

2022年6月13日

各 位

上場会社名 東 洋 建 設 株 式 会 社  
代 表 者 代表取締役専務執行役員 藪下 貴弘  
(コード番号 1890 東証プライム)

**Yamauchi-No. 10 Family Office が公表した 2022 年 6 月 10 日付け「東洋建設の買収防衛策  
についての YFO の考え方について」に関する当社の見解について**

当社は、2022年6月10日、ダブリューケイ・ワン・リミテッド（WK1 Limited）並びにその共同保有者であるダブリューケイ・ツー・リミテッド（WK2 Limited）及びダブリューケイ・スリー・リミテッド（WK3 Limited）の実質的な出資者であり、山内万丈氏を代表理事とする Yamauchi-No.10 Family Office（以下「YFO」といいます。）が「東洋建設の買収防衛策についての YFO の考え方について」と題する資料（以下「6月10日付け YFO の考え」といいます。）を公表し、当該資料の中に、当社取締役会が2022年5月24日に導入を決定した「合同会社 Vpg らないしダブリューケイ・ワン・リミテッド（WK1 Limited）らによる当社株式を対象とする大規模買付行為等が行われる具体的な懸念があることに基づく当社株式の大規模買付行為等への対応方針（Vpg らによる当社株式の公開買付け申込みに関する協議を強圧性のない状況下で真摯に行うための環境確保のための方策）」（以下「本対応方針」といいます。）に関して、誤った主張や誤解を含む見解が多数含まれていることを確認いたしました。

当社は、2022年6月9日付けのプレスリリースに記載のとおり、本対応方針公表後の同月8日にはYFOと4回目の面談を実施しておりますが、当該面談の中で、YFOは、当社に対して、6月10日付けYFOの考えを同月9日の早いタイミングで当社に送付する旨予告していたにも拘わらず、当社に連絡なく、6月10日の深夜になって、6月10日付けYFOの考えを一方的に对外公表されたのは誠に遺憾です。また、当該面談において、当社はYFOに対して、本対応方針に関する当社の考えについて改めて詳細に説明いたしました。そのような中で、YFOが上記のような多数の誤った主張や誤解を含む見解を公表されたことにつき、当社としては大変残念に思っております。

当社は、2022年6月24日開催予定の当社第100回定時株主総会において、本対応方針の導入等に関する第5号議案（以下「本議案」といいます。）を株主の皆様にお諮りするにあたり、当社株主の皆様へご理解を深めていただくため、本対応方針や6月10日付けYFOの考えに関し、当社の見解を別紙に取り纏めておりますので、公表いたします。

株主の皆様におかれましては、本議案につき議決権を行使するにあたって、別紙に記載の当社の見解もご理解いただき、本議案における議決権行使の判断をしていただきますよう、重ねてお願い申し上げます。

記

別紙： 当社の2022年6月13日付け「YFOの2022年6月10日付け『東洋建設の買収防衛策についてのYFOの考えについて』に関する当社の見解」

以 上

別紙

# YFOの2022年6月10日付け「東洋建設の買収防衛策 についてのYFOの考えについて」に関する当社の見解

2022年6月13日



# YFOの6月10日付けプレスリリースに関する当社の見解

- ◆ YFOの6月10日付け「東洋建設の買収防衛策についてのYFOの考えについて」（以下、「YFOの考え」）にて、YFOは**当社が5月24日付けで導入を決定した「本対応方針」に関して、多数の誤った主張や誤解を含む見解を公表**されております
- ◆ 当社は6月9日付けのプレスリリースに記載のとおり、**本対応方針導入後の6月8日にはYFOと4回目の面談を実施し**、本対応方針に関する当社の考えについて改めて詳細にご説明させていただきました。そのような中で、YFOが上記のような多数の誤った主張や誤解を含む見解を公表されたことにつき、当社としては大変残念に思っております
- ◆ 本対応方針やYFOの考えに対し、当社株主の皆様へご理解を深めていただくため、以下の17項目につき、当社としての見解を後述させていただきます

- ① 本対応方針は「買収防衛策」ではないこと
- ② YFOグループによる公開買付けの提案が「魅力的」か否かは不明であること
- ③ ISS社の本議案に対する反対推奨は明らかに不合理であること
- ④ YFOグループの1株当たり1,000円での公開買付けの実施の確実性に疑義があること
- ⑤ インフロニアHDが実施した公開買付けと、YFOグループが提案する公開買付けとを比較すべきではないこと
- ⑥ 本対応方針は、YFOグループが提案する公開買付けの実現可能性を減少させるものではないこと
- ⑦ YFOグループは敵対的な買収を実施しようとしていると評価されてもやむを得ないこと
- ⑧ YFOグループが当社株式の高値売抜けをしようとしていた可能性があること
- ⑨ YFOグループによる情報提供が不十分であること
- ⑩ YFOグループが不誠実かつ強圧的な協議姿勢をとっていること
- ⑪ YFOグループが本対応方針導入後に行ったスタンドスタイルの誓約は本対応方針の導入の合理性を阻害するものではないこと
- ⑫ 本対応方針の導入後においても、本対応方針の必要性がなくなったとは全くいえないこと
- ⑬ YFOは当社の未公表の重要情報を利用して当社株式を買い集めた可能性があること
- ⑭ YFOは当社の未公表の重要情報を利用して利益を上げた可能性があること
- ⑮ YFOグループによる当社株式の買い上がり及び公開買付けの提案には、スキーム上の問題があること
- ⑯ YFOによる公開買付け開始の予告公表は相場操縦その他の不公正取引に該当する可能性やその趣旨に反する可能性があること
- ⑰ 5月17日付けYFO経営方針案は企業価値向上に繋がるかの具体策に乏しいものであること

## 1 本対応方針は「買収防衛策」ではないこと

### YFOの考え



- ✓ 当社取締役会が5月24日に導入を決定した本対応方針のことを「買収防衛策」と表現（表紙、p.2、5～12）

### 当社の考え



- ✓ 本対応方針は、市場における買増しや強圧性のある公開買付けを含む大規模買付行為等の威迫のない状況下において、大規模買付者を含む特定株主グループ（YFOグループを含む）から十分な情報をご提供いただき、**株主の皆様及び当社取締役会が大規模買付行為等について十分に熟慮し、適切な判断を行うための時間と情報を確保することを目的とした**ものです
  - 本対応方針は、当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益を最大化するための、**いわば「対等な交渉力確保目的スキーム」**です
- ✓ **本対応方針は、YFOグループによる公開買付けの実施を妨げることを目的とするものではありません**

