

東京都港区芝浦三丁目 2 番 16 号  
A-PLACE 田町イースト 5F  
玉井商船株式会社  
取締役会御中

貴社株券等の保有割合が 5%を超えた旨の大量保有報告書を提出させていただきました、ひびき・パス・アドバイザーズ（以下、「私ども」といいます。）と申します。私どもは国内外の年金基金を中心とした長期の資金を受託し運用させて頂いていることから、「企業の本源的価値に対して株価が割安であること」「経営陣と建設的な対話ができ、共に価値を高められること」といった要素を中心に多面的に評価し、日々の値動きや四半期業績に翻弄されることなく、中長期的な視点で投資を行っております。一部からは「モノ言う株主」と言われておりますが、私どもの最も重要な投資の基本スタンスとしては、親和的、建設的な姿勢で、経営陣と地道に、かつ真摯に意見交換を行い、その上で企業価値向上の実現に向けた見解が大きく異なる状況が発生してしまった場合には、最後の手段として、株主民主主義の精神に基づき株主提案を行い、その是非を株主の皆様にご質問することも辞さない、そのような投資家でございます。

貴社に関心を持たせていただいたきっかけは、本年 7 月 14 日に貴社が発表された「*Sun You Ning* 氏による当社の株券等を対象とする大規模買付行為等を踏まえた大規模買付行為等に関する対応方針の導入に関するお知らせ」（以下、「買収対応方針」といいます。）です。私どもは昨今、あすか製薬ホールディングス株式会社、株式会社フジ・メディア・ホールディングス、文化シヤッター株式会社等、過度に予防的とも言える買収対応方針を発表されている上場企業が散見されることに対し、株主主権の維持及び上場企業のダイナミックな企業支配権市場発展阻害の観点から強い懸念を抱いております。そのように、慎重に資本市場の動向を注視している中で、相対的には時価総額規模が極めて小さいと見受けられる貴社においても突如その導入が決議されたことで、一投資家として関心を持たせていただき、貴社ホームページ、「STEP Forward 2026」と銘打たれた中期経営計画や有価証券報告書等の各種開示資料による事業の分析を行い、改めて貴社の株価が極めて割安であるという私どもの判断に至り、貴社株式を市場内で取得させていただきました。

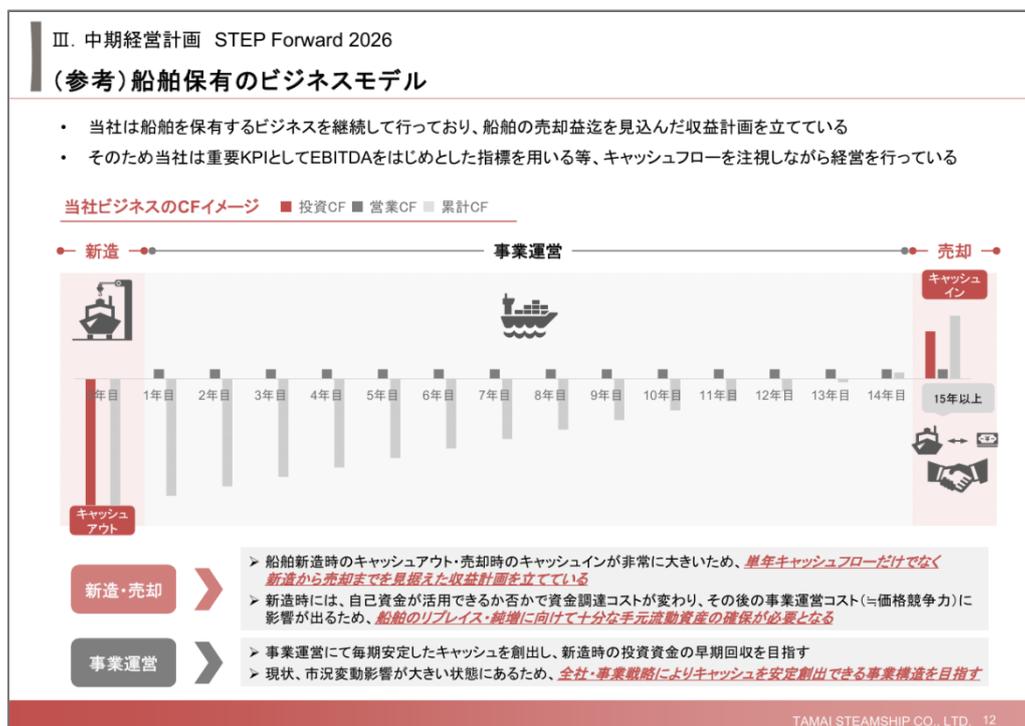
私どもの調査によりますと、貴社のウェブサイトに記載されている現在所有される 7 隻の推定船価合計は、新造船の価格高騰、供給不足の影響もあり、昨今上昇傾向にあり、控えめな前提に基づいても概ね 140 億円以上と推測しております。バランスシート上<sup>1</sup>の船舶簿価 87 億円を控除した税引き後含み益は約 37 億円となり、これに簿価純資産 90 億円を加えると合計 127 億円となり、少なくとも理論的には「修正」純資産価値は一株当たりでは約 6,500 円と計算されます。貴社の現在の株価（2025 年 9 月 24 日終値）2,378 円は、これに対し、約 63%のディスカウント状態であり、いわば企業としての解散価値を大幅に下回っている状態が現在でも継続していることとなり、株価としては極めて割安な状態であると私どもは考えており、今般の保有割合で 5%超の保有に至りました。

