

東京都中央区勝どき 4-6-2
株式会社巴コーポレーション
取締役会御中
CC：監査等委員会御中

「中期経営計画の抜本的な見直し及び特別委員会設置のお願い」 に関する検討状況のご確認

Hibiki Path Advisors（2026年1月以降は Hibiki Path Advisors SPC。以下、両者を合わせて「私ども」又は「当社」といいます。）は、2025年9月12日付で「中期経営計画の抜本的な見直し及び特別委員会設置のお願い」と題する添付書簡（以下、「過去書簡」といいます。）を貴社へご送付いたしました。本書簡では、過去書簡に関する検討進捗状況のご確認を行うとともに、ご対応いただけない場合の私どもの対応方針をお伝えさせていただきます。尚、本書簡につきましては、公開を予定しております。

まず、私どもが貴社に過去書簡で要請した3点を以下の通りお示します。

- **中期経営計画の抜本的な見直し**
- **上場維持・非公開化の検討を目的とする、社外取締役及び第三者による特別委員会の設置**
- **上場を維持する場合には、ノンコア資産・過剰資本への抜本的な対応**
(具体的には、賃貸用不動産・政策保有株式の早期売却及び大規模な自己株買戻と配当)

しかしながら、過去書簡の送付から約4か月が経過した本書簡執筆時点においても、貴社からは一切の回答・対応方針に関する開示を頂けておりません。具体的には、中期経営計画の見直しに関する開示は未だに行われておらず、特別委員会の設置や大規模な還元方針の発表もありません。私どもの過去の投稿にも記載しましたが、26/3期2Q決算短信を確認すると、投資有価証券を11億円購入する等、経営者の保身と考えられるコーポレートアクションを継続しているように感じています。また、株式市場の上昇も相まって、投資有価証券の金額は432億円まで増加し（前期末358億円）、純資産に占める投資有価証券の割合は56%（前期末49%）に上昇しております。私どもからの提言を含む企業価値向上に向けた意欲的な取り組みは一切見られず、上期業績が当初ガイダンス対比で大きく下方修正（売上▲15.3%、営業利益▲21.3%）されたにも関わらず、既存の延長線上の取り組みに終始する状況には、失望を隠せません。

近年の建設業界では、大型M&Aや再編が明確な潮流として進行しており、これは単なる選択的な成長戦略ではなく、構造的な競争環境の変化を背景とした優勝劣敗の顕在化を示していると考えます。2025年には、大成建設株式会社が東洋建設株式会社に対して公開買付け(TOB)を実施し、海洋・港湾土木分野の技術を取り込む形で連結子会社化しています。同様に、三井住友建設株式会社も最終的にはインフロニア・ホールディングス株式会社の傘下に入る選択を余儀なくされました。これらの事例は、個社の経営判断の是非を超えて、資材価格の上昇、人材制約、収益モデルの限界といった構造要因の中で、

単独での競争力維持が難しくなり、より大きな事業基盤の下での生存・成長を選択せざるを得ない企業が急速に増えている現れと受け止めています。

加えて近年は、投資家を含む資本市場からの主体的な関与が、不動産・建設関連企業にも広がっています。例えば、[Elliott Investment Management L.P.は、住友不動産株式会社に対し、株主還元や資本効率、コーポレート・ガバナンスの在り方について建設的な対話を通じて改善を促してきました](#)。これらの動きは、企業経営に対する外部規律として機能し、戦略転換や再編を後押しする要因となっています。

こうした一連の動きを踏まえると、貴社が仮に現状維持を選好したとしても、上場会社であるからには資本市場との対話は不可欠であり、また、規模と資本効率の両面で課題を抱える中で、中長期的に競争力を維持することは容易ではありません。事業ポートフォリオの選択と集中による本業への経営資源の重点配分、収益モデルの再構築、生産性向上に向けた継続的な投資、ならびにこれらを実現するための資本政策を含む経営の抜本的な見直しに踏み込まなければ、時間の経過とともに競争力は漸減していく可能性が高いと考えております。

貴社に近接する領域にて過去の事例になりますが、抜本的な対策をされた事例として、宮地エンジニアリンググループ株式会社が挙げられます。2023年8月に「[資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について](#)」を公表し、様々な企業価値向上に向けた取り組みを継続されております。

