

文化シャッターの**持続的**企業価値向上を 目指す**実効的**な取締役会の構築

「株主にシャッターを閉じないで」



文化シャッター

May 2026

Dalton Investments

This document has been prepared for qualified investors, is provided for informational purposes only, and does not constitute a solicitation of any shares in any investment vehicle managed by Dalton Investments, Inc.. Such solicitations can only be made to qualified investors by means of the private placement memorandums, which describe, among other things, the risks of making an investment. Additionally, this presentation does not constitute investment advice of any kind.

All of the information in this document relating to Dalton Investments, Inc., regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). SEC registration does not imply SEC endorsement. No representation or warranty can be given with respect to the accuracy or completeness of the information, or with respect to the terms of any future offer of transactions conforming to the terms hereof. Certain assumptions may have been made in the analysis which resulted in any information and returns/results detailed herein. No representation is made that any results/returns indicated will be achieved or that all assumptions in achieving these returns have been considered or stated. Additional information is available on request. Opinions and estimates offered constitute our judgment and are subject to change without notice, as are statements of financial market trends, which are based on market conditions. Unless otherwise indicated, figures presented are preliminary, unaudited, subject to change and do not constitute Dalton's standard books and records.

Individual portfolio account returns and holdings within a referenced Dalton composite may vary substantially for such factors including, among others, account specific restrictions – e.g. whether currency investments are permitted, timing of transactions, contributions, withdrawals, and market conditions at the time of investment.

PAST PERFORMANCE IS NOT A GUARANTEE OF FUTURE PERFORMANCE. THE VALUE OF THE INVESTMENTS AND THE INCOME FROM THEM CAN GO DOWN AS WELL AS UP AND AN INVESTOR MAY NOT GET BACK THE AMOUNT INVESTED. THESE INVESTMENTS ARE DESIGNED FOR INVESTORS WHO UNDERSTAND AND ARE WILLING TO ACCEPT THESE RISKS. PERFORMANCE MAY BE VOLATILE, AND AN INVESTOR COULD LOSE ALL OR A SUBSTANTIAL PORTION OF ITS INVESTMENT.

Any estimates, projections or predictions (including in tabular form) given in this communication are intended to be forward-looking statements. Although Dalton believes that the expectations in such forward-looking statements are reasonable, it can give no assurance that any forward-looking statements will prove to be correct. Such estimates are subject to actual known and unknown risks, uncertainties and other factors that could cause actual results to differ materially from those projected. These forward-looking statements speak only as of the date of this communication. Dalton expressly disclaims any obligation or undertaking to update or revise any forward-looking statement contained herein to reflect any change in its expectations or any change in circumstances upon which such statement is based.

Please note that neither the Funds/Composites nor the Investment Manager/Investment Advisor complies with the requirements of the Alternative Investment Fund Managers Directive ("AIFMD") of the European Union. No direct or indirect offering or placement of shares by or on behalf of the Funds/Composites or the Investment Manager may be made to or with investors in member states of the European Union in breach of either the applicable requirements under the AIFMD or the private placement regime in each relevant member state. You are receiving this presentation either because (a) you are an existing investor and we are sending you an update to discharge our obligation, or (b) you have previously requested for submission of such information. If neither of these apply to you, please kindly ignore this presentation and reply to InvestorRelations@daltoninvestments.com with the subject "AIFMD distribution list review" as soon as possible so that we can remove you from our relevant distribution list in the future.

Any specific securities referenced herein are holdings as of the date identified in the document and any performance information relates only to the period covered by this document. No inferences should be made as to the profitability of specific positions overall.

免責事項

本資料は情報提供のみを目的としたものであり、特定の金融商品への投資の勧誘や売買、あるいはその売買の適合性についての助言を行うことを目的としたものではありません。本資料に記載される情報には万全を期しておりますが、その情報の正確性および安全性を保証するものではなく、記載された見解や評価について、ダルトンが責任または義務を負うものではありません。また、本資料に記載する事項につき、予告なしに内容が変更または廃止される場合があります。予めご了承ください。

本資料は、各種法律により制限されている場合がありますので、正確な情報や詳しい資料の配布を希望される場合には、ダルトンにお問い合わせをお願いします。

Table of Contents

1. 「経営の保身」とポイズンピルによる
企業価値の破壊。文化シヤッターの現状分析
2. ダルトンが目指す実効的な取締役の構成
取締役の選任議案
3. 株主の皆様へ

Section 1.

「経営の保身」と
ポイズンピル準備による
企業価値の破壊。
文化シヤッターの現状分析

これまでの投資期間・エンゲージメントのタイムライン

ダルトンの平均保有期間は7年。ファンドとして「短期的」なリターンを求めておらず、大量保有発表からは「3年以上」経過

BX社は「中期経営計画（2024－2026年）の進捗」と記載のように、3年を「中期」と認識
そのため投資後3年以上かけて対話を図ってきたダルトンの提案は「短期的」ではなくせめて「中期的」としてほしい

