



2023年12月14日

各 位

上場会社名 東洋建設株式会社  
代 表 者 代表取締役社長 大林 東壽  
(コード番号 1890 東証プライム)  
問合せ先責任者 管理本部総務部長 時水 久  
T E L 03-6361-5450

**合同会社 Yamauchi-No. 10 Family Office 及び株式会社 KITE からの当社株式に対する  
公開買付けの申込みに関する意見表明（反対）のお知らせ**

2023年9月26日付け当社プレスリリース「合同会社Yamauchi-No. 10 Family Office及び株式会社KITEからの当社株式に対する公開買付けを行うことについての提案受領に関するお知らせ」（以下「2023年9月26日付けプレスリリース」といいます。）にてお知らせしたとおり、当社は、合同会社Yamauchi-No. 10 Family Office（以下「YFO」といいます。）及び株式会社KITE（以下、YFOとあわせて「YFOら」といいます。）から、当社取締役会による賛同及び応募推奨を条件として、当社普通株式（以下「当社株式」といいます。）に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）及びその後のスクイーズアウト手続による当社の完全子会社化を行うこと（以下、本公開買付けとあわせて「本取引」といいます。）についての提案（以下「本提案」といいます。）を受けております。本提案における公開買付価格（以下「本公開買付価格」といいます。）は、一定の条件が充足されることを条件として、1株あたり1,255円とされております。

当社取締役会は、2023年9月27日付け当社プレスリリース「特別委員会設置に関するお知らせ」（以下「2023年9月27日付けプレスリリース」といいます。）にてお知らせしたとおり、当社の独立社外取締役によって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、本提案に係る諮問事項への答申を委嘱していましたが、本日、本特別委員会から最終答申を受領いたしました（最終答申の概要は下記4をご参照ください。）。これを受けて、当社取締役会は、本日、取締役全員の一致により、本公開買付けに対して反対の意見を表明することを決議いたしましたので、お知らせいたします。

なお、上記取締役会には、当社の全ての監査役である監査役4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異議がない旨の意見を述べております。

当社取締役会が上記判断・決議に至った理由については、下記5をご参照ください。

なお、2023年12月4日付け当社プレスリリース「（開示事項の経過）合同会社Yamauchi-No. 10 Family Office及び株式会社KITEからの提案に関する進捗状況に関するお知らせ」の

とおり、2023年11月30日及び同年12月1日付けで、YF0らより当社の企業価値向上策（以下「企業価値向上策（YF0）」といいます。）を受領しておりますが、その具体的内容について、YF0らからは、再三、開示・公表しないよう要請がありましたので、YF0らと締結している守秘義務契約に基づき、開示を控えさせていただきます。企業価値向上策（YF0）で示されている施策及び当社中期経営計画に対する指摘については、当社取締役会及び本特別委員会において具体的に検討しており、今後、YF0らが企業価値向上策（YF0）を公表した場合には、これについての当社の考えも具体的にご説明させていただきます。

## 1. 当社取締役会の意見の内容

当社取締役会は、本日開催の取締役会において、本公開買付けに対して反対の意見を表明することを決議いたしました。

## 2. 本提案の内容等

当社が現時点で把握している情報によれば、本提案の概要は以下のとおりです。

- 公開買付者：YF0ら
- 本公開買付価格：1株当たり1,255円。ただし、①ビジネス・デュー・デリジェンス（下記3.(5)①において定義されます。）の過程で開示された事業計画、財務情報その他の開示資料が重要な点において正確であり、不正確な事実若しくは誤解を生じさせるような事実、未開示の重要な事実その他YF0らによる当社の企業価値評価に重大な悪影響を与える事実が存しないこと、②当社において重大な潜在債務等が存在しないこと、法令・規制上の問題が存在しないこと、当社の通常業務に悪影響を生じさせる第三者との契約上の問題が存在しないこと、その他当社グループを総体としてみて、その事業、財務状態、資産、負債、経営成績、若しくはキャッシュ・フローに重大な影響を及ぼすもの、又は本取引の実行への重大な悪影響を及ぼすものが存しないことを前提とする。
- 買付予定株式数の上限：なし
- 買付予定株式数の下限：発行済み株式に係る議決権の3分の2に相当する株式数
- スクイーズアウト手続：本公開買付けにおいて、当社株式の全て（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、当社に対して当社の株主を株式会社KITEのみとするためのスクイーズアウト手続を実施することを要請する予定であるとのこと。
- 本公開買付けの前提条件：本公開買付けは、以下の全ての条件が充足された場合又はYF0らが以下の条件のうち不充足である事項を放棄した場合に開始するとのこと。

