

【表紙】

【提出書類】	意見表明報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2022年3月23日
【報告者の名称】	東洋建設株式会社
【報告者の所在地】	大阪市中央区高麗橋四丁目1番1号
【最寄りの連絡場所】	東京都千代田区神田神保町一丁目105番地
【電話番号】	03(6361)5450
【事務連絡者氏名】	執行役員 経営管理本部総務部長 佐藤 護
【縦覧に供する場所】	東洋建設株式会社 本店 (大阪市中央区高麗橋四丁目1番1号) 東洋建設株式会社 本社 (東京都千代田区神田神保町一丁目105番地) 東洋建設株式会社 横浜支店 (横浜市中区山下町25番地15) 東洋建設株式会社 名古屋支店 (名古屋市中区錦二丁目12番14号) 株式会社東京証券取引所 (東京都中央区日本橋兜町2番1号)

(注1) 本書中の「当社」とは、東洋建設株式会社をいいます。

(注2) 本書中の「公開買付者」とは、インフロニア・ホールディングス株式会社をいいます。

(注3) 本書中の記載において、計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和とは必ずしも一致しません。

(注4) 本書中の「法」とは、金融商品取引法(昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。)をいいます。

(注5) 本書中の「株券等」とは、株式等に係る権利をいいます。

(注6) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。

(注7) 本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律(昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。)第1条第1項各号に掲げる日を除いた日をいいます。

(注8) 本書の提出に係る公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)は、法で定められた手続及び情報開示基準に則って行われますが、これらの手続及び基準は、米国における手続及び情報開示基準とは必ずしも同じではありません。特に米国1934年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934。その後の改正を含みます。以下同じです。)第13条(e)項又は第14条(d)項及び同条の下で定められた規則は、本公開買付けには適用されず、本公開買付けはこれらの手続及び基準に沿ったものではありません。本書に含まれる全ての財務情報は日本の会計基準に基づいており、米国の会計基準に基づくものではなく、米国の財務情報と同等の内容とは限りません。また、公開買付者及び当社は米国外で設立された法人であり、その役員も米国居住者ではないため、米国の証券関連法を根拠として主張し得る権利又は要求を行使することが困難となる可能性があります。また、米国の証券関連法の違反を根拠として、米国外の法人及びその役員に対して、米国外の裁判所において法的手続を開始することができない可能性があります。さらに、米国外の法人並びに当該法人の子会社及び関連会社に米国の裁判所の管轄が認められるとは限りません。

(注9) 本公開買付けに関する全ての手続は、特段の記載がない限り、全て日本語で行われるものとします。本公開買付けに関する書類の全部又は一部は英語により作成されますが、当該英語の書類と日本語の書類との間に齟齬が存した場合には、日本語の書類が優先するものとします。

- (注10) 本書及び本書の参照書類中の記載には、米国1933年証券法(Securities Act of 1933。その後の改正を含みま
す。)第27A条及び米国1934年証券取引所法第21E条で定義された「将来に関する記述」(forward-looking
statements)が含まれています。既知若しくは未知のリスク、不確実性又はその他の要因により、実際の結果
が「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等と大きく異なることがあります。公開買
付者又は関連会社は、「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等が結果的に正しくな
ることを何ら約束するものではありません。本書及び本書の参照書類中の「将来に関する記述」は、本書の
日付の時点で公開買付者が有する情報を基に作成されたものであり、法令又は金融商品取引所規則で義務付
けられている場合を除き、公開買付者又はその関連会社は、将来の事象や状況を反映するために、その記述
を更新又は修正する義務を負うものではありません。
- (注11) 公開買付者又は当社の各ファイナンシャル・アドバイザー及び公開買付代理人(それらの関連会社を含みま
す。)は、それらの通常の業務の範囲において、日本の金融商品取引関連法制上許容される範囲で、米国1934
年証券取引所法規則第14e - 5条(b)の要件に従い、当社の普通株式を自己又は顧客の勘定で本公開買付けの
開始前、又は本公開買付けの買付け等の期間(以下「公開買付期間」といいます。)中に本公開買付けによら
ず買付け又はそれに向けた行為を行う可能性があります。そのような買付けは市場取引を通じた市場価格、
若しくは市場外での交渉で決定された価格で行われる可能性があります。そのような買付けに関する情報が
日本で開示された場合には、当該買付けを行ったファイナンシャル・アドバイザー又は公開買付代理人の英
語のホームページ(又はその他の公開方法)においても開示が行われます。

1 【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 インフロニア・ホールディングス株式会社
所在地 東京都千代田区富士見二丁目10番2号

2 【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

3 【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

(1) 意見の内容

当社は、2022年3月22日開催の当社取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。

なお、上記取締役会決議は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議のない旨の意見」に記載の方法により決議されております。

(2) 意見の根拠及び理由

本「(2) 意見の根拠及び理由」のうち、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

本公開買付けの概要

公開買付者は、2022年3月22日開催の取締役会において、当社の普通株式(以下「当社株式」といいます。)の全て(ただし、公開買付者及び前田建設工業株式会社(以下「前田建設工業」といいます。)が所有する当社株式並びに当社が所有する自己株式を除きます。)を取得し、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的とした取引(以下「本取引」といいます。)の一環として、本公開買付けを実施することを決議したとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにおいては、43,837,790株(所有割合：46.47%)を買付予定数の下限と設定しており、本公開買付けに応じて応募された株券等(以下「応募株券等」といいます。)の総数が買付予定数の下限に満たない場合は、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。他方、上記のとおり、公開買付者は、当社株式の全て(ただし、公開買付者及び前田建設工業が所有する当社株式並びに当社が所有する自己株式を除きます。)を取得することを企図していることから、買付予定数の上限は設けておらず、買付予定数の下限以上の応募があった場合は、応募株券等の全ての買付け等を行うとのことです。なお、買付予定数の下限は、当社が2022年2月8日に提出した「第102期第3四半期報告書」(以下「当社第3四半期報告書」といいます。)に記載された2021年12月31日現在の発行済株式総数(94,371,183株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(43,105株。なお、同日現在において役員報酬B I P(Board Incentive Plan)信託(以下「B I P信託」といいます。)が所有する当社株式346,325株は含めておりません。)、公開買付者が所有する当社株式数(100株)及び公開買付者の完全子会社である前田建設工業が所有する当社株式数(19,047,510株)の合計株式数(19,090,715株、所有割合：20.24%)を控除した株式数(75,280,468株)の過半数に相当する株式数(37,640,235株、所有割合：39.90%)、すなわち、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主が所有する当社株式の数の過半数、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(majority of minority)」に相当する数を上回るものであるとのことです。また、公開買付者が当社を完全子会社とすることを目的としており、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載の完全子会社化のために必要な本株式併合(下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」において定義します。)のを実施する際には、会社法(平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。)第309条第2項に規定する株主総会における特別決議が要件とされることから、本取引の実施を着実に遂行すべく、本公開買付けが成立した場合に公開買付者が所有する当社の議決権数の合計が当社の議決権数(当社第3四半期報告書に記載された2021年12月31日現在の発行済株式総数(94,371,183株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(43,105株。なお、同日現在においてB I P信託が所有する当社株式346,325株は含めておりません。)を控除した株式数(94,328,078株)の3分の2に相当する株式数から当社株式1単元(100株)未満に係る数を切り上げた株式数(62,885,400株)から、公開買付者が所有する当社株式数(100株)及び公開買付者の完全子会社である前田建設工業が所有する当社株式数(19,047,510株)を控除した株式数(43,837,790株)以上となるよう設定したとのことです。

公開買付者は、当社を公開買付者の完全子会社とすることを目的としているため、本公開買付けにより当社株式の全て(ただし、公開買付者及び前田建設工業が所有する当社株式並びに当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合には、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、公開買付者が当社株式の全て(ただし、公開買付者及び前田建設工業が所有する当社株式並びに当社が所有する自己株式を除きます。)を取得し、当社を公開買付者の完全子会社とするための一連のを実施することを予定しているとのことです。

なお、本公開買付けに際し、公開買付者は、本公開買付けが成立した場合には、当社の主要株主かつ筆頭株主であり、公開買付者の完全子会社である前田建設工業が所有する当社株式の全てを配当財産として交付を受け、又は吸収分割等の組織再編により、譲渡代金を支払うことなく取得することを予定しているため、2022年3月22日付で、前田建設工業が所有する当社株式の全て(所有株式数：19,047,510株、所有割合：20.19%)について本公開買付けに応募しない旨、並びに、本公開買付けの成立後、本株式併合及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会において本株式併合の議案及びこれに関連する議案に賛成する旨の議決権を行使する旨を口頭により合意(以下「本不応募合意」といいます。)しているとのことです。本不応募合意の詳細につきましては、下記「(7) 公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

また、公開買付者は、本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにより当社株式の全て(ただし、公開買付者及び前田建設工業が所有する当社株式並びに当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載のとおり、当社を公開買付者の完全子会社とするための一連の(以下「本スクイズアウト手続」といいます。)を実施することを予定しているとのことです。

公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程

公開買付者は、2021年10月1日に共同株式移転の方法により前田建設工業、前田道路株式会社(以下「前田道路」といいます。)及び株式会社前田製作所(以下「前田製作所」といいます。)の完全親会社として設立され、公開買付者のもとで、グループ全体が持続的成長を遂げることを目的に、中長期的に目指す姿を「総合インフラサービス企業」と定め、これをグループ全体戦略として強力に推進することとしているとのことです。また、公開買付者は、2021年10月1日開催の取締役会において2022年3月期から2024年3月期を対象事業年度として策定された中期経営計画『INFRONEER Medium-term Vision 2024』(以下「公開買付者中期経営計画」といいます。)に基づき、グループ各社のエンジニアリング力の結集と積極的なM&Aによる事業領域の拡大により、競争力を早期に最大化することで、外的要因に左右されない「高収益かつ安定的な収益基盤」を確立し、実効性のあるガバナンス体制の構築やDX(注1)の推進等により迅速かつ適正な経営を実現し、社会変化への対応力を強化することで「あらゆるステークホルダーから信頼される企業」を目指しているとのことです。

(注1) 「DX」とは、デジタルトランスフォーメーションを意味し、企業がビジネス環境の激しい変化に対応し、データとデジタル技術を活用して、顧客や社会のニーズを基に、製品やサービス、ビジネスモデルを変革するとともに、業務そのものや、組織、プロセス、企業文化・風土を変革し、競争上の優位性を確立することを指すとのことです。

公開買付者グループは、前田建設工業、前田道路及び前田製作所をはじめとする子会社62社及び関連会社24社(本書提出日現在)で構成され、建築事業、土木事業、舗装事業、機械事業及びインフラ運営事業を主な事業とし、さらにリテール事業から不動産事業まで幅広く展開しているとのことです。

公開買付者は、公開買付者中期経営計画の中で、生産性改革、新たな収益基盤の確立、体質強化・改善を戦略三本柱とし、それぞれの主な重点施策を定めるとともに、当該中期経営計画を、公開買付者の中長期経営計画における「成長フェーズ」に向けた「基盤構築フェーズ」と位置づけ、グループシナジーの追求、新規事業領域への体制構築、DX/シェアード化の推進及びM&A推進を特に注力する施策として掲げるなど、公開買付者が目指す姿である「あらゆるステークホルダーから信頼される企業」の実現に向けた取組みを行っているとのことです。

当社は、1929年7月に、兵庫県西宮市鳴尾地区に工業用地及び工事港を造成することを目的に、阪神築港株式会社として設立され、1932年に建設請負業を開始し、戦時中の経済情勢により鳴尾埋立事業を一時中断し、海洋土木工事の請負を主業として、事業を展開してきました。また、1964年5月に商号を東洋建設株式会社に変更しております。鳴尾埋立事業は1967年5月に再開され、1986年9月に完了されており、1965年以降は陸上土木工事、1975年以降は建築工事について本格的に取り組んでおります。株式市場との関係では、1961年10月に株式会社大阪証券取引所(以下「大阪証券取引所」といいます。)市場第二部に、1962年10月に株式会社東京証券取引所(以下「東京証券取引所」といいます。)市場第二部に上場され、1964年8月に東京、大阪証券取引所市場第一部に指定されました。その後、2013年7月に大阪証券取引所と東京証券取引所の現物市場が統合されたことに伴い、本書提出日現在まで東京証券取引所市場第一部に上場しております。当社グループは、本書提出日現在、当社、連結子会社8社、非連結子会社4社及びその他の関係会社2社で構成され、国内土木事業、国内建築事業、海外建設事業、不動産事業を主な事業の内容としております。当社は、2029年7月に迎える創立100周年に向けて、建設産業を取り巻く環境の急速かつ急激な変化にフレキシブルに対応できる、しなやかな強さを備えた持続可能な「レジリエント企業」を目指し、国内土木においては海上土木の事業規模の維持・安定や成長ドライバーである洋上風力関連事業の強化に向けた取組み、建築事業においては組織営業力の強化や収益力の強化、及びデジタル化による生産性の向上に向けた取組み、海外建設事業においては海外市場における収益力の強化等、中長期的な事業環境の変化を見据えた各種取組みを推進しております。

公開買付者の完全子会社である前田建設工業と当社は、2002年7月に業務提携を締結し、前田建設工業の陸上工事における強みと当社の海洋工事における強みを互いに活用する取組みを推進してまいりました。前田建設工業は、2002年12月には提携強化を目的として事業会社との相対取引により当社株式850,000株(所有割合(各時点の議決権を有する発行済み普通株式総数から自己株式数を控除した数に対する当該各時点において前田建設工業が所有する累計での当社株式数の割合を記載しております。以下、本「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」において同じです。):0.41%)を取得し、2003年10月には第三者割当増資の引受けにより当社株式57,692,000株を取得することで当社を持分法適用関連会社としました(所有割合:22.18%)。以降、所有割合を概ね維持する当社株式の取得として、2006年5月に第1回優先株式(2003年8月に当社への財政支援のために金融機関に対して発行された議決権のない当社の優先株式をいい、2006年3月に第1回優先株式1,150,000株、2008年3月に第2回優先株式2,000,000株を、前田建設工業が金融機関からそれぞれ取得したものであるとのことです。なお、本書提出日時点では第1回優先株式及び第2回優先株式は全数を普通株式に転換済みです。以下同じです。)の普通株式への転換により当社株式6,209,503株(所有割合:21.08%)、2008年6月に第2回優先株式の普通株式への転換により当社株式1,079,913株(所有割合:19.52%)、同月に第2回優先株式の普通株式への転換により当社株式2,159,827株(所有割合:20.16%)、同年9月に市場からの購入により当社株式3,000,000株(所有割合:21.05%)、2011年6月に第2回優先株式の普通株式への転換により当社株式2,659,574株(所有割合:20.41%)、同年9月に第2回優先株式の普通株式への転換により当社株式3,191,489株(所有割合:20.47%)、同年10月に第2回優先株式の普通株式への転換により当社株式1,595,744株(所有割合:20.16%)、2012年2月に市場からの購入により当社株式1,500,000株(所有割合:19.98%)、同月に市場からの購入により当社株式600,000株(所有割合:20.13%)、同月に市場からの購入により当社株式200,000株(所有割合:20.18%)をそれぞれ取得し、2012年9月の当社の株式併合(1:5)による株数の減少を経て、2015年3月に第三者割当増資の引受けにより当社株式2,800,000株(所有割合:20.09%)、同月に市場からの購入により50,000株(所有割合:20.14%)、同月に市場からの購入により50,000株(所有割合:20.19%)をそれぞれ取得し、2022年3月8日に公開買付者に当社株式100株を売却し、現在は公開買付者が当社株式を100株(所有割合:0.00%)、前田建設工業が当社株式を19,047,510株(所有割合:20.19%)所有し、当社を引き続き持分法適用関連会社としているとのことです。

