広　告

日証金、極東開発、文化シヤッター、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

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。

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、現社長の櫛田誠希氏に至るまで、歴代の社長10人全員が日銀ＯＢです。さらに日銀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をしているのです。弊社は、このような日銀ＯＢの天下りによって不適切な人物が経営を担うことで、日証金の株主価値が毀損されていると考えています。

日証金の歴代社長（1950年～現在）

社長就任	氏　名	出身及び役職
①1950年～	白根 清香	元日本銀行理事
②1962年～	谷口　孟	元日本銀行副総裁
③1970年/83年～	鎌田 正美	元日本銀行理事
④1979年～	岡田 健一	元日本銀行理事
⑤1985年～	多島 達夫	元日本銀行理事
⑥1992年～	青木　昭	元日本銀行理事
⑦1998年～	小島 邦夫	元日本銀行理事
⑧2004年～	増渕　稔	元日本銀行理事
⑨2012年～（現会長）	小林 英三	元日本銀行理事
⑩2019年～（現社長）	櫛田 誠希	元日本銀行理事

資質不足を露呈した櫛田誠希氏の発言

元日本銀行理事であり現日証金社長である櫛田誠希氏は、上場企業経営者としての資質不足を疑わせる発言をしています。例えば、**「ROEと株価に何の関係があるのか。株価はROEや純資産とは何の関係もない」「時価総額を自己資本の代わりに使えば、日証金のROEは6％超だ」**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」**などと、自らの誤りを認めることはありません。さらに、櫛田誠希氏は、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％台である」**という非合理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。

従って弊社は、櫛田誠希氏が引き続き日証金の社長を務めることに強く反対するとともに、櫛田誠希氏に対して支払われた報酬について開示することを求めます（株主提案 第3号議案）。

存在意義の無い天下り専用ポスト「会長」

日銀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と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います。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。

そこで弊社は、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

シンフォニー・フィナンシャル・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。弊社とは同業者ですが、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、弊社の提案に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りえない、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、櫛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

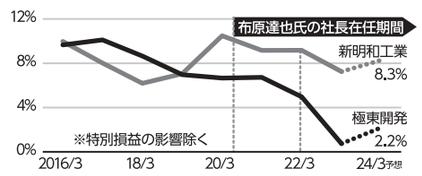
極東開発は、ごみ収集車やダンプトラック、タンクローリといった特殊車両の特殊な部分を製造販売する特装車業界において、トップシェアを誇る企業です。特に、トレーラやタンクローリの製造販売では国内首位、ごみ収集車やダンプトラックでは国内シェア2位その他、多くのトップシェア製品を抱え、事業の競争力は盤石です。

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を見ると、現社長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）に大きく水を空けられた状態が続いています。

サプライチェーンの混乱によって、23年3月期は両社ともに業績が悪化しましたが、その際の下落幅とその後の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。

布原達也氏の社長就任後にROEは大きく低下



過剰な内部留保、資本効率軽視

このような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、サプライチェー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、大阪の一等地に新築の新本社ビルを取得したのはまさにその一例です。以前から弊社は資本効率の観点から新本社を賃貸とすることを提案し、さらに物価高への迅速な対応を求めてきましたが、このような布原社長ら経営陣の行動は理解しがたいものです。

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後する状態のままです。

そこで弊社は、過剰な財務健全性を適正水準に戻し、ＲＯＥを向上させるため、資本政策の見直しを求めます（株主提案 第6号議案）。

過剰な内部留保と現預金がROE/PBRを低下させている

(23/3期末)	極東開発	新明和工業
自己資本比率	70.5%	43.5%
現金同等物/総資産	29.2%	14.9%
実績ROE	0.7%	7.2%
PBR（5月31日）	0.54x	0.82x

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あります。

そこで弊社は、極東開発の全役職員に対して株価連動報酬を付与し、全社一丸となった業績及び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、どの程度の業績連動報酬を受け取っていたのか、計算方法と共に開示することを求めます。（株主提案 第8号議案及び9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）

極東開発の報酬制度は透明性に欠ける

新明和工業	22～24/3期までの営業利益及びROEを、あらかじめ公表した計算式に代入して支給
↓	新明和工業を参考にして21年5月に導入
極東開発	業績や環境等を総合的に考慮して支給

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軽視した経営が原因です。株主の皆様におかれては、そのような経営を是正するため、ご助力をお願いいたします。

株主提案 文化シヤッター
～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、文化シヤッター株式会社（文化シヤッター）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

文化シヤ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。

明暗を分けたのはROE

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た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す。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無く、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13号議案）