---

<sup>1</sup> 2026 年 3 月期第 1 四半期決算短信

海運事業は、私どもの理解では、典型的な IRR<sup>2</sup>ベース収益モデルと認識しております。最初に大きなキャッシュアウトを伴う船舶投資があり、それを就航後の毎年の運行によるキャッシュインで賄い、船価が高いときを狙い売却を行い、その資金にて次の投資を行う事業モデルであり、貴社が開示されている中計資料内 p.12 (図 1) においても、かかる趣旨のご説明をいただいております。これは実は資本市場との相性も大変良いビジネスモデルです。つまり、事業の将来性の明るい見通し等により株価が高く評価され、市場評価での資本コストが低位となった際に市場より資本調達(時価発行増資)を行い、その資金を、資本コストより高い IRR を生むプロジェクトに投下することが可能となり、まさにコーポレートファイナンスの教科書のモデル例として提示される価値創造成長サイクルを形成することが可能となります。反対に海運市況が芳しくなく、株価が低迷している際には、手持ちのキャッシュを割安となっているであろう中古船の購入等に回すことも可能ですが、市場センチメントの過度の悲観等の理由で自社の株価が本質的価値及び保有船隊価値より大幅に割安になっていると考えられる場合は、自己株式を取得することでより高い IRR 効果を得ることも可能となります。それにより自社の株価が過度に割安であるというメッセージを市場に同時に発信することにもなります。

図 1：貴社開示資料



(出所：貴社中期経営計画説明資料)

資本市場との対話を通じて株主や投資家の理解を得る努力を継続することは上場企業の責務として大前提としつつ、それでもマクロ環境やジオポリティカルリスク等により「熱狂と悲観」を繰り返す

<sup>2</sup> IRR = Internal Rate of Return (内部収益率)

返す資本市場の特徴を上手に活用し、資金調達や成長投資を賄うことが上場企業経営の本質であると、私どもは理解しております。

そのような中、貴社の特定の投資家との対話の内容や実態につき、私どもは憶測を申し上げる立場にはなく、また、この書簡の本質として所期する議論とも異なりますので、一旦措かせていただきます。その上で、貴社の今回の買収対応方針の導入の決議には、貴社の過去の上場企業としての企業価値向上の道筋と照らし合わせ、一少数株主として二つの点で重大な問題があると感じております。

それは、先ず第一点目に、大変残念ながら、前提として、貴社が一つの事業体としても、株価の評価という意味でも十分な実績を出されていないことです。先ず、①貴社の過去10年のROE<sup>3</sup>の平均は4.7%と、経済産業省の伊藤レポートで提唱されている上場企業が最低目指す水準の8%を大きく下回っています。次に、②貴社の株価は過去15年の長期にわたり（2021年海運市場の暴騰の一時期を除き）PBR1倍を大幅に下回っているだけでなく、保有船隊価値を推定時価に修正した修正純資産価値で見ると株価がさらに割安と評価できる状態が続いていたにも拘らず、株主還元は配当性向20%程度と、極めて低位に放置されていると拝察されます。

そのような株価を見て、そしてそれを魅力的な投資機会と判断して取得を開始した一定の投資家の買付に対して、自社の過去の経営実績が十分なものであったか、貴社の真の企業価値の実現に向けた合理的な取り組みがなされてきたか自問することなく、単に「企業価値及び株主共同の利益を毀損するおそれのあるもの」といった形式的な一般論を示して、買収対応方針の導入決定に短絡しているかのように窺われる点は、上場企業のあるべきガバナンスの視点から問題ではないでしょうか。長年機関投資家として資本市場に身を置く立場の人間から申し上げますと、そのような低迷した株価を放置する経営こそが企業価値向上を実現していない経営と見受けられる中、その企業価値向上の実現のための有効な施策を明確に打ち出す以前に「今の経営陣や経営体制を是とする」買収対応方針を打ち出している点に強い懸念を表明致します。立場によって感じ方は異なりますが、私どもから見て、今回の貴社による買収対応方針の導入は「現経営陣の保身」と捉えざるを得ないことを申し添えたく存じます。