当社は、“夢と若さをもって全員一致協力し新しい豊かな技術で顧客と社会公共に奉仕することに努め会社の安定成長と従業員の福祉向上を期する”、“「人間尊重」「創意革新」「責任自覚」”を経営理念として掲げ、港湾建設を主体とした海洋土木工事を強みとし、2021年3月期の連結売上高は約1,730億円と、海洋ゼネコン業界において有価証券報告書を提出又は事業報告を公開している合計8社中第3位の売上実績となっている(注2)など、同業界の事業者として確固たる地位を築いていると考えております。

(注2) 海洋ゼネコン業界において有価証券報告書を提出又は事業報告を公開している合計8社の開示内容より。

しかしながら、土木建設投資の動向は2016年度以降約20兆円から22兆円の間でおおむね横ばいで推移してきた一方、地方公共団体の海洋関連投資額は2000年代前半の1.2兆円程度に比べおよそ半分の0.6兆円程度に減少するなど(注3)、市場環境は厳しさを増しております。また、将来の長期的な経営環境についても、少子高齢化、人口減少が加速度的に進んでいくことは間違いなく、当社の強みとする土木事業において、発注主体の7割超を占める(注3)国や地方公共団体の財政は今後ますます厳しくなり、建設投資も縮小していくことが予想されます。さらに、担い手不足の深刻化やデジタル化への変革が不可避であることも踏まえると、抜本的な生産性改革が喫緊の課題であると考えられます。

(注3) 国土交通省「令和3年度(2021年度)建設投資見通し(令和3年10月)」、一般社団法人海洋産業研究・振興協会「海洋開発の市場構造に関する調査(2021年12月)」より。

このように、当社を取り巻く経営環境が著しく変化していく中で、公開買付者は、2021年10月1日の設立以降、公開買付者グループにおいて企業価値向上を図るためにはグループ全体として競争力を強化することが必要であると考えてきたとのことです。具体的には、公開買付者は、2021年10月1日以降、同日の共同株式移転による公開買付者の設立によって、それぞれ上場会社であった前田建設工業、前田道路及び前田製作所が公開買付者の完全子会社となったことで相互の連携が強化されたものと考えており、残る上場会社である当社との連携の強化が公開買付者グループとして残された重要な経営課題となったものと考えてきたとのことです。上記のとおり厳しい市場環境に置かれた当社が中長期的に事業基盤を拡大し、さらなる成長を実現することにより、公開買付者グループが全体としてさらなる企業価値向上を実現していくためには、共同して技術開発や人材交流等に取り組んできた公開買付者グループと当社との連携をさらに強化し、環境変化に対応できる経営基盤の構築や経営資源の最適配分等、両社のシナジーを最大限発揮していくことが不可欠と考えてきたとのことです。さらに、公開買付者は、公開買付者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、当社グループの短期的な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当社を公開買付者の連結子会社として上場を維持することは検討せず、当社を公開買付者の完全子会社とすることにより、公開買付者と当社的一般株主との間の潜在的な利益相反の関係を解消し、これにより、グループ全体として永続的成長を遂げるため、グループ戦略を一体となって遂行することが、両社の企業価値向上に資するものと確信し、2022年1月下旬、本公開買付けを含む本取引によって当社を完全子会社化することが最適であると判断したとのことです。

公開買付者によれば、具体的には、以下のようなシナジーが想定されるとのことです。

() 公共インフラの包括管理やPPP・コンセッション分野での協業による新たな収益基盤の確立

日本では、少子高齢化に伴う社会構造の変化により、国や地方公共団体の財政は今後さらに逼迫していくことが想定されるとのことです。一方で、インフラ老朽化への対策が急増するため、新規建設はおろか、国や地方公共団体が管理する道路、橋梁、港湾、上下水道、空港等の既存インフラの維持管理・更新への投資もままならない状況になると予想されるとのことです。さらには今般のコロナ禍による財政調整基金の枯渇も重なり、建設投資縮減の傾向は加速されると予想され、その解決策として公共インフラの包括管理委託業務やPPP・コンセッションといった官民連携の新たな市場が今後数年間で拡大すると考えられるとのことです。

日本国内において、公的不動産・公的インフラの規模は約730兆円と推計され、コンセッション事業を適用できるといわれている利用料金の徴収を行う公共インフラ資産はそのうち約25%の約185兆円と推計されています(注4)。そのうち、特にクルーズ船旅客ターミナルなどの港湾関係の公共インフラ資産は0.73兆円と推計されており(注4)、当社のこれまでの港湾土木事業で培ったノウハウや技術力と公開買付者のコンセッション事業での維持管理・運営、補修・更新の技術・ノウハウ・知見を掛け合わせることで、高い競争優位性を発揮できると考えられるとのことです。

(注4) 日本経済再生本部第6回産業競争力会議(2013年4月17日開催)資料より。

また、内閣府民間資金等活用事業推進会議がPPP・コンセッション分野の推進に向けて2021年6月18日に公表したPPP/PFI推進アクションプラン(令和3年改定版)及び内閣府によると、日本国内における利用料金の徴収を行わない地方公共団体の公共土木インフラや公共施設においても包括管理委託業務の導入が始まっており、これらのいわゆる「キャッシュフローを生み出しにくいインフラ」へのアベイラビリティペイメント方式(注5)の導入も地方公共団体において検討段階に入っているとのことです。今後、包括管理委託業務やアベイラビリティペイメント事業の市場も拡大していくものと考えており、グループ会社間の連携による優位性の創出が十分期待できると考えているとのことです。

(注5) 「アベイラビリティペイメント方式」とは、インフラ施設・設備の現実の利用量ではなく、利用可能性(アベイラビリティ)やサービスレベルに関する指標等に基づき、公共部門が民間コンセッション会社等の事業者 서비스에対価を支払う方式を指すとのことです。

このような背景から、公開買付者は、「総合インフラサービス企業」の実現に向け、上記の社会課題を解決し、公開買付者グループの新たな収益基盤を確立することを成長戦略と定め、PPP・コンセッション分野等の官民連携事業への取組みを強力に推進しているとのことです。

これまで、公開買付者の完全子会社である前田建設工業と当社においては、2002年7月の業務提携や2003年6月の前田建設工業の増資引受けによる持分法適用関連会社化以降、各種委員会活動を定期的に行い、営業、設計、調達、施工、安全、品質、海外事業などあらゆる分野における連携を行ってまいりました。そして、本公開買付けにより、グループ全体としてインフラ運営事業におけるシナジー創出に向けた取組みがさらに活発化すると考えているとのことです。特に、今後予定されている港湾インフラのコンセッション事業や洋上風力発電をはじめとした再生エネルギー事業において、当社が培ってきた港湾分野での技術やノウハウを活かし、これらの新たな事業を担うことになれば、当社の新たな収益基盤の確立にも寄与すると考えられ、さらなる利益の拡大が期待できるとのことです。さらに、中長期的に縮小傾向にある国内市場を中心とした事業戦略を見直し、公開買付者が展開を目指す海外でのコンセッション案件においても、当社の培ってきた海外事業の技術やノウハウを掛け合わせるにより競争優位性を発揮できると考えているとのことです。これらは、当社が公開買付者グループの中核企業として、グループ全体での連携強化をさらに深化させれば、確実かつ早期の実現が可能だと考えているとのことです。

()グループ全体でのDX、人材育成の共同推進

近年の建設業界においては、少子高齢化による生産年齢人口減少の影響による働き手の不足が特に表れており、省人化、省力化による生産性向上は業界を上げて取り組むべき喫緊の課題であるとのことです。同時に、デジタル技術の発展はめざましく、福島県会津若松市や静岡県裾野市などにおけるスマートシティ、スマートインフラ等のまちづくりにおいてすでに見られるように、従来建設業の専門であった事業領域に建設業以外の情報産業等異業種の事業者が積極的に参入してきており、近い将来、競争環境はさらに多様化し、激しさを増していくと考えているとのことです。

このような変化は、コロナ禍によりますます加速しており、この環境変化の中で今後も生き残り、持続的成長を遂げるためには、早急な対応が必須であるという強い危機感を持っているとのことです。公開買付者は、こうした環境下における成長戦略には、建設生産やインフラ運営に関するビッグデータの集積と最大活用、及び人材育成が必須の要件であり、それらは、単独の取組みではなく、グループが一丸となって進めることに加えて、多種多様なパートナーとの協業・連携が重要であり、各社の技術開発及び人材開発拠点を連携することにより、その効果を最大化できるものと考えているとのことです。

当社においても、公開買付者グループの有する技術・人材開発環境やデジタル化戦略を共有し、最大活用することにより、将来の変化への対応力をより効率的かつ効果的に強化することが可能になると考えております。さらに、当社及び公開買付者をはじめとするグループ会社が保有する技術・ノウハウをビッグデータとして一元管理することで、個々で取り組むよりも高い精度でデータを分析することが可能になり、それに基づくグループ全体の戦略立案、経営の効率化、サービスの高度化、さらには技術・システム開発をより強力に推進することができるとのことです。本公開買付けにより、今後さらにグループ会社が保有する技術やノウハウなどのビッグデータを最大活用することで、当社の事業全体における業務効率化や生産性向上に寄与し、シナジーによる価値創出がより早く確実に実現することが可能になると考えているとのことです。

以上の検討を踏まえ、公開買付者は2022年1月26日に、当社に対して、()公開買付者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、当社グループの短期的な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当社を公開買付者の連結子会社として上場を維持することは検討せず、当社を公開買付者の完全子会社とすることにより、公開買付者と当社の一般株主との間の潜在的な利益相反の関係を解消し、これにより、グループ全体として永続的成長を遂げるためのグループ戦略を一体となって遂行することが、両社の企業価値向上に資するものと確信し、本公開買付けを含む本取引によって当社を完全子会社化することが最適であると判断したこと、また、()完全子会社化の手法として、株式と比較して流動性の高い金銭を対価とすることにより、当該交付された金銭を用いて公開買付者の株式を購入し、公開買付者の株主となることも含めた選択の機会を当社の株主の皆様を提供できる手法である公開買付けの方法によることが最適であると判断したことから、当社を完全子会社化することを目的とした本取引に関する初期的な提案を対面で行い、当社より持ち帰って検討する旨の回答を受領したとのことです。また、公開買付者は、上記のとおり、公開買付けにより当社を完全子会社化することが最適であると判断していたことから、まずは当社に対して本取引に関する初期的な提案を行い、その反応を見た上で、本格的な検討・協議を行うための準備としてアドバイザーを選任することとし、2022年2月中旬に、公開買付者及び前田建設工業並びに当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として大和証券株式会社(以下「大和証券」といいます。)を、リーガル・アドバイザーとして瓜生・糸賀法律事務所をそれぞれ選任したとのことです。そして、公開買付者は、2022年1月下旬から同年3月中旬にかけて当社との間で、本取引の手法等に関して継続的な検討・協議を重ねたとのことです。公開買付者は、2022年1月下旬、当該検討・協議の過程において、前田建設工業の所有する当社株式については、前田建設工業が公開買付者の完全子会社であることから、配当財産として交付を受け、又は吸収分割等の組織再編により譲渡代金を支払うことなく取得することができるため、公開買付けの方法により譲渡代金を支払って前田建設工業から当社株式を取得することで買付けに要する資金が増加し、当該買付け資金の調達のために追加の借入による経済的負担が生じることには経済合理性がないと判断したこと、また、前田建設工業の所有する当社株式を公開買付けによる取得の対象としない場合にも、前田建設工業との間で公開買付けの成立後に当社を完全子会社化する手続に賛成する旨(これに沿って議決権を行使する旨を含みます。)を合意することで当社の完全子会社化を実現することができると判断したことから、本取引の手法として、前田建設工業が所有する当社株式を取得しないこととしたとのことです。2022年2月22日、当社から、本取引の実施に向けた具体的な準備を進めることを了承する旨の回答を受領したとのことです。当該回答を受けて、公開買付者は、当社の了解を得て、2022年2月下旬から同年3月中旬にかけて、当社に対するデュー・ディリジェンスを実施したとのことです。また、2022年3月2日に当社に対して正式な意向表明書を提出し、2022年3月上旬以降、当社との間で、本公開買付けにおける買付け等の価格(以下「本公開買付価格」といいます。)に関して複数回にわたり協議・交渉を重ねてきたとのことです。

具体的には、公開買付者は、当社の過去の株価推移に着目し、株価純資産倍率(PBR)1倍にあたる株価水準(2021年12月31日時点の1株当たり連結純資産は、約700円)を上回る価格とすること、デュー・ディリジェンスを通じて本取引の実現可能性が確認できたこと及び大和証券による当社株式の算定結果においてその算定範囲に含まれることを総合的に考慮の上、2022年3月9日に本公開買付価格を720円としたい旨の提案を行ったとのことです(なお、公開買付者は、本公開買付価格を720円とする提案が、2019年7月から2022年1月に行われた発行者以外の者による完全子会社化を前提とした公開買付けの事例(71事例)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43.0%、直近1ヶ月間が45.4%、直近3ヶ月間が47.0%、直近6ヶ月間が47.9%であり、中央値は、公表日直前が41.2%、直近1ヶ月間が41.4%、直近3ヶ月間が39.9%、直近6ヶ月間が43.5%)と比較すると、2022年3月8日の終値(574円)に対するプレミアムは約25%にとどまるものの、上記のとおり、当社の過去の株価推移をふまえ、株価純資産倍率(PBR)1倍にあたる株価水準を上回る価格とすることに注目しているため、当社株主にとって経済合理性があると判断していたとのことです。)。これに対し、当社は、2022年3月10日、当社の株式価値を適切に反映したあるべき価格水準から明らかに乖離していると考え、提案内容の再検討を公開買付者に要請したため、公開買付者は、同月11日に、本公開買付価格を730円としたい旨の提案を行ったとのことです。これに対し、当社は、当社のファイナンシャル・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(以下「三菱UFJモルガン・スタンレー証券」といいます。))及び当社が設置した特別委員会のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるフーリハン・ローキー株式会社(以下「フーリハン・ローキー」といいます。))の株式価値評価に加え、本件において参照すべき他の類似事例(経済産業省が「公正なM&Aの在り方に関する指針」(以下「公正なM&A指針」といいます。))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・パイアウト(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ヶ月間が59.6%、直近3ヶ月間が62.9%、直近6ヶ月間が65.4%)等を総合的に勘案すると、再提案を受けた価格は、あるべき価格水準から著しい乖離があり、当社の少数株主に対してその妥当性を説明することが不可能であるとして、2022年3月12日、公開買付者に対し、本公開買付価格の再検討を要請したとのことです。

その後、公開買付者は、2022年3月9日の価格提案時と同様の理由及び再検討を要請されたことを踏まえ、同月15日に、745円を本公開買付価格としたい旨の提案を行ったとのことです。これに対し、当社は、当該価格は当社の株式価値を適切に反映したあるべき価格水準を下回っていると考えられること、また、支配株主による非公開化も含めた他の類似事例(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支配株主による非公開化も含めた他の類似事例(同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実例(平均値は、公表日直前が46.3%、直近1ヶ月間が49.4%、直近3ヶ月間が52.3%、直近6ヶ月間が52.8%))からも乖離があることから、2022年3月16日、公開買付者に対し、本公開買付価格の再検討を要請したとのことです。

その後、公開買付者は再検討を要請されたことを踏まえ、2022年3月17日に、770円を本公開買付価格としたい旨の最終提案を行ったとのことです。当社は、2022年3月17日、本特別委員会(下記「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」において定義します。))から、公開買付者からのかかる提案について検討し、同価格は一般株主の利益を害する水準にはないことを確認しつつ、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、当社代表取締役社長において、公開買付者とトップ協議を行い、価格の引き上げを求める方針で最終的な交渉を行うよう要請を受け、同日、かかる要請に基づき、公開買付者に対してトップ協議を申し入れたとのことです。

