

2022年5月10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

Yamauchi-No.10 Family Office（以下「YFO」といいます。）の2022年4月22日付け回答書（以下「4月22日回答書」といいます。）に関して、貴社より2022年4月27日付け質問事項（以下「4月27日質問書」といいます。）を2022年4月27日に受領致しました。また、2022年4月27日に貴社とのご面談を実施致しました。かかる面談結果も踏まえ、YFOとしての方針・考え及び要請事項を以下にてお伝えさせていただくとともに、4月27日質問書について別紙にてご回答申し上げます。

本回答書における用語の定義は、本回答書に別途定義する場合を除き、4月22日回答書における定義によるものとします。

### 1. はじめに

#### 貴社経営陣との友好的な協議の方針について

弊社は既にお伝えしております通り、公開買付け開始までに貴社経営陣と友好的に協議の上、今後の貴社の経営方針及び企業価値向上策について合意させていただきたいと考えております。公開買付け後の貴社の経営方針については、弊社が貴社経営陣の意見を聞かずに一方的に様々な経営方針を押し付けるようなことは決してないこと、また、貴社及び経営陣に対して敵対的なアクションを取ることは一切想定していないことを再度申し上げます。

弊社による公開買付けが成立した場合、弊社としては、株主として適切な関与・協力は惜しまない一方、貴社の経営については、基本的に貴社経営陣に委ねた上で、貴社の中期経営計画に基づき、貴社独自の中長期的な成長をサポートさせていただく所存です。弊社ネットワークを通じた外部の専門家や経験者の登用などについても、貴社と協議の上、貴社企業価値向上に意味があると判断できる場合にのみ登用することを考えています。貴社事業について弊社なりに調査し、理解を深めておりますが、下記のとおり、今後秘密保持契約を締結の上、貴社より中期経営計画の詳細についてご説明いただき、こちらからの企業価値向上策のアイデアもお示しし、公開買付け成立後の経営方針・企業価値向上策について協議の上、合意させていただくことを希望しております。

他方、経営方針の話とは別に、弊社による貴社普通株式一株当たり1,000円という買収提案の蓋然性・確度について確認されたいというご意向は理解致しますので、こちらについては、後

述のとおり補足説明致します。弊社としては、下記のとおり、貴社から受領したご質問について可能な限り誠実にご回答しており、弊社の提案も実現可能かつ真摯なものであると考えておりますので、貴社においても必要な情報のご提供及び弊社の提案について真摯にご検討いただくことを要請致します。

## 今後の進め方について

この度頂いた4月27日質問書の質問の中には、弊社を警戒されているような内容も含まれておりますが、弊社としてはあくまでも貴社と友好的に議論を進めることを求めており、貴社と敵対的なやり取りを行うことは希望しておりません。また、繰り返しになりますが、貴社と友好的に議論を行うことを前提として、貴社株式の追加取得を止めるというコミットも行っており、貴社において買収防衛策その他の対抗措置を講じるようなことも必要のない状況かと存じます。

また、特に公開買付け後の経営方針や事業計画等についてのご質問も頂いておりますが、弊社としては、原則として貴社の中期経営計画を尊重するとの方針を持ちつつ、その詳細については、貴社経営陣と友好的に協議させていただきたいと考えております。弊社としては、公表情報をベースとして貴社の事業について精査を行っておりますが、貴社との友好的な協議を望んでいる弊社としては、株主である弊社が詳細な方針や計画を決定し、株主より経営を委任されておられる貴社経営陣に対して押し付けるようなアプローチは適当とは考えておらず、そのような一方的な対応を採ることは考えておりません。また当然ながら、事業を取り巻く状況や経営課題・経営方針などに関して、株主より経営を委任され、実際に経営の任に当たっておられる貴社経営陣よりも、公開情報にしかアクセスできない弊社の方がより精通しているという事はありえません。したがって、このタイミングで弊社から公開買付け後の経営方針について一方的に押し付けるような説明を行うのは適切ではなく、まずは、貴社経営陣より詳細な経営方針・事業計画をお伺いし、弊社が貴社の事業についての理解を深め、経営課題・経営方針について貴社と建設的な議論を行うのが適切な進め方であると考えております。これは、株主より経営を委任され、株主共同の利益を守るべく、公開買付者以外にも貴社株式の対抗的な買付け等を行う機会を確保し、もって公開買付けの公正性を担保することを企図している貴社経営陣の皆様としても必要なプロセスであると理解しております。

このため、具体的には、貴社との間で秘密保持契約を締結した上で、必要な範囲でより詳細な事業計画や経営方針についてご開示・ご説明いただき、弊社からも企業価値向上策のアイデア等を共有させていただくプロセスを想定しております。弊社からの企業価値向上策のアイデアや貴社との経営方針・企業価値向上策の協議の内容については、インフロニア他の第三者に開示されたり、あるいは公表されたりした場合には競合他社がそれらの戦略を模倣し、そもそも貴社における企業価値向上策の実現が困難になってしまうことも想定されるため、秘密保持契約の締結した上で協議を深めたいと考えております。したがって、早急に、双務の秘密保持契約を締結し、協議を進めたく存じます。

また、現在、弊社との再度の面談設定をご調整いただいていることも感謝致します。なお、貴社との面談において、弊社はYFOの最高投資責任者が出席し、弊社を代表する意見を述べております。したがって、貴社におかれましても、面談における貴社経営陣のご発言は、貴社を代表する意見として述べられていると理解しております。

## 2. インフロニアによる公開買付けに対する賛同表明維持の再検討のお願い

4月28日にインフロニアによる公開買付けに対する応募推奨を取り下げられたことについては、弊社による賛同表明及び応募推奨の可及的速やかな撤回の要請を一部受け入れて頂いたものと評価しております。しかし、この度応募推奨は取り下げられましたが、インフロニアによ

