

YFOらによる公開買付けの申込みへの 反対意見に関する説明資料

2023年5月24日



本申込みは「真摯な提案」といえるか

1. YFOらの買収対価その他の取引条件は具体的に提示されており、買収提案としての具体性が合理的に疑われるものではない
 2. YFOらは、（その意義・有効性には現経営陣との間で争いがあるとしても）買収実行後の経営方針や企業価値向上策などを提示しており、目的の正当性が合理的に疑われるとはいえない
 3. 買収資金の裏付けについては、YFOらの回答では買収資金が確実に準備できるのかについて、特別委員会において確認することはできず、一定の疑義は差し挟まざるを得ない状況である。しかし、その一方で、現時点において、本申込みの実現可能性が合理的に疑われるとして、それ以外の各事情の検討もなしに本申込みの妥当性・相当性を否定することもまたできない
- **本申込みは「真摯な買収提案」に該当しないとはいえない**

しかしながら

本申込みの価格を含む取引条件の妥当性・相当性

- ◆本申込みの取引条件については、買収価格を含め、一定の合理性が認められる
- ◆一方、特別委員会の再三の質問に際し、容易に説明できるはずのYFOらの資産・債務の状況すら明らかにされなかったため、買収資金の裏付けが確認できず、現時点では、**本申込みの実現可能性に一定の疑義**が生じる状況

代替提案の有無及び内容

- ◆新中期経営計画の実現可能性は認められ、会社の本源的価値を表すと言われるDCF法の評価結果によれば、1,000円は中央値を大きく下回り、下限に近い
- ◆本申込みの買収価格（1,000円）は、（一定の合理性はあるといえるものの）代替提案としての新中期経営計画を前提とした本源的価値との比較という観点でいえば、これを上回っているとはいえず、**新中期経営計画を前提とした本源的価値の方が、本申込みの買収価格よりも相対的に優位**であるといえる

本申込みを巡るプロセスの適正性・公正性

- ◆本申込みは、数々の法令違反及び一般株主の犠牲のうえに成り立っている買収提案である疑いが強く、特別委員会としては、本申込みに係る買収価格に一定の合理性があるとしても、このような**法令違反等の疑いを無視して本申込みの妥当性・相当性を肯定することはできない**

本申込みと企業価値・株主価値の関係

- ◆YFOらの企業価値向上策は、「**取り組み済み、又は一般的かつ抽象的な内容に終始し、当社個別の事情を踏まえた有意義な提案にはなっていない**」との当社取締役会の評価に特段の違和感はなく、合理的
- ◆YFOらはこれまで建設事業に出資又は経営参加したことはなく、上場会社の経営支配権を取得して事業運営を行ったこともない。そのため、YFOらが当社の経営支配権を取得した場合、**YFOらとの間で何らかの事業上のシナジーが創出されることも見込まれない**
- ◆**YFOらの法令違反に係る重大な疑義の存在**をも踏まえると、本申込みによる買収が実行された場合、様々な取引関係において、受注競争力の低下、JV協業が困難になることによる受注量の減少、人材の採用や育成の困難化など、悪影響が生じるリスクがあり、現実化した場合、**当社の企業価値は毀損するおそれ**
- ◆YFOらは、外部の金融機関から受けると説明している融資の額及び条件を明らかにしていないが、当該融資の額及び条件次第によっては、**当社の財務基盤、ひいては企業価値が毀損するおそれが**

**これらの各事情を総合的に勘案すると、
本申込みは、当社の中長期的な企業価値・株主利益の見地から妥当性・相当性があるとは認められない**

特別委員会の答申も踏まえ 当社取締役会はYFOらの申し込みに反対します

特別委員会の答申の内容

本申込みは、当社の中長期的な企業価値・株主利益の見地から妥当性・相当性があるとは認められない

当社取締役会が本申込み反対する理由

① (本申込みによるよりも) 当社の新中期経営計画を遂行することこそが、当社の企業価値及び株主共同利益の最大化に繋がること

- ◆ 当社は、**5か年の新中期経営計画**「東洋建設グループ中期経営計画(2023-2027)」を策定
 - 新中期経営計画の前提としている財務予測に基づくDCF分析における当社株式1株当たりの株式価値の範囲との比較を踏まえ、当社取締役会としては、新中期経営計画を遂行することにより実現できる当社の本源的価値は、本公開買付けの公開買付価格1,000円よりも相対的に優位であると判断
 - 新中期経営計画に掲げる各施策は、当社が、建設業界及び当社の事業に関する深い理解に基づき、実現することが十分に見込めると判断したもの
- ◆ 当社は、当社の**新中期経営計画を遂行**することこそが、**当社の企業価値及び株主共同利益の最大化に繋がる**と確信

② 公開買付価格が不十分であり、蓋然性も不透明であること

- ◆ 本公開買付けの**公開買付価格1,000円**は、**当社の本源的価値を反映した価格とはいえないこと**
 - 新中期経営計画の遂行による当社の企業価値向上への期待が一部反映されていると考えられる当社の株価を基準とすると、本公開買付けの公開買付価格1,000円の**プレミアムは、わずか1.5~3.8%に過ぎない**
- ◆ YFOらが買収資金を有するか否かは不明であり、**本公開買付けが確実に実行可能であるとはいえない**
 - YFOグループが有する資産の存在を裏付ける客観的資料は提供されておらず、同グループの資産規模及びその流動性は明らかになっていない