そして、2022年3月18日、当社の代表取締役社長は、公開買付者の代表執行役社長と協議を行い、その結果、公開買付者は、2022年3月18日に、本公開買付価格を770円として本公開買付けを実施することにつき当社との間で合意に至り、2022年3月22日に、本取引の実施及びその一環として本公開買付けを実施することを決定したとのことです。

本公開買付け後の経営方針

公開買付者としては、本公開買付け後の当社の経営体制については、本公開買付けの実施後、双方の企業価値をさらに向上させる観点から当社及び公開買付者との間で協議を行った上で決定する予定であり、現時点で具体的に想定している事実はないとのことです。当社を含む公開買付者グループの経営資源をこれまで以上に集約することにより、公開買付者グループが一体となり、さらなる企業価値向上に向けて邁進するとのことです。

当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

() 検討体制の構築の経緯

当社は、上記「 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、2022年1月26日に公開買付者より対面で本取引に関する初期的な提案を受け、持ち帰って検討する旨を回答いたしました。そして、当社は、2022年1月下旬から同年3月中旬にかけて公開買付者との間で、本取引の手法等に関して継続的な検討・協議を重ねました。当社は、2022年2月22日、公開買付者に対し、本取引の実施に向けた具体的な準備を進めることを了承する旨を回答し、当該回答を受けて、公開買付者は、当社の了解を得て、同年2月下旬から同年3月中旬にかけて、当社に対するデュー・ディリジェンスを実施しました。また、2022年3月2日に公開買付者から正式な意向表明書を受領し、2022年3月上旬以降、公開買付者との間で、本公開買付価格に関して複数回にわたり協議・交渉を重ねてまいりました。

当社は、公開買付者との間で本取引に係る協議を開始するに際し、当社は公開買付者又は前田建設工業の子会社ではなく、本公開買付けは支配株主による公開買付けには該当しないものの、当該時点において、公開買付者の完全子会社である前田建設工業は当社株式を19,047,610株(所有割合：20.19%)所有し、当社を持分法適用関連会社としていること、公開買付者が当社を完全子会社とし当社株式の非公開化を企図していること等に鑑み、本取引の公正性を担保するため、2022年2月中旬に当社並びに公開買付者及び前田建設工業から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として三菱UFJモルガン・スタンレー証券を、また、リーガル・アドバイザーとして三浦法律事務所をそれぞれ選任し、三菱UFJモルガン・スタンレー証券及び三浦法律事務所の助言を踏まえ、直ちに、公開買付者から独立した立場で、当社の企業価値の向上及び当社の少数株主(一般株主)の皆様の利益の確保の観点から本取引に係る検討、交渉及び判断を行うための体制の構築を開始いたしました。

具体的には、2022年2月中旬より、当社の独立社外取締役及び社外有識者から構成される特別委員会の設置に向けた準備を開始し、2022年2月24日の当社取締役会決議により、福田善夫氏(当社独立社外取締役)、吉田豊氏(当社独立社外取締役)及び社外有識者である西本強氏(弁護士、日比谷パーク法律事務所)の3名から構成される特別委員会(以下「本特別委員会」といいます。)を設置し(詳細については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「 当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。)、本特別委員会に対し、()本取引の目的の正当性・合理性、()本取引に係る手続の公正性(当社株主の利益への十分な配慮がなされているか)、及び()本取引に係る取引条件の公正性・妥当性等の観点から、本取引を行うこと(本公開買付けに対して当社取締役会が賛同意見表明をすること及び当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを含む。)は当社の少数株主(一般株主)にとって不利益ではないかについて検討し、当社取締役会に意見を述べることにについて諮問(以下、これらを総称して「本諮問事項」といいます。)しました。

また、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、(a)本諮問事項についての判断及び検討に必要な情報を収集・受領する権限、(b)本特別委員会が必要と判断する場合には自らの財務のアドバイザー若しくは第三者算定機関及び法務のアドバイザー(以下「アドバイザー等」といいます。)を選任又は指名すること、又は当社のアドバイザー等を承認する権限、(c)本特別委員会が必要と判断する場合には当社と公開買付者との協議・交渉に参加し、当社のために協議・交渉する権限、及び(d)本取引のために講じるべき公正性担保措置の程度を検討し、必要に応じて意見・提言する権限を付与することを決議しております。

また、本特別委員会は、2022年2月24日開催の第1回特別委員会において、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、三菱UFJモルガン・スタンレー証券を当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関とすること並びに三浦法律事務所を当社のリーガル・アドバイザーとすることについて承認しました。また、本特別委員会は、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、上記の権限に基づき、2022年3月1日、その独立性及び専門性を確認の上、独自のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてフーリハン・ローキーを選任しております。

以上のほか、本特別委員会の設置等の経緯、検討の過程及び判断の内容等については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。

() 検討・交渉の経緯

当社は、2022年3月9日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり720円とする提案を受領し、三菱UFJモルガン・スタンレー証券による当社株式の株式価値の算定結果や公開買付者との交渉方針等を含めた財務的な助言及び三浦法律事務所からの本取引における手続の公正性を確保するための対応についてのガイダンスその他の法的助言等を踏まえ、公開買付者との間で、本公開買付価格を含む本取引における諸条件について、継続的に協議・交渉を行ってまいりました。具体的には以下のとおりです。

- ・当社は、2022年3月9日、公開買付者から本公開買付価格を720円とする提案を受けましたが、提案された価格は、当社の株式価値を適切に反映したあるべき水準から明らかに乖離していると考え、2022年3月10日、公開買付者に対し、本公開買付価格の再検討を要請しました。
- ・当社は、2022年3月11日、公開買付者から本公開買付価格を730円とする再提案を受けましたが、三菱UFJモルガン・スタンレー証券及びフーリハン・ローキーの株式価値評価に加え、本件において参照すべき他の類似事例(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ヶ月間が59.6%、直近3ヶ月間が62.9%、直近6ヶ月間が65.4%)等を総合的に勘案すると、再提案を受けた価格は、あるべき価格水準から著しい乖離があり、当社の少数株主に対してその妥当性を説明することが不可能であるとして、2022年3月12日、公開買付者に対し、本公開買付価格の再検討を要請しました。
- ・当社は、2022年3月15日、公開買付者から本公開買付価格を745円とする再々提案を受けましたが、当該価格は当社の株式価値を適切に反映したあるべき価格水準を下回っていると考えられること、また、支配株主による非公開化も含めた他の類似事例(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支配株主による非公開化も含めた他の類似事例(同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実例(平均値は、公表日直前が46.3%、直近1ヶ月間が49.4%、直近3ヶ月間が52.3%、直近6ヶ月間が52.8%)からも乖離があることから、2022年3月16日、公開買付者に対し、本公開買付価格の再検討を要請しました。

その結果、当社は、2022年3月17日に、公開買付者から、公開買付価格を1株当たり770円とする最終提案を受けるに至りました。当社は、2022年3月17日、本特別委員会から、公開買付者からのかかる提案について検討し、同価格は一般株主の利益を害する水準にはないことを確認しつつ、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、当社代表取締役社長において、公開買付者とトップ協議を行い、価格の引き上げを求める方針で最終的な交渉を行うよう要請を受け、同日、かかる要請に基づき、公開買付者に対してトップ協議を申し入れました。

そして、2022年3月18日、当社代表取締役社長は、公開買付者の代表執行役社長と協議を行い、その結果、当社は、本公開買付価格を770円とすることは、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2022年3月18日の当社株式の終値599円に対して28.55% (小数点以下第三位を四捨五入。以下、本公開買付価格のプレミアムの計算において同じです。)、同日までの過去1ヶ月間(2022年2月21日から2022年3月18日まで)の終値単純平均値592円(小数点以下を四捨五入。以下、終値単純平均値の計算において同じです。)に対して30.07%、同日までの過去3ヶ月間(2021年12月20日から2022年3月18日まで)の終値単純平均値578円に対して33.22%、同日までの過去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575円に対して33.91%のプレミアムがそれぞれ加算されており、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(平均値は、公表日直前が46.3%、直近1ヶ月間が49.4%、直近3ヶ月間が52.3%、直近6ヶ月間が52.8%)と比較するといずれの時点においても下回るものの、上記の他社事例(97件)のうち、公表日直前の終値に対するプレミアムが30%を下回る事例が28件、直近1ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムが35%を下回る事例が30件、直近3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムが35%を下回る事例が30件、直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムが35%を下回る事例が30件、といずれの時点でも本公開買付価格に付されているプレミアム水準と同水準以下の事例が相当数存在することを考慮すると、同種他社事例との比較において不相応な水準とまではいえず、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置が取られており、少数株主(一般株主)の利益への配慮がなされていると認められ、その上で当社と公開買付者との間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が行われたこと、さらに、リーマンショック発生日(2008年9月16日)以降における当社株式の市場株価の最高値である677円を上回る価格であった、少数株主(一般株主)の皆様が当社株式を取得価格より高い価格で売却できる機会を得られることを踏まえ、当社の少数株主(一般株主)の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、当社の少数株主(一般株主)の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での合理的な当社株式の売却の機会を提供するものと判断し、2022年3月18日に本公開買付価格を770円とすることについて同意する旨の回答を行いました(当社が本公開買付価格を770円とすることに同意した理由の詳細は下記「()当社の意思決定の内容」をご参照ください。)

以上の検討・交渉過程において、本特別委員会は、適宜、当社や当社のアドバイザー等から報告を受け、確認及び意見の申述等を行っております。具体的には、当社は、当社が作成した2022年3月期から2026年3月期までの事業計画(以下「本事業計画」といいます。)の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について本特別委員会の確認を受け、その承認を受けております。また、当社のファイナンシャル・アドバイザーは、公開買付者との交渉にあたっては、本特別委員会において審議の上決定した交渉方針に従って対応を行っており、また、公開買付者から本公開買付価格についての提案を受領した際には、その都度、直ちに本特別委員会に対して報告を行い、その指示に従って対応を行っております。加えて、本特別委員会は、その独自のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてフーリハン・ローキーを選任した上で、当社株式の算定結果に関する2022年3月22日付株式価値算定書(以下「当社算定書(フーリハン・ローキー)」)といいます。)及び本公開買付価格である1株当たり770円が当社の株主(公開買付者及び前田建設工業を除きます。)にとって財務的見地から妥当である旨のフェアネス・オピニオン(以下「本フェアネス・オピニオン」といいます。)の提出を受けております。そして、当社は、2022年3月22日、本特別委員会から、当社の取締役会における本公開買付けを含む本取引についての決定、つまり、本公開買付けに賛同の意見を表明し、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決定、及び、本取引の一環として本公開買付け後に行う本株式売渡請求(下記「(5)本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」において定義します。)又は本株式併合等に係る決定は、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考える旨の答申書(以下「本答申書」といいます。)の提出を受けております(本答申書の概要については、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。)

() 当社の意思決定の内容

以上の経緯のもとで、2022年3月22日開催の当社取締役会において、三浦法律事務所から受けた法的助言、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から受けた財務的見地からの助言及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券から提出を受けた当社の株式価値の算定結果に関する2022年3月18日付株式価値算定書(以下「当社算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)」)といえます。)並びに本特別委員会を通じて提出を受けた当社算定書(フリーハン・ローキー)及び本フェアネス・オピニオンの内容を踏まえつつ、本答申書において示された本特別委員会の判断内容を最大限尊重しながら、本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値の向上に資するか否か、及び本公開買付け価格を含む本取引に係る取引条件が妥当なものか否かについて、慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、当社は、以下のとおり、本取引は当社の企業価値の向上に資するものであると判断するに至りました。

当社においても、国内土木・建築業界を巡る状況については、今後5年間(2025年度まで)は、政府が、2020年12月11日に策定した「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」もあり外部環境は変わらず、当社の業績も同様に5年後まではある程度の予測は可能であるものの、10年、20年後の動向は、少子高齢化の影響で日本の財政状態は今後厳しくなり、公共投資の先行きは減少傾向になり、新設から維持更新へとその質を変えていく建設市場の変化が生じる可能性、また、原材料の高騰が落ち着く見通しが不透明な状況、かつ少子高齢化による生産人口数の減少に伴う労働市場の変化に対応する担い手確保や生産性向上に対する技術革新が急務であり、さらに、近年の時代の潮流に沿った働き方改革による職場環境改善や当社が2022年2月25日に制定したサステナビリティ基本方針に基づく経営(注1)の推進が必要であると認識しているところであります。

(注1) 「サステナビリティ基本方針」とは、当社の経営理念に基づき行動規範を遵守し、社会とより良い関係を保ちつつ、公正で信頼される事業活動を展開することにより、持続可能な社会の発展に貢献していくことを指します。

さらに、公開買付者グループへ当社が参画することも含め両社において、上記「公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」に記載のとおり、2022年1月26日に公開買付者より本取引に関する初期的な提案を受けたことを契機として、同時期より当社と公開買付者の実務者間で具体的なプロセスの協議を開始しました。特に、公開買付者による2021年10月の公開買付者中期経営計画の発表、2021年11月の2022年3月期第2四半期決算、及び2022年2月の2022年3月期第3四半期決算の発表を受け、公開買付者及び公開買付者グループの経営方針やガバナンス体制の構築がより一層可視化されたこと、2021年12月の着床式洋上風力発電事業(秋田県能代市・三種市及び男鹿市沖、秋田県由利本荘沖、千葉県銚子沖)の公募結果を受けて、下記「(a)再生可能エネルギー事業における経営資源の共有と競争力のある取組み体制の構築」に記載のとおり、国内の洋上風力発電事業を取り巻く事業環境が変化していることを踏まえ、公開買付者が当社株式を100株(所有割合:0.00%)、公開買付者の完全子会社である前田建設工業が当社株式を19,047,510株(所有割合:20.19%)所有し、当社が前田建設工業の持分法適用関連会社であるこれまでの関係性では顧客情報・技術情報等の情報共有における制約や、両社間の協業が案件単位の連携に留まり経営レベルの協業関係の構築に至らないことから、2022年2月中旬、従前の資本・業務提携の枠組みを超えて公開買付者グループへ参画することで、公開買付者及び当社の関係性がより強固なものになることは、当社にとって以下のような各施策を実施するために必要であると考えに至りました。

当社は、「建設市場の変化」と「労働市場の変化」という2つの大きな課題を解決し、持続的な企業価値の向上を実現するためには、当社単独で時間をかけて対応するよりも、公開買付者グループへの参画を通じて、公開買付者グループの各社が協力して事業を推進する体制を構築することが望ましいと考えております。

具体的には、これまで前田建設工業の持分法適用関連会社であることから、案件単位の連携に留まっていた公開買付者グループとの土木・建築事業での協働の取組みを、公開買付者の完全子会社となることによってこれまで以上に増やしていくことができるため、港湾・海上土木工事のみならず、陸上工事のより一層の受注拡大を図ることが可能となり、事業規模の拡大とコスト競争力・資材調達力の強化が期待できます。また、当社は、中長期的には人口減少による税収減、高齢化の進展による社会保障費の増大により、国や地方の財政状態は今後一層厳しくなる中で、公共投資は減少傾向で推移する可能性が高いと認識しており、2020年3月25日に公表した中期経営計画『Being a resilient company <2020-2022>』(以下「当社中期経営計画」といいます。)において、洋上風力発電事業を含む民間・再生可能エネルギー事業の取組み強化及び海外事業を拡大していく計画を策定しており、これらへの取組みは、当社グループのみならず、公開買付者グループの再生可能エネルギー事業への取組みによる知見や顧客ネットワークと併せて、当社の採算性の高い受注を増加させることで利益率の向上に繋げていくことが可能となります。

