

2024年3月5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
TEL 03-6361-5450

(開示事項の経過) 当社株主との合意に基づく調査についての調査報告書

(追加調査も含む) の受領に関するお知らせ

2023年9月20日付け当社プレスリリース「当社株主との合意に基づく調査の開始及び株主による臨時株主総会の招集許可申立ての取下げ(予定)に関するお知らせ」(以下「2023年9月20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、当社の株主である合同会社Yamauchi-No. 10 Family Office(以下「YFO」といいます。)及びWK 1 Limited(以下「WK 1」といいます。)との合意(以下「本調査合意」といいます。)に基づき、牛島信弁護士及び奥田洋一弁護士(以下「調査受託者」といいます。)に対し、①株式会社インフロニア・ホールディングスが2022年3月23日に開始した当社株式に対する公開買付けに対する当社の賛同表明のプロセス、②当社の第100回定時株主総会での買収防衛策議案及び取締役選任議案の策定、上程及び撤回に係るプロセス、並びに、③YFO及び株式会社KITE(以下、YFOと総称して「YFOら」といいます。)による非公開化提案を含む対抗提案に対する当社の検討・意思決定プロセスに関する当社のガバナンス上の瑕疵の有無についての調査(以下「本調査」といいます。)の実施を委託しており(本調査の目的の具体的内容については、2023年9月20日付けプレスリリースをご参照ください。)、また、2023年12月28日付け当社プレスリリース「(開示事項の経過) 追加調査の実施に関するお知らせ」にてお知らせしたとおり、追加調査の実施についても委託しておりました。

今般、調査受託者が追加調査を完了し、2024年2月16日付けの調査報告書(以下「本報告書」といいます。)を受領しましたので、お知らせいたします。

本調査における調査事項及び調査事項に対する本報告書の結論部分の概要は、以下のとおりです。

調査事項(1)	
調査事項	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」という。)による当社の普通株式の公開買付け(以下「インフロニア公開買付け」という。)に対して、当社取締役会が2022年3月22日付けで賛同表明及び応募推奨の決議を行い、当該公開買付けが不成立となるまで賛同表明を維持し

	<p>たことに関連して、当社において行われた手続及び意思決定のプロセス（当社において設置された特別委員会の検討の過程や、当社とインフロニアとの交渉過程を含む。）を確認の上、</p> <p>(ア) 当社意思決定において第三者からの不適切な圧力又は影響力の行使がなかったか（当社において真に独立した手続及び意思決定がなされたか、調査対象者による一般株主及び当社の利益の犠牲の下に自己又は第三者の利益を優先した意思決定がなかったか）、</p> <p>(イ) 当社の意見表明報告書又はその他の開示資料では開示されていない合意・約束事項その他当社の株主に開示すべきであった事項が存在しなかったか、及び</p> <p>(ウ) その他の当社のガバナンス上の瑕疵（調査対象者の善管注意義務・忠実義務違反等）がなかったかを検討すること。</p>
結論	<p>(ア) 第三者による一定の働きかけがあったことが認められるが、不適切な圧力又は影響力の行使とは評価できない。</p> <p>(イ) 当社及びインフロニアの間では、当社からインフロニアの取締役として1名を派遣することがインフロニアの交渉担当者からインフロニアにおいて検討中の案として示されたことが認められるにとどまり、それ以上に、何らかの合意ないし約束が成立したとまでは認められない。また、当社はインフロニアに対し、インフロニア公開買付け成立後にインフロニア及び前田建設工業株式会社が当社の人事に関与しないことなどを内容とする基本合意書ドラフトを送付したものの、当該合意書ドラフトの内容が最終的に当社・インフロニア間あるいは両社の事務局担当者間で合意されたことを示す証拠はなく、当該合意書の内容について何らかの合意ないし約束は成立していない。さらに、当社が、意見表明報告書その他の開示資料において、開示すべきであったにもかかわらず開示しなかった事項は認められない。</p> <p>(ウ) インフロニア公開買付けの事業計画の策定経緯については調査受託者から以下のとおりそれぞれ異なる意見が示されているものの、当社取締役会（あるいは調査対象者）が、インフロニア公開買付けが当社における企業価値向上に資するものであると意思決定したことや、インフロニア公開買付けへの賛同意見を維持して応募推奨を撤回したことに係る判断の内容及び過程が善管注意義務・忠実義務に違反するということとはできず、また、調査対象者が当社の企業価値を反映した適正な買収価格を実現するように尽くしたかという観点からも善管注意義務・忠実義務違反があるということとはできないという限りでは</p>

一致している。

[調査受託者牛島信の意見]

インフロニア公開買付けへの対応について、当社取締役が善管注意義務・忠実義務違反を認めることはできないものの、事業計画の策定経緯には適切とは言い難い部分がある。インフロニア公開買付けとその公開買付け期間中になされた YFO による非公開化提案のそれぞれの案の際に当社が作成した事業計画の策定過程を対比すると、当社取締役が、株主共同の利益への配慮という本来あるべき姿勢で一貫した対応をしたとは言い難い。また、本調査において両者の違いについて十分かつ合理的な説明を受けることもできなかった。インフロニア公開買付け及び YFO の非公開化提案はいずれも現金対価による全部買収（最終的に 100%の株式を取得することに買収者がコミットしている買収）であるところ、かかる現金対価による全部買収においては、株主が対象会社株式への投資から利益（支配権プレミアムも含む）を得る最後の機会となるため、株主にとっては価格面での取引条件の適正さが特に重要となる。しかるに、当社は、株主共同の利益への配慮という本来あるべき姿勢で一貫した対応をしたのではなく、むしろ、インフロニアとの関係では 2022 年 2 月 24 日付で設置された特別委員会によるインフロニア公開買付けへの賛同が得られやすい事業計画を作成する一方で、YFO との関係では非公開化提案に反対しやすくするために事業計画の検討を重ねていた可能性があると考えられる。すなわち、株式価値評価の結果は事業計画の内容によって大きく変わり得るものであるところ、当社においては、本来客観的かつ合理的な根拠をもって策定すべき事業計画について、買収提案の場面や買収者の別に応じて、取締役にとって都合の良い内容の事業計画を作成してこれらを使い分けるといった姿勢であったものと認められる。かかる姿勢は、企業価値及び株主共同の利益を確保し向上させるという取締役に会社法上求められる役割・責務や企業買収における行動指針の趣旨に反するものであり適切とは言い難い。

[調査受託者奥田洋一の意見]

当社取締役会及びその諮問を受けた 2022 年 2 月 24 日付で設置された特別委員会は、特別委員会による検証を経た事業計画を前提とする株式価値評価やフェアネス・オピニオンを踏まえ、当社の企業価値を反映した適正な買収価格を実現するよう交渉していたことが認められ、調査対象者に善管注意義務・忠実義務違反を認めることはできない。2023 年 3 月 23 日付で公表された 2023 年度から 2027 年度に係る 5 か年の中期経営計画（以下「2023 年中計」という。）の策定に際し

	<p>て相当なストレッチをかけることができたのであれば、インフロニア公開買付けに際して策定された事業計画（以下「2022年事業計画（インフロニア公開買付け）」という。）の策定に際しても、よりストレッチをかけるべきであったとの指摘もあり得るところである。もっとも、中期経営計画や事業計画の策定は、策定時点における事業環境や将来予測等を踏まえて行われる専門的・経営判断的な要素を持つ事項であり、取締役に合理的な範囲での裁量が認められる。かかる観点で検討すると、2022年事業計画（インフロニア公開買付け）が前提としていた2020年3月25日付中期経営計画（以下「2020年中計」という。）は、インフロニア公開買付けとは無関係に策定されたものであり、それを前提とした2022年事業計画（インフロニア公開買付け）の策定経緯は、一般的な事業計画の策定実務に照らしても不適切とはいえない。また、2020年中計やそれを前提とした2022年事業計画（インフロニア公開買付け）の策定時と、2023年中計の策定時とでは、当社の事業に関して一定の環境の変化があったこともうかがえる。したがって、2022年事業計画（インフロニア公開買付け）には織り込まれていなかった事業環境の変化やYFOによる一株あたり1,000円での買収提案などを踏まえて、2020年中計やそれを前提とした2022年事業計画（インフロニア公開買付け）よりも更に高水準の目標値や計画値を掲げた2023年中計を策定したという事後的な事情をもって、過去の2022年事業計画（インフロニア公開買付け）の策定経緯が不適切であったとまで評価することは妥当とはいえない。そのような事後的な事情による評価は、従来よりも高水準の中期経営計画を策定するという企業価値及び株主共同の利益の観点で本来望ましい企業活動を阻害してしまうおそれもあるといえる。事業計画の策定経緯について、更なる検証を重ねる余地が全くなかったとはいえない面はあるものの、当時の対応として不適切であったとまではいえない。なお、2023年8月31日に公表された企業買収行動指針の公表時期やその目的に照らすと、同指針の公表前の案件である本件について指針に照らした評価をすることや、同指針に記載されたベストプラクティスに沿った対応でなかったことをもって不適切と評価することは妥当とはいえない。もっとも、事業計画の策定経緯を踏まえても、「会社の企業価値を向上させるか否かの観点から買収の是非を判断するとともに、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を行う」ことを求める同指針の趣旨に照らして、当時の対応が不適切であったとはいえない。むしろ、同指針3.1.2においては「自社の株価が提案の価格を大きく下回っている場合に</p>
--	--

	<p>は、そもそもなぜこの乖離が生じるのかについて、取締役会（特に社外取締役）や経営陣が関心を持ち、検討や分析を行う契機とすることが考えられる。」とされていることからしても、当時の市場株価を上回る YFO の買収提案を契機として、当社が、企業価値の向上及び一般株主の利益の観点でより望ましい中期経営計画を策定したことは、同指針の趣旨に反するものとはいえない。</p>
調査事項(2)	
調査事項	<p>(I) 当社取締役会が、YFO らによる非公開化提案を含むインフロニア公開買付けへの対抗提案に対して、「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」（以下「買収防衛策」という。）を導入し、2022年6月24日開催の第100回定時株主総会（以下「本定時株主総会」という。）に買収防衛策に係る議案（本定時株主総会第5号議案）を上程することを決定し、その後、本定時株主総会の開催日前日である2022年6月23日に当該議案を取り下げるに至った手続及び経緯（買収防衛策の導入及び取下げのプロセス及び理由を含む。）、並びに、(II) 当社取締役会及び役員指名・報酬委員会が、本定時株主総会において、当社の取締役候補者（本定時株主総会第3号議案）を選出した手続及び経緯（選出のプロセス及び理由を含む。）を調査の上、</p> <p>(ア) 当社の意思決定において第三者からの不適切な圧力又は影響力の行使がなかったか（当社において真に独立した手続及び意思決定がなされたか、調査対象者による一般株主及び当社の利益の犠牲の下に自己又は第三者の利益を優先した意思決定がなかったか）、</p> <p>(イ) 当社の開示資料では開示されていない合意・約束事項その他当社の株主に対して開示すべきであった事項が存在しなかったか、及び</p> <p>(ウ) その他の当社のガバナンス上の瑕疵（調査対象者の善管注意義務・忠実義務違反等）がなかったかを検討すること。</p>
結論	<p>(ア) 当社が買収防衛策を導入することについては、インフロニアから、買収防衛策を導入する方向で連絡を受けたり、買収防衛策の導入についてアドバイスを行った法律事務所の紹介を受けるなどにより、買収防衛策を導入する方向で当社に対して一定の働きかけがあった事実が認められるが、不適切な圧力又は影響力の行使とは評価できない。また、買収防衛策の取下げについて、インフロニア等の第三者が何らかの働きかけを行った事実は認められない。さらに、当社取締役会及び</p>

	<p>役員指名・報酬委員会が、本定時株主総会に上程する取締役選任議案を決定した手続及び経緯において、インフロニア等の第三者が何らかの働きかけを行った事実は認められない。</p> <p>(イ) 株主に開示すべきであったのに開示されていない事項は認められない。</p> <p>(ウ) 当社取締役会が、買収防衛策の導入及び本定時株主総会に買収防衛策にかかる議案を第5号議案として上程することを決議し、また、その後これを取下げる旨の決議をしたことに関する判断の内容及び過程については不合理な点は見当たらないから、善管注意義務・忠実義務違反は認められない。</p>
調査事項(3)	
調査事項	<p>本定時株主総会后、YF0による非公開化提案を含む対抗提案に対して当社が行った検討の過程、YF0らとの交渉経緯、かかる交渉経緯についての当社取締役会への報告、並びに当社取締役会の検討状況（協議が実務上異例の長期間と言いうる270日以上にも及んだ経緯、当社代表取締役（当時）が機関決定も経ないままに「今までお伝えしてきましたとおり、貴社からの弊社全株式取得のご提案に賛同することはできません。」との記載を含む「貴社ご提案に対する弊社からのご提案（案）」という書簡を2022年11月25日に手交し、他方では、当社取締役を含む事務局がその事実の理由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などと発言した経緯、並びに調査対象者が一連の対応に対してとった行動を含む。）を調査の上、</p> <p>(ア) インフロニア公開買付けに対するYF0らによる非公開化提案を含む対抗提案を検討するに際して、不公正・不適切な点がなかったか（インフロニア公開買付けに対する当社の検討と比較して、YF0らによる非公開化提案を含む対抗提案に対する当社の検討に関して、不公正・不適切な点がなかったか、調査対象者による一般株主及び当社の利益の犠牲の下に自己又は第三者の利益を優先した意思決定がなかったかを含む。）、</p> <p>(イ) YF0らによる非公開化提案を含む対抗提案の検討・意思決定過程において、YF0らに対抗提案を断念させる、又は、当社取締役会を不賛同に誘導することを目的とした当社の不適切な対応、説明若しくは圧力がなかったか（調査対象者が遵守又は配慮すべき善管注意義務若しくは忠実義務又はコーポレートガバナンス・コードの観点からの不公正・不適切な対応若しくは不対応又は違反がなかったかを含む。）、</p> <p>(ウ) YF0らによる非公開化提案を含む対抗提案の協議過程の経緯に係る誤った事実認識に基づき、当社取締役会が議論、意思決定及び開示を行</p>

	<p>っていないか、当該事実について情報収集及び調査を怠っていないか、これらの対応に対して調査対象者が監督・監査を怠っていないか（調査対象者が遵守又は配慮すべき善管注意義務若しくは忠実義務又はコーポレートガバナンス・コードの観点からの不公正・不適切な対応若しくは不対応又は違反がなかったかを含む。）、及び (エ) その他の当社のガバナンス上の瑕疵（調査対象者の善管注意義務・忠実義務違反等）がなかったかを検討すること。</p>
結論	<ul style="list-style-type: none"> ・ インフロニア公開買付けの公開買付け期間中に、取締役会がインフロニア公開買付けに対する意見を撤回して YF0 らの非公開化提案に応じるという対応をしなかったことが、善管注意義務違反又は忠実義務違反が問題となるような不合理な対応であったとはいえない。また、取締役会の判断の過程、アドバイザーからの助言やインフロニア公開買付けに係る特別委員会の構成員からの意見取得の過程に関して、取締役会ないし調査対象者において、ガバナンス上の瑕疵というべき事情、あるいは不公正・不適切というべき対応があったとはいえない。 ・ 2023年5月24日、当社の取締役会において最終的に YF0 らの非公開化提案に反対する旨の決議を行ったことが、善管注意義務違反又は忠実義務違反が問題となるような不合理な対応であったとはいえない。また、取締役会の判断の過程、アドバイザーからの助言や 2023年2月14日付で設置された特別委員会の判断の過程に関しても、経営の基盤への影響に関する評価に際しての当社によるステークホルダーからの意見聴取・アンケートについて若干中立性に疑義のある事情は見られるものの、全体として見たときに、取締役会ないし調査対象者において、ガバナンス上の瑕疵というべき事情、あるいは不公正・不適切というべき対応があったとはいえない。 ・ インフロニアと YF0 の属性の違いや当社との関係性、提案内容や交渉状況の違いを踏まえると、当社においてインフロニア公開買付けと YF0 らの非公開化提案の対応に一定の差異があったことが、善管注意義務違反若しくは忠実義務違反が問題となるような不合理な対応、又はガバナンス上の瑕疵若しくは不公正・不適切であったとまではいえない。 ・ YF0 との交渉における調査対象者の発言・行動は当社の企業価値又は株主共同の利益を害する意図や YF0 に対して非公開化提案を断念するように強制する意図によるものとは認められず、また、最終的な取締役会による意思決定を不当に歪めるものであったとも認められな

	<p>い。さらに、YFO との交渉局面における発言・行動であったことを前提とすると、交渉局面においても社会通念上許容されないような発言・行動であったとまでは評価できない。したがって、善管注意義務違反若しくは忠実義務違反が問題となるような不合理な対応、又はガバナンス上の瑕疵若しくは不公正・不適切な対応であったとまではいえない。</p> <ul style="list-style-type: none"> 当社が YFO らの非公開化提案を受領し、YFO らが公開買付けの予告について公表した以降、取締役会が反対意見の表明に至るまでに 1 年以上が経過している点について、善管注意義務・忠実義務違反があったとまで断じることにはできないという限度において調査受託者の意見は一致しているが、不公正・不適切なものであったか否かについては、以下のとおり、調査受託者からそれぞれ異なる意見が示された。 <p>〔調査受託者牛島信の意見〕</p> <p>少なくとも、当社の企業価値及び株主共同の利益の確保・向上の観点から、また、現時点において公表されている企業買収行動指針の趣旨等、すなわち本件当時にも適用されるべき企業買収における取締役・取締役会による検討の在り方（行為規範）にも鑑みれば、取締役会の行動の在り方として不適切であった。</p> <p>〔調査受託者奥田洋一の意見〕</p> <p>本件の個別事情を踏まえると、当社の取締役会の対応は、企業価値の向上及び株主共同の利益の観点から、時間をかけて丁寧かつ真摯に検討を行ったものと評価でき、善管注意義務違反若しくは忠実義務違反が問題となるような不合理な対応、又はガバナンス上の瑕疵若しくは不公正・不適切な対応であったとはいえない。また、2023 年 8 月 31 日に公表された企業買収行動指針に記載された買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範に照らしても、不適切な対応であったとはいえない。</p>
--	---