現状を直視しない政策保有株式の保有

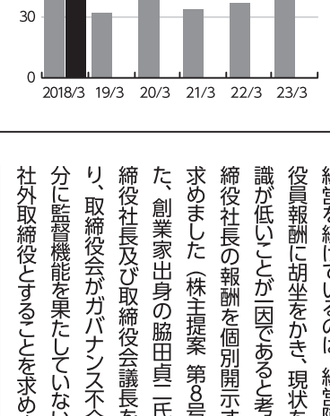
文化シャッターの経営の問題点はこれだけではありません。文化シャッターは大和ハウス工業株式会社（大和ハウス）の株式を「取引関係の維持・強化」のために保有していると開示しています。しかし、当の大和ハウスは「関係ない」と幾度となく表明しており、また文化シャッターの経営陣は、大和ハウスの方針を認識しているのです。

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訳で、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

株価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8～10号議案）株主の皆様におかれては、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。

豪州M&Aは設備投資2年分に相当



文化シャッターのROEは劣後している

潮崎敏彦氏はPBRを低下させ、株主価値を毀損した経営者

株主提案 ワキタ
～ROE5％を目標にする経営計画～（5月25日 株主総会前倒）

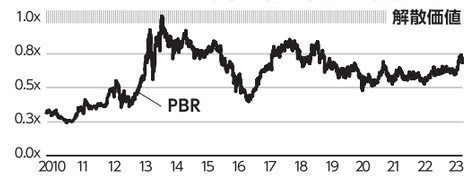
弊社が運営するファンドは、23年5月末現在、株式会社ワキタ（ワキタ）の発行済み株式総数の約8・0％を保有する株主です。

ワキタは、巨額の賃貸等不動産を保有していることで、資本効率が低下し、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を3年前から指摘して参りました。

毀損された株主価値

ワキタは23年2月末現在、時価で566億円を上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割にも及ぶ水準です。ワキタは資本コストを下回るリターンしか生まない賃貸等不動産を安定収益源と称して漫然と保有しており、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。

ワキタのPBRは長期的に1倍を下回って推移



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はＲＥＩＴに移し、ワキタは不動産の開発・運営に特化することで、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）。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以上のリターンを生む不動産開発その他の事業投資に活用することにより、資本効率が高まり、確実な株主価値の向上が見込めます。

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、同業他社とワキタのそれは、資本効率や規模で勝る同業他社を大きく上回ります。弊社はワキタがこのように株主価値を顧みない経営を続けているのは、経営陣が高額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一因であると考え、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、創業家出身の脇田貞二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）。

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

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いたしました（株主提案 第9号議案及び10号議案）。

23年5月25日開催の定時株主総会では、弊社の株主提案議案は何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への賛成比率は僅か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るべきです。

ワキタは東証の要請に対し、「できる限り速やかに開示を行う」と表明していますが、現行の中期経営計画において、ＲＯＥの目標は僅か5％であり、これではＰＢＲ1倍割れの解消は不可能です。ワキタ取締役会には、今回の東証の要請を重く受け止め、株主提案への反対意見として「資本コストの把握を通じた収益計画の構築が重要」と表明した通り、資本効率が低い不動産事業の改革をはじめ、中期経営計画を見直し、ＲＯＥの目標を資本コストを上回る8％以上とすることを要請します。

問題提起 ダイドーリミテッド
～経営陣だけが利益享受する報酬制度～

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、低迷する株価

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。株価も下落トレンドが継続し、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。

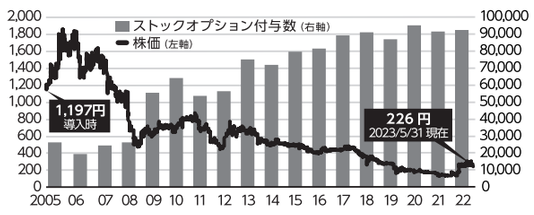
ストック・オプション制度

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（ＳＯ制度）による恩恵を享受し続けています。当社のＳＯ制度の特徴は次の通りです。

①行使価格が1円（株式を1円で取得する新株予約権が付与）
②付与株数は役位別の報酬〝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ほど付与数が増え、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る一方で、付与数は増え続けています。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ＳＯ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。

株価は低迷する一方、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
～ボラタイ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。

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。

ボラタイルな業績に対応するDOEの導入

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さから、経営計画を下方修正したことが要因です。

有沢製作所の業績は変動が激しく、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ＤＯＥ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うえ、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でしょう。

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
@Stracap_info

（注:弊社が運営するファンドの株式保有割合は、弊社が提出した直近の大量保有報告書又は変更報告書に記載の保有株式数を、2023年5月末現在の発行済み株式総数で除して算定。SFPの日証金株式の保有割合は直近の変更報告書から引用。極東開発及び新明和工業の現金は現預金、有価証券及び投資有価証券の合算値、ROEは税引後経常利益を当期純利益の代わりに用いて算定。ワキタの推定報酬は社外取締役ではない取締役に対する報酬の1人当たり平均額。）（出所:開示資料及びQUICK ASTRA MANAGER。時価は2023年5月31日現在）