 **本対応方針は「買収防衛策」ではない**

## 2 YFOグループによる公開買付けの提案が「魅力的」か否かは不明であること

### YFOの考え



- ✓ 自らが提案する公開買付けを「株主の皆様にとって魅力的な株式売却機会」と表現（p.2、3、5）

### 当社の考え



- ✓ YFOグループが提案する公開買付けが当社の株主の皆様にとって「魅力的」であるか否かは、公開買付け価格だけではなく、当社の中長期的な企業価値の確保・向上に資するかという観点からも検討を要する事項であり、かつ、当該公開買付けに関する十分な情報及び時間を確保した上で、株主の皆様ご自身に、十分な熟慮に基づきご判断いただくべき事項です
- ✓ ガバナンス・コードでも取締役（会）の責務は中長期的な企業価値の最大化にある点は繰り返し強調されています
- ✓ しかしながら、YFOグループは、当社からの度重なる質問にも拘らず、株主の皆様のご判断にとって重要な情報（以下の情報を含みます）を未だに提供しておりません
  - YFO独自の支援でしかなし得ない当社の成長の具体的な内容
  - 従前の前田建設との資本業務提携関係を解消した上でYFOの方策に依る方が当社の成長に繋がるとする具体的な根拠
  - 当社の課題解決に向けた支援体制に関する具体的な実績
  - YFOグループを構成する法人・個人間の詳細な資本関係・人的関係（YFOの最高投資責任者である村上皓亮氏とアスリード・グループとの関係を含みます）

**➡ YFOグループによる情報提供が不十分な状況においては、公開買付けの提案が「魅力的」であるか否かを株主の皆様に必要な熟慮に基づきご判断いただくことはそもそも実質的に不可能**

## 2 YFOグループによる公開買付けの提案が「魅力的」か否かは不明であること（続き）

### YFOの考え



- ✓ 本対応方針により、株主の皆様にとって「魅力的な株式売却機会」の実現が著しく妨げられていると主張（p.2）

### 当社の考え



- ✓ 本対応方針は、大規模買付者を含む特定株主グループ（YFOグループを含む）から十分な情報をご提供いただき、株主の皆様及び当社取締役会が大規模買付行為等について十分に熟慮し、適切な判断を行うための時間と情報を確保することを目的としたもの

**➡ 本対応方針は、当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益を最大化するための、いわば「対等な交渉力確保目的スキーム」であって、株主の皆様にとって「魅力的な株式売却機会」の実現を妨げるものではない**

## 3 ISS社の本議案に対する反対推奨は明らかに不合理であること

YFOの考え



- ✓ 議決権行使助言機関であるISS社が、当社定時株主総会における本対応方針の承認に関する本議案に反対の議決権行使を推奨したことを誇示（p.2、3）

当社の考え



- ✓ **ISS社が反対を推奨した理由は、**同社が一般的な「ポイズン・ピル」に賛成を推奨するための複数の要件（(i)発動水準、(ii)有効期限、(iii)取締役会の状況等、(iv)総継続期間、(v)基準を満たす独立取締役の数、(vi)基準を満たす独立取締役の比率、(vii)取締役の任期、(viii)特別委員会の構成、(ix)他の買収防衛策の不存在）は満たしているものの、**ただ1つの要件「招集通知が株主総会開催日の4週間前に開示されていること」が充足されていないためです**
  - しかしながら、当社は、2022年5月24日付けプレスリリースで本議案を同年6月24日開催の定時株主総会に諮ることを明示的に記載しております。また、同プレスリリースと本議案は形式的な箇所を除きほぼ同一の内容であり、**実質的には、本議案について、定時株主総会の1か月前には当社の株主・投資家の皆様に対して開示しています**
  - **そのため、ISS社が賛成推奨するために必要としている要件は実質的に全て充足されていると考えております**

**➡ ISS社が本議案に対して反対を推奨していることは明らかに不合理**

- ✓ なお、そもそも本対応方針は、当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益を最大化するための、**いわば「対等な交渉力確保目的スキーム」**であって、**買収防衛を目的とした「買収防衛」策ではなく、その意味で、一般的な「ポイズン・ピル」ではありません**

**➡ ISS社が本議案に対して反対を推奨していること及びその理由をいわゆる一般的な「ポイズン・ピル」の議案に賛成を推奨するための要件を充足していないこととしている点は明らかに不合理**



## 4 YFOグループの1株当たり1,000円での公開買付けの実施の 確実性に疑義があること

### YFOの考え



- ✓ 「東洋建設の取締役会の賛同及び応募推奨を条件として1株当たり1,000円での公開買付けの開始を東洋建設に提案すると共に、その実施を株主の皆様にお約束します」と主張（p.4）

### 当社の考え



- ✓ 当社は、YFOグループによる公開買付けの申込みの前提条件を含む諸条件、及び、YFOグループ作成の5月17日付け「東洋建設の経営方針・企業価値向上策（案）」（以下「5月17日付けYFO経営方針案」）において説明が十分でないと考えている事項等に関して、YFOグループに対して5月23日付けで質問状を送付しております
- ✓ 6月1日付けでYFOからは回答書を受領したものの、**当社の以下の質問については、「より緻密な検討をして回答するためには、貴社の公表資料のみに基づく検討を行うのでは十分でないため、スタンドスティル期間を含んだ秘密保持契約書を締結の上、貴社がインフロニア公開買付けに際してインフロニアに対して提供された資料と同程度の資料を貴社からご提供いただいた上で、これを検討させていただくことが必要と考えております」として、十分な回答を得られておりません**
  - 「企業価値向上策〔当社注：5月17日付けYFO経営方針案〕には、前田建設工業との資本業務提携関係がなくなることと、貴社ら〔当社注：YFOグループ〕が株主となること、それぞれのディスシナジーが欠落しておりますが、お考えをお聞かせください。」
  - 5月17日付けYFO経営方針案に関する質問全般

