



REBUILD  
TOYO

# Rebuild TOYO: 東洋建設のガバナンスの再構築に向けて

「健全なガバナンス」と「公正な検討プロセス」の実現を通じた企業価値及び株主価値の最大化

2023年3月7日

## 2. 新たな対応方針とその目的



Yamauchi  
No.10  
Family Office



## 本資料の構成

---

※本資料に記載の内容には、YFOの方針・見解・意見のほか、東洋建設との協議の経緯が含まれておりますが、それらはいずれも東洋建設の株主及び投資家の皆様の判断に必要最小限の内容であり、東洋建設との守秘義務契約上も明示的に開示が認められています。

# 本資料の構成

## 本連載資料公表の目的

- 本連載資料では、私たちが日本で投資事業に取り組む想い、東洋建設の目指すべき成長戦略についてのYFOの考えをはじめとして、これまでの協議の真実、改善すべきガバナンス上の問題点を詳らかにするとともに、長期的な企業価値・株主価値最大化へ向けての今後のYFOの方針を皆様へお伝えすることを目的としております。
- これらの一連の資料では、これまで明らかになっていない事実や、今後の方針の詳細など多岐にわたる重要な点を公表してまいります。東洋建設の株主・投資家や従業員などステークホルダーの皆様にとって、わかりやすくご理解いただくため、各パートに分けて順次連載形式にて公表してまいります。

## 0. はじめに

2023年3月1日公開済み

0章資料ダウンロードは[こちら](#)

## 1. 東洋建設への買収提案からこれまでの背景

2023年3月1日公開済み

1章資料ダウンロードは[こちら](#)

## 2. 新たな対応方針とその目的

2023年3月7日公開

## 3. 調査者の選任の必要性 Coming soon...

近日公開予定

## 2. 新たな対応方針とその目的



- 新たな対応方針に至った経緯
- 株主の皆様からも聞こえてくる懸念
- 企業価値と株主価値向上を阻むガバナンス体制
- 対抗提案を受けた局面で本来求められるガバナンスの在り方
- 東洋建設の重大な問題点を踏まえた新たな対応方針
- 新たな対応方針が目指す全体像
- 新たな対応方針のイメージ図
- まとめ

## 2. 新たな対応方針とその目的

---

# 新たな対応方針に至った経緯

## YFOが東洋建設の経営陣に求めたこと

- YFOとして、東洋建設の事業成長のポテンシャルを理解し、**東洋建設内部の”Champion”**（会社固有の課題を熟知し、その解決により会社を良い方向へ導くアイデアとリーダーシップを有する人材）と共に、**東洋建設の潜在価値の解放と長期的な事業変革による価値創造を目指しています。**
- そのような目的で、現経営陣の一部との20回に亘る協議を通じて、インフロニアHDによる非公開化より優れた対抗提案として、東洋建設の独立自尊を前提とした企業価値向上案について真摯に説明に臨んできました。
- 同時に、現経営陣に対して、企業価値及び株主価値の最大化を実現するためのYFO提案について、取締役会において、**“形”だけでなく、“誠実な”、協議・検討を行なって頂くよう繰り返し求めてきました。**

## YFOからの検討要請に対する 現行の経営陣の対応

- 東洋建設の現経営陣は、YFOの再三の要請に取り合わず、不合理な「基盤崩壊論」に基づき、**取締役会での検討をせずに放置。**代表取締役社長が取締役会での議論や機関決定も経ないままに、**YFO買収提案には賛同できない旨の結論を記した書簡をYFO代表に手交。**
- その後、現経営陣は、**株主に説明のつかないこうした経緯を、**適切に開示したYFOに圧力をかけて**株主・投資家の目に触れないよう試みよう**と画策。交渉経緯おける不適切な対応等を恣意的に回避または歪曲し、印象操作を行う情報開示を繰り返している。
- その上、YFOの買収提案が提出されて以降270日超が経過した**今なお、取締役会における実質的な検討はせず、賛同しないための上辺だけの理由を取り繕うこと**を画策。

