

2022年4月22日

各 位

上場会社名 東洋建設株式会社
代表者 代表取締役社長 武澤 恭司
(コード番号 1890 東証プライム)
問合せ先責任者 常務執行役員経営管理本部総務部長 佐藤 護
TEL 03-6361-5450

Yamauchi-No.10 Family Office からの書簡の受領に関するお知らせ

当社は、本日、当社の筆頭株主である WK 1 Limited 他の出資者である Yamauchi-No.10 Family Office (以下「YF0」といいます。) から書簡 (別紙1) を受領しておりますので、下記のとおりお知らせいたします。

また、これに先立ち、2022年4月15日付で YF0 から受領した書簡 (別紙2) 及び 2022年4月18日付で当社から YF0 に送付した質問書につきましても、株主の皆さまへの情報共有のため、併せてお知らせいたします。

本日 YF0 から受領した書簡に記載された提案につきましては、今後、当社の特別委員会との協議や YF0 との面談等も適宜行った上で、当社取締役会の方針を決定次第速やかに公表いたします。

記

- 別紙1 : YF0 から当社への 2022年4月22日付書簡 (「回答書」と題する書面)
- 別紙2 : YF0 から当社への 2022年4月15日付書簡
- 別紙3 : 当社から YF0 への 2022年4月18日付書簡 (「質問書」と題する書面)

以 上

2022年4月22日

東洋建設株式会社
代表取締役 専務執行役員
経営管理本部長兼サステナビリティ担当
藪下 貴弘 様

東京都港区六本木6丁目2番35号4階
Yamauchi-No. 10 Family Office
最高投資責任者
村上 皓亮

回答書

拝啓

時下益々ご清祥のこととお慶び申し上げます。

Yamauchi-No.10 Family Office（以下「YFO」といいます。）の2022年4月15日付け書簡（以下「4月15日書簡」といいます。）に関して、貴社より2022年4月18日付け質問書（以下「4月18日質問書」といいます。）を2022年4月19日に受領いたしました。以下、4月18日質問書についてご連絡申し上げます。

まず、4月15日書簡にてご提案させて頂いた貴社とYFOとのご面談について、応じたいとお考えをお聞かせいただき誠に有難うございます。貴社との面談の日時については本書受領次第ご提案を頂ければと存じますが、本公開買付けの買付け等の期間が2022年5月9日までであることに鑑み、4月中での日程調整を宜しくお願い申し上げます。

YFOといたしましては、YFOの考えをしっかりと貴社にお伝えし、貴社にご理解いただく努力を尽くすことが肝要だと考えておりますので、上記の面談に先立ち、以下のとおりYFOとしての考えを述べさせていただきます。4月18日質問書にてご質問いただいた各項目については、別紙の通りご回答申し上げます。

なお、本書に基づく提案はYFOの国内の事業会社である合同会社Vpg（詳細は別紙に記載のとおり）及び今後設立予定の株式会社（以下併せて「弊社」といいます。）により行うものであり、貴社株式を純投資として保有するWK1 Limited、WK2 Limited及びWK3 Limited（本書において「弊社投資会社」といいます。）による提案とは解釈されてはならないことを付言いたします。

1. 始めに

最も大事なポイントとして、弊社は、貴社との間で、貴社の長期的な企業価値・株式価値の向上に資する戦略的な選択肢を友好的に協議（エンゲージメント）させて頂きたいと考えており、貴社経営陣に対する敵対的なアクションを意図しているものではありません。しかしながら、貴社から受領した4月18日質問書の内容は、さながらYFOを敵対的買収者と同一視しているかのような内容であったため、そのような誤解を解くと共に、弊社が貴社の企業価値・株式価値の長期的な向上を真摯に検討していることをお示しするため、貴社の戦略上の選択肢の一つとして、下記のとおり提案をさせて頂くことと致しました。弊社のエンゲージメントの一番の目的は、繰り返しになりますが貴社の企業価値・株式価値の長期的な向上を実現すること

であり、弊社の提案以外に貴社の長期的な企業価値・株式価値の向上のための合理的な選択肢があるのであれば、弊社はその選択肢を検討することも勿論可能です。

弊社としては、このような友好的な協議が貴社との間で直ちに開始され、それが継続する限りにおいては、直接又は間接に貴社株式の追加買付けを行わない配慮をいたします。なお、かかる配慮は、貴社による買収防衛策の導入や第三者割当増資その他の不合理な方策が行われず、貴社が弊社との対話に真摯に取り組んで頂くことを前提としております。

他方、インフロニア・ホールディングス株式会社（以下「インフロニア」といいます。）の2022年3月23日付け公開買付届出書に基づく貴社に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）に関しては、下記に記載のとおり、貴社の企業価値・株式価値及び株主の共同の利益を毀損し得るものと考えております。本公開買付けの一般株主に対する強圧性を排除するためにも、貴社におかれては、本公開買付けに対する賛同表明・応募推奨を直ちに撤回することを求めます。

2. 前田建設等から真に独立した立場で、貴社の中長期的な企業価値の向上及び株主共同の利益の観点から本公開買付けに対する判断を行って頂きたいこと

本公開買付けに関して、弊社は、貴社が社会の公器である上場会社として独立自尊の立場で意思決定を行うべきであるにもかかわらず、既にインフロニア及びその完全子会社の前田建設株式会社（以下「前田建設」といいます。）の傘下に入ることありきで意思決定を行っていないか、また、貴社が真に独立した立場において株主目線での判断が行えているのかという懸念を有しております。特に、前田建設による前田道路株式会社（以下「前田道路」といいます。）に対する敵対的買収（以下「前田道路買収」といいます。）の経緯及び前田道路の当該買収の前の状況と貴社の本公開買付け前の状況が類似することから、本公開買付けへの賛同に際して、前田建設による敵対的買収の脅威、インフロニアの公開買付けに賛同しなければ前田道路の二の舞になり、敵対的買収となった場合は買収成立後にインフロニアの意向に従わない経営陣や従業員が一扫されるなどのリスクがある中で、貴社が判断を行っているのではないかと懸念しております。弊社は、一般株主の観点から、前田建設による圧力を排した状況で、貴社が真に独立した立場において、貴社の企業価値及び株式価値の向上の観点から検討及び判断を行うことを要請致します。