本報告書の開示につきましては、本調査合意において YFO 及び WK 1 との間で、当社株主共同の利益保護の観点から、調査受託者と協議の上、当社取締役会が合理的に決定することとしておりました。本報告書においては、調査受託者の徹底した調査に基づき詳細に事実関係が認定された上で上記のとおり当社のガバナンス上の瑕疵の有無が評価されておりますが、調査受託者が認定した事実関係及び調査受託者による評価の理由について詳らかに開示することは、当社が関係者に対して負う契約上の守秘義務の違反に該当する可能性があり、また、当社が今後重要な取引を遂行しようとする場合の障害となり得ると考えられることから、上記のとおり調査対象となった役職員に善管注意義務・忠実義務違反はなく、また、(牛島信弁護士が調査事項(1)の(ウ)に関して、当社におけるインフロニア公開買付けの際の

事業計画の策定経緯に適切とは言い難い部分があると判断していること、及び調査事項(3)の検討・交渉のプロセスの長期化の点につき取締役会の行動の在り方として不適切と判断していることを除き)当社に不適切・不公平な対応はなかったと評価されていることも踏まえ、当社取締役会において、本報告書のうち事実関係を認定している箇所は開示せず、調査受託者の評価についての要約を中心に開示することを決定いたしました。本報告書の要約につきましては、別添1をご参照ください。

以上の開示の方針及び本報告書の要約の内容については、本調査合意に従った調査受託者との協議を経ておりますが、当社取締役会の責任において判断したものです。当社は、本報告書の要約の作成にあたり、上述の制約の下で、調査受託者による評価の理由や根拠の概要ができるだけ読み取れるように留意いたしました。

また、別添1からは事実関係を省略していることから、別添2のとおり主要な時系列を当社において整理しておりますので、併せてご参照ください。別添1及び別添2については、英文での開示は省略いたします。なお、2023年12月14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の申込みに関する意見表明(反対)のお知らせ」にてお知らせしたとおり、当社取締役会は、取締役全員の一致による決議によりYF0らによる当社普通株式に対する公開買付けの提案に対して反対の意見を表明しておりますが、2023年6月27日開催の当社第101回定時株主総会において選任された取締役・監査役により構成される当社取締役会及び2023年9月27日付けで設置された当社特別委員会による当該意見表明に至る検討プロセスは、今般の本調査の対象ではありません。

2023年6月27日開催の当社第101回定時株主総会において選任された取締役・監査役により構成される当社取締役会及び2023年9月27日付けで設置された当社特別委員会によるYF0らによる当社普通株式に対する公開買付けの提案に対して反対の意見の表明に至るまでのプロセスは、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」を参照して遂行したものであり、公正なものであったと考えております。

以 上

調査報告書（当社による要約）

第 1. 本調査の概要

1. 本調査に至る経緯

東洋建設株式会社（以下「東洋建設」という。）は、2021年1月、前田建設工業株式会社（以下「前田建設」という。）から、前田建設並びにその連結子会社であった前田道路株式会社（以下「前田道路」という。）及び株式会社前田製作所（以下「前田製作所」という。）との4社での経営統合について打診を受けたが、同年2月にこれを辞退した。東洋建設以外の3社は、同年10月、共同株式移転の方式により、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」という。）を設立し経営統合を行った。

2022年3月2日、事前の協議を経た後に、東洋建設は、インフロニアから、当社による東洋建設の普通株式の公開買付け（以下「インフロニア公開買付け」という。）の実施を通じた完全子会社化の正式提案を受け、同月22日には公開買付価格を一株770円とするインフロニア公開買付けが開始された。東洋建設は、同日、インフロニア公開買付けに対する賛同意見を表明し、応募推奨を行った。

他方、P氏がそれぞれ全額出資して設立したWK 1 Limited（以下「WK 1」という。）、WK 2 Limited（以下「WK 2」という。）及びWK 3 Limited（以下「WK 3」といい、WK 1及びWK 2と併せて「WK 1ら」と総称する。）並びにP氏が代表社員を務める合同会社 Yamauchi-No. 10 Family Office（2022年9月14日付け商号変更前の合同会社 Vpg であるが、本報告書では原則として「合同会社 YFO」という。）は、インフロニア公開買付け公表後の2022年3月23日から東洋建設株式を買い付け、同年4月22日提出の変更報告書におけるWK 1ら及び合同会社 YFOの東洋建設株式の保有割合の合計は26%を超過するに至った。

2022年5月18日、合同会社 YFO 及びP氏が代表取締役を務める株式会社 KITE（以下「KITE」という。なお、合同会社 YFO、KITE、WK 1、WK 2、WK 3、及び一般社団法人 Yamauchi-No. 10 Family Office（以下「一般社団法人 YFO」という。）について、個別に又は総称して「YFO」ということがある。）は、東洋建設に対して、公開買付価格を一株1,000円とする普通株式の公開買付け（以下「YFO 公開買付け」という。）及びその後のスクイズアウト手続により東洋建設の全株式を取得すること（以下、YFO 公開買付けと併せて「非公開化提案」という。）の申込みをし、公表した。同月19日、インフロニア公開買付けは、その応募総数が買付予定数の下限に満たず、不成立により終了した。

東洋建設は、2022年5月24日付けで、同社株式の大規模買付行為等に対する本買収防衛策（下記に定義する。）を導入することを表明したが、同年6月23日付けでこれを

撤回し、YFO との間で YFO 公開買付けに関する協議を続けたが、最終的に、東洋建設取締役会は 2023 年 5 月 24 日に YFO 公開買付けの申込みに対して反対意見を表明した。

かかる YFO 公開買付けに係る協議と並行して、YFO 及び WK 1 は、2023 年 3 月 3 日付けで、東洋建設に対して臨時株主総会の招集を請求するとともに、インフロニア公開買付けや YFO 公開買付け等に関する東洋建設による検討・意思決定過程に関する東洋建設のガバナンス上の瑕疵を会社法 316 条 2 項に定める調査者に調査させる旨の議題等を目的として、臨時株主総会を YFO 及び WK 1 が招集することの許可を求める申立て（以下「本申立て」という。）を大阪地方裁判所に対して行った。また、合同会社 YFO は、同年 4 月 17 日付けで東洋建設の第 101 回定時株主総会における議題について取締役 9 名選任の件等の株主提案を行った。その後、2023 年 6 月 27 日、東洋建設の第 101 回定時株主総会において、合同会社 YFO 提案に係る取締役候補者 7 名、東洋建設提案に係る取締役候補者 6 名が東洋建設の取締役として選任された。同年 9 月 20 日、東洋建設は、合同会社 YFO 及び WK 1 との間で、本申立てに係る東洋建設のガバナンス上の瑕疵の有無等に関する調査の対象や進め方等に関して合意が成立したことを受け、取締役会において、当該合意に基づき、下記 2. の目的で、下記 3. の弁護士 2 名（以下「本調査者」という。）に対して調査（以下「本調査」という。）を委嘱することを決議し、本調査者との間で調査事務の委任に関する契約を締結した。

同契約においては、調査結果報告書の提出期限は 2023 年 11 月 15 日とされた一方で、同年 12 月 20 日を超えない合理的な範囲で延期が可能とされていた。同日時点では、調査の結論に影響し得る情報の開示が未了であり、本調査の基礎となる情報の範囲に重大な制約が存していたが、本調査者は、東洋建設からの要請に従い、当該情報を調査の基礎としない調査結果に係る報告書を 2023 年 12 月 20 日付けで提出した。

その後、東洋建設は、本調査者と協議の上、2023 年 12 月 28 日の取締役会において、当該情報も本調査の基礎とするため、追加の調査を本調査者に委嘱することを決議し、本調査者との間で追加調査の委任に係る契約を締結した。

2. 本調査の目的

本調査者は、東洋建設からの委嘱に基づき、下表の調査事項(1)から同(3)までを本調査の対象とした（以下「本調査対象事項」と総称する。）。なお、5 名の本調査対象者（以下「本調査対象者」という。）とは、A 氏、B 氏、C 氏、D 氏及び E 氏をいう。

調査事項(1)

インフロニア公開買付けに対して、東洋建設取締役会が 2022 年 3 月 22 日付けで賛同表明及び応募推奨の決議を行い、当該公開買付けが不成立となるまで賛同表明を維持したことに関連して、東洋建設において行われた手続及び意思決定のプロセス（東洋建設において設置された特別委員会の検討の過程や、東洋建設とインフロニアとの交渉過程

を含む。)を確認の上、

- (ア) 東洋建設の意思決定において第三者からの不適切な圧力又は影響力の行使がなかったか（東洋建設において真に独立した手続及び意思決定がなされたか、本調査対象者による一般株主及び東洋建設の利益の犠牲の下に自己又は第三者の利益を優先した意思決定がなかったか）、
- (イ) 東洋建設の意見表明報告書又はその他の開示資料では開示されていない合意・約束事項その他東洋建設の株主に開示すべきであった事項が存在しなかったか、及び
- (ウ) その他の東洋建設のガバナンス上の瑕疵（本調査対象者の善管注意義務・忠実義務違反等）がなかったか

を検討すること。

調査事項(2)

(I) 東洋建設取締役会が、YFO による非公開化提案を含むインフロンニア公開買付けへの対抗提案に対して、「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) らによる東洋建設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東洋建設の会社の支配に関する基本方針及び東洋建設株式の大規模買付行為等への対応方針」(以下「本買収防衛策」¹という。)を導入し、2022年6月24日開催の第100回定時株主総会に本買収防衛策に係る議案(定時株主総会第5号議案)を上程することを決定し、その後、定時株主総会の開催日前日である2022年6月23日に当該議案を取り下げるに至った手続及び経緯(本買収防衛策の導入及び取下げのプロセス及び理由を含む。)、並びに、(II) 東洋建設取締役会及び役員指名・報酬委員会、定時株主総会において、東洋建設の取締役候補者(定時株主総会第3号議案)を選出した手続及び経緯(選出のプロセス及び理由を含む。)を調査の上、

- (ア) 東洋建設の意思決定において第三者からの不適切な圧力又は影響力の行使がなか

¹ 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」という。)においては、いわゆる買収防衛策について「買収への対応方針」又は単に「対応方針」という用語が使用されており、本件においても、東洋建設が2022年5月24日に導入した「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)」を「買収防衛策」又は「対応方針」のいずれと表記すべきか及びその理由について、東洋建設及びYFOの間で見解に相違があった。本報告書においては、本調査者に示された本調査対象事項として「本買収防衛策」と表記されていたことを踏まえて当該用語を使用しているが、上記見解の相違について本調査者としての評価を加えるものではない。

ったか（東洋建設において真に独立した手続及び意思決定がなされたか、本調査対象者による一般株主及び東洋建設の利益の犠牲の下に自己又は第三者の利益を優先した意思決定がなかったか）、

- (イ) 東洋建設の開示資料では開示されていない合意・約束事項その他東洋建設の株主に対して開示すべきであった事項が存在しなかったか、及び
- (ウ) その他の東洋建設のガバナンス上の瑕疵（本調査対象者の善管注意義務・忠実義務違反等）がなかったか

を検討すること。

調査事項(3)

第100回定時株主総会后、YF0による非公開化提案を含む対抗提案に対して東洋建設が行った検討の過程、YF0との交渉経緯、かかる交渉経緯についての東洋建設取締役会への報告、並びに東洋建設取締役会の検討状況（協議が実務上異例の長期間と云いうる270日以上にも及んだ経緯、東洋建設代表取締役（当時）が機関決定も経ないままに「今までお伝えしてきましたとおり、貴社らからの弊社全株式取得のご提案に賛同することはできません。」との記載を含む「貴社ご提案に対する弊社からのご提案（案）」という書簡を2022年11月25日に手交し、他方では、東洋建設取締役を含む事務局がその事実の理由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などと発言した経緯、並びに本調査対象者が一連の対応に対してとった行動を含む。）を調査の上、

- (ア) インフロニア公開買付けに対するYF0による非公開化提案を含む対抗提案を検討するに際して、不公正・不適切な点がなかったか（インフロニア公開買付けに対する東洋建設の検討と比較して、YF0による非公開化提案を含む対抗提案に対する東洋建設の検討に関して、不公正・不適切な点がなかったか、本調査対象者による一般株主及び東洋建設の利益の犠牲の下に自己又は第三者の利益を優先した意思決定がなかったかを含む。）、
- (イ) YF0による非公開化提案を含む対抗提案の検討・意思決定過程において、YF0に対抗提案を断念させる、又は、東洋建設取締役会を不賛同に誘導することを目的とした東洋建設の不適切な対応、説明若しくは圧力がなかったか（本調査対象者が遵守又は配慮すべき善管注意義務若しくは忠実義務又はコーポレートガバナンス・コードの観点からの不公正・不適切な対応若しくは不対応又は違反がなかったかを含む。）、
- (ウ) YF0による非公開化提案を含む対抗提案の協議過程の経緯に係る誤った事実認識に基づき、東洋建設取締役会が議論、意思決定及び開示を行っていないか、当該事実について情報収集及び調査を怠っていないか、これらの対応に対して本調査対象者が監督・監査を怠っていないか（本調査対象者が遵守又は配

慮すべき善管注意義務若しくは忠実義務又はコーポレートガバナンス・コードの観点からの不公正・不適切な対応若しくは不対応又は違反がなかったかを含む。)、及び

(エ) その他の東洋建設のガバナンス上の瑕疵（本調査対象者の善管注意義務・忠実義務違反等）がなかったか

を検討すること。

3. 本調査の主体

東洋建設から本調査の委嘱を受けた本調査者は、以下のとおりである。

牛島 信 牛島総合法律事務所（弁護士）

奥田 洋一 森・濱田松本法律事務所（弁護士）

本調査者は、その調査を補助させるため、以下のとおり、牛島総合法律事務所所属の弁護士7名と、森・濱田松本法律事務所所属の弁護士7名を補助者として選任した。

所属	氏名
牛島総合法律事務所	渡邊弘志、薬師寺怜、大澤貴史、富永千紘、福田航、佐藤和哉、堀田稜人
森・濱田松本法律事務所	藤津康彦、朽網友章、佐藤浩由、中尾匡利、塚田智宏、大屋広貴、島田泰河

また、本調査者は、下記4.(2)ウのデジタル・フォレンジックを補助させるため、株式会社KPMG FAS（以下「KPMG FAS」という。）を補助者として選任した。

4. 本調査の概要

(1) 本調査の実施期間

本調査者は、2023年9月20日から同年12月20日までの期間、また、同月28日から2024年2月16日までの期間、本調査を実施した。

(2) 本調査の方法

本調査の具体的な方法は、以下のとおりである。なお、本調査者は、本格的に本調査

を開始するにあたり、2023年10月2日、東洋建設をして、東洋建設の社内イントラネットにおいて東洋建設代表取締役会長及び同代表取締役社長名義の文書を掲載させ、東洋建設の全役職員に対して、本調査に対する真摯な協力等を要請した。

ア 東洋建設及びYFOからの概要説明

本調査者は、2023年10月11日、東洋建設（D氏及びC氏）から本調査対象事項に係る事実関係の概要について説明を受けた。また、同月19日及び同年11月8日、YFO（Q氏及びR氏）から同様の説明を受けた。

イ 関係資料等の閲覧及び検討

本調査者は、東洋建設及びYFOから開示を受けた資料全般について閲覧し検討した。開示を受けた主な資料の概要は別紙1-4-1を参照されたい。

ウ デジタル・フォレンジック

本調査者は、KPMG FASに、本調査対象者を含む合計14名について、東洋建設のサーバーに保存されていた2021年6月以降の全ての電子メールデータ（添付ファイルを含む。）及びチャットデータを保全させた。また、本調査対象者を含む7名については、東洋建設が業務上その役職員に貸与しているスマートフォン（以下「貸与スマートフォン」という。）におけるSMSデータを、A氏については任意提出を受けた私物のスマートフォン（以下「私用スマートフォン」という。）におけるSMS及びキャリアメールの各データを保全させた。

以上のデータについて、可能又は適切な範囲で、復元作業やキーワード検索による絞り込みを経て、KPMG FASに一次的なレビューを行わせた上で、本調査者が二次的なレビューを行った（以下「本デジタル・フォレンジック」という。）。

本デジタル・フォレンジックの概要は別紙1-4-2を参照されたい。

エ インタビューの実施

本調査者は、本調査対象者を含む東洋建設の役職員（退職者を含む。）15名に対し、合計18回のインタビューを実施した（以下「本インタビュー」という。）。

	対象者	役職等 ²
本調査対象者		
1	A氏	相談役（当時 代表取締役社長執行役員社長）
2	B氏	非常勤顧問（当時 代表取締役専務執行役員）
3	C氏	取締役常務執行役員（当時 常務執行役員）

² 原則として現在の役職等を記載し、必要に応じて丸括弧内に調査対象期間開始時の役職等を記載している。

4	D氏	常務執行役員（当時 部長）
5	E氏	常務執行役員（当時 部長）
本調査対象者 以外		
6	F氏	代表取締役執行役員副社長（当時 取締役執行役員副社長）
7	G氏	代表取締役社長執行役員社長 （当時 取締役専務執行役員）
8	H氏	非常勤顧問（当時 取締役執行役員副社長）
9	I氏	退職（当時 社外取締役）
10	J氏	常勤社外監査役
11	K氏	専務執行役員（当時 顧問）
12	L氏	部長
13	M氏	部長
14	N氏	部長（当時 課長）
15	O氏	部長（当時 部長）

オ ホットラインの開設

本調査者は、2023年11月16日から同年12月1日まで、また、2024年1月15日から同年2月2日まで、ホットライン（情報提供窓口）を開設し、本調査対象事項に関して東洋建設の役職員に対して幅広く情報提供を求めた（以下「本ホットライン」という。）。もっとも、本ホットラインへの情報提供はなかった。