③ YFOらから買収されることにより当社の企業価値は著しく毀損するおそれ大きいこと

- ◆ **YFOらの企業価値向上策**を遂行しても**当社の企業価値が向上しない**ことは明らか
 - YFOらが提案する施策は、事実誤認に基づいたものが多く、当社が既に取組済み又は取組中の内容が大半
 - 当社の個別の事情を踏まえた具体的かつ有効な企業価値向上策は見当たらない
- ◆ YFOらによる買収は、**当社の「経営の基盤」を崩壊**させる
 - **受注活動に悪影響やハンディキャップ**を生じさせる可能性が高い
 - **生産体制確保及びコスト競争力に悪影響**が生じるおそれがある
- ◆ **法令違反の疑い**があり、**契約違反を繰り返す**YFOらが当社を買収した場合には、**当社の企業価値が毀損する**ことは明らか
- ◆ YFOらによる買収に伴い**当社が負担することになる有利子負債・ローン**が**当社の成長投資に重大な悪影響**を与えかねず、ひいては**当社の企業価値を著しく毀損する**おそれがあることは明白

2023年度を初年度とする5か年の中期経営計画を策定

- ① “守りからの攻め”への転換、② “高収益モデル”への転換、③ “資本効率経営”への転換を3つの柱とする、大きな経営の転換を実行し、下記重点施策を実施することにより、経営数値目標を達成します

成長ドライバーの推進

- 洋上風力発電市場への本格参入
- 海外建設事業のローカル化加速

既存事業の深耕

- 国内土木事業のさらなる強靱化
- 国内建築事業のビジネスモデル発展
- DX を活用した生産性向上 (TOYO DX)

経営基盤の強化

- 経営転換を支える人財の獲得・育成
- 経営管理体制の強化
- ガバナンス体制の強化

資本効率経営への転換

- 資本効率重視の KPI 設定
- 成長投資への配分強化
- 株主利益に資する資本政策の実施

<2027年度(2028年3月期)の全社（連結）経営数値目標>

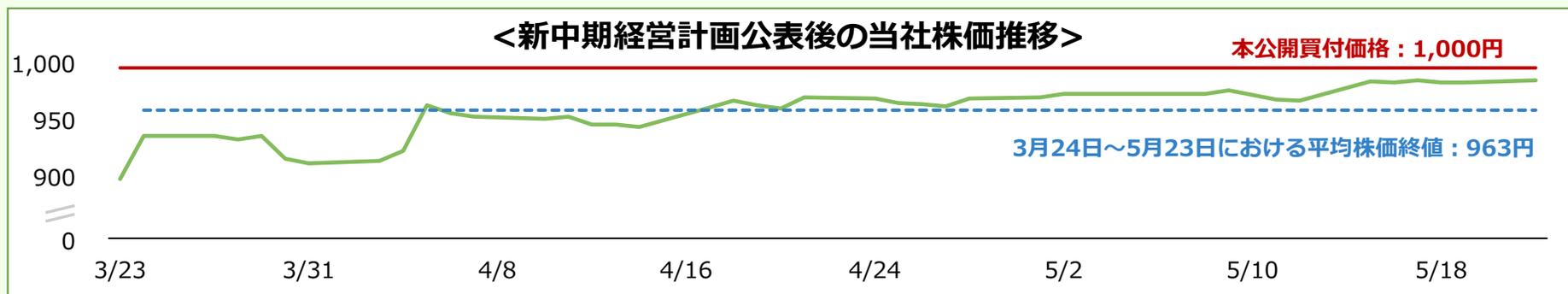
売上高	2,350 億円以上
営業利益	150 億円以上
当期純利益	90 億円以上
ROE	12.0%以上
D/Eレシオ	0.4前後
株主還元	計画1年目(2023年度)~3年目(2025年度)の配当性向を100%(下限50円)とする 計画4年目(2026年度)以降は、自己資本比率40%を目安に積極的な配当(下限50円)を継続する

- 当社は、当社及びYFOらから独立したフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社に対し、2023年3月23日公表の新中期経営計画の前提としている財務予測に基づく当社の株式価値の算定を依頼し、2023年5月23日付けで、株式価値算定書(以後「本株式価値算定書」といいます。)を取得いたしました
- 本株式価値算定書で算定された、新中期経営計画の前提としている財務予測に基づくDCF分析における当社株式1株当たりの株式価値の範囲との比較を踏まえ、当社取締役会としては、新中期経営計画を遂行することにより実現できる当社の本源的価値は、本公開買付けの公開買付価格1,000円よりも相対的に優位であり、新中期経営計画を遂行することこそが、当社の企業価値及び株主共同利益の最大化に繋がると判断いたしました
- 新中期経営計画の各施策は、当社が、建設業界及び当社の事業に関する深い理解に基づき、実現することが十分に見込めると判断したものです。なお、当社は2014年度以降、3回の中期経営計画を全て達成してきており、その実現力には定評があり当社取締役会は大きな自信を持っております。そのため、当社は、新中期経営計画を遂行することにより、上記当社株式1株当たりの株式価値を実現することができると考えております

当社の新中期経営計画を遂行することこそが、
当社の企業価値及び株主共同利益の最大化に繋がると確信しております

2 公開買付価格1,000円は、 当社の本源的価値を反映した価格とはいえないこと

- 当社は、2023年3月23日に新中期経営計画を策定済みであり、その実現が十分に見込めることを踏まえると、当社の企業価値は、当社が新中期経営計画を遂行することを前提として評価されるべきです。そして、当社が新中期経営計画を公表した2023年3月23日の翌日である同年3月24日以降の当社の株価には、新中期経営計画の遂行による当社の企業価値向上への期待が一部反映されていると考えられます
- ①本説明資料の公表日の前日である2023年5月23日時点の当社の株価の終値は985円、②同年3月24日から同年5月23日までの期間における当社の株価の終値の平均は963円であり、これらの株価を基準とすると、**公開買付価格が1,000円である本公開買付けに応募する当社株主の皆様が得られるプレミアムは、わずか1.5~3.8%に過ぎません。**当社取締役会は、**本公開買付けの公開買付価格1,000円は、当社の本源的価値を反映した価格とはいえない**と判断しております