**➡ YFOグループは、当社の企業価値の評価のために極めて重要な事項に関する質問に十分な回答を行っていない状況にある**

## 4 YFOグループの1株当たり1,000円での公開買付けの実施の 確実性に疑義があること（続き）

### 当社の考え



- ✓ YFOグループは、5月18日付けの公開買付けの申込み（1株当たり1,000円）において、「本公開買付けに係る決済の開始日前を基準日とする剰余金の配当又は本公開買付けに係る決済の開始日前を取得日とする自己株式の取得がなされた場合には、当該配当における1株当たりの配当額又は当該自己株式の取得の対価の総額を対象者の発行済株式総数（対象者が所有する自己株式数を除きます。）で除した金額を上記金額から控除する可能性があります」としております。
- ✓ YFOグループは、5月18日付けの公開買付けの申込み（1株当たり1,000円）に、「当社らによる対象者の事業に関するデューデリジェンスの実施は前提条件としておりません」と記載して（p.4）、YFOグループによる当社の事業に関するデューデリジェンスの実施を公開買付け開始の前提条件としていないことを明示しております
  - それにも拘らず、YFOは、6月1日付けの回答書において、唐突に、「貴社がインフロニア公開買付けに際してインフロニアに対して提供された資料と同程度の資料を貴社からご提供いただいた上で、これを検討させていただくことが必要」として、デューデリジェンスの実施を要求されている状況です

**今後、YFOグループによる当社の株式価値の評価が変更される可能性があり、1株当たり1,000円での公開買付けの実施の確実性には疑義があると評価せざるを得ない**

## 5 インフロニアHDが実施した公開買付けと、YFOグループが提案する公開買付けとを比較すべきではないこと

### YFOの考え



- ✓ YFOグループは、インフロニア・ホールディングスが実施した公開買付けにおける公開買付け価格（1株当たり770円）と、YFOグループが提案する公開買付け価格（1株当たり1,000円）とを殊更に比較（p.5、9、12、13）

### 当社の考え



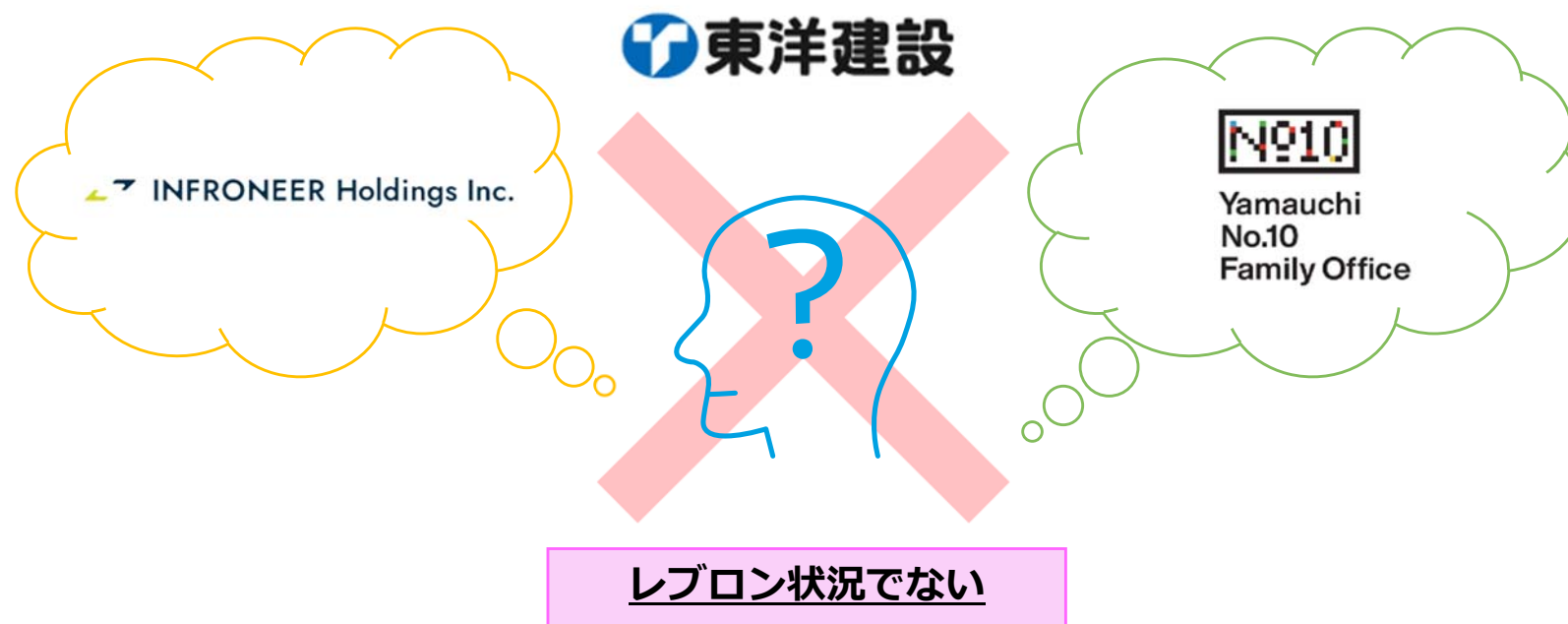
- ✓ 米国では、判例上、対象会社が「for sale」（売出し中）又は会社が解体される場合には、取締役の信託義務（fiduciary duty）は、会社を最高の価格で売却すること（レブロン義務）に転化されるとされています
- ✓ 一方、日本には、判例上、このような考え方はなく（※）、取締役の善管注意義務はあくまで「**会社の**」「**中長期的な企業価値を最大化すること**」に向けられています
- ✓ 仮に、米国の判例法における考え方を前提としたとしても、本件ではインフロニア・ホールディングスの公開買付けが不成立となったため、当社はインフロニアグループに参画することの中止を公表しており、また、インフロニアグループも当社の完全子会社化の検討を一旦中止することを公表しているため、**もはや「for sale」の状況にはありません**