(3) 本調査の限界及び制約

本調査における主な限界及び制約等は以下のとおりである。

ア 本調査の目的による制約

本調査は、上記2. のとおり、本調査対象事項の調査を目的としており、東洋建設における全てのガバナンス上の瑕疵やその他の問題を網羅的に調査するものではない。

イ 任意調査の限界

本調査は、捜索・差押え等の強制的な手段を用いたり法的制裁を課したりすることができる捜査機関と異なり、関係者の任意の協力に基づくものであり、本インタビューや調査対象資料の提出依頼・精査等に際し、おのずから関係者の任意の協力度合いに影響を受けることが否定できない。また、任意調査という性質上、本インタビューの内容や調査対象資料の真偽、完全性及び網羅性等について確認する手段も限定されていた。

ウ 本デジタル・フォレンジックの限界

本デジタル・フォレンジックにおいては、削除されたデータの復元処理を実施したものの、別紙1-4-2のとおり、一部のデータについては復元処理を実施することはできなかった。

なお、A氏から任意提出を受けた私用スマートフォンについて、別紙1-4-2のとおり、

メールの一部が削除されていたことが確認された。同氏によれば不要なメール等を削除しており、本調査との関係でメールを削除したことはないとのことである。私用スマートフォンにおけるメールの保存について本調査者が意見を述べる立場にはないものの、削除されたデータの復元処理が実施できなかったことから、具体的にどのようなメールが削除されたか全ては明らかにならなかった。

以上から、本デジタル・フォレンジックにおいては、重要なコミュニケーションが記載されているデータを保全又は閲覧できなかった可能性を否定することはできない。

なお、本調査は、東洋建設のために行われたものであり、本調査者は東洋建設以外の第三者に対し責任を負うものではない。

第2. ガバナンス上の瑕疵の有無

調査事項(1)から(3)の各検討事項について検討する。なお、検討事項には、本調査対象者に善管注意義務又は忠実義務の違反があったかどうか含まれているものの、本調査対象者には取締役でない者も含まれている。そこで、善管注意義務又は忠実義務の違反があったかを検討するに際しては、まずは本調査対象者のいずれも取締役又は取締役に準じる者であったと仮定して検討した上で、善管注意義務又は忠実義務の違反となる行為があったと評価できる場合には、当該行為時の本調査対象者の具体的な地位に応じた評価を加えることとする。

1. 調査事項(1)について

(1) 第三者からの不適切な圧力又は影響力の行使の有無（東洋建設において真に独立した手続及び意思決定がなされたか、本調査対象者による一般株主及び東洋建設の利益の犠牲の下に自己又は第三者の利益を優先した意思決定がなかったか）

インフロニア公開買付けに対する東洋建設取締役会の2022年3月22日の賛同意見及び応募推奨の決議並びに同年4月28日の賛同意見維持及び応募推奨撤回の決議に至る過程には、第三者（インフロニア及び〔非開示〕【東洋建設注：本件に関して当社と契約関係が無い第三者ですので、当社取締役会において開示することが適切ではないと判断し、非開示としました。以下も同様です。】）による一定の働きかけがあったことが認められる。

もっとも、インフロニア公開買付けに際し、対象会社である東洋建設の取締役等に対して第三者（インフロニアは公開買付者でもある）から一定の働きかけがあったからといって、それだけでかかる働きかけが不適切な圧力又は影響力の行使と評価されたり、東洋建設において真に独立した手続及び意思決定がなされなかったとか、本調査対象者による一般株主及び東洋建設の利益の犠牲の下に自己又は第三者の利益を優先した意思決定があったと評価されるものではない。

したがって、インフロニア及び〔非開示〕による働きかけが不適切な圧力又は影響力の行使と評価されるかについては、特別委員会の検討過程等を踏まえ、東洋建設において真に独立した手続及び意思決定がなされたかや、本調査対象者による一般株主及び東洋建設の利益の犠牲の下に自己又は第三者の利益を優先した意思決定がなされたかを検証する必要があるが、下記(2)における検討も踏まえ、下記(3)において述べるとおり、不適切な圧力又は影響力の行使とは評価できない。

(2) 株主に開示すべきであったのに開示されていない事項の有無

東洋建設においては、インフロニア公開買付け後においても、「独立と協調」（経営の独立性）を維持することが検討すべき事項のうち重要なものの一つであったと考えられる。そのため、東洋建設とインフロニアとの間では、インフロニア公開買付けの公表に先立ち、インフロニア公開買付け後における各社の役員構成について複数のやり取りがなされていた。そこで、これらのやり取りにおいて、開示されていない合意ないし約束がされていないかを検討する。

しかしながら、東洋建設及びインフロニアとの間のやり取りからして、東洋建設及びインフロニアの間では、東洋建設からインフロニアの取締役として1名を派遣することがインフロニアの交渉担当者からインフロニアにおいて検討中の案として示されたことが認められるにとどまり、それ以上に、何らかの合意ないし約束が成立したとまでは認められないのであり、YFO との面談における D 氏の発言から東洋建設とインフロニアとの間で東洋建設からインフロニアに役員を派遣することに関連し何らかの合意ないし約束が成立したものと認められない。

また、東洋建設はインフロニア担当者に対して、「当面は事務局間での合意事項とさせていただきます」と留保を付けた上で、インフロニア公開買付け成立後にインフロニア及び前田建設が東洋建設の人事に関与しないことなどを内容とする基本合意書ドラフト（署名欄に仮名を追記したバージョン）（以下「本合意書ドラフト」という。）を送付している。しかしながら、その後、D氏は、インフロニア担当者から、本合意書ドラフトの内容に異論はないもの今の時点では手続上合意することは出来ない旨の連絡を受けたのみであり、本合意書ドラフトの内容が最終的に東洋建設・インフロニア間あるいは両社の事務局担当者間で合意されたことを示す証拠はなく、上記以外に本合意書ドラフトの内容に従った協議等が事務局間においてなされていない。したがって、本合意書ドラフトの内容について何らかの合意ないし約束は成立していないものと考えられる。

東洋建設が、意見表明報告書その他の開示資料において、開示すべきであったにもかかわらず開示しなかった事項は認められなかった。

(3) 本調査対象者の善管注意義務・忠実義務違反の有無（その他の東洋建設のガバナンス上の瑕疵の有無）

(ア) インフロニア公開買付けへの賛同意見及び応募推奨について

東洋建設取締役会は、2022年3月22日、インフロニア公開買付けが、東洋建設の企業価値及び株主利益の向上に資するものであると判断するに至ったとして、賛同意見及び応募を推奨する旨を決議した。以下、かかる判断過程及び内容等について検討する。

a. インフロニア公開買付けが東洋建設の企業価値向上に資するかの検討

インフロニア公開買付けが東洋建設における企業価値向上に資するものである旨の東洋建設取締役会の意思決定について、その過程及び内容が著しく不合理であるとは認められない。

したがってまた、上記(1)で述べた第三者からの働きかけが、取締役会の意思決定に至る過程及び内容に不適切な影響を与えるものであったとはいえないことから、かかる働きかけが不適切な圧力又は影響力の行使であったとは認められない。

b. 東洋建設の企業価値を反映した適正な買収価格を実現するように尽くしたか

東洋建設取締役会及びその諮問を受けたインフロニア公開買付けに係る特別委員会（以下「2022年特別委員会」という。）は、2022年特別委員会による検証を経た事業計画を前提とする株式価値評価やフェアネス・オピニオンを踏まえて交渉していたことが認められ、本調査対象者に善管注意義務・忠実義務違反を認めることはできないという限度において本調査者の意見は一致しているが、事業計画の策定経緯に関する評価については、本調査者からそれぞれ異なる意見が示されたため、以下では、個別に報告する。

(a) 調査者牛島信の意見

インフロニア公開買付けへの対応について、東洋建設取締役に善管注意義務・忠実義務違反を認めることはできないものの、以下で述べるとおり、事業計画の策定経緯には適切とはいえない部分がある。

まず、適正な買収価格の実現のためには、対象会社やその特別委員会が採用したファイナンシャル・アドバイザーによる株式価値算定が不可欠となる。そして、株式価値算定のうち対象会社株式の本源的価値を示すDCF法による算定は、対象会社が作成する事業計画がその前提となることから、当該事業計画の策定過程の検証が重要となる。

本件において、2022年特別委員会に提出された事業計画の策定前である2022年2月10日に行われたC氏及びD氏とインフロニア担当者との協議では、インフロニア担当者から、[非開示]【東洋建設注：本件とは別の案件が言及されており、当社取締役会において開示することが適切ではないと判断し、非開示としました。脚注3についても同様です。】ことや東洋建設において検討に時間がかかるのであれば同意なく公開買付けを開始する可能性があることを伝えられるなどしていた。これらにより、東洋建設においては、インフロニアが東洋建設に対して敵対的買収を行う可能性が認識されており、インフロニア公開買付けへの賛同を得やすくするために事業計画を過度に保守的に策定する動機があったと考えられる³。

³ 実際、2022年特別委員会で事業計画が承認された後の2022年3月14日には、C氏が、D氏に対して、インフロニアが同意なく公開買付けを開始される可能性を懸念し、「価格で揉めても

また、2022年特別委員会に提出された事業計画は、2020年度から2022年度まで策定されていた2020年中計における事業計画のうち、2021年度及び2022年度の計画値をそれまでの実績値を踏まえてアップデートして改めて作成するのみならず、新たに2023年度から2025年度の計画値を作成する方法により経営企画部長であったD氏がこれを策定した。当該事業計画は、2022年特別委員会への提出前に取締役会における承認を得られていないとのことである。加えて、当該事業計画は、D氏以外の経営企画部の従業員に共有されておらず、経営企画部が2023年中計を策定した際には検討の対象とされていないことはもちろん参考にもされていない。これらの事実からすれば、2022年特別委員会に提出された事業計画は、東洋建設社内での内容が適切かつ慎重に検証されていない可能性がある。また、東洋建設は、2022年特別委員会からの指摘を受けて、株式価値算定の基礎となる事業計画について経費の増額を抑える修正をするに止まり、それ以上に、DCF法による株価算定結果を引き上げようという姿勢で対応していなかった。

さらに、当該事業計画を前提として、インフロニア公開買付けに際して東洋建設取締役会が採用したMUMSS及び2022年特別委員会が採用したフリーハン・ローキー株式会社（以下「フリーハン・ローキー」という。なお、契約当時の商号はGCAアドバイザーズ株式会社であった。）がDCF法による株式価値算定をしたところ、MUMSSの算定結果は〔非開示〕で、フリーハン・ローキーの算定結果は〔非開示〕であったのに対して、前田建設グループの共同による持株会社化（以下、前田建設グループ、ないし前田建設、前田道路及び前田製作所又は同3社に東洋建設を加えた4社の共同による持分会社化を「本持株会社化」という。）の際に設置された2021年特別委員会は、最終版ではなくドラフト版としてではあるものの、DCF法により算定した東洋建設の一株あたりの株式価値が、アスリード（Aslead Capital Pte. Ltd.（以下「アスリード・キャピタル」という。）及び株式会社プリズム・アドバイザー（当時の商号は株式会社アスリード・アドバイザーであり、2021年8月に株式会社プリズム・アドバイザーに商号が変更された。）を総称して「アスリード」という。以下同じ。）からは〔非開示〕、フリーハン・ローキーからは〔非開示〕である旨の報告を受けていた⁴。2021年特別委員会がア

キャプテンはTOBするとなった場合、人事他は全て〔非開示〕と同じ状況になる。実質の東洋はなくなる。」として、2022年特別委員会がインフロニア公開買付の公開買付価格を700円台とすることを了承してもらえないかとの趣旨のメールをし、これを受けてD氏が「価格については、我々が動く必要がありそうです。」との返信をするなどのやり取りが認められる。

⁴ D氏及びC氏がアスリードから受領したメールにおいても、2022年3月16日時点で、「現状のEV/EBITDAでは事業計画における今期予想に対して〔非開示〕とキャッシュフローベースでのバリュエーションは低く仮に〔非開示〕以上の買付価格でも合理性は持ちうる水準（PEファンダがバイアウトすれば〔非開示〕以上でもリターンを見込むことが可能）」と指摘されていた。

【東洋建設注：具体的な算定結果は非開示としております。以下も同様です。なお、2021年特別委員会が、アスリード及びフリーハン・ローキーからドラフト版として受領したDCF法による東洋建設の一株あたりの株式価値は、インフロニア公開買付けに際してMUMSS及びフリーハン・ローキーがDCF法により算定した株式価値を大きく上回るものでした（前者のレンジの下

スリード及びフリーハン・ローキーから報告を受けたかかる算定結果は、2022年特別委員会がMUMSS及びフリーハン・ローキーから取得したDCF法による株式価値算定結果とは大きく乖離しているにもかかわらず、取締役会や2022年特別委員会において、かかる乖離についての合理性が検証された形跡はうかがわれぬ。実際のところ、インフロニア公開買付けの開始後には、YFOからインフロニア公開買付けの買付価格（一株あたり770円）を上回る非公開化提案（一株あたり1,000円）がなされており、インフロニア公開買付けの応募株券等の総数（4,051,830株）は買付予定数（75,280,468株）の約5%に留まり不成立に終わっている。かかる経緯からすれば、結果的にはあるものの、インフロニア公開買付けの際に特別委員会に提出された事業計画が過度に保守的であった可能性を否定できない。

他方、YFOによる非公開化提案を意識して策定された2023年中計については、東洋建設の関係部署が従前と比較して高水準の目標値や計画値を掲げることを強く求められるなど、強いストレスをかけながら策定されている。すなわち、2023年中計は、「守りから攻めへ」を標榜するなど、2020年中計までとは大きく経営方針を転換したものであり、その背景として、東洋建設はYFOによる一株あたり1,000円での非公開化提案を上回ることを目標としていた。そのため、2023年中計の策定過程においては、1,000円というYFOによる非公開化提案の金額を意識し、東洋建設の関係部署は、従前と比較して高水準の目標値や計画値を掲げることが強く求められていた。とりわけ、2023年中計で高水準の目標値や計画値を設定することに対しては、事業部が経営企画部から提示された目標値や計画値の実現可能性に疑義を呈するという経緯があったと認められる。さらに、MUMSSによる株式価値の試算【東洋建設注：MUMSSによる株式価値の試算は、複数回にわたり当社が作成しMUMSSに提供した修正事業計画案に基づき行われています。】を参照しながら、2023年中計の事業計画を前提としたDCF法による株価算定結果が1,000円を上回るように、事業計画の修正が繰り返されていた。その結果、YFOによる非公開化提案検討の際に設置された2023年2月14日付で設置された特別委員会（以下「2023年特別委員会」という。）が、2023年中計の事業計画に基づいて、DCF法により算定した株式価値算定は、MUMSSで一株あたり〔非開示〕、株式会社プルータス・コンサルティング（以下「プルータス」という。）で一株あたり〔非開示〕であった。

以上からすると、インフロニア公開買付けとその公開買付期間中になされたYFOによる非公開化提案のそれぞれの案の際に東洋建設が作成した事業計画の策定過程を対比すると、東洋建設取締役が、株主共同の利益への配慮という本来あるべき姿勢で一貫した対応をしたとは言い難い。また、本調査において両者の違いについて十分かつ合理的な説明を受けることもできなかった。

インフロニア公開買付け及びYFOの非公開化提案はいずれも現金対価による全部買収（最終的に100%の株式を取得することを買収者がコミットしている買収）であると

限はいずれも、後者のいずれのレンジの上限も上回るものでした。】

ころ、かかる現金対価による全部買収においては、株主が対象会社株式への投資から利益（支配権プレミアムも含む）を得る最後の機会となるため、株主にとっては価格面での取引条件の適正さが特に重要となる。しかるに、東洋建設は、株主共同の利益への配慮という本来あるべき姿勢で一貫した対応をしたのではなく、むしろ、インフロニアとの関係では 2022 年特別委員会によるインフロニア公開買付けへの賛同が得られやすい事業計画を作成する一方で、YFO との関係では非公開化提案に反対しやすくするために事業計画の検討を重ねていた可能性があると考えられる。

すなわち、株式価値評価の結果は事業計画の内容によって大きく変わり得るものであるところ、東洋建設においては、本来客観的かつ合理的な根拠をもって策定すべき事業計画について、買収提案の場面や買収者の別に応じて、取締役にとって都合の良い内容の事業計画を作成してこれらを使い分けるといった姿勢であったものと認められる。かかる姿勢は、企業価値及び株主共同の利益を確保し向上させるという取締役に会社法上求められる役割・責務や企業買収における行動指針の趣旨に反するものであり適切とは言えない。

(b) 調査者奥田洋一の意見

東洋建設取締役会及びその諮問を受けた 2022 年特別委員会は、2022 年特別委員会による検証を経た事業計画を前提とする株式価値評価やフェアネス・オピニオンを踏まえ、東洋建設の企業価値を反映した適正な買収価格を実現するよう交渉していたことが認められ、本調査対象者に善管注意義務・忠実義務違反を認めることはできない。

また、インフロニア公開買付けに際しての DCF 法による株式価値算定結果（MUMSS：[非開示]、フリーハン・ローキー：[非開示]）と、YFO の非公開化提案に対する反対意見に際しての DCF 法による株式価値算定結果（MUMSS：[非開示]、プルータス：[非開示]）には、一定の乖離があるところ、仮にインフロニア公開買付けに際して、当時の株式価値算定の前提となった事業計画の計画値を恣意的に引き下げていたとすれば、かかる対応は不適切であったといえる。しかし、本調査の結果によっても、そのような事実は検出されておらず、以下の事実経緯を踏まえると、事業計画の策定経緯が不適切であったともいえない。