**本公開買付けの公開買付価格1,000円は、
当社の本源的価値を反映した価格とはいえないと判断しております**

- 当社は、合同会社YFOらから本申込みを受けて以降、YFOらの買付資金の準備状況について、直接の協議の場や公開質問等を通じて繰り返し説明を求めてまいりました。これに対しYFOらは、2023年4月14日付けのプレスリリースにおいて、買付資金にはYFOグループが拠出する資金及び外部の金融機関からの融資資金を用いる予定であり、同グループは買付資金を容易に準備できる資産規模を有すると公表しております
- しかし、YFOグループが有する資産の存在を裏付ける客観的資料は提供されておらず、同グループの資産規模及びその流動性は明らかになっておりません

YFOらは、実際に本公開買付けを開始することが可能な規模の買収資金を有するか否かは不透明であり、本公開買付けが確実に実行可能であるとはいえません

3 YFOらの企業価値向上策を遂行しても 当社の企業価値が向上しないことは明らかであること

- 当社は、本説明資料の公表日までに、YFOらから、5月17日付けYFO経営方針案、同年7月5日付け「『東洋建設の経営方針・企業価値向上策(案)』の追加説明」、同年12月9日付け「経営方針・企業価値向上策(案)の追加情報提供」、2023年1月18日付け「経営方針・企業価値向上策(案)の追加情報提供(ver.2)」、及び、同年1月24日付け「経営方針・企業価値向上策(案)貴社個別の課題に対する戦略的施策及び価値創出プランにより想定される企業価値へのインパクト」を受領いたしました
- YFOらは、これらの資料において、当社に対して、当社の経営課題に関する独自の認識を前提に、様々な施策を提案しております。しかしながら、**YFOらの施策は、事実誤認に基づいたものが多く、当社が既に取組済み又は取組中の内容が大半**を占めております
- YFOらの提案内容は、建設業界の外部の者の視点による一般論に留まっており、当社の個別の事情を踏まえた具体的かつ有効な企業価値向上策は見当たりません

YFOらが主張する「定量化できる施策のみで～30億円のアップサイドが存在する」との
試算は成り立たず、

YFOらの企業価値向上策を遂行しても当社の企業価値が向上しないことは明らかです

当社の経営の基盤

当社の主力事業である海上工事において、以下を「経営の基盤」と考えております

1. 法令遵守体制及び機密情報の厳重な管理体制の構築・運用
2. ステークホルダーからの信頼・良好な関係の維持

しかしながら

YFOらは当社を買収しようとする者としての適性が疑われる

- 当社は、2022年4月からYFOらと丁寧なコミュニケーションを重ねてまいりましたが、依然として、**YFOらについて多くの不信・不安が払拭されていない状況**です
 - **YFOらは、高度の機密情報を含む当社の経営の基盤に関する公表を繰り返し実施した上、当社の経営の基盤が崩壊するリスクをYFOらによる買収提案を断るための「うわべだけの理由」と主張しております。また、両者の信頼関係に基づき行われていたトップ面談で当社代表取締役社長が山内氏に交付した書簡について、当社代表取締役社長は、第三者委員会や取締役会を経た判断をすることはできないことを伝えていたにもかかわらず、YFOらは、機関決定を経ずに書簡を交付した等と事実を歪曲する公表を行い、本件秘密保持契約により公表することが禁止されている本申込みに関する交渉の内容を一方向的に開示し、当社取締役再任反対の株主提案を行う等、真摯な買収者とはいえない行為を繰り返しております**
 - また、**YFOらによる当社株式の取得経緯に関しては、金融商品取引法、外国為替及び外国貿易法及び不正競争防止法違反の疑い**があり、当社は、**各関係当局に対して情報提供**を行っております
 - YFOらには、**海外企業に対する投資も手がけていることにより当社及び当社関係者の秘匿情報等が投資先である海外企業に流出する懸念**や、**ハンズオン投資の実績が不明であり買収後の事業継続にリスク**があることから、**当社の顧客や協力会社等の関係者からも不信・不安の声**が挙がっております

YFOらによる買収が、当社の経営の基盤を崩壊させることは明らか

- 当社は、社会インフラや国家防衛関連工事といった、関係者からの信頼が極めて重要な事業を多数手がけており、他社との激しい競争環境の中においては、違法性に対する懸念や疑念が生じた時点で、**当社の受注活動に悪影響やハンディキャップを生じさせる可能性が高く、企業価値の大幅な毀損が懸念されます**
 - 当社のコア事業である港湾インフラ整備事業は、国益に資する高度な港湾技術が求められており、**法令違反に関する懸念や港湾技術漏洩等の懸念から、価格・技術力以外の面でネガティブな評価を受けることも想定され、港湾土木案件の受注に極めて大きな影響が生じるおそれがあります**。また、新中期経営計画の国内土木事業において重要な位置づけである国家防衛案件に関しては、特に案件の機密性が高く、受注者には過去の実績に基づく情報管理の信頼性が強く求められておりますが、建設業の経営経験がないだけでなく、その業歴自体が浅く、海外への投資を積極的に行っているYFOらの傘下になることによって、今まで築いてきた**発注者と当社の信頼関係が毀損し、情報流出リスクが懸念されること等により当社への発注を忌避される懸念**があります
 - 当社は、大規模な港湾土木案件やトンネル等の陸上工事は、同業他社とジョイントベンチャーを組成して受注に取り組んでおりますが、前述の理由から**当社と組成することが入札時のハンディキャップとなることを懸念され、ジョイントベンチャーの組成自体を忌避されるおそれ**があります。特に**当社と資本業務提携関係にある前田建設との協業体制は、その資本関係が解消されることにより関係が崩壊し、同社との協業を前提としている大型の官庁陸上工事の受注ができなくなります**
- このような**受注活動への影響が生じると、当社の協力会社に対する発注量が減少**することから、**当社の協力会社が当社から離反し、結果として当社の生産体制確保及びコスト競争力に悪影響が生じるおそれ**があります
- 当社の人財についても、**人財の流出や新規採用時の悪影響等の様々な影響が懸念**されます。実際に、当社では、本申込みを受ける前と比較して、採用内定の辞退者が増加する等、新卒者及び中途採用者の採用に影響が生じております
- 外部格付け機関による当社の社外格付けは、格上げ方向のレーティング・モニターに指定されましたが、**YFOらによる本公開買付けの予告後にBBB(ポジティブ)からBBB(安定的)へと引き下げ**られました