- ① 本公開買付けに対して、当社取締役会が賛同表明し、当社株主に対して応募の推奨を行う旨の当社取締役会の決議を、当社による公表又は当社からの報告（書面、口頭その他の方法）により YF0 らが確認できたこと。
- ② 当社において、金融商品取引法第 27 条の 11 第 1 項但書に定める公開買付けの撤回が認められる事由（金融商品取引法施行令第 14 条第 1 項第 1 号イ乃至ヌ及びワ乃至ネ、第 3 号イ乃至チ及びヌ、並びに同条第 2 項第 3 号乃至第 6 号）のいずれかが生じていないこと（YF0 らが、当社との協議又は当社の開示資料の内容に鑑み、当該事由が生じていないと判断していること。）。

### 3. 本提案の検討体制・検討の経緯

#### (1) 企業買収行動指針

当社取締役会は、本提案の対応及び検討にあたって、経済産業省が2023年8月31日に公表した「企業買収における行動指針」（以下「企業買収行動指針」といいます。）を参照しております。企業買収行動指針が上場会社の経営支配権を取得する買収一般において尊重されるべき原則として挙げる、①企業価値・株主共同の利益の原則（望ましい買収か否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべきである。）、②株主意思の原則（会社の経営支配権に係る事項については、株主の合理的な意思に依拠すべきである。）、③透明性の原則（株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適切かつ積極的に提供されるべきである。そのために、買収者と対象会社は、買収に関連する法令の遵守等を通じ、買収に関する透明性を確保すべきである。）を含め全般的に参照しましたが、特に、デュー・デリジェンスへの対応について、「真摯な買収提案」に該当するかどうかを判断する際の考慮要素（提案の具体性・目的の正当性・実現可能性など）（企業買収行動指針3.1.2）のみならず、検討・交渉の中で判明した具体的な提案の内容、買収者の事業環境やトラックレコード、情報管理の信頼性、買収の実現可能性等が総合的に考慮される必要があるとされている点（企業買収行動指針別紙1の2）、また、買収提案が企業価値の向上に資するものであるか否かを検討するにあたっては、買収者が提示する公開買付価格や企業価値向上策と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策とを「定量的」な観点から十分に比較検討することが妥当であるとされている点（企業買収行動指針3.1.2）に留意して本提案の対応及び検討を進めました。

#### (2) 2023年5月24日までの経緯

当社は、2022年4月22日より、一般社団法人Yamauchi-No. 10 Family Office又はYF0らから当社株式に対する公開買付けの申込みを受け、2023年5月24日付け当社プレスリリー

ス「合同会社Yamauchi-No. 10 Family Office（旧合同会社Vpg）及び株式会社KITEからの当社株式に対する公開買付けの申込みに関する意見表明（反対）のお知らせ」（以下「2023年5月24日付けプレスリリース」といいます。）のとおり、当時の当社取締役会が同申込みに対して反対の意見を表明しております。当該反対意見表明及びそれ以前の経緯については2023年5月24日付けプレスリリースをご参照ください。

### (3) 2023年6月27日以降の当社取締役会による検討体制

YF0は、2023年6月27日開催の当社第101回定時株主総会（以下「当社第101回定時株主総会」といいます。）において、当社の当時の取締役会が「自己保身等によりYF0買収提案その他の当社の企業価値向上に資する提案を適切に検討できないことが明らか」とし、「この独立性を有する取締役から構成される新体制により、YF0買収提案を含む企業価値向上策の選択肢を適切に検討することが可能になるものと考えます」として、9名の取締役候補を提案しました。当社第101回定時株主総会では、YF0提案の取締役候補9名のうち7名が選任され、これに会社提案の取締役候補6名を加え、合計13名の取締役（うち10名が新任）が選任されました。なお、いずれの取締役もYF0から独立性を有しております。