まず、インフロニア公開買付けに際して、MUMSS 及びフリーハン・ローキーによる DCF 法に基づく株式価値算定の基礎となった事業計画（以下「2022 年事業計画（インフロニア公開買付け）」という。）は、2020 年中計をその後の実績値を踏まえてアップデートした計画値に基づき作成されたものである。その作業は、関係部署の情報等を踏まえて、中期経営計画の策定を担当する経営企画部の部長（D 氏）が中心に行った。東洋建設の取締役会は、2022 年特別委員会に提出された当該事業計画を事前に承認する決議は行っていないものの、その前提となる 2020 年中計やその後の実績値を踏まえてアップデートした計画値については確認しており、インフロニア公開買付けに対する賛同意見・

応募推奨決議にあたっては、第三者算定機関による株式価値算定（DCF法）において前提とした事業計画の概要及びその2022年特別委員会による確認結果が記載された答申書等を確認していた。さらに、この2022年事業計画（インフロニア公開買付け）については、東洋建設から独立した委員で構成される2022年特別委員会による「事業計画は株式価値算定のベースとなる非常に重要な位置付けであり、あまり保守的に作成すると、東洋建設の前提とする価格レンジが下がり、買付予定者との買付価格の協議において望ましい交渉が難しくなる懸念があるため、合理的と考えられる範囲でより望ましい利益計画等とすべきである」との指摘を踏まえた上方修正が加えられ、再び2022年特別委員会による検証を経て、2022年3月3日に承認されるに至ったものである。かかる一連の策定経緯は、一般的な事業計画の策定実務と照らして不適切とはいえない（2022年特別委員会も、上記事業計画の作成経緯に不合理な点は認められず、内容にも一定の合理性が認められる旨を述べている。）。

なお、2022年事業計画（インフロニア公開買付け）を巡るその他の事情についても、①インフロニアによる敵対的買収に対する懸念をうかがわせる一定のやり取りはあるものの、事業計画の策定担当者（D氏）はインフロニアによる敵対的買収を強く懸念していたとまでは評価できないことに加え、かかる懸念が事業計画の策定やその後の価格の検討・交渉過程に不当な影響を与えた事実は検出されていないこと、②2022年特別委員会に提出された事業計画そのものが経営企画部の他の従業員に共有されていなかったとしても、その前提となる2020年中計やその後の実績値を踏まえてアップデートされた計画値などの主要な数値については経営企画部の他の従業員にも共有されており、それらを前提に事業計画の策定担当者であった経営企画部長（D氏）を中心に2023年中計を策定していたこと、③東洋建設が辞退した本持株会社化におけるアスリード及びフリーハン・ローキーの株式価値算定の試算結果との乖離についても、DCF法による株式価値算定は前提条件の設定によって結果が大きく異なり得るものであり、暫定的な試算や算定書のドラフト段階では様々な仮定に基づく前提条件を設定することで算定結果への影響を確認したりすることもあるところ、(i)本持株会社化の検討過程でアスリード及びフリーハン・ローキーが作成した株式価値算定に関する資料は暫定的なドラフト版であり、(ii)アスリードから受領した2022年3月16日付けメールも正式な株式価値算定書ではなく、上記(i)及び(ii)のいずれについても当該算定の位置付けや前提条件の合理性が本調査では確認できなかったことなどを踏まえると、いずれの点も2022年事業計画（インフロニア公開買付け）の策定経緯が不適切であったと評価するに足る事情とまではいえない。

次に、2023年5月にYF0の非公開化提案に対する反対意見を表明するに際しての株式価値算定の基礎となった事業計画は、同年3月23日に公表された2023年中計を前提として策定されたものである。すなわち、2022年事業計画（インフロニア公開買付け）が前提としていた2020年中計の計画期間は2023年3月に満了することから、東洋建設は、2022年5月にインフロニア公開買付けが不成立となった以降、2023年中計の策定

を開始した。そして、2023 年中計の策定過程においては、事業環境の変化や YF0 から受領した一株あたり 1,000 円での非公開化提案などを踏まえて、関係部署において、従前と比較して高水準の目標値や計画値を掲げることが強く求められ、最終的には、①守りから攻めへ、②高収益モデルへ、③資本効率経営へという三つの大きな経営の転換を実行することとされた。

そのため、2023 年中計の策定過程においては、株式価値算定結果への影響も考慮した相当なストレッチがかけられており、このことは、策定途中の 2023 年中計の基礎となる事業計画に基づく MUMSS の簡易試算による株式価値 (DCF 法) が 2022 年 11 月 25 日時点では [非開示] であったのに対し、当該事業計画の精緻化・修正に伴って、2023 年 2 月 20 日には [非開示]、同年 3 月 19 日には [非開示] と推移し、最終的な算定結果が [非開示] となった経緯からもうかがえる。

かかる一連の経緯を踏まえると、インフロニア公開買付けに際しての株式価値算定結果と、YF0 の非公開化提案に対する反対意見の表明に際しての株式価値算定結果の間に一定の乖離があるからといって、2022 年事業計画 (インフロニア公開買付け) の計画値が恣意的に引き下げられていたと評価することはできない。むしろ、両者の乖離については、2023 年中計の策定にあたっての経営方針の転換によって、それぞれの株式価値算定の基礎となった事業計画が前提とする新旧中期経営計画の目標値や計画値に差が生じたこと、すなわち、2020 年中計と比較して、2023 年中計はより高水準の目標値や計画値を設定したことによる影響が大きかったものといえ⁵、かかる差異についての東洋建設の説明も特に不合理とはいえない。このように、東洋建設の経営陣が YF0 による非公開化提案を契機として、一株あたり 1,000 円の評価を超えることを目指した 2023 年中計を策定し、当該計画の実現に向けて取り組んでいくことは、企業価値の向上及び一般株主の利益に資するものと評価できる。

翻って、2023 年中計の策定に際して相当なストレッチをかけることができたのであれば、2022 年事業計画 (インフロニア公開買付け) の策定に際しても、よりストレッチをかけるべきであったとの指摘もあり得るところである。もっとも、中期経営計画や事業計画の策定は、策定時点における事業環境や将来予測等を踏まえて行われる専門的・経営判断的な要素を持つ事項であり、取締役に合理的な範囲での裁量が認められる。かかる観点で検討すると、2022 年事業計画 (インフロニア公開買付け) が前提としていた 2020 年中計は、インフロニア公開買付けとは無関係に策定されたものであり、上記のとおり、それを前提とした 2022 年事業計画 (インフロニア公開買付け) の策定経緯は、一般的な事業計画の策定実務に照らしても不適切とはいえない。また、2020 年中計やそれを前提とした 2022 年事業計画 (インフロニア公開買付け) の策定時と、2023 年中計の策定時とでは、東洋建設の事業に関して一定の環境の変化があったこともうかがえ

⁵ この場合、2023 年中計の実現可能性が問題となり得るが、2023 年中計が YF0 の非公開化提案に対抗することのみを目的として、実現可能性がないにもかかわらず恣意的に策定されたとは認められない。

る。したがって、2022年事業計画（インフロニア公開買付け）には織り込まれていなかった事業環境の変化やYFOによる一株あたり1,000円での買収提案などを踏まえて、2020年中計やそれを前提とした2022年事業計画（インフロニア公開買付け）よりも更に高水準の目標値や計画値を掲げた2023年中計を策定したという事後的な事情をもって、過去の2022年事業計画（インフロニア公開買付け）の策定経緯が不適切であったとまで評価することは妥当とはいえない。そのような事後的な事情による評価は、従来よりも高水準の中期経営計画を策定するという企業価値及び株主共同の利益の観点で本来望ましい企業活動を阻害してしまうおそれもあるといえる。

以上より、2022年事業計画（インフロニア公開買付け）の策定経緯について、上記で触れた諸点に照らし更なる検証を重ねる余地が全くなかったとはいえない面はあるものの⁶、当時の対応として不適切であったとまではいえない。

なお、2023年8月31日に公表された企業買収行動指針の公表時期やその目的に照らすと、同指針の公表前の案件である本件について指針に照らした評価をすることや、同指針に記載されたベストプラクティスに沿った対応でなかったことをもって不適切と評価することは妥当とはいえない。もっとも、上記で述べた事業計画の策定経緯を踏まえても、「会社の企業価値を向上させるか否かの観点から買収の是非を判断するとともに、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を行う」ことを求める同指針の趣旨に照らして、当時の対応が不適切であったとはいえない。むしろ、同指針3.1.2においては「自社の株価が提案の価格を大きく下回っている場合には、そもそもなぜこの乖離が生じるのかについて、取締役会（特に社外取締役）や経営陣が関心を持ち、検討や分析を行う契機とすることが考えられる。」とされていることからしても、当時の市場株価を上回るYFOの買収提案を契機として、東洋建設が、企業価値の向上及び一般株主の利益の観点でより望ましい2023年中計を策定したことは、同指針の趣旨に反するものとはいえない。

(イ) インフロニア公開買付けへの賛同意見を維持して応募推奨を撤回したこと

インフロニア公開買付けへの賛同意見を維持して応募推奨を撤回したことのプロセス及びその内容が著しく不合理であるとは認められない。

(ウ) 小括

⁶ ただし、本調査によっても、当時、具体的にどのように2022年事業計画（インフロニア公開買付け）の計画値を合理的に引き上げることが可能であったのかは明らかになっておらず、また、実際のインフロニアとの交渉経緯に鑑みると、仮に当該計画値を引き上げていたとしても、インフロニアが公開買付価格の引上げに応じた可能性は低いといえる。

インフロニア公開買付けの事業計画の策定経緯については本調査者からそれぞれ異なる意見が示されているものの、東洋建設取締役会（あるいは本調査対象者）が、インフロニア公開買付けが東洋建設における企業価値向上に資するものであると意思決定したことや、インフロニア公開買付けへの賛同意見を維持して応募推奨を撤回したことに係る判断の内容及び過程が善管注意義務・忠実義務に違反するということとはできず、また、本調査対象者が東洋建設の企業価値を反映した適正な買収価格を実現するように尽くしたかという観点からも善管注意義務・忠実義務違反があるということとはできないという限りでは一致している。したがって、上記(1)のインフロニア及び「非開示」の働きかけについても、不適切な圧力又は影響力の行使とは評価できない。

2. 調査事項(2)について

(1) 東洋建設の意思決定において第三者からの不適切な圧力又は影響力の行使がなかったか（東洋建設において真に独立した手続及び意思決定がなされたか、本調査対象者による一般株主及び東洋建設の利益の犠牲の下に自己又は第三者の利益を優先した意思決定がなかったか）

非公開化提案に対して東洋建設が本買収防衛策を導入することについては、インフロニアから、本買収防衛策を導入する方向で連絡を受けたり、本買収防衛策の導入についてアドバイスをを行った法律事務所の紹介を受けるなどにより、本買収防衛策を導入する方向で東洋建設に対して一定の働きかけがあった事実が認められる。

ただし、インフロニアの働きかけが不適切な圧力又は影響力の行使と評価されるかについては、東洋建設において真に独立した手続及び意思決定がなされたかや、本調査対象者による一般株主及び東洋建設の利益の犠牲の下に自己又は第三者の利益を優先した意思決定がなされたかを検証する必要があるが、下記(2)における検討も踏まえ、下記(3)において詳述するとおり、不適切な圧力又は影響力の行使とは評価できない。

また、東洋建設取締役会は、票読みの結果として否決の見込みであったことや、YFOから2023年5月24日まで東洋建設株式の追加取得及び本買収防衛策に定める大規模買付行為等を行わないことを誓約したことなどの経緯から、本買収防衛策に係る議案を取り下げているのであって、インフロニアその他の第三者が何らかの働きかけを行った事実は認められない。

さらに、東洋建設においては、2022年5月10日の役員指名・報酬委員会で第100回定時株主総会に上程する取締役選任議案及び執行役員議案について協議が行われ、H氏が次期取締役候補者から外れることなどを含む取締役選任議案と、前田建設から推薦を受けて東洋建設の顧問に就任していたK氏が専務執行役員となる旨の執行役員選任議案が作成された。かかる取締役選任議案及び執行役員選任議案は、同月12日開催の東

洋建設の取締役会に付議されて、全会一致で可決されたものである。

H氏が次期取締役候補から外れたのは、執行役員副社長の定年を満67才とする東洋建設の取締役定年内規（任期中に定年に達した場合には任期満了時まで定年を延長）に従ったものであり、インフロニアその他の第三者が何らかの働きかけを行った事実は認められない。また、上記の取締役選任議案の決定プロセスは東洋建設における社内規程に沿ったものであり、手続上の懸念事項も検出されていない。

前田建設は、東洋建設に対し、H氏を含めて3代続けて取締役副社長を派遣していたが、東洋建設取締役会は、2022年5月12日、役員指名・報酬委員会での決定を経て、前田建設から推薦を受けて東洋建設の顧問に就任していたK氏が取締役副社長ではなく専務執行役員に就任することを決議した。K氏が東洋建設の取締役ではなく執行役員に就任したのは、インフロニア公開買付けが成立することを想定し、東洋建設がインフロニア傘下に入ることから、今後は東洋建設と同様にインフロニアの子会社となる前田建設から取締役派遣については受け入れないという意向を東洋建設が示したことによるものである。したがって、K氏が東洋建設の執行役員に就任したこと（また、取締役に就任しなかったこと）について、インフロニアないし前田建設が何らかの働きかけを行った事実は認められない。

(2) 株主に開示すべきであったのに開示されていない事項の有無

開示すべき事項は認められなかった。

(3) 本調査対象者の善管注意義務及び忠実義務違反の有無（その他の東洋建設のガバナンス上の瑕疵の有無）

東洋建設取締役会（あるいは本調査対象者）による、本買収防衛策を導入することの必要性及び相当性が認められるため、東洋建設取締役会が、本買収防衛策の導入及び第100回定時株主総会に本買収防衛策にかかる議案を第5号議案として上程することを決議し、また、その後これを取下げる旨の決議をしたことに関する判断の内容及び過程については不合理な点は見当たらないから、善管注意義務・忠実義務違反は認められない。

また、上記(1)のとおり、2022年5月24日の東洋建設取締役会による本買収防衛策導入の意思決定には、インフロニアの一定の働きかけがあったところ、インフロニアにおいて、自らが公開買付け中に対象会社に対して本買収防衛策導入の検討を求める意向や助言を伝えた点については、対抗的な買付け機会を確保することで公開買付けの公正性を担保するための措置（間接的マーケットチェック）の趣旨との関係で必ずしも望ましくない面があるとの指摘はあり得るとしても、本件においては、上記のとおり東洋建設による本買収防衛策の導入には一定の合理性が認められるのであるから、インフロニアのかかる行為についても不適切な圧力又は影響力の行使とまでは評価できない。

3. 調査事項(3)について

YFOは東洋建設に対して、2022年4月22日、取締役会による賛同及び応募推奨を前提条件とする一株あたり1,000円での買収提案を行い、同年5月18日に同じく取締役会による賛同及び応募推奨を前提条件とする一株あたり1,000円での法的拘束力を有する公開買付けによる非公開化提案を行った。これに対して、取締役会が2023年5月24日にYFOの非公開化提案に対する反対意見を表明するに至った。

調査事項(3)は、かかる一連の対応についての検討を求めるものであり、その対象が多岐にわたるため、以下では、(1)インフロニア公開買付けの公開買付期間におけるYFOの非公開化提案への対応、(2)取締役会によるYFOの非公開化提案に対する反対意見の表明、及び、(3)YFOによる非公開化提案の受領から取締役会による反対意見の表明に至るまでのプロセスにおける個別論点に分けた上で検討する。

検討の視点としては、調査事項(3)で示された検討事項を踏まえて、まずは本調査対象者による判断の過程及び内容に著しく不合理な点がなかったか、又は本調査対象者が東洋建設の利益を犠牲にして、自己又は第三者の利益を図ることがなかったかという観点で、善管注意義務又は忠実義務の違反が問題となるような対応がなかったかを検討する。さらに、その検討過程において、善管注意義務又は忠実義務の違反とまでは評価できずとも、会社及び一般株主の利益の観点から、ガバナンス上の瑕疵又は不公正・不適切なものとして調査事項(3)(ア)から(エ)の観点で特に指摘すべき対応がなかったかも併せて検討する。

(1) インフロニア公開買付けの公開買付期間におけるYFOの非公開化提案への対応

インフロニア公開買付けの公開買付期間中に、取締役会がインフロニア公開買付けに対する意見を撤回してYFOの非公開化提案に応じるという対応をしなかったことが、善管注意義務違反又は忠実義務違反が問題となるような不合理な対応であったとはいえない。また、上記の取締役会の判断の過程、アドバイザーからの助言や2022年特別委員会の構成員からの意見取得の過程に関して、取締役会ないし本調査対象者において、ガバナンス上の瑕疵というべき事情、あるいは不公正・不適切というべき対応があったとはいえない。

(2) 取締役会によるYFOの非公開化提案に対する反対意見の表明

当時の取締役会が、YFOの企業価値向上策は東洋建設の企業価値向上に資するものではないと判断したことや、むしろYFOによって非公開化されることで東洋建設の経営の基盤に悪影響を与えるとの懸念を有したことについて、その判断の過程や内容に不合理

な点は見当たらない。加えて、これらの判断は、当該会社の事業やそれを取り巻く環境等を踏まえた高度の専門的知見及び経験に基づく判断を要するところ、取締役会は、実際に日々の業務に携わり、各ステークホルダーとの協議や交渉を実施している東洋建設の関係部署の検討結果に基づいて判断したことに鑑みると、東洋建設の取締役会が、YFOによる非公開化によって東洋建設の企業価値が著しく毀損するおそれが大きいと判断したことが不合理とまではいえない。

2023年5月24日、東洋建設の取締役会において最終的にYFOの非公開化提案に反対する旨の決議を行ったことが、善管注意義務違反又は忠実義務違反が問題となるような不合理な対応であったとはいえない。また、取締役会の判断の過程、アドバイザーからの助言や2023年特別委員会の判断の過程に関しても、上記【イ(イ)】【東洋建設注：調査報告書の該当箇所には、東洋建設によるステークホルダーからの意見聴取・アンケートについて、中立性を欠くとの指摘もあり得る旨が記載されています。】のとおり、経営の基盤への影響に関する評価に際して若干中立性に疑義のある事情は見られるものの、全体として見たときに、取締役会ないし本調査対象者において、ガバナンス上の瑕疵というべき事情、あるいは不公正・不適切というべき対応があったとはいえない。

