



REBUILD  
TOYO

# Rebuild TOYO: 東洋建設のガバナンスの再構築に向けて

「健全なガバナンス」と「公正な検討プロセス」の実現を通じた企業価値及び株主価値の最大化

2023年3月1日

## 1. 東洋建設への買収提案からこれまでの背景



Yamauchi  
No.10  
Family Office



## 本資料の構成

---

※本資料に記載の内容には、YFOの方針・見解・意見のほか、東洋建設との協議の経緯が含まれておりますが、それらはいずれも東洋建設の株主及び投資家の皆様の判断に必要最小限の内容であり、東洋建設との守秘義務契約上も明示的に開示が認められています。

# 本資料の構成

## 本連載資料公表の目的

- 本連載資料では、私たちが日本でこのような投資事業に取り組む想い、東洋建設の目指すべき成長戦略についてのYFOの考えをはじめとして、これまでの協議の真実、改善すべきガバナンス上の問題点を詳らかにするとともに、長期的な企業価値・株主価値最大化へ向けての今後のYFOの方針を皆様へお伝えすることを目的としております。
- これらの一連の資料では、これまで明らかになっていない事実や、今後の方針の詳細など多岐にわたる重要な点を公表してまいります。東洋建設の株主・投資家や従業員などステークホルダーの皆様にとって、わかりやすくご理解いただくため、各パートに分けて順次連載形式にて公表してまいります。

## 0. はじめに

2023年3月1日公開

## 1. 東洋建設への買収提案からこれまでの背景

2023年3月1日公開

## 2. 新たな対応方針とその目的

一両日中に公開予定

## 3. Coming soon...

以降、順次公開予定

## 1. 東洋建設への買収提案からこれまでの背景

- YFOによる東洋建設への投資の目的
- YFOによる東洋建設への真摯なエンゲージメント
- 企業価値向上策の概略 - 東洋建設の抱える固有の経営課題
- 企業価値向上策の概略 - 東洋建設の抱える経営課題への施策①
- 企業価値向上策の概略 - 東洋建設の抱える経営課題への施策②
- 企業価値向上策の概略 - 東洋建設の抱える経営課題への施策③
- 企業価値向上策の概略 - 企業価値向上への定量的インパクトの試算
- 株主価値最大化に資するYFOの買収提案
- 海洋土木事業のステークホルダーを尊重した枠組みの提案
- 全てのステークホルダーの利益に適うYFO提案
- まとめ



# 1. 東洋建設への買収提案からこれまでの背景

---



## “東洋建設の潜在力を解き放つ。”

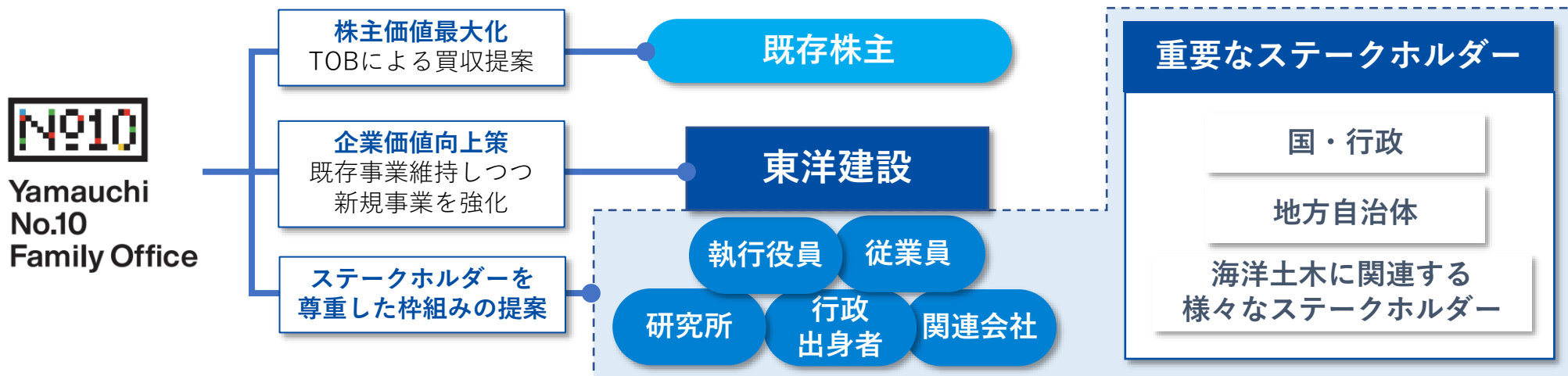
- YFOが東洋建設に投資した目的は、**東洋建設の潜在力を解き放つ**ことにあります。
- 2022年3月22日、東洋建設は、シナジーを生み出すことが難しいと考えるインフロニアHDによる子会社化を受け入れ、インフロニアHDによる公開買付けに賛同しました。一株当たり770円という公開買付価格についても、東洋建設の潜在性を過小評価したものとYFOは考えております。
- YFOとしては、海洋建設最大手3社の一角として、技術の研鑽により様々な社会課題に貢献してきた東洋建設の使命に共感しており、YFOが非公開化した場合、その経営姿勢を維持しつつも、新たなテクノロジーを活用しながら、新たな成長領域へ事業を伸ばすことにより、さらなる企業価値向上の実現が可能だと考えました。
- また、YFOは、その特徴から、将来成長に向けた先行投資により短期的には利益水準やキャッシュ・フローの悪化が生ずる可能性があったとしても、長期的に真の成長・企業価値向上が見込まれる投資に対しては超長期的かつ柔軟に取り組むことができ、**東洋建設の長期的な事業変革にコミットすることが可能**であると考えております。
- そこで、YFOが、インフロニアHDに代わり、東洋建設を非公開化し、企業価値向上策の施策を東洋建設と協力して実行することにより、東洋建設自身の超長期的な成長を支援していくことがあらゆる側面から最善と考え、東洋建設に対して買収提案を行っております。