3. 弊社は、敵対的な買収を意図するものではなく、戦略的な提案について貴社経営陣との建設的な協議・対話を経て実施させて頂くこと

4月15日書簡にも記載のとおり、弊社は、貴社の有数の海洋土木の技術・ノウハウ、貴社の独立自尊による成長性及びこれらを支える貴社の役職員の皆様の力を高く評価しております。

そして、弊社は、このような貴社の長期的な企業価値及び株式価値を向上・最大化させる方策について、貴社経営陣の皆様と真摯に協議させて頂きたいと考えております。また、貴社取締役会の賛同を得ない敵対的な買収を意図するものではありません。

4. 弊社投資会社による貴社株式の買付けは、本公開買付けの一般株主に対する強圧性及び前田建設等からの貴社経営陣に対する圧力を排斥するためのものであること

4月15日書簡に記載のとおり、YFOは、弊社投資会社を通じて、本公開買付けの公表後、純投資として貴社株式の買付けを行ってまいりました。

本公開買付けは、前田建設が貴社株式の20%超を保有する中、下記5.に記載のとおり、明らかに低い公開買付価格による非公開化を前提として実施されているものです。このような公開

買付けに対して貴社が賛同表明・応募推奨を行うことにより、一般株主は本公開買付けが成立することになると考え、より高い株式価値を実現できる選択肢があるにもかかわらず、貴社株式の売却や本公開買付けへの応募を強制されるという一般株主に対する強圧性が生じております。

本公開買付けの公開買付価格は一株当たり 770 円であり、この価格は貴社の潜在成長力に照らせば貴社市場価格を反映していない低い金額と言わざるを得ないと考えております。本公開買付価格が低すぎることは、貴社の株式が本公開買付価格を大幅に上回る金額で市場にて取引されていることから明らかです。

他方、前田建設は貴社株式を継続的に20%超保有しており、かつその出身者が貴社の取締役の地位にあるなどの継続的な関係性を有していることから、一般株主から見ると、本公開買付けは公開買付価格が不十分なものであっても少数株主が本公開買付けへの応募を選択せざるを得ないと考える強圧性が生じているものと危惧しました。

また、過去の前田道路買収の経緯などから、貴社経営陣の判断は、前田建設による敵対的買収の可能性の脅威がある中で行われたのではないかと危惧しております。本公開買付けの公開買付届出書によれば、2022年3月9日の公開買付者による買収提案から2022年3月22日の貴社取締役会の賛同決議までの間の8営業日という極めてタイトなタイムラインの中で公開買付価格に関する貴社の判断がなされており、かつ、特別委員会から「一般株主の利益の最大化を図るため交渉を続けるべき」との指摘を受けながら、その翌日に直ちにインフロニアの提示価格を応諾したなど、株主共同の利益保全の観点から、真摯な交渉がなされたのか疑問が残らざるを得ません。

このような本公開買付けの構造的な圧力や本公開買付けに至る経緯を拝見するに、弊社は、本公開買付けは、一般株主が本来得られたであろう株主共同の利益を毀損させているおそれがあると考えております。

これに対して、弊社投資会社は、本公開買付けは貴社の企業価値・株主共同の利益に反するものと考え、貴社の潜在成長力を考えると株式の保有を継続したいと考える株主の方々に対して、株主共同の利益が棄損される低い公開買付価格での売却をせしめられる強圧性を生じる、既に具体化されている本公開買付けを可及的に阻止するとともに、少数株主を含めた株主の目線から、貴社と真摯にエンゲージメントのための対話を開始することを目的とし、本公開買付けの公表以降に貴社株式の買付けを実施してまいりました。

また、同時に、弊社投資会社による買付けにより、貴社経営陣についても、前田建設等の圧力から解き放たれ、貴社独自の長期的な企業価値及び株式価値の向上の観点からの判断が可能となると考えております。このような観点からは、弊社投資会社は、貴社の完全子会社化を阻止する上で必要となる数の貴社株式を取得することを目標としており、貴社株式取得後は長期保有し、貴社の中長期的な成長に向けて経営陣の皆様と建設的な対話を継続していく所存です。

貴社経営陣におかれましては、インフロニア及び前田建設からの圧力のない状況で、再度、独立した立場から、本公開買付けの是非及び貴社の戦略的な選択肢を真摯にご検討頂くようお願いいたします。

5. 本公開買付けは、強圧性が生じている為、賛同及び応募推奨は撤回して頂きたいこと

4月15日書簡で申し上げた通り、弊社は、本公開買付けについては、貴社とインフロニアとの間において成長戦略、財務戦略、雇用維持の可能性、シナジー、及び経営方針等の相違・乖離があることに重大な懸念を有しております。加えて、本公開買付けの公開買付価格（以下「本公開買付価格」といいます。）は一株あたり 770 円であり、この価格は貴社の潜在成長力に照らせば貴社市場価格を反映していない低い金額と言わざるを得ないと考えております。本公開買付

価格が低すぎることは、貴社の株式が本公開買付価格を大幅に上回る金額で市場にて取引されていることから明らかです。

また、本公開買付届出書においては公開買付者グループと貴社のシナジーについての記載がありますが、かかるシナジー効果は公開買付価格に反映されておらず（本公開買付けの公開買付届出書 22 頁参照）、公開買付者と貴社との間で実際にシナジーがあるのかも疑問です。

本公開買付届出書では、貴社のアドバイザーによる株式価値算定、貴社特別委員会のアドバイザーによる株式価値算定、及びインフロニアのアドバイザーによる株式価値算定においても、シナジー効果については具体的に見積もることが困難であるため DCF 分析に用いた事業見直しには加味されていないと書かれています。一方で、シナジーはあると記載されていますが、シナジーは買収価格に織り込まれていないことから、仮にシナジーが顕在化することがあれば、そのメリットは買収者であるインフロニアのみが享受し、株を売却してしまった貴社株主は享受することができなくなります。本当にシナジーがあると言うのであれば、シナジーについて議論を深め、具体的なシナジー効果を算定し、そのシナジーを買収価格に反映させるのが取締役会の責務であるはずですが、シナジーはあると主張しているが、シナジーを数値化し買収価格の交渉に反映させる努力をせず、シナジーを織り込まない公開買付価格で合意してしまっているのは、本来であれば享受できていたシナジーによる買収価格の上昇の可能性を意図的に無視してしまっており、株主共同の利益の毀損させる意思決定をしていると考えられます。弊社は、貴社の取締役会が意図的にそのような意思決定を行うはずもなく、かかる意思決定は貴社の本意ではないと確信しており、貴社がインフロニア及び前田建設からの圧力の下意思決定を行ったことの現れの一つであると考えております。