**対抗提案を真摯に検討しない現経営陣及び取締役の不適切な行動が、東洋建設の成長や株主価値最大化の機会を阻害している差し迫った状況**

# 株主の皆様からも聞こえてくる懸念

## 株主の経営陣への期待

株主価値及び企業価値の  
最大化のための  
“形”でなく“誠実”な  
経営意思決定

適切な投資の判断の為の  
透明性の高い  
開示

株主の利益を守る為の  
実効的な  
ガバナンス

## 現経営陣の対応の実態

### 株主と株主の利益よりも、自身や第三者の利益を優先

- 公開買付価格770円のインフロニア公開買付けに対しては、価格の提示から僅か8営業日で、十分な価格の交渉もせず、株主へ応募を推奨。
- 一方、東洋建設の事業成長のポテンシャルを評価し、公開買付価格1,000円を提示したYFO提案は、著しく差別的に扱い、公正な検討を行わずに放置。最終的には、現行の代表取締役社長が、取締役会での議論や機関決定も経ないまま、YFO提案には賛同できない旨の結論を記した書簡を手交。
- 他の競合的な買収提案についても、検討すら行わずに放置。

### 株主の判断に重要な交渉経緯の存在等を認識しつつ株主からこれらを隠そうとする行動

- YFOの非公開化提案への不賛同の表明を交付した事実を株主の皆様の開示するべきであったにもかかわらず怠り、適切に開示をしようとするYFOに圧力をかけ、株主の目に触れないよう試みる。
- YFOとの交渉経緯に関して、事実を歪曲し、印象操作を行おうとする情報開示を複数回に亘り実施
- 「基盤崩壊論」は公にできないことから別の理由を作り出さなくてはならないと発言し、270日超が経過してもなお、賛同しないための上辺だけの理由を取り繕うことを画策。

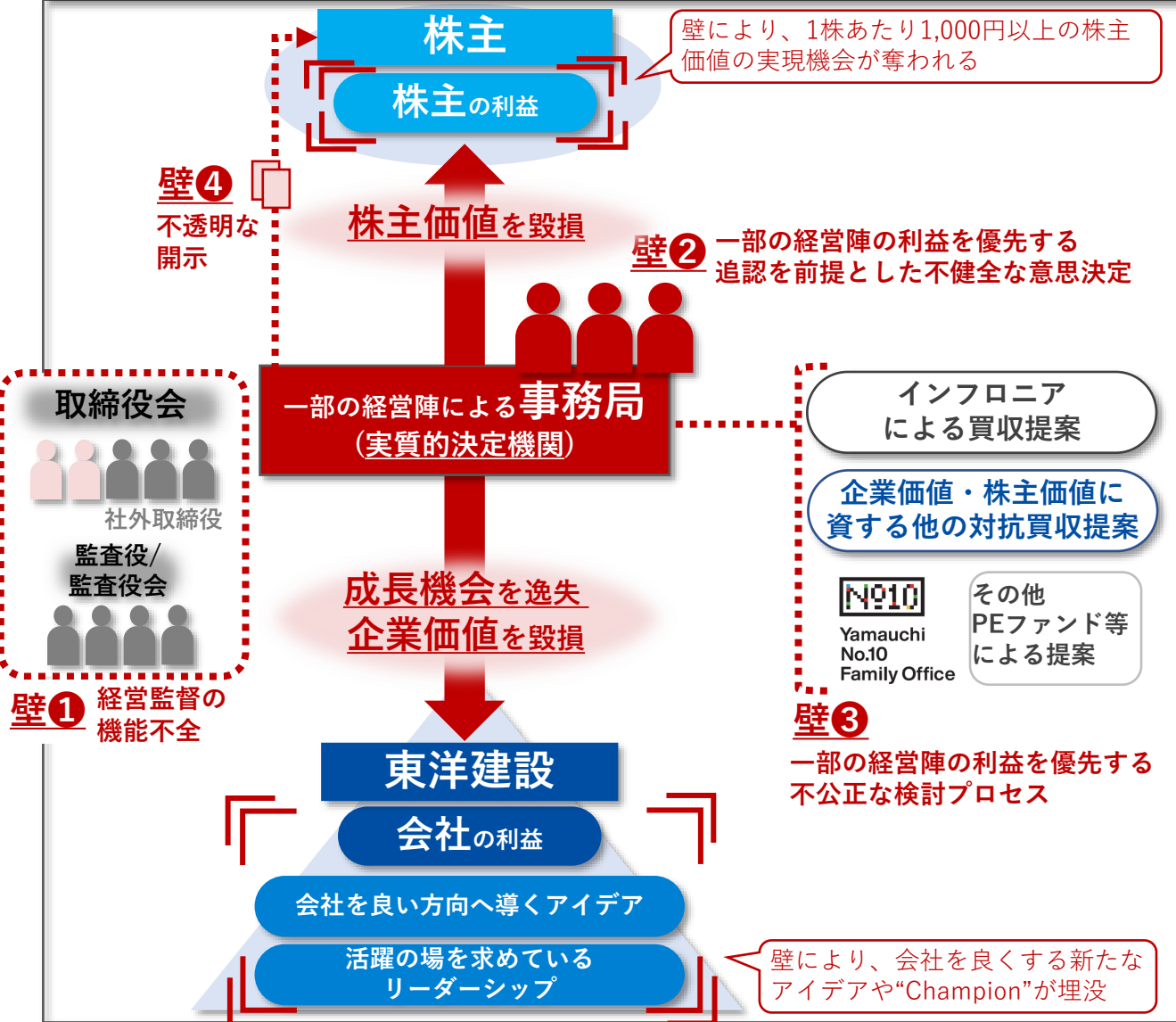
### 経営陣から独立して株主の為に覚悟を持って声を上げられる社外取締役や監査役が不在