**➡ 少なくともインフロニア・ホールディングスの公開買付け価格とYFOグループが提案する公開買付け価格のいずれかを選ばなければならないという状況（レブロン状況）ではない（複数の会社法・金融商品取引法研究者による見解）**

※わが国での判例でも、対象会社の取締役には「株主利益配慮義務」があるとされていますが、「最大価格売却義務」まではないとされています（レックス事件、シャルレ事件）

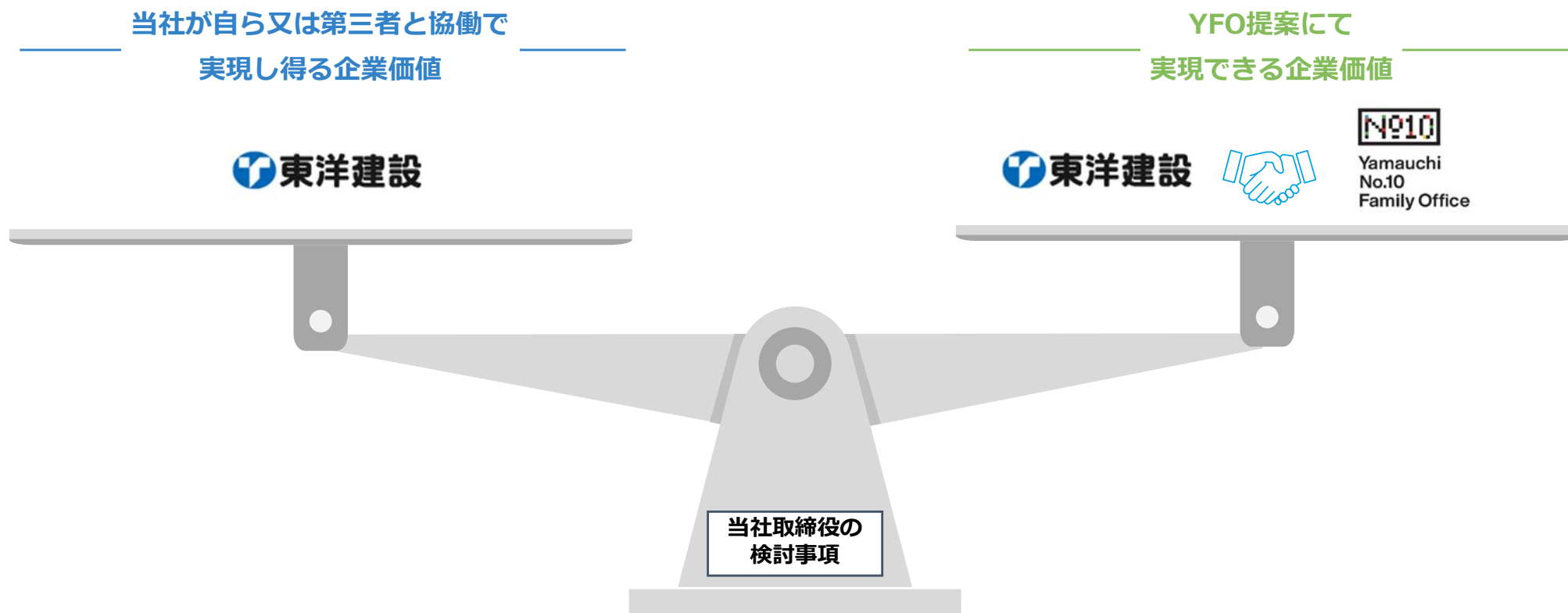
## 【ご参考】 現在はレブロン状況にはない

- ◆ 米国では、判例上、対象会社が「for sale」（売出し中）となった場合には、取締役の信託義務（fiduciary duty）は、会社を最高の価格で売却すること（レブロン義務）に転化
- ◆ 日本には、判例上、このような考え方はなく（※）、仮に米国における考え方を前提としたとしても、本件ではインフロニアのTOBが不成立となったため、当社はインフロニアとの経営統合の検討を中止しており、**もはや「for sale」の状況にはない**
- ◆ 従って、少なくともインフロニアの提示TOB価格とYFOグループの提示TOB価格のいずれかを選ばなければならない、という状況（**レブロン状況**）ではない



※ わが国での判例でも対象会社の取締役には、「株主利益配慮義務」があるとされていますが、「最大価格売却義務」はないとされています（レックス事件、シャルレ事件）

- ◆ レブロン状況にない当社の取締役会として、今後検討すべき点は、当社が直面する厳しい事業環境に関する正しい理解に基づき、**YFOによる当社の100%買収で実現される当社の中長期的な企業価値と、当社が自ら又は第三者と協働することで実現される当社の中長期的な企業価値及び株主の皆様共同の利益**のどちらが上回るか
- ◆ 従って、**強圧性のない状況下でYFOと真摯に協議できる環境を本対応方針により実現し、適切な判断を行うための時間及び情報を確保した上で、上記の比較・検討を適切に行うことが必要**



※ わが国での判例でも対象会社の取締役には、「株主利益配慮義務」があるとされていますが、「最大価格売却義務」はないとされています（レックス事件、シャルレ事件）

## 6 本対応方針は、YFOグループが提案する公開買付けの実現可能性を減少させることを目的とするものではないこと

### YFOの考え



- ✓ 本対応方針の導入により、「YFOによる1株当たり1,000円での買収提案の実現可能性が大幅に減少」とすると主張（p.5）

### 当社の考え



- ✓ 本対応方針は、大規模買付者を含む特定株主グループ（YFOグループを含みます）から十分な情報をご提供いただき、株主の皆様及び当社取締役会が大規模買付行為等について十分に熟慮し、適切な判断を行うための時間と情報を確保することを目的としたものです
  - ➡ **本対応方針は、当社の中長期的な企業価値ないし株主の皆様共同の利益を最大化するための、いわば「対等な交渉力確保目的スキーム」であって、YFOが提案する公開買付けの実現可能性を減少させることを目的とするものではない**
- ✓ 6月8日付けの書簡・誓約書において、YFOグループは、①当社取締役会の賛同表明及び応募推奨がない限り公開買付けを開始しないこと、並びに、②2023年5月24日までの間、当社の事前の同意なく、市場買付けその他の方法を問わず、当社株式の追加取得及び大規模買付行為等を行わないことを誓約しております
  - また、YFOは、「今後も情報提供を積極的に行う」旨を主張（p.11）されております
  - ➡ **YFOグループが真に上記誓約を遵守し、かつ、上記主張に違わない対応を行うのであれば、本対応方針に定める大規模買付ルールを遵守して、所定の情報を提供することを拒む理由は何らないはず**
  - ➡ **その真意は、提供したくはない情報があるのではないかとの疑念を持たざるを得ない**

## 7 YFOグループは敵対的な買収を実施しようとしていると評価されてもやむを得ないこと

### YFOの考え



- ✓ YFOは、「YFOが敵対的な買収を実施しようとしているとの東洋建設の主張は事実誤認」と主張（p.6）

### 当社の考え



- ✓ YFOは、4月14日時点でWK1~3名義で当社株式の25.28%を保有するに至ったことを同月15日付けの書簡で当社に連絡するまで、当社株式の買集めについて当社に一切連絡しておりません
- ✓ YFOは、4月15日付けの書簡に「当然ながら、貴社経営陣とは友好的な関係を築いていくことを前提としており、決して敵対的な関係になることは想定しておりません。」と記載しております
- ✓ しかしながら、4月15日の連絡後も、YFOグループは、さらに27.19%に至るまで市場にて当社株式の買増しを継続しております
- ✓ YFOは、4月22日付けの書簡において、当社との友好的な協議・議論が行われることを前提として当社株式の追加取得を行わないとし、それ以降の面談等においてもその旨を述べていたにも拘らず、5月18日になって唐突に、2022年6月下旬という一方的な期限を設定した上で、その頃を目途に公開買付けを開始する予定であると一方的に連絡されております
- ✓ 6月8日付けの書簡・誓約書において、YFOグループが一定の条件・期限において当社株式の買増しを行わないことの誓約を申し入れたのは、当社取締役会が本対応方針の導入を決定したことを受けて、その取下げを求めるためであったと評価せざるを得ないと考えます