しかるに、貴社が本公開買付けに対する賛同及び応募推奨を維持することにより、一般株主には、市場価格よりも低い公開買付価格によるスクイーズアウトの可能性を危惧しており、貴社株式を売却しなければならないとの不当な強圧性が生じております。かかる状況は非常に不適切であり、貴社の株主共同の利益も毀損するものであるため、貴社におかれましては、可及的速やかに、本公開買付けに対する賛同及び応募推奨を撤回して頂きたいと存じます。

6. 弊社からの提案（買収提案）を真摯にご検討頂きたいこと

繰り返し記載のとおり、弊社は、貴社の長期的な企業価値及び株式価値の向上の観点から、貴社の戦略上の選択肢について、真摯に協議させて頂きたいと考えております。

もともと、貴社として、前田建設のプレッシャーから解放され、独立自尊での精神に基づき、確固たる成長投資等による企業価値及び株式価値の向上を行いたいのご意向であり、その本意が弊社でも確認できた場合には、弊社としては、貴社を非公開化することにより、貴社独自の中長期的な成長をサポートさせて頂く所存です。また、かかる非公開化に際しては、非公開化による企業価値の向上も反映した上で合理的な価格を一般株主に対しても提案させて頂く所存です。

そこで、弊社及び貴社において非公開化後の企業価値向上策及び公開買付けの条件に合意できること（貴社取締役会による賛同及び応募推奨を含みます。）を条件として、貴社に対して、公開買付価格を一株あたり金 1,000 円、公開買付期間 30 営業日、買付予定数の下限として貴社の総議決権数の 2/3 を取得するに至る下限を設定し、買付予定数の上限はなしとして、スクイーズアウト・非公開化を目的として貴社株式に対する公開買付けを実施することをご提案いたします。インフロニアの完全子会社となる案と弊社のご提案との比較について、別紙の比較表をご参照下さい。なお、当該提案は、貴社の非公開化後、弊社が貴社株式を長期に保有することを前提としております。弊社は、事業会社とも外部資金を利用するファンドとも異なり、投資期間が限定されず、貴社経営陣とともに、上場会社やファンド傘下の会社では実行できないような長期的な成長・企業価値向上を目指した投資等が可能と自負しており、この提案は貴社との間で長期的な関係を構築することを前提としております。

かかる公開買付価格は、貴社特別委員会における独立した財務アドバイザー及び第三者算定機関からのそれぞれのいずれの手法の下記の価格算定（本公開買付けの公開買付届出書を参照）の上限も大きく上回る水準であり、貴社の長期的な企業価値の向上についても織り込んでおります。

算定機関	価格算定のレンジ
三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券	市場株価分析：575円～599円 類似企業比較分析：474円～844円 DCF分析：753円～906円
フリーハン・ローキー	市場株価法：575円～599円 類似会社比較法：636円～807円 DCF法：715円～860円

また、当該公開買付価格は、インフロニアのフィナンシャル・アドバイザーによる下記の価格算定（本公開買付けの公開買付届出書を参照）の上限に近い数値であり、インフロニアとしても、弊社の公開買付けに応じて貴社株式を売却する合理性のある水準と考えております。

算定機関	価格算定のレンジ
大和証券	市場株価法：575円から599円 DCF法：700円から1,058円

7. 買収防衛策の導入や不当な印象操作などの不適切な対応はとらないで頂きたいこと

貴社がもし買収防衛策の導入について検討されているのであれば、買収防衛策の導入は、一般株主の利益に反する明らかに不適切な対応であり、そのような対応は万が一にも行わないようお願い致します。買収防衛策の導入は、本公開買付けの成立にとって障害となり得る選択肢を不当に取り除き、一般株主に対する強圧性を不当に高め、一般株主をして市場価格よりも安い公開買付価格で本公開買付けに応募させるためのものと言わざるを得ず、一般株主のために判断・行動すべき貴社経営陣として不適切な対応であると言わざるを得ません。また、本公開買付けの公開買付届出書においては、本公開買付けの公正性の担保のために対抗提案の機会を確保していることを説明している中、対抗提案の支障となるような買収防衛策を導入することも不適切であり、本公開買付けの公正性自体を否定するものと言わざるを得ません。

繰り返しになりますが、弊社は、敵対的な買収を意図しておらず、あくまでも貴社経営陣と対話を行い、貴社の企業価値及び株式価値の向上のための施策を友好的に模索させて頂きたいと考えております。また、上記1.に記載のとおり、貴社との友好的かつ真摯な協議が継続する限りにおいて、貴社株式の追加買付けを行わないものであり、買収防衛策の必要性は一切存しないと考えております。

また、4月18日質問書において貴社は弊社がインサイダー規制上の重要事実を知っている可能性等を指摘しておりますが、インフロニアは本公開買付けに対するデューディリジェンス等を通じて貴社の直近までの重要情報の提供を受けているはずであることから、本公開買付けに際してインフロニアがインサイダー取引規制を遵守するために、本公開買付けの開始時点において、貴社において未公表の重要事実（インサイダー取引規制の対象事実）は存在しないはずで、そのため、これらはいずれも明らかに不合理な指摘であり（詳細は別紙をご参照ください。）、本公開買付けを成立させるために、弊社のような第三者との対話を拒絶する理由を探すための印象操作のようにも思われます。弊社からの対話の申し出に対して、このような明らかに不合理な懸念を示されたことは、貴社がすでにインフロニアの傘下入りを前提に、貴社及び貴社株主にとって有益か否かに関わらず、本公開買付けの成立にとって障害となり得る存在を歓迎しない姿勢を鮮明にしているものと解さざるを得ず、この点については弊社のみならず

貴社ご自身及び貴社株主にとっても大変残念なことと受け止めております。弊社としては、あくまでも貴社の企業価値・株式価値の視点から、貴社の戦略的な選択肢について貴社と友好的に議論することを望んでおりますし、また、貴社におかれても、インフロンニア又は前田建設等からの影響なく、真摯に株主目線で本公開買付けの是非に向き合って頂きたいと考えております。

8. 上記 6.の買収提案以外の戦略上の選択肢についても貴社経営陣と議論させて頂く準備があること

これまで記載のとおり、弊社は、貴社の成長性及びこれを支える役職員を高く評価しており、貴社が前田建設による圧力がなく独立自尊での経営を真に行うのであれば、貴社経営陣を中長期的に支持いたします。