る買収は貴社の企業価値向上には資するため賛同表明は維持するとの判断をされました。インフロニアの完全子会社である前田建設は対象者株式を継続的に 20%超保有しており、かつその出身者が対象者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に加えて、弊社から一株当たり 1,000 円での買収提案をさせて頂いており、貴社株式の市場価格がインフロニアの公開買付価格 770 円を上回って推移し続けているにも関わらず、引き続き株主共同の利益を毀損するインフロニアによる低い公開買付価格に対して賛同表明を維持されている状況は、一般株主から見ると、市場価格よりも低いインフロニアの公開買付価格によるスクイズアウトの可能性を危惧し、対象者株式を売却しなければならないと考えせしめられる不当な強圧性が引き続き生じています。したがって、可及的速やかに賛同表明も撤回されることを要請します。

加えて、この度頂いた 4 月 27 日質問書の質問 4.(2)③の中で、貴社は、前田建設とはこれまで民間工事における共同受注や共同研究開発、人材交流等によるシナジーを創出してきており、弊社による貴社の非公開化後には今後のインフロニアグループとの関係は解消されるとの認識であり、こうした状況の中では、少なからず国内土木・建築事業を含めた既存の事業運営にマイナスの影響が出るものと考えているとの見解を述べられております。この点、弊社は、貴社の過去の有価証券報告書や公表資料を拝見するに、貴社と前田建設との関係が貴社の事業運営にとってそこまで重大な影響を与えるものとは考えておりませんでした。しかし、一般株主の視点からは、上記の質問部分に示された貴社のご見解は、貴社と前田建設との間で強い事業上の関係が存在するかのように捉えられ、インフロニアによる貴社の買収以外の選択肢が実際には取り得ないかの印象を与えることにより、結果として一般株主がインフロニアの公開買付けに応じざるを得ないような強圧性を生じさせ得ると考えます。このような観点からも、一般株主に対する強圧性を排除するために、貴社の賛同表明の撤回をお願いしたいと考えております。

また、インフロニアによる買収は貴社の企業価値向上には資するため賛同表明は維持するとの判断をされていますが、果たしてインフロニアによる貴社の買収が、貴社の企業価値向上に資する蓋然性があるのか大いなる懸念があると弊社では考えております。

これまでのやり取りを踏まえ、貴社としても建設業同士で統合しても 1 + 1 が 2 にはならず、マイナスのシナジーもあり得るとご認識されていると理解しましたが、統合によるマイナスのシナジーにより企業価値がむしろ毀損されるリスクとしてご認識されているものにはどのようなものがあるのか、これまでの公表資料上記載がございません。この点についてインフロニアとの統合によりどのようなマイナスのシナジーがあり得て、それがシナジーを上回ることがないかという分析を行い、その結果を開示することも含め検討が必要と考えております。

貴社は、これまでの公表資料において「担い手確保」や「DX 対応」、「グループ力の結集」といった概括的なキーワードを挙げられた分野でシナジーが発現し得ると説明されている一方、具体的にシナジーを数値化して買収価格に織り込むことは困難であったとも説明されているため、インフロニアによる買収が具体的に貴社の企業価値向上に資するのかは現時点では定かではないとご認識されている、あるいは少なくとも数値化できるほど企業価値向上に資するかどうか確度高くご判断できていないと理解しています。

貴社は、インフロニアによる買収で担い手確保を期待されているところ、インフロニアグループでは海洋土木事業は手掛けていないことから、貴社の国内土木・建築事業において、より事業規模が大きく、下請け協力会社の体制もより強固な前田建設の下請け協力会社を共有することにより、担い手確保の効果が期待できると考えられていると理解しました。しかしながら、担い手確保の問題については、貴社のみの特有の問題ではなく、業界全体としての課題であり、インフロニアグループ下の前田建設においても同様の課題を抱えているかと存じます。仮に前田建設において受注力が低い一方で担い手は多く抱えており（担い手の供給力過多）、貴社においては受注力が前田建設と比べて高い一方で担い手がおらず見送った案件が多い（受注過多）といった状況であれば、伺ったようなシナジーは明確かもしれませんが、決して前田建設においてそのような状況ではないと理解しております。インフロニアグループと統合をした

としても、協力会社の数・担い手の数が1 + 1が2以上となるわけではない中、結果として期待されているような担い手確保の効果は得られないのではと存じます。加えて、貴社の国内土木・建築事業は、前田建設と比べ規模も小さく協力会社の体制も弱いということは、インフロニアのグループ内での最適な役割分担を中長期的視点から考えると、インフロニアグループ内において、貴社の国内土木・建築事業を伸ばす支援をするのではなく、むしろ貴社でこれまで手掛けられてきた国内土木・建築事業は、より規模が大きくスケールメリットが効きやすく、強固な協力会社体制もある前田建設の方で手掛けるようにし、貴社の国内土木・建築事業は縮小又は前田建設へ統合により合理化した方がいいという判断になってしまうことが容易に想定されます。貴社としては前田建設の協力会社を共有することを期待して買収を受け入れたということかもしれませんが、インフロニアが規模の小さい貴社国内土木・建築事業の成長を支援するよりも、前田建設の同事業を伸ばすことに注力した方が合理的という判断に傾いていかないと懸念しております。実際に、インフロニアは、公開買付届出書においても、グループ全体の競争力を中長期的に強化するための施策と、貴社の利益を最大化する施策とが一致しない場合があることから、グループ全体として永続的成長を遂げるための戦略を遂行すると述べております。もしこのような懸念が顕在化した場合には、インフロニアによる買収により、貴社の国内土木・建築事業は縮小の憂き目にあい、当該事業の従業員の方々も整理・統合などリストラの対象になるような状況も想定され、インフロニアからの視点では統合後の効率化によりメリットがある一方で、貴社からの視点では企業価値向上に資するどころか企業価値を破壊することになり、独立自尊で経営していた方が結果として適切であったという状況に陥ることが強く危惧されます。改めて、インフロニアによる公開買付けが貴社の企業価値向上に資するものであると判断し、賛同表明を維持されていらっしゃることは是非を慎重に再検討頂きたく存じます。