- 取締役会及び各監査役による経営の監督が機能しておらず、現行の代表取締役社長及びその他経営陣による一連の不適切な対応及び、それを恣意的に隠蔽・事実歪曲をし、不適切かつ不透明な情報開示を繰り返す行為を全くコントロールできていないガバナンス体制。

**株主の皆様との期待と、現経営陣の意思決定・経営監督の実態には著しい乖離がある**

# 企業価値と株主価値向上を阻むガバナンス体制

## 現経営陣による経営意思決定・経営監督の実態



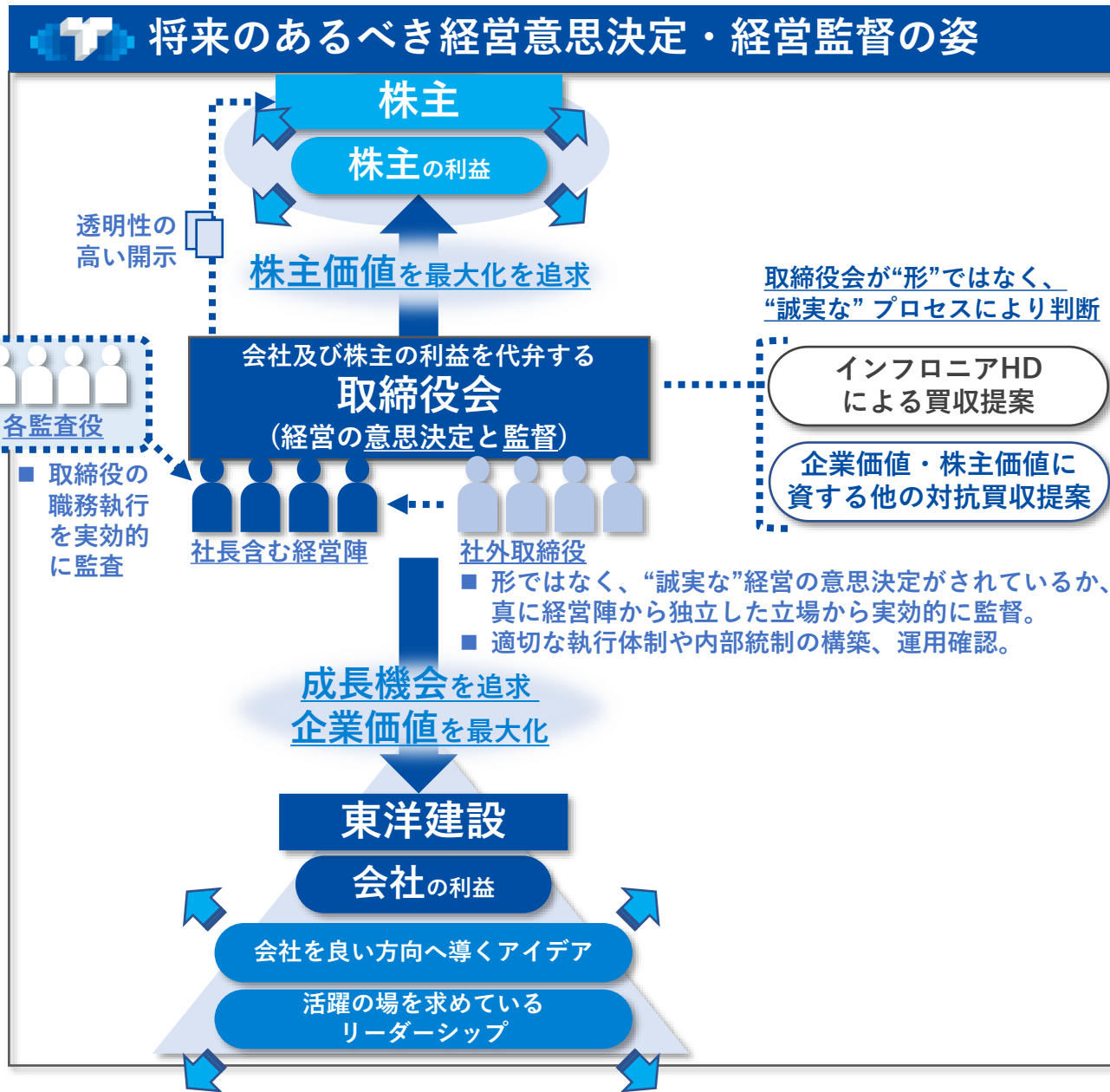
## 企業価値と株主価値向上を阻む壁

- 壁①** 社外取締役や監査役等による経営監督が機能せず、事務局による独断や一連の不適切な対応をコントロールできない。
- 壁②** 実効的な経営監督が存在しないため、全権を持つ代表取締役社長が意思決定をし、取締役会はそれを追認するのみ。
- 壁③** インフロンティアの買収提案については、TOB価格の交渉すら不十分なまま、価格の提示から**僅か8営業日**で応募を推奨。一方、より優位なYFO提案は**取締役会で誠実に検討せず**、事実上**270日以上放置**。他の買収提案者からの提案も放置。  
**機関決定も経ず、不賛同を伝達し、提案取下げを画策。更には、上辺だけの不賛同理由を取り繕うことを策謀。**  
**対抗提案者には、貸借対照表の計画値や財務3表の連結モデル等は作成していないと偽り、情報提供を行わない。**
- 壁④** 株主に対して、不賛同の表明や、交渉経緯における不適切な対応等を恣意的に隠蔽し、事実を歪曲した開示を行う。

**形だけのガバナンスは、成長機会を逸失させ、会社の利益を毀損。同時に、本来享受できていた株主の利益も毀損。**



# 対抗提案を受けた局面で本来求められるガバナンスの在り方



株主の付託を受けた取締役会が、**経営の意思決定と執行の監督を誠実に行う**。必要な場合には辞任する覚悟を持って意見を言える社外取締役や監査役が、**経営陣や取締役の職務執行を実効的に監督**。

