し

ガンホーは、SCの株主提案を受けた後、報酬制度については報酬決定方針の変更、資本政策については株主還元方針の変更を行い、株主に対しSCの株主提案への反対を呼び掛けていました。しかし、ガンホーがこれらの変更を行ったにもかかわらず、多くの一般株主はSCの株主提案に賛成票を投じたのです。

ガンホーは、一般株主の声を受け止め、現状の微修正ではなく抜本的な見直しを開始すべきです。

一般株主は株主提案に賛同している



森下社長の報酬は実績と乖離している

	2014/12期		2024/12期
時価総額	8720億円	▲78%	1861億円
営業利益	942億円	▲81%	174億円
森下社長の報酬	1.2億円	+171%	3.3億円

京阪神ビルディング

SCは、25年5月末現在、データセンターやオフィスビル等の不動産賃貸を行う京阪神ビルディング株式会社（〝京阪神ビル〟）の発行済株式数の約6・5%を保有する株主です。

棄損された株主価値

京阪神ビルは本来の価値に対して48%のディスカウント評価を受けています。

これは、株主が京阪神ビルに不動産を中心とする1418億円※11（=〝本来の〟解散価値）もの資産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5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。

PBR1倍に対する都合の良い解釈

しかし、京阪神ビルの若林社長は「株価が修正PBRで1倍（=〝本来の〟解散価値）未満でも、株主価値を棄損しているわけではない」「PBR1倍（=帳簿上の解散価値）をまずは目標とする」と公言しています※12。

そもそもPBR1倍が一つの目安となるのは、PBR1倍が一般的に解散価値と呼ばれ、PBR1倍を下回ることは、今の経営者に経営を続けてもらうよりも会社を解散した方が価値が高まる、という投資家からの厳しい評価を意味するからです。従って、若林社長のように、〝本来の〟解散価値より低い水準を「PBR1倍だから」という理由で目標とすることには何の意味もないのです。

株価は自らが反対したTOB価格をも下回り続ける

20年11月、SCは京阪神ビルに対して1株1900円でのTOBを公表しました。これに対して当時の京阪神ビル取締役会は、「現行の7年計画の方が価値を高められる」等の理由で反対を表明し、TOBは不成立となりました。

しかし、21年1月にTOBが不成立となって以降、株価は一度も1900円を超えたことがないばかりか、反対した理由である7年計画も大幅未達のまま撤回されてしまいました。

経営計画は「絵にかいた餅」となるおそれ

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かった経営陣が、10年後という自らの退陣後の計画を掲げることは、極めて無責任です。なぜ京阪神ビルは直ちに抜本的な構造改革に踏み切らないのでしょうか。

安定株主を減らしたくない経営陣

SCは、この原因が安定株主にあると考えています。例えば、きんでんや鹿島建設は政策保有株式の縮減を経営目標に掲げ、実際に政策保有株式の縮減を加速させていますが、京阪神ビル株式は売却していません。

これを踏まえてSCは若林社長と次のようなやり取りを行っています※12。

SC「京阪神ビル株式を政策保有するきんでんや鹿島建設が株式を売却しやすいように、売却しても取引関係には影響しないと明言してほしい」

若林社長「それは分からない。先方の事情による。」

SC「政策保有株式を売却されたら取引関係に影響を与えるような意思があるか回答してほしい。」

若林社長「状況が分からないため0か100かみたいな質問をされても回答のしようがない。」

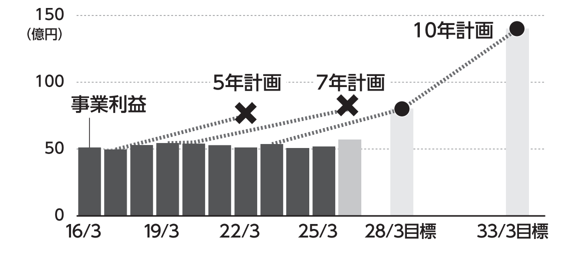
コーポレートガバナンス・コードでは「取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない」と定められ、京阪神ビルはこれにコンプライしています。若林社長のこのような発言は、コーポレートガバナンス・コードの趣旨に反するものです。