当社取締役会は、当社第101回定時株主総会を経て新体制となったことを受け、旧体制の当社取締役会の下で作成・公表された2023年3月23日付けの5か年の中期経営計画「東洋建設グループ中期経営計画（2023-2027）」について、新体制の当社取締役会として改めてレビューを行いました。その結果、2023年9月27日付けプレスリリースのとおり、当社取締役会は、2023年9月27日付けで、外部アドバイザーからの助言や同業他社との比較を踏まえ、事業利益等の変動要素を確認した上で、当該計画は5か年にわたる事業計画及び目標として妥当な水準であることを確認する旨を決議しております。

また、当社取締役会は、YF0らから本提案を受領したことを受け、本提案の検討について、意思決定過程における公平性・適正性を確保するため、2023年7月に当社及びYF0らから独立した第三者である長島・大野・常松法律事務所をリーガルアドバイザーとして選任しております。

以上のとおり、当社取締役会は、各アドバイザーからの助言も踏まえて、当社に対する善管注意義務に基づき適切に本提案の検討を進めて参りましたが、当社第101回定時株主総会における選任経緯に照らしても、YF0らの観点からも「YF0買収提案を含む企業価値向上策の選択肢を適切に検討することが可能」（YF0による2023年4月17日付け「東洋建設株式会社に対する株主提案に関するお知らせ」と題するプレスリリース参照）と評価される体制であると考えております。

### (4) 本特別委員会による検討体制

2023年9月26日付けプレスリリースにてお知らせしたとおり、2023年9月25日、当

社は、YF0らより、本公開買付け及びその後のスクイーズアウト手続による当社の完全子会社化を行うことについての本提案を受領したことを受け、当社は、YF0ら及び当社のその他の関係会社であるインフロニア・ホールディングス株式会社（以下「インフロニア」といいます。）及びインフロニアグループ（前田建設工業株式会社、前田道路株式会社及び株式会社前田製作所をはじめとするインフロニアの子会社 57 社及び関連会社 24 社（2023 年 6 月 20 日時点）で構成される企業集団をいいます。）からの独立性を有すること、及び本取引の成否につき特別な利害関係を有しないことを確認した上で、当社の意思決定の恣意性を排除し、意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保するべく、当社取締役会決議により、当社の独立社外取締役全員で構成される本特別委員会を設置し、本特別委員会に対し、本提案に係る諮問を行いました。なお、本特別委員会は、当社の独立社外取締役全員である計 7 名によって構成されており、当該 7 名のうち、当社第 101 回定時株主総会において YF0 提案の取締役候補者であった者が 5 名、会社提案の取締役候補者であった者が 2 名であり、YF0 提案の取締役候補者であった松木和道氏が委員長を務めております。

本特別委員会に対する諮問事項（以下「本諮問事項」といいます。）は、①本提案に係るデュー・デリジェンスへの対応を行うべきか否か及びデュー・デリジェンスにどこまで対応すべきか（以下「諮問事項①」といいます。）、②当社取締役会が本公開買付けに賛同し、株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すべきか否か（以下「諮問事項②」といいます。）です。

当社取締役会は、本特別委員会の設置に当たり、特別委員会実施要領もあわせて制定し、同実施要領においては、(i)当社取締役会が本取引に関する重要な決定を行うときには、本特別委員会の答申内容を最大限尊重しなければならないこと、(ii)本特別委員会は、必要と判断する場合には当社と YF0 らとの協議・交渉に参加し、当社のために協議・交渉を行うことができること、(iii)本特別委員会は、適切な判断を確保するために、本特別委員会の財務アドバイザー・第三者評価機関や法務アドバイザー（以下「アドバイザー等」といいます。）を選任することができるものとし、また、当社取締役会の適切な判断を確保するために、当社取締役会のアドバイザー等について、その専門性及び独立性等を評価し、選任について意見することができること（なお、本特別委員会は、当社のアドバイザー等が高い専門性を有しており、独立性にも問題がない等、本特別委員会として当社のアドバイザー等を信頼して専門的助言を求めることができると判断した場合には、当社のアドバイザー等に対して専門的助言を求めることができる。）、(iv)本特別委員会は、当社の取締役、監査役、従業員その他当委員会が必要と認める者に本特別委員会への出席を要求し、必要な情報について説明を求める等、本特別委員会における判断及び検討に必要な情報を収集・受領する権限を有すること等を規定いたしました。