また、弊社としては上記 6.に記載の買収提案が貴社の長期的な企業価値・株式価値の向上に最も資するとは考えておりますが、その他の選択肢についても友好的に議論させて頂く用意がございます。もし貴社の長期的な企業価値・株式価値向上に資する買主候補（適正価格を提示することを含みます。）が存在するのであれば、貴社のご意見も伺った上で、当該買主候補に弊社及び弊社投資会社の保有する貴社株式を譲渡することも検討可能です。

さらに、貴社経営陣が株主目線で企業価値向上のために真摯に努めることを前提として、貴社として、上場を維持したまま弊社に中長期的に貴社の株主として残って欲しいとの意向があれば、そのような選択肢も検討の用意があります。

かかる選択肢の検討に際しては、場合によっては、大手の建設会社やあまりに領域の重なるパートナーとの統合等は、貴社の最大の資産である従業員の皆様の雇用の継続の問題や挑戦する機会を減らしてしまう結果となるなどといった懸念もあるかと存じますので、貴社の役職員やその他のステークホルダーの利益にも配慮してまいりますし、いずれにせよ貴社と腰を据えて友好的に対話を進めることを望んでおります。

9. 最後に

4月18日質問書にて貴社の公表の可能性についての言及を頂いていますが、貴社同様、貴社と弊社とのやり取りの状況及び貴社からの書面については、貴社投資家に対する適切な情報提供の観点から、プレスリリース等の方法によって公表させて頂く可能性がありますので、ご了承ください。

また、本書の内容は、貴社に宛てたものにとどまらず、貴社株主の検討のためのものでもあります。そのため、弊社は、貴社に対し、**本書の内容の全体につき公表することを要請**させていただきます。

なお、本書における回答は、全て誠実な姿勢で回答させていただいておりますが、長期的な企業価値向上を共に目指す株主として回答が不十分又は不明瞭と思われる点があれば、ご指摘いただければ必要な範囲で、追加でご回答申し上げます。

敬具

ご質問事項に関するご回答

<回答の前提>

まず初めに、貴社（以下、回答欄においては「東洋建設株式会社」を意味します。以下同じ。）から受領した4月18日質問書において、貴社はYFO、WK 1 Limited, WK 2 Limited, 及びWK 3 Limitedを一体として「貴社ら」と定義し、その後の質問においてもこれらを一体として扱っているように見受けられます。しかしながら、回答書本文に記載のとおり、回答書において貴社にご提案を行っているのはYFOの国内法人である合同会社Vpg及び今後設立予定の株式会社のみであり、貴社株式を純投資として保有するWK 1 Limited、WK 2 Limited 及びWK 3 Limitedと一体として行う提案ではないことをご認識いただければと存じます。

上記を前提とした上で、貴社から受領した4月18日質問書別紙に関し、以下のとおり回答申し上げます。

1. インサイダー取引規制及び情報の目的外利用禁止義務について

弊社はAslead Capital Pte. Ltd.（以下「アスリード」といいます。）に対して弊社の資本政策の検討等を依頼しており、それを通じて様々な未公表情報をアスリードに提供しましたが、その際、貴社の最高責任者である村上皓亮氏（以下「村上氏」といいます。）が、アスリードにおいて当該案件に関与されていたことはご高承のとおりです。そのため、大変遺憾ではございますが、弊社と致しましては、①貴社ら又は村上氏が、金融商品取引法のインサイダー取引規制上の弊社に関する未公表の重要事実を知っている可能性、②村上氏が、アスリード及び弊社間の2020年10月1日付け「アドバイザリー業務委託契約書」（以下「本件アドバイザリー契約」という。）においてその目的外の利用を禁じられている情報（本件アドバイザリー契約第4条第1項、同条第4項、第5条第3項）を利用して弊社株式の取得を行っている可能性が否定できないと考えております。

つきましては、貴社投資会社による弊社株式の買付けが、①金融商品取引法上のインサイダー取引規制に違反していないこと、②村上氏が弊社に対して負っている本件アドバイザリー契約上の義務に違反していないか否かにつき、客観的な資料を基にご説明を頂きたく存じます。

<回答>

① について

前提として、上記質問事項中のAslead Capital Pte. Ltd.は、YFO及び弊社とは資本関係等のないエンティティですので、YFO及び弊社と同一視することのないようお願い致します。また、当該アドバイザリー業務は、Aslead Capital Pte. Ltd.から、別の独立系のアドバイザリー会社に対して契約承継がなされ、当該アドバイザリー会社がアドバイス提供を行ったものと理解しておりますので、Aslead Capital Pte. Ltd.が貴社に対してアドバイス提供を行ったとする指摘も正確ではありません。

その上で、村上氏が当該アドバイザリー会社による貴社へのアドバイス提供に関与した後、貴社は金融商品取引法上の四半期開示や決算短信の開示の他、複数の適時開示を行っており、当時、仮に未公表の重要事実があったとしても、それらはその後適切に開示がなされたか、もしくは年月の経過や事情の変更により重要事実ではなくなっているものと思料致します。

これに対して、貴社はインフロニアとの協議・交渉を行い、デューディリジェンス等を通じて、インフロニアには貴社の直近の情報を提供しているものと存じます。貴社ご承知のとおり、イ

ンサイダー取引規制遵守のため、公開買付けの開始にあたっては、対象会社において未公表の重要事実が存在する場合、公開買付けの開始前または同時に対象会社から未公表の重要事実を公表し、対象会社において未公表の重要事実が存在しない状態にしたうえで、公開買付けを開始する必要があります。したがって、インフロニアによる公開買付けに際して貴社の直近の未公表の重要事実が公表されているべきであり、インフロニアは2022年3月23日から公開買付けを開始していることから、同日以降、貴社において未公表の重要事実が存在しないと理解しております。WK1 Limited、WK2 Limited、WK3 Limitedによる買付は本公開買付けの開始後に行われていることを付言致します。

② について

Aslead Capital Pte. Ltd. 及び貴社との間の2020年10月1日付「アドバイザー業務委託契約書」については、YFO 及び弊社は契約当事者ではなくご回答する立場にないため、回答を控えさせていただきます。