### 3. 弊社買収提案の蓋然性について

先日の面談にて、1,000円という価格の評価方法や前提となる事業見通し、資金の手当て等についてご質問いただきました。恐らくは、貴社経営陣、特別委員会の皆様におかれまして、株主共同の利益を守るべく、弊社案をこれから公正に検討していく為に、弊社の一株当たり1,000円という買収提案の確度・蓋然性を確認されたいのだろうと拝察しております。貴社からの質問3「提案価格の算定根拠及び資金の裏付け」のご回答にもなりますが、ご面談内で十分にお答えできなかったと感じておりますので、改めて補足のご説明をさせていただきます。

#### 価格の蓋然性について

弊社の提案価格については弊社の投資判断基準に従って算出しております。貴社事業について弊社なりに調査し、理解を深めていますが、1,000円という価格を算出するにあたっては、公表されている計画値等を参考にしつつ、5年後以降については中長期的な市場環境の悪化を織り込んだ、ベースケースでの事業見通しを中心に、弊社が支援することによるシナジーを含めた企業価値向上策実行によるアップサイドシナリオ及びダウンサイドシナリオを総合的に考慮・織り込んだ価格となっております。1,000円という価格の大前提となるベースケースでの事業見通しについては、現時点で開始していない事業からの収益は織り込まず、5年後以降については貴社が中期経営計画で出されている長期ビジョンの前提よりも大幅にストレスをかけた前提を置いております。具体的には、事業見通しについては、複数のシナリオを想定し、中長期的には日本では人口が減少していき、その一環で担い手確保などが難しくなることなどは当然に想定しており、中長期的見通しはベースケースでも相当程度のストレスをかけて事業価値を評価しています。その他、ベースケースではない一部のシナリオにおいては、不確実性の高いことは理解しながらも今後の洋上風力事業の成長可能性もある程度は想定したアップサイドシナリオも考慮した一方、ベースケース以上に市場環境が悪化したことを想定したダウンサイドシナリオも考慮しています。最も極端なケースでは、国土強靱化計画の継続がなくなるだけでなく、更なる国内官公庁市場の縮小やコストの高騰により、10～15年以内に事業が立ち行かなくなり

清算されるシナリオを考慮しています。そうした前提でも、DCF 法等の手法を用い、弊社の投資判断基準に照らして、一株当たり 1,000 円という価格は弊社内の投資基準には十分合致する価格であると判断したことから、一株当たり 1,000 円でのバイアウトをご提案致しました。このように、一部のアップサイドケース以上に、場合によっては非現実的とも思われるかもしれないようなダウンサイドケースなども含めた様々なストレスシナリオも織り込み、価値評価を行っています。

また、5 年後以降の長期見通しについて、現在公表されている中期経営計画は、2 年前に作成したものであることから、コロナ禍などを経て現在までに貴社内の見方には変化が生じており、どちらかという見通しについては弱気な方向に変化が生じているご状況と理解致しました。こちらについても貴社の最新のお考えを詳細にご説明いただければと考えておりますが、弊社が想定しているダウンサイドケースよりは、見通しはそこまで悪くない可能性もあるのではないかと考えております。

今後 4 年間の事業見通しについては、公開買付届出書に掲載されている三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券（以下「MUMSS」といいます。）及びフリーハン・ローキー（以下「HL」といいます。）が貴社株式価値の算定のために採用した事業計画値が実現されることを前提として価格の算定を行っています。もし届出書に記載されている MUMSS 及び HL が採用した事業計画値と貴社の見立てが大きく異なるのであれば速やかにご教示ください。5 年後以降については十分すぎるほどのダウンサイドリスクと不確実性を考慮していると考えており、MUMSS 及び HL が採用した今後 4 年間の事業計画値が、貴社が現在考えられている事業計画値と大きく異なるということであれば弊社による一株当たり 1,000 円の価格は変更することはありません。

#### 資金調達の蓋然性について

買収資金の調達計画、事業運営上の資金計画については、貴社経営陣よりは事業に精通していない第三者である弊社が、貴社経営陣からのお考えを伺うこともせず、貴社の最適な資本構成についての考えを押し付け、決定しようとしたりする意向はなく、あくまで貴社経営陣のお考えを伺った上で、金融機関とも相談のうえ、弊社の分析を交え、適正な資本構成を共同で考えていくのがあるべきアプローチだと考えています。先日のご面談の際に、買収資金については、弊社が拠出するエクイティで 400 億円、残り約 500 億円は借入金で調達することを仮の想定として考えていると申し上げました。約 500 億円の借入金は、公開買付け成立後には貴社のフリーキャッシュフロー（FCF）で返済することを想定していますが、今後貴社との協議を踏まえ、金融機関とも相談の上で、必要に応じてエクイティ資金を積み増すことも検討可能です。

