

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

Hibiki Path Advisors（以下「私ども」といいます。）は、貴社に対して、本書簡に記載した以下の内容を可及的速やかに、取締役会にて真摯にご検討いただくことを、株主共同利益の最大化の観点から要請いたします。

- 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いと配当）

私どもは、貴社は「ダイヤモンドトラスの巴」として建築業界に広く知れ渡るプレゼンスと高い技術力に裏打ちされた、競争力の高い鉄構建設事業を有していると考えております。一方で、株主提案や面談を通じて繰り返し申し上げている通り、経営陣に企業価値向上のインセンティブが薄く、その結果、資本政策に対する課題に手当てがなされない状態が続いている点につき、株主共同利益の確保の観点からは看過できないと考えております（詳細は、本年 5 月 29 日に開示した「[株式会社巴コーポレーション 株主提案について](#)」、及び、本年 6 月 5 日に開示した「[株式会社巴コーポレーション 中期経営計画修正に対するコメント](#)」をご参照ください）。

まず、貴社は 2024 年 11 月に開示した「[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](#)」において、現状の課題認識を以下のように示されております。

- ① 「ROE の第Ⅰ期 5 ヶ年中期経営計画期間の平均値は 9.3%、第Ⅱ期 3 ヶ年中期経営計画期間の平均値は 6.9%となっており、目標としている 8.0%を茲許確保できていない状況。（中略）ROE 分母の自己資本は第Ⅰ期平均 282.1 億円、第Ⅱ期平均 382.5 億円と、年々上昇傾向にある」
- ② 「PBR 分母の純資産(=自己資本)が株価以上の上昇傾向にあることから、株価アップに向けた対策が大きな課題である」

しかし、本年 5 月に開示された[修正中期経営計画](#)では、貴社は ROE 目標を従来の 10%から半分の 5%に大幅に引き下げました。私どもとしては、貴社自ら上記の課題認識をされているにもかかわらず、本質的な企業価値向上に向けた手立てを講じることなく、株主にとって極めて重要な経営上の KPI と考えられる ROE 目標を安易に引き下げる姿勢に深く失望するとともに、現状の一般株主軽視の経営姿勢を早期に見直していただくことを強く希望するものです。

貴社が ROE 目標を大幅に下方修正した要因は、グループ再編を通じて子会社の保有する不動産が鑑定評価により取り込まれたことで多額の含み益が顕在化し、資本の増加が生じたことだと推察します。この点、保有する不動産が多額の含み益を抱えているのは、貴社本体も同様です。25/3 期有価証券報告書によると、その含み益は約 569 億円（税率 30%控除後で 399 億円）であり、これを時価評価として純資産に反映をさせた結果が、図 1 のセグメント別 ROE¹にて緑色にハイライトしている部分になります。

時価基準のセグメント ROE（含み益考慮）を比較すると、本業である鉄構建設の ROE は 17.9%と非常に高い水準ですが、全社純資産の 9%しか使用されておりません。残りの 91%のうち、ROE が僅か 1.3%、従業員も 10 名程度に過ぎない不動産に 61%、事業利益を生まないその他（主に政策保有株式）に 30%が使用されています。加えて申し上げますと、不動産の含み益の約 569 億円（税引後 399 億円）は貴社が開示している鑑定評価額であり、当該不動産が仮に売却される際には、さらに高値で取引される可能性が高いと考えられることから、純資産における不動産の比率は上昇し、セグメント ROE は実態としては更に低くなることが予想されます。

上述の結果、本業以外が大きく足を引っ張り、全社 ROE が低位で推移し、時価ベースでの PBR の低迷に繋がっています。具体的には、簿価基準での PBR は 0.9 倍²ですが、当該不動産含み益調整後の実態としての PBR（不動産時価換算後の PBR）は 0.6³倍と、**本源的な価値対比で大幅に低い水準です。**

図 1：セグメント別 ROE（弊社試算）

（億円）	全社合計	鉄構建設	不動産	その他
ROE	3.8%	17.9%	3.0%	0.0%
ROE(含み益考慮)	2.4%	17.9%	1.3%	0.0%
利益	39	27	12	—
NOPAT	28	19	9	—
純資産	730	106	286	338
構成比	100%	14%	39%	46%
純資産(含み益考慮)	1,128	106	685	338
構成比	100%	9%	61%	30%

（出所：貴社 25/3 期有価証券報告書）

¹ 純粋に事業から生じる利益のみを含める簡易計算（セグメント利益に(1-税率 30%)を乗じて算出）に基づく

² 9/5 終値 1,513 円ベース

³ 25/3 期貴社有価証券報告書

(注記)

ROE：分子はNOPAT（セグメント利益×(1-税率 30%)）を使用

利益：25/3 期実績

セグメント別純資産：全社純資産 730 億円のうち、a. 非支配株主持分 106 億円³を不動産に、b. 有価証券評価差額金 129 億円³をその他に割当。残りの 495 億円を総資産のセグメント別割合に応じて案分