これまでのYFOのプレスリリース：[https://prtmes.jp/main/html/searchrlp/company\\_id/71768](https://prtmes.jp/main/html/searchrlp/company_id/71768)

# YFOによる東洋建設への真摯なエンゲージメント

## 会社及び株主の利益の為の、これまでの私たちの真摯なエンゲージメントの姿勢

- YFOは、東洋建設の企業価値向上の実現のために、東洋建設の歴史やステークホルダーの重要性の理解に加え、経営環境・経営基盤、事業・業界の動向などの把握に努め、東洋建設との間でも、**これまでに20回、計40時間以上に及ぶ現経営陣との協議に真摯に向き合ってきました。**そして、**これまで計6回に亘って、合計206ページに及ぶ企業価値向上策や詳細な経営施策、想定される価値創造インパクトを含む追加説明資料を提示してきました。**
- 更には、経営陣に、**会社及び株主の利益のために、形でなく、真に“IN GOOD FAITH”で、真摯な検討・意思決定を講じていただくことを目的として、上場株式への投資としては極めて異例ながら、2023年5月24日までの1年間、追加の買付け行為や合意なき買収をしないという誓約も提出し、その誓約を履行してきました。**
- その間も、YFOは、関係当局出身者・業界専門家の方々などと対話を図り、東洋建設の状況や固有の経営課題を分析してまいりました。これらの結果を勘案して策定されたYFOの企業価値向上策は、東洋建設に短期的かつ劇的なコア事業の変化を求めるものではなく、海洋土木事業を中心とする重要なステークホルダーへの向き合い方や運営の在り方は尊重しながら、その一方で新たな成長領域を伸ばしていくことを前提としています。





## YFOが提示した企業価値向上策の概要

---



## YFOが認識する東洋建設の経営課題

- 1 構造的変化に対する**ビジョン・変革意識**の欠如と、中長期の**変革プログラムの全体像・ロードマップ**がないこと
- 2 事業成長を実現するための**経営システム/ガバナンス**の仕組みの整備不足
- 3 各事業において**価値創出**するための**事業戦略**および**施策内容**が不十分

### 1 ビジョン とロード マップ

- “Being a resilient company”を掲げ経営理念の実践を謳う一方、夢のある企業としてのビジョン・目指す姿の打出しが不足。若者および優秀な人材に対する訴求力が不足（対象者の新卒採用実績は直近3年で大きく減少、女性採用人数も減少傾向）
- 将来の構造的変化に対応する事業ポートフォリオのあり方/各事業の役割、全社変革プログラムおよびロードマップがない