また、建設産業を取り巻く労働人口の高齢化及び減少、技術革新の動きへの対応については、生産性向上・省力化に向けた先端技術開発・工法開発や業務効率の強化等に取り組んでいく必要があるところ、これまでの公開買付者の完全子会社である前田建設工業の持分法適用関連会社では、公開買付者グループのうち特に傘下企業以外の第三者に対しては提供することができないノウハウや技術情報等の情報共有が限られていたものの、公開買付者グループへ参画することで、これまでは活用することができなかった公開買付者グループ各社の有する最新の技術やノウハウ、人材といったリソースを活用することが可能となり、DXへの対応や、当社グループ及び公開買付者グループの技術部門や管理部門での人材交流や連携を通じて、より効果的かつ効率的な事業運営の実現、加えて、働き方改革による職場環境改善、サステナビリティ基本方針に基づく経営の推進に繋がると考えております。

これまで当社は上場会社として、当社の少数株主(一般株主)の利益を尊重し、当社としての独立性の確保に努めてまいりました。本取引後においては、公開買付者グループに参画することで、公開買付者グループ各社との連携及び協調、経営資源の効率的な活用を迅速かつ円滑に行いながら、当社グループの企業価値向上及び当社グループを含む公開買付者グループの中長期的な企業価値の向上に資することができると考えております。

本取引を通じて、当社が実現可能と考える具体的なシナジーは、以下のとおりです。

(a)再生可能エネルギー事業における経営資源の共有と競争力のある取組み体制の構築

当社グループは、今後の成長機会として、洋上風力発電関連作業船の事業機会の獲得を目指しておりますが、2021年12月の着床式洋上風力発電事業(秋田県能代市・三種市及び男鹿市沖、秋田県由利本荘沖、千葉県銚子沖)の公募結果は、供給価格上限額を29円/kWhに設定されていたところ、落札者の提案額は11.99円～16.49円/kWhであり、業界目標として掲げられていた2030年から2035年までの発電コストである8～9円/kWhに迫る水準となったことで、競争環境が変化しており、発電コストの内数である建設費の低減に向けた取組みが必要であると考えております。当社グループとして、この変化に対応し、今後の長期の収益を確保するための事業として確立させるためには、当社グループ単独ではなく、公開買付者グループと一体となった取組み体制の構築及び建設費の低コスト化に向けた技術開発をより一層推進させることは急務の課題であると考えてに至りました。

公開買付者グループは、インフラ運営の企画提案、計画設計、製造調達、施工、大規模改修、運営維持管理を一括してマネジメントする「総合インフラサービス企業」への転換を目指すグループ戦略の一環として、再生可能エネルギー発電事業の開発事業者として、太陽光・陸上風力・バイオマス発電事業において約141MWの開発・建設・運営実績を有する他、洋上風力発電事業の事業開発も進めております。また、公開買付者グループは、仙台空港特定運営事業、愛知県有料道路運営等事業をはじめとする複数のコンセッション案件の公募入札で優先交渉権者に選定され、インフラ運営事業を行っているため、洋上風力発電事業の公募入札においてもコンセッション案件の公募入札や官民連携のインフラ運営事業における経験・知見を有していると考えているとのことです。

本取引によって、当社グループが有する港湾・海洋土木事業の技術・知見、公開買付者グループが有する再生可能エネルギー事業及びコンセッション案件の事業者としての運営ノウハウ、両社グループが有する土木・建築事業、舗装事業、建設機械関連事業の技術・知見を踏まえた総合力のある取組み体制の構築が可能となる他、当社グループ及び公開買付者グループの技術開発に係る知見やサプライチェーンを相互補完することで、洋上風力発電事業をはじめとする再生可能エネルギー事業の低コスト化を促進し、環境負荷低減技術をはじめとする脱炭素社会に向けた環境分野の技術開発をより一層推進することが可能になると考えております。

(b) 戦略的な資本政策の推進

当社グループは、当社中期経営計画において洋上風力発電事業への取組みを強化する方針を掲げております。その一環として、上記のとおり、洋上風力発電関連作業船の事業機会の獲得を目指しており、特に洋上風力発電関連作業船の建造には一定の設備投資負担が生じ、これに伴う資金調達が必要となる見込みです。

当社はこれまで、公開買付者の完全子会社である前田建設工業の持分法適用関連会社であり、株式会社格付投資情報センターが2021年8月2日に公表した発行体格付は「BBB」でありました。一方、公開買付者グループは、株式会社日本格付研究所が2021年12月20日に公表した発行体格付は「A+」であり、当社株式の非公開化を通じて公開買付者グループに参画することで、金融機関や取引先等からの公開買付者を通じた財務面での対外的な信用力を強化することが可能となり、これまでの当社グループの信用力では取り組むことが難しかった規模の新規投資や成長投資を目的とした、機動的かつ戦略的な資本政策の遂行が実現できると考えております。

(c) グループ全体での技術開発の促進と生産性の向上及び経営資源の共有と活用

当社グループは、当社中期経営計画において、建設産業の労働人口の高齢化・減少という将来的な事業リスクの低減、かつ人手不足の常態化による労働者の負担軽減を図るため、施工の自動化や生産性向上、省力化に繋がる技術開発や設備投資を行い、付加価値生産性を向上させることを掲げております。また、公開買付者においても、建設産業における事業リスクの認識は一致していることに加え、公開買付者中期経営計画において、デジタル技術への投資を通じて、今後新たな価値の源泉となる建設請負事業やインフラ運営に関するビッグデータの集積・一元管理及び活用と公開買付者グループ各社ごとに行っていた財務経理や総務労務、営業事務等の間接業務を集約することで業務を効率化・高度化し、固定費・管理コストの低減を図る方針を掲げております。

公開買付者グループへの参画後は、公開買付者グループ各社と上記のデータをもとにした効率的な技術開発投資の体制等を協議することが可能となり、当社グループ及び公開買付者グループ各社のノウハウの相互補完により効率的な開発推進体制を構築できることに加え、公開買付者が進める間接業務の集約化により、当社グループの固定費・管理コストの適正化を図ることが可能と考えております。

また、上場会社として独立性の維持の観点から制限のあった当社グループと公開買付者グループとの間での顧客基盤、事業基盤、財務基盤、サプライチェーン等の経営資源の相互補完及び有効活用が可能になり、公開買付者グループ各社との協業体制を構築し、情報共有を進めることで、生産体制や事業競争力の向上が図れると考えております。具体的には、当社グループは港湾・海上土木、海外における港湾プロジェクトを強みとする一方、公開買付者グループは陸上土木・建築・道路舗装・建設機械関連・様々なインフラの運営を強みとすると認識しており、双方の事業領域に重複する部分が少なく、当社グループを含む公開買付者グループ全体で事業領域の拡大による総合力のある取組み体制を構築することができると考えております。

(d)人財交流・育成、人財採用での連携強化

当社グループは、建設産業を支えている建設技能者の高齢化、労働人口減少による建設産業の入職者数の減少に伴う労働力の低下、いわゆる「担い手確保」「生産体制維持」の問題を将来の事業リスクに繋がる喫緊の課題と認識しております。この「労働市場の変化」は、昨今の働き方改革により一層拍車がかかっております。建設業界の事業者が建設技能者の採用を強化していることを背景に建設技能者の需要は高まっている一方、建設技能者の高齢化及び労働人口の減少に伴う建設技能者を含む入職者数が減少傾向で推移(注2)していることを背景に建設技能者の供給は不足していることから、建設技能者の需給ギャップは拡大しており、当社グループにおける建設技能者の確保はより一層厳しい状況になると認識しております。

そこで、当社グループを含む公開買付者グループ全体で各社が採用活動や人材育成策で連携することで、優秀な人材の確保・育成が可能になると考えております。

(注2) 国土交通省「建設業の働き方改革の現状と課題(令和3年11月)」より。

また、当社は、以下の(ア)乃至(キ)を踏まえ、本公開買付けは当社の株主の皆様に対して、妥当な価格での合理的な当社株式の売却の機会を提供するものであると判断しました。

(ア)本公開買付価格が、下記「(3) 算定に関する事項」の「当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」に記載の当社算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)における三菱UFJモルガン・スタンレー証券による当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価分析により算定された価格帯の上限値を上回っており、また、類似企業比較分析により算定された価格帯の中央値を上回っており、さらに、DCF分析により算定された価格帯の範囲内であること

(イ)下記「(3) 算定に関する事項」の「特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載の当社算定書(フリーハン・ローキー)におけるフリーハン・ローキーによる当社株式の株式価値の算定結果のうち、市場株価法により算定された価格帯の上限値を上回っており、また、類似会社比較法により算定された価格帯の中央値を上回っており、さらに、DCF法により算定された価格帯の範囲内にあること、また、下記「(3) 算定に関する事項」の「特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、フリーハン・ローキーから、本公開買付価格である1株当たり770円が当社の株主(公開買付者及び前田建設工業を除きます。)にとって財務的見地から妥当である旨の本フェアネス・オピニオンが発行されていること

(ウ)本公開買付価格が、東京証券取引所市場第一部における、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2022年3月18日の当社株式の終値599円に対して28.55%、同日までの過去1ヶ月間(2022年2月21日から同年3月18日まで)の終値単純平均値592円に対して30.07%、同日までの過去3ヶ月間(2021年12月20日から2022年3月18日まで)の終値単純平均値578円に対して33.22%、同日までの過去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575円に対して33.91%のプレミアムがそれぞれ加算されており、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(平均値は、公表日直前が46.3%、直近1ヶ月間が49.4%、直近3ヶ月間が52.3%、直近6ヶ月間が52.8%)と比較するといずれの時点においても下回るものの、上記の他社事例(97件)のうち、公表日直前の終値に対するプレミアムが30%を下回る事例が28件、直近1ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムが35%を下回る事例が30件、直近3ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムが35%を下回る事例が30件、直近6ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアムが35%を下回る事例が30件、といずれの時点でも参照した場合においても、本公開買付価格に付されているプレミアム水準と同水準以下の事例が相当数存在することを考慮すると、同種他社事例との比較において不相応な水準とまではいえないこと

(エ)リーマンショック発生日(2008年9月16日)以降における当社株式の市場株価の最高値である677円を上回る価格であって、少数株主(一般株主)の皆様が当社株式を取得価格より高い価格で売却できる機会を得られると考えられること

- (オ)本公開買付価格の決定に際しては、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置が取られており、少数株主(一般株主)の利益への配慮がなされていると認められること
- (カ)本公開買付価格が、上記利益相反を回避するための措置が取られた上で、当社と公開買付者との間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が行われたこと、より具体的には、フリーハン・ローキー及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券による当社株式の株式価値に係る算定結果の内容や三浦法律事務所による本取引に関する意思決定の過程及び方法その他の留意点についての法的助言等を踏まえ、かつ、本特別委員会において審議の上決定した交渉方針に従って、協議・交渉を行っており、その結果として提案された価格であること
- (キ)本公開買付価格が、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会から取得した本答申書においても、妥当な価格と判断されていること

以上より、当社は、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとともに、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件は妥当なものであると判断し、2022年3月22日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。

当社取締役会の意思決定過程の詳細については、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議のない旨の意見」をご参照ください。

(3) 算定に関する事項

当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、本公開買付けに関する意見表明を行うにあたり、当社並びに公開買付者及び前田建設工業から独立した第三者算定機関として、当社のファイナンシャル・アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼しました。三菱UFJモルガン・スタンレー証券は当社並びに公開買付者及び前田建設工業の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して、重要な利害関係を有しておりません。なお、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、株式会社三菱UFJ銀行と同じ株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ企業の一員であり、株式会社三菱UFJ銀行は、当社の株主たる地位を有しているほか、当社及び公開買付者に対して通常の銀行取引の一環として融資取引等を行っており、また、本公開買付けにかかる決済資金を公開買付者に融資する予定ですが、当社は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券の算定機関としての実績に鑑み、かつ、弊害防止措置として三菱UFJモルガン・スタンレー証券における当社株式の株式価値算定を実施する部署とその他の部署及び株式会社三菱UFJ銀行との間で所定の情報遮断実施が講じられていること、当社と三菱UFJモルガン・スタンレー証券は一般取引先と同様の取引条件での取引を実施しているため、ファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としての独立性が確保されていること、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は当社並びに公開買付者及び前田建設工業の関連当事者へは該当せず、当社が三菱UFJモルガン・スタンレー証券に対して当社株式の株式価値算定を依頼することに関し、特段の問題はないと考えられることを踏まえた上で、三菱UFJモルガン・スタンレー証券をファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として選任いたしました。

また、本取引に係る三菱UFJモルガン・スタンレー証券の報酬は、本公開買付けを含む本取引の公表及び本スクイズアウト手続の完了を条件に支払われる成功報酬が含まれておりますが、当社は、同種の取引における一般的な実務慣行及び本取引が不成立となった場合に当社に相応の金銭的負担が生じる報酬体系の是非等も勘案すれば、本公開買付けを含む本取引の公表及び本スクイズアウト手続の完了を条件に支払われる成功報酬が含まれていることをもって独立性が否定されるわけではないと判断しております。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提のもと、当社株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所市場第一部に上場しており市場株価が存在することから市場株価分析を、当社と比較的類似する事業を手がける上場会社が複数存在し、類似企業比較による株式価値の類推が可能であることから類似企業比較分析を、将来の事業活動の状況に基づく本源的価値評価を反映するためDCF分析を用いて当社株式の価値算定を行っており、当社は2022年3月18日付で当社算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)を取得いたしました。なお、当社は、下記「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」及び「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株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載した措置等、十分な公正性担保措置が取られていることも踏まえ、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から本公開買付けの公正性に関する評価(フェアネス・オピニオン)を取得しておりません。

上記各手法を用いて算定された当社株式1株当たりの価値の範囲は、以下のとおりです。

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

市場株価分析では、基準日を2022年3月18日(以下「基準日」といいます。)として、東京証券取引所市場第一部における当社株式の基準日の終値599円、直近1ヶ月間の終値単純平均値592円、直近3ヶ月間の終値単純平均値578円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値575円をもとに、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を575円から599円までと算定しております。

類似企業比較分析では、当社と比較的類似する事業を営む上場会社の市場株価や収益性等を示す財務指標との比較を通じて当社株式の株式価値を算定し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を474円から844円までと算定しております。

DCF分析では、2022年3月期から2026年3月期までの事業計画、直近までの業績動向、一般に公開された情報等の諸要素を考慮した当社の将来の収益予想に基づき、当社が2023年3月期第2四半期以降に生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引くことにより当社の株式価値を分析し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を753円から906円までと算定しております。

DCF法による分析において前提とした財務予測は以下のとおりです。本事業計画については、三菱UFJモルガン・スタンレー証券が当社との間でインタビューを行いその内容を分析及び検討しており、また、下記「(6) 本公開買付けの公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会がその内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性を確認しております。なお、以下の財務予測には、大幅な増減益を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、2022年3月期において、国内土木事業において注力していた大型案件の受注時期のずれや失注による当期受注工事の減少、国内建築事業において設計施工案件が当初想定よりも着工までに時間を要したこと、海外の連結子会社において当初想定よりも工事の着工が遅れたことなどにより、営業利益、経常利益、及び当期純利益において大幅な減益を見込んでおります。また、2023年3月期にかけて売上の増加に伴う運転資本の増加及び2022年4月以降の外注契約における手形支払(電子手形を含みます。)廃止の影響に伴う運転資本の増加などにより、フリー・キャッシュ・フローにおいて増減が生じております。なお、本取引により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、三菱UFJモルガン・スタンレー証券がDCF分析に用いた事業見直しには加味されておりません。

(単位：百万円)

	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2025年3月期	2026年3月期
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
E B I T D A	10,684	12,172	13,271	13,797	14,466
フリー・キャッシュ・フロー	17,690	1,800	893	6,440	7,844