YFOらによる当社の買収が、当社の経営の基盤を崩壊させることは明らかです

- 当社の2023年3月28日付けプレスリリース「Yamauchi-No.10 Family Officeによる法令違反の疑いに関する関係当局への情報提供について」でお知らせしているとおり、当社は、YFOらによる本株式大量買集めは、金商法、外為法、及び、不正競争防止法等の法令に違反して行われた疑いがあると考えております。この点について、当社は、各関係当局に対してそれぞれ情報提供を行っており、一部の関係当局からは、当社からの情報を、不正に関する情報等として受け付けた旨の連絡を受けております（補足2をご参照ください）
- YFOらは、本件秘密保持契約により公表することが禁止される当社との交渉内容等の公表を繰り返す行い、本件秘密保持契約上の秘密保持義務に違反しております
- 各企業の経営の基盤の内容にかかわらず、法令違反の疑いがある者及び契約違反を繰り返す者は、企業の買収者及び株主としての適性・資質を欠くことは明らかです。また、そのような者が企業の完全親会社となった場合には、当該企業において不祥事の発生や取引先からの信用の喪失による業績悪化に繋がるリスクが大きいと考えております

法令違反の疑いがあり、本件秘密保持契約の違反を繰り返すYFOらが当社を買収した場合には、当社の企業価値が毀損することは明らかであると考えております

- YFOらは、2022年5月18日付け公開買付け予告プレスリリースにおいて、本申込みに係る買収資金の内訳として「現時点では、当社らの資本効率及び対象者の最適資本構成の観点から、金融機関からの融資金額約500億円、当社らによる出資金額約440億円を想定しておりますが、具体的には本公開買付けの開始までに決定する予定です。」と公表していることから、YFOらに買収された場合には、当社は約500億円程度の有利子負債を負担することが想定されます

しかしながら

今後の当社の成長ドライバーとして推進する洋上風力事業においてケーブル敷設船をはじめとする大型作業船の新造等の大型設備投資(240億円以上)を実行することは新中期経営計画期間中において必要不可欠である一方で、本申込みに係る多額の有利子負債を当社が負担し当社の財務が悪化することは、資金調達の柔軟性を損ない、当該成長投資の資金調達に重大な影響を与える可能性があることから、成長ドライバーへの悪影響となると考えております

- 当社が今後大きな期待を寄せている、国家防衛戦略に基づく国家防衛案件等の受注・契約には金融機関(保険会社)が発行する履行ボンドを発注者に提出することが必ず求められているため、仮に、当該成長投資の資金をYFOらの自己資金から当社への融資により確保したとしても、当社の多額の有利子負債残高等の状況から、金融機関(保険会社)による十分な履行ボンド発行枠を確保することが困難となる可能性があり、ひいては国内土木及び建築事業における事業量と利益の減少へとつながります

国家防衛案件等の公共事業は受注・施工実績がその後の受注に多大な影響を与えることから、新中期経営計画期間中に履行ボンドの発行ができないこと等により当社が受注・施工実績を得られないことは、その後の当社の受注に悪影響を及ぼし、企業価値を著しく毀損するおそれがあることは明白です

**(補足1) 特別委員会における
検討内容の概要**

特別委員会の答申の内容

⇒ **本申込みは、当社の中長期的な企業価値・株主利益の見地から妥当性・相当性があるとは認められない**

特別委員会の検討の判断枠組み

- A** 本申込みが「真摯な買収提案」といえるかをまず検討。「真摯な買収提案」といえる場合、次の事項を評価
- B**
 - a** 買収価格を含む取引条件
 - b** 代替提案の有無及び内容
 - c** 提案者の企業価値向上策が当社の企業価値向上に資するか
 - d** 買収提案に至る過程及び交渉プロセスなどについて総合的に検討し、本申込みが中長期的な企業価値・株主利益に資するか

特別委員会による検討

A 本申込みは「真摯な提案」といえるか

1. 本申込みにおいては、買収対価その他の取引条件は具体的に提示されており、買収提案としての具体性が合理的に疑われるものではない
 2. YFOらは、(その意義・有効性には現経営陣との間で争いがあるとしても)買収実行後の経営方針や企業価値向上策などを提示しており、目的の正当性が合理的に疑われるとはいえない
 3. 買収資金の裏付けについては、YFOらの回答では買収資金が確実に準備できるのかについて、特別委員会において確認することはできず、一定の疑義は差し挟まざるを得ない
- しかし、その一方で、現時点において、本申込みの実現可能性が合理的に疑われるとして、それ以外の各事情の検討もなしに本申込みの妥当性・相当性を否定することもまたできない

以上からすれば、本申込みは「真摯な買収提案」(bona fide offer)に該当しないとはいえない

B a 本申込みの価格を含む取引条件の妥当性・相当性

(1) 買収資金の裏付け

- ◆ 特別委員会は、YFOらから出資証明書及び融資証明書等の客観的資料の提出を一切受けておらず、YFOらは特別委員会のYFOグループの資力に関する質問に対して直接的に回答することを拒絶しているため、現時点では、YFOらの決済資金の準備状況についての客観的資料に基づく確認をすることができない
- ◆ だからといって、本申込みの実現可能性が直ちに否定されると評価することはできないが、容易に説明できるはずの資産・債務の状況(貸借対照表に記載されるようなもの)すら明らかにされていないことからすれば、特別委員会による評価においては、本申込みの実現可能性に疑義を差し挟まざるを得ない