### 2 経営 システム

- 港湾公共土木事業にて、高い採算を維持するために最適化された経営システムを構築する一方、**民間建築・洋上風力事業成長のための経営システムが整備されていない**
  - 資本コストの考え方を入れた投資案件の審査の仕組みが整備されていない
  - 工事採算に関しては事業本部に一任、経企等管理部門によるハードルレート設定もしていない状況。採算性に対するチェックがPL責任を持つ事業部に一任されており、経営としてのリスク管理の仕組みに課題がある

### 3 各事業の 価値向上 施策

- **建設事業における営業戦略および利益管理能力が不足**している
  - 建築民間事業は戦略的フォーカスが不足、リソースが分散。小規模プレイヤーとして事業競争力が強化され難い構造
  - 海外事業は明確な競争優位性が見えない中、低採算エリアを維持、成長させるといふ事業計画を推進している
  - 受注後の利益回復により採算を向上していく仕組み。見積り時点での原価低減が不十分となり、受注機会損失または下振れリスクが発生する懸念
- **洋上風力事業の成長戦略および投資意思決定の仕組の欠如**
  - 巨大な潜在的成長機会がある一方、従来の建設請負事業と異なる事業モデルの構築が必要な事業
  - 成長戦略がないままケーブル敷設船への投資が方針決定される等投資意思決定の仕組み、リスク管理に問題がある

# 企業価値向上策の概略 - 東洋建設の抱える経営課題への施策①

## ①YFOの提案：ビジョンとロードマップ

- 夢のあるビジョンおよび成長の意思の打ち出し
- まずはコア事業を強化、収益・財務基盤を強固なものとし、新たな成長領域へ積極的に投資・挑んでいくプログラム
- ビジョンを共有し長期的にコミットした投資家と共にこの変革プログラムを推進していくべき



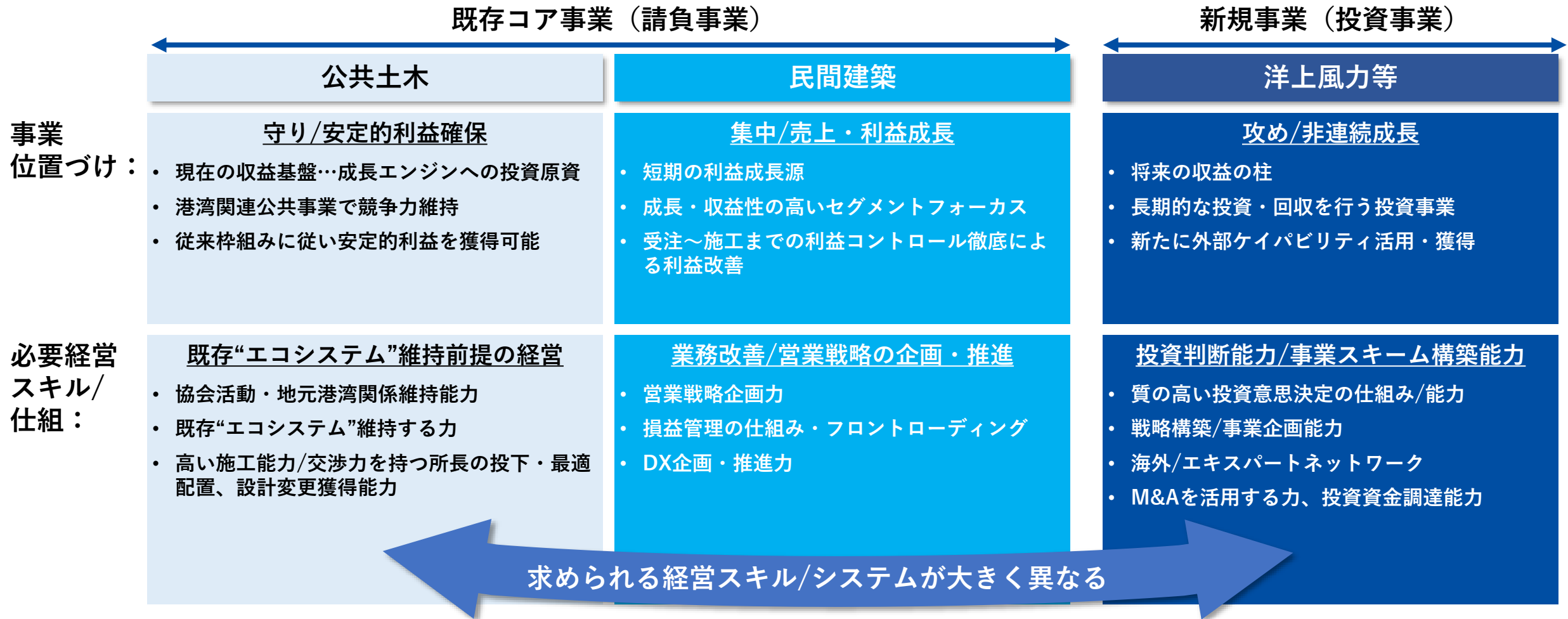
## 将来ビジョン (案)