2. 貴社らによる弊社株式の買付に関する事項

- (1) 貴社らそれぞれの、①設立準拠法、②事業内容、③代表者及び他の役員の氏名・経歴、④株主・出資者の概要、⑤投資方針

<回答>

下記のとおりご回答申し上げます。

WK1 Limited

- ① 設立準拠法：ケイマン諸島
- ② 事業内容：投資
- ③ 代表者：Director マイルス・ペリーマン
- ④ 実質的な出資者：Yamauchi No.10 Family Office
- ⑤ 投資方針：純投資

WK2 Limited

- ① 設立準拠法：ケイマン諸島
- ② 事業内容：投資
- ③ 代表者：Director ローラ・マクギーバー
- ④ 実質的な出資者：Yamauchi No.10 Family Office
- ⑤ 投資方針：純投資

WK3 Limited

- ① 設立準拠法：ケイマン諸島
- ② 事業内容：投資
- ③ 代表者：Director レオ・カッサム

- ④ 実質的な出資者：Yamauchi No.10 Family Office
- ⑤ 投資方針：純投資

Yamauchi No.10 Family Office（ウェブサイト：<https://y-n10.com/>）

以下では、YFOの事業会社である合同会社Vpgについて回答致します。

- ① 設立準拠法：日本
- ② 事業内容：投資活動
- ③ 代表社員：山内万丈

役員：

最高執行責任者 市村吉也

（経歴）1987年野村証券投資信託委託（現野村アセットマネジメント）入社。人事、経営企画、ニューヨーク勤務等を経て2000年、モルガン・スタンレー・グループに商品開発担当として入社。2003年、野村アセットマネジメントに再入社。ロンドン現法COO、運用審査部長、国際業務部長等を歴任。2013年、シュローダー・インベストメント・ジャパンに経営会議メンバーとして入社し、プロダクト部門・マーケティング部門等を担当。2021年、弊社のChief Operating Officerに就任。

最高投資責任者 村上皓亮

（経歴）ドイツ証券、ゴールドマン・サックス証券を経て、2020年より弊社最高投資責任者として参画。これまで成長企業から成熟企業まで数多くの本邦企業に対する事業・財務戦略支援及び、Turnaround/Special situations下でのエクイティ性商品・ローン性商品・売掛債権・NPL、デリバティブ等に係る契約の組織及び自己勘定投資に従事。

- ④ 出資者：任天堂創業家の山内家一族
- ⑤ 投資方針：回答書本文及びYFOからお送り致しました4月15日書簡の最終頁をご参照下さい。

- (2) 貴社らが現在保有している弊社株式の①保有目的、②今後の保有方針、③今後の処分予定・処分方法、及び、④弊社株式の取得に際しての外国為替及び外国貿易法（以下「外為法」といいます。）その他の適用法令上の手続の履践・遵守の状況（ご高承のことと存じますが、弊社は外為法上のコア業種を営んでおります。）

<回答>

- ① WK1 Limited、WK2 Limited 及び WK3 Limited は純投資です。なお、回答書本文に記載のとおり、今後、弊社は、貴社からの賛同を条件として弊社からの提案につき協議させて頂きたく存じます。
- ② WK1 Limited、WK2 Limited、WK3 Limited は保有を継続し現時点で処分予定はありません。
- ③ 現時点で処分予定はありません。
- ④ 外為法を含め関係省庁とも事前に相談の上で適用法令を遵守しております。

- (3) 貴社らが企図されている今後における弊社株式の買付けの①目的、②方法（市場における買付け、公開買付け等）、③時期、④内容（最大で何%まで買い付ける予定があるか等）

<回答>

以下の回答は、回答前提のとおり、弊社による今後の買付けについて述べるものです。

- ① 目的：回答書本文をご参照下さい。
- ② 方法：市場内外における買付け、法令上要求される場合には公開買付けによります。
- ③ 時期：買付け時期に期限は設けておりません。
- ④ 内容：回答書本文をご参照下さい。

- (4) 貴社らが企図されている買付けの完了後の弊社及び弊社グループの①経営方針、②事業計画、③財務計画、④資金計画、⑤投資計画、⑥資本政策及び⑦配当政策等

<回答>

基本的には、貴社の経営方針を支持する計画です。一方で、回答書に記載のとおり、弊社は、事業会社とも外部資金を利用するファンドとも異なり、投資期間が限定されず、貴社経営陣とともに、上場会社やファンド傘下の会社では実行できないような長期的な成長・企業価値向上を目指した投資等が可能と自負しております。そこで、貴社の経営方針をベースとして、貴社との誠実かつ真摯な協議を通して、貴社企業価値の最大化に向けた施策について意見交換をさせて頂く中で、貴社の成長性についての更なる理解を深め、貴社との間で長期的な関係を構築することを前提として、追加的な企業価値向上に資する建設的な施策を提案させていただく所存です。

以上

貴社非公開化におかれての選択肢の比較 (1/2)

インフロンニア案

前田建設が実権を握るインフロンニア・ホールディングスのグループ全体の競争力を中長期的に強化する為に一子会社として参画する買収提案

- 前田建設が目指してきた事業領域へ注力
- ☒ 統合後の持株会社の具体的な体制や貴社からの取締役・役員への参画について不明
- ☒ 少なくとも過去の敵対的TOB後のPMIにおいては、前田道路の生え抜きの取締役や執行役員は退職に追いやられた
- ☒ 現状、各社の独立性を尊重した構成にはなっていない
- ☒ 子会社各社が独自の財務戦略を策定することを廃止し、前田建設が実権を握る持株会社にて資金を一元管理する体制としたキャッシュマネジメントシステム
- ☒ 貴社の中長期的な企業価値向上に必要な成長資金を持株会社から適切に分配されるかについては体制上不明瞭