2023年

2023年－2025年

2025年9月

2025年後半

2026年4月



大量保有報告
エンゲージメント開始

資本効率の改善・
ガバナンス改善の提案

ポイズンピル導入準備

ポイズンピルによる
株主価値の毀損

株主提案
社外取締役選任議案

対話の内容



事業のポートフォリオ
見直し

資本コストを
下回る経営資源の配分
についての議論

経営陣と度重なるミーティング
を実行



ベストオーナーの議論

上場しながら低収益事業の改善
が難しいならば、
非公開化（MBO）をした上で、
ポートフォリオの最適化を提案

シナジーなど定性的な説明では
ない、数値での議論を求めた。
MBOはマストではない



バランスシートの改善

長期的な企業価値向上のため、
ROE改善の自己株買いを毎年提言

EPSの向上・BSの最適化



ガバナンスの改善

指名委員会に「社長」と「会長」
が参加し、自己評価を行っている

取締役会のガバナンスが
機能不全に陥っている

自己保身につながり、総会議案へ

¥2,588 ポイズンピル前のBX株価

¥ 1,783 本日のBX 株価

-31% ポイズンピル後の下落率

-62% 2025年AGM後
TOPIX対比パフォーマンス 5

2025年6月総会を起点として、BX社とTOPIXと比較した結果

マイナス
62%

「経営の保身」と
「ガバナンス不全」が
具現化した良い例である

なぜか

それは、ダルトンが目指す
実効的な取締役の構成

取締役の選任議案を
ご参照いただきたい

信じがたいパフォーマンスを達成した「潮崎会長」と「小倉社長」の選任に反対を推奨する

ダルトンは、**低収益事業**や**赤字事業**を含む事業ポートフォリオの見直しや、非公開化（MBO含む）を通じた「ベストオーナー」の議論を提案

MBOの「主体性」は**経営にある**。当たり前だが、ダルトンにはない。やるか、やらないかは経営次第だ。

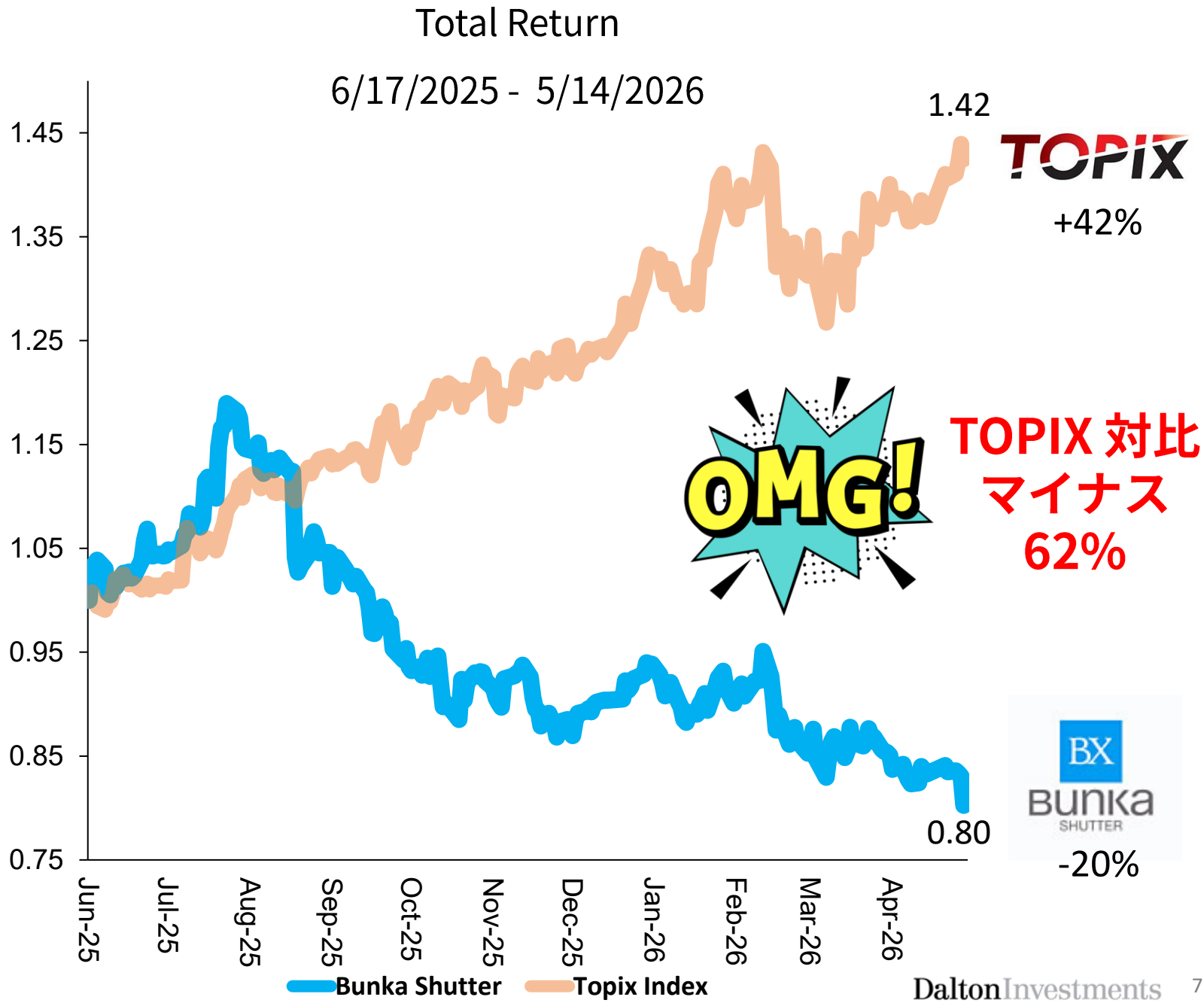
ポイズンピル準備資料にも「リスクを取りたくない」ことが行間から窺えるでは、次世代に**経営**を託してはどうだ