図1：宮地エンジニアリンググループ株式会社の企業価値向上への取り組み

# 主要施策	目標・具体策
① ROE10%達成に資する資本政策	自己資本比率55%(現状維持) / 配当性向引き上げ(35%→60%)
② 政策保有株式の縮減	連結純資産に対する政策保有株式の帳簿価額の割合を10%以下
③ 自己株取得	流動性を意識しながら、持ち合い解消への対応も検討
④ 積極的なIR	英文開示、統合報告書の継続作成、工場見学等
⑤ 中計達成	業績目標の必達、持続的成長のための積極投資
⑥ 株式分割	1株を2株に分割
⑦ 創立20周年記念クオカード	—

(出所：宮地エンジニアリンググループ株式会社開示資料)

私どもとしましては、上記のような事例を踏まえつつ、私どもの要望に関する検討状況についての速やかな開示をいただくとともに、明確な期限を定めて対応を進めていただくことを強く要望します。

仮に、企業価値最大化を蔑ろにする経営姿勢が今後も継続する場合、私どもとしてはこれを看過することは出来ず、一段の株主権利の行使並びに、対外キャンペーンを実施して参る所存です。一案として、第94回定時株主総会（2026年開催見込み）では、会社提案の取締役選任議案の一部の取締役候補者への反対及び、同選任反対に向けた公開キャンペーンを行うとともに、余剰資産の取り扱いに関するも株主の信を問うことを検討しております。第94回定時株主総会（2026年開催見込み）に向けた準備の観点か



ら、私どもとしては 26/3 期 3Q 決算発表時における開示内容を最終判断材料として、準備を進める予定です。

なお、既にご存知の通り、私どもは、先般 3D Investment Partners Pte. Ltd.（以下「3DIP」といいます。）への事業統合を発表させていただきました。過去に私どもの他の投資先に対するコメントの中で、 “いわば小国の主に甘んじることなく、業界再編・他社グループ入りも含めて、どの経営オプションが企業価値の真の向上に資するのか、ゼロベースでいま一度冷静にご検討いただくことを切に願っております。”と記載しましたが、私どもも、顧客、そして資本市場にさらに貢献すべく、果断な決意を元にその言葉を自ら実行しております。本年以降、新たな体制のもと、Hibiki Path Advisors SPC の重要投資先に対するエンゲージメントという観点から、引き続き積極的に、貴社の企業価値向上に取り組んで参りたいと思います。

私どもとしては、インサイダー情報無き建設的な対話には変わらず喜んで応じる方針ですので、貴社からの能動的なお声掛けもお待ちしております。引き続き株主との建設的な対話につき宜しくお願ひ申し上げます。

2026 年 1 月 20 日

Hibiki Path Advisors SPC

Yuya Shimizu

清水雄也

Hibiki@3dipartners.com

本書簡は、いかなるサービス若しくは商品の提案、勧誘若しくはマーケティング、広告、誘因又は表明ではなく、投資商品若しくはいかなる種類の投資の売買の助言若しくは投資商品の購入し若しくは売却すること、何らかの投資を行うこと、何らかの取引を実行すること若しくは（条件が記載されているか否かを問わず）その他の行為を避けるべきことを推奨するものではなく、また、いかなる特定の投資若しくは投資戦略のメリットなどに関する意見でもありません。戦略や取引のいかなる事例も、単に説明を目的としたものであり、過去又は将来の戦略や実績を示すものではなく、特定の戦略の成功可能性を示すものでもありません。また、本書簡は、投資、財務、法律、税務その他のいかなる助言でもありません。

本書簡は、公表されている情報（当社は別途の検証を行っていません。）に基づき作成されたものであり、完全性、適時性又は包括性のあるものではありません。

当社は、株式会社巴コーポレーション（以下「巴コーポレーション」といいます。）及び巴コーポレーショングループ会社の事業や資産を第三者に譲渡又は廃止することについて、当社が、自ら又は他の株主を通じて、巴コーポレーションの株主総会で提案することを意図するものではありません。また、当社は、巴コーポレーション及び巴コーポレーショングループ会社の事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的とする意思を有していません。