公開買付届出書に記載されている、貴社より詳細な事業計画の開示を受け、詳細な説明も受けた上で株式価値の算定を行っている MUMSS 及び HL が採用した事業計画値に基づきますと、MUMSS の前提では 2026 年 3 月期にはネットキャッシュが 36,903 百万円、HL の前提では 2026 年 3 月期には 29,582 百万円のネットキャッシュとなっていることが想定されています。500 億円の借入金は、仮にネットキャッシュの全額を返済に回すと仮定すると、2026 年 3 月期においては、MUMSS の想定では 13,097 百万円まで下がり、HL の想定でも 20,418 百万円まで下がることが見込まれます。一方、MUMSS 及び HL の両社とも 2026 年 3 月期の EBITDA は 14,466 百万円と想定していることから、純有利子負債／EBITDA 倍率としては、買収時に 500 億円の借入金を調達しても、2026 年 3 月期には MUMSS の前提では 0.91 倍、HL の前提でも 1.41 倍となります。不測の事態に備えて全額を返済に回さない想定であっても、財務柔軟性は十分に確保された水準に押さえられているのではないかと判断していますが、弊社の投資効率の向上を目指すために一定の借入れは活用しつつも、エクイティを 400 億円以上に積み増すことも含め、御社に事業運営上十分な柔軟性を保てるような資本構成を協議・検討させていただきたいと考えています。

ご参考（公開買付届出書より）：  
三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券の採用した事業計画

(百万円)	2022年3月期予想	2023年3月期予想	2024年3月期予想	2025年3月期予想	2026年3月期予想
売上高	152,282	185,346	198,846	197,346	203,846
営業利益	8,939	10,334	11,246	11,514	12,176
EBITDA	10,684	12,172	13,271	13,797	14,466
FCF	17,690	-1,800	893	6,440	7,844

(百万円)	2021年3月期実績	2022年3月期予想	2023年3月期予想	2024年3月期予想	2025年3月期予想	2026年3月期予想
ネットキャッシュ	5,836	23,526	21,726	22,619	29,059	36,903

#### フリーハン・ローキーが採用した事業計画

(百万円)	2022年3月期				
	第4四半期予想	2023年3月期予想	2024年3月期予想	2025年3月期予想	2026年3月期予想
売上高	39,278	185,346	198,846	197,346	203,846
営業利益	3,417	10,334	11,246	11,514	12,176
EBITDA	3,986	12,172	13,271	13,797	14,466
FCF	-3,748	-2,738	1,075	6,869	7,605

(百万円)	2022年3月期					
	第3四半期実績	2022年3月期予想	2023年3月期予想	2024年3月期予想	2025年3月期予想	2026年3月期予想
ネットキャッシュ	20,519	16,771	14,033	15,108	21,977	29,582

注：ネットキャッシュは、現預金及び現金同等物より短期・長期有利子負債を差し引いて計算

なお、弊社は金融機関との協議を開始していますが、弊社による買収提案に際して、約500億円の融資を行うことについて前向きに検討する意向がある旨ご連絡頂いています。

#### 4. 弊社の買収提案の真剣なご検討のお願い

これまでの貴社のご対応から、現時点において、貴社は弊社からの提案について未だ正式な提案としては認識しておられず、貴社内で検討の俎上には乗っていないものと理解致しました。また、770円というインフロニアによる公開買付価格は十分であり、あたかもそれ以上の価格を追求する必要は無いとお考えのようにも見受けられましたが、その後インフロニアの公開買付けに対する応募推奨を取り下げられたことから貴社内のお考えに変化があったのだろうと拝察しております。

弊社のご提案は、貴社が賛同表明・応募推奨を現在出された一株当たり770円のインフロニアの公開買付価格よりも高く、MUMSS及びHLが出した貴社株式価値評価レンジを超える一株当たり1,000円、下限3分の2以上、上限なしの買収提案であり、公開買付けが成立するかぎりにおいて、一義的に非公開化が確実に実現され、株主の皆様は一律に一株当たり1,000円の価格にて保有株式の売却が実行されるため、株主共同の利益を毀損する可能性が存在しないご提案です。貴社として確認されたい最重要点は、果たして弊社の買収提案が実際に実現できるかどうかのみであると考えています。その点では、前述の弊社買収提案の蓋然性についてのご説明にて、十分検討を進めるに値する蓋然性があることはご理解いただけたのではないかと考えております。

今後のステップとして、秘密保持契約を締結した上で、詳細な事業計画や経営方針についてご開示・ご説明いただき、弊社からも企業価値向上策のアイデアを共有し、友好的に協議を深め、金融機関等も相談の上、弊社による公開買付け後の企業価値向上策、及び最適な資本構成・資金計画について合意し、速やかに公開買付けの手続きを進められればと考えております。

#### 5. 弊社買収提案以外の選択肢について

弊社としては、弊社によるご提案が、貴社の企業価値向上及び株主共同の利益に最も資するものと考えていますが、もし貴社が弊社による一株当たり1,000円での買収提案を検討するより

も、貴社の長期的な企業価値・株式価値向上に資する買い手候補（適正価格を提示することを含みます）が存在するとお考えなのであれば、当該買い手候補に弊社及び弊社投資会社が保有株を譲渡する可能性についても検討させていただく用意がございます。いずれにせよ貴社と友好的に協議を進めさせていただければと考えております。

貴社より頂いております個別の質問事項に対する回答については、別紙をご参照下さい。

以上

別紙 質問事項に対する回答

1. Yamauchi No.10 Family Office らについて

(1) Yamauchi No.10 Family Office らの資本関係・契約関係等について

- ① 4/22 付け変更報告書において、合同会社 Vpg が当社株式の 0.55%を保有、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」とされていることを認識いたしました。Yamauchi No.10 Family Office と (a) 合同会社 Vpg、(b) WK1 Limited、WK2 Limited 及び WK3 Limited (以下「貴社投資会社」といいます。)、(c) 今後設立予定の株式会社のそれぞれの出資関係と役割 (WK1 Limited、WK2 Limited 及び WK3 Limited と ISBEL 2 LIMITED、ISBEL 3 LIMITED 及び ISBEL 4 LIMITED との関係と役割も含みます。) について、改めてご教示ください。貴社からのご提案を貴社投資会社によるご提案と解釈してはならない点についてご記載頂いておりますが、4/22 付け変更報告書で、合同会社 Vpg 及び貴社投資会社が共同保有者とされていること、4/22 付け回答書によると、各社の最終的な出資者はいずれも山内家であること等から、実質的に一体不可分であると考えています。