「**有事**」とはリーガルアドバイザーの助言のもと、「株主共同の利益」を掲げながら

長期的な株主価値の向上よりも、**防衛コストと自己保身が最優先**され

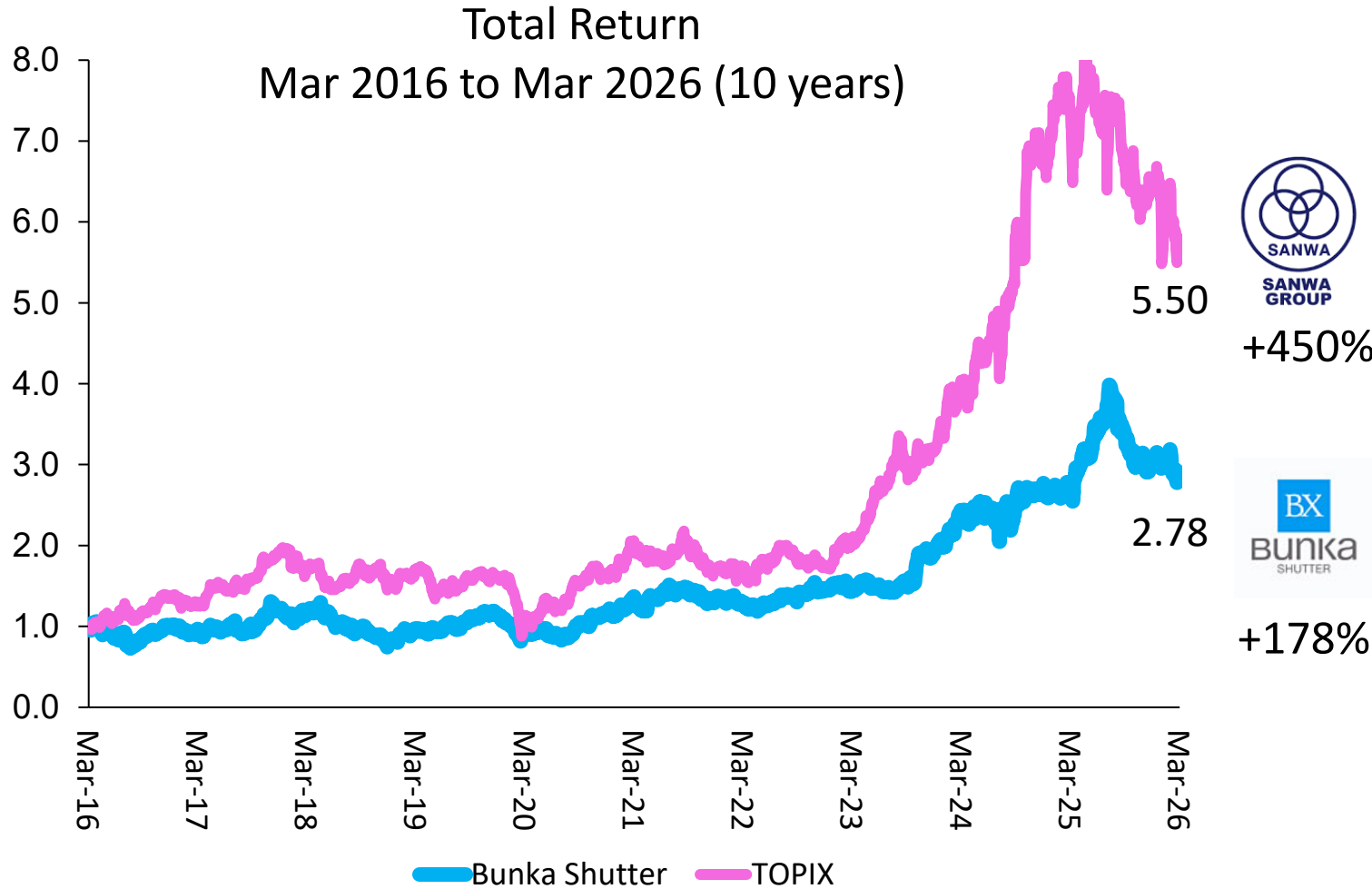
結果、株主の価値が大きく毀損した。

この責任は非常に**重い**



潮崎体制のBX社は競合の三和HDに大きく水をあけられた

TSRにおいて、三和HDに大きく見劣りする。ポイズンピル導入による保身をしたい姿勢は「理解」できる



潮崎会長は2016年4月より社長就任
潮崎体制におけるBX社のTSRは
三和HDと比較し

マイナス
272%

潮崎体制発足後、文化シャッターのTSRは三和HDに対して**272%**劣後している

BX社は競合の三和HDに大きく水をあけられた10年だった

潮崎体制発足後から10年間で、TSRや営業利益率など主要指標は競合と比較し大きく劣後

	2016年3月末	2026年3月末
 主要指標		
売上高	1,432億円	2,363億円
営業利益	101億円	156億円 (+55%増加)
営業利益率	7.1%	6.6% (-0.5%)
TSR		2.78倍 TOPIX: 3.3倍

	2016年3月末	2026年3月末
 主要指標		
売上高	3,656億円	6,607億円
営業利益	269億円	791億円 約3倍!!
営業利益率	7.4%	12.0% (+4.6%)
TSR		5.50倍

TSRを含め、中長期的な成績は競合と比べて大きく劣る。潮崎会長の**経営手腕**に疑問符

リーガルアドバイザーは利益追求のため、
「平時」を「有事」にする強烈なインセンティブが働く

この件については、別の機会に議論したい

ただ、リーガルアドバイザーのアドバイスによる関係性の悪化は、
経営も株主も従業員も犠牲者と言える

株主との対話にシャッターを閉めたこと

案件作りの短期的な思考のリーガルアドバイザーに耳を傾けたこと

保身のために、防衛策導入準備を進めたことが

「有事」の最大の原因である

ポイズンピル準備前までは、マネジメントとの関係は良好だった

以前はすき焼き弁当を食べながら、低収益事業や赤字事業の見直しについて、率直に議論する関係だった

本件とは「違う利害や目的を持つ」リーガルアドバイザーの助言を鵜呑みにし、関係性は急速に悪化。
リーガルアドバイザーの助言により「平時」から「有事」となる中でBX社は株式価値を大きく毀損

すき焼き弁当ランチメンバー



Jamie Rosenwald



すき焼き弁当ランチメンバー

代表取締役会長 潮崎氏 (78)



取締役常務執行役員 市川氏 (66)



Masumi Nishida



Kazu Mizuochi

ポイズンピル導入準備。理由は明らか。「経営の保身」

上場会社である以上、創出したキャッシュを**将来の成長投資に回し、優秀な従業員に還元するべきである。**
それができず、リーガルフィーを支払い**保身に走る経営の責任は重い。**

ポイズンピル導入の理由

1. ダルトンらによる大規模買付行為等が当社の中長期的な企業価値及び**株主共同利益の最大化を妨げる**可能性があることを認識しており、株主の皆様がその是非を適切に判断できるようにすること
2. ダルトンら買付者に対して必要な情報の提供を求めるとともに、株主の皆様が当該情報をもとに冷静かつ慎重に検討するための時間を確保するための措置は、**株主共同の利益を保護するための適切な対応**であること
3. ダルトンらによる株式の買い増しを含む大規模買付行為等への対応に主眼をおいて導入したもので、当社が2022年5月に廃止した平時に導入される「事前警告型買収防衛策」とは性質が異なること

資本市場発展の大原則である「株式の自由な売買」と「株主平等の原則」を無視し、**従業員及び株主少数株主を犠牲にして**経営者が自己の保身に走る経営は理解に苦しむ。



当社の提案は、「企業価値および株主共通の利益向上」が目的

BX社に限らず、バランスシートの適正化、ガバナンスの向上、株主とのアライメントを全投資先に求める。企業価値の向上をできない・やりたくない「経営陣」に限り、上場企業を卒業・非上場化を提案する

会社の機関決定はすべて取締役会で行う。過半数でもない株主が強制・誘導できるものではない。株主をミスリードすることは許しがたい。ダルトンの主張は以下：

特定の選択肢を「強制・誘導するものではない」

- ダルトンらは投資先の経営者に対し、非公開化を含むあらゆる経営の選択肢を検討・意思決定することを促すが、特定の選択肢を強制・誘導することはない。

非公開化の条件は「取締役会の決定事項」

- ダルトンらが非公開化の条件の決定に関与し、株主間の利益相反関係を作り出すことはできない。何故ならば、非公開化の条件は取締役会の決定事項であるから。

株式の自由売買と株主平等原則は「変えてはならない」市場の重要なメカニズム

- 市場における株式の自由な売買、株主平等の原則は資本市場の大原則である。

経営陣が自己保身のために安易にこの大原則を歪めることは許されない。だからこそ、当社はより踏み込んだエンゲージメントを行う

事業ポートフォリオの抜本的な見直しは急務 1/4

儲からない低収益事業は従業員を**疲弊**させる。**離職率改善**のためにも赤字事業の**見直し**を

営業利益率の低い事業は従業員の**賃金上昇**に繋がらない可能性が高い為、**我々はベストオーナーの議論・ポートフォリオの再構築が必要**と提案

1. ドア事業
2. 住宅建材
3. 海外事業
4. 建築資材
5. レノベーション

営業利益率
 (0-1%)
 (3-4%)
 (3-5%)
 (3-5%)
 (1%未満)

建材関連製品事業やドア事業など多くの事業で**低収益・赤字**が継続。リフォーム事業は過去5年間で3度の赤字を計上しており、ROAも資本コストを大きく下回っている

これらの事業について、BX社は注力事業として改善策を掲げてきたが、収益性や資本効率の改善が見られていない

①

ドア事業



自動閉鎖装置付引戸「カムスライダー」

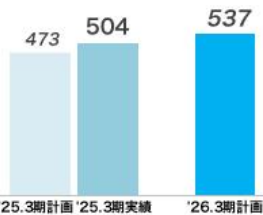
ステンレス建具「リブレイド」

DP商品の新ブランド「トビタテ」

'25.3期は、主力のスチールドア、引戸や集合住宅向けドアが堅調に推移したことにより、売上高は前期比4.2%増の504億円(計画達成)。スチールドアの収益構造の整備未達により、営業利益はマイナス(計画未達)。

'26.3期は、グループ全体でスチールドアのコストダウンと適正な販売価格の引上げをはじめ、収益構造の改善により、売上高は前期比6.5%増の537億円、営業利益は同5億円(営業利益率1.0%)を計画。

売上高(億円)



営業利益(億円)



②

住宅建材事業



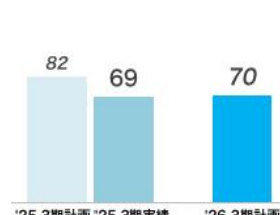
屋外鉄骨階段廊下ユニット「段十廊II」

住宅用室内階段「BXモダンステアーズ」

'25.3期は、新設住宅着工戸数の減少を背景に、売上高は前期比12.3%減の69億円(計画未達)。営業利益は同48.1%減の2億円(計画未達)。

'26.3期は、堅調な受注状況を背景に、ZEH住宅に提案できる室内階段の拡販とリノベーション物件への対応強化を図ることで、売上高は前期比1.7%増の70億円、営業利益は同20.0%増の3億円(営業利益率4.0%)を計画。