(注1) 売上高は「収益認識に関する会計基準」(企業会計基準第29号 2020年3月31日)の適用後の数値を記載しております。

(注2) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券の分析及びその基礎となる当社株式の株式価値の分析は、当社の取締役の参考に資するためのみに宛てたものです。当該分析は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券又はその関係会社による財務上の意見又は推奨を構成するものではなく、本公開買付けに関する一切の当社若しくは公開買付者の株主の行動又は本取引に関する一切の株主総会に関する株主による議決権行使若しくはその他の行動に対して、意見を述べたり、また、推奨を行うものでもありません。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、当社株式の株式価値の算定に際し、当社から提供を受けた情報及びすでに公開されている情報をそのまま採用し、それらの資料及び情報が、全て正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。加えて、当社の財務予測に関する情報については、当社により2022年3月18日(以下「対象日」といいます。)時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成されたことを前提としております。また、当社及び当社の関係会社の資産及び負債(簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)に関して独自の評価・査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。三菱UFJモルガン・スタンレー証券の算定は、対象日までの上記情報を反映したものであり、対象日現在における金融、経済、為替、市場その他の状況及び、対象日現在において三菱UFJモルガン・スタンレー証券が入手している情報に基づくものです。対象日以降に生じる事象が、三菱UFJモルガン・スタンレー証券の分析及び当社算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)の作成に用いられた前提に影響を及ぼす可能性はありますが、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、同算定書及び分析を更新し、改訂し、又は再確認する義務を負うものではありません。

当社算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)の作成及びその基となる分析は複雑な過程を経ており、必ずしも部分的な分析や要約した記載に適したものではありません。同算定書で記載されている特定の分析に基づく評価レンジを、当社の実際の価値に関する三菱UFJモルガン・スタンレー証券による評価であると捉えることはできません。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、本取引に関し、当社の取締役会のファイナンシャル・アドバイザーとして役務を提供し、当該役務の対価として手数料を受領する予定です。なお、手数料の相当な部分の受領は、本取引の公表・完了を条件としています。

特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得

本特別委員会は、本諮問事項について検討するにあたり、本公開買付価格を含む本取引に係る取引条件の公正性を担保するために、当社並びに公開買付者及び前田建設工業から独立した独自のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるフーリハン・ローキーに対し、当社株式の価値算定及び付随する財務分析、並びに本公開買付価格の財務的な観点からの妥当性に関する意見(フェアネス・オピニオン)の表明を依頼し、2022年3月22日付で、当社算定書(フーリハン・ローキー)及び本フェアネス・オピニオンを取得いたしました。

なお、当社取締役会は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、2022年3月22日、本特別委員会から本答申書の提出を受けた際、併せて当社算定書(フーリハン・ローキー)及び本フェアネス・オピニオンの提出を受けており、これらの内容も踏まえて、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」に記載の決議を実施しております。

フーリハン・ローキーは、当社並びに公開買付者及び前田建設工業の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有しておりません。下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会は、第三者算定機関の候補者の独立性及び専門性・実績等を検討の上、フーリハン・ローキーを独自の第三者算定機関として選任しております。また、本取引に係るフーリハン・ローキーの報酬は、本取引の成否にかかわらず支払われる固定報酬のみであり、本公開買付けを含む本取引の成立等を条件に支払われる成功報酬は含まれておりません。

フーリハン・ローキーは、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の株式価値の算定にあたり採用すべき算定手法を検討した結果、当社株式が東京証券取引所市場第一部に上場しており市場株価が存在することから市場株価法を、当社と比較的類似する事業を手がける上場会社が複数存在し、類似会社比較による株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、また、将来の当社の事業活動の状況に基づく本源的価値を株式価値の算定に反映することを企図してDCF法を用いて、それぞれ株式価値の算定を行っております。

上記各手法において算定された当社株式1株当たりの価値の範囲はそれぞれ以下のとおりです。

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

市場株価法では、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2022年3月18日を基準日として、東京証券取引所市場第一部における当社株式の基準日終値599円、直近5営業日の終値単純平均値596円、直近1ヶ月間の終値単純平均値592円、直近3ヶ月間の終値単純平均値578円及び直近6ヶ月間の終値単純平均値575円をもとに、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を575円から599円までと算定しております。

類似会社比較法では、当社と比較的類似する事業を営む上場会社の市場株価や収益性等を示す財務指標との比較を通じて当社株式の株式価値を算定し、当社株式の1株当たりの株式価値の範囲を636円から807円までと算定しております。

DCF法では、当社が作成した2022年3月期から2026年3月期までの事業計画、直近までの業績動向、一般に公開された情報等の諸要素を前提として当社が2022年3月期第4四半期以降に生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引いて当社の企業価値や株式価値を分析し、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を715円から860円と算定しております。

なお、フリーハン・ローキーがDCF法による算定の前提とした当社の財務予測は以下のとおりであり、当該財務予測には、大幅な増減益を見込んでいる事業年度が含まれております。具体的には、2022年3月期において、国内土木事業において注力していた大型案件の受注時期のずれや失注による当期受注工事の減少、国内建築事業において設計施工案件が当初想定よりも着工までに時間を要したこと、海外の連結子会社において当初想定よりも工事の着工が遅れたことなどにより、営業利益、経常利益、及び当期純利益において大幅な減益を見込んでおります。また、2023年3月期にかけて売上の増加に伴う運転資本の増加及び2022年4月以降の外注契約における手形支払(電子手形を含みます。)廃止の影響に伴う運転資本の増加などにより、フリー・キャッシュ・フローにおいて増減が生じております。なお、本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、本事業計画には加味されておりませんが、フリーハン・ローキーがDCF法による算定の前提とした当社の財務予測においては、上場関連費用の削減効果のみ考慮しております。また、当該財務予測は本事業計画に基づいており、フリーハン・ローキーが当社との間で複数の質疑応答を行いその内容を分析及び検討しており、また、下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、本特別委員会がその内容及び作成経緯等の合理性を確認しております。

(単位：百万円)

	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2025年3月期	2026年3月期
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
E B I T D A	3,986	12,172	13,271	13,797	14,466
フリー・キャッシュ・フロー	3,748	2,738	1,075	6,869	7,605

(注) 売上高は「収益認識に関する会計基準」(企業会計基準第29号 2020年3月31日)の適用後の数値を記載しております。

また、本特別委員会は、2022年3月22日付で、フリーハン・ローキーから、本公開買付価格である1株当たり770円が当社の株主(公開買付者及びその関係者を除きます。)にとって財務的見地から妥当である旨の本フェアネス・オピニオンを取得しております。本フェアネス・オピニオンは、本事業計画に基づく当社株式の価値算定結果等に照らして、本公開買付価格である1株当たり770円が、当社の株主(公開買付者及びその関係者を除きます。)にとって財務的見地から妥当であることを意見表明(以下「本意見表明」といいます。)するものです。なお、本フェアネス・オピニオンは、フリーハン・ローキーが、当社から、当社の事業の現状、事業見通し等の開示を受けるとともに、それらに関する説明を受けた上で実施した当社株式の価値算定結果に加えて、本特別委員会との質疑応答、フリーハン・ローキーが必要と認めた範囲内での当社の事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びにフリーハン・ローキーにおける当社株式価値の分析・検討を実施した担当チームとは独立した審査会によるレビューを経て発行されております。

なお、フリーハン・ローキーは、本フェアネス・オピニオンの提出及び本意見表明並びにそれらの基礎となる当社事業価値の分析・算定に際し、当社から提出を受け又は当社と協議した情報、一般に公開された情報、フリーハン・ローキーが検討の対象とした又はフリーハン・ローキーのために当社により検討されたその他一切の情報が、全て正確かつ完全なものであり、誤解を生じさせるものでないこと等を前提としてこれに依拠しており、独自にそれらの正確性及び完全性等の調査、検証を行っておりません。また、独自にその調査、検証を行う責任も義務も負っておりません。

さらに、フリーハン・ローキーは、当社事業価値及び当社株式価値の分析・算定に際し、当社の経営陣及び実務担当者の説明について、独自の検証を行うことなく、これに依拠し、本意見表明の前提としております。

フリーハン・ローキーは、当社株式価値に係わる個別の資産及び負債(簿外の資産及び負債、その他偶発債務を含みます。)につき独自の評価又は査定を行っておらず、かつ、これらに関していかなる評価又は査定も提出しておりません。

フリーハン・ローキーは、DCF法及び類似会社比較法に基づき当社の事業価値を分析するに当たっては、本事業計画その他業績見通し及び将来予測(以下「事業計画等」といいます。)に関する情報が、当社経営陣により現時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的に作成され、かつ、その予測に従って当社事業の損益状況が推移することを前提としております。事業計画等において前提とした今後予測される事態や環境がその前提どおりにならず、原材料価格を含むマクロ経済環境等の外部要因に起因する場合を含め、予測と実際の結果の差異が当社の事業価値に対して影響を与えることがあります。フリーハン・ローキーが本フェアネス・オピニオンを作成するに当たって実施した分析は、こうした事業計画等の実現可能性又は確実性の審査を目的としておらず、当該事業計画等又はそれらの根拠となった前提については、フリーハン・ローキーは何ら意見を表明し、また保証するものではなく、また、何ら責任を負担するものではありません。フリーハン・ローキーは、本フェアネス・オピニオン記載の意見の表明及びその前提となる分析を行うに当たって、業界状況、一般的なビジネス及び経済の状況並びにその他の事項に関して多数の前提を置いており、その多くは、当社及び公開買付者が制御できないものです。フリーハン・ローキーの分析に含まれる全ての予測は、必ずしも将来の結果や実際の価値を示すものではなく、かかる結果や価値は、当該予測によって示唆されるものに比して大幅に良くも悪くもなり得るものです。

フリーハン・ローキーは、法律、会計又は税務等の専門家ではなく、本意見表明を行うに当たり、本取引の適法性・有効性及び会計・税務上の処理の妥当性について独自に検討及び分析を行っておらず、本取引の手続が全ての法律上、会計上又は税務上の適正な手続を経て、適切かつ有効に実行されることを前提としております。また、本取引の実行による当社及び当社株主並びにその他の取引関係者に対する課税関係については考慮しておりません。

本意見表明は、本取引の実行及び今後の当社の事業継続に必要な一切の行政機関等その他による同意又は許認可が、その時期又は条件等を含め、本取引を実行した場合に当社事業の予測される財務状況に影響を与えることなく得られるものであることを前提としており、フリーハン・ローキーは、これらについて独自の調査を行う義務を負うものではありません。

フリーハン・ローキーは、公開買付者以外の者による当社の株式の取得若しくは事業譲渡による当社の全部若しくは一部の売却又はその他の代替取引に関し、他の当事者による関心表明を募る権限を有しておらず、当該行為を行っていないこと、及び、代替取引について独自にその調査、検証を行っていないことを付記しております。したがって、フリーハン・ローキーは、本取引の条件が、当社の観点からみて、本取引の当事者間で交渉しうる最も有益なものであることを前提としており、代替取引が、当社の株主にとって本取引価格を上回る価値の対価をもたらすものであるか否かにつき何らの見解を表明していません。

本意見表明は、本公開買付価格が当社の株主(公開買付者及びその関係者を除きます。)にとって財務的な見地から妥当であるか否かを、本フェアネス・オピニオン作成日付現在の市場、経済、金融その他の状況に基づいて意見表明したものであり、本フェアネス・オピニオン作成日付までにフリーハン・ローキーに提供され又はフリーハン・ローキーが入手した情報を前提としており、今後の状況の変化により本意見表明の内容が影響を受けることがあります。また、本意見表明は、当社事業の価値の分析及び検討並びに本意見表明に影響を与える可能性がある事実でフリーハン・ローキーに対して未開示の事実又は事項がないことを前提としており、本フェアネス・オピニオン作成日時時点で開示のない事実又は事項及び本フェアネス・オピニオン作成日以降に発生する事実又は事項によっては、それらの事実又は事項が、本意見表明の基礎となる当社事業の価値の評価結果並びに本意見表明に影響を与える可能性があります。これらの場合において、フリーハン・ローキーは、その意見を修正、変更、補足又は再確認する義務を負っておりません。また、本意見表明は、本フェアネス・オピニオンに明示的に記載された事項以外、本フェアネス・オピニオン作成日付以降の事象に関して何ら意見を推論させ、示唆するものではありません。

本意見表明は、当社の取締役会及び本特別委員会が本公開買付価格を検討する際の参考情報として提供されるものであり、他のいかなる目的のためにも、また他のいかなる者によっても、依拠又は使用することはできません。特に、本意見表明は、フリーハン・ローキーが当社の取締役会若しくは本特別委員会又は当社の株主、債権者その他の関係者に対して本取引又は本公開買付けへの応募その他本取引に関連する一切の行為を実行すべきか否かについて意見を提供し、あるいは実行を推奨するものではありません。また、フリーハン・ローキーは、当社の株主その他の第三者に対して、本取引に関する事項について、何らの勧誘等を行うものではありません。したがって、フリーハン・ローキーは、本意見表明に起因又は関連して、当社の株主、債権者その他の関係者に対して何らの責任も負うものではありません。

公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

公開買付者は、本公開買付価格を決定するに際して、公開買付者及び前田建設工業並びに当社から独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーである大和証券に対し、当社株式の株式価値の算定を依頼したとのことです。なお、大和証券は、公開買付者及び前田建設工業並びに当社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して重要な利害関係を有していないとのことです。

大和証券は、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社が継続企業であるとの前提のもと、当社株式の価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社の市場株価の動向を勘案した市場株価法及び当社業績の内容や予想等を勘案したDCF法を算定方法として用いて、当社株式の株式価値を算定し、公開買付者は、大和証券から2022年3月18日付で株式価値算定書(以下「公開買付者算定書」といいます。)を取得しているとのことです。なお、公開買付者は、公開買付者算定書を取得している等の諸要素を総合的に考慮し、かつ、当社との協議及び交渉を経て本公開買付価格を決定しているため、大和証券から本公開買付価格の公正性に関する意見書(フェアネス・オピニオン)を取得していないとのことです。

公開買付者算定書によると、採用した手法及び当該手法に基づいて算定された当社株式の1株当たりの株式価値の範囲はそれぞれ以下のとおりとのことです。

市場株価法： 575円～599円
DCF法： 700円～1,058円

市場株価法では、2022年3月18日を算定基準日として、東京証券取引所市場第一部における当社株式の基準日の終値599円、直近1ヶ月間の終値の単純平均値592円、直近3ヶ月間の終値の単純平均値578円及び直近6ヶ月間の終値の単純平均値575円をもとに、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を575円から599円までと算定しているとのことです。

DCF法では、当社の2022年3月期から2026年3月期までの5期分の当社の事業計画案における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素を前提として、当社が2022年3月期第4四半期以降に創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引いて企業価値や株式価値を分析し、当社株式の1株当たり株式価値の範囲を700円から1,058円までと算定しているとのことです。大和証券がDCF法による分析に用いた上記事業計画においては、大幅な増減益を見込んでいる事業年度が含まれているとのことです。具体的には、2022年3月期において、国内土木事業において注力していた大型案件の受注時期のずれや失注による当期受注工事の減少、国内建築事業において設計施工案件が当初想定よりも着工までに時間を要したこと、海外の連結子会社において当初想定よりも工事の着工が遅れたことなどにより、営業利益、経常利益、及び当期純利益において大幅な減益を見込んでいるとのことです。また、本公開買付けにより実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において具体的に見積もることが困難であるため、反映していないとのことです。

公開買付者は、大和証券から取得した公開買付者算定書の算定結果に加え、公開買付者において2022年2月下旬から2022年3月中旬まで実施した当社に対するデュー・ディリジェンスの結果、当社株式の市場株価の動向、2019年7月から2022年1月に行われた発行者以外の者による完全子会社化を前提とした公開買付けの事例(71事例)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43.0%、直近1ヶ月間が45.4%、直近3ヶ月間が47.0%、直近6ヶ月間が47.9%であり、中央値は、公表日直前が41.2%、直近1ヶ月間が41.4%、直近3ヶ月間が39.9%、直近6ヶ月間が43.5%)、本公開買付けに対する応募の見通し等を総合的に勘案し、かつ、当社との協議・交渉の結果等も踏まえ、最終的に2022年3月22日開催の取締役会の決議によって、本公開買付価格を1株当たり770円と決定したとのことです。