**公正なプロセスにより、真摯な検討が行われ、インフロニアHDによる買収提案とその他の対抗提案が差別されることなく取り扱われ、企業価値・株主価値の観点で優位な結論が得られる。**

**1株あたり1,000円以上の株主価値実現が視野に。**会社を良くする新たなアイデアや変革を起こせる社内の“Champion”の活躍の場が解放され、**潜在的価値の解放と、成長による価値創造が実現。**

# 東洋建設の重大な問題点を踏まえた新たな対応方針

## YFOの新たな対応方針

- 実効的な経営監督が効いていない経営陣が、会社や株主の利益よりも、自己又は特定の第三者の利益を優先し、追認を前提とした不公正な検討・意思決定プロセスによって、**会社の成長機会を逸失させ、本来享受できていた株主の利益を毀損するような行為は、株主から経営の付託を受けた立場としてあるまじきことです。**また、株主からこれらを隠そうとする行動もあってはなりません。
- YFOとして、**東洋建設のガバナンスを再構築することは、企業価値・株主価値最大化を目指すうえで避けては通れないと考え、新たな対応方針を採ることとしました。**
- 新しい対応方針では、本年6月の定時株主総会にて、**東洋建設の取締役会及び監査役を再編し、私たちの推薦する取締役及び監査役を中心に健全なガバナンス体制を構築することで、東洋建設の戦略的なビジョンと、その実現に向けての効果的な経営意思決定機能を強化するとともに、YFOの買収提案を含む対抗買収提案を真摯に検討していただける体制**とすることを目標としています。

### YFOが目指す価値創造の実現

#### 会社の利益の最大化

- 会社を良くする新たなアイデアや変革を起こせる社内の“Champion”の活躍の場が解き放たれる
- 東洋建設内部の“Champion”と共に、東洋建設の潜在価値の解放と長期的な事業変革による価値創造を実現

### 株主の皆様が期待していることの実現

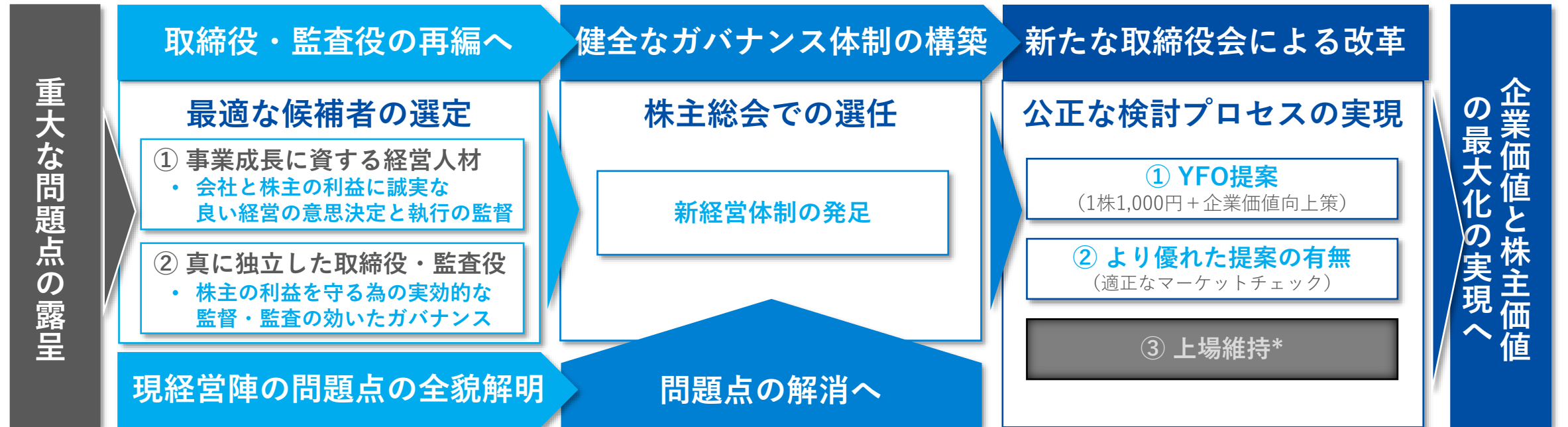
#### 株主価値の最大化

1. 非合理的な「基盤崩壊論」に終始するのではなく、**YFO提案を含む対抗買収提案を真摯に検討する体制の構築**
2. 他の株主価値・企業価値向上に資する提案が存するか否かの確認（いわゆる**マーケットチェック**）も**公正に実施**
3. その上で、YFO提案以上に企業価値及び株主価値向上に資する選択肢\*がなければ、**YFO提案に賛同・応募推奨を行う**