概要

全社戦略の方向性

経営の意思決定体制

財務戦略・投資計画の意思決定権

従業員雇用の維持

シナジー

オファー価格

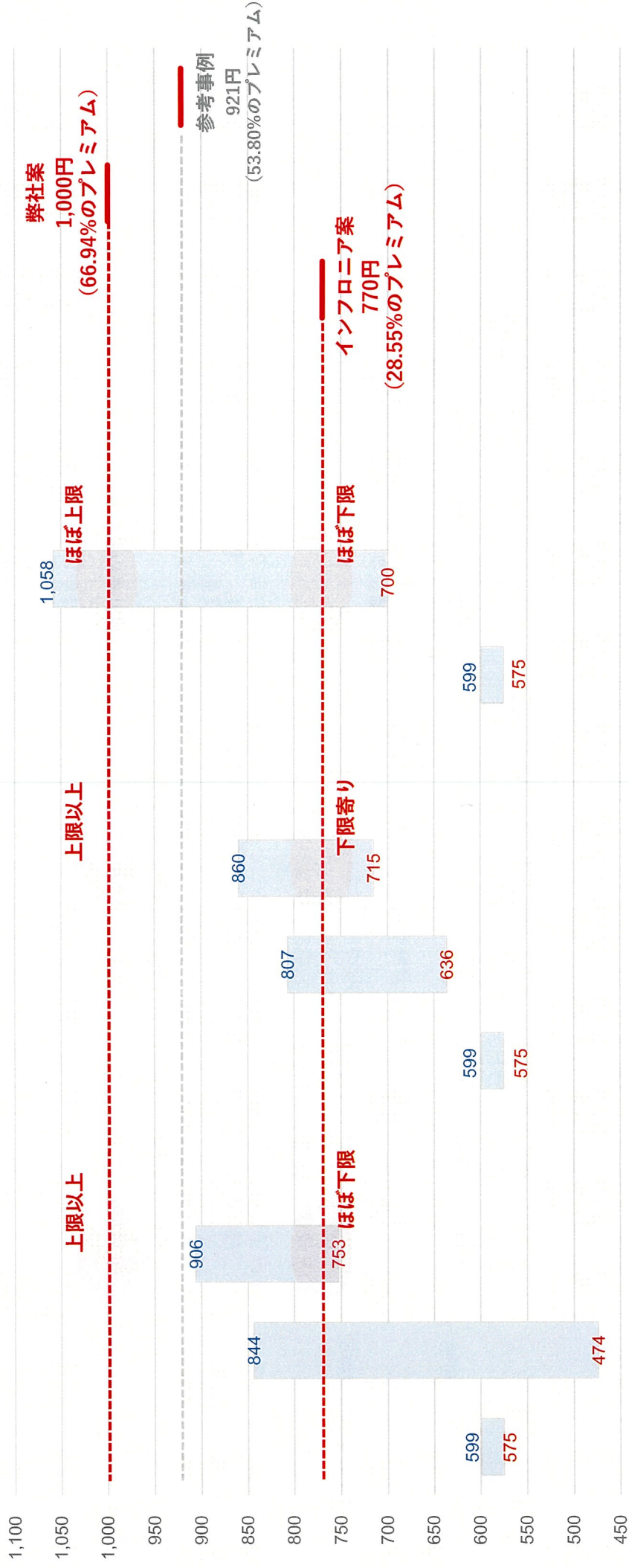
弊社案

創立100周年を迎える“東洋建設”が更なる飛躍の為に変革し、独立自尊の精神で中長期的な企業価値向上を目指す為の非上場化提案

- 東洋建設が中期経営計画を超えて、創立100周年に向けて目指してきたレジリエント企業へ変貌することに注力
- ☑ これまでの独立自尊の経営体制を維持
- ☑ 取締役及び執行役は全員維持
- ☑ これまで通り、“東洋建設”の為の財務戦略を策定可能
- ☑ 毎年、“東洋建設”の中長期的な企業価値向上に必要な成長投資を実施。必要に応じて追加的な成長投資の為の資金を弊ファミリーオフィスより投入
- ☑ 全社員の雇いを維持
- ☑ 弊社のグローバルなスタートアップ投資を通じた主にブロックチェーンテクノロジー領域やDX領域の投資先企業との提携やネットワークの活用により、洋上風力をはじめとする新規事業領域での活路を見出す提携や真の意味でのDX化促進が可能
- ☑ 1,000円（貴社の成長性を織り込んだ66.94%のプレミアムム）

☒ 770円（28.55%だけのプレミアムム）

貴社非公開化におかれての選択肢の比較 (2/2)



参照すべき他類似事例は、経済産業省が公正なM&A指針を公表した2019年6月28日から2021年12月31日までの期間における発行者又は支配株主以外の者による非公開化を目的とした公開買付けの成立事例（開示書類にマネジメント・バイアウト（MBO）と記載されている事例を除いた35件）において付与されたプレミアムの実例を参照

2022年4月15日

東洋建設株式会社
取締役会 御中



**Yamauchi
No.10
Family Office**

Yamauchi-No.10 Family Office

東京都港区六本木6丁目2番35号4階

最高投資責任者

村上 皓亮

拝啓

時下益々ご清祥のこととお慶び申し上げます。

Yamauchi-No.10 Family Office（以下、「弊社」といいます。）は、任天堂創業家一族である山内家を背景に持つファミリーオフィスです。一族の資産を運用し、永続的な社会への貢献を目指し、フィランソロピー事業、インキュベーション事業と同時に、投資事業を営んでおります。この度は、唐突なご連絡となりましたことをご容赦いただければと存じます。弊社の詳細につきましては、本書簡末尾を御笑覧賜ればと存じます。

この度、本日4月15日付の日本経済新聞朝刊において、弊社の投資会社（WK1 Limited、WK2 Limited、WK3 Limited。100%弊社資金にて運用。）が貴社株式を純投資として保有している旨掲載されましたが、それを受け、弊社として、貴社株式を保有している背景、想いについて貴社にお伝えさせていただきたく、本書簡を送付差し上げました。

弊社は、これらの投資会社を通じて、2022年4月14日付で、貴社株式の発行済株式総数に対して計25.28%の株式を所有しています。これらの投資会社は、現時点において純投資として買付を進めており、経営陣の皆様とは貴社の長期的な企業価値向上にむけて建設的な対話を進めたく考えております。当然ながら、貴社経営陣とは友好的な関係を築いていくことを前提としており、決して敵対的な関係になることは想定しておりません。

ご多忙の折に大変恐縮ではございますが、来週にでも一度、貴社との対話の場を設けて頂けますと幸甚に存じます。対話に際しましては、コロナ禍の折ではございますが、感染対策を徹底の上、直接貴社の皆様とお会いできれば幸いです。ご検討のほどよろしくお願い申し上げます。

貴社株式を保有している背景、想い

今回のインフロニア・ホールディングス（以下、「インフロニア」といいます。）による完全子会社化（以下、「本完全子会社化」といいます。）を目的とした貴社株式への公開買付の実施につきましては、貴社本来の成長性など様々な点において由々しき事態と思いました。貴社は、有数の海洋土木の技術・ノウハウを持つ、独立自尊の経営によってこれから長期的に企業価値の向上を果たせる会社だと考えていただけに、買収されることを決められたとのこと大変驚きました。