(2) バリュエーション結果

- ◆ 特別委員会は、新中期経営計画の作成経緯に不合理な点が認められず、蓋然性の高い計画であると認められ、内容にも一定の合理性が認められることを確認し、同計画に基づく財務予測をプルータスの株価算定の前提とすることを了承した
- ◆ プルータスは、DCF法及び類似会社比較法により株価算定を行ったが、その算定手法及び算定結果に不合理な点は認められなかった
- ◆ 本申込みに係る1株当たり1,000円という買収価格は、プルータスの算定結果によれば、DCF法及び類似会社比較法のいずれによる算定結果においても当社株式の株式価値の範囲内である。したがって、本申込みに係る買収価格は、一定の前提条件のもとでのバリュエーションの算定結果との関係では一定の合理性が認められるといえる

(3) 価格以外の取引条件について

- ◆ 本公開買付けにおいては、上限を設定しない全部買付けとされており、下限は株式併合の方法によりスクイーズ・アウトを実施できる水準(株主総会で特別決議を可決できる水準)に設定されている。公開買付け後のスクイーズ・アウトでは、公開買付け価格と同額でキャッシュ・アウトすることが予定されている。このような買収提案は、「オール・オア・ナッシング」のオファーと呼ばれるが、かかる買収では、いわゆる強圧性の問題は排除されているといえる
- ◆ そのほか、本申込みの取引条件に不適切な点は見当たらない

本申込みの取引条件については、買収価格を含め、一定の合理性が認められるといえるが、特別委員会が(問題の重要性ゆえに)繰り返し質問したにもかかわらず、容易に説明できるはずのYFOらの資産・債務の状況(貸借対照表に記載されるようなもの)すら明らかにされなかったことからすれば、そもそも買収資金の裏付けが確認できないため、現時点においては、本申込みの実現可能性に一定の疑義を差し挟まざるを得ない状況

B b 代替提案の有無及びその内容

- ◆ 本申込みよりも、中長期的な企業価値の向上・株主共同の利益の観点から優れた代替提案が存在するのであれば、本申込みは必ずしも株主にとって最善の提案ではなく、妥当ないし相当ではないということになる
- ◆ 本件では、現経営陣から、2023年度を初年度とする新中期経営計画(株主還元策を含む。)が公表されており、これは、YFOらの本申込みに対する代替提案を提示するものといえる
- ◆ そこで、特別委員会においては、代替提案としての新中期経営計画の内容について検討し、本申込みとの比較を行った
- ◆ 新中期経営計画は、既存事業である国内土木、国内建築及び海外事業については、おおむね前中期経営計画と同水準の利益率とされており、売上の成長率も自然増といえる範囲であり、特段の違和感はない。また、洋上風力発電事業についても、まったく新規の事業領域に参入するというわけではなく、当社が長年にわたって培ってきた豊富な知見、ノウハウ、技術及び資産を最大限活用できる領域への参入であり、かつ、中長期的な政府方針にも沿うものであり、市場の成長性をもかんがみると、当社が新中期経営計画で見込んでいる洋上風力発電事業の数値目標は、実現可能性が相当程度あるといえる。したがって、本申込みの比較対象である新中期経営計画の実現可能性は認められる
- ◆ 本申込みに係る1,000円という価格は、DCF法及び類似会社比較法のいずれの算定結果においても、特に会社の本源的価値(会社の現在の経営資源を効率的な企業経営のもとで有効活用することで実現し得る会社の本質的な価値)を表すと言われるDCF法の評価結果によれば、1,000円は中央値を大きく下回り、レンジの下限に近い。本申込みの買収価格(1,000円)は、(いずれの手法の算定結果においてもレンジに入っているという意味で一定の合理性はあるといえるものの)代替提案としての新中期経営計画を前提とした本源的価値との比較という観点でいえば、これを上回っているとはいえず、新中期経営計画を前提とした本源的価値の方が、本申込みの買収価格よりも相対的に優位であるといえる

B C 本申込みと企業価値・株主価値の関係

- ◆ YFOらの企業価値向上策については、「前提としている課題認識に対する齟齬や既に当社にて取り組み済みの内容が大半であることに加え、YFOらが主張する施策についても一般的・抽象的な内容に終始しており、当社個別の事情を踏まえた有意義な提案にはなっていない。」との当社取締役会の評価に特段の違和感はなく、合理的であるといえる
- ◆ また、YFOらのトラックレコードをみても、特別委員会が認識する限り、YFOらは、これまで建設事業に出資又は経営参加したことはなく、上場会社の経営支配権を取得して事業運営を行ったこともない。そのため、YFOらが当社の経営支配権を取得した場合、YFOらとの間で何らかの事業上のシナジーが創出されることも見込まれない。この点は、2022年に試みられたインフロニアによる非公開化取引との大きな違いである
- ◆ さらに、B d のYFOらの法令違反に係る重大な疑義の存在をも踏まえると、本申込みによる買収が実行された場合、定量的分析は困難であるが、様々な取引関係において、受注競争力の低下、JV協業が困難になることによる受注量の減少、協力会社の確保が難しくなることによる当社の供給力の低下、人材の採用や育成の困難化など、一定の悪影響(ディスシナジー)が生じるリスクがあり、こうしたリスクが現実化した場合、当社の企業価値は毀損するおそれがある
- ◆ 以上に加え、YFOらは、外部の金融機関から受けると説明している融資の額及び条件を明らかにしていないが、当該融資の額及び条件次第によっては、当社の財務基盤、ひいては企業価値が毀損するおそれがある