➡ 以上の事情等からすれば、**YFOは、当社取締役会に十分な検討のための情報と時間を与えずに無理やりYFOグループによる公開買付けを受け入れさせようとしていると評価されてもやむを得ず、事実誤認とは到底いえない**

## 8 YFOグループが当社株式の高値売抜けをしようとしていた可能性があること

### YFOの考え



- ✓ YFOは、以下の点等を挙げて、これまでの当社株式の取得は、いずれも正当な投資判断によるものと主張（p.7）
  - YFOの投資会社であるWK 1~3は、「インフロニア・ホールディングスによる公開買付けの価格が安いと考えたため、インフロニア公開買付け価格の引上げ等のコーポレートアクションがあり得ると判断し買付けを行いました」

### 当社の考え



- ✓ この主張は、WK 1~3が当社株式を安値で取得した後、インフロニア・ホールディングスが公開買付け価格を引き上げた場合には公開買付けに応募し、高値売抜けを企図していたことを前提としております

**➡ 「超長期的な成長・企業価値向上を目指した関係を維持することを基本」、「短期的な利益の鞘抜きは目的としておらず」との、YFO自らが標榜する理念にも背馳**

- YFOが、5月10日付け回答書において、当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が存在すると考える場合、**当該買い手候補にYFOグループが保有する当社株式を譲渡する可能性についても検討する用意があると回答していたことも、上記理念に背馳**しており、そもそも、当社株式の大量取得の目的は不透明といわざるを得ません



## 8 YFOグループが当社株式の高値売抜けをしようとしていた可能性があること（続き）

### 当社の考え



- ✓ WK1~3は、当社株式の25.73%を取得した後である5月17日まで、**大量保有報告書・変更報告書において当社株式の保有目的を「純投資」と開示**。同日に提出された変更報告書において、「純投資及び状況に応じて重要提案行為を行うこと」に変更しています
  - 米国では、大量保有報告書（Schedule 13D）の保有目的の変更遅延につき、SECが制裁金を課した事例が多数存在しています（※）。**本件では、WK1~3は保有目的を「純投資」とすることで、当社の一般株主の皆様を当社株式の早まった（つまり、1,000円以下での安値での）売却に誘導した可能性があります**

**仮に、YFO自らが標榜する理念に背馳しておらず、高値売抜けをしようとしていなかった場合には、当社株式取得の当初から当社の買収を企図していたと考えられるため、WK1~3には、5月17日までの期間につき、大量保有報告書・変更報告書における「保有目的」について虚偽記載を行った疑いが存在**（複数の会社法・金融商品取引法研究者による見解）

（※）

<https://www.jdsupra.com/post/contentViewerEmbed.aspx?fid=239f7bee-4160-49a7-b257-822a6a10c921>

<https://www.sidley.com/ja/insights/newsupdates/2020/10/sec-charges-investment-adviser-with-schedule> 等参照

## 9 YFOグループによる情報提供が不十分であること

### YFOの考え



- ✓ YFOは、以下の点を挙げて、当社に十分な情報提供を行ったと主張（p.7）
  - 当社からの3回の質問書（合計48問）への回答
  - 法的拘束力を有する買収提案（全株式取得の申込）の提出
  - 合計136頁にわたる当社の経営方針及び企業価値向上策に係る提案資料の提出
  - 金融庁・関東財務局との事前協議を経た上で、公開買付けの開始予告に関する資料を公表
  - 過去3回の面談における買収提案に関する説明

### 当社の考え



- ✓ **YFOグループは、当社からの度重なる質問にも拘らず、株主の皆様のご判断にとって重要な情報（以下の情報を含みます）を未だに提供しておりません**
  - YFO独自の支援でしかなし得ない当社の成長の具体的な内容
  - 従前の前田建設との長年の資本業務提携関係を解消した上で、YFOの方策に依る方が当社の成長に繋がるとする具体的な根拠
  - 当社の課題解決に向けた支援体制に関する具体的な実績
  - YFOグループを構成する法人・個人間の詳細な資本関係・人的関係（YFOの最高投資責任者である村上皓亮氏とアスリード・グループとの関係を含みます）
- ✓ **136頁にわたる経営方針及び企業価値向上策に係る提案資料は、YFOグループの傘下に入ることによってどのような事業上のシナジーが得られるのかについての具体的な記述が欠如しております**

**➡ YFOグループが当社に十分な情報提供を行ったとは到底いえない**

## 10 YFOグループが不誠実かつ強圧的な協議姿勢をとっていること

YFOの考え



- ✓ YFOは、以下の点等を挙げて、YFOの協議姿勢を「不誠実かつ強圧的な協議姿勢」とみなすのは、当社による一方的な決めつけ又は事実誤認と主張
  - 「先行するインフロニア・ホールディングスの公開買付けが成立してしまう可能性があったことから、やむなく、公開買付け期間中であった5月18日に公開買付けの開始の予告の公表を行った」（p.8、p.9にも同じ内容の記載あり）
  - 「YFOは、4月22日以降、YFOによる公開買付けの実施についても東洋建設と協議を行ってまいりましたが、1か月経過しても、YFOの提案が正式なものとして取締役会や特別委員会で検討されなかったと理解しており、正式な形で公表させていただく必要があると考えました」（p.8）
  - 「公開買付けの開始予定時期は、これを記載する実務上の慣行があるため、やむを得ず記載しました。なお、公開買付けの開始の予定時期は理由があれば延期可能であり、YFOも柔軟に対応します」（p.9）