次に、第二点目として、この買収対応方針の設計についてです。2025年7月14日に公表の貴社買収対応方針によりますと「大規模買付者が・（中略）・手続きを遵守せず、大規模買付行為等を実行しようとする場合にも当社取締役会は、独立委員会の意見を最大限尊重した上で、所定の対抗措置を発動する」とあり、貴社の定める手続きを経ない買収である場合、その究極的な判断が結局は、上記の通り、株主総会ではなく、長年に亘る株価の低迷を招いている、その（独立委員会構成委員を含む）取締役会に委ねられている点です。

---

<sup>3</sup> 特損益の影響を排除するためにNOPAT（税引き後営業利益）をROEの分子として利用しています。尚NOPATではなく当期利益を利用した場合はさらに低く2.8%と計算されます。

尚、貴社の株主総会での取締役の選任議案への賛成率は、例えば昨年度（2025年6月23日開催定時株主総会）でも95%~98%台となっており、一見高いように見えますが、実際に議決権が行使された数は約1.1万個であり、総議決権数である約1.9万個の58%程度しか行使されていないこととなり、極めて低いことが明らかです。これは、貴社側で意図されているか否かは別として、外形的には、選挙における政治への無関心により低迷する日本の投票率と類似しており、「貴社の経営や事業の行く末に関心及び期待がない」、云わば、経営陣に対する評価を自ら放棄している株主が4割以上存在することを意味するものと言えます。実際は、事業取引上の関係性など株主以外の立場で貴社と強い利害関係を有すると推測される株主によって総会決議がなされているものと思料され、上場企業のガバナンスの実態としては非常に問題を感じさせる状態です。これは、株主による議決権行使その他の株主権行使を通じた、株主と貴社のコミュニケーションの機会が十分確保されてこなかったという意味で貴社自身の課題であると同時に、上場企業数が多く、時価総額が小さい上場企業に投資家や株主が無関心になってしまうという株式市場の構造上の課題でもあることを私どもとしても認識しております。

私どもは、投資先のガバナンス水準の向上を極めて重要な投資アジェンダとしているエンゲージメント投資家として、今回、突然の貴社買収対応方針プレスを通じて、貴社に関心を持たせていただきました。それまで貴社の本質的価値を理解しておらず、本当に残念でした。そして、私どもは、新規投資先候補調査の過程において、第一四半期決算発表後の今年8月14日に貴社に対してウェブ媒体より初めての取材を申し込みましたが、貴社より即日お断りのご連絡を頂戴しました。その上で、翌営業日となる同年8月15日に改めてお電話にて真摯にご面談のお願いをしましたが、残念ながら「業務が多忙な状況でもあり、投資家からの個別取材は一律で受けていない」とお断りされました。そのお電話で私どもの担当者が何故面談を受け付けないのかについて丁寧にご質問を重ねた結果、貴社からは、私どもからのコミュニケーションとしては、メールによる質問に対し簡単なお返事をいただくことのみをご許可いただくにとどまりました。こうした貴社の一連のご対応は、真摯な取材申入れに対して十分なお検討をいただいた形跡が読み取れず、私どもが投資先の評価指針として念頭に置いております「経営陣と建設的な対話ができ、共に価値を高められること」という方針とは真っ向から反するものです。同時に、企業価値の向上を目指す上場企業としての株主とのコミュニケーションのあり方として疑問を感じるものと言わざるを得ず、資本市場との対話が東京証券取引所より推奨されている昨今、このような対応を頂いたことは私どもとしては、大変遺憾に思っております。

しかしながら、この度、あまりにも株価が割安という私ども独自の判断により、市場にて貴社株式の取得を続けさせていただき、5%を超える貴社株式を保有するに至りましたので、改めて、大変お手数ではございますが、先ずは対面にて、代表取締役社長清崎哲也様との個別面談、そして、執行から独立している社外取締役（岡本泰憲様、樹下健様、玉井裕様、左合輝行様）の皆さまとの別個のご面談の席のご設定を、改めてお願い申し上げます。

その上で、面談に先んじる形で大変恐縮ですが、貴社の現在の資本市場からの評価を、買収対応方針といった副次的な手段に頼ることなく、企業・顧客・株主の「三方良し」の精神にて抜本的に改善すべく、エンゲージメントにより企業価値向上を主眼とする一少数株主として、3点のご要望をお送りさせていただきます。尚、株主共同利益の拡大のため、関心を失ってしまっていると見受けられる一般少数株主の皆さまに貴社の未来への関心を改めて持っていただくべく、本書簡を広く一般公開することと致します。私どもは、貴社が、本質的な企業価値向上及び最大化を目指すことを期待しております。

2025年9月25日

Hibiki Path Advisors Pte Ltd.