政策保有株“主”は京阪神ビル株式以外を縮減

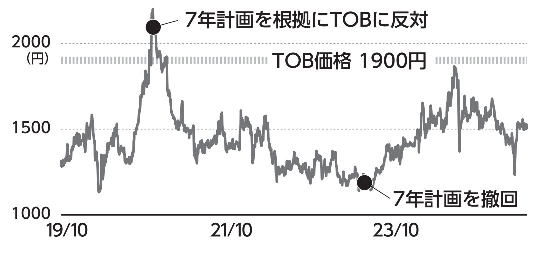
大株主による政策保有株式の縮減状況（20～25/3期）

	延べ縮減社数	累計縮減金額	京阪神ビル株式
三井住友銀行（第4位株主）	933社	19363億円	売却ゼロ
きんでん（第5位株主）	110社	809億円	売却ゼロ
鹿島建設（第6位株主）	79社	198億円	売却ゼロ
三十三銀行（第7位株主）	40社	120億円	売却ゼロ
百十四銀行（第8位株主）	6社	7億円	売却ゼロ

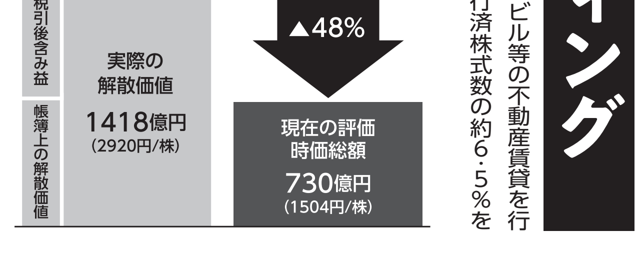
経営計画は大幅未達のまま先送りされている



TOBに反対したがTOB価格を一度も超えていない



〝5割引〟の京阪神ビル



（出所:QUICK Workstation（Astra Manager）、Bloomberg及び開示資料）（注:SCによる株式の保有割合は、0.5%単位で概算値を記載。株価は2025年5月30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計算書類を参照。

●大阪製鐵/日本製鉄　※1 臨時報告書から弊社推定。少数株主の賛成率は、日鉄の保有株式数から推定される議決権個数を反対数から控除して算定。

●日産車体　※2 日経NEEDS業種中分類において「自動車」または「自動車部品」に分類されている上場企業を対象として集計。集計対象社数は集計期間中127社から130社で推移。　※3 臨時報告書から弊社推定。日産車体の少数株主の賛成率は2025年6月26日付で提出されたコーポレートガバナンス報告書に記載された日産の保有株式数67,726,898株から推定される同社議決権677,268個を賛成数から控除して推定。

●ゴールドクレスト　※4 日経ビジネス（2003年1月20日号）　※5 修正BPSは賃貸等不動産、販売用不動産及び仕掛販売不動産の推定税引後含み益を加算して算定　※6 臨時報告書から弊社推定。少数株主の賛成率は、2024年までは2024年10月28日付で提出された変更報告書に記載された安川社長の保有株式数19,496,820株から推定される議決権194,968個を賛成数から控除して推定し、2025年は2025年3月末の株主名簿より安川社長及び安川社長が支配する法人が保有する株式の合計19,836,820株から推定される議決権198,368個を賛成数から控除して推定。棄権数は反対数に加算している。

●ヨドコウ　※7 ヨドコウの25/3株主名簿よりSC推計。安定株主は事業法人・銀行・地銀・生損保・持株会などが対象。

●ガンホー　※8 第3号議案から第5号議案。賛成率は第3号議案に対する議決権行使結果をもとに表示。※9 第6号議案から第9号議案。賛成率は第7号議案に対する議決権行使結果をもとに表示。※10 臨時報告書から弊社推定。一般株主の賛成率は、臨時報告書に記載された行使議決権個数の合計から、有価証券報告書に記載された役員の所有株式数の合計1,172,820株及びSON Financial合同会社が2024年11月1日付で提出した変更報告書に記載された保有株券等の数の合計14,096,500株から推定される議決権の合計152,693個を控除した議決権個数を一般株主の議決権行使数とみなして算定。

●京阪神ビル　※11 "実際の"解散価値は帳簿上の解散価値である自己資本762億円に、実効税率を30%として算定した賃貸等不動産の税引後含み益656億円を加算して算定。　※12 若林社長の発言の詳細については2024年6月4日に開催された2024年3月期決算説明会議事録の質疑応答部分をご参照ください。

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