## 10 YFOグループが不誠実かつ強圧的な協議姿勢をとっていること（続き）

### 当社の考え



- ✓ 当社は、2020年10月以降、Aslead Capital Pte. Ltd.及び株式会社プリズム・アドバイザー（旧・株式会社アスリード・アドバイザー）に対して、当時の前田建設工業を中心とする組織再編に参画するか否か及び参画する場合における条件の検討その他の資本政策の検討等を依頼しておりました
  - **YFOの最高投資責任者である村上皓亮氏は、当時のアスリードの担当者であり、当時当社が検討していた取引に関する情報やインフロニアによる公開買付けの背景となっている情報を含め、当社に関する様々な未公表情報を取得されております**
- ➡ **YFOが、最高投資責任者である村上氏がアスリードの担当者として取得した当社に関する未公表情報を利用して当社株式の大量買集めを行った可能性があり、当社はこの点をYFOに問い質したが、このような可能性を払拭できる回答を全く得られておらず、YFOのこのような姿勢自体、不誠実といわざるを得ない**
- ✓ YFOグループは、上記の情報の非対称性を利用して、実質的な利益（1,000円と譲受価格との差額）を獲得した可能性があります。YFOグループは、WK1~3に市場内で当社株式を売却し、得べかりし利益を喪失した株主の皆様に対して、説明すべき責任があると考えます

## 10 YFOグループが不誠実かつ強圧的な協議姿勢をとっていること（続き）

### 当社の考え



- ✓ **前頁に加え、以下の事情からすれば、YFOグループは、当社が公開買付けを受け入れるか否かについて不誠実かつ強圧的な協議姿勢をとっているとわざとを得ないと考えます**
  - YFOは、4月14日時点でWK1~3名義で当社株式の25.28%を保有するに至ったことを同月15日付けの書簡で当社に連絡するまで、当社株式の買集めについて当社に一切連絡せず
  - YFOは、4月15日付けの書簡に「当然ながら、貴社経営陣とは友好的な関係を築いていくことを前提としており、決して敵対的な関係になることは想定しておりません。」と記載
  - しかしながら、4月15日の連絡後も、YFOグループは、27.19%に至るまで市場にて**当社株式の買増しを実施**
  - WK1~3は、当社株式の25.73%を取得した後である5月17日まで、**大量保有報告書・変更報告書において当社株式の保有目的を「純投資」と開示**。4月22日付け回答書において公開買付けを提案してきていたにも拘らず、「純投資」としか開示していなかった理由について合理的説明が完全に欠落（当該提案はWK1~3ではなくVpgが行うものという極めて不合理・不誠実な説明しかなされていない）
  - YFOは、4月22日付けの書簡において、当社との友好的な協議・議論が行われることを前提として当社株式の追加取得を行わないとしていたにも拘らず、**5月18日に、2022年6月下旬という一方的な期限を設定した上で、その頃を目途に公開買付けを開始する予定であることを一方的に連絡**
  - 十分な説明がないため、公開買付けの申込みについて具体的な検討・評価等を行うためには相当程度の時間が必要であるにも拘らず、**5月18日に、当社株式の追加取得を行わない期間（スタンドスティル期間）を6月末日までという極めて短い期間とすることを一方的に連絡**

## 10 YFOグループが不誠実かつ強圧的な協議姿勢をとっていること（続き）

### 当社の考え



- YFOの説明に鑑みると、**スタンドスティル期間経過後は市場内において当社株式の追加取得を行う意図があるように解さざるを得なかったこと**
- 5月18日付けの公開買付けの申込みにおいて、**その前提条件（当社取締役会による賛同及び応募推奨）をVpgらが任意に放棄することが可能とされている点についても、YFOが敵対的買収も視野に入れているとの疑念を抱かざるを得ないこと**
- YFOは、6月8日の面談において、当社の本対応方針に関する「YFOの考え」を6月9日の早いタイミングで当社に連絡すると言及したにも拘わらず、**遅れることについて何らの連絡もなく、かつ、6月10日深夜に一方向的に公表**
- YFOが挙げる理由は、**不誠実かつ強圧的な協議姿勢をとっているとはいえないこと**の理由として極めて不十分
  - インフロニア・ホールディングスの公開買付期間中、当社の株価は公開買付価格を常に上回っていたため、YFOにおいて当該公開買付けが成立してしまう可能性があったと判断したとの主張には重大な疑義。また、**当該公開買付けの成立を阻止するためには、当初からYFOグループによる公開買付けの開始の予告の公表を行えば足りるため、27%超もの当社株式を市場内で買い上げる必要性はないが、このような市場内買い上がりを敢えて行った理由について合理的説明が欠落**
  - 公開買付けを受け入れるか否かの判断を当社が極めて短い期間で行うことを迫ったことを補強する事情に過ぎない
  - 実務的慣行の有無はともかく、公開買付けの開始時期を、なぜ当社にとって1か月余りしか検討期間がない6月末日として指定したのかについて合理的説明が欠落

## 11 YFOグループが本対応方針の導入後に行ったスタンドスティルの誓約は、本対応方針の導入の合理性を阻害するものではないこと

### YFOの考え



- ✓ YFOグループが当社の経営権の取得を図る具体的かつ切迫した懸念があるため本対応方針を導入したという当社の主張について、YFOは、6月8日付けの書簡・誓約書においてスタンドスティルの誓約を行ったことを理由として、上記懸念はないと主張

### 当社の考え



- ✓ 本対応方針導入後の事情である6月8日付けの書簡・誓約書におけるスタンドスティルの誓約は、本対応方針の導入時点における懸念を払拭させる事実とはなり得ないと考えます
- ✓ これらの誓約は本対応方針導入が契機となったものであり、むしろ本対応方針が「YFOとの対等な交渉力確保目的スキーム」であることを端的に示しています

## 12 本対応方針の導入後においても、本対応方針の必要性がなくなったとは全くいえないこと

### YFOの考え



- ✓ YFOは、以下の理由を挙げて、「強圧性のない状況下で真摯に協議を行うための環境確保」は達成され、かつ、株主の皆様及び当社取締役会が十分な時間と情報を確保できるとして、本対応方針の必要性はなくなったと主張（p.8、10、11）
    - 1) ①6月8日付けの書簡・誓約書において、公開買付けの開始の前提条件のうち、「東洋建設取締役会からの賛同・応募推奨」に関する前提条件の放棄は行わないことを法的拘束力のある形で誓約したこと
    - 2) ②6月8日付けの書簡・誓約書において、買収防衛策の導入から1年間（2023年5月24日まで（※））のスタンスティール期間を設定し、当社株式を買増ししないことを法的拘束力のある形で誓約したこと
    - 3) ③6月8日付けの書簡・誓約書においても公開買付け開始の前提条件とされた当社取締役会の賛同・応募推奨を得るためには、十分な時間と情報の提供が必要になること（「今後も」情報提供を積極的に行うこと）
- ※ なお、「YFOの考え」p.11には「2023年5月23日まで」と記載されているが、6月8日付けの書簡・誓約書には「2023年5月24日までの間」と記載されており、記載が矛盾