なお、本公開買付価格である770円は、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2022年3月18日の東京証券取引所市場第一部における当社株式の終値599円に対して28.55%のプレミアムを加えた価格、直近1ヶ月間(2022年2月21日から2022年3月18日まで)の終値単純平均値592円に対して30.07%のプレミアムを加えた価格、直近3ヶ月間(2021年12月20日から2022年3月18日まで)の終値単純平均値578円に対して33.22%のプレミアムを加えた価格、直近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575円に対して33.91%のプレミアムをそれぞれ加えた価格であるとのことです。

(4) 上場廃止となる見込み及びその事由

本書提出日現在、当社株式は東京証券取引所市場第一部に上場しており、また、当社は、2022年4月4日に移行が予定されている新市場区分については、プライム市場を選択することを決議した旨を2021年8月25日付で公表しておりますが、公開買付者は本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、当社株式は、所定の手続きを経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの成立時点では当該基準に該当しない場合でも、公開買付者は、その後、適用法令及び下記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)」に記載する手続きに従って、当社株式の全て(ただし、前田建設工業が所有する当社株式及び当社の所有する自己株式を除きます。)を所有することを予定しておりますので、その場合には、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、当社株式は、所定の手続きを経て上場廃止となります。なお、当社株式が上場廃止となった場合は、当社株式を東京証券取引所市場第一部(2022年4月4日以降は新市場区分のプライム市場となります。)において取引することはできません。

(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針(いわゆる二段階買収に関する事項)

公開買付者は、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 本公開買付けの概要」に記載のとおり、当社を公開買付者の完全子会社とする方針であり、本公開買付けにより、公開買付者が当社株式の全て(ただし、公開買付者及び前田建設工業が所有する当社株式並びに当社が所有する自己株式を除きます。)を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、以下に述べる方法により、公開買付者が当社株式の全て(ただし、公開買付者及び前田建設工業が所有する当社株式並びに当社の所有する自己株式を除きます。)を取得することを予定しているとのことです。

具体的には、本公開買付けの成立により、公開買付者及び前田建設工業の所有する当社株式の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%以上となり、公開買付者が会社法第179条第1項に規定する特別支配株主となった場合には、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法第2編第2章第4節の2の規定により、当社の株主(公開買付者及び前田建設工業並びに当社を除きます。)の皆様全員に対し、その所有する当社株式の全部を売り渡すことを請求(以下「本株式売渡請求」といいます。)する予定とのことです。

本株式売渡請求においては、当社株式1株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を当社の株主(公開買付者及び前田建設工業並びに当社を除きます。)の皆様に対して交付することを定める予定とのことです。この場合、公開買付者は、その旨を当社に通知し、当社に対し本株式売渡請求の承認を求めるとのことです。当社がその取締役会決議により本株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続きに従い、当社の株主の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、本株式売渡請求において定めた取得日をもって、当社の株主(公開買付者及び前田建設工業並びに当社を除きます。)の皆様全員からその所有する当社株式の全部を取得します。そして、当該各株主の皆様が所有していた当社株式1株当たりの対価として、公開買付者は、当該各株主に対し、本公開買付価格と同額の金銭を交付する予定とのことです。当社は、公開買付者より本株式売渡請求がされた場合には、当社の取締役会において本株式売渡請求を承認する予定です。

本株式売渡請求に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、会社法第179条の8その他関係法令の定めに従って、本公開買付けに応募しなかった当社の株主の皆様は、裁判所に対して、その所有する当社株式の売買価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められています。なお、上記申立てがなされた場合の売買価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

他方で、本公開買付けの成立後、公開買付者及び前田建設工業の所有する当社株式の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の数の90%未満である場合には、公開買付者は、当社株式の併合(以下「本株式併合」といいます。)を行うこと及び本株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款変更を行うことを付議議案に含む2022年7月中旬開催予定の当社の臨時株主総会(以下「本臨時株主総会」といいます。)の開催を速やかに当社に要請する予定とのことです。そして、公開買付者及び前田建設工業は、本臨時株主総会において当該議案に賛成する旨を口頭で合意しているとのことです。

本臨時株主総会において本株式併合の議案についてご承認いただいた場合には、当社の株主の皆様は、本株式併合がその効力を生じる日において、本臨時株主総会において承認が得られた本株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することになります。本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、当社の株主の皆様に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数(合計した数に1株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じとします。)に相当する当社株式を当社又は公開買付者に売却すること等によって得られる金銭が交付されることとなります。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募されなかった当社の株主(公開買付者及び前田建設工業並びに当社を除きます。)の皆様が所有する当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請する予定とのことです。

本株式併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者は、公開買付者及び前田建設工業のみが当社株式の全て(当社が所有する自己株式を除きます。)を所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった当社の株主(公開買付者及び前田建設工業並びに当社を除きます。)の皆様の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように決定するよう当社に要請する予定とのことです。

本株式併合に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、本株式併合がなされた場合であって、本株式併合をすることにより株式の数に1株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の4及び第182条の5その他の関係法令の定めに従い、所定の条件を充たす場合には、公開買付者及び前田建設工業並びに当社を除く株主の皆様は、当社に対し、自己の所有する当社株式のうち1株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買い取することを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株式の価格決定の申立てを行うことができる旨が定められています。上記のとおり、本株式併合においては、本公開買付けに応募されなかった当社の株主(公開買付者及び前田建設工業並びに当社を除きます。)の皆様が所有する当社株式の数は1株に満たない端数となる予定とのことです。なお、上記申立てがなされた場合の買取価格は、最終的には裁判所が判断することになります。

上記各手続については、関係法令の改正や、関係法令についての当局の解釈等の状況等によっては、実施に時間を要し、又はそれと概ね同等の効果を有するその他の方法に変更する可能性があります(仮に前田建設工業の所有する当社株式数を上回る株式を所有する株主が出現した場合には、公開買付者は、前田建設工業及び当社と協議の上、公開買付者のみが当社株式の全て(当社が所有する自己株式を除きます。)を所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった当社の株主(前田建設工業を含み、当社及び公開買付者を除きます。)の皆様の所有する当社株式の数が1株に満たない端数となるように本株式併合の割合を決定するよう当社に要請することにより本株式併合の方法を変更する予定であるとのことです。)

ただし、その場合でも、本公開買付けに応募されなかった当社の各株主(公開買付者及び前田建設工業並びに当社を除きます。)の皆様に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該各株主の皆様へ交付される金銭の額については、本公開買付け価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定する予定とのことです。以上の場合における具体的な手続及びその実施時期等については、公開買付者と協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様への賛同を勧誘するものではありません。また、本公開買付けへの応募又は上記各手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様において自らの責任において税理士等の専門家に確認いただきますようお願いいたします。

(6) 本公開買付け価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

当社は公開買付者の子会社ではなく、本公開買付けは支配株主による公開買付けには該当しないものの、公開買付者の完全子会社である前田建設工業は当社株式を19,047,510株(所有割合：20.19%)所有し、前田建設工業は当社を持分法適用関連会社としていること、公開買付者が当社を完全子会社とし当社株式の非公開化を企図していること等に鑑み、公開買付者及び当社は、本公開買付け価格の公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を講じております。

なお、以下の記載のうち、公開買付者において実施した措置については、公開買付者から受けた説明に基づくものです。

当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得

()設置等の経緯

上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社は公開買付者又は前田建設工業の子会社ではなく、本公開買付けは支配株主による公開買付けには該当しないものの、公開買付者の完全子会社である前田建設工業は当社株式を19,047,510株(所有割合：20.19%)所有し、当社を持分法適用関連会社としていること、公開買付者が当社を完全子会社とし当社株式の非公開化を企図していること等に鑑み、本取引の公正性を担保するため、三菱UFJモルガン・スタンレー証券及び三浦法律事務所の助言を踏まえ、特別委員会を設置することといたしました。そして、特別委員会の委員の候補となる当社の社外取締役及び社外有識者について、公開買付者及び前田建設工業からの独立性を有すること、並びに本取引の成否に関して少数株主(一般株主)とは異なる重要な利害関係を有していないことに加え、委員としての適格性を有することを確認した上で、2022年2月24日の取締役会決議により、福田善夫氏(当社独立社外取締役)、吉田豊氏(当社独立社外取締役)及び多数のM&A案件に關与した経験を有し、本取引に類似する構造的な利益相反関係のあるM&A取引に特別委員会の委員として關与した豊富な経験を有する社外有識者である西本強氏(弁護士、日比谷パーク法律事務所)の3名から構成される本特別委員会を設置し(なお、本特別委員会の委員は設置当初から変更していません。また、本特別委員会の互選により、福田善夫氏を本特別委員会の委員長として選定してあります。本特別委員会の委員の報酬は、その職務の対価として、答申内容にかかわらず、時間単位の報酬を支払うものとされており、成功報酬は採用していません。)、本特別委員会に対し、本諮問事項について諮問し、答申書の提出を委託しました。

また、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、(a)本諮問事項についての判断及び検討に必要な情報を収集・受領する権限、(b)本特別委員会が必要と判断する場合には自らのアドバイザー等を選任又は指名すること、又は当社のアドバイザー等を承認する権限、(c)本特別委員会が必要と判断する場合には当社と公開買付者との協議・交渉に参加し、当社のために協議・交渉する権限、及び(d)本取引のために講じるべき公正性担保措置の程度を検討し、必要に応じて意見・提言する権限を付与することを決議してあります。

()検討の経緯

本特別委員会は2022年2月24日から2022年3月18日まで合計12回、合計約15時間にわたって開催され、本諮問事項に関して、慎重に検討及び協議を実施しました。具体的には、本特別委員会は、まず、2022年2月24日開催の第1回特別委員会において、その独立性及び専門性に問題がないことを確認の上、三菱UFJモルガン・スタンレー証券を当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関とすること並びに三浦法律事務所を当社のリーガル・アドバイザーとすることについて承認しました。以上に加えて、本特別委員会は、複数の第三者算定機関の候補者につきその独立性、専門性及び実績等の検討を行い、その上で、当社、公開買付者及び前田建設工業並びに本取引から独立した本特別委員会独自のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として、フーリハン・ローキーを選任しました。

その上で、本特別委員会は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券及び三浦法律事務所から受けた助言を踏まえ、本取引において手続の公正性を確保するために講じるべき措置について検討を行っております。

本特別委員会は、公開買付者に対して、当社の事業の状況、事業環境、経営課題を含む本取引の背景・経緯、本取引によって創出が見込まれるシナジーの有無や本取引の意義・目的、本取引後の経営方針、本取引における諸条件等についての公開買付者としての意見及び関連する情報を聴取するとともに、これらの事項について質疑応答を行っております。また、本特別委員会は、当社に対して、本取引に係る公開買付者の提案内容を踏まえ、当社の事業の状況、事業環境、経営課題、事業計画の内容、本取引の意義、本取引によるシナジーの創出、当社事業に対する影響等についての当社としての意見を確認しております。

加えて、本特別委員会は、当社から本事業計画の作成経緯及び内容の説明、具体的には、本事業計画は、中期経営計画の検討及び策定時(2020年3月期)において、その影響の大きさ、範囲や期間が不確実であることから反映されていなかった新型コロナウイルス感染症の拡大・長期化による影響や、2022年3月期の国内土木・国内建築・海外建設の受注状況や、原油・資材価格の高騰など足元の経済情勢に鑑み作成されたものであることなどの説明を受け、本事業計画の内容、重要な前提条件及び作成経緯等の合理性について確認しております。その上で、上記「(3) 算定に関する事項」の「当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」及び「特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、フーリハン・ローキー及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、本事業計画を前提として当社株式の価値算定を実施しておりますが、本特別委員会は、フーリハン・ローキー及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券から、それぞれが実施した当社株式の価値算定に係る算定方法、当該算定方法を採用した理由、各算定方法による算定内容及び重要な前提条件(継続価値算定の前提としたフリー・キャッシュ・フローを含む株式価値算定の前提となる計画値、DCF分析における割引率の計算根拠を含みます。)について説明を受け、質疑応答及び審議・検討を行った上で、その合理性を確認しております。さらに、上記「(3) 算定に関する事項」の「特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」に記載のとおり、本特別委員会は、フーリハン・ローキーにおけるフェアネス・オピニオンの発行手続なども確認した上で、2022年3月22日付で、フーリハン・ローキーから本フェアネス・オピニオンの提出を受けております。

また、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「()検討・交渉の経緯」に記載のとおり、当社は、2022年3月9日に公開買付者から本公開買付価格を1株当たり720円とする提案を受領し、三菱UFJモルガン・スタンレー証券による当社株式の株式価値の算定結果や公開買付者との交渉方針等を含めた財務的な助言及び三浦法律事務所からの本取引における手続の公正性を確保するための対応についてのガイダンスその他の法的助言等を踏まえ、公開買付者との間で、継続的に協議・交渉を行ってまいりました。具体的には以下のとおりです。

- ・当社は、2022年3月9日、公開買付者から本公開買付価格を720円とする提案を受けましたが、提案された価格は、当社の株式価値を適切に反映したあるべき水準から明らかに乖離していると考え、2022年3月10日、公開買付者に対し、本公開買付価格の再検討を要請しました。

- ・当社は、2022年3月11日、公開買付者から本公開買付価格を730円とする再提案を受けましたが、三菱UFJモルガン・スタンレー証券及びフリーハン・ローキーの株式価値評価に加え、本件において参照すべき他の類似事例(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ヶ月間が59.6%、直近3ヶ月間が62.9%、直近6ヶ月間が65.4%)等を総合的に勘案すると、再提案を受けた価格は、あるべき価格水準から著しい乖離があり、当社の少数株主に対してその妥当性を説明することが不可能であるとして、2022年3月12日、公開買付者に対し、本公開買付価格の再検討を要請しました。
- ・当社は、2022年3月15日、公開買付者から本公開買付価格を745円とする再々提案を受けましたが、当該価格は当社の株式価値を適切に反映したあるべき価格水準を下回っていると考えられること、また、支配株主による非公開化も含めた他の類似事例(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支配株主による非公開化も含めた他の類似事例(同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実例(平均値は、公表日直前が46.3%、直近1ヶ月間が49.4%、直近3ヶ月間が52.3%、直近6ヶ月間が52.8%)からも乖離があることから、2022年3月16日、公開買付者に対し、本公開買付価格の再検討を要請しました。

その結果、公開買付者から、2022年3月17日に、公開買付価格を1株当たり770円とする最終提案を受けるに至りました。当社は、2022年3月17日、本特別委員会から、公開買付者からのかかる提案について検討し、同価格は一般株主の利益を害する水準にはないことを確認しつつ、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、当社代表取締役社長において、公開買付者とトップ協議を行い、価格の引き上げを求める方針で最終的な交渉を行うよう要請を受け、同日、かかる要請に基づき、公開買付者に対してトップ協議を申し入れました。

そして、2022年3月18日、当社代表取締役社長は、公開買付者の代表執行役社長と協議を行い、その結果、当社は、本公開買付価格を770円とすることについて同意する旨の回答を行いました。

本特別委員会は、以上のような経緯のもと、本諮問事項について慎重に協議及び検討した結果、2022年3月22日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出いたしました。

(a) 答申内容

- (ア) 本取引は当社の企業価値向上に資するものであり、本公開買付け及び本取引の目的は正当かつ合理的であると認められる。
- (イ) 本取引に係る手続の公正性は認められ、公正な手続を通じて当社の少数株主(一般株主)の利益への十分な配慮がなされていると認められる。
- (ウ) 本取引に係る取引条件の公正性及び妥当性は確保されていると認められる。当社の取締役会が、本公開買付けに賛同意見を表明するとともに、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを含め、本取引の実施を決議することは当社の少数株主(一般株主)にとって不利益なものではないと史料する。