\*具体的かつ実現可能な企業価値創出プランと共に、1株あたり1,000円以上の株主価値を実現する選択肢

# 新たな対応方針が目指す全体像

- 2023年6月の定時株主総会における健全なガバナンス体制の構築に向け、遅くとも4月下旬までに「東洋建設に有益な経営人材」「真に独立した社外取締役・監査役候補」を独自に提案します。同時に、現経営陣の問題点の全貌の解明とその問題点解消を行いつつ、問題のある取締役の再任には反対いたします。
- 定時株主総会における選任を経て新経営体制が発足したのち、新たな取締役会において社外取締役を中心とする公正な検討プロセスが実現されることを目指します。これにより、YFOの提案だけでなく、より優れた提案の有無の確認も適正かつ公正に実施され、企業価値と株主価値の最大化の実現を目指します。

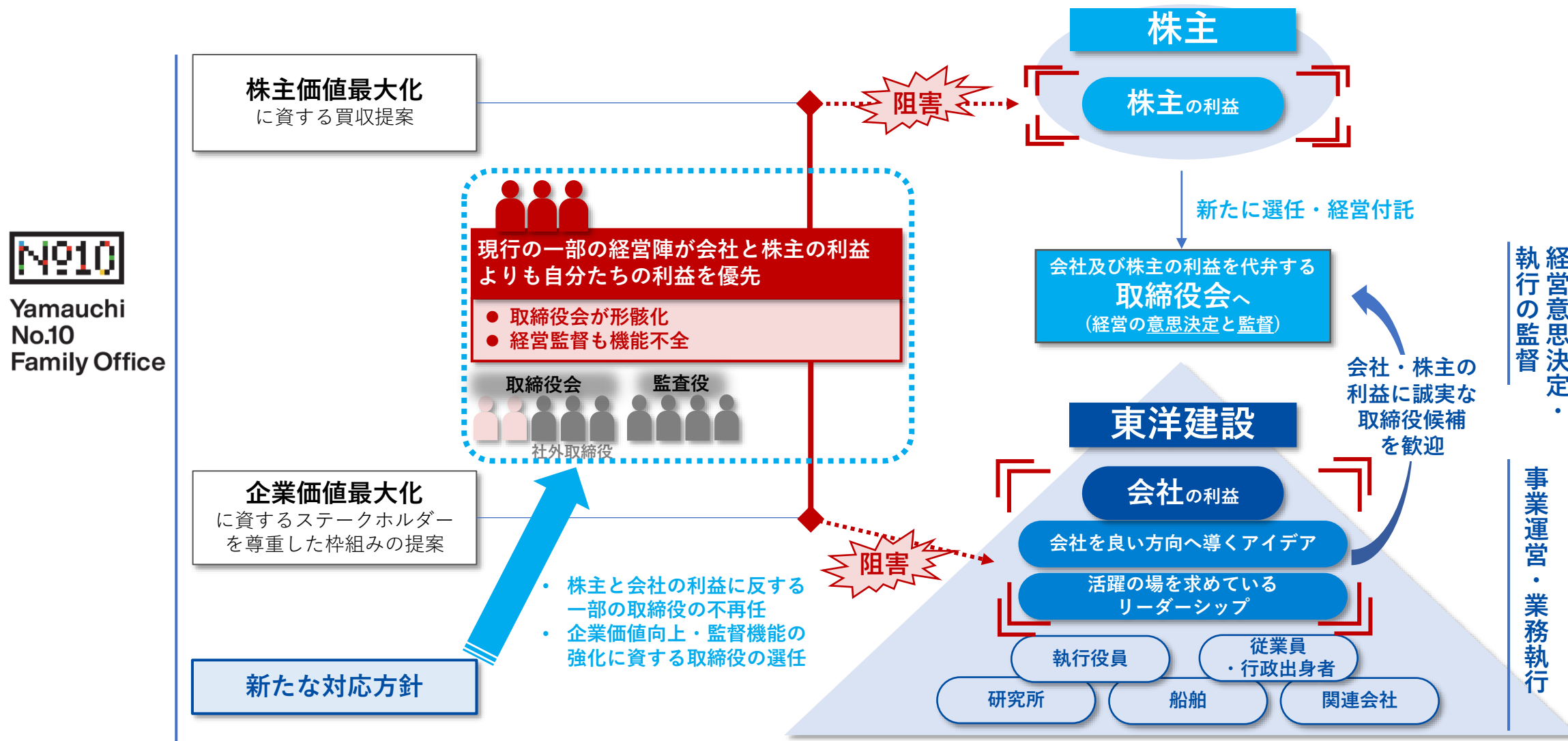


いずれの結論でも少なくとも1株1,000円以上に株主価値最大化

\*東洋建設は、上場維持したとしても株価がインフラHDの公開買付価格770円を上回ることにはないと説明しており、現実的な選択肢としては除外

# 新たな対応方針のイメージ図

- YFOとして、東洋建設の潜在力を引き続き高く評価しており、その潜在力を阻害している一部の現行の取締役について不再任とすること、東洋建設の企業価値向上に資する取締役の新たな選任を求めてまいります。



Yamauchi  
No.10  
Family Office



## YFOの考え

- 以上述べたとおり、東洋建設においては、**代表取締役を始めとする現経営陣及び取締役会による形だけのガバナンス体制と、コーポレート・ガバナンス上の重大な瑕疵を含む不適切な行動**（これまで露呈した問題点の詳細については、今後、順次説明資料を公表。）**が東洋建設の成長や株主価値最大化の機会を阻害している差し迫った状況**にあります。
- YFOといたしましては、東洋建設からの提案を取り下げる要請、圧力に対して妥協することは極めて容易なことですが、自らの投資哲学に基づき、仮に、短期的には東洋建設の現経営陣の方々からの反発を受けることがあったとしても、**現経営陣の方々の利益ではなく、東洋建設のより長期的な成長・挑戦を支援するため、新たな方針を定め、東洋建設のガバナンスの再構築（=Rebuild TOYO）を目指す**ことといたしました。