なお、本特別委員会の各委員に対しては、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しており、当該報酬には、本取引の成立を条件とする成功報酬は含まれておりません。

本特別委員会は、本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるか否か等に関する適切な判断を担保するために、2023年9月に、本特別委員会のアドバイザーとして当社及びYF0らから独立した第三者である大手コンサルティングファームを選任し、本取引の検討に際して専門的助言を得ました。

また、本特別委員会は、2023年10月に、当社及びYF0らから独立した第三者評価機関として株式会社赤坂国際会計（以下「赤坂国際会計」といいます。）を選任し、本諮問事項の検討を行うにあたり、当社の作成した中期経営計画を前提とした当社株式の価値算定及び企業価値向上策（YF0）としてYF0らから提示を受けた事業計画を前提とした当社株式の価値算定を依頼し、本日付で、赤坂国際会計より株式価値算定書（以下「本株式価値算定書」といいます。）を取得いたしました。なお、本特別委員会は、赤坂国際会計との間で、当社株式の価値算定の算定方法の詳細、DCF法において前提とした事業計画の期間及び同期間を参照することの合理性、当社により提供された事業計画を前提として算定を行うことの合理性、DCF法において使用する割引率の算定におけるWACC及びサイズプレミアムの考え方並びにEXITマルチプル法を採用することの合理性、算定方法が実務上一般的なものであるか否か等について質疑応答及び意見交換を行った上で、赤坂国際会計による株式価値算定は専門的知見に基づいたものであって特に不合理な点はないことを確認しております。

さらに、本特別委員会は、当社が選任した法務アドバイザーである長島・大野・常松法律事務所の専門性・独立性も踏まえ、本特別委員会としても同法律事務所からも助言を受けることとし、その専門的助言を取得しております。

本特別委員会は、YF0らからのデュー・デリジェンスの要請への対応を含む当社とYF0らとの間のコミュニケーションについて、当社からYF0らへの書簡の内容について意見し、当社執行部からデュー・デリジェンスの進捗状況等について随時報告を受け、企業価値向上策（YF0）の内容についてYF0らから直接説明を受け、質疑応答を行うなど、積極的に関与しております。

また、本特別委員会は、当社執行部から、企業価値向上策（YF0）の内容に対する当社執行部の見解についても説明を受け、質疑応答を行っております。

以上のとおり、本特別委員会は、一貫して当社執行部から独立した立場で、能動的に本取引の検討を行いました。

## (5) 本提案についてのYF0らとの協議の経緯

### ① ビジネス・デュー・デリジェンスの受入れ

当社取締役会は、2023年7月26日付でYF0より書簡を受領し、YF0らが当社株式に対する公開買付け及び当社の完全子会社化を引き続き目指していることを認識しました。そこで、当社取締役会は、新体制となった取締役会に対してあらためてYF0ら

の考えを説明したいとのYF0らの要望を受け入れ、2023年9月12日、YF0らが考える「海洋データプラットフォーム」としての「当社の将来の姿（ビジョン）」（以下「9月12日ビジョン」といいます。）等についての説明を受けました。しかし、9月12日ビジョンとして説明を受けたYF0らによる当社の企業価値向上策の内容は、YF0らが掲げるビジネスモデルに関して、キャッシュ・フローを含む数値目標、そこに至るための事業戦略（技術開発・M&Aその他投資戦略）、そのために必要な当社のリソースの内容（YF0らが掲げるビジネスモデルの実現に当社の強みやリソースがどのように活かせるのか）、非公開化し、YF0らが掲げるビジネスモデルに転換することに伴う既存事業への悪影響抑止のための方策（翻って非公開化の必要性）など、当該企業価値向上策の評価にあたって重要となるポイントにおいて具体性が乏しく、経営戦略の合理性や実現可能性について当社において定量的に評価することが難しいものでした。