(3) YFOの非公開化提案の受領から取締役会による反対意見の表明に至るまでのプロセスにおける個別論点

本件において、YFOの非公開化提案に対する最終的な意思決定をしたのは取締役会であり、上記(2)のとおり、取締役会によるYFOの非公開化提案に対する反対意見の表明については、その判断の過程及び内容が不合理とはいえず、善管注意義務違反若しくは忠実義務違反、又はガバナンス上の瑕疵若しくは不公正・不適切とはいえない。他方で、東洋建設がYFOの非公開化提案を受領し、YFO公開買付けの予告が公表されてから取締役会が反対意見の表明に至るまでに1年以上が経過していることや、そのプロセスにおいて不適切と考える対応があった旨がYFOから指摘されていることを踏まえて、以下では、(ア)東洋建設によるインフロニア公開買付けとYFOの非公開化提案の取扱いの差異、(イ)YFOとの交渉における本調査対象者による個別の発言・行動、及び(ウ)東洋建設による検討・交渉の長期化について、それぞれ検討・評価する。

(ア) 東洋建設によるインフロニア公開買付けとYFOの非公開化提案の取扱いの差異

インフロニアとYFOの属性の違いや東洋建設との関係性、提案内容や交渉状況の違いを踏まえると、東洋建設においてインフロニア公開買付けとYFOの非公開化提案の対応に一定の差異があったことが、善管注意義務違反若しくは忠実義務違反が問題となるような不合理な対応、又はガバナンス上の瑕疵若しくは不公正・不適切であったとまでは

いけない。

(イ) YFO との交渉における本調査対象者による個別の発言・行動

YFO との交渉における本調査対象者による発言・行動については、例えば、取締役会による判断のスケジュールに関して、最終的に YFO が望んでいたものとは異なる対応であったり、上場維持を前提とした対案についての YFO の受入れ可能性についての楽観的な見立てによって YFO の誤解を招いたり、期待を抱かせたりするものであったとの評価もあり得る対応が見受けられる。また、口頭での交渉の過程においては、YFO に対する情報提供や情報開示について正確性を欠く発言があったり、特に経営の基盤については実態よりも誇張したとの評価もあり得る発言なども散見される。

しかし、YFO の非公開化提案に関する交渉局面である以上、東洋建設にとって YFO は交渉の相手方であり、交渉戦略の一環としてスケジュールや合意内容に関して必ずしも相手方が望まない方向性を志向することも、企業価値向上や株主共同の利益に資する限り、否定されるわけではない。また、交渉の場においては、一定の駆け引きや誇張した表現が用いられることが許容されないとまではいけない。特に、口頭での交渉においては、議論が長期化又は白熱する中で、一部に正確性を欠く発言や相手方を説得するために断定的又は強い表現が用いられることがあったとしても、それらをもって直ちに善管注意義務違反又はガバナンス上の瑕疵若しくは不公正・不適切な対応であったと評価するのは妥当ではない。

本件においては、上記(2)のとおり、YFO の非公開化提案についての最終的な取締役会の意思決定が企業価値の向上及び株主共同の利益の観点から不合理とはいえないところ、YFO との交渉における本調査対象者のいずれの発言・行動も東洋建設の企業価値又は株主共同の利益を害する意図や YFO に対して非公開化提案を断念するように強制する意図によるものとは認められず、また、最終的な取締役会による意思決定を不当に歪めるものであったとも認められない。さらに、いずれも YFO との交渉局面における発言・行動であったことを前提とすると、交渉局面においても社会通念上許容されないような発言・行動であったとまでは評価できない。したがって、以下の個別の発言・行動も含めて、善管注意義務違反若しくは忠実義務違反が問題となるような不合理な対応、又はガバナンス上の瑕疵若しくは不公正・不適切な対応であったとまではいけない。

個別に見ても、例えば、D 氏が、準備不足のままトップ面談が行われた結果として東洋建設と YFO の交渉が決裂した場合に、プレスリリース等の応酬になりかねず、それによって YFO が行っているフィランソロピー事業等のレピュテーションに対しても悪影響を生じかねず、そのような事態は望んでいない旨を発言したことについても、当該発言の前後の経緯のほか、あくまで双方の交渉が難航しておりトップ面談の事前準備の重要性を説明する中で出た発言といえること、実際に YFO の買収提案がされて以降、両者間でプレスリリースの応酬が見られたこと、客観的に見て東洋建設が積極的に YFO の事

業やレピュテーションに悪影響を及ぼす趣旨の発言とは受け取れないこと等を踏まえ、善管注意義務違反若しくは忠実義務違反が問題となるような不合理な対応、あるいは不公正・不適切な対応と断じることまではできない。

また、D氏がYFOに対して、東洋建設の経営の基盤について説明する中で、東洋建設の非公開化について反対の態度を示した上で、[非開示]【東洋建設注：本件に関して当社と契約関係が無い第三者へ言及するものですので、当社取締役会において開示することが適切ではないと判断し、非開示としますが、公共事業受注への影響を懸念する旨が述べられています。】を理由としてYFOによる非公開化提案に反対する旨を対外公表資料等に記載することはできないため、外部に出すことができる理由を出さなければならない旨の発言をしたことについても、YFOは非公開化提案に賛成しない上辺だけの理由を取り繕おうとするものとして批判している。しかし、D氏による発言の趣旨についての説明は不合理とまではいえず、協議の過程において、経営の基盤の重要性についてYFOの理解を得るために当該情報がセンシティブな情報であることを強調したものであるとの評価もでき、かつ、実際に実態と異なる開示を意図的に行ったという事実も検出されていないこと等を踏まえ、善管注意義務違反若しくは忠実義務違反が問題となるような不合理な対応、あるいは不公正・不適切な対応と断じることにはできない。

なお、A氏がP氏に対して手交した11月25日付け書簡(A氏)についても、YFOは、同書簡が取締役会の決議を経ていないことを指摘しているが、当該書簡提出に至るまでの経緯に鑑みれば、取締役会の決議を経ていないことは交渉当事者間の当然の前提となっていたというべきであり、A氏ないし取締役会の対応が不合理ないし不公正・不適切とは言い難い。

(ウ) 東洋建設による検討・交渉のプロセスの長期化

東洋建設がYFOの非公開化提案を受領し、YFOがYFO公開買付けの予告について公表した以降、取締役会が反対意見の表明に至るまでに1年以上が経過している点は、買収提案に対する検討・交渉に係る一般的な実務と比較して長期に及んでいるとの指摘もあり得るため、かかる観点から東洋建設の検討・交渉のプロセスについて検討する。なお、本項目については、善管注意義務・忠実義務違反があったとまで断じることにはできないという限度において本調査者の意見は一致しているが、不公正・不適切なものであったか否かについては、本調査者からそれぞれ異なる意見が示されたため、以下では、個別に報告する。

a. 調査者牛島信の意見

(a) 結論

東洋建設による YFO の非公開化提案の検討・交渉が長期化し、反対意見の表明に至るまでに 1 年以上経過したことについては、取締役会（及びそれを構成する取締役）の対応として、善管注意義務・忠実義務違反があったとまで断じることができないが、少なくとも、東洋建設の企業価値及び株主共同の利益の確保・向上の観点から、また、現時点において公表されている企業買収行動指針の趣旨等、すなわち上記の本件当時にも適用されるべき企業買収における取締役・取締役会による検討の在り方（行為規範）にも鑑みれば、取締役会の行動の在り方として不適切であったというべきである。

(b) 検討の視点

経済産業省は、2023 年 8 月 31 日に、企業買収行動指針を公表している。企業買収行動指針は、上場会社の経営支配権を取得する買収を巡る当事者の行動の在り方を中心に、M&A に関する公正なルール形成に向けて経済社会において共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示するものである。

また、企業買収行動指針は、買収者が上場会社の株式を取得することでその経営支配権を取得する行為を主な対象としており、その射程には経営陣からの要請や打診が行われていない中で買収提案が行われる場合（英語の unsolicited offer/bid に相当）も含まれる（企業買収行動指針 1.3）。YFO による非公開化提案に係る検討は、まさに上場会社である東洋建設の経営陣からの要請や打診が行われていない中で買収提案が行われる場合であり、企業買収行動指針の対象であると認められる。

企業買収行動指針は、会社法上の取締役の善管注意義務・忠実義務等について整理を行うことを直接企図したものではない。また、本調査の対象期間よりも後に公表されたものであることからすれば、東洋建設における対応が企業買収行動指針に沿っていないことをもって、直ちに善管注意義務違反を認めることはできない。しかしながら、企業買収行動指針は、我が国における近時の M&A 実務や裁判例等を踏まえて策定されたものであり、本件当時にも適用されるべき企業買収における取締役・取締役会による検討の在り方（取締役・取締役会の行為規範）について指針のかたちで明文化したものとも解されることから、本件における検討の視点として用いるべきものと考えられる。

企業買収行動指針では、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、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という原則。）、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という原則。）、③透明性の原則（株主の判断のために必要または有益な情報が、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り、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という原則。）が掲げられている（企業買収行動指針 2.1）。これらの原則は本件における検討の視点にもなると考えられる。

企業買収行動指針は、上記三つの原則のもと、買収提案を巡る取締役・取締役会による検討の在り方（行為規範）の一つとして、「真摯な買収提案」については「真摯な検討」をすべきことを対象会社取締役会に求めている（企業買収行動指針 3.1.2）。YFOの非公開化提案は、買収対価や企業価値向上策が明示された一定の法的拘束力ある提案であり、買収資金についても、裏付けとなる客観的資料が示されておらず実現可能性に一定の疑義があったにせよ、一定の説明がなされていた。したがって、東洋建設取締役会としては、YFOの非公開化提案が「真摯な買収提案」に該当するものとして真摯に検討する必要があったと考えられる。2023年特別委員会もYFOの非公開化提案を『真摯な買収提案』に該当しないとはいえない」と評価して、YFOの非公開化提案の妥当性・相当性を具体的に検討している。

また、企業買収行動指針は、対象会社の取締役・取締役会が「真摯な買収提案」について「真摯な検討」をするに当たっては、買収価格等の取引条件を軽視するようなことがあってはならず、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格が示されていることから、合理的に考えれば、企業価値を高めることが期待し得る提案であれば、取締役・取締役会としてはこれを十分に検討する必要があるとしている（企業買収行動指針 3.1.2）。当時、YFOの非公開化提案は、過去の東洋建設の株価水準よりも相応に高い一株あたり1,000円が買付価格として示されていた。加えて、下記のとおりインフロニア公開買付けにおける対抗提案であること、また、YFOは買収後の経営方針や企業価値向上策について一定の説明を行っていたことなどからしても、東洋建設としては企業価値を高めることが期待し得る提案としてこれを十分に検討する必要がある。

さらに、YFOの非公開化提案は、インフロニア公開買付けへの対抗提案として提出・公表されたものである。東洋建設はインフロニア公開買付けの一株770円の買付価格に対して賛同・応募推奨を行っていたことからすれば、当時の東洋建設取締役会において、当該買付価格を相当に上回る一株1,000円を買付価格とするYFOの非公開化提案は、東洋建設の株主共同の利益により資するものであった可能性があった。したがって、企業買収行動指針の趣旨（特に第2原則・第3原則）に照らせば、東洋建設取締役会としては、速やかにYFOの非公開化提案の実現可能性及び企業価値向上の観点を検討し、株主に対して説明責任を果たすべきであったと認められる⁷。この点について、東洋建設は、2022年5月20日開催の取締役会決議により、インフロニアの完全子会社としてインフロニアグループに参画する検討を中止する旨を公表することを決定している。しかし、YFOの非公開化提案がインフロニア公開買付けへの対抗提案として提出され、東洋建設がYFOの提案する一株1,000円という買付価格を下回る一株770円を買付価格とするインフロニア公開買付けに賛同・応募推奨を行っていたこと（いわゆるレブロン義務が

⁷ 企業買収行動指針においては、「対抗提案がされることにより、取引条件が異なる複数の提案が提示され、公知となった場合には、株主の利益に配慮しているか（価格等の取引条件について最善の選択をしているか）という問題が特に顕在化しやすく、市場における説明責任を果たす必要性が高まる」（企業買収行動指針 3.2.1）とされている。

存在する状況にあったこと) 自体は否定できない。したがって、YFO の非公開化提案に係る株主への説明責任 (取締役会の判断を形成し、その理由を株主に説明すべきこと) は引き続き重要と考えられる状況にあった。

また、YFO は 2022 年 5 月 18 日から公開買付けの予告を継続していたところ、長期間にわたって、公開買付けの予告がそのまま公開買付けの開始や買収提案の取下げがなされないまま継続する場合、市場や株主さらには対象会社の地位を不安定にする側面がある。公開買付けの実施予告のあった場合において、合理的な期間内に公開買付けを開始することができない場合には、市場の安定という観点からも、原則として予告を取り下げることが望ましい (企業買収行動指針 4.1.1.3)。特に、YFO の非公開化提案は、東洋建設取締役会の賛同意見・応募推奨を買収の条件としていたことから、YFO が取り下げ等をするかどうかは東洋建設取締役会の判断によることが大きい状況にあった。

なお、真摯な買収提案を受けた対象会社は、一般に当該買収提案について時間とコストを掛けて真摯に検討することが必要となる⁸。しかし、上記の事情の下では合理的な期間内での迅速な検討が求められていたと考えられること、また、買収者に対して延々と情報提供を求めたり、買収提案の検討期間をいたずらに引き延ばすべきではないとされていることにも留意が必要である⁹。

(c) 東洋建設による YFO の非公開化提案の検討・交渉が長期化した主な原因

i. 東洋建設から YFO に対して詳細な企業価値向上策を要求していたこと

YFO の非公開化提案に対する東洋建設の取締役会による検討・交渉が長期化した原因としては様々な事情が考えられるが、東洋建設取締役会が YFO に対して具体的な企業価値向上策を提出するよう繰り返し要求したものの、東洋建設取締役会としては、YFO からの企業価値向上策はいずれも具体性に乏しく、東洋建設の取締役会で企業価値の向上に資するか否かにつき判断できる内容に至っていないと判断し、その結果、YFO の非公開化提案の検討が遅れていたことが、かかる検討・交渉の長期化の一因であったことは認められる。

すなわち、YFO の非公開化提案は、東洋建設取締役会による賛同意見及び応募推奨を公開買付けの前提条件としていた。東洋建設取締役会が YFO の非公開化提案に対して賛

⁸ 企業買収行動指針においては、真摯な買収提案に対しては「時間とコストをかけて『真摯な検討』を進める」(企業買収行動指針 3.1.2) ことが想定されている。

⁹ 企業買収行動指針においては、買収に対する対応方針の文脈で「時間・情報・交渉機会の確保を理由として、買収者に対して延々と情報提供を求めることを可能とするような設計や運用を行うことや、買収提案の検討期間をいたずらに引き延ばす等の恣意的な運用は許容されるべきではない」(企業買収行動指針別紙 3 の 2 (1) a)) とされている。企業買収行動指針の対象会社が買収提案に対する判断を遅らせることで買収を断念させることを防止するという趣旨は、(場面は異なるものの) YFO による非公開化提案に係る検討にも及び得るものと考えられる。

同意見及び応募推奨を決議するにあたっては、YFOによる非公開化が東洋建設の企業価値向上に資するかどうかの検討が必要となる。他方で、東洋建設取締役会は、2022年5月にYFOから最初の企業価値向上策を受領したが、その内容が抽象的であり企業価値向上に資するものであるかを直ちに判断することはできないと考えていた。その後、YFOは東洋建設からの情報提供等を踏まえて、企業価値向上策の改訂版を提出したものの、東洋建設取締役会としては、いずれも具体性に乏しい等の評価がされていた。このことが最終的な意見表明までの期間が長期化した原因になったと評価できる。

この点について、YFOの非公開化提案が東洋建設取締役会の賛同意見及び応募推奨を前提条件としていたことから、東洋建設取締役会としてYFOの企業価値向上策の内容を精査する必要があることは確かである。しかし、企業買収行動指針によれば、買収者に対してデュー・デリジェンスの機会が与えられていない又は限定的な段階において、買収者に対して不合理に詳細な情報の開示・提供を求めることは望ましくないとされている（企業買収行動指針3.1.2脚注26）。上記のとおり、本件においては合理的な期間内で迅速な検討が求められていた。また、買収者に対して延々と情報提供を求めることは許容されないと考えられ、本件においてはYFOに具体的な企業価値向上策の提出や情報提供を求め続けることがこれに当たる。これらの事情等からして、東洋建設取締役会としては、具体的な企業価値向上策を求めるのであれば、YFOに対してデュー・デリジェンスの実施を提案することが考えられる。また、これを提案しないのであればデュー・デリジェンスを実施していない段階での企業価値向上策としての具体性ないし合理性を備えているかという観点から速やかに検討するべきであった。

実際、YFOは、非公開化提案を行って以降、東洋建設に対してYFOの非公開化提案の正式な検討を開始するように繰り返し要求していた。とりわけ2022年7月28日には取締役会宛て書簡において、YFOは、東洋建設からの基盤の説明は受けるものの、そのプロセスにより非公開化提案に対する取締役会の判断のタイミングが後ろ倒しとならないよう、それと並行してYFOの非公開化提案の検討を開始するように東洋建設取締役会に求めていた。また、YFOは、1年間の期間で誓約したスタンドスティルについても、その期限まで交渉することを前提とするものではなく、YFOの非公開化提案については、1年間というスタンドスティルの誓約期間にかかわらず東洋建設取締役会において早期に検討すべきことを要請していた。これに対して、東洋建設も、一定の留保は付していたとはいえ、2022年7月25日に同年9月末を目途に特別委員会を設置して答申を得た上で、取締役会においてYFOの非公開化提案について結論を出す旨のスケジュール案を提示するなどしていた。それにもかかわらず、東洋建設は、上場維持に向けた基盤の説明に終始し、YFOの非公開化提案に対する具体的なフィードバックをするなどしてYFOの企業価値向上策を具体化するための対応を行った事実は認められない。さらに、東洋建設社内のメール等においては、YFOの企業価値向上策が具体化することを避けるために、あえてYFOの企業価値向上策については具体的な指摘をしていないといった記載・発言も認められるところである。むしろYFOによる企業価値向上策の具体化に対して非