<回答>

- (a) 合同会社 Vpg は、YFO の中心的な事業会社です。任天堂創業家の山内家一族である山内万丈氏らが出資者・代表社員です。合同会社 Vpg は、主にフィランソロピー事業、インキュベーション事業を中心に事業を展開しております。貴社経営陣と建設的で友好的な議論を行う主体であり、重要提案行為等を行う可能性があります。
- (b) WK1 Limited、WK2 Limited 及び WK3 Limited は、それぞれ山内万丈氏が全額出資する形で設立されました (その他第三者からの出資等はありません。)。なお、弊社投資会社は、当初それぞれ Isabel 2 Limited、Isabel 3 Limited 及び Isabel 4 Limited という名称でしたが、2022 年 3 月 25 日付で名称変更しております。弊社投資会社は、山内家一族の資産の運用として、貴社株式に純投資しております。
- (c) 今後設立予定の株式会社 (以下「新会社」といいます。商号は「株式会社 K I T E」とする予定です。) については、山内万丈氏が発起人となり、全額出資する形で設立する予定 (その他第三者からの出資等はありません。 ) であり、山内万丈氏が代表取締役就任する予定です。新会社は、資金調達との関連で公開買付けのために設立する投資会社として、貴社経営陣と建設的で友好的な議論を行う主体であり、重要提案行為等を行う可能性があります。

合同会社 Vpg の代表社員は、山内万丈氏らですが、4 月 22 日回答書に記載のとおり、弊社投資会社の代表者・役員構成は、全て異なる構成となっており、それぞれ独立して意思決定を行うエンティティです。YFO は、世界中で様々な目的に応じた投資又は事業を行っており、目的に応じて、適用される準拠法に従い、適切なエンティティ及び役員構成のもと、それぞれ独立して設立及び運営しております。したがって、最終的な出資者が山内家一族であるとしても、上記のような各エンティティの運営体制の下、合同会社 Vpg と弊社投資会社が実質的に一体として共同して提案を行うことは想定されません。また、弊社投資会社は、純投資を投資目的としており、重要提案行為を行うことを想定していません。さらに、例えば第三者により一株当たり 1,000 円以上での公開買付けを行う対抗提案がなされ、弊社がそれ以上の価格修正を行わないといったことがあれば、弊社投資会社は、弊社による公開買付けではなく、対抗提案に応じて株の売却の意思決定を行う可能性があります。

大量保有報告書との関係に関しては、上記のとおり合同会社 Vpg と弊社投資会社との間では、貴社の株主としての議決権その他の権利を行使することの合意は存在しませんが、最終的な出資者はいずれも山内家であり、近接した時期にそれぞれ貴社株式を取得しているため、共同して貴社株式を取得する合意があると解釈される可能性もあることから、念のため共同保有者として取り扱い、大量保有報告書を提出しております。

- ② ご提案のように貴社が公開買付けを実施される場合は、公開買付者は合同会社 Vpg になるとの理解でよろしいでしょうか。その場合、貴社投資会社は公開買付けに応募すると考えてよろしいでしょうか。ご提案は貴社と貴社投資会社とが一体ではないとの言及を踏まえ、異なる意思決定がなされることがあり得るかを確認させて頂きたく存じます。

#### <回答>

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し（貴社取締役会による賛同表明及び応募推奨を含みます。）、公開買付けを開始する場合、合同会社 Vpg が公開買付者となる見込みですが、資金調達の方法次第では、合同会社 Vpg と新会社が共同公開買付者となる可能性もあります。当該公開買付けが行われる場合には、弊社投資会社は当該公開買付けに応募する（又はスクイーズアウトのプロセスでキャッシュアウトされる）ことを想定しています。

- ③ Yamauchi No.10 Family Office、Aslead Capital Pte. Ltd.、株式会社アスリード・アドバイザー、株式会社プリズム・アドバイザー、村上皓亮氏それぞれの具体的な資本関係、契約関係をご教示ください。加えて、村上皓亮氏がインフロニアへの参画検討時の当社のアドバイザーを務めていながら、貴社の最高投資責任者として当社株式取得を指揮されていることに問題はないとお考えであるか、ご教示ください。

#### <回答>

YFO と、Aslead Capital Pte. Ltd. 及び株式会社アスリード・アドバイザー（商号変更し、現株式会社プリズム・アドバイザーと理解しております。）との間に資本関係又は契約関係は一切ありません。

YFO の最高投資責任者である村上皓亮氏と、Aslead Capital Pte. Ltd. 及び株式会社アスリード・アドバイザー（現株式会社プリズム・アドバイザーと理解しております。）との関係については、同氏と両者との間に資本関係はないと認識しております。また、過去に同氏が、YFO とは独立して、個人的に Aslead Capital Pte. Ltd. のアドバイザー事業についてディレクターとして関与すると共に、株式会社アスリード・アドバイザーにおいて特定のアドバイザー案件（同社は貴社との間で業務委託契約を締結されていたものと理解しております。）に業務請負の形態で関与していたのは事実と認識していますが、弊社は当該案件において同氏が得ていた知識を用いて貴社の株式取得に関する投資決定を行ったわけではありません（投資決定は公表情報に基づいております。）。また、4月22日回答書に記載のとおり、貴社の未公表の重要事実はインフロニアによる公開買付けに際して全て公表済みであるとの理解ですので、法的問題は存在しないと認識しています。すなわち、貴社として未公開の重要事实在存在するのご認識であれば、インフロニア又は貴社役職員等において金商法166条1項違反となることを避けるために、当該重要事実の開示は既になされていたはずであり、かかる開示がないということは、未公表の重要事実自体がそもそも存在しないものと理解しております。