その後、YF0らから、2023年9月26日付けで、本提案及びデュー・デリジェンスの要請を受領したことを受け、本特別委員会からの一次答申の内容（一次答申の内容は、2023年10月4日付け当社プレスリリース「（開示事項の経過）合同会社Yamauchi-No. 10 Family Office及び株式会社KITEからの提案に関する特別委員会からの一次答申書の受領及び今後の対応方針に関するお知らせ」をご参照ください。）も踏まえて、2023年10月4日、当社取締役会は、当社の企業価値向上策の深化（定量的に評価可能な程度の具体化）に資する事業のデュー・デリジェンス（以下「ビジネス・デュー・デリジェンス」といいます。）を受け入れることを決定いたしました。

このように、当社取締役会が、ビジネス・デュー・デリジェンスの受入れを決定したのは、抽象的な形でしか示されなかった9月12日ビジョンが、定量的に評価可能な程度に具体化されることを期待してのことでした。

## ② 精緻化された企業価値向上策提出の要請とYF0らからの期限延長要請

YF0がその2023年9月26日付けプレスリリース「東洋建設株式会社（証券コード:1890）の株券等に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」に関する協議状況及び当社買収提案の期間延長のお知らせ」において、「2023年12月下旬までに公開買付けを開始することができる」旨株主の皆様に対しても説明していたことや、当社における検討のための所要時間を踏まえ、ビジネス・デュー・デリジェンスの受入れにあたって、2023年11月10日までに、精緻化された企業価値向上策（少なくとも、①当該企業価値向上策を反映した当社の事業計画（プロフォーマBS/PLを含む）、②設備投資・M&A投資等の投資計画、③買収資金の返済計画、④当社の既存事業への悪影響抑止のための方策を備えたもの）を提出することを条件として求めたところ、YF0らは、これに特段の異論を挟むことなくビジネス・デュー・デリジェンスを開始し、当社はYF0らからの資料請求や質問に対して速やかかつ誠実に対応いたしました。

しかし、YF0からは、当該期限前日の2023年11月9日付け書簡において、精緻化された企業価値向上策の提出期限の延長要請がなされたため、当社はやむを得ずこれに応じることとし、精緻化された企業価値向上策の提出期限を2023年11月30日、また、本公開買付けの価格及び融資を受けることを検討している金融機関からの意向表明書の提出期限を2023年12月1日としました。

### ③ 企業価値向上策等の提出及びYF0らと本特別委員会の面談

当社は、YF0らより、2023年11月30日及び12月1日付けで企業価値向上策（YF0）及び金融機関からの融資関心表明書を受領しました。その後、本特別委員会は、企業価値向上策（YF0）の内容を執行部及びアドバイザーの助言も受けて検討した上で、2023年12月9日にYF0らと約2時間にわたる対面での面談を行い、YF0らに対する質疑を行いました。当該面談の内容は本提案の検討について必要な範囲で当社取締役会及び執行部にも共有されました。

2023年11月20日の時点で、当社取締役会は、YF0らに対して、2023年12月1日までに提出された情報で本提案についての意見形成を行うことを通知しており、また、2023年9月27日付けプレスリリースのとおり、2023年12月下旬までに本特別委員会より答申を受け、本提案についての決定を行うこととしていましたので、当社取締役会としては、上記面談をもって本提案についての意見形成のために必要な情報は基本的に揃ったと判断いたしました。

その後、当社は、YF0らより、2023年12月13日付けで新たな書簡を受領しており、当該書簡には企業価値向上策（YF0）には記載のなかった別の「計画」も記載されていましたが、当該「計画」は価値評価の基礎とすべきものではないとも当該書簡に明記されておりました。そのため、当社は、YF0らの考える企業価値向上策は、企業価値向上策（YF0）において示されたものから現時点で変更はないものと理解して検討することになりました。なお、当該「計画」には、定量的に企業価値を算定するために必要な情報が欠けており、また、当社は、現時点において、その実現可能性についても疑問があると考えております。