- 海洋建設技術で次代の社会課題を解決する企業
- 海洋エネルギー領域において最も競争力のあるコントラクター
- 海洋領域における技術・データのプラットフォーム

# 企業価値向上策の概略 - 東洋建設の抱える経営課題への施策②

## ②YFOの提案：経営システム

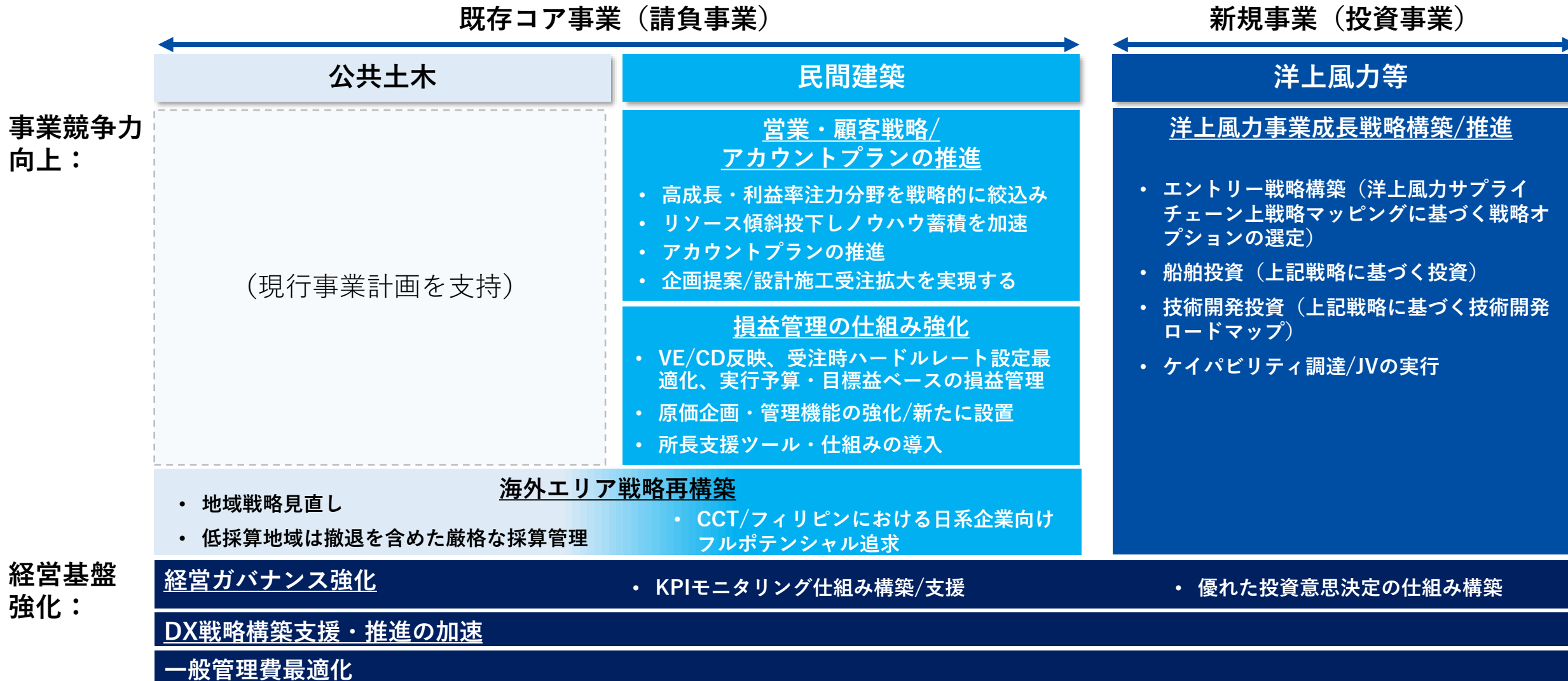
- 各事業の戦略上の位置づけおよびミッションが大きく異なる
- その実現に求められる各事業の経営スキル/システムが大きく異なっている（特に公共土木と洋上風力）
- 各事業に最適化された経営システムおよびマネジメント人材を整備・拡充すべき