(2) 過去の投資活動について

- ① 貴社はこれまで複数の企業に投資されたご経験がお有りになるかと存じますが、主要な投資活動の詳細、及び投資を通じた企業価値向上の実績を具体的にご教示ください。特に、日本の上場会社の非公開化事例や、当社の属する建設セクターでの企業価値向上の実績をご教示ください。

<回答>

回答書本文の「1. 始めに」「今後の進め方について」をご参照ください。早急に、双方向の秘密保持契約を締結させていただき、協議を進める中で、投資先との秘密保持契約に反しない範囲の中で、過去の投資実績につきましても、ご説明差し上げたく存じます。

2. 本提案に至った経緯について

(1) 本提案の検討開始時期、検討状況等について

- ① インフロニアによる TOB 公表以降、市場内で継続的に当社株式を取得頂いておりますが、当社株式の大量取得を開始された当初から当社株式全株の取得をお考えになっていたという理解でよろしいでしょうか。

<回答>

当初から貴社株式の全てを取得することを提案することを具体的に予定していたものではありません。4月22日回答書に記載したとおり、本公開買付けの一株あたり770円との価格は低すぎることから、弊社投資会社により純投資として買付を行いました。すなわち、弊社投資会社としては、本公開買付けの公開買付価格は貴社の本源的価値の水準に比して低く、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する水準にあると考え、そのような事態を回避するべく、一般株主に対して強圧性が生じている、既に具体化されている本公開買付け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買付を行いました。また、正常に機能する市場において、そのような貴社の本源的価値と価格との乖離は通常長期的には是正されるであろうとの一投資者としての期待をもとに、本公開買付けがこのまま成立するとは考えにくく、貴社又は第三者による何らかのコーポレートアクション（インフロニアによる公開買付価格の引き上げ、第三者による対抗提案、貴社によるその他の代替案の検討・実施を含みます。）がなされることも想定され、かかるコーポレートアクションにおいて弊社投資会社が保有持分を換価し、又はこれに参加した上で長期投資家として貴社の株主として残ることも含めて、様々な可能性があり得るとは考えておりました。しかし、4月18日質問書において貴社から弊社投資会社の貴社株式の買付けの意図が不明確であるとのこと懸念が示されたため、弊社投資会社による貴社株式の買付けは同日に停止しました。

一方で、4月18日以降4月22日まで、合同会社Vpgにて若干の貴社株式の買付を行っております。4月18日時点で貴社又は貴社以外の第三者により本源的な価値と価格との乖離が是正されるような動きは把握できなかったこと、4月18日質問書を踏まえて、貴社が本公開買付けをそのまま進めること以外の方策は検討していない可能性もあったこと、本公開買付けの公開買付期間も残り僅かになったことも踏まえ、YFOの弊社投資会社以外の法人から早急にアクションをする必要があると考えました。そこで、YFOにおいて主にフィランソロピー事業、インキュベーション事業を中心に事業を展開し、かつ国内法人である合同会社Vpgにおいて、貴社の長期的な企業価値の向上の観点から、貴社の戦略上の選択肢についてご提案することが、貴社及び貴社の株主の皆様のご共同利益の観点からも最善と考え、貴社全株の取得を具体的に検討するに至りました。

なお、現時点においても、貴社株式全株の取得は、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表明及び応募推奨を含みます。）が前提となると考えております。

- ② 4/22 付け回答書において、一株当たり 1,000 円での全株取得をご提案頂いておりますが、当社株主の立場からすると、そうであれば、市場で 1,000 円未満の価格で最終的な取得目標株式数を明らかにせずに 20%超もの当社株式を取得するのではなく、市場での当社株式の大量取得前に、全ての株主にオープンな形で、インフロニアの TOB 公表後に、一株当たり 1,000 円で全株取得する用意があるとの対抗提案を公表すべきだったと思われます。そのような中、既に市場で一株当たり 1,000 円未満の価格で貴社に株式を売却した株主の利益保護についてはどのようにお考えであるかご教示ください。

#### <回答>

上記①記載のとおり、当初弊社投資会社が貴社株式を取得した際には、貴社株式の全てを取得することを意図しておらず、弊社により提案を行うことを予定していませんでした。そのため、公開買付けありきで事前に市場で貴社株式を買い付けたというものではありません。

- ③ 4/22 付け回答書では、「外為法を含め関係官庁とも事前に相談の上で適用法令を遵守しております。」とのことであり、また、同回答書において、当社株式全ての取得を目的とする公開買付けをご提案頂いておりますが、当社株式全ての取得について、外為法上の事前届出の実施状況（実施している場合には、その内容、受理日及び受理番号）及び審査の状況をご教示ください。なお、当社株式全ての取得について、外為法上の事前届出が不要と判断されている場合には、その理由についてご教示ください。

#### <回答>

弊社が公開買付けを開始する場合、上記のとおり、合同会社 Vpg を公開買付者とする（又は合同会社 Vpg と新会社を共同公開買付者とする。）予定ですが、いずれも国内法人であり、出資者も役員構成も全て日本の居住者となりますので、外為法に基づく対内直接投資に対する規制に基づく事前届出は必要ないと認識しております。