協力的な対応をしていた事実すらうかがわれるのである。

ii. 東洋建設による情報提供が速やかになされなかったこと

東洋建設は、YF0 から情報提供を依頼された事項の一部について、両社の対立が決定的となった 2023 年 1 月以降まで提供していなかった。したがって、YF0 から提供を求められた情報を速やかに提供していたとは評価できず、かかる対応が YF0 の企業価値向上策が具体性に乏しかったことや検討・交渉期間が長期化したことの要因の一つになったと認められる。

東洋建設としては企業価値ひいては株主共同の利益の確保又は向上の観点で YF0 の非公開化提案に対応すべきところ（企業買収行動指針の第 1 原則）、YF0 が望む情報の全てではなく、東洋建設として上記観点で検討した結果として必要と考える範囲に絞って情報を開示することは、必ずしも否定されるべきものではない。また、東洋建設としては、積極的とまではいえないまでも一定の情報提供には応じていた。したがって、東洋建設の対応は、取締役の善管注意義務・忠実義務違反の観点から著しく不合理とまではいえない。さらに、2022 年 12 月に YF0 との協議が実質的に決裂した後、取締役会は 2023 年 1 月 10 日に YF0 の非公開化提案を十分に検討して公正に判断するために、YF0 が求めているデータを早急に提出し、YF0 による具体的な施策を含む企業価値向上策及びそれに基づく企業価値に関する定量的な分析の提示を要請した。しかし、その後に東洋建設から提供された情報を踏まえて提出された YF0 の企業価値向上策（改訂版）はなお具体性に乏しい又は既に取組済みであるとの評価がされている。

しかしながら、そもそも東洋建設取締役会においては、YF0 の非公開化提案に関する株主への説明責任を速やかに果たすべき状況にあり、また、YF0 に対して過度に具体的な企業価値向上策を求めるべきでないことは上記 i. のとおりである。加えて、東洋建設からの情報提供を踏まえて提出された YF0 の企業価値向上策（改訂版）が結果としてなお具体性に乏しい等と東洋建設によって評価がされていることについては、YF0 から情報提供要請を受けた当時において東洋建設が迅速にこれに対応しなかったことを正当化するものではない。東洋建設においては、これらの点を踏まえ、YF0 に対して具体的な企業価値向上策を求めるのであれば、当初から情報提供要請に迅速に対応すべき必要があったということができ、かかる対応がなされていたとすれば、企業価値向上策に関するやり取りが増えることなどにより、より具体性を備えた提案が YF0 から提出された可能性も否定できなかつたといえる。YF0 に対する情報提供については、東洋建設が必要と判断した情報提供にとどめた対応は取締役の善管注意義務・忠実義務違反の有無という観点から著しく不合理とまではいえない。しかし、YF0 の企業価値向上策の具体化のための速やかな一定の情報開示がなかつたことについては問題があつたと言わざるを得ない。

iii. YF0 による投資実績（トラックレコード）等に懸念があったこと

YF0 の非公開化提案に対する東洋建設の取締役会による検討・交渉が長期化した原因の一つには、東洋建設において、YF0 の投資実績（トラックレコード）に懸念があったことや、Q 氏によるアスリード・キャピタルのディレクターとして入手した未公表情報の目的外利用の疑い及び YF0 による法令違反の疑いがあると考えていたことにもあると認められる。

すなわち、YF0 は当初において東洋建設に対して本秘密保持契約を締結するまでは具体的な投資実績（トラックレコード）について明らかにしていなかった。その上、実際にも建設事業に出資又は経営参加したことはなく、上場会社の経営支配権を取得して事業運営を行ったという実績が見受けられなかった。これらの事情等から、東洋建設としては、YF0 が東洋建設を非公開化した場合の経営方針や経営戦略の合理性や実現可能性について、株主共同の利益の観点から慎重に検討する必要があると考えたことはやむを得ないと認められる。

さらに、東洋建設による持株会社化の検討におけるアスリード・キャピタルや Q 氏の関与、YF0 による東洋建設株式の取得・買増しの経緯及びアスリード・キャピタル及び株式会社プリズム・アドバイザーのマネージング・ディレクターであった S 氏の提案（MBO のスポンサー候補として YF0 を挙げていたこと）等の事情もある。これらに照らせば、東洋建設が、Q 氏がアスリード・キャピタルのディレクターであった際に東洋建設の社内情報（持株会社化に係る事業計画や株式価値算定等に関する情報等）を取得し、YF0 における東洋建設株式の投資に利用している（すなわちアドバイザー契約で禁じられている未公表情報の目的外利用を行っている）などと疑ったこと自体もやむを得ない。

なお、YF0 における法令違反の疑いについては、その後に関係当局による処分・勧告や司法判断によって違法性が確認されたわけではない。一方で、2022 年特別委員会や社外監査役からは YF0 の法令違反に関する懸念が示され、東洋建設は複数の法学者から YF0 における法令違反の疑いに関する意見書を取得していた。

以上のような状況下において、東洋建設として、本買収防衛策を導入するとともに YF0 との交渉や YF0 への情報提供に関して慎重かつ保守的に対応したことについて、善管注意義務・忠実義務違反を基礎付けるという意味で著しく不合理とまではいえない。

しかしながら、YF0 における法令違反の疑いについて、上記のとおり東洋建設において当初一定の懸念を有していたこと（したがって慎重かつ保守的に検討を進めること）はやむを得ない面があったことは否定できないものの、東洋建設取締役会としては上記のとおり YF0 の非公開化提案について迅速にこれを検討すべきものであった。にもかかわらず、法学者の意見書は 2022 年 6 月に取得してはいるものの、東洋建設が YF0 の法令違反の懸念について関係当局等との協議を開始したのは 2023 年 1 月以降である。したがって、東洋建設が YF0 の法令違反の懸念についてその当否を速やかに判断するとい

う観点からの調査・検討を実施していたかは疑問が残る。現に、2022年8月9日及び同年9月27日の取締役会で実施すべきものと決定されていたコンプライアンスチェックが、基盤の説明を優先していたという理由で同年9月以降実施されていなかったことが、同年12月の取締役会で確認されている。かかる事情からすると、東洋建設がYF0の法令違反について有していた懸念について、その懸念の当否を速やかに判断するために適切な対応をしていたとは言い難い。

(d) 小括

以上のとおり、東洋建設取締役会は、YF0の非公開化提案に対して速やかに検討したうえで、株主に対して説明責任を果たすべきであったにもかかわらず、積極的かつ迅速に対応しなかった。これにより、YF0の非公開化提案について最終的な判断までに相当の期間を要したものと認められる。すなわち、東洋建設はYF0に対して企業価値向上策の具体化を繰り返し求めていながら、YF0に対してデュー・デリジェンスの実施を提案することもなく、また、デュー・デリジェンスを実施していない段階での企業価値向上策として具体性ないし合理性を備えているかという観点から速やかに検討することもなかった。また、東洋建設においては、YF0に対して具体的な企業価値向上策を求めたのであれば、当初から情報提供要請に迅速に対応すべき必要があったにもかかわらず、YF0から情報提供を依頼された事項の一部について対立が決定的となった2023年1月以降まで提供してなかった。加えて、東洋建設がYF0の法令違反について懸念を有していたことについても、その懸念の当否を速やかに判断するため適切な対応を速やかにしていたとは言い難い。もちろん、取締役会による反対意見の表明に至るまでの一連の経緯に鑑みると、取締役会による最終的な判断までに相応の期間を要した原因はYF0側にも一定程度存在する。したがって、東洋建設による検討・交渉が長期化し、反対意見の表明に至るまでに1年以上経過したことについては、取締役会（及びそれを構成する取締役）の対応として、善管注意義務・忠実義務違反があったとまで断じることができない。しかし、少なくとも、東洋建設の企業価値及び株主共同の利益の確保・向上の観点から、また、現時点において公表されている企業買収行動指針の趣旨等、すなわち上記の本件当時にも適用されるべき企業買収における取締役・取締役会による検討の在り方（行為規範）にも鑑みれば、取締役会の行動の在り方として不適切であったというべきである。

b. 調査者奥田洋一の意見

東洋建設がYF0の非公開化提案を受領してから取締役会が反対意見の表明に至るまでに1年以上が経過している点は、買収提案に対する検討・交渉に係る一般的な実務と比較して長期に及んでいるといえる。しかし、以下で述べる本件の個別事情を踏まえる

と、東洋建設の取締役会の対応は、企業価値の向上及び株主共同の利益の観点から、時間をかけて丁寧かつ真摯に検討を行っていたものと評価でき、善管注意義務違反若しくは忠実義務違反が問題となるような不合理な対応、又はガバナンス上の瑕疵若しくは不公正・不適切な対応であったとはいえない。また、2023年8月31日に公表された企業買収行動指針で記載された買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範に照らしても、不適切な対応であったとはいえない。

(a) 検討・交渉のプロセスが長期化した主な原因

YFOの非公開化提案に対する東洋建設の取締役会による検討・交渉のプロセスが長期化した原因としては様々な事情が考えられるが、その大きな原因の一つには、YFOから提示された企業価値向上策が具体性に乏しく、東洋建設として企業価値の向上に資するか否かにつき判断できる内容に至っていなかったことが挙げられる。すなわち、YFOの非公開化提案は取締役会による賛同意見及び応募推奨を公開買付け開始の前提条件としていたところ、取締役会が賛同意見及び応募推奨を決議するに当たっては、YFOによる非公開化が東洋建設の企業価値向上に資するかどうかを検討する必要がある。他方で、YFOの非公開化提案においては、非公開化後の経営方針については東洋建設経営陣と協議して決定したいとの意向が示され、YFOは自ら不要と判断してデュー・デリジェンスを実施しなかったため、YFOからは具体的な企業価値向上策が提示されていなかった。その後、YFOは東洋建設から提供を受けた情報等を踏まえて、企業価値向上策の改訂版を何度か提出し直したものの、いずれも具体性に乏しかったことは、最終的な取締役会による意見表明までの期間が長期化した原因になったと評価できる。

また、YFOの投資実績（トラックレコード）、Q氏によるアスリード・キャピタルのディレクターとして入手した未公表情報の目的外利用の疑い及びYFOによる法令違反の疑いがあったことも取締役会による検討・交渉のプロセスが長期化した原因であったといえる。すなわち、YFOは建設事業に出資又は経営参加したことはなく、上場会社の経営支配権を取得して事業運営を行ったこともないため、東洋建設として、YFOが東洋建設を非公開した場合の経営方針や経営戦略の合理性や実現可能性について慎重に検討する必要があると考えたことは合理的である。さらに、過去の4社による持株会社化におけるアスリードやQ氏の関与、YFOによる東洋建設株式の取得・買増しの経緯及びアスリードのマネージング・ディレクターであったS氏の提案（MBOのスポンサー候補としてYFOを挙げていたこと）や発言等に照らせば、Q氏によって認識された4社による持株会社化に係る事業計画や株式価値算定等に関する未公表情報がYFOの最高投資責任者としての意思決定に一定の影響を及ぼしていると疑うこともやむを得ない面があったといえる。以上のような状況において、東洋建設として、YFOとの交渉やYFOへの情報提供に関して、十分な時間をかけて慎重かつ保守的に対応したことをもって、不合理とはいえない。なお、法令違反の疑いについては、その後に関係当局による処分・勸

告や司法判断によって違法性が確認されたわけではないものの、当時の東洋建設における懸念自体が不合理とまではいえず、プロセスの長期化に一切の影響がなかったとまではいえない。

さらに、東洋建設は、YF0 から提供を求められた情報の全てを直ちに提供していたとまでは評価できず、特に上場維持を前提とした方針を目指して YF0 と交渉していた 2022 年 12 月までは、情報提供（YF0 の企業価値向上策に対する改善点の指摘等を含む。）について消極的あるいは非協力的であったとの評価もあり得るため、かかる対応が YF0 の企業価値向上策が具体性に乏しかったことや検討・交渉のプロセスの長期化の要因の一つになったとの評価もあり得る。しかし、YF0 の非公開化提案を踏まえた交渉局面でもある以上、東洋建設にとって YF0 は交渉の相手方であり、その相手方が望む情報の全てではなく、企業価値の向上及び株主共同の利益の観点から東洋建設として必要と考える範囲に絞って情報を開示することも否定される理由はない。特に、企業内部の非公開情報を提供する場合には、情報漏洩や目的外利用のリスクがあることを前提に、検討・交渉の中で判明した具体的な提案の内容やその後に具体的かつ有意義な企業価値向上策が提出される蓋然性、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を総合的に考慮して、慎重に判断することが求められる。この点、①2022 年 12 月までの上場維持を前提とした方針を目指した YF0 との交渉においては、YF0 による非公開化提案においてデュー・デリジェンスは前提条件でないことが明記されていたことに加えて、上記のとおり東洋建設が YF0 又は Q 氏による情報の目的外利用や法令違反の疑いなどの懸念を有していたことや買収資金の観点で実現可能性に疑義が存在したこと、改訂される YF0 の企業価値向上策の多くが協議において東洋建設から伝えた内容を超える独自性のある提案ではなかったこと（更なる情報提供を行えば、直ちに YF0 から企業価値の向上に資する具体的かつ有意義な提案がされる蓋然性が高いとまでは認められなかったこと）などを踏まえると、交渉の各局面において、交渉戦略の観点も踏まえ、上場維持を前提とした方針について YF0 と合意するための協議や経営の基盤についての説明等を優先して、その他の情報提供については東洋建設として必要と判断した範囲にとどめたとしても、それが直ちに不合理とはいえない。また、②2022 年 12 月に上場維持を前提とした方針についての YF0 との交渉が実質的に決裂した後、取締役会は 2023 年 1 月 10 日に YF0 の非公開化提案を十分に検討して公正に判断するために、改めて YF0 が求めているデータを提出し、YF0 による具体的な施策を含む企業価値向上策及びそれに基づく企業価値に関する定量的な分析の提示を要請したものの、その後の情報提供を踏まえても、YF0 の企業価値向上策はなお具体性に乏しい、既に取組済みである、又は交渉窓口であった事務局から YF0 側へ伝えた内容が多くを占めており、独自性のある提案ではなかったなどの評価がされていることも踏まえると、それまでの交渉過程における東洋建設による YF0 に対する情報提供が原因で検討・交渉のプロセスが不合理に長期化したとは評価し難い。

また、2022 年 8 月の本秘密保持契約の締結後、事務局間協議及びトップ面談が長期

化したこと、また最終的に同年12月に実質的に決裂したことも、東洋建設による検討・交渉のプロセスを長期化させた原因といえる。この点については、YFOからの買収提案に対して、同年8月から12月までの事務局間協議及びトップ面談において、東洋建設が経営の基盤についてYFOに繰り返し説明し、上場維持を前提にYFOと共に企業価値向上策に取り組むことを目指して協議する方針を採用したため、両者の主張が噛み合わずに平行線となったことが大きな要因といえる。もっとも、YFOは、事務局間協議やトップ面談の間、協議の継続は不要として拒絶するのではなく、むしろ経営の基盤についての東洋建設の懸念に理解を示しつつ、積極的に協議に臨んでおり、YFO公開買付けの開始時期の延期に関するプレスリリースにおいても、相互理解及び東洋建設の企業価値向上に係る協議に一定の時間が必要であり、協議を継続していく意向があり、かつ、非公開化提案を取り下げることには考えていないことなどを自ら公表していた。また、上記のとおり、具体性に乏しいYFOの企業価値向上策を前提とすると、東洋建設としては、企業価値向上の観点でのYFOによる非公開化の必要性が感じられず、むしろ、YFOの投資実績（トラックレコード）や法令違反の疑い等を踏まえると、YFOによる非公開化によって経営の基盤に悪影響を及ぼす可能性があると考えていた。そのため、東洋建設は、YFOの4月22日付け書簡において買収提案以外の戦略上の選択肢についても議論する準備があるとの意向が示されていたことを踏まえ、上場維持を前提にYFOと共に企業価値向上策に取り組むことを目指して協議する方針を採用したものであり、YFOが東洋建設の筆頭株主であったことも踏まえると、そのこと自体が不合理とはいえない。なお、客観資料上、事務局間協議及びトップ面談において、東洋建設からYFOに対して、YFOの法令違反の疑いが経営の基盤に悪影響を与えるおそれがある理由の一つであると明示的に伝えていた様子はいかがわれないものの、当該法令違反につき関係当局の処分・勧告や司法判断がなされているわけではない状況での協議において、YFOにそれを伝えたところでYFOが上場維持の方針を受け入れる可能性が乏しいことは容易に想像できるため、上場維持を目指した協議において明示的に伝えなかったとしても、不合理とまではいえない。また、東洋建設が、①一方では、YFOによる非公開化が東洋建設の企業価値向上に資するとの判断に至っておらず、②他方では、上場維持を前提にYFOと共に取り組む企業価値向上策についての協議の帰趨が見えない段階において、取締役会として正式にYFOの非公開化提案に対して反対意見を表明した場合、その後にYFOとの協議が決裂してしまうと、(i)企業価値の向上の観点では、上記①のYFOによる非公開化及び上記②の上場維持を前提とした企業価値向上策による企業価値向上のいずれの機会も失う可能性があり、また、(ii)一般株主の利益の観点からも、上記①によるYFO公開買付けに応募する機会及び上記②による企業価値向上策による株主共同の利益を享受する機会のいずれも失う可能性があった。かかる状況において、提案受領時の市場株価よりも高い一株あたり1,000円での法的拘束力のある買収提案がされ、かつ、2023年5月24日までのスタンスティルに関する誓約書が提出されていたことも踏まえると、東洋建設取締役会としては、直ちにYFOの非公開化提案に対して正式な反対意見を表明