## 4. 本特別委員会からの答申の概要

### (1) 答申内容

#### ① 諮問事項①について

当社は、本提案に関し、今後、YF0らからのビジネス・デュー・デリジェンスを含むデュー・デリジェンスの要請に応じる必要はないと思料する。

## ② 諮問事項②について

- (i) 本取引が当社の企業価値の向上に資するものであるとは認められない。
- (ii) 本取引の検討・協議・交渉に係る手続は公正であったと認められる。
- (iii) 市場内買付けにより30%近くまで買い上がりが見込まれたという点で一定の強圧性があったと言わざるを得ないが、その点を措くと、本取引の手続は公正・妥当であると認められる。他方、本取引の取引条件は公正・妥当であるとは認められない。
- (iv) 当社取締役会において本取引を行うことを決定することは、当社の一般株主にとって不利益であると認められる。

よって、当社取締役会は、本公開買付けに反対する旨を公表すべきであると思料する。当社取締役会は、反対意見の公表とあわせて、仮にYF0らが本提案の内容により当社株式に対する公開買付けを開始した場合には、当社としては、市場買増し、部分的な公開買付け、確実に少数株主のスクイーズアウトが可能となる株数を下限としない公開買付け等、YF0らが強圧性のある買収手法を用い、株主共同の利益が害されるおそれがあるときを除き、買収への対応方針・対抗措置を講ずる等して当社株主による株式売却の機会を不当に妨げる意図はないことにも言及されたい。また、YF0らから改訂提案が出てきた場合は、それが真摯な提案であれば、改めて企業買収行動指針に従って真摯な検討を行う予定であることにも言及されたい。

## (2) 答申理由（概要）

- ・ 当社中期経営計画と企業価値向上策（YF0）の定量的比較において、企業価値（事業価値）の観点で、当社中期経営計画が企業価値向上策（YF0）を相当程度上回っている。
- ・ 当社中期経営計画は、当社第101回定時株主総会において選任された取締役（13名中10名が新任）で構成される当社取締役会においても、専門性を有する外部アドバイザーの助言を受けつつ、同業他社との比較を踏まえ、事業利益等の変動要素を確認した上で、当該計画は5か年にわたる事業計画及び目標として妥当な水準であることが2023年9月27日付取締役会決議により確認されており、企業価値向上策（YF0）におけるYF0らからの指摘を踏まえても、当社中期経営計画の信用性・合理性に疑義を有するには至らなかった。
- ・ 企業価値向上策（YF0）は大部（詳細版は160頁に及ぶもの）であったが、その中のかなりの分量を割いて当社中期経営計画の信用性・合理性を論じており、当社がビジネス・デュー・デリジェンスに応じる際にYF0らに求めていた9月12日ビジョンの具体化に関する部分は限定的であった。また、YF0らが提案する企業価値向上のた

めの具体的施策は妥当性・実現可能性に明らかな疑義があるものではないものの、当社の既存施策に対して優位である、つまり、当社の企業価値向上により資するものとは認められなかった。

- ・ YF0らにより非公開化されることによる当社事業への影響について、民間案件の失注や人材採用活動における他社によるネガティブキャンペーン等YF0らにより非公開化されることへの懸念が具体化している事例もあるとのことであり、本特別委員会が選任した外部専門家からも悪影響が生じる可能性は払拭できないとの報告がされている。他方、企業価値向上策（YF0）では非公開化の意義は抽象的にしか説明されておらず、また、非公開化に伴い懸念される弊害への考え方や対処方法についての説明も説得的なものではなく、YF0らとの対面での面談においてこれらの点について質問した際も、やはり説得的な説明は得られなかった。
- ・ YF0らには、企業買収について十分なトラックレコードがあることは確認できず、その事業会社の経営能力についての懸念も十分に払拭するには至らなかった。
- ・ 本取引の手法は、YF0らにより市場内買付けにより30%近くまで買い上がりが見込まれたという点で一定の強圧性があった（企業買収行動指針別紙2の2）と言わざるを得ないが、その点を措くと、一段階目として本公開買付けを行い、二段階目としてスクイズアウトを行うものであるところ、当該手法は上場会社の非公開化の取引において一般的に採用されている方法の一つであり、手法自体に不合理な点はない。
- ・ 本公開買付価格は、①2030年度までの事業計画に基づくDCF法による算定株価のレンジには含まれているものの、レンジの中央値をかなり下回る価格であり、②本提案公表日の前日の当社株式の終値（1株当たり1,241円）は1.13%上回っているが、本提案公表日の前日から1か月の終値平均（1株当たり1,145円）に対しても9.61%、3か月の終値平均（1株当たり1,091円）に対しても15.03%と不十分なプレミアムしか付されておらず、答申書提出日前日の当社株式の終値（1株当たり1,314円）を下回る価格であって、本取引の取引条件（本公開買付価格）は、公正・妥当であるとはいえない。
- ・ 本取引においては、当社において独立した本特別委員会が設置され、本特別委員会は外部専門家の独立した専門的助言を取得し、当社執行部から独立した立場で慎重に本諮問事項について協議・検討を行った。また、当社は、YF0らに対する情報開示を不合理に制限することなく、ビジネス・デュー・デリジェンスに誠実かつ十分に対応したものと認められる。本取引においては十分な公正性担保措置が講じられており、本取引の検討・協議・交渉に係る手続は公正であった。
- ・ 新たな提案がなされた場合には、当該提案が真摯なものである限り、企業買収行動指針に従って真摯に検討を行う予定である旨を開示することも踏まえて、本公開買付けについての応募推奨に関して敢えて意見で触れないことが望ましい。なお、本公開買付けが開始された場合には、改めて応募推奨に関する意見を含めて開示すべきである。