インフロニアは、数年後には創立 100 周年を迎える“東洋建設にとって”長期的な企業価値向上に資する正しいパートナーでしょうか。

前田道路の中興の祖とも呼ばれる岡部正嗣氏が 2020 年 1 月 9 日に亡くなった直後の 1 月 20 日に起きた前田道路へ敵対的買収、その後の PMI、ホールディングス化後の体制をみる限り、東洋建設がその体制に参画した場合、東洋建設としての企業価値向上に資するどころか、企業価値を毀損してしまう結末となってしまうのではないかと危惧しております。元代表取締役社長の今枝良三氏、元取締役管理本部長経営企画部管掌の藤井薫氏をはじめとして、今の前田道路を築き、経営哲学を継承してこられた多くの生え抜きの取締役と執行役を退職に追いやる役員人事。子会社各社が独自の財務戦略を策定することを廃止し、資金を一元管理することで、“前田建設が”注力する事業に自由に資金を使える体制としたキャッシュマネジメントシステム。東洋建設についても、同じ未来が見えてしまうのは私だけでしょうか。

公表資料からは、貴社がインフロニアの子会社となった後のホールディングスの具体的な体制や貴社からの取締役・役員への参画について、何も記載が見当たりません。今後、競合他社と引き続き伍していくためには洋上風力や海外事業の為に 100 億円を優に超える成長投資をしていかなければいけないと推察しておりますが、独自の財務戦略の決定権をもつことについても、記載が見当たりません。貴社の企業価値の源泉である従業員の方々の雇用の維持の方針についても記載が見当たりません。また、インフロニアとでないと実現されない明確なシナジーも見当たりません。貴社が強みとする海洋土木の領域では、PPP・コンセッションは多くないはずですが、実際に、貴社中期経営計画の中でもコンセッション事業などキーワードとしても出てこず、貴社が強みとしている海洋土木などではコンセッション事業は期待できる領域とは考えていないと推察しております。働き方改革や生産人口減少に対応する担い手の確保や、生産性向上に対する DX 対応といったソフトな話も、他社との緩やかな事業提携ではなくインフロニアによる 100%子会社化でなければ実現できないことでは全くないと存じます。

そもそも請負事業である建築事業を伸ばしていく貴社の経営方針と、脱請負を強烈に進めようとしているインフロニアの経営方針は逆の方向を向いており、相容れない思想なのではないかと懸念しております。貴社は中期経営計画の中で、自らの事業を国内土木事業、国内建築事業、海外建設事業の 3 分野に大別した上で、今後 10 年間で受注金額にてもっとも大きな増加を目指しているのは国内建築事業であるとしています。貴社の今後 10 年という長期ビジョンの中では請負事業である建築事業を伸ばしていく経営方針であり、脱請負を推し進め、PPP・コンセッション事業を拡大させようとしているインフロニアとは目指す方向性が全くもって違うことは明白です。

貴社がインフロニアの子会社となることが、果たして“東洋建設”の中長期的な企業価値の向上に資するのか、私どもは心から危惧しております。

また、弊社は、貴社株式の約 20%を保有する前田建設を傘下に持つインフロニア側の主導により、本完全子会社化を目的とした株式公開買付は結論ありきで進まれていたのではないかと懸念しており、少なくとも貴社株主の視点から見れば、そのように受け止められても致し方ない経緯と外形となっています。

公開買付者たるインフロニアが本年 3 月 2 日に正式な意向表明書を貴社に交付し、3 月 18 日に、公開買付価格を 770 円として公開買付を実施することにつき貴社との間で合意に至っていますが、正式な意向表明書交付から公開買付価格の合意に至るまでの期間がわずか 13 営業日と短く、十分な検討がなされたのか懸念しております。関東財務局にはどんなに遅くとも公開買付発表日の 3 週間前には公開買付届出書のドラフトを提出しなければ公開買付の実施はスケジュールとして機能しないのが公開買付の実務である中、貴社への意向表明から 13 営業日で公表まで至っているところから、本公開買付の実施が前提になっていたのではないかと推察しております。

3 月 17 日に 770 円が最終提案としてきたインフロニアに対し、貴社は一般株主の利益の最大化を図るため交渉を続けるべきであるとし、インフロニアの代表執行役社長と価格の引き上げを求める方針でトップ協議を 3 月 18 日に行ったものの、その結果としては、公開買付者は公開買付価格について変更せず合意に至っておりますが、これもまた極めて短い検討・協議期間となっており、インフロニアと貴社との間でシナジー等についてより深い議論を講じることはできなかったと考えております。公開買付届出書及び貴社プレスリリースにおいても、貴社のアドバイザーによる株式価値算定、貴社特別委員会のアドバイザーによる株式価値算定、及びインフロニアのアドバイザーによる株式価値算定においても、シナジー効果については具体的に見積もることが困難であるため DCF 分析に用いた事業見直しには加味されていないと記載されています。貴社が、海上土木工事のノウハウを持つ有数の企業であり、ユニークな技術をもつ事業価値を評価できておらず、洋上風力関連事業及び海外事業展開の成長を全く織り込んでいないと考えております。

ましてや、マーケットチェックによる価格最大化すら図ることができないスケジュールであったと思います。

今一度、東洋建設自体の企業価値向上の為のインフロニアによる本完全子会社化が果たして最もよい選択肢であるのか再検討して頂きたく存じます。少し時間をかけてでも、独立自尊の精神をもって経営をすることないしは、他に新たなより相応しいパートナーを探すことを検討することが良いのではないのでしょうか。

Yamauchi No.10 Family Office は、哲学やレガシーを紡ぎ、挑戦するチェンジオリエンテッドな経営者を支援すべく、時には厳しいことも対話の中で申し上げます。すべては、東洋建設の長期的な企業価値向上、従業員の皆様の未来、株主を含むすべてのステークホルダーの為です。僭越ではありますが、株主である私どもとしても、経営陣の皆様と同じくらの想いで東洋建設のことを考えております。一度対話の機会を頂戴できますと幸いです。