B d 本申込みを巡るプロセスの適正性・公正性

- ◆ 仮にYFOらによる当社株式の大量取得行為(以下「本株式大量買集め」という。)の過程で違法があれば、本申込みは違法行為の上に成り立つものであり、違法行為がなければ、本申込みをなし得たか不明であって、かような提案は妥当ないし相当なものとはいえない。そこで、特別委員会においては、本株式大量買集めの過程で違法行為がなかったかについて検討を行った

(1) 法令違反の疑い

- ◆ 本株式大量買集めについては、以下の3点において、大量保有報告規制違反の重大な疑義がある
 1. WK1～3が、2022年3月31日から同年5月17日までの期間、保有目的を「純投資」とのみ記載した大量保有報告書及び変更報告書を提出していたことに関し、「重要な事項につき虚偽の記載」がある大量保有報告書及び変更報告書の提出に該当する重大な疑義(金商法27条の23第1項、27条の25第1項、172条の8、197条の2第6号)
 2. 保有目的の変更後5営業日以内の提出義務違反に該当する重大な疑義(金商法27条の23第1項、27条の25第1項、172条の8、197条の2第6号)
 3. YFOらは、WK1～3との間に「共同して株券等を取得する合意」が存することを2022年5月18日付け公開買付け予告プレスリリースで自ら認めておきながら、これを大量保有報告書及び変更報告書に記載していない。この点について、「重要な事項につき虚偽の記載」がある大量保有報告書及び変更報告書の提出に該当する重大な疑義(金商法27条の23第1項、27条の25第1項、172条の8、197条の2第6号)
- ◆ このほか、本株式大量買集めは、不正行為の禁止違反(金商法157条1号)及び相場操縦の禁止違反(金商法159条3項)についても疑義があり、外為法上の株式取得に係る事前届出義務に違反した疑義もある
- ◆ これらの金商法違反行為又はその疑義については、複数の法学者から指摘されているところである
- ◆ また、合同会社YFO及びWK1～3は、保有目的を純投資と開示しつつ、目標買取価格(いくらまでなら取得するのか)、取得予定の株式数、取得期間などの情報を一切開示せずに市場内で、かつ、ケイマン法人を含む4つの法人を用いて買い上がっている。一般株主からすれば、買付けに応じるか否かを判断するための情報や検討機会を与えられることはないし、他の株主と平等な条件で保有株式を買い取られる機会や、いわゆる支配権プレミアムの平等分配を受ける機会も保障されない
- ◆ さらに、YFOらから本公開買付けを実施する意図も開示されない中で、ほぼ毎日のようにWK1～3から変更報告書が提出されるという異例の状況におかれた一般株主は、どこまでYFOらを買ってくれるのか、そして買い上がった後の保有方針(一般株主はどのように処遇されるのか)なども一切不明であるが故に、価格は不十分と思いつつも売り急いだ一般株主が存在した可能性もある(市場内買付けの強圧性)

B d 本申込みを巡るプロセスの適正性・公正性（続き）

- ◆ 加えて、YFOらは、内心では1,000円で公開買付けを行う意図でありながら、それを秘して、それよりも低い価格で(取得価格は800円あまりと推測される)、実に27.19%もの大量の当社株式を一般株主から取得しているところ、1,000円による公開買付けが実施予定であることを認識していれば、2022年3月から4月の時点で売却しなかった株主は相当数存在する可能性があり、この意味で、本株式大量買集めにおいては、こうした被害者ともいふべき者を生ぜしめた可能性がある
- ◆ 法学者からも、現行公開買付規制は市場内買付けに原則として適用されないが、本申込みのような「大量の市場内買付けと株式公開買付けの二段階買収方法は公開買付規制の趣旨から著しく不適切なものであって、一般株主の利益を著しく軽視するものであるといわざるを得ない」との指摘もされている

(2) 本件秘密保持契約違反

- ◆ YFOらは、当社から交渉過程で交付を受けた書簡の内容をもカギ括弧付きで引用して公表しており、守秘義務契約違反の疑いもある

本申込みは、こうした法令違反及び一般株主の犠牲のうえに成り立っている買収提案である疑いが強く、特別委員会としては、本申込みに係る買収価格に一定の合理性があるとしても、このような法令違反等の疑いを無視して本申込みの妥当性・相当性を肯定することはできない

