Benedi Consulting
M&A and Business Advisory

## *Topics／Insight*

# *2025年8月の注目ディール：大成建設が東洋建設にTOB*

2025年9月14日

### 2022年の東洋建設買収を巡る攻防

2022年3月に、前田建設を傘下に持つインフロニアHDが東洋建設に対してTOBを仕掛けて完全子会社化しようとしたことは、記憶に新しいと思います。インフロニアHDは、TOB価格を770円としてTOBを開始（公表前日の終値に対するプレミアムは29%）。東洋建設もこれに賛同意見を公表すると共に、TOBへの応募を推奨していました。

ところが、これにヤマウチ・ナンバーテン・ファミリー・オフィス（YFO）が待ったをかけます。TOB期間中に3割近い株式を買い集め、更に、東洋建設の賛同を得られることを前提としてTOB価格を1,000円とするTOBを実施する意向を発表しました。その結果、インフロニアHDによるTOBは不成立に追い込まれます。

一方、東洋建設はYFOによる非公開化を徹底して拒絶。両社の対立が深まる中、YFOは株主提案に踏み切り、過半数の取締役を送り込むことに成功しました。その上で、2023年秋にTOB価格を1,255円とするTOBを提案します。

しかしながら、YFOの影響下にあると目されていた東洋建設の取締役会が、これに対して価格が妥当でないとして反対意見を表明。結局、YFOはTOB提案の撤回に追い込まれました。

その結果、東洋建設の株主構成は20.19%を所有する前田建設が筆頭株主でありながら、YFOグループ3社が合計28.53%を所有するという状況のまま膠着を続けるという状況になりました。

### 本件の概要

本件は、その東洋建設に対して大成建設がTOBを実施し、完全子会社化を図るものです。TOB価格の1,750円は、大成建設が買収の意向を示して協議を持ち掛けた結果、YFOが提示した価格。提示日の2025年6月11日における株価1,471円に対するプレミアムは19%ですが、YFOの取得原価に近いと思われる2022年のTOB価格に対しては90%程度のプレミアムとなるため、YFOは相応のキャピタルゲインを得ると思われます。

また、前田建設に対しては、TOB後のスクイーズアウトに続けて、自己株取得によって株式を買い取ることを提案し、合意に至っています。

買付予定数の下限について、大成建設は当初29.92%とすることを提案していました。これは、TOBには不応募の前田建設の持株比率と合せて50.01%となる比率です。大成建設は、過去の株主総会における議決権行使比率に基づき、株式併合の特別決議は可能としていますが、否決される可能性が十分ある比率出ることから、何よりもまず子会社化することを最優先にしたと思われます。

しかし、東洋建設の特別委員会は、この下限を認めませんでした。TOBへの応募契約をしてい

Copyright © 2025 Benedi Consulting Co., Ltd. All rights reserved.

る YFO の持株比率 28.53%であるため、上記の下限は、僅か 1.39%の一般株主が応募すれば TOB が成立することになるからです。特別委員会が買付予定数の下限引き上げも求めたところ、大成建設の最終回答は下限を 35.02%とするものでした。

## ギリギリの攻防

そのような状況において、想定外の事象が起こります。当初、決算発表と同日の 8 月 7 日を TOB の公表日と予定したところ、7 月中から上昇基調にあった東洋建設の株価が、8 月 1 日に前日比 78 円高の 1,731 円を付けました。更に、週明けの 8 月 4 日には 1,767 円と TOB 価格を上回ります。

大成建設は、上記買付予定数の下限引き上げと併せて TOB 価格 1,750 円とすることに対して、賛同意見が得られなければ TOB を延期するとの強硬姿勢を見せてきました。これに対して、公表予定日の前日である 6 日終値は 1,784 円であったため、特別委員会は TOB 価格を 1,784 円以上とすることを、改めて求めます。しかしながら、大成建設がこれに応じなかったため、東洋建設は TOB に対して不賛同と結論付け、8 月 7 日に検討を終了しました。

ところが、8 月 7 日の終値が 1,700 円まで急落。これを受けて大成建設が再び 1,750 円による TOB を提案し、東洋建設が合意。賛同意見を表明すると共に、応募推奨としたことを受けて、当初予定より 1 日遅れの 8 月 8 日に本件 TOB が公表されました。

その後の市場株価は、1,750 円の TOB 価格にサヤ寄せした水準で推移しています。買付予定数の下限も低いことから、TOB 成立は確実でしょう。但し、スクイーズアウトが成立するまでは、予断を許さないと思われます。

本件 TOB 公表前の不自然な株価の動きは、インサイダーの取引や株価操縦の可能性があるかもしれません。もしそうであるならば、本件の成立を妨害したい誰かがいたということなのでしょう。しかし、そのような株価の動きに振り回されながらも、最後まであきらめることなく、合意に至った両社の胆力には敬意を示したいと思います。

＜問い合わせ先＞
ベネディ・コンサルティング株式会社
Mail： info@benedi consulting.jp
Web site： https://benedi consulting.jp

Copyright © 2025 Benedi Consulting Co., Ltd. All rights reserved.