## 12 本対応方針の導入後においても、本対応方針の必要性がなくなったとは全くいえないこと（続き）

### 当社の考え



- ✓ 本対応方針は、市場における買増しや強圧性のある公開買付けを含む大規模買付行為等の威迫のない状況下において、大規模買付者を含む特定株主グループ（YFOグループを含む）から十分な情報をご提供いただき、**株主の皆様及び当社取締役会が大規模買付行為等について十分に熟慮し、適切な判断を行うための時間と情報を確保することを目的**としたものです
  - YFOグループが前頁の1) 及び2) の誓約を遵守したとしても、2) の誓約によれば、2023年5月25日以降は公開買付け以外の方法による当社株式の買増しが可能であることに変わりはありません
  - 当社は、本対応方針の導入後も、YFOグループから本対応方針所定の情報の提供を受けていない。また、前頁の3) の理由については、**YFOグループは、6月8日付けの書簡・誓約書において、これらの情報を株主の皆様及び当社取締役会に対して提供することを何ら約束しておりません**
  - そもそも、YFOグループが前頁の1) 及び2) の誓約に違反しないようにするための法的な担保（当社が当該誓約違反につきどのような法的請求を行うことができるのか）が明確ではなく、**YFOグループがこれらの誓約を遵守する確証がない**と考えます

➡ **「強圧性のない状況下で真摯に協議を行うための環境確保」は達成されたとはいえず、株主の皆様及び当社取締役会が十分な時間と情報を確保できるかは引き続き不明**

➡ **当社株主の皆様が熟慮に基づくご判断ができるようにするために、本対応方針をもって、YFOらから十分な情報を提供させ、十分な検討期間を確保する必要性は、引き続き高いといわざるを得ない**

## 13 YFOは当社の未公表の重要情報を利用して当社株式を買い集めた可能性があること

### YFOの考え



- ✓ YFOが当社の未公表情報を利用して当社株式の大量買集めを行った可能性があるとの当社の指摘について、YFOは、「根拠のない推測」と主張（p.8）

### 当社の考え



- ✓ 当社は、2020年10月以降、アスリードに対して、当時の前田建設工業を中心とする組織再編に参画するか否か及び参画する場合における条件の検討その他の資本政策の検討等を依頼しておりました
- ✓ YFOの最高投資責任者である村上皓亮氏は、当時のアスリードの担当者であり、インフロニアによる公開買付けの前段階で当社が検討していた取引に関する情報やインフロニアによる公開買付けの背景となっている情報を含め、当社に関する様々な未公表情報を取得されております

➡ 当社は、このような事実が存在することから、YFOが、最高投資責任者である村上氏がアスリードの担当者として取得した当社に関する未公表情報を利用して当社株式の大量買集めを行った可能性があると考えており、「根拠のない推測」ではない

➡ この点をYFOに問い質したが、このような可能性を払拭できる回答を全く得られていない

## 14 YFOは当社の未公表の重要情報を利用して利益を上げた可能性があること

### YFOの考え



- ✓ YFOは、当社の未公表の重要情報を利用して利益を上げているわけではないことと理由として、以下の2点を挙げている（p.9）
  - 1) YFOグループは当社の株式の売却をしていないこと
  - 2) YFOグループによる当社株式の取得価格は、当社取締役会が株主の皆様に対して応募を推奨した1株当たり770円（インフロニア・ホールディングスの公開買付価格）よりも高い価格であり、当社取締役会が応募推奨をした価格以上で取得をしており、当社株式を不当に安く取得しているということも一切ないこと

### 当社の考え



- ✓ YFOが提案する公開買付けの1株当たり1,000円という公開買付価格は、村上氏が当社のアドバイザーとして取得した当社に関する未公表情報をも考慮して算出されたものである可能性が否定できません
- ✓ 当社の一般株主の皆様がそのような未公表情報を認識していた場合又はYFOが1株当たり1,000円での公開買付提案を行うことを認識していた場合には、実際の（安価な）売却価格では（市場を介して）YFOグループに売却しなかった可能性が否定できません

**➡ 当社が問題視しているのは、一般株主の皆様との間の情報の非対称性を利用したこのような実質的な利益の獲得であり、YFOが挙げる1)、2)の理由は、形式論に終始していて全く反論になっていないばかりか、自らの行為の問題点を歪曲化するもの**

## 15 YFOグループによる当社株式の買い上がり及び公開買付けの提案には、スキーム上の問題があること

当社の考え



### 1) 外為法上の問題

- ✓ 当社は、外為法上、対内直接投資における事前届出規制との関係で、いわゆる**コア業種に当たる事業を営んでおります**
- ✓ **ケイマン諸島籍であるWK1~3は「外国投資家」に該当**すると考えております

**→ 山内万丈氏を介して実質的にWK1~3と同一のグループに属するVpg及びKITEが当社株式の公開買付けを行うことは、外為法に抵触する懸念がある**

- ✓ この点につき、YFO側からは、大要、Vpg及びKITEは、WK1~3との関係で外為法に規定された「密接関係者」に当たらないので問題ないとの説明しかなされておられません
  - しかしながら、Vpg及びKITE並びにWK1~3がいずれも少なくとも資金面で山内氏の強い影響下にあることが明らかである以上、**Vpg及びKITEは外国投資家であるWK1~3との間で、「共同して会社の株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している個人又は法人その他の団体を外国投資家とした場合にイからホまでに掲げる者に該当することとなる者」**（対内直接投資等に関する政令第2条第11項第1号、対内直接投資等に関する命令第2条第1項ト）**等に該当する懸念は拭えない**と考えます

## 15 YFOグループによる当社株式の買い上がり及び公開買付けの提案には、スキーム上の問題があること（続き）

当社の考え



### 2) 金融商品取引法157条1号への抵触の可能性

✓ 金融商品取引法157条1号は、「**有価証券の売買その他の取引…について、不正の手段、計画又は技巧をすること**」を禁止しております

- WK1~3は、当社株式の25.73%を取得した後である5月17日まで、**大量保有報告書・変更報告書において当社株式の保有目的を「純投資」と開示**しております
- 4月22日付け回答書において公開買付けを提案してきていたにも拘らず、「**純投資**」としか開示していなかった理由について合理的説明が欠落していると考えます