結論

これらの各事情を総合的に勘案すると、本申込みは、
当社の中長期的な企業価値・株主利益の見地から妥当性・相当性があるとは認められない

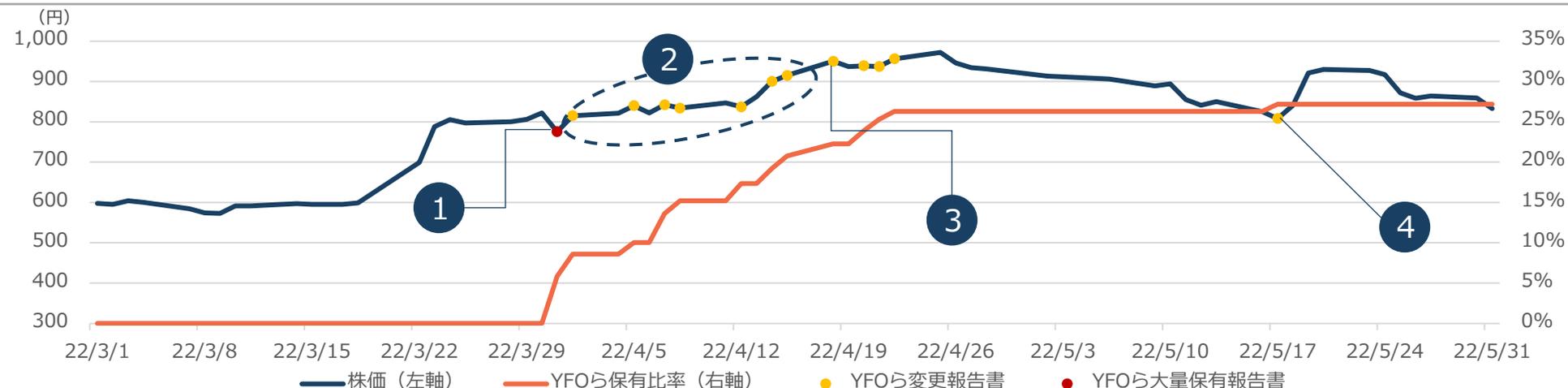
(補足2) YFOらによる法令違反の疑い

- ◆ YFOらの保有目的は、当初から、「純投資」ではなく、重要提案行為等を行うことであったと考えられる
 - ⇒ 「保有目的」を「純投資」とのみ記載していたことは、「重要な事項につき虚偽の記載」がある大量保有報告書及び変更報告書の提出に該当する疑いがある
 - ◆ YFOらが当社の支配権の取得を目的としていることは明らか
 - ⇒ YFOらが「保有目的」を「支配権の取得」とする旨の変更報告書を提出していないことは、変更報告書の提出義務違反に該当する疑いがある
- ⇒ YFOらは、大量保有報告規制に違反した疑いがある(複数の金商法研究者からも同様の見解を得ています)

YFOらによる大量保有報告書及び変更報告書の提出状況

- ① WK 1～3は、2022年3月31日、連名で大量保有報告書を提出。保有目的は「純投資」
- ② YFOらは、大量保有報告書提出後も市場内外において当社株式の大量の買集めを継続
- ③ 2022年4月18日から市場内において当社株式の買集めを始めた合同会社YFOと併せ、YFOらの保有割合は26.28%に。この時点で合同会社YFOの保有目的は「純投資及び状況に応じて重要提案行為を行うこと」と記載されたが、WK1～3の保有目的は「純投資」のまま
- ④ WK 1～3は、2022年5月17日付け変更報告書において初めて、保有目的を「純投資及び状況に応じて重要提案行為を行うこと」に変更
- ⑤ 本公開買付提案がなされているにもかかわらず、保有目的を「支配権の取得」とする旨の変更報告書は提出されていない

YFOら大量保有報告書/変更報告書及び保有比率推移



不正行為の禁止違反及び 相場操縦その他の不公正取引の禁止違反の疑い

- ◆ YFOらの大量買集めの手法は詐欺的であり、不正行為の禁止違反の疑いがある(複数の金商法研究者からも同様の見解を得ています)
- ◆ また、自己の利益を実現させるために、当社株式の市場株価を意図的に上昇させたことは、いわゆる相場操縦その他の不公正取引の禁止違反の疑いがある

不正行為の禁止違反の疑い

- ◆ YFOらは2022年3月23日に当社株式の市場内買集めを開始した後、2022年4月22日付け変更報告書No.11まで、「保有目的」を「純投資」、「重要提案行為等」については「該当なし」とする開示を行い、且つ、同日に本公開買付提案を行うまで、当社株式を1株当たり1,000円で取得する用意があることについては一切公表せず
- ◆ YFOらは、内心では1,000円で本件公開買付を行う意図がありながら、それを秘して、より低い市場価格で当社の一般株主から当社株式を取得している点で詐欺的であると考えられる
- ◆ 金商法157条1号は、有価証券の売買について「不正の手段」をすることを禁止している。YFOらの大量買集めの手法は、有価証券の売買について、社会通念上不正と認められる手段を利用するものとして、金商法157条1号に違反している疑いがある

相場操縦その他の不公正取引の禁止違反の疑い

- ◆ YFOらは、インフロニアHDによる当社株式の非公開化を目的とする公開買付けの公開買付期間の末日の前日(2022年5月18日)に、本件公開買付けの開始予告を公表
- ◆ YFOらは、当社株式の2022年5月17日の最安値が784円となり、インフロニアHDの公開買付けの公開買付価格である770円に近い水準まで下落したことから、本件公開買付けの開始予告を公表しなければインフロニアHDの公開買付けが2022年5月19日に終了予定であったことを理由として、インフロニアHDの公開買付けの公開買付期間中の2022年5月18日に本件公開買付けの開始予告を公表した旨を認めている
- ◆ YFOらは、当社の買収という自己の利益を実現させるために、当社株式の市場株価を意図的に上昇させ、インフロニアHDの公開買付けの成立を阻止する目的で本件公開買付けの開始を予告したものであり、いわゆる相場操縦その他の不公正取引の禁止(金商法158条、159条)に違反した疑いがある

- ◆ YFOの最高投資責任者である村上皓亮氏は、当社と前田建設らを含む4社の組織再編の検討及びインフロニアHDによる当社の完全子会社化の検討において当社FAを務めたアスリードの担当者であったことから、当社に関する未公表の「業務等に関する重要事実」を有していた可能性があり、当該情報を知った状態で当社株式を取得し、いわゆるインサイダー取引規制に違反した疑いがある

YFOの最高投資責任者である村上氏による当社の未公表情報の取得

- ① 当社は2020年頃、前田建設らとともに、共同株式移転により持株会社を設立した上で、当社及び前田建設を含む上場会社4社を子会社として統合する組織再編(「第一次再編」)を検討する際、FAとしてAslead Capital Pte. Ltd.(「アスリードS」)を起用(その後、アドバイザリー業務委託契約上の地位はアスリードSから株式会社アスリード・アドバイザリー(「アスリードJ」)に承継)
- ② その後、当社は、第一次再編による統合案からは離脱したものの、インフロニアグループとの協業を引き続き模索し、当社とインフロニアは公開買付けによる当社の子会社化を目的とした取引(「インフロニア完全子会社取引」)を中心に統合を検討。アスリードJが引き続き当社FAを務めた
- ③ **YFOの最高投資責任者である村上氏は、当社のFAであったアスリードS及びアスリードJの当時の担当者として、少なくとも2021年6月頃までは第一次再編及びインフロニア完全子会社取引の検討に関与し、当社からの連絡を継続的に受けていた**
- ④ 村上氏は、当該検討の過程において、以下の情報の共有を受けており、これらの情報には当社の公表されていない「業務等に関する重要事実」(金商法166条1項)が含まれていた可能性がある
 - (1)当社の財務情報その他の営業秘密を含む情報及び前田建設側の財務情報その他の営業秘密を含む情報
 - (2)第一次再編の際に当社以外の3社が当社に対して行ったDD及び当社がそれ以外の3社に対して行ったDDの報告書