(b) 答申理由

(ア) 本取引の目的の正当性・合理性

以下の点より、本取引は当社の企業価値向上に資するものであり、本公開買付け及び本取引の目的は正当かつ合理的であると認められる。

- ・上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 公開買付者が本公開買付けの実施を決定するに至った背景、目的及び意思決定の過程」及び「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」記載の当社の事業内容・事業環境及び公開買付者の事業内容についての現状認識について、特段不合理な点はない。

- ・「建設市場の変化」と「労働市場の変化」という2つの大きな課題を解決し、持続的な企業価値の向上を実現するためには、当社単独で時間をかけて対応するよりも、公開買付者グループへの参画を通じて、公開買付者グループの各社が協力して事業を推進する体制を構築することが望ましいとの当社の考えにも異存はない。
- ・本取引を通じて当社が実現可能と考える具体的なシナジー(再生可能エネルギー事業における経営資源の共有と競争力のある取組み体制の構築、戦略的な資本政策の推進、グループ全体での技術開発の促進と生産性の向上及び経営資源の共有と活用、人財交流・育成、人財採用での連携強化)及び公開買付者が想定するシナジー(公共インフラの包括管理やPPP・コンセッション分野での協業による新たな収益基盤の確立、グループ全体でのDX、人材育成の共同推進)を考慮すると、本取引により当社が公開買付者グループに参画することは、公開買付者グループ各社との連携及び協調、経営資源の効率的な活用を迅速かつ円滑に行うことを可能とし、当社グループの企業価値向上及び当社グループを含む公開買付者グループの中長期的な企業価値の向上に資するものといえる。
- ・以上で述べたところからすれば、本取引の目的は、公開買付者が、その支配株主に準ずる地位を利用して、当社の少数株主の犠牲のもと、自己又は第三者の利益を図るといったような不合理なものではないといえ、本取引は、当社の企業価値の向上に資するかという観点から是認できる。

(イ)本取引に係る手続の公正性

以下の点より、本取引に係る手続の公正性は認められ、公正な手続を通じて当社の少数株主(一般株主)の利益への十分な配慮がなされていると認められる。

・本取引の適法性

当社は、当社取締役会の意思決定の公正性及び適正性を担保するために、外部のリーガル・アドバイザーとして、三浦法律事務所を選任し、本公開買付け及びその後の一連の手続に対する当社取締役会の意思決定の過程及び方法その他の留意点に関する法的助言を受けており、本取引を構成する各取引においては、金融商品取引法、会社法その他の関係法令に抵触する手続は想定されていない。また、公開買付者も、外部のリーガル・アドバイザーとして、瓜生・糸賀法律事務所を選任し、本取引についての法的助言を受けている。したがって、本取引における手続の公正性の前提として、本取引の適法性は確保されている。

・価格等の取引条件の交渉プロセス

取引条件の交渉プロセスとしては、下記の公正性担保措置が講じられたうえで、本特別委員会が、三菱UFJモルガン・スタンレー証券及びフリーハン・ローキーの株価算定結果や助言内容、同種事例のプレミアム水準、過去の当社株式の株価推移等の諸事情を総合的に勘案して、本公開買付価格を中心とする主な取引条件について、交渉の方針等について当社及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券に指示等を行って、公開買付者との間で交渉が行われた。かかる交渉の過程では、公開買付者において、支配株主に準ずる地位を利用して有利な条件を引きだそうとするような言動はなく、当社においても、公開買付者の意向を不合理に忖度するような言動は見当たらず、両社間においては、対等な交渉が行われており、少数株主の利益を考慮することなく不公正な価格交渉を行ったという事実は認められない。

・本特別委員会の設置及び本特別委員会からの答申書の取得

当社は、2022年1月下旬に公開買付者より本取引に関する初期的な提案を受け、当該時点において、公開買付者の完全子会社である前田建設工業は当社株式を19,047,610株(所有割合:20.19%)所有し、当社を持分法適用関連会社としていること、公開買付者が当社を完全子会社とし当社株式の非公開化を企図していること等に鑑み、2022年2月24日の当社取締役会決議により、本特別委員会を設置した。本特別委員会のいずれの委員も公開買付者、公開買付者グループ及び当社並びに本取引の成否からの独立性を有している。なお、本特別委員会の委員の報酬は、その職務の対価として、答申内容にかかわらず、時間単位の報酬を支払うものとされており、成功報酬は採用していない。そのうえで、当該取締役会においては、取締役会における本取引に関する意思決定について、()本取引への賛否を含め、本特別委員会の判断内容を最大限尊重して行うこと、また、()本特別委員会が取引条件が妥当でないと判断した場合には、本取引に賛同しないこととする旨が併せて決議されている。また、当社取締役会は、本特別委員会の設置にあたり、(a)本諮問事項についての判断及び検討に必要な情報を収集・受領する権限、(b)本特別委員会が必要と判断する場合には自らのアドバイザー等を選任又は指名すること、又は当社のアドバイザー等を承認する権限、(c)本特別委員会が必要と判断する場合には当社と公開買付者との協議・交渉に参加し、当社のために協議・交渉する権限、及び(d)本取引のために講じるべき公正性担保措置の程度を検討し、必要に応じて意見・提言する権限を付与することを決議している。なお、当社の独立社外取締役及び独立社外監査役は、当該取締役会において、本特別委員会の設置及び権限付与に全員一致で賛同している。本特別委員会は、2022年2月24日より同年3月18日までの間に合計12回開催され、本諮問事項について、慎重に協議及び検討を行った。かようなプロセスにおいて、本特別委員会は、当社及び公開買付者から、一般株主への公表に馴染まない重要な非公開情報をも含めて入手し、多角的な視点から本取引の取引条件及び手続についても慎重に検討した。本特別委員会は、このような経緯の下、諮問事項について慎重に協議及び検討を重ねた結果、当社取締役会に対し、委員全員の一致で本答申書を提出した。

・本特別委員会の交渉への実質的関与

本特別委員会が公開買付者からの提案を吟味検討のうえ、交渉方針について当社及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券に対して指示等を行うなど、本特別委員会は本取引の取引条件の交渉に実質的に関与し、その結果、本公開買付価格は、公開買付者の当初の提案価格720円から770円となった。交渉の経緯としても、本特別委員会の関与のもと、当社及びファイナンシャル・アドバイザーのみならずトップ会談を通じて、独立当事者間取引に匹敵すると評価すべき真剣かつ真摯な交渉が行われ、結果として公開買付者の当初提案から3度にわたる価格の増額を引き出すことに成功している。そして、上記「本特別委員会の設置及び本特別委員会からの答申書の取得」も合わせて考えれば、当社の企業価値の向上に資するか否かの観点からの本取引の是非について、また、一般株主の利益を図る観点からの手続の公正性及び取引条件の妥当性について、本特別委員会は十分な検討を行ったものといえ、本特別委員会は有効に機能したものと認められる。

・本特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

本特別委員会は、独立した第三者算定機関であるフォーリハン・ローキーを委員会独自のファイナンシャル・アドバイザーに起用するとともに、当社の株式価値の算定を依頼し、同社から、交渉過程においては株式価値の試算及びその過程の説明を逐次受けるとともに、最終的に2022年3月22日付の株式価値算定書を取得した。本特別委員会は、上記試算過程における説明や当社算定書(フォーリハン・ローキー)の算定結果を踏まえて本公開買付価格の交渉方針を検討するとともに、本公開買付価格の妥当性を検証した。

・本特別委員会によるフェアネス・オピニオンの取得

フェアネス・オピニオンは、第三者評価機関が意見形成主体となる点や、意見の対象が当事者間で合意された具体的な価格の財務的な公正性であるという点においてより直接的で重要性の高いものである。そのため、取引条件の形成過程において、構造的な利益相反の問題及び情報の非対称性の問題に対応するうえで有効に機能し得るものである。公開買付価格に関してフェアネス・オピニオンが得られるということは、財務に関する専門性を有する第三者評価機関が、独立した立場から慎重な検討を行ったうえで、当事者間で合意された具体的な取引条件(公開買付価格)が、少数株主にとって財務的な見地から妥当であると判断し、その旨の意見を表明しているということの意味する。そこで本特別委員会は、フリーハン・ローキーに対し、本公開買付価格が当社の株主(公開買付者及びその関係者を除く。)にとって財務的な見地から妥当であることに関する意見を求め、同社から2022年3月22日付のフェアネス・オピニオンを取得した。

・当社社内における本取引の検討・交渉体制

本取引の検討及び交渉に關する役職員は、公開買付者の従業員を兼務しておらず、当社においては、本取引の検討及び交渉に際して、公開買付者から独立した立場で検討及び交渉を行うことができる体制が社内に構築されていたものと認められる。

・外部の法律事務所からの助言

当社は、本公開買付けを含む本取引に関する意思決定過程における透明性及び合理性を確保するため、外部のリーガル・アドバイザーである三浦法律事務所を選任し、同法律事務所から、本公開買付けを含む本取引に関する意思決定過程、意思決定方法その他本公開買付けに関する意思決定にあたっての留意点について、必要な法的助言を受けている。また、当社が、三浦法律事務所から、当社の何らかの行為について手続の公正性を害するおそれがある旨の助言を受けながら、当該行為を強行した事実はないとの確認を同事務所から得ている。したがって、当社は、本取引における手続の公正性について、慎重に検討していたことが認められる。

・当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するため、当社、公開買付者及び前田建設工業並びに本取引から独立した第三者算定機関である三菱UFJモルガン・スタンレー証券より、2022年3月18日付の株式価値算定書を取得している。また、本特別委員会は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から、交渉過程において株式価値の試算及びその過程の説明を逐次受け、当該試算過程における説明や当社算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)から得られる情報を重要な参考情報として位置付けて本公開買付価格の交渉方針を検討するとともに、本公開買付価格の妥当性を検証した。したがって、当社及び本特別委員会においては、本取引における取引条件の妥当性について、慎重に検討が行われていたものと認められる。

・当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の意見

当社の取締役会は、当社算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)、当社算定書(フリーハン・ローキー)及び本フェアネス・オピニオンの内容並びに三浦法律事務所から受けた法的助言を踏まえつつ、本特別委員会から取得した本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引に関する諸条件について企業価値向上の観点から慎重に協議及び検討を行い、2022年3月22日開催の当社取締役会において、当社の取締役7名全員が審議及び決議に参加する予定とのことである。そして、当社は、当社の取締役のうち川述正和氏は前田建設工業の出身であるものの、2016年4月に当社顧問となり、前田建設工業の取締役でなくなってから5年以上が経過しており、また、当社の役員として公開買付者から指示等を受けるような立場及び関係性にもないことから、本取引における当社の意思決定に関して利益相反のおそれはないことを含め、当社の取締役7名全員のいずれも、公開買付者及び公開買付者グループとの間に利害関係が存しないことについて当社のリーガル・アドバイザーである三浦法律事務所を確認している。また、当社取締役会は、本スクイズアウト手続に関する決定を行う際にも、取締役7名全員が審議及び決議に参加する予定とのことである。さらに、上記の取締役会においては、本取引に利害関係を有しない当社の監査役3名全員が出席し、上記決議に異議があるか否かの意見を述べる予定とのことである。したがって、本取引に係る当社の取締役会における審議・決議において公正性を害する事情は認められない。

・公開買付者における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

公開買付者は、本公開買付価格の公正性を担保するため、本公開買付価格を決定するにあたり、公開買付者及び当社から独立したファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関として大和証券を選任し、大和証券に対して、当社株式の株式価値の算定を依頼し、同社から株式価値算定書を取得した。

・他の買付者からの買付機会を確保するための措置

公開買付者は、公開買付期間について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日としているとのことである。公開買付者は、公開買付期間を比較的長期間に設定することにより、当社の株主に本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保しつつ、公開買付者以外にも当社株式の買付け等を行う機会を確保し、もって本公開買付価格の適正性を担保することを企図しているとのことである。また、公開買付者と当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意は一切行っていない。このように、上記公開買付期間の設定と併せ、対抗的な買付けの機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮している。したがって、本件においては、公開買付者が、他の買収者による買収提案の機会を確保するための措置を講じているものと認められる。

・マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を充たす下限の設定

本公開買付けにおいて設定する買付予定数の下限は、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(majority of minority)」に相当する数を上回るものとなるとのことである。公開買付者は、本公開買付けは、公開買付者と利害関係を有しない当社の株主から過半数の賛同が得られない場合には成立せず、当社の少数株主(一般株主)の意思を重視したものであると考えているとのことである。マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することは、一般株主の過半数が取引条件について満足していることを直接確認することを通じて、一般株主による判断機会の確保をより重視することにつながる。実際、公開買付価格に一般株主が賛同せず、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を充足せずに公開買付けが不成立となった事例も存在するところである。また、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定する場合には、M & Aを成立させるためには、一般株主の過半数の満足が得られると想定される水準の取引条件とすることが必要となるため、取引条件の形成過程における対象会社の交渉力が強化され、一般株主にとって有利な取引条件でM & Aが行われることに資するという機能も有する。本件においては、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することにより本取引を成立させるために必要となる一般株主の賛成の数が相当程度増加するという意味で、取引条件の公正さを担保する上で有効性が高いため、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定は有効な公正性担保措置として評価できる。

・情報開示の状況

本取引に関しては、当社は意見表明プレスリリースを開示し、意見表明報告書を関東財務局長に提出する予定であり、公開買付者も公開買付届出書を関東財務局長に提出する予定とのことである。かかる内容は、金融商品取引法令、東京証券取引所の適時開示基準及び公正なM & A指針に準拠しているとのことであり、各当事者は、それぞれのリーガル・アドバイザーからの助言を得て適切な開示を行う予定とのことである。また、上記各書面の内容について本特別委員会が確認したところ、上記各書面は、本特別委員会に関する情報(委員の適格性、本特別委員会に付与された権限の内容、本特別委員会における検討経緯・公開買付者との取引条件の交渉過程への関与状況、本答申書の内容、委員の報酬体系等に関する情報)、当社算定書(フォーリハン・ローキー)及び当社算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)に関する情報(各算定方法に基づく株式価値算定の計算過程、第三者評価機関の重要な利害関係等に関する情報)、その他の情報(本取引を実施するに至ったプロセス、本取引を行うことを選択した背景・目的、取引条件等に関する協議・交渉の具体的な経緯等に関する情報)について、一般株主の適切な判断に資する充実した情報が分かりやすく開示されているものといえる。そして、本特別委員会で議論された内容に照らし、これらの内容の適切性に疑義を生じさせる事項は見受けられなかった。かかる状況に照らすと、当社は、本取引の内容を含め、取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料を、当社の一般株主に対し適切に提供するものと認められる。

・強圧性の排除

公開買付者は、本公開買付けにおいて当社株式の全てを取得できなかった場合、本公開買付け成立後、速やかに本スクイズアウト手続を行うことを予定しており、かつ、本公開買付けに応募しなかった当社株主に対しては、当社株式1株当たりの対価として、本公開買付けと同額の金銭を交付するように手続を実施する予定である。かかる措置により、本公開買付けを含む本取引においては、一般株主が公開買付けに応募するか否かについて適切に判断を行う機会を確保するために、強圧性が生じないよう配慮がなされているものと認められる。

- ・以上からすれば、本取引を構成する各取引の適法性は確保されており、本取引に係る価格等の取引条件に係る交渉プロセスも適切に執行され、本取引における公正性担保措置は全体として有効に機能したことが認められる。したがって、当社の一般株主の利益を図る観点から、本取引に係る手続の公正性は確保されているといえる。

(ウ)本取引に係る取引条件の公正性・妥当性等の観点から、当社取締役会が本取引の実施を決定することが当社の少数株主にとって不利益なものではないか否か

以下の点より、本取引に係る取引条件の公正性及び妥当性は確保されていると認められる。当社の取締役会が、本公開買付けに賛同意見を表明するとともに、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨することを含め、本取引の実施を決議することは当社の少数株主(一般株主)にとって不利益なものではないと思料する。