# 企業価値向上策の概略 - 東洋建設の抱える経営課題への施策③

## ③YFOの提案：各事業の価値向上施策

- 変革を推進するインフラとしてまずは全社的な経営意思決定にかかるガバナンス基盤を強化することが必要
- 同時に、民間建築および洋上風力事業を中心に価値向上インパクトの大きい施策を徹底して推進

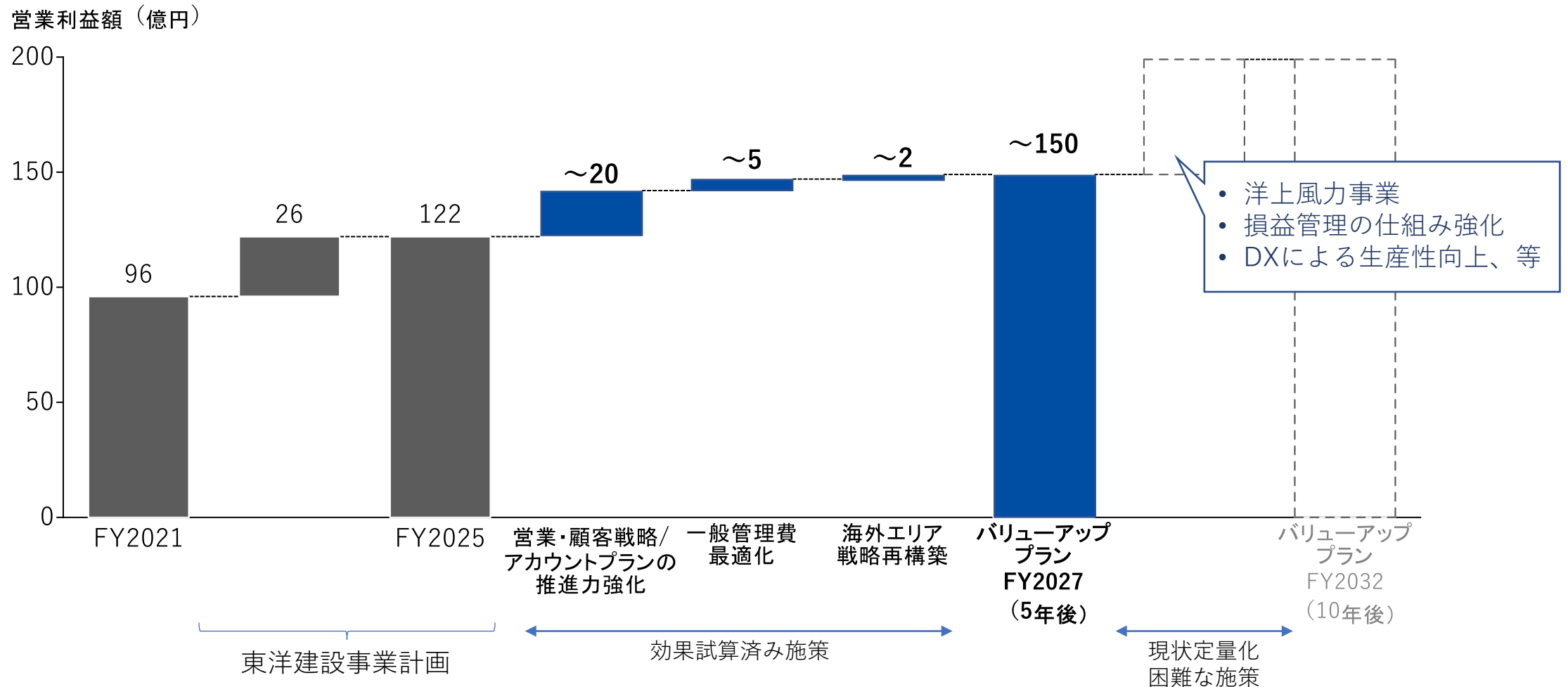




# 企業価値向上策の概略 - 企業価値向上への定量的インパクトの試算

## YFOの成長戦略による企業価値向上のインパクトの試算

- 定量化できる施策のみで、東洋建設事業計画に対して、**~30億円のアップサイド**が存在すると想定
- 加えて、定量化が難しいものの、長期的に取り組むべき**潜在的価値向上余地の大きい施策がいくつか存在**すると認識
- 将来成長に向けた先行投資により**足元の数年のキャッシュフローは一時的に減少**する可能性





## 株主価値最大化とステークホルダーの尊重

---

# 株主価値最大化に資するYFOの買収提案

- インフロニアHDによる非公開化を前提とする公開買付価格は1株あたり770円だった一方、YFOによる買収提案においては、それを**230円（29.9%）上回る一株当たり1,000円を提示**しています。
- この価格は、東洋建設のこれまでの株価の推移に照らしても、2006年以降約17年実現していない水準にあり、株主価値の最大化に資することは明らかです。
- また、東洋建設の経営陣からは、上場を維持したまま事業継続した場合には、YFO買収提案が提案する1000円はおろか、東洋建設のPBR1倍（約737円）を超える株式価値の実現は困難であると説明を受けております。

## インフロニアHDとYFOの公開買付価格の比較

	インフロニア提案*	他事例のプレミアム平均値**	YFO提案*
対3月18日終値	28.55%	46.30%	66.94%
対過去1カ月間	30.07%	49.40%	68.92%
対過去3カ月間	33.22%	52.30%	73.01%
対過去6カ月間	33.91%	52.80%	73.91%

\*インフロニア提案とYFO提案の数値については、インフロニアHDによる公開買付けの公表日から過去1ヶ月間（2022年2月21日から2022年3月18日まで）、過去3ヶ月間（2021年12月20日から2022年3月18日まで）、過去6ヶ月間（2021年9月21日から2022年3月18日まで）の終値単純平均値に対するプレミアム。

\*\*「他事例のプレミアム平均値」とは、経済産業省が構成M&A指針を公表した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（97件）において付与されたプレミアムの水準。