含み益：399 億円（25/3 期有価証券報告書による不動産の税引き前未実現利益 569 億円から税率 30%控除）を不動産に割り当て

かかる状況を踏まえ、私どもは株主共同利益の最大化を目的として、貴社経営陣に対して、中期経営計画の抜本的な見直しをいただくとともに、長期的な戦略的方向性の再検討、即ち、①独立した上場企業として企業価値を重視した経営を実現するのか、②非上場化を通じて経営陣と限られた株主で自由な経営を行うのか、③他社グループ入りを通じて、事業・財務面の抜本的な再編を行うのかという選択肢について、ゼロベースでの再検討をいただくことを強く要請いたします。

■ 中期経営計画の見直し

- 本業である、鉄構建設事業への選択と集中
- 時価ベースでの ROE 低迷要因である賃貸不動産の処分
- 政策保有株式に対する抜本的な対策の追加
- 上記対応を踏まえた、不動産含み益顕在化後の過剰資本解消に向けた対策の追加

■ 長期的な戦略的方向性検討を目的とする特別委員会の設置

- 非公開化や他社グループ入りを含む、企業価値向上に向けた戦略的な方向性の検討及び開示

2024 年に私どもが公開した[投資先向けレター（上場の意義）](#)の中でも触れているように、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。自社の株価評価を高くし、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です。私どもからは、貴社の現状は、上場維持そのものを目的化し、経営陣を守るために、政策保有株式や賃貸用不動産等の非事業用資産を貯めこみ続け、過大な上場コストを継続的に負担しているように見えております。さらに、25/3 期の有価証券報告書を確認すると、西川計測株式会社および川田テクノロジー株式会社の株式を政策保有株式として新たに取得しており、その方向性に変化は見られません。その結果、ネット現預金と繰越税金負債控除後の投資有価証券の合計が時価総額の 37%、税引き後の不動産価格が時価総額の 135%、合計で 172%となっている現状は、株主共同の利益を確保する観点から、これらを看過することはできません。

そのため、本書簡を通じて、以下に挙げるような非公開化や他社グループ入りのメリットを今一度精査いただくためにも、経営の自己保身の影響を受けることなく、公正な目線で、非公開化や他社グループ入り等の方向性が企業価値向上及び一般株主の共同利益に資するかをご検討・判断いただくことを目

的として、社外取締役及び資本市場に知見のある第三者により構成される、業務執行取締役から独立した形の特別委員会⁴の設置を要請いたします。

■ 非公開化のメリット

- 長期的目線での経営、短期プレッシャーからの解放、独立性の維持、ファンドのノウハウやネットワーク等の活用（ファンドからの出資を受入れる場合）

■ 他社グループ入りのメリット

- より強固な経営インフラを活用可能、自身の事業のより大切な経営課題に集中することが可能、抜本的な事業・資産再編が可能、事業活動のシナジー、投資・研究開発（R&D）のシナジー

仮に、特別委員会等での検討を経て、独立した上場企業としての事業継続を選択される場合は、本年度の第 93 回定時株主総会において実施した[株主提案](#)での指摘も含め、非事業用資産及び不動産含み益を考慮した過剰資本に対する抜本的な対応を実施いただくことを、株主の共同利益確保の観点から要請いたします。

東京証券取引所の[2024 年 8 月 30 日発表資料](#)内には「…上場維持コストが増加し、非公開化という経営判断が増加することも想定されるが、そうした判断も尊重。」との言及があり、経済産業省価値創造経営小委員会が本年 5 月に発表した「[中間報告 ～企業の成長戦略を中心とする社会システム・政策体系の構築に向けて～](#)」では、「上場維持に伴うコストを踏まえつつ、長期視点で成長戦略を再構築して果敢な成長投資を実行するため、戦略的に非上場化することも選択肢となる。」と明示されています。

貴社の現状や社会的な要請を踏まえ、ROE 及び PBR を抜本的に改善する意思がないのであれば、別の形で株主共同利益の最大化を実現するためにも、マネジメント・バイ・アウト（MBO）を含む株式非公開化、政策保有株式として持ち合いをしている先等へのグループ入り等も含め、予断を持たずに様々なシナリオにつき柔軟にご検討いただくべきと考えます。人手不足による工期遅延や原材料価格の高騰によって、貴社の本業である建設業界は再編が進んでいると理解をしております。本業と不動産を分離し、本業は他の建設企業にグループインすることも、合理的な成長戦略であると考えます。

私どもは貴社の株主として、貴社の本源的価値の顕在化とそれを通じた株主共同利益の実現に向けて継続的に取り組む方針であり、本書簡で要請した内容が真摯にご検討いただけない場合には、株主としての幅広い権利行使を含め、株主共同利益の確保に向けた更なる行動を検討する所存です。

今後、全株主に対するフェアディスクロージャーの観点から、書簡による直接の非公開の回答は差し控えていただき、全株主に対してプレスリリースをいただくか、引き続きインサイダー情報なき面談機会によるご意見交換をさせていただきたくお願いいたします。尚、今年度の中間決算発表時に、私ども

⁴ 経済産業省が公表している「公正な M&A の在り方に関する指針」及び「企業買収における行動指針」における特別委員会と同義

の提案に係るご検討状況につき、プレスリリース等の方法により何等かの意志表示をしていただくことを強く申し入れます。

本書簡につきましては、弊社ホームページ等で公開を予定しております。引き続き株主との建設的な対話につき宜しくお願い申し上げます。

2025 年 9 月 12 日

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.