## 5. 本公開買付けに反対する理由

当社は、本日開催の当社取締役会において、長島・大野・常松法律事務所から受けた法的助言、及び本特別委員会を通じて提出を受けた本株式価値算定書の内容を踏まえつつ、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つつ、本取引が当社の企業価値向上に資するものであるか否か、及び本取引の手法・取引条件が公正・妥当であるか否か等を検討し、当社取締役会が本公開買付けに賛同し、当社株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すべきか否かについて慎重に協議いたしました。

上記3. (1)で述べたとおり、本取引の検討にあたり参照した企業買収行動指針において、買収提案が企業価値の向上に資するものであるか否かを検討するにあたっては、買収者が提示する公開買付価格や企業価値向上策と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策とを「定量的」な観点から十分に比較検討することが妥当であるとされているところ、合理性の認められる本株式価値算定書によれば、当社中期経営計画と企業価値向上策（YF0）の定量的比較において、ROIC以外の各観点で当社中期経営計画が企業価値向上策（YF0）を相当程度上回っています。

また、YF0らが提案する企業価値向上のための施策についても、ビジネス・デュー・デリジェンスを実施したにもかかわらず、結局9月12日ビジョンとして示された施策のうち具体化されたのはごく一部であり、具体的に示された施策についても事業環境等の誤認に基づく施策の提示が散見されており、またそもそもその実現可能性についても疑問が払拭できず、当社の既存施策に対して優位であるとは認められないと考えております。

さらに、企業価値向上策（YF0）の主要な施策の1つは、端的に言えば、短中期的な投資を絞り込むことによってROICに代表される投資効率指標を上げようとするものですが、新規分野への参入においては、投資リスク・投資効率を考慮しつつも、企業の財務状況に重大な負担を与えない範囲で大胆に先行投資をして先行者利益を追求すべき場合もあり、当社にとっての洋上風力事業はまさにこの例であると考えております。そもそも、YF0らの提案するように短中期的な投資を絞り込むことによってROICに代表される投資効率指標を上げる方策をとるのであれば、非上場化を行う必要性も乏しいと考えておりますが、この点についても、YF0らからは満足な説明は得られませんでした。加えて、非上場化に伴って懸念される弊害への考え方や対処方法についてもYF0らに質しましたが、当社にとって説得的な説明は得られませんでした。

以上を踏まえ、当社は、本取引が当社の企業価値向上に資するものであるとは認められないと結論付けております。

さらに、本公開買付価格は、本株式価値算定書によれば、当社中期経営計画における当社の企業価値向上に向けた重要な施策である洋上風力事業への進出（自航式ケーブル敷設船建造のための投資は当社中期経営計画中に実施しますが、本格的な収益貢献は当社中期経営計画後の2028年度以降から想定されています。）を加味した2030年度までの事業