Yamauchi-No.10 Family Office について

「挑戦と、生きていく。」

Yamauchi-No.10 Family Office は、任天堂創業家一族 山内家を背景に持つファミリーオフィスです。

かつて山内家の先代たちは、「娯楽」を生業として子どもたちの夢や想像力を育くんできた任天堂を、独創性、チャレンジ精神、先見性、ユーザー思考によって、今日の世界的なゲームメーカーへと成長させました。彼らの意志を継承し、熱中できるモノを持ち、もっと自由に「挑戦できる」未来を叶える為、時代を担う様々な挑戦者たちを支援すること、そして私たち自身も挑戦を続けていくことが、私たちの使命です。

弊社投資運用部においても、誰もが熱中し、もっと自由に挑戦できる未来を叶える為、革新的なテクノロジーにより世界の人々の生活を豊かにし、未来をより良い方向に動かす挑戦者を支援しております。これまで多くの挑戦者に新しい視座と包括的なリソースを提供し、次代の挑戦への旅を共にするパートナーとして歩んできました。

「世界有数の技術革新国家の称号を取り戻すのは無理だ。仕方がない。」と傍観者は言うが、私たちは仕方がないで終わらせません。魅力的な事業、人材、技術、哲学、資産、歴史を有する企業の本源的な価値の開放に共に尽力していきます。

失敗を恐れては、革新は望めない。安定を求めては、停滞しか生まれない。

日本がもう一度、挑戦に満ちた国へと生まれ変わるために。

常に今の常識を疑い、未来を大きく良い方向へ動かす次代のリーダーの情熱と信念を、その実現に向け、共に常識の外枠へ挑んでまいります。

敬具

2022年4月18日

Yamauchi-No.10 Family Office

最高投資責任者

村上 皓亮 様

東洋建設株式会社

代表取締役 専務執行役員

経営管理本部長兼サステナビリティ担当

藪下 貴弘



質 問 書

拝啓 時下益々ご清祥のことと存じます。

貴社の2022年4月15日付け書簡(以下「4月15日付け書簡」といいます。)を受領致しました。当社は、4月15日付け書簡により、貴社が、貴社の投資会社であるWK 1 Limited、WK 2 Limited 及びWK 3 Limited(以下、併せて「貴社投資会社」といいます。)を通じて、当社の発行済株式総数の25.28%に相当する当社株式を保有していることを把握するに至りました。しかしながら、このように大量の当社株式を取得されたにも拘らず、貴社投資会社が提出された2022年4月15日付け「変更報告書No.7」では、その保有目的は「純投資」としか記載されておらず、当社としては、貴社投資会社が具体的にどのような目的・方針で当社株式を買い増し続けているのかが分からず、大変に困惑しております。

ご案内のとおり、インフロニア・ホールディングス株式会社(以下「インフロニア」といいます。)の2022年3月23日付け公開買付届出書に記載のとおり、現在、インフロニアによる当社株式に対する公開買付け(以下「本件公開買付け」といいます。)が実施されており、公開買付届出書、意見表明報告書等において様々な開示がなされている中で、貴社及び貴社投資会社(以下「貴社ら」といいます。)が、市場内において、取得目標株式数、当社株式の1株当たり取得価格の上限額、当社株式の大量取得後における当社株式の処理方針等につき何ら明らかにされないままに当社株式の買付けを進められた場合、当社の一般株主としては、本件公開買付けに応募する場合と市場において当社株式を売却する場合との比較が非常に困難となり、情報開示の面から非常に問題があると考えております。このことは、当社の株主の皆様共同の利益をも害する可能性があると言わざるを得ず、当社としては非常に遺憾に存じております。

4月15日付け書簡でご提案頂いております、貴社と当社とのご面談につきましては、当社としても応じさせて頂きたいと考えておりますが、別紙記載の事項について、当該面談の前に予めご回答頂きますようお願い致します。

なお、貴社らと当社とのやり取りの状況及び貴社らからご回答頂いた内容につきましては、当社の一般株主及び投資家に対する適切な情報提供の観点から、プレスリリース等の方法により公表させて頂く可能性がありますので、悪しからずご承知おき頂けましたら幸いに存じます。

敬 具

<写し送付先>

Yamauchi-No.10 Family Office

山内 万丈 様

<写し送付先>

東洋建設株式会社 特別委員会

ご質問事項

1. インサイダー取引規制及び情報の目的外利用禁止義務について

当社は、Aslead Capital Pte. Ltd. (以下「アスリード」といいます。)に対して当社の資本政策の検討等を依頼しており、それを通じて様々な未公表情報をアスリードに提供しましたが、その際、貴社の最高投資責任者である村上皓亮氏(以下「村上氏」といいます。)が、アスリードにおいて当該案件に関与されていたことはご高承のとおりです。そのため、大変遺憾ではございますが、当社と致しましては、①貴社ら又は村上氏が、金融商品取引法のインサイダー取引規制上の当社に関する未公表の重要事実を知っている可能性、②村上氏が、アスリード及び当社間の2020年10月1日付け「アドバイザリー業務委託契約書」(以下「本件アドバイザリー契約」という。)においてその目的外の利用を禁じられている情報(本件アドバイザリー契約第4条第1項、同条第4項、第5条第3項)を利用して当社株式の取得を行っている可能性が否定できないと考えております。

つきましては、貴社投資会社による当社株式の買付けが、①金融商品取引法上のインサイダー取引規制に違反していないこと、②村上氏が当社に対して負っている本件アドバイザリー契約上の義務に違反していないか否かにつき、客観的な資料を基にご説明を頂きたく存じます。

2. 貴社らによる当社株式の買付けに関する事項

貴社らによる当社株式の買付けに関する以下の事項についてご説明を頂きたく存じます。

- (1) 貴社らそれぞれの、①設立準拠法、②事業内容、③代表者及び他の役員の氏名・経歴、④株主・出資者の概要、⑤投資方針
- (2) 貴社らが現在保有している当社株式の①保有目的、②今後の保有方針、③今後の処分予定・処分方法、及び、④当社株式の取得に際しての外国為替及び外国貿易法(以下「外為法」といいます。)その他の適用法令上の手続の履践・遵守の状況(ご高承のことと存じますが、当社は外為法上のコア業種を営んでおります。)
- (3) 貴社らが企図されている今後における当社株式の買付けの①目的、②方法(市場における買付け、公開買付け等)、③時期、④内容(最大で何%まで買い付ける予

定であるか等)

- (4) 貴社らが企図されている買付けの完了後の当社及び当社グループの①経営方針、②事業計画、③財務計画、④資金計画、⑤投資計画、⑥資本政策及び⑦配当政策等

以 上