- 具体的には、本年6月の定時株主総会にて、**東洋建設の取締役会及び監査役を再編**し、私たちの推薦する取締役及び監査役を中心に**健全なガバナンス体制を構築**することにより、東洋建設の戦略的なビジョンと、その実現に向けての効果的な経営意思決定機能を強化するとともに、YFOの買収提案を含む**対抗買収提案を真摯に検討していただける体制とする**ことを目指します。
- また、これに加えて、**健全なガバナンス体制を構築するには、現経営陣の問題点の全貌を明らかにし、その上で、その問題点を解消することも必要**と考えております。東洋建設のコーポレート・ガバナンス上の問題点の解消を図る観点からYFOとして必要と考える対応については、次回、第3章「調査者の選任の必要性」にて公表する予定です。

- 本資料は、東洋建設の株主の皆様に対して、議決権の代理行使に関する委任状の勧誘等を行うものではなく、純粋にYFOの買収提案に係る情報提供を目的としており、それ以外の用途に用いられてはなりません。
- 本資料に記載された情報は、公開情報及びYFOにおける記録に基づき記載しております。YFO、合同会社 Yamauchi - No.10 Family Office、株式会社KITE、WK1 Limited、WK2 Limited及びWK3 Limited（以下「YFOら」といいます。）は、その正確性、完全性、適切性、網羅性等について何ら保証するものではありません。
- 本資料は、YFOの独自の見解、予想、意見を示すものであり、これらは今後変わることがあり得ます。いかなる目的においても本資料に依拠してはならず、また、本資料を投資、金融、法律、税務その他の助言であると理解してはなりません。
- 本資料に含まれるいかなる情報ないし内容も、いかなる意味においても、募集、推奨、サービスや商品の販促、広告、勧誘若しくは表明と解釈してはならず、また、いかなる投資商品の売買若しくは証券へのいかなる投資に関する助言若しくは推奨であるとも解釈してはなりません。
- 本資料は、株主総会における議案に関し、YFOらが、東洋建設の株主を代理して議決権を行使する権限をYFOら又はその他の第三者に対して付与することを要請するものではなく、そのように解釈されてはなりません。また、東洋建設の株主に対して、YFOら又はその他の第三者を自らの代理人と定め自らに代わってその議決権を行使する権利を付与することを提案し、奨励し、勧誘し又はこれを目指すものではなく、そのように理解されてはなりません。



# REBUILD TOYO