インサイダー取引規制違反の疑い

- ① YFOらによれば、WK1~3の実質的な出資者は一般社団法人YFOであり、その最高投資責任者は村上氏とのこと
- ② アスリードS及びアスリードJに所属していた村上氏は、「当該上場会社等と契約を締結している者又は締結の交渉をしている者(その者が法人であるときはその役員等を…含む。)であつて、当該上場会社等の役員等以外のもの」(金商法166条1項4号)に該当し、当社の「業務等に関する重要事実」を「当該契約の締結若しくはその交渉又は履行に関し知った」上で、当社株式を取得し、いわゆる**インサイダー取引規制(同法166条1項)に違反した疑いがある**

- ◆ WK1～3は密接関係者に当たるものとして、株券等保有割合が合計10%以上になる前に外為法上の株式取得の事前届出が必要であったのではないか
- ◆ WK1～3は、外国投資家がその関係者を発行会社の「取締役若しくは監査役に新たに就任させることを目的とする対内直接投資等」(株式取得)を行うものとして、外為法上の株式取得の事前届出が必要であったのではないか
⇒ WK1～3はこれらの事前届出を提出しておらず、外為法に違反した疑いがある

株券等保有割合が合計10%以上になる前に必要となる事前届出を提出していない疑い

- ◆ 外為法は、対外取引の正常な発展、我が国や国際社会の平和・安全の維持を期し、国際収支の均衡・通貨の安定を図るとともに我が国経済の健全な発展に寄与することを目的とする法律。当社は同法の対内直接投資における事前届出規制との関係で、「国の安全等に係る対内直接投資等に該当するおそれが大きいものに係る業種」であるコア業種に属する事業を営んでいる
- ◆ 外為法上の非居住者であるWK1～3が外為法26条4項の「密接関係者」に該当すれば、少なくとも株券等保有割合が合計10%以上となる前に、株式取得に係る事前届出が必要であったと考えられる（外為法27条1項、26条2項3号・4項）
 - WK1～3は、個々の株券等保有割合は10%未満であるものの、少なくとも、2022年4月22日付け変更報告書No.11の時点では、株券等保有割合の合計は10%以上（WK1:9.75%、WK2:9.74%、WK3:6.24%）となっている
 - 下記①～③よりWK1～3は「密接関係者」に該当していたのではないかと考えられる
 - ① WK1～3は共同保有者として大量保有報告書及び変更報告書を提出していること
 - ② これらの報告書上のWK1～3の住所は同一であること
 - ③ WK1～3の出資者はいずれも一般社団法人YFOや山内氏とされていること

関係者を発行会社の取締役・監査役に就任させることを目的とする株式取得の前に必要となる事前届出を提出していない疑い

- ◆ 外為法上、外国投資家がその関係者を発行会社の「取締役若しくは監査役に新たに就任させることを目的とする対内直接投資等」を行う場合には、事前届出が必要（外為法27条1項、27条の2第1項、対内直接投資等に関する政令3条の2第2項5号、対内直接投資等に関する命令3条の2第5項1号）
- ◆ YFOらは、2023年1月27日付けプレスリリースで、当社の本年6月開催予定の定時株主総会においてYFOらによる新たな取締役の選任を提案することを公表しており、公開買付けに対して当社の賛同表明が得られそうにないと判断したときの対応として、プロキシファイトにより自らの関係者を送り込むシナリオを当然に当初(WK1～3の株式取得時点)から想定していたと考えるべきである

- ◆ YFOの最高投資責任者である村上氏は、当社のFAであったときに当社の「営業秘密」が含まれる可能性が高い未公表情報を取得していたと考えられ、村上氏は当社株式の大量買集め及び本件公開買付提案の検討過程に、これらの営業秘密を使用した可能性が高いと考えられる
 ⇒村上氏による営業秘密の使用は、当社の営業秘密の不正使用行為(不正競争防止法2条1項5～9号)に該当する疑いがある

YFO最高投資責任者である村上氏の法令違反の疑いある行動

	村上 皓亮氏	東洋建設	INFRONEER Holdings Inc.
			前田道路株式会社 前田建設工業株式会社 株式会社前田製作所
2020年			
2021年	当社のFAであるアスリード担当者(再編協議等を担当) 【～2021年6月頃】 村上氏は ①業務等に関する重要事実 ②営業秘密 を有したまま転籍	FAとして得た情報に ①業務等に関する重要事実 ②営業秘密 等が含まれていた可能性	4社での第一次再編協議 (当社は途中で検討・協議から離脱)
2022年			INFRONEER Holdings Inc. 前田道路、前田建設工業、前田製作所 3社の共同株式移転により インフロニアHDが設立(2021年10月1日)
2023年	Yamauchi No.10 Family Office YFOの最高投資責任者(当社に買取提案)	当社株式の買い集め及び公開買付け提案検討において ・インサイダー取引規制違反 ・不正競争防止法違反 の疑いがある	インフロニアHDからの公開買付け【不成立】 (2021年3月23日～5月19日)



本資料は、当社の2023年5月24日付け「合同会社Yamauchi-No.10 Family Office(旧合同会社Vpg)及び株式会社KITEによる当社株式に対する公開買付けの申込みに関する意見表明(反対)のお知らせ」の理解に資する目的で作成されたものであり、これらの解釈に影響を与えるものではありません。