計画に基づくDCF法による算定株価のレンジには含まれているものの、レンジの中央値をかなり下回る価格であり、当社の本源的価値を十分に反映した価格であるとはいえないと考えております。また、本公開買付価格が、YF0が公開買付価格を1,255円とすることを公表した日（YF0の『東洋建設株式会社（証券コード:1890）の株券等に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ』に関する協議状況及び当社買収提案の期間延長のお知らせ」と題するプレスリリースは2023年9月25日付けとなっておりますが、HP上で実際に公表されたのは翌26日（又は早くとも東京証券取引所の25日取引終了後）と理解しております。）の前日（2023年9月25日）の当社株式の終値（1,241円）に対しては1.13%、当該前日から直近1か月平均（1,145円）に対しては9.61%、当該前日から直近3か月平均（1,091円）に対しては15.03%のプレミアムしかなく、2023年11月22日から本プレスリリースの公表日の前日までの期間中の各日の当社株式の終値も下回っていることも踏まえると、本公開買付価格は、当社株主の皆様に必要なプレミアムを提供するものとはいえないと考えております。なお、当社としては、本公開買付価格が当社株主が享受すべき利益が確保される取引条件であるかを検討する必要があるところ、2023年3月23日の当社中期経営計画の公表以降、当社の株価は徐々に上昇し、特に2023年6月初旬以降は、本提案以前にYF0らが提案していた1,000円を上回る水準で推移しています。したがって、当社株式の市場価格は当社中期経営計画の遂行による当社の企業価値向上及び配当政策への期待を織り込んだものとなっていると考えられ、このことを踏まえると、インフロンニアの当社株式に対する公開買付け開始公表の前営業日である2022年3月18日を含め当社中期経営計画の公表前の時点を基準としてプレミアムの十分性を判断した場合には特に当社中期経営計画の遂行による中長期的な企業価値の向上及び配当政策による利益の享受を期待して当社株式を取得した又は保有し続けている株主が享受すべき利益を十分考慮しないことになってしまうと考えられます。また、上記YF0による公開買付価格を1,255円とすることを公表により、当該公表以降の当社株式の市場価格はYF0によるかかる公開買付けの実施の可能性を織り込んだものとなっていると考えられます。そこで、本公開買付価格のプレミアムの十分性を判断するに際しては、YF0が公開買付価格を1,255円とすることを公表した日の前日を基準とするのが適切であると判断しております。以上より、本取引の取引条件は公正・妥当であるとはいえないと考えております。

以上より、当社は、本日開催の当社取締役会において、本公開買付けに対して反対の意見を表明することを決議いたしました。

## 6. 今後の方針

YF0らは、「対象者取締役会が賛同表明し、対象者株主に対して応募の推奨を行う旨の対象者取締役会の決議がなされた当社らが確認できること」を本公開買付けの前提条件としていますが、これは当社が求めたものではなく、また、法令等上の要請でもありません。よって、YF0らが、上記前提条件を放棄し、当社取締役会の賛同意見及び応募推奨

がない状態で本公開買付けを開始することも可能ですが、その場合、当社取締役会としては、YF0らが強圧性のある買収手法を用い、株主共同の利益が害されるおそれがあるようなときを除き、買収への対応方針を導入し、対抗措置を発動する等して当社の株主の皆様による当社株式の売却機会を不当に妨げる意図は有しておりません。本公開買付けが開始された場合には、金融商品取引法、東京証券取引所有価証券上場規程等に則って必要な手続及び対応を行います。

なお、当社としては、YF0らが今後、本公開買付価格を引き上げる等の新たな提案（以下「新提案」といいます。）を行った場合には、新提案が真摯なものである限り、企業買収行動指針に従って真摯に検討を行います。新たな提案がなされた場合には、当該提案が真摯なものである限り、企業買収行動指針に従って真摯に検討を行う予定であることも踏まえて、本特別委員会の答申に従い、本公開買付けについての応募推奨に関して敢えて意見で触れないこととし、本公開買付けが開始された場合には、改めて応募推奨に関する意見を含めて開示する予定です。また、当社は、YF0らから新提案がなされる可能性があることを踏まえ、真摯な新提案がなされた場合には速やかに真摯な検討を開始できるよう、直ちに本特別委員会を廃止することはず、少なくとも2024年1月末までは本特別委員会を存置する予定です。今後、本特別委員会を廃止した場合には、速やかにお知らせいたします。

以 上