売上高(億円)



営業利益(億円)



事業ポートフォリオの抜本的な見直しは急務 2/4

儲からない低収益事業は従業員を疲弊させる。離職率改善のためにも赤字事業の見直しを

営業利益率の低い事業は従業員の賃金上昇に繋がらない可能性が高い為、我々はベストオーナーの議論・ポートフォリオの再構築が必要と提案

③ 海外事業



BX BUNKA VIETNAMの工場外観(上)と工場内にあるショールーム



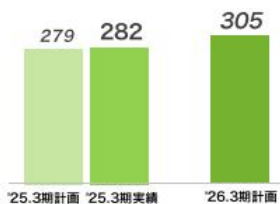
住宅ガレージドア (BX BUNKA AUSTRALIA)

'25.3期('24.12期)は、豪州での販売価格の引き上げと、豪州及びニュージーランドの新規に連結した3社の業績がフルで寄与したことにより、売上高は前期比16.4%増の282億円(計画達成)。

一方、ニュージーランドにおける物価高を背景とした住宅市場の停滞やコスト増により利益が減少したことで、営業利益(※)は同0.6%減の10億円(計画未達)。

'26.3期('25.12期)は、豪州・ニュージーランドでは販売価格の引き上げ、ベトナムでは受注拡大を推し進めることで、売上高は前期比8.1%増の305億円、営業利益(※)は同37.9%増の14億円(営業利益率4.5%)を計画。 ※ 営業利益は日本会計基準

売上高(億円)



営業利益(億円)



④ 建築資材事業



建築金物「プレセッターSU」 (BXカネシン)

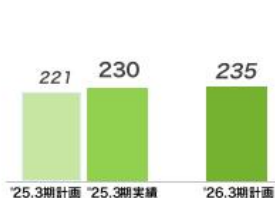


ユニット鉄筋「ハッピーベース」 (BX西山鉄網)

'25.3期は、建築金物を扱うBXカネシンの売上が堅調に推移したことで、売上高は前期比3.2%増の230億円(計画達成)。一方で、物流費が増加したことで、営業利益は同11.2%減の9億円(計画未達)。

'26.3期は、BXカネシンによる多目的木造建築への対応強化と、基礎建築材料を扱うBX西山鉄網の生産性向上により利益改善を推し進めることで、売上高は前期比1.8%増の235億円、営業利益は同14.0%増の10億円(営業利益率4.4%)を計画。

売上高(億円)



営業利益(億円)



⑤ リノベーション事業



マンション耐震補強工事 (ビルリニューアル)



住宅リフォーム

'25.3期は、住宅リフォーム事業が単価アップによる増収の一方で、営業黒字には届かなかったものの赤字幅は縮小。ビルリニューアル事業は堅調に推移した結果、売上高は前期比8.9%増の65億円(計画達成)。営業利益は黒字回復(計画未達)。

'26.3期は、住宅リフォームにおいて空間改修や外装工事への注力を推し進めることで、売上高は前期比6.1%増の69億円、営業利益は5,000万円(営業利益率0.7%)を計画。

売上高(億円)



営業利益(億円)



事業ポートフォリオの抜本的な見直しは急務 3/4

口コミサイトが表すように、
低収益事業を放置する経営の
判断は、**現場の従業員を疲弊**
させている

取締役会において事業ポート
フォリオの抜本的な見直しに
関する十分な**検討及び判断**が
行われていない点、**自己保身の為**
のポイズンピル準備などは

経営資源配分に関する取締役会
の判断の妥当性に**重大な懸念**を
生じさせるものとする

文化シャッターの就職・転職リサーチ
退職検討理由

回答日：2019年05月07日

回答者：営業職、在籍15～20年、退社済み(2020年より前)、中途入社、女性、文化シャッター

★★★★☆ 2.1

上長に意見を言うことがタブー化されてきた。
やることが多いにもかかわらず、残業減らせしが言わず、具体的な方策を示せない。近隣の部署の協力も期待
できない体制になっています
これ以上いけば、体壊すと思い、退職しました。

文化シャッターの就職・転職リサーチ
経営者への提言

回答日：2019年05月07日

回答者：営業職、在籍15～20年、退社済み(2020年より前)、中途入社、女性、文化シャッター

★★★★☆ 2.1

中間の層は上のこと見てないグループと、あきらめてるグループと別れている。
若手は上にゴマするグループと、あきらめてるグループと別れている。
ゴマすれば上に上がりやすいのは明らか、管理職になるには、よっぽどすぐれてないと、ゴマ擦れないとなれ
ない

文化シャッターの就職・転職リサーチ
退職検討理由

回答日：2026年03月20日

回答者：営業、在籍3～5年、現職(回答時)、新卒入社、男性、文化シャッター

★★★★☆ 1.9

シャッターメーカーと言いつつ、施工会社。
下請け構造にうんざりした。
結局は、ゼネコンの言いなりや押し付けばかり。
また営業への負担が他部署に比べて重すぎる。
新卒で入ったが、30人いた同期が、3年以内に半分以上が退社している。とにかく構造に問題がある。
入社を後悔している。

事業ポートフォリアの抜本的な見直しは急務 4/4



文化シャッターの就職・転職リサーチ

退職検討理由

回答日：2024年10月03日

回答者：営業、在籍5~10年、現職（回答時）、新卒入社、男性、文化シャッター

★★★★☆ 2.9

残業が多くまた成果給が業務内容とつり合っていない。

完全週休二日制とあるが土日祝仕事があり、大型連休中も現場は動いているのでほとんど休みはない。また有給を取ると仕事が増えるので取りづらい。



文化シャッターの就職・転職リサーチ

経営者への提言

回答日：2024年10月03日

回答者：営業、在籍5~10年、現職（回答時）、新卒入社、男性、文化シャッター

★★★★☆ 2.9

人手不足の中で、若手が辞めていく原因を考えず、離職者の削減の対策が考えられてない。

文化シャッターの就職・転職リサーチ

退職検討理由

回答日：2023年10月01日

回答者：営業、在籍3年未満、現職（回答時）、中途入社、男性、文化シャッター

★★★★☆ 3.1

残業が多い。それなりに残業代は出るが時給に換算すると割に合わない。休日に工事があれば休み返上で現場に行くこともある。人手不足の営業所では、一人で捌ききれないほど顧客を担当し毎日遅くまで働いている社員もいる。



文化シャッターの就職・転職リサーチ

組織体制・企業文化

回答日：2024年06月11日

回答者：設計、在籍20年以上、退社済み(2025年より前)、中途入社、男性、文化シャッター

★★★★☆ 2.3

本社と営業の立場が強すぎる。

自社製品の開発部門は、基本的には上位の役職の人達の顔色ばかり見ていて、実際に売る立場の営業や、製作する立場の工場などの事はこの次として、他社製品の真似ばかりしている。（自社完全オリジナル商品では実績が無いので、決断出来る人がいないと思われる）