するのではなく、まずは YF0 との協議によって、東洋建設が企業価値の向上及び株主共同の利益により資すると判断した上場維持の方針で合意することを目指したことは、たとえ YF0 が望んでいた対応でなかったとしても、東洋建設の企業価値の向上及び株主共同の利益の観点からは不合理とはいえない。

上場維持の方針についての YF0 との協議が決裂した以降、東洋建設の取締役会が、YF0 の非公開化提案に対する正式な意見を表明するまでに、同提案と比較・検討する対象となる 2023 年中計を策定していたことも、東洋建設による検討・交渉のプロセスを長期化させた一定の要因になったものと考えられる。しかし、東洋建設としては、YF0 による非公開化によって実現される企業価値と東洋建設が自ら又は第三者と共同して実現される企業価値及び株主共同の利益を比較・検討する方針を採っていたのであり、後者の検討において、YF0 の非公開化提案の内容を意識して策定中であった 2023 年中計の内容を見定めることは合理的といえる。また、中期経営計画の策定には性質上相応の時間を要するものであることに加え、そもそも東洋建設における 2023 年中計の策定は、YF0 の買収提案を契機とするものではなく、いずれにせよ前回の 2020 年中計の期間満了により新たな中期経営計画の策定を行うタイミングであり、特に、2022 年当時は東洋建設のビジネスに重要な影響を及ぼし得る洋上風力事業においてビジネス環境が変化していた状況にあった。さらに、東洋建設が、①一方では、YF0 による非公開化が東洋建設の企業価値向上に資するとの判断に至っておらず、②他方では、2023 年中計が完成に至っていない段階において、取締役会として正式に YF0 の非公開化提案に対して反対意見を表明した場合、企業価値の向上及び株主共同の利益の観点から上記①の YF0 の非公開化提案と上記②の 2023 年中計のどちらが優れているかを確認する前に、上記①の YF0 の非公開化提案による企業価値向上の機会が失われ、また一般株主は上記①による YF0 公開買付けに応募する機会を失う可能性があった。かかる状況において、提案受領時の市場株価よりも高い一株当たり 1,000 円での法的拘束力のある買収提案がされ、かつ、2023 年 5 月 24 日までのスタンドスティルに関する誓約書が提出されていたことも踏まえると、東洋建設取締役会として、直ちに YF0 の非公開化提案に対して正式な反対意見を表明するのではなく、比較・検討の対象となる策定中の 2023 年中計が完成した後に、YF0 の非公開化提案と 2023 年中計のどちらが企業価値の向上及び株主共同の利益の観点から望ましいかを改めて判断した上で、取締役会としての正式な意見の決定をしたことは、たとえ YF0 が望んでいた対応でなかったとしても、東洋建設の企業価値の向上及び株主共同の利益の観点からは不合理とはいえない。

(b) 評価

以上のとおり、YF0 の非公開化提案については、上記のような様々な原因によって取締役会による最終的な判断までに相応の期間を要したものの、取締役会による反対意見の表明に至るまでの一連の経緯に鑑みると、その原因は YF0 側にも相応に存在する。ま

た、東洋建設は YF0 の非公開化提案を放置していたわけではなく、同提案を踏まえて、取締役会として企業価値の向上及び株主共同の利益に資する方策を幅広く真摯に検討しながら YF0 と交渉していたと評価することができるため、検討・交渉に時間を要したことが不合理とはいえない。また、取締役会が 2023 年 2 月 1 日になって 2023 年特別委員会を設置している点についても、そもそも本件は特別委員会の設置が必須な局面ではなかったことや、上記取締役会としての検討・交渉方針に照らせば、上記時点まで特別委員会を設置しなかったことをもって不合理と評価することも困難である。

さらに、東洋建設取締役会が 2023 年中計を踏まえて、YF0 の非公開化提案に対して反対意見を表明した以降、市場株価は 1,000 円を超えて安定的に推移する状況に至っている。これらの株価推移の原因については様々な評価があり得ることなどから、異なる時点における売却価格を単純に比較することはできず、断定的な評価はできないものの、結果的に、一般株主は YF0 の非公開化提案の買収価格（一株あたり 1,000 円）よりも高い価格での市場売却の機会を得ることができたといえる。加えて、その後の YF0 は、一定の条件が充足されることを前提として、公開買付価格を一株あたり 1,000 円から 1,255 円に引き上げる提案を行うに至っている。このような結果を見ても、東洋建設による YF0 の非公開化提案の検討が長期に及んだことによって、YF0 の当初の買収価格 1,000 円での一般株主による売却の機会が不当に奪われたとはいえず、YF0 の非公開化提案を受けた東洋建設が別の選択肢を提供することによって、むしろ一般株主の利益に資する結果になったとの評価もあり得る。かかる観点からも、東洋建設の検討・交渉に時間を要したことをもって不合理であったとは言い難い。

YF0 が、交渉の過程で要請したスケジュールに沿って東洋建設の取締役会による正式な意見表明を受けることができなかつた点に関しては、東洋建設において、YF0 に誤解又は期待を抱かせるような一定の発言・行動があつたことは否定できない。しかし、上記のとおり、いずれの対応も東洋建設の企業価値の向上及び株主共同の利益の観点で不合理とはいえないことに加えて、東洋建設は、YF0 の望むスケジュールあるいは YF0 の強い要請に基づいて提示した一定のマイルストーンを置いたスケジュール案どおりに正式な取締役会の意見表明をすることができない可能性について、取締役の善管注意義務の観点から明示的に一定の留保をしていた。また、YF0 も、事務局間協議やトップ面談の間、それ以上の協議の継続は不要として拒絶するのではなく、むしろ積極的に協議に応じる姿勢を示し、YF0 公開買付けの開始時期の延期に関するプレスリリースにおいても、相互理解及び東洋建設の企業価値向上に係る協議に一定の時間が必要であるため、協議を継続していく意向があり、かつ、YF0 公開買付けの予告の取下げは考えていないことなどを公表していた。さらに、YF0 は、インフロニア公開買付けの公表後、直ちに對抗的な公開買付けを開始して株主の判断を仰ぐという選択肢も有していたものの、あえてそのような選択肢はとらず、取締役会の賛同及び応募推奨を公開買付け開始の前提条件とする法的拘束力のある提案を行った上で、取締役会との協議を経ないで YF0 公開買付けの予告に関するプレスリリースを公表した。また、一般的な実務に照らすと長期

ともいえる約 1 年間のスタンドスタイルに関する誓約書を提出することを選択したのも YFO 自身であった。その後、東洋建設としては、一般株主への情報開示の観点で、YFO の非公開化提案に関する自らの見解を適時に公表しながら、企業価値の向上及び株主共同の利益の観点から YFO との協議や一定の情報提供を継続したものの、YFO からは東洋建設として企業価値の向上に資すると判断できる企業価値向上策は最後まで提案されなかった。以上の事実経緯などを踏まえると、結果的に取締役会による反対意見の表明までに長期間を要したことについて、東洋建設の取締役会ないし本調査対象者による対応が、善管注意義務違反若しくは忠実義務違反が問題となるような不合理な対応、又はガバナンス上の瑕疵若しくは不公正・不適切な対応であったとは評価し難い。

なお、2023 年 8 月 31 日に公表された企業買収行動指針の公表時期やその目的に照らすと、同指針の公表前の案件である本件について指針に照らした評価をすることや、同指針に記載されたベストプラクティスに沿った対応でなかったことをもって不適切と評価することは妥当とはいえない。もっとも、以下に述べるとおり、企業買収行動指針との関係においても、検討・交渉のプロセスが長期化したことに関して、東洋建設の取締役・取締役会の対応が不適切であったとは評価し難い。

まず、東洋建設が YFO の非公開化提案を受領した段階において YFO の非公開化提案は、買収価格（一株あたり 1,000 円）が提案受領時の市場株価やインフロンニア公開買付けの買収価格（一株あたり 770 円）を大きく上回るものの、具体性を欠くために企業価値の向上に資するとの判断に至ることができないものであった。かかる状況において、東洋建設は、企業価値の向上及び株主共同の利益の観点から、時間をかけて丁寧かつ真摯に検討を重ね、比較・検討の対象となる上場維持を目指した方針についての YFO との交渉や 2023 年中計の策定を進め、最終的に、2023 年中計が企業価値の向上及び株主共同の利益のいずれの観点からも YFO の非公開化提案を上回るものであると判断できた段階で反対意見の表明をするに至ったものである¹⁰。なお、企業買収行動指針は、買収者の判断で公開買付けの予告という手法が採用された場合であっても、取締役会として企業価値の向上及び株主共同の利益の観点から判断が可能な状況に至っていない段階で早期に正式な意見表明をすることまでは求めておらず、実質的にも、買収者が公開買付けの予告という手法を選択すれば、取締役会において早期に判断をすることが求められ、時間をかけて丁寧に検討・交渉する機会が奪われることになるのは不当といえる¹¹。

¹⁰ 企業買収行動指針においては、「取締役会は、買収者が提示する買収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を、定量的な観点から十分に比較検討することが望ましい」とされており（企業買収行動指針 3.1.2）、検討期間については、拙速に結論を出すのではなく、「時間とコストをかけて検討する」ことが想定されている（企業買収行動指針・脚注 19 参照）。

¹¹ むしろ、企業買収行動指針は、買収者の行動規範として、「公開買付けの実施を予告した場合において、合理的な期間内に公開買付けを開始することができない場合には、市場の安定という観点から、原則として予告を取り下げることが望ましい。」としている（企業買収行動指針 4.1.1.3）。

また、YFO がデュー・デリジェンスを前提条件とせず、実際に実施されなかったことについても、デュー・デリジェンスへの対応に関する企業買収行動指針の内容¹²及び上記で述べた本件の事情によれば、当時の取締役会の判断や対応が不合理とはいえない。さらに、企業買収行動指針は、買収者から提出された企業価値向上策が対象会社の企業価値向上に資すると判断するに足るだけの具体性すらも欠く場合や判断に必要なその他の情報が提供されていない場合に、対象会社がこれらを求めることを望ましくないとはしておらず、取締役会において十分な情報に基づいて真摯に検討した上で判断するために必要であれば、それが否定される理由はない。加えて、本件においては、時間をかけて丁寧かつ真摯に検討した結果、当時の取締役会は、YFO の非公開化提案に応じるのではなく、2023 年中計を遂行することが企業価値の向上及び株主共同の利益により資するとの判断に至っており、この点については 2023 年特別委員会だけでなく、YFO 提案による取締役が過半数を占める現取締役会及び 2023 年 9 月 27 日設置の特別委員会でも同様の判断がされており、かつ、一般株主の売却機会という観点でも、取締役会が反対意見を表明した以降、YFO の非公開化提案における買収価格（一株あたり 1,000 円）を優に超える市場株価で推移するに至っている。上記の諸事情を踏まえれば、東洋建設による検討・交渉が長期化したことについては、企業買収行動指針に記載された買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範に照らしても、不適切な対応であったとはいえない。

翻って、買収提案者である YFO にとっては、当初の提案である一株あたり 1,000 円での非公開化は実現しなかったものの、当時の市場株価を上回る YFO の非公開化提案は、なぜそのような乖離が生じるのかについて、東洋建設の取締役会や経営陣が関心を持ち、検討や分析を行う契機になっただけでなく¹³、東洋建設の経営陣を奮起させ、大きな経営の転換を伴う 2023 年中計を策定したことに大きな貢献をしたものと評価することもできる。

(4) 小括

¹² 企業買収行動指針は、対象会社における検討に関して、「十分な比較検討を行う前提として、対象会社から十分な情報開示が行われるという観点も重要であるが、デュー・デリジェンスへの対応の要否及びその範囲の判断に当たっては、様々な事情が総合的に考慮される必要がある」としている（企業買収行動指針・脚注 26）。また、当該記載において引用されている、企業買収行動指針別紙 1 の 2 においては、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。

¹³ 企業買収行動指針 3.1.2 は「自社の株価が提案の価格を大きく下回っている場合には、そもそもなぜこの乖離が生じるのかについて、取締役会（特に社外取締役）や経営陣が関心を持ち、検討や分析を行う契機とすることが考えられる。」としている。

調査事項(3)については、上記3(1)から(3) (26頁～43頁)で個別に指摘した点を除き、その他に特に指摘すべき事項は検出されていない。

本調査者が開示を受けた主な資料の概要

1. 東洋建設により開示された主な資料

- 組織図・人員配置図等の東洋建設の組織・体制に関する資料
- 取締役会規程等の東洋建設の社内規程
- 取締役会、経営方針会議及び役員指名・報酬委員会等の東洋建設の会議体の議事録・資料
- 2021年特別委員会¹⁴、2022年特別委員会及び2023年特別委員会に関する資料
- 東洋建設とYFOとの間の面談に関する議事録・資料
- 東洋建設とYFOとの間の質問書・回答書その他の書面
- 本持株会社化に対する東洋建設による検討等に関する資料
- インフロニア公開買付けに対する東洋建設による検討等に関する資料
- YFO公開買付け及び非公開化提案に対する東洋建設による検討等に関する資料
- 東洋建設が採用したアドバイザーとの契約書その他の書類
- 本臨時総会招集請求に係る裁判に関する資料

2. YFOにより開示された主な資料

- 本調査対象事項に関するYFOの認識等が記載された書面
- YFOのプレスリリース
- 東洋建設とYFOとの面談に関するメモ
- 東洋建設とYFOとの間の質問書・回答書その他の書面
- 金融機関のLetter of Interest
- 本臨時総会招集請求に係る裁判に関する資料
- 2023年中計の実現可能性に関するYFOの見解等が記載された書面

¹⁴本持株会社化の検討のため2021年1月28日付で東洋建設に設置された特別委員会をいう。

本デジタル・フォレンジックの概要

1. 本デジタル・フォレンジックの対象データ

本調査者は、本デジタル・フォレンジックにおいて、以下のデータを対象とした。

(1) 本アーカイブシステム

東洋建設では、2021年6月にメールアーカイブシステム（以下「本アーカイブシステム」という。）を導入しており、東洋建設が役職員に割り当てた業務用メールアカウントを使用して送受信されたメールは全て、本アーカイブシステム内に保存される。そして、ユーザが各メールアカウントの個別メールサーバ上の送受信ボックスからメールデータを削除したとしても、本アーカイブシステム上のメールデータは削除されない。

そこで、下記3.の対象者について、個別メールサーバではなく、本アーカイブシステム上のメールデータ（添付ファイルを含む。）を保全対象とした。

(2) チャットツール

東洋建設では、役職員が Google チャットを使用することができるほか、業務上必要である場合に許可を得てチャット機能を含む Microsoft Teams を使用することができる。そこで、下記3.の対象者について、各チャットツールのチャットログを保全対象とした。

なお、Microsoft Teams のチャットログについては、ユーザが削除したデータも含めて保全することができた。他方で、Google チャットについては削除されたデータの復元処理を実施することができたものの、利用プラン上の制約により 30 日以上前、すなわち、2023年9月22日以前に削除されたチャットログの復元処理は実施できなかった。

(3) スマートフォン

ア 貸与スマートフォン

東洋建設は、貸与スマートフォン（東洋建設が一部の役職員に貸与しているスマートフォン）について、端末管理ツールを用いて、ユーザがインストールできるアプリケーションを制限しており、文字でのコミュニケーションツールとしては、業務用メールアカウントによるメールのほか、ショートメッセージのみが利用できる。

業務用メールアカウントのメールデータについては、上記(1)のとおり、本アーカイブシステムを通じて既に保全対象としている。他方で、ショートメッセージデータは、上記(1)の本アーカイブシステムには保存されていない。そこで、下記3.の対象者のうち一定の者の貸与スマートフォンに保存された当該ショートメッセージデータを保全対象とした。

なお、貸与スマートフォンについては、技術上の制約により、削除されたデータの復元処理を実施することができなかった。

イ 私有スマートフォン

本調査対象者であり、東洋建設から貸与スマートフォンを使用していないA氏については、その同意を得た上で、私有スマートフォン（A氏の私物のスマートフォン）を確認したところ、私有スマートフォンにおける文字でのコミュニケーションツールとしてショートメッセージ及びキャリアメールのみが確認されたことから、これらのデータについて保全対象とした。

なお、私有スマートフォンについては、技術上の制約により、削除されたデータの復元処理を実施することができなかった。

また、私有スマートフォンのキャリアメールにおける受信メールデータと、本アーカイブシステム上のメールデータ（私有スマートフォンのキャリアメールのアドレス宛に送信されたメールに限る。）の一致を照合した結果、本デジタル・フォレンジック時点において、私有スマートフォンには存在しないが、本アーカイブシステムには存在するメールが187件存していた（すなわち、私有スマートフォンにおいて、キャリアメールが削除されていた。）。照合結果の月次の内訳は以下のとおりである。なお、これらのメールが削除された時期は特定できなかった。

2021年												2022年											
6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月					
15	26	18	10	7	14	12	13	15	6	6	6	18	11	9	0	0	0	0					
2023年												総計											
1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月													
1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		187											

また、私有スマートフォンのキャリアメールのデータにつき、本デジタル・フォレンジック時点において保存されていた受信メール件数の月次の推移は以下のとおりである。

2020年												2021年											
1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月						
28	31	27	59	89	41	41	21	0	2	0	0	0	0	0	0	1	3						
2021年												2022年											
7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月						
0	3	0	0	0	0	0	0	1	2	1	8	0	8	1	9	0	0						
2023年																							
1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月													

0	0	0	0	0	11	23	0	23	12	4
---	---	---	---	---	----	----	---	----	----	---

2. 本デジタル・フォレンジックの手続

上記 1. の各データについて以下の方法で保全し、保全したデータから抽出したデータについて、Vound 社製 Intella 2.6.1 を使用してレビューを実施した。

(1) データの保全

ア 本アーカイブシステム

本アーカイブシステム上の全てのメールデータ（添付ファイルを含む。）をダウンロードし、レビュー環境に取り込んだ。

イ チャットツール

Google チャット及び Microsoft Teams のいずれについても、各ツールの管理画面より対象者のチャットログを検索した上でダウンロードし、レビュー環境に取り込んだ。