➡ **YFOグループの買付手法は、内心では1株当たり1,000円で公開買付けを行う意図がありながら、それを秘して、大量保有報告書・変更報告書において当社株式の保有目的を「純投資」と開示して、それより安い市場価格で一般株主から当社株式を取得している点で、金融商品取引法157条1号に違反する可能性が払拭できない**（複数の会社法・金融商品取引法の研究者による見解）

➡ **前記1) 及び本2) のようなコンプライアンス上の懸念が存在することは、法令遵守を厳しく求められ、法令違反が発覚した場合には公共工事の入札等への参加ができなくなる可能性がある建設業を営んでいる当社としては、その企業価値に重大な影響を与え得る事項であるといわざるを得ない**

## 16 YFOによる公開買付けの開始の予告の公表は、相場操縦その他の不公正取引に該当する可能性又はその趣旨に反する可能性があること

### YFOの考え



- ✓ YFOは、当社株式の5月17日の最安値が784円となり、インフロニア・ホールディングスの公開買付価格である770円に近い水準まで下落したことから、公開買付けの開始予告を公表しなければ、5月19日をもって終了することになっていたインフロニア・ホールディングスの公開買付けが成立してしまう可能性があったことから、公開買付け期間中であった5月18日に公開買付けの開始の予告の公表を行ったと主張（p.8、6月1日付け書簡p.4）

### 当社の考え



- ✓ 当社の買収という自己の利益を実現させるために、当社の市場株価を意図的に上昇させる目的で、公開買付けの開始の予告の公表を行ったと主張しており、金融商品取引法が禁止している**相場操縦その他の不公正取引に該当する可能性、又は、少なくともその趣旨に反する可能性がある行為であるといわざるを得ない**と考えます

## 17 5月17日付けYFO経営方針案は企業価値向上に繋がるかの具体策に乏しいものであること

- ◆ 5月17日付けYFO経営方針案について、YFOは合計136頁に亘る具体的な提案を実施しているという点を強調
- ◆ 一方で、その内容は、DX戦略に焦点を当てた内容であり、かつ、表面的な内容に留まっており、YFOグループの傘下に入ること当社のコア事業（土木・建設事業）や新規事業（洋上風力関連事業）にどのような事業上のシナジーが得られるのかについての具体的な記述が欠如
- ◆ また、YFOらの建設業界への投資実績、具体的な業界知見が不明瞭なままで、当社の置かれている本質的な課題をどのように認識されているか伺えておらず、かつファミリーオフィスであるYFOによる非公開化に伴う当社の人財確保及び事業競争力へのディスシナジーに関する考慮が一切なされていないもの

### 当社の成長戦略の主要要素

国内土木の受注・技術戦略

国内建設の受注・技術戦略

海外事業の拡大

有資格技術者の確保

非公開化に伴うディスシナジーの整理

洋上風力作業船の投資・事業参入戦略

DX導入の推進

### 5月17日付けYFO経営方針案の要素

アカウントプラン導入  
調達コスト削減  
(但し、他社事例の紹介に留まる)

特殊船舶投資、  
O&M等への事業領域の拡大、等

DX人材育成、  
DX導入による生産性向上と省人化

新規事業投資の源泉となるコア事業の維持・拡大は必須

## 17 5月17日付けYFO経営方針案は企業価値向上に繋がるかの具体策に乏しいものであること（続き）

提案内容	提案内容に関する当社の認識との具体的な相違点
経営方針や事業計画	<ul style="list-style-type: none"> <li>土木建築事業についてDXに焦点をあてた事業戦略の実施やそれに関する一般的なサポート内容、他社事例の転記がなされているものの、<u>当社が本質的に課題認識を持つ土木建築事業における受注戦略やDX以外の技術戦略等に関する具体策やYFOら独自のサポート内容や具体的な外部パートナー候補等の詳細について一切触れられていないもの</u></li> <li>加えて、<u>ファミリーオフィスであるYFOによる非公開化に伴う当社の人財確保及び事業競争力へのディスシナジーに関する考慮がなされていないもの</u></li> </ul>
洋上風力関連事業	<ul style="list-style-type: none"> <li>洋上風力関連事業について現状の成長戦略がSEP船と認識し、将来的に特殊船舶投資戦略を推進しているものの、当社の打ち出している洋上風力関連事業における成長戦略はケーブル敷設船を活用したものであり、かつ特殊船舶投資における<u>投資リスクヘッジへの考え方についても言及がなく、当社の事業戦略を正しく認識できていないもの</u></li> <li>また、DXを通じたデータ蓄積とそれに基づく一般的な事業領域の拡大施策についての記載があるものの、YFOらのDX戦略を通じた「データ駆動型ゼネコン」等に関する<u>具体的な効果については言及がされておらず、一般的かつ汎用的なデータや情報を列挙したのみの表面的な分析に留まっており、“当社に合った戦略・事業方針”への言及が一切見えないもの</u></li> </ul>
人財確保・人財育成	<ul style="list-style-type: none"> <li>DX人材の育成と確保とDX戦略の推進による省人化について記載しているものの、<u>当社の本質的課題は有資格技術者の不足と協力会社体制の維持であり、その観点への課題解決及び当社への理解が欠けているもの</u></li> </ul>



YFOらは当社に対し、当社取締役会や特別委員会にて5月17日付けYFO経営方針案について具体的な検討を開始することを主張しているものの、当社はYFOらから受領した各書簡及びYFOらとの各面談の内容を随時共有し、既に双方において検討しているものの、現段階で受領している内容のみでは、圧倒的に情報が不足しており、具体的・本格的な検討ができる水準には至っていない





本資料は、Yamauchi No.10 Family Officeの2022年6月10日付け「東洋建設の買収防衛策についてのYFOの考えについて」に関する当社の見解の理解に資する目的で作成されたものであり、当社取締役会が決定した対応方針の適用及び解釈に影響を与えるものではありません。また、本資料は、当社の株主総会における議決権の代理行使の勧誘を行う趣旨のものではありません。

対応方針の詳細につきましては、以下の2022年5月24日付けの当社プレスリリースをご参照ください。

「合同会社Vpgらないしダブリューケイ・ワン・リミテッド (WK 1 Limited) らによる当社株式を対象とする大規模買付行為等が行われる具体的な懸念があることに基づく当社の会社の支配に関する基本方針及び当社株式の大規模買付行為等への対応方針 (Vpgらによる当社株式の公開買付け申込みに関する協議を強圧性のない状況下で真摯に行うための環境確保のための方策) の導入に関するお知らせ」