本書簡の作成に際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本書簡は特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。

## ご要望書

### ご要望 1 サイクル標準 ROE 目標の開示、資本政策の抜本の見直し

貴社は、STEP Forward 2026 の現中期経営計画においても、ROE 目標は 5-10%と過度に保守的で、また、配当性向目標も 20%と低くとどまっております。このような対応が、貴社株式の評価が高まらない主因と考えられます。海運業界は、市況サイクルが長く、またその振幅も大きいため、貴社含め短期の時間軸では ROE が大きく振幅し、その目標値設定には一定の困難が伴うことは十分に理解しております。その上で、敢えて 3 年～7 年といった「Over the Cycle」で平均する一定の ROE 目標を立てていただくことを要望致します。尚、当該目標は、業界全体として急成長が期待できない中において、10%未満であってはならないと私どもは感じております。

また、海運業界と同様な形で事業ボラティリティが高い製薬業界等で多用されている DOE（純資産配当率）を、最低でも 8%以上<sup>4</sup>を導入するとともに、累進配当政策を導入し、堅実な配当を資本市場に周知していただくことを要請いたします。その上で「意図して」覚悟の上で資本を圧縮していくことで、一株当たりの価値を高めて株価を適正値に近づけ、手元資金、デット、エクイティ（増資）含め、機動的な資金調達により、次の新造船投資などに対応できる状態を、可及的速やかに整備いただくことを要請いたします。

具体的には、2026 年 3 月末を期限として、これらの内容を盛り込んだ新計画を発表していただくことを要望致します。私どもとしては、株式を日本及び世界中の投資家に広くご購入いただくことを目標とすべき上場企業の経営陣として、今までの閉鎖的な考え方とは決別し、ご覚悟を持って資本市場を活用して共に成長していく姿勢を見せていただかない限り、株価のディスカウント状態の解消は極めて困難であると感じております。

### ご要望 2 買収対応方針に関わる調査の進捗の開示と、その内容次第での取下げ

今年 7 月 14 日に公表された貴社買収対応方針に、「現在調査中ですが、当社は、以下の事実から、Sun 氏が、当社株券等に係る大量保有報告書を提出している株式会社アイエスシー（以下、「ISC」といいます。）と実質的に共同して当社株式の買集めを行っている可能性が否定できないと考えています。」とのご記載があります。その他の公表資料からは、その後、貴社からの質問状の送付とこれに対する回答が続いている模様ですが、その具体的な内容の開示もなされない状態で、「（共同して貴社株式の買集めを行っている）可能性が否定できない」という判断にとどまっているにも拘らず、極めて薄弱とも思える懸念を根拠として買収対応方針を導入した状態が二か月以上もの間、継続しております。また、その間に、一方の投資家グループである ISC からは、9 月 3 日及び 4 日に持分低下の大量保有報告書が提出されております。貴社としては、適時開示ルールを遵守の上で適時開示を行っておられるものと私どもも理解しておりますが、この二か月間、質問状送付と回答受領のやり取りのみが開示されている状態であり、一般株主への開示という意味では極

<sup>4</sup> 先述の伊藤レポートの ROE8%を株主のキャッシュリターンとして実現する水準

めて不誠実に見受けられます。貴社におかれましても、その調査結果を速やかに開示いただくと同時に、もし当該二社が共同投資でないことが判明した際には、速やかに買収対応方針の取下げを行うことを要望します。

### ご要望3 上場の意義を問う、「企業価値向上委員会（仮称）」の立上げ

ご要望1にてお願いしている内容を貴社にて審議、精査する上で、当然ながら、十分なお時間が必要かと存じます。私どもとしては、その間、過去の業績のご実績と ROE マネジメントの結果から推測し、貴社が真に上場企業として企業価値の継続的向上と成長に向けた取組みをなさるご覚悟があるのか、業務執行取締役の資質に疑義が生じているものと考えます。また、今回の買収対応方針の発表にて、さらにその疑義が強まっている状態と見ております。別途、2024年10月24日に私どもが公開した[投資先向けレター（上場の意義）](#)の中でも触れておりますように、私どもとしては、上場の最も重要な意義は、「厳しい競争に勝つための強力な手段」だと考えます。市場において自社の正当な評価を得て、比較優位性を確保することで市場を味方につけ、M&A や資金調達においてダイナミックな成長戦略を実現することこそが、まさに先述のご要望1の真意となります。現業務執行取締役がその任を遂行するに値するかどうか、社外取締役及び外部有識者の参加及び、フィナンシャルアドバイザーの助言も得る形で、「企業価値向上委員会（仮称）」を立上げ、3か月ないし6か月といった期限を設けて、貴社のステークホルダー含め、何がベストな形なのか精緻にご検討いただきますよう要望致します。

以上

2025年9月25日

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.



本書簡の作成に際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本書簡は特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。