弊社投資会社については、外国の法令に基づいて設立されたエンティティですが、弊社投資会社はそれぞれ異なる者が Director を務めているほか、資本構成上も外為法上の密接関係者には該当しません。さらに、各弊社投資会社の議決権保有割合は 10%未満であり、また、純投資として貴社株式の買付けを行っておりますので事前届出免除制度の対象となります。なお、取引後に事後報告を行っております。

上記整理については、関係官庁とも事前に相談の上で適用法令を遵守するよう判断しています。

#### (2) 大量保有報告書の記載（保有目的）について

- ① 4/22 付け変更報告書において、貴社投資会社の保有目的は「純投資」とされておりますが、4/22 付け回答書に記載された内容は「純投資」とは必ずしも言えないものと認識しており、保有目的に関する開示の適切性についてご教示ください。あくまで回答書に記載の内容は貴社（合同会社 Vpg）からのご提案であり、「純投資」目的で保有

されている貴社投資会社とは一体ではないということであれば、その趣旨及び4/22 付け変更報告書で貴社（合同会社 Vpg）及び貴社投資会社が共同保有者とされていることとの関係を詳しくご説明ください。

#### <回答>

上記 2. (1)①のとおり、弊社投資会社としては、本公開買付けの一株あたり 770 円との価格は低すぎることから、純投資として買付を行ったものです。繰り返しになりますが、弊社投資会社は重要提案行為等を行うことは想定しておりません。

大量保有報告書における共同保有者としての取り扱いについては、上記 1. (1)①の回答をご参照下さい。

#### 3. 本提案の価格、買付け資金について

##### (1) 提案価格の算定根拠及び資金の裏付けについて

- ① 4/22 付け回答書において、仮に貴社及び当社が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た場合には、一株当たり 1,000 円で公開買付けを実施されるとの記載がありますが、当該価格の算定根拠を具体的にご教示ください。また、貴社から当社に対しては簡易的なレベルのものを含めて DD は一切行われておらず、十分な情報をお持ちでない中、市場株価に対して相応のプレミアム(66.94%)を付した公開買付けの検討をされています。貴社役員の善管注意義務・忠実義務の観点から、上記について現時点でどのような整理をされているのかご教示ください。併せて、ご提案の公開買付け価格の前提として想定されている、当社の 2023 年 3 月期以降の事業計画想定の内容をご説明ください。なお、4/22 付け回答書のとおり、インサイダー取引規制上の当社についての未公表の重要事実は特段お持ちでないとして理解しております。また、4/22 付け回答書において、インフロニアの TOB 価格にシナジーが織り込まれていないことを問題視されておりますが、今回ご提案頂いた TOB 価格 1,000 円には貴社とのシナジーが織り込まれているか、織り込まれている場合にはその詳細をご教示ください。

#### <回答>

回答書本文の「3. 弊社買収提案の蓋然性について」に記載の通りとなります。また、貴社フィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である MUMSS 及び貴社が設置した特別委員会のフィナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である HL の株式価値評価に加え、本件において参照すべき類似事例として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（平均値は、公表日直前が 53.8%、直近 1 カ月間が 59.6%、直近 3 カ月が 62.9%、直近 6 カ月が 65.4%）を参照し、同水準から大きな下方への乖離のあるインフロニア案（770 円、公表日直前対比 28.55%のプレミアム）と異なり、一般株主の共同の利益を最大化する価格（1,000 円、公表日直前対比 66.94%のプレミアム）の提示をさせていただきました。

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

- ② 仮に公開買付けを実施される場合の資金調達のご想定をご教示ください。外部からの調達を想定されている場合、調達先や資金コスト、条件、調達先との現時点での協議状況・調達確度、返済の方法・原資に関するご想定等についてもご説明ください。また、エクイティ部分については、誰がどのような方法で拠出するご想定かについてもご教示ください。

<回答>

回答書本文の「3. 弊社買収提案の蓋然性」をご覧ください。

4. 公開買付け後の方針について

(1) 公開買付け後の当社の経営への関与の方針について

- ① 仮に貴社による公開買付けが実施され、当社が貴社の完全子会社として非公開化された場合における、現時点で想定されている当社の事業計画、財務・資金計画、投資計画、資本政策・配当政策、ガバナンス体制、事業・資産の売却計画、顧客・取引先への対応方針等があれば、その内容、現状の変更を予定されている場合にはその時期を具体的にご説明ください。また、4/22付け回答書で「取締役及び執行役は全員維持」、「全社員の雇用を維持」と記載されていますが、いつまで維持するご想定か、報酬の方針・基準及び給与その他の雇用条件についても維持するご想定かについてもご教示ください。

<回答>

現時点において、貴社の経営方針、事業計画、役員構成又は従業員の取り扱いについて、重要な変更等は具体的に予定しておりませんが、まずは現経営陣のご意向をお伺いした上で協議し、合意させて頂ければと思っています。（下記5.(1)の回答もご参照ください。）。詳しくは、回答書本文の「1. 始めに」「今後の進め方について」をご参照ください。

(2) 各事業領域における戦略について

- ① 当社の主力事業である国内土木・建設事業において、5年後までは市場環境及び当社業績の予測がある程度可能である一方、長期的な市場の先行きは不透明感が増していくものと考えております。斯かる市場環境下で、貴社としてどのような点に当社の潜在成長力を見出されているのか、また持続的な成長に向けて当社としてどのような戦略を取るべきだと考えていらっしゃるか、経営や施工体制のあり方や克服すべき課題を含め、具体的にご教示ください。