# 海洋土木事業のステークホルダーを尊重した枠組みの提案

- YFOは、東洋建設の既存の事業基盤を維持・強化するため、ステークホルダーとの関係性・向き合い方にも配慮した具体的な提案を行っています。**YFOとしては、今後もこの基本的な枠組みを維持することをお約束します。**

海洋土木領域の基盤を維持	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 海洋土木領域の基盤を尊重し、現行の態様にて維持</li><li>■ 事業運営については、海洋土木事業出身の取締役及び執行役員に一任</li><li>■ 具体的には、事業戦略・技術戦略・取引先等の利害関係者との信頼関係の深耕などの審議・決定について、海洋土木経営会議（仮）を設営し、同経営会議体にて意思決定を行う。海洋土木事業出身者を議長とし、海洋土木事業出身の取締役及び執行役員に運営を一任（審議・決定については適宜取締役会で報告をいただくものの、買付者らは当該会議の審議・決定には関与しない）</li></ul>
海洋土木領域以外での事業支援 （民間・新規事業領域）	<ul style="list-style-type: none"><li>■ YFOより経営方針及び企業価値向上策の施策の事業支援</li></ul>
従業員の皆様の地位の維持	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 従業員の総体としての雇用及び雇用条件を最低10年間原則維持</li></ul>
役員の皆様の地位の維持	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 買付実施時点における業務執行取締役について基本的に任用を維持する方針</li></ul>
商号及び商標の維持	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 東洋建設の商号及び商標を変えることなく将来に亘って維持</li></ul>

**インフラ提案には存在しない、東洋建設の基盤を守るためのコミット**



# 全てのステークホルダーの利益に適うYFO提案

- YFOは、上場会社のように短期的な業績動向にとらわれる必要がなく、また、ファミリーオフィスとして投資回収期間の制約がないことから、他の提案者よりも長期的な目線で東洋建設の成長を後押しすることが可能です。
- 具体的には、1株あたり770円を提示し、その後も東洋建設からの要請に対して公開買付価格の引き上げを行わなかったインフロニアHDとは異なり、東洋建設の超長期的な成長を支援することで、一株当たり1,000円という金額面だけでなく、従業員の方々の処遇やステークホルダーとの関係にも配慮した具体的かつ優位性のある提案を行っています。