・株価算定の算定手法と結果

本特別委員会は、上記の価格交渉の根拠とされた株価算定の適正性を確認する必要があることから、フーリハン・ローキー及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券に対し、株式価値の算定手法及びその算定結果についてヒアリングを複数回にわたり行った。フーリハン・ローキーは、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の株式価値の算定にあたり採用すべき算定手法を検討した結果、当社株式が東京証券取引所市場第一部に上場しており市場株価が存在することから市場株価法を、当社と比較的類似する事業を手がける上場会社が複数存在し、類似会社比較による株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、また、将来の当社の事業活動の状況を株式価値の算定に反映することを企図してDCF法を用いてそれぞれ株式価値の算定を行っている。三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、本公開買付けにおける算定手法を検討した結果、当社が継続企業であるとの前提のもと、当社株式の株式価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社株式が東京証券取引所市場第一部に上場しており市場株価が存在することから市場株価分析を、当社と比較的類似する事業を手がける上場会社が複数存在し、類似企業比較による株式価値の類推が可能であることから類似企業比較分析を、将来の事業活動の状況に基づく本源的価値評価を反映するためDCF分析を用いて当社株式の価値算定を行っている。本特別委員会は、本事業計画の作成経緯及び合理性に関し、複数回にわたり当社に対してヒアリングを行った。その結果等によれば、当社中期経営計画が存在するところ、当社の本事業計画は、2021年度までの実績値をも踏まえて、2026年度までの期間について、当社において現状で最も実現可能性の高い事業計画を新たに作成したものである。本事業計画の売上高、営業利益及び営業利益率は、当社の直近10年間の実績との比較及び類似企業との比較によっても、保守的ではなく、合理的な成長といえる旨の当社の見解について、本特別委員会も異存はない。本特別委員会は、本事業計画の作成経緯に不合理な点が認められず、内容にも一定の合理性が認められることを確認し、当社が本事業計画を公開買付者に提示すること、また、本事業計画に基づく財務予測をフーリハン・ローキー及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券の株価算定の前提とすることを了承した。以上からすれば、フーリハン・ローキー及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券による算定手法及び算定結果に不合理な点は認められず、各手法に基づいて算定された当社株式の株式価値の範囲内あるいは上限値を超える水準で本公開買付価格が合意されたことについては、一定の合理性が認められるといえる。なお、本事業計画においては、2022年2月4日に報道された、当社が議決権の70%を所有しているタチバナ工業株式会社の役員が公契約関係競売等妨害罪の疑いに基づいて逮捕された事件(以下「タチバナ案件」という。)に係る業績への悪影響は考慮されていない。本特別委員会は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券から、タチバナ案件により、タチバナ工業株式会社への一部自治体等からの指名停止処分が順次発表されており、来期にかけ受注が大幅に減少する可能性がある旨を指摘された。ただし、タチバナ案件の業績への影響については現時点では未確定であることから、タチバナ案件を本事業計画において考慮していないとのことである。

・フェアネス・オピニオンの内容

本特別委員会は、フーリハン・ローキーより、2022年3月22日付で、本事業計画に基づく当社株式の価値算定結果等に照らして、本公開買付価格である1株当たり770円が、当社の株主(公開買付者及びその関係者を除く。)にとって財務的見地から妥当である旨の意見を表明する本フェアネス・オピニオンを取得した。本フェアネス・オピニオンは、フーリハン・ローキーが、当社から、当社の事業の現状、事業見通し等の開示を受けるとともに、それらに関する説明を受けた上で実施した当社株式の価値算定結果に加えて、本特別委員会との質疑応答、フーリハン・ローキーが必要と認めた範囲内の当社の事業環境、経済、市場及び金融情勢等についての検討並びにフーリハン・ローキーにおける当社株式価値の分析・検討を実施した担当チームとは独立した審査会によるレビューを経て発行されている。本公開買付価格について本フェアネス・オピニオンが発行されたという事実は、本公開買付価格の公正性を基礎づける重要な根拠となるものである。なお、本特別委員会は、フーリハン・ローキーとの質疑応答を通じて、フェアネス・オピニオンの発行プロセス及び本公開買付価格が一般株主にとって財務的な見地から妥当であるとの判断に至った理由等について確認を行っている。

・買収対価の水準

本公開買付価格は、東京証券取引所市場第一部における、本公開買付けの実施についての公表日の前営業日である2022年3月18日の当社株式の終値599円に対して28.55%、同日までの過去1ヶ月間(2022年2月21日から同年3月18日まで)の終値単純平均値592円に対して30.07%、同日までの過去3ヶ月間(2021年12月20日から2022年3月18日まで)の終値単純平均値578円に対して33.22%、同日までの過去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575円に対して33.91%のプレミアムがそれぞれ加算されている。かような本公開買付価格のプレミアム水準は、フォーリハン・ローキーの株式価値算定書(ドラフト)によれば、他の類似事例(2019年6月(公正なM & A指針公表)以降の非公開化を企図した全ての公開買付け案件117件)のプレミアム水準の中央値(対前日比: 42.0%、対1ヶ月平均: 42.7%、対3ヶ月平均: 42.2%、対6ヶ月平均: 46.1%)と比較して著しく低くはないといえる。また、本公開買付価格は、当社又は当社のアドバイザーから書面又はヒアリング等により開示を受けた資料及び情報等によれば、リーマンショック発生日(2008年9月16日)以降における当社株式の市場株価の最高値である677円を相当程度上回る価格である。当社株式の売買回転率が当社の発行済株式総数に到達する期間(売買回転率が100%となる期間)は約1年半であることを考えれば、かような本公開買付価格の水準は、多くの株主にとって、取得価格より相当程度高い価格で当社株式を売却できる機会を得られると合理的に推察される点で、少数株主が享受すべき利益との関係で不相当な水準とはいえない。

・価格以外の取引条件の妥当性について

本取引における買収の方法は、一段階目として本公開買付けを行い、二段階目として本株式売渡請求又は本株式併合を行うというものである。この方法は、本取引のような完全子会社化の取引においては一般的に採用されている方法であり、一般株主が買収対価が不当に低いと考える場合には裁判手続によって争うことが可能なスキームであることから、本取引の買収の方法は妥当であると考えられる。また、一段階目として、現金を対価とする公開買付けによる方法を取ることは、公開買付者と当社の事業が異なることから、当社の一般株主にとっては公開買付者の株式を対価とするよりも妥当であると考えられる。加えて、二段階目の取引の買収対価の種類についても、公開買付者の株式を対価とする株式交換の場合と異なり、本公開買付けに応じない一般株主にとっては、公開買付者の株価が下落するリスクを負うことを回避でき、本公開買付価格と同一の価格を基準とする現金を受領できることとなることから、現金を対価とすることの方がより妥当である。そのため、買収対価の種類も妥当であると考えられる。その他、価格以外の本取引の取引条件において、当社の少数株主の犠牲のもとに、公開買付者が不当に利益を得たという事実は認められず、当該条件の妥当性を害する事情は見当たらない。

・以上のような株価算定の手法及び算定結果、本フェアネス・オピニオンの取得及びその内容、他の同種事例との比較、タチバナ案件の業績への悪影響の可能性などの諸事情を総合的に勘案すると、当社の一般株主の利益を図る観点から、本取引に係る取引条件の公正性・妥当性は認められるといえる。

(c) 結論

以上から、本特別委員会は、当社取締役会における本公開買付けを含む本取引についての決定、つまり、本公開買付けに賛同の意見を表明し、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨の決定、及び、本取引の一環として本公開買付け後に行う本株式売渡請求又は本株式併合等に係る決定は、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考える。

当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社は、公開買付者から提示された本公開買付価格(当社株式1株当たり770円)に対する意思決定の過程における公正性を担保するため、当社、公開買付者及び前田建設工業並びに本取引から独立した第三者算定機関である三菱UFJモルガン・スタンレー証券より、当社算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)を取得しております。当社算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)の概要については、上記「(3) 算定に関する事項」の「当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」をご参照ください。

なお、三菱UFJモルガン・スタンレー証券は、当社並びに公開買付者及び前田建設工業の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して、重要な利害関係を有していません。

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株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得

本特別委員会は、上記「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」に記載のとおり、当社並びに公開買付者及び前田建設工業から独立した独自のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関としてフーリハン・ローキーを選任し、当社株式の価値算定、公開買付者との交渉方針に関する助言を含む財務的見地からの助言を受けるとともに、2022年3月22日付で当社算定書(フーリハン・ローキー)を取得しております。また、本特別委員会は、フーリハン・ローキーから、本公開買付価格である1株当たり770円が当社の株主(公開買付者及び前田建設工業を除きます。)にとって財務的見地から妥当である旨の本フェアネス・オピニオンも取得しております。当社算定書(フーリハン・ローキー)及び本フェアネス・オピニオンの概要については、上記「(3) 算定に関する事項」の「特別委員会における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得」をご参照ください。

なお、フーリハン・ローキーは、当社並びに公開買付者及び前田建設工業の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して重要な利害関係を有していません。

当社における独立したリーガル・アドバイザーからの助言の取得

当社は、本公開買付けを含む本取引に関する意思決定過程における透明性及び合理性を確保するため、外部のリーガル・アドバイザーである三浦法律事務所を選任し、同法律事務所から、本公開買付けを含む本取引に関する意思決定過程、意思決定方法その他本公開買付けに関する意思決定にあたっての留意点について、必要な法的助言を受けております。なお、三浦法律事務所は当社並びに公開買付者及び前田建設工業の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して、重要な利害関係を有していません。また、三浦法律事務所の報酬は、時間単位の報酬のみとしており、本取引の成立等を条件とする成功報酬は採用していません。

当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議のない旨の意見

当社の取締役会は、当社算定書(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)、当社算定書(フーリハン・ローキー)及び本フェアネス・オピニオンの内容並びに三浦法律事務所から受けた法的助言を踏まえつつ、本特別委員会から取得した本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引に関する諸条件について慎重に協議及び検討を行いました。

その結果、上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「 当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、本取引後においては、公開買付者グループに参画することで、公開買付者グループ各社との連携及び協調、経営資源の効率的な活用を迅速かつ円滑に行いながら、当社グループの企業価値向上及び当社グループを含む公開買付者グループの中長期的な企業価値の向上に資することができると考えられるとともに、本公開買付価格は、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において付与されたプレミアムの水準と比較するといずれの時点においても下回るものの、上記の他社事例のうち、本公開買付価格に付されているプレミアム水準と同水準以下の事例が相当数存在することを考慮すると、同種他社事例との比較において不相応な水準とまではいえず、本「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載の本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置が取られており、少数株主(一般株主)の利益への配慮がなされていると認められ、その上で当社と公開買付者との間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が行われたこと、さらに、リーマンショック発生日(2008年9月16日)以降における当社株式の市場株価の最高値である677円を上回る価格であって、少数株主(一般株主)の皆様が当社株式を取得価格より高い価格で売却できる機会を得られることを踏まえると、当社の少数株主(一般株主)の皆様が享受すべき利益が確保された妥当な価格であり、本公開買付けは、当社の少数株主(一般株主)の皆様に対して適切なプレミアムを付した価格での合理的な当社株式の売却の機会を提供するものであると判断し、2022年3月22日開催の当社取締役会において、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対して、本公開買付けへの応募を推奨する旨を取締役7名全員一致により決議いたしました。なお、当社の取締役のうち川述正和氏は前田建設工業の出身であるものの、2016年4月に当社顧問となり、前田建設工業の取締役でなくなってから5年以上が経過しており、また、当社の役員として公開買付者から指示等を受けるような立場及び関係性にもないことから、本取引における当社の意思決定に関して利益相反のおそれはないものと判断し、公開買付者との協議及び交渉には参加しておりませんが、上記取締役会における審議及び決議に参加しております。

また、上記取締役会には、当社の監査役3名が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。

本公開買付けの公正性を担保する客観的状況の確保

公開買付者は、公開買付期間について、法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、30営業日としているとのことです。公開買付者は、公開買付期間を比較的長期間に設定することにより、当社の株主の皆様の本公開買付けに対する応募について適切な判断機会を確保しつつ、公開買付者以外にも当社株式の買付け等を行う機会を確保し、もって本公開買付価格の適正性を担保することを企図しているとのことです。

また、公開買付者と当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意は一切行っておりません。このように、上記公開買付期間の設定と併せ、対抗的な買付けの機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しております。

マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を充たす下限の設定

上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの概要」に記載のとおり、本公開買付けにおいては、買付予定数の下限(43,837,790株、所有割合：46.47%)は、当社第3四半期報告書に記載された2021年12月31日現在の発行済株式総数(94,371,183株)から、同日現在の当社が所有する自己株式数(43,105株。なお、同日現在においてB I P信託が所有する当社株式346,325株は含めておりません。)、公開買付者が所有する当社株式数(100株)及び公開買付者の完全子会社である前田建設工業が所有する当社株式数(19,047,510株)の合計株式数(19,090,715株)を控除した株式数(75,280,468株)の過半数に相当する株式数(37,640,235株、所有割合：39.90%)、すなわち、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主が所有する当社株式の数の過半数、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ(majority of minority)」に相当する数を上回るものとなるということです。公開買付者は、本公開買付けは、公開買付者と利害関係を有しない当社の株主から過半数の賛同が得られない場合には成立せず、当社の少数株主(一般株主)の皆様の意思を重視したものであると考えているということです。

(7) 公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「本公開買付けの概要」に記載のとおり、公開買付者は、2022年3月22日付で、当社の主要株主かつ筆頭株主であり、公開買付者の完全子会社である前田建設工業が所有する当社株式の全て(所有株式数：19,047,510株、所有割合：20.19%)について本公開買付けに応募しない旨、並びに、本臨時株主総会において本株式併合の議案及びこれに関連する議案に賛成する旨の議決権を行使する旨を口頭により合意しているということです。また、本公開買付け成立後、公開買付者は、当社株式の全て(当社が所有する自己株式を除きます。)を公開買付者が直接所有するため、前田建設工業が所有する当社株式の全てを取得することを予定しているものの、現時点において取得の手法や時期については未定であるということです。なお、前田建設工業は公開買付者の完全子会社であることから、公開買付者は、前田建設工業が所有する当社株式について、配当財産として交付を受け、又は吸収分割等の組織再編により、譲渡代金を支払うことなく取得することを予定しているということです。

4 【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏名	役職名	所有株式数(株)	議決権の数(個)
武澤 恭司	代表取締役 社長 (執行役員社長)	69,937	699
川述 正和	取締役 (執行役員副社長) 建築事業本部管掌	14,300	143
藪下 貴弘	代表取締役 (専務執行役員) 経営管理本部長 兼CSR担当	34,878	348
平田 浩美	取締役 (専務執行役員) 建築事業本部長 兼安全環境部管掌	41,555	415
大林 東壽	取締役 (専務執行役員) 土木事業本部長 兼安全環境部管掌	27,947	279
福田 善夫	取締役	7,004	70
吉田 豊	取締役	4,675	46
乙成 哲	常勤監査役	7,395	73
福田 二郎	常勤監査役	1,949	19
染河 清剛	常勤監査役	4,675	46
計		214,315	2,138

(注1) 役職名、所有株式数及び議決権の数は本書提出日現在のものです。

(注2) 取締役福田善夫、吉田豊は社外取締役であります。

(注3) 常勤監査役福田二郎、染河清剛は社外監査役であります。

(注4) 所有株式数及び議決権の数は、それぞれ当社役員持株会を通じた所有株式数(小数点以下切捨て)及びそれらに係る議決権の数を含めた数を記載しております。

5 【公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容】

該当事項はありません。

6 【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

該当事項はありません。

7 【公開買付者に対する質問】

該当事項はありません。

8 【公開買付期間の延長請求】

該当事項はありません。