営業は、自分たちが数字を出しているのだから、社内で多少無理を言うことは全く問題がないと考えている人が多い。

その他、物件対応する部隊（工場・設計・工務）や事務員さんたちは、上記の人達にとって使い勝手が良い駒扱いされていると感じている人が多い。

全社的に、大きな声で周りを巻き込んで言う人たちが優先的に昇進する傾向がある。

「オール文化」（全社レベルで、のニュアンス）という言葉が良く使われる。

この言葉は、自分の業務をゴり押ししたい人が攻めで使う時もあれば、会社の為にならないからもっと考えてほしいという意味で守りとして使う場合もある。



文化シャッターの就職・転職リサーチ

組織体制・企業文化

回答日：2022年08月26日

回答者：設計部、設計、在籍3~5年、現職（回答時）、中途入社、男性、文化シャッター

★★★★☆ 2.1

社員の半数以上が中途入社で、外から風を入れているとしているが、実際は規則や方針などをより良いものにしていこうという意味は感じ取れないプロパー重視の保守的な会社という印象。

作図ソフト一つとってもBVCADという流通の少ない製品を利用しており、長年在籍している人間が変化に対応することを拒むため、AutoCADを採用していない。

Source: Openwork.jp

【財務戦略】株主還元の拡充

配当性向40%を目安

'25.3期は40%を実行
'26.3期は**45.8%**を予想

1株当たり配当金の増額

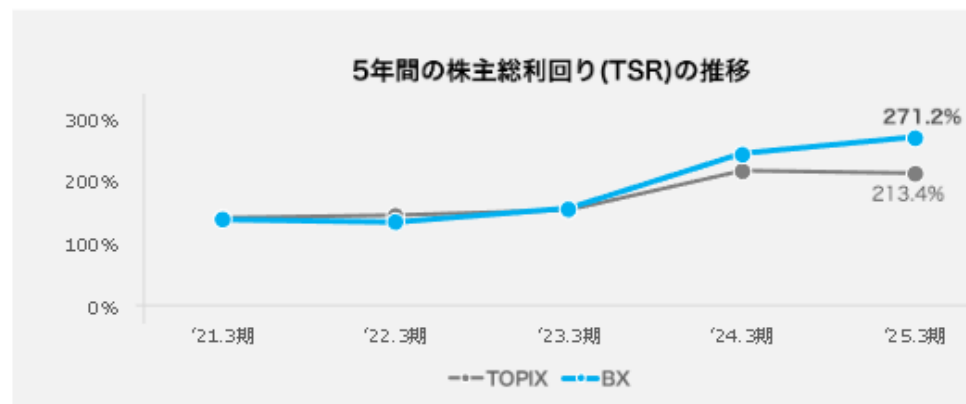
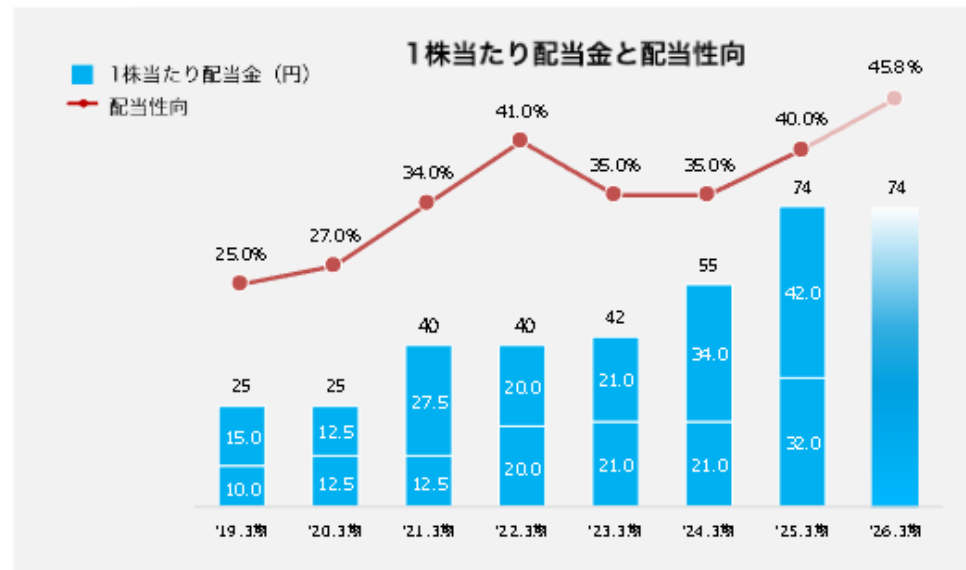
'24.3期の配当金は年間55円
'25.3期は**19円増配**の年間**74円**を予想

自己株式の取得

'26.3期に上限**20億円**(115万株)の取得を予定

配当込みTOPIXを上回る 株主総利回り (TSR)

過去5年間の**株主総利回り (TSR)**は
271%と配当込みTOPIXを57.8%上回る
パフォーマンス



エンゲージメントを通じて、経営陣は株式市場に向き合い非常に前向きだった

また、総じて去年の株主総会までは市場に対してひたむきに取り組む姿勢への株式市場からの評価は高かった故に「保身」に走ったことは**残念**

Source: 2025年3月
決算説明会資料

上場企業として、すべてのビジネスはWACCを超えなければならない

限られた会社の資源、従業員の時間と労力を、低収益ビジネスに使ってはならない

ROIC > WACC

= 企業の価値を 向上させている

ROIC < WACC

= 企業の価値を 毀損させている

低収益・赤字事業の「放置」は取締役会において事業ポートフォリオの抜本的な見直しに関する十分な検討及び判断が行われていないことを意味する。更に、2025年の株主総会後のパフォーマンスを加味すると、取締役の**実効性**・判断の妥当性に重大な**懸念**を生じさせるものと考え、社外取締役選任議案といった株主提案を進める判断に至った。

Section 2.

実効的な取締役の構成へ 取締役の選任議案

指名委員会に「会長」「社長」「COO」が在籍しガバナンス不全に

指名委員会の構造上、社外取締役のうち**1名**が承認すれば過半数となり長期政権は揺るがない
その結果、現状のような「モノが言えない」取締役会に

社内取締役



代表取締役会長 潮崎氏 (78)

代表取締役会長 5年
代表取締役社長 10年
取締役歴 19年



代表取締役会社長 小倉氏 (71)

代表取締役社長 5年
取締役歴 15年



取締役常務執行役員 市川氏 (66)

取締役歴 8年

社外取締役



藤田氏 (78)

取締役 (監査等委員)
監査役・取締役10年



阿部氏 (75)

取締役 (監査等委員)
監査役・取締役10年



嶋村氏 (71)

取締役 (監査等委員)
監査役・取締役3年



早坂氏 (73)




取締役 (監査等委員)
監査役・取締役5年

指名委員会は、社内取締役が3名、社外取締役が4名。
社外取締役1名から同意を得れば過半数に。反対意見が非常に困難

社外取締役が何人いようと指名委員会は実質機能していない

取締役会は社外取締役で過半数だが、人事権は経営サイドが握る。指名委員会は自己評価。構造上、社外取締役一名がOKすれば、過半数になる為、長期政権が可能となっている。