	インフロニア提案		YFO提案
買収方法	TOBによる100%買収	=	TOBによる100%買収
TOB価格	1株あたり <b>770</b> 円	<	1株あたり <b>1,000</b> 円
経営方針	“今後検討”	<	計 <b>6</b> 回に亘り <b>詳細な企業価値向上策</b> を提出
従業員の処遇	特になし	<	最低 <b>10</b> 年間の <b>雇用</b> 及び <b>雇用条件</b> の <b>原則維持</b>
ステークホルダーとの関係	特になし	<	<b>海洋土木事業の仕組みの存続</b>



## YFOの考え・コミットメント

- 以上のように、YFOの提案は、企業価値と株主価値の向上を目指すだけでなく、従業員の方々の雇用やステークホルダーとの向き合い方に至るまで、東洋建設の社会的使命への共感を基に、最大限の配慮と工夫をしております。
- こうした観点から、YFOの非公開化の提案は、これまでの株主至上主義や、逆に資本市場のルールから逸脱した特定の株主を優先するような旧弊とは明らかに一線を画す、日本の新しい資本市場の在り方に適うものと考えています。
- しかしながら、東洋建設の現経営陣は、インフラニアTOBに賛同した際に「対抗提案の機会を設ける」としながら、いざ実際にYFOが対抗提案を行うと、これまで、全く説明のつかない買収防衛策を導入をしたり、協議当初から「基盤崩壊論」の一点張りでYFO提案の具体的な検討・協議に応じないといった姿勢をとってきました。
- これらは、本来自社の利益に適うにもかかわらず、東洋建設の経営陣にとって不都合であるがゆえに、YFO提案を取り下げさせることを企図していたのは明らかだとYFOは考えます。
- YFOがこれに対して妥協し、自らの提案を取り下げるとは極めて容易なことです。しかしながら、株主から経営を付託されたはずの経営陣による保身ともいえる取下げ要求に応じることは、YFOとしてこれまで日本の資本市場を後退させてきた悪弊に与することになる上、日本の「変革」「挑戦」を支援するという自らの存在意義を否定することにつながると考えております。
- こうした考え・覚悟から、YFOとしては、仮に、短期的には、東洋建設の現経営陣の方々からの反発を受けることがあったとしても、東洋建設のより長期的な成長・挑戦を支援するため、新たな方針を定め、東洋建設のガバナンスの再構築（=Rebuild TOYO）を目指すことといたしました。

- 本資料は、東洋建設の株主の皆様に対して、議決権の代理行使に関する委任状の勧誘等を行うものではなく、純粋にYFOの買収提案に係る情報提供を目的としており、それ以外の用途に用いられてはなりません。
- 本資料に記載された情報は、公開情報及びYFOにおける記録に基づき記載しております。YFO、合同会社 Yamauchi - No.10 Family Office、株式会社KITE、WK1 Limited、WK2 Limited及びWK3 Limited（以下「YFOら」といいます。）は、その正確性、完全性、適切性、網羅性等について何ら保証するものではありません。
- 本資料は、YFOの独自の見解、予想、意見を示すものであり、これらは今後変わることがあり得ます。いかなる目的においても本資料に依拠してはならず、また、本資料を投資、金融、法律、税務その他の助言であると理解してはなりません。
- 本資料に含まれるいかなる情報ないし内容も、いかなる意味においても、募集、推奨、サービスや商品の販促、広告、勧誘若しくは表明と解釈してはならず、また、いかなる投資商品の売買若しくは証券へのいかなる投資に関する助言若しくは推奨であるとも解釈してはなりません。
- 本資料は、株主総会における議案に関し、YFOらが、東洋建設の株主を代理して議決権を行使する権限をYFOら又はその他の第三者に対して付与することを要請するものではなく、そのように解釈されてはなりません。また、東洋建設の株主に対して、YFOら又はその他の第三者を自らの代理人と定め自らに代わってその議決権を行使する権利を付与することを提案し、奨励し、勧誘し又はこれを目指すものではなく、そのように理解されてはなりません。



# REBUILD TOYO