<回答>

回答書本文の「1. 始めに」「今後の進め方について」をご参照ください。国内土木・建設事業における、長期的な市場の先行きの不透明感については、弊社でも分析しており、先日の面談の際にも意見交換をさせていただきました。今後貴社との間で双方向の秘密保持契約を締結させて頂いた上で、必要な範囲でより詳細な事業計画や経営方針についてご開示・ご説明いただき、弊社からも企業価値向上策のアイデア等を共有させて頂ければと思います。

- ② 国内土木・建設事業の市場環境の見通しを踏まえ、当社の長期的な企業価値・株式価値向上に資するパートナー候補(特に適正価格の提示以外の面で)につき、ご想定をご教示ください。

<回答>

弊社としては、貴社の独自での経営を評価して提案をさせて頂いており、現時点で特定のパートナー候補を想定しているものではありません。もっとも、貴社からご提案があれば、回答書本文の「5. 弊社買収提案以外の選択肢について」に記載の通り、弊社としては、友好的に協議させて頂く準備はございます。

- ③ インフロニアによる TOB によるインフロニア Gr への傘下入り以前より、当社は前田建設工業と国内土木・建築事業を含め、様々な既存の事業分野において連携を行っており、民間工事における共同受注や共同研究開発、人材交流等によるシナジーを創出してきております。一方で、貴社による当社の非公開化後には今後のインフロニア Gr との関係は解消されるとの認識であり、こうした状況の中では、少なからず国内土木・建築事業を含めた既存の事業運営にマイナスの影響が出るものと考えておりますが、国内土木・建築事業及び受注の安定性を担保していくために、貴社とのシナジーを通じてどのような手当て又は事業面でのサポートを頂けるのかご教示ください。

<回答>

回答書本文の「1. 始めに」「今後の進め方について」をご参照ください。

弊社による貴社の非公開後において、インフロニアに関わらず、連携をおこなってきた提携先企業との資本関係以外についての関係性については、これまで通り互いにシナジーを創出してきている領域については継続し、なにも解消する必要はないと弊社としては考えております。

- ④ 当社の今後の注力分野の一つである洋上風力発電事業において、2021年12月の秋田2海域、千葉1海域での着床式洋上風力発電事業の公募結果を受け、国内の洋上風力発電事業を取り巻く環境が大きく変化している点は既にご認識のとおりかと存じます。斯かる状況下で、貴社として国内洋上風力発電事業の競争環境をどのように整理されているのか、またその中で当社が当該事業において取るべき事業戦略上のポジショニングにつき、当社の企業価値及び株主価値の更なる向上という観点から、具体的にご教示ください。

<回答>

回答書本文の「1. 始めに」「今後の進め方について」をご参照ください。

(3) 事業上の連携について

- ① 4/22 付け回答書において、当社が貴社の傘下入りを果たすことで発現可能なシナジーとして、「ブレークスルー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る洋上風力発電事業での活路を見出す提携や真の意味でのDX化促進」をご提示頂いておりますが、具体的にどのようなシナジーをご想定されているのかご教示ください。また、お示し頂いた貴社とのシナジーが、洋上風力発電事業の当社のポジショニングを有利にするとお考えになる背景をご教示ください。

<回答>

回答書本文の「1. 始めに」「今後の進め方について」をご参照ください。

- ② 建設技能者の高齢化、労働人口減少を主因とした「担い手不足」や「生産体制の維持」は、人財確保という点で当社が直面する課題の一つと認識しており、貴社からご提示頂いたDXの促進は解決策の一つとなり得ると認識しております。他方、根本的な解決策としては、同業他社との合従連衡を通じて各社の人財や育成ノウハウを共有し、建設業界全体として持続的な発展に必要な人財の確保を行うことが不可避であると考えております。仮に貴社のご支援の下で当社が非上場化された場合、当社単独でこの課題に対処することとなりますが、当社単独で多くの建設技能者を惹きつけ、持続的な成長を遂げるために改善すべき点や改善策について、具体的にご教示ください。

<回答>

回答書本文の「1. 始めに」「今後の進め方について」をご参照ください。

5. 出口戦略について

(1) 当社への投資の回収方針について

当社株式全株の取得を表明されながら、依然として貴社投資会社の保有目的は「純投資」とされていますが、これは公開買付け後も当社の経営に直接関与されるご予定はなく、最終的には当社株式を転売することにより投資リターンを得ることを目的とされているとの理解でよろしいでしょうか。当社の非公開化実施後の貴社のEXITの時期、方法、相手方、取引条件、調達した資金の返済等のご想定についてご教示ください。

<回答>

上記のとおり、弊社投資会社は、元々本公開買付けの一株あたり770円との価格は低すぎることから、貴社の企業価値・株式価値及び株主共同の利益を毀損する可能性があり、一般株主に対して強圧性が生じている既に具体化されている本公開買付け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買付けを行ったものです。仮に合同会社Vpg（及び新会社）による公開買付けが実施され成立した場合には、弊社投資会社はその保有する貴社株式を当該公

開買付けに応募する（又はスクイーズアウトのプロセスでキャッシュアウトされる）想定であるため、当該公開買付けにより EXIT することとなります。

当該公開買付けが成立した場合、弊社としては、株主として適切な関与・協力を惜しまない一方、基本的には貴社の経営については、貴社経営陣に委ねた上で、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。弊社より取締役の派遣を行うことも選択肢の一つとしてあり得ますが、貴社の企業価値をさらに向上させる観点から貴社と協議の上で決定したいと考えております。

当社の非公開化実施後の貴社の EXIT の時期、方法、相手方、取引条件、調達した資金の返済等の想定につきましては、回答書本文の「1. 始めに」「今後の進め方について」をご参照ください。なお、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ので、貴社株式を長期間に亘り継続保有することも検討しております。

以上