社内取締役 (3名) ● 経営

 潮崎 氏 会長 78y 19y	 小倉 氏 社長 71y 15y	 市川 氏 COO 66y 8y
--	--	--

▲ **ノー評価:** 社長・会長と指名委員会で経営のトップ2人がいる中、独立した評価・監督・監視は不可能

社外取締役 (4名) ● 独立社外

 嶋村 氏 社外 71y 3y	 阿部 氏 社外 75y 10y
 早坂 氏 社外 73y 5y	 藤田 氏 社外 78y 10y

▲ **ガバナンス不全:** たった 1名の社外取締役の賛同を得れば過半数。経営サイドの解任は実質不可能。

7 Total Seats	具体例： 議題 会長・社長の選任	 潮崎 氏 会長	 小倉 氏 社長	 市川 氏 COO	 藤田 氏 社外
3 Internal		 嶋村 氏 社外	 阿部 氏 社外	 早坂 氏 社外	
4 External					

* 三木道三 「Lifetime Respect」より抜粋

誰も会長・社長を止めることのできない「一生、一緒にいてくれや*」を可能にする指名委員会のスキームは上場企業のガバナンス上、極めて悪質

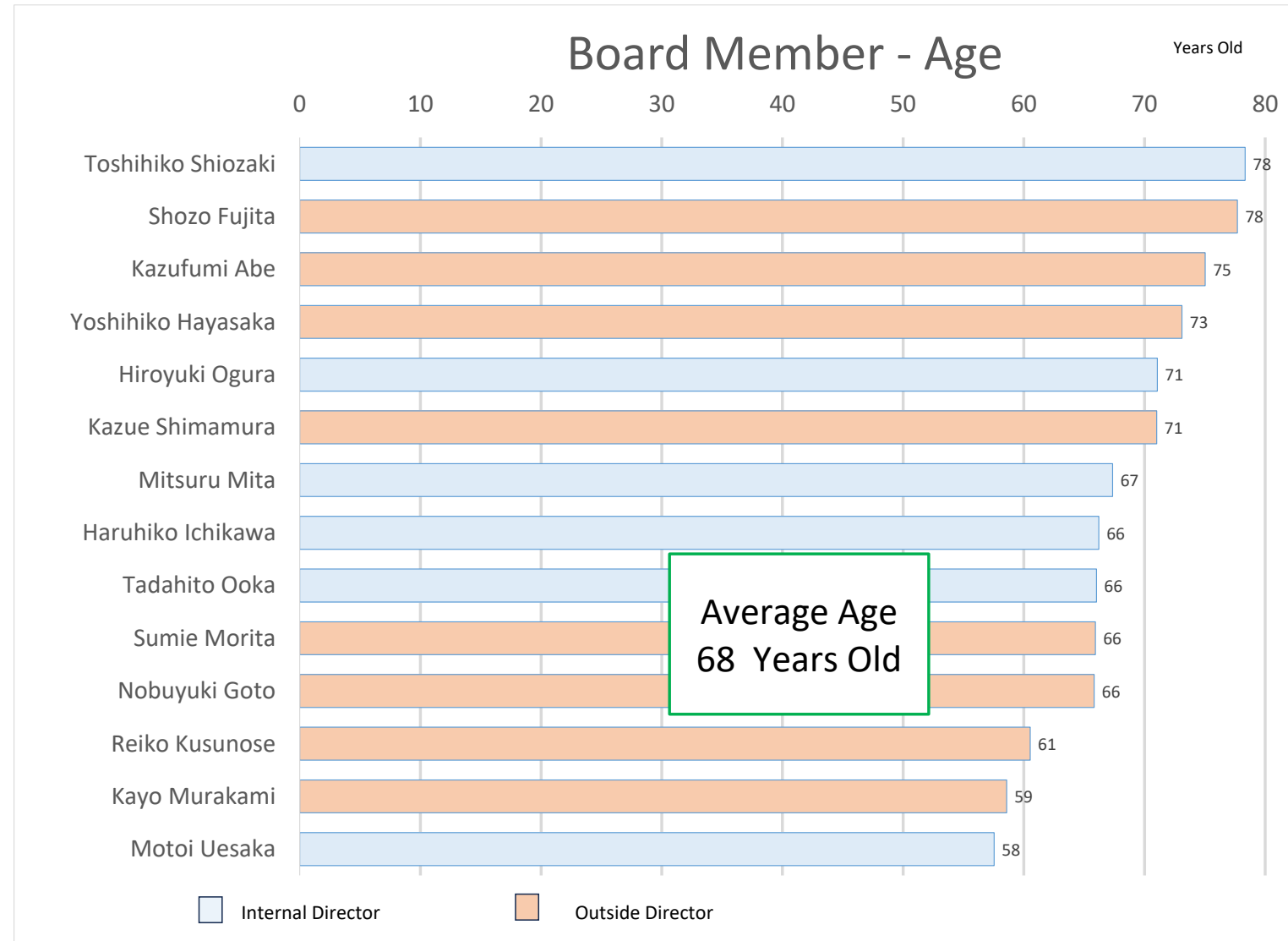
平均年齢は68歳。取締役会・執行の高齢化・硬直化が進む

社長は小倉氏（71）だが、会長の潮崎氏（78）が実行的な実権を**掌握**

高齢化する執行サイドに併せて
社外取締役も高齢化
企業の成長の源泉といえる多様性を
マネジメントの保身と共に**潰している**

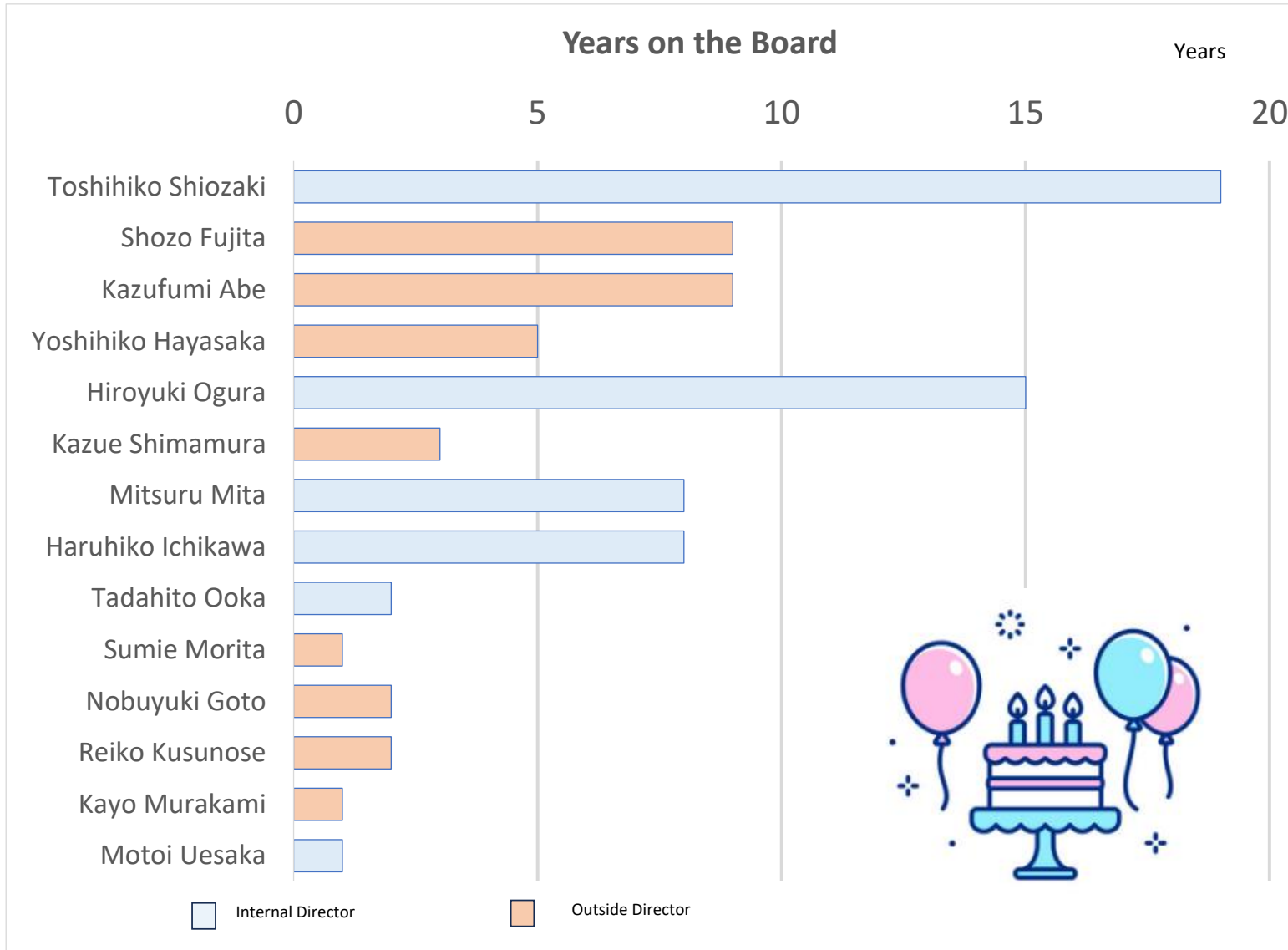
シャッター業界の国内シェアのトップ
を走る三和HDの高山氏は55歳
潮崎氏と比べて、**20歳以上若く**
世代交代が進んでいる