ウ スマートフォン

貸与スマートフォン及び私用スマートフォンについては、Cellebrite 社製 UFED 4PC 7.66.1.150 を使用して、端末上で送受信されたショートメッセージのデータ保全を実施した。また、私用スマートフォンについては、端末に搭載されているバックアップ機能を利用し、端末上で送受信されたキャリアメールのデータを保全した。

そして、これらのショートメッセージ及びキャリアメールのデータをレビュー環境に取り込んだ。

(2) データのレビュー

上記(1)の各手順を経てレビュー環境に取り込んだデータは合計で 440,007 件（重複排除後で 237,716 件）となった。

本アーカイブシステム上のメールデータについては、本調査者が適切と考えるキーワードにより KPMG FAS に検索を実施させ、レビューの対象とするメールデータ 82,216 件（重複排除後で 36,061 件）を抽出させた。他方で、チャットツール並びに貸与スマートフォン及び私用スマートフォンのデータについては、いずれもキーワードによる検索を行うことは適当ではないため、全てのデータをレビューの対象とした。

本調査者は、以上合計 86,445 件（重複排除後で 40,284 件）のデータを KPMG FAS に 1 次レビューを行わせた上で、二次レビューを実施した。

3. 本デジタル・フォレンジックの対象者は、以下のとおりである。

【本アーカイブシステム・チャットツール】

	対象者	役職等
本調査対象者		
1	A氏	相談役（当時 代表取締役社長執行役員社長）
2	B氏	非常勤顧問（当時 代表取締役専務執行役員）
3	C氏	取締役常務執行役員（当時 常務執行役員）
4	D氏	常務執行役員（当時 部長）
5	E氏	常務執行役員（当時 部長）
本調査対象者 以外		
6	F氏	代表取締役執行役員副社長（当時 取締役執行役員副社長）
7	G氏	代表取締役社長執行役員社長（当時 取締役専務執行役員）
8	H氏	非常勤顧問（当時 取締役執行役員副社長）
9	I氏	退職（当時 社外取締役）
10	J氏	常勤社外監査役
11	K氏	専務執行役員
12	L氏	部長
13	M氏	部長
14	N氏	部長（当時 課長）

【貸与スマートフォン】

	対象者	役職等
本調査対象者		
1	A氏 ¹⁶	相談役（当時 代表取締役社長執行役員社長）
2	B氏 ¹⁷	非常勤顧問（当時 代表取締役専務執行役員）
3	C氏	取締役常務執行役員（当時 常務執行役員）
4	D氏	常務執行役員（当時 執行役員）
5	E氏	常務執行役員（当時 部長）
本調査対象者 以外		
6	H氏 ¹⁸	非常勤顧問（当時 取締役執行役員副社長）
7	K氏 ¹⁹	専務執行役員（当時 顧問）

¹⁵ 原則として現在の役職等を記載し、必要に応じて丸括弧内に調査対象期間開始時の役職等を記載している。以下同じ。

¹⁶ A 氏の貸与スマートフォンについては、不使用により返却されていたとのことであった。

¹⁷ B 氏の貸与スマートフォンについては、既に返却され、かつ、初期化されていたため復元処理を実施することもできず、保全すべきデータが存在しなかった。

¹⁸ H 氏については、東洋建設における貸与スマートフォンの導入前に退任したため、未貸与とのことであった。

¹⁹ K 氏については、ショートメッセージ機能を使用していた形跡がうかがわれず、保全対象であるショートメッセージデータが存在しなかった。

主要な時系列

日 付	経 緯
2022年	
1月26日	当社がインフロニアよりインフロニア公開買付けに関する初期的な提案を受領
2月22日	当社がインフロニアに対し、インフロニア公開買付け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
2月24日	当社が、当社取締役会決議によりインフロニア公開買付けに係る2022年特別委員会を設置
3月22日	2022年特別委員会から、インフロニア公開買付けに賛同の意見を表明し、当社の株主に対してインフロニア公開買付けへの応募を推奨する旨の決定、及びインフロニア公開買付け後に行う株式売渡請求又は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の提出を受け、当社取締役会において、インフロニア公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨を決議し、その旨を公表
3月23日	WK1～3が当社株式の市場内買集めを開始
3月31日	WK1～3が保有目的を「純投資」とする大量保有報告書を提出
4月15日	当社がYF0らより、一般社団法人YF0がWK1～3を通じて当社株式を保有している旨を含む書簡を受領
4月18日	合同会社YF0が当社株式の市場内買集めを開始 当社がYF0らに対し、①インサイダー取引規制違反及びアドバイザー業務委託契約上の義務違反、②当社株式の買付けの目的及び今後の保有方針等に関する質問書を送付
4月22日	合同会社YF0及びWK1～3の当社株式の保有割合が27.19%に達する 当社がYF0らより、当社の2022年4月18日付けの質問書に対する回答書を受領するとともに、非公開化提案を受ける
4月27日	YF0らとの初回の面談を実施 当社がYF0らに対し、公開買付価格の算定根拠やその調達方法、当社株式取得後の経営方針等に関する質問書を送付
5月10日	当社がYF0らより、当社の2022年4月27日付けの質問書に対する回答書を受領
5月11日	当社とYF0らとの2回目の面談を実施
5月13日	当社がYF0らより、当社経営陣の課題認識、経営施策等に関する質問書を受領

5月16日	当社がYF0らに対し、YF0らの2022年5月13日付けの質問書に対する回答書を送付
5月17日	当社がYF0らより、「東洋建設の経営方針・企業価値向上策(案)」と題する書面(以下「5月17日付けYF0経営方針案」といいます。)を受領 合同会社YF0及びWK1～3により、変更報告書No.12が提出され、保有目的が「純投資」から「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
5月18日	当社がYF0らより、非公開化提案の申込みに関する書面を受領 YF0らがYF0公開買付けの開始予告を公表
5月19日	当社とYF0らとの3回目の面談を実施し、YF0らが一定期間、当社株式の追加取得を行わない旨(いわゆるスタンドスティル)を合意することを提案 インフロニアによる公開買付けが不成立にて終了
5月22日	当社がYF0らより、YF0公開買付けの開始の目途としていた2022年6月末日を超えて当社株式の追加取得を行わない旨を合意することは困難である旨を含む書簡を受領
5月23日	当社がYF0らに対し、非公開化提案の申込みの前提条件を含む諸条件、及び、5月17日付けYF0経営方針案において説明が不十分であると考えている事項等に関する質問書を送付
5月24日	当社取締役会において「合同会社Vpgらないシダブリューケイ・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)」(以下「本対応方針」といいます。)の導入について決議
6月1日	当社がYF0らより、当社の2022年5月23日付け質問書に対し、2022年6月30日を超えるスタンドスティル期間を設定することを前向きに検討する旨を含む回答書を受領
6月6日	当社がYF0らより、具体的な施策を含むより精緻化された企業価値向上策及び具体的な数値等を当社に対して提示するためには、公開情報には含まれない当社の経営に関する情報の提供を受ける必要がある旨の書簡を受領
6月8日	当社がYF0らより、①当社取締役会が賛同・応募推奨を行わ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等を誓約する旨の書簡を受領 当社とYF0らとの4回目の面談を実施

6月11日	当社がYF0らより、当社が非公開提案の申込みについて検討を行うために必要な情報を当社に対して積極的に提供することを誓約する旨の書簡を受領
6月23日	当社取締役会が十分な交渉力を確保した形で非公開提案の申込みにつきYF0らとの間で実効的な協議を行うことを可能とする環境を確保するという本対応方針の目的は一応達成されていると判断し、当社取締役会において、本対応方針を株主総会には付議せず、取り下げることを決議
7月5日	当社がYF0らより、「『東洋建設の経営方針・企業価値向上策(案)』の追加説明」と題する書簡を受領
7月7日	当社がYF0らより、今後の進め方に関する書簡を受領
7月11日 ～8月22日	当社とYF0らとの間で、非公開提案の申込みに関する協議の進め方・スケジュール等について計5回の面談を実施
7月25日	当社がYF0らより、非公開提案の申込みについて当社取締役会において正式に検討を開始する旨の取締役会決議を行うこと及び非公開提案の申込みを審議・検討するための特別委員会を設置すること等の要望を受領
7月26日	当社取締役会において、非公開提案の申込みに対して賛同表明・応募推奨を行うか否かを判断するための検討を開始すること、並びに、非公開提案の申込みに関するYF0らとの交渉を行う権限を当社代表取締役及び当社事務局に委任することを決議
8月26日	当社とYF0らとの間で秘密保持契約（以下「本件秘密保持契約」といいます。）を締結
8月29日	当社がYF0らより、今後のスケジュールに関する書簡を受領
9月1日 ～10月6日	当社事務局とYF0ら事務局間で非公開提案の申込みに関する計9回の協議を実施
9月9日	当社がYF0らに対し、公開情報には含まれない当社の事業計画を送付
9月11日	当社がYF0らより、YF0グループに関する情報が記載された書簡を受領
9月22日	当社がYF0らより、「データリクエスト(優先順位付け)」と題する資料及びYF0らに関する説明資料を受領
9月30日 ～10月6日	当社がYF0らに対し、YF0らの2022年9月22日付け「データリクエスト(優先順位付け)」に対する情報の一部を提供
10月5日	P氏より、当社代表取締役社長（当時）宛に、トップ面談を要請する手紙を受領
10月11日	当社代表取締役社長（当時）より、P氏宛てに、トップ面談を受諾する旨を含む手紙を送付
10月18日 ～12月5日	当社代表取締役社長（当時）とP氏による計5回のトップ面談を実施

11月2日	2回目のトップ面談で、P氏が「僕が納得しないと、その先には進まない」と発言し、事務局間協議を一方的に打ち切り当社からの情報提供も中断
11月14日	3回目のトップ面談で、P氏は、2022年11月末日頃を目途として、当該時点での当社の考えを伺いたいと強く要請 当社代表取締役社長（当時）より、当該期限までに、第三者委員会や取締役会を経た判断をすることはできない旨を伝えたにもかかわらず、P氏は、これらの手続きを踏んだ正式な提案ではなくその時点での当社代表取締役社長（当時）・実務チームの「気持ち」を連絡することで良いので提出してほしいと再三の要請
11月25日	4回目のトップ面談で、当社代表取締役社長（当時）より、足許の協議状況を踏まえた当社事務局の「案」として、YF0らの当社全株式取得の提案には賛同できない旨を含む書簡を交付
12月9日	当社がYF0らより、「経営方針・企業価値向上策(案)の追加情報提供」と題する書面を受領
12月11日	当社がYF0らより、本件秘密保持契約の規定に基づき、YF0らの2022年12月13日付けのプレスリリースのドラフトを受領。同ドラフトには、事務局間協議やトップ面談の内容等、本件秘密保持契約に基づき公表が禁止される事実が含まれていた
12月12日	当社がYF0らに対し、YF0らの2022年12月13日付けのプレスリリースのドラフトに関し、本件秘密保持契約違反に該当する旨を警告するとともに、本件秘密保持契約違反に該当する記載の削除を要請
12月13日	YF0らが本件秘密保持契約に違反する内容を含むプレスリリースを公表
12月15日	当社がYF0らより、本件秘密保持契約違反への反論を含む書簡を受領 当社がYF0らに対し、本件秘密保持契約違反についての抗議文を送付
12月21日	当社がYF0らより、当社の2022年12月15日付けの抗議文について反論する旨の書簡を受領
2023年	
1月10日	当社取締役会において、より具体的な施策を含む当社の企業価値向上策及びそれに基づく当社企業価値に関する定量的な分析をYF0らから提示して頂きたい旨を決議
1月12日	当社がYF0らより、非公開提案の申込みの検討を早急に行うことを要請する書簡を受領
1月13日	当社がYF0らに対し、具体的な企業価値向上策及びその定量的分析の提示を依頼する内容の書簡を送付するとともに、YF0らの2022年9月22日付けの「データリクエスト(優先順位付け)」に列挙された情報を提供
1月18日	当社がYF0らより、「経営方針・企業価値向上策(案)の追加情報提供

	(ver. 2)」と題する書面を受領
1月20日 ～21日	当社がYF0らに対し、追加の情報を提供
1月23日	当社がYF0らに対し、具体的な企業価値向上策及びその定量的分析の提示を再度依頼する内容の書簡を送付 YF0らが、次回の当社の定時株主総会において、当社取締役3名の再任に反対する旨の対応方針を公表
1月24日	当社がYF0らより、「経営方針・企業価値向上策(案) 貴社個別の課題に対する戦略的施策及び価値創出プランにより想定される企業価値へのインパクト」と題する書面を受領
1月25日	当社がYF0らより、YF0らが2023年1月23日に公表した対応方針に基づき当社の最適な取締役会の実現を目指す旨の書簡を受領
1月27日	当社が、当社にコーポレートガバナンス上の問題は存在しないこと、及び、YF0らの新たな対応方針に関するプレスリリースを公表
2月3日	当社がYF0らに対し、具体的な企業価値向上策及びその定量的分析の提示を再度依頼する旨の書簡を送付
2月7日	YF0らが、当社取締役会及び監査役会の再編を目指す旨のプレスリリースを公表
2月9日	当社が、YF0らの2023年2月7日付けのプレスリリースに対し、当社にコーポレートガバナンス上の問題は存在しない旨のプレスリリースを公表
2月14日	当社取締役会において、当該時点でYF0らから提供を受けている情報に限定してでも、当該情報に基づき非公開提案の申込みについての検討を可能な限り進めることが当社の中長期的な企業価値及び株主の皆様利益の確保・向上に資すると判断し、非公開提案の申込みについての検討を可能な限り進めること、及び、特別委員会の設置を決議
2月15日	当社が特別委員会の設置等を公表 当社がYF0らより、当社が2023年1月に追加の情報開示要請を行ったことに関して説明を求める旨の書簡を受領
2月16日	YF0が、特別委員会の設置は非公開提案の申込み賛同しないための結論ありきのものといわざるを得ない等の見解を含むプレスリリースを公表
2月17日	当社が、YF0らによる2月16日付けのプレスリリースに関して、特別委員会の設置がこのタイミングとなったのは、YF0らから必要な情報の提供が受けられなかったためである等の反論を含むプレスリリースを公表
2月20日	当社がYF0らに対し、具体的な企業価値向上策及びその定量的分析の提示を再度依頼する旨の書簡を送付

3月6日	YF0らが、当社に対し、会社法第316条第2項所定の株式会社の業務及び財産の状況を調査する者の選任を求める臨時株主総会の招集を請求 特別委員会が、YF0らに対し、質問事項を送付
3月9日	当社がYF0らより、当社に対する情報提供の前提であるとして、複数の質問を含む書簡を受領
3月10日	当社取締役会において、YF0らによる臨時株主総会招集請求に基づく臨時株主総会を招集しない旨を決議し、当該内容をYF0らに通知し、プレスリリースにて公表
3月13日	YF0らが、臨時株主総会招集許可を大阪地方裁判所に申立て（以下「本臨時株主総会招集許可申立て」といいます。）
3月15日	YF0らが、特別委員会の質問事項に回答し、その内容を含むプレスリリースを公表 当社がYF0らに対し、具体的な企業価値向上策及びその定量的分析の提示を再度依頼する旨の書簡を送付
3月23日	特別委員会が、YF0らに対し、買収資金の準備状況に関する追加質問事項を送付 当社が、新中期経営計画を公表
3月28日	当社が、①YF0らが主張する当社のガバナンス上の「問題点」・「疑惑」に関して当社の認識する具体的な事実関係についてのプレスリリース、及び、②YF0らによる法令違反の疑いに関する関係当局への情報提供に関するプレスリリースを公表
3月31日	YF0らが、法令違反の疑いに対する反論を含むプレスリリースを公表
4月4日	当社が、①YF0らが主張する当社のガバナンス上の「問題点」・「疑惑」に関して当社の認識する具体的な事実関係についてのプレスリリースの補足資料、及び、②YF0らによる法令違反の疑いに関する関係当局への情報提供に関するプレスリリースの補足資料を公表 当社取締役会において、2024年3月期配当予想及び新中期経営計画期間における株主還元方針の詳細を決議し、プレスリリースにて公表
4月6日	当社が特別委員会の追加質問事項を公表
4月14日	YF0らが、当社取締役会や特別委員会との間で非公開提案の申込みの検討・協議を行うことは想定していない旨を公表するとともに、当社の株主に対する情報開示として、YF0らの資産を含む YF0らの資力等についての情報を開示 当社が、新中期経営計画の補足資料を公表
4月17日	当社がYF0らより、2023年6月開催予定の当社定時株主総会における議題について、取締役9名の選任の件、監査役1名の選任の件、取締役会の報

	<p>報酬改定の件を当該株主総会の目的事項とする旨の株主提案を受領</p>
4月21日	<p>当社がYF0らに対し、当社の役員指名・報酬委員会とYF0らの株主提案の役員候補者との面談について、YF0らに取次ぎを要請</p>
5月2日	<p>当社がYF0らの株主提案の役員候補者であるT氏より、当該株主提案の役員候補者全員の総意として面談要請には応じない旨を含む書簡を受領</p>
5月9日	<p>当社が、YF0らの株主提案の役員候補者から、当社の役員指名・報酬委員会との面談を拒絶された旨を公表</p>
5月24日	<p>当社取締役会が、取締役全員の一致により、YF0らによる非公開提案の申込みに対して反対の意見を表明することを決議</p>
6月27日	<p>当社第101回定時株主総会において、YF0らの株主提案の取締役候補者9名中7名、監査役候補者1名中1名、当社提案の取締役候補者11名中6名、及び監査役候補者2名中1名が選任</p>
9月20日	<p>当社及びYF0らとの間で合意が成立し、当社取締役会が当該合意に基づき、調査受託者に対して本調査の実施を委託することを決議</p>
9月21日	<p>YF0らが本臨時株主総会招集許可申立てを取下げ</p>