実質的な実権を握る潮崎会長を除き、
会社の後継者が示されていない



ハッピーアニバーサリー！社外取締役・監査役10周年記念日を迎えるメンバーも

社外取締役の長期化により、取締役会の単一性・高齢化・硬直化を助長



潮崎敏彦 氏

2016年 代表取締役社長
執行役員社長に就任

2021年 代表取締役会長に就任。

以降、**長期政権**を築いている

藤田氏・阿部氏は2026年6月総会で
社外取締役・監査役10周年記念を迎え
長期政権を可能としている

企業価値向上だけでなく若手社員や
執行役員の**成長機会向上**の為、
取締役会の刷新を求める

ガバナンス体制の刷新へ。単一性・高齢化からの脱却

企業は中長期で成長させることが従業員の賃金やモチベーションにつながるため、
まずは取締役会の**若返り**とガバナンス機能の**回復**が急務



西田 真澄 氏
(41)

資本市場のエキスパート

ダルトン・インベストメンツ パートナー (現任)
ダルトン・アドバイザー マネージングディレクター
ヘリオステクノホールディング 業務執行取締役
元シティグループ・グローバル・マーケッツ (NY)

M&A戦略

海外ビジネス (海外在住歴28年)

コーポレート・ファイナンス

ガバナンス推進



水落 一隆 氏
(56)

法務 + M&Aのエキスパート

現役M&A弁護士
Rising Sun Management 社長 (現任)
ヘリオステクノホールディング 業務執行取締役
元 Baker McKenzie パートナー

M&A戦略

法務・コンプライアンス

M&Aアドバイザー

ガバナンス推進

- ☑ 取締役会のガバナンスを高め、独立性を強化
- ☑ 取締役会の専門性 (M&Aや、金融知識) など多様性を強化
- ☑ 株主のみなさまに多様な選択肢を提供

社外取締役を選定された場合の取り組み

ガバナンス・バランスシート・ポートフォリオの向上に取り組み、中長期的な企業価値向上に取り組む

社外取締役にした場合のお約束



西田 真澄 氏
(41)

資本市場のエキスパート

報酬 1 円
週 1 日、文化シャッター本社で勤務
若手・中堅社員と面談。経営のヒントを探す。
社員からのフィードバックを積極的に取締役会・経営と共有
リード社外取締役として株主のみなさまと対話

M&A ストラテジー

海外ビジネス（海外在住歴 28 年）

コーポレート・ファイナンス

ガバナンス推進

社外取締役の優先事項

1 独立した
ポートフォリオレビューの
実施

価値向上の可能性を持つすべての事業
セグメントを評価・ベストオーナーの
検討

2 ROICベースの
投資フレームワーク導入

資本配分の規律を確立

3 ガバナンス改革
計画の策定

指名委員会の独立性向上措置を実施

4 明確な
マイルストーン設定

取締役会の説明責任のための測定
可能な目標を設定。サクセッション
プランニングに着手

取締役の質の向上はすべての機関投資家の願いである

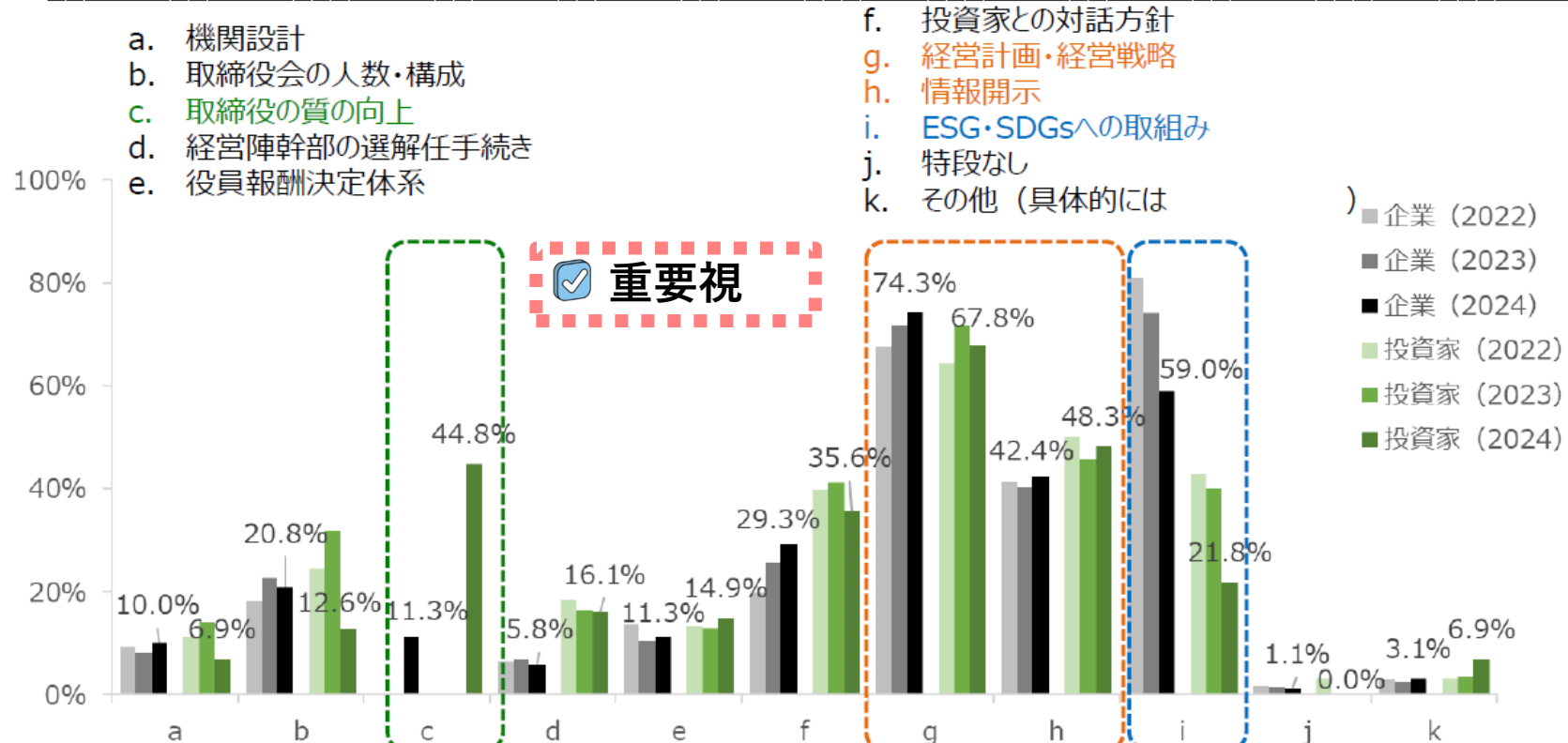
指名委員会は機能していないので、BX自らの自浄作用は残念ながら期待できない

1. 今後取り組みを強化する事項（企業）
 ／強化を期待する事項（投資家）



1

高い水準で一致	「g.経営計画・経営戦略」「h.情報開示」
認識ギャップ大【企業>投資家】	「i.ESG・SDGsへの取組み」
認識ギャップ大【企業<投資家】	「c.取締役の質の向上」



(回答数【企業】:2024年度:451,2023年度:446,2022年度:469)

(回答数【投資家】:2024年度:87,2023年度:85,2022年度:98)

機関投資家の多くはROICの向上を望んでいる

しかし、BX社は低収益性・赤字ビジネスを続け、経営のガバナンス不全が**顕著**に現れている

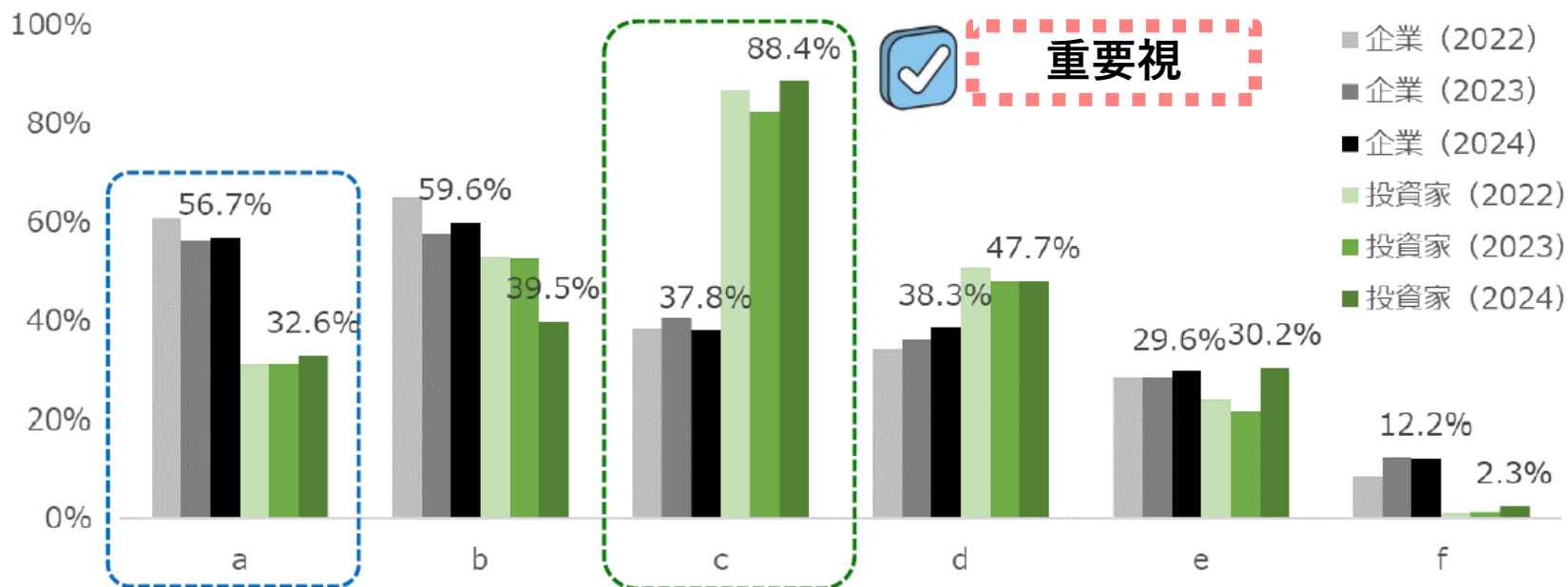
10. 投資意思決定時の判断基準の指標（企業）
 / 適切だと思われる指標（投資家）

一般社団法人
 生命保険協会 ¹⁰

認識ギャップ大【企業 > 投資家】 「a. 売上・利益の増加額」

認識ギャップ大【企業 < 投資家】 「c. 投下資本利益率（ROIC）」

- a. 売上・利益の増加額
- b. 事業投資資金の回収期間
- c. 投下資本利益率（ROIC）
- d. 内部収益率（IRR）
- e. 正味現在価値（NPV）
- f. その他（具体的には ）



| (回答数【企業】: 2024年度:436,2023年度:444,2022年度:462)
 (回答数【投資家】: 2024年度:86,2023年度:84,2022年度:97)

※企業にのみの選択肢である「f.判断基準は特に設定していない」を削除し、「g.その他」をf.に繰り上げた

Section 3.

The Conclusion

現在の取締役会構成は高齢化しており、
独立した**監督・監視**が限られています。

社外取締役の定期的な刷新により、
指名委員会の**機能復活**・ガバナンス**強化**
により、取締役会の「**あるべき**」姿を
取り戻すことができます。

保身リスクを**低減**させ、ガバナンスを
向上することができれば、中長期的には
かならず企業価値は向上することを
ダルトンは確信しています。



現状：ガバナンスの課題

高齢化した取締役会、限定的な独立性



取締役会の高齢化

平均年齢68歳、複数の取締役
が在任10年近く

- 顕在化した保身リスク



指名委員会の機能不全

1名の社外取締役の承認で
会長・社長は一生続投可能

- 骨抜きされた監督・監視機能



事業ポートフォリオ議論

M&Aや資本配分の専門知識が
不足

- 戦略的ギャップ



陳腐化した取締役

社外取締役が10年以上在任

- 刷新が必要

潮崎会長へ

「株主にシャッターを閉じないで」

Jamie Rosenwald
Co-Founder and Chief Investment Officer
Dalton Investments

マイナス

62%

For further information, please contact:

Dalton Investments

360 N Pacific Coast Highway

Suite 1060

El Segundo

California

90245

United States of America

Phone: +1 424 231 9100

Email: info@daltoninvestments.com