



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10日

3. 調査者の選任の必要性



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思い、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日公開済み

2章資料ダウンロードは[こちら](#)

3. 調査者の選任の必要性

2023年3月10日公開

4. 現任の経営陣が主導する経営体制における重大な問題点 **Coming soon...**

以降、順次公開予定

3. 調査者の選任の必要性



- 調査者選任の提案の目的・背景
- 会社法316条2項に基づく調査者の選任について
- 東洋建設のガバナンス再構築に向けた取り組みの全体像
- 調査者による全貌の解明が必要な事項 (1)
- 調査者による全貌の解明が必要な事項 (2)
- 調査者による全貌の解明が必要な事項 (3)
- 調査者による全貌の解明が必要な事項 (3) つづき
- 調査者の体制
- 調査者候補の略歴
- 臨時株主総会招集までの今後の見通し
- まとめ

3. 調査者の選任の必要性

調査者選任の提案の目的・背景

東洋建設におけるガバナンス上の問題点の改善・健全化、

そして、その先の企業価値・株主価値の最大化を目的とする調査者の選任

- これまで、YFO は、東洋建設の現経営陣との協議に真摯に臨んでまいりました。しかしながら、これまでの過程において、東洋建設の現在の経営体制についてコーポレートガバナンス上の重大な問題点が露呈するに至りました。
- YFOは、現任の取締役会及び監査役に対して再三ガバナンス上の重大な瑕疵を指摘しましたが、しかし、現経営陣は、YFO の各種プレスリリースについて「一方的に事実関係を歪曲化した記載や誤解を生じさせる内容が多数含まれている」「コーポレートガバナンス上の問題は存在しない」という主張に終始しています。
- これにより、ガバナンス上の問題点について、現任の取締役会及び監査役が監督・監査する東洋建設による自律的な問題点の解明・改善・健全化は見込めないことが明らかになりました。
- こうした問題点が、このまま株主に対して解明されることもなく、現状の形だけのガバナンスで実効的な監督規律のない経営体制が放置され続ければ、一部の経営陣の利益や考えを優先し、対抗買収提案を誠実に検討しないといった株主や会社の利益を阻害する経営意思決定が続くこととなります。
- それにより、YFOを含む対抗買収提案に対し、公正なプロセスにより、企業価値・株主価値の観点で優位であるかを検討した上での意思決定がなされず、本来株主が享受すべき1株あたり1,000円以上の株主価値の実現機会や会社の成長機会が奪われる恐れがあります。
- そこで、YFO 及び東洋建設の現経営陣のいずれからも独立した調査者により、東洋建設のガバナンス上の問題点を全容解明し、健全なガバナンス体制を再構築することにより、本来可能な東洋建設の企業価値及び株主価値の最大化を図るしかないと考えるに至りました。
- また、YFOと東洋建設の両者の見解が相反している現在の状況において株主の皆様に正しい判断をしていただくためにも、透明性の高い客観的な情報の必要性が高まっていると考えます。
- これらを勘案し、YFOは、東洋建設の取締役会等の再編に向け、本調査により、東洋建設の現任取締役会におけるコーポレートガバナンス上の問題点の全貌を明らかにするため、請求者らは調査者選任の提案（以下「本提案」）を行いました。

会社法316条2項に基づく調査者の選任について

会社法で認められた独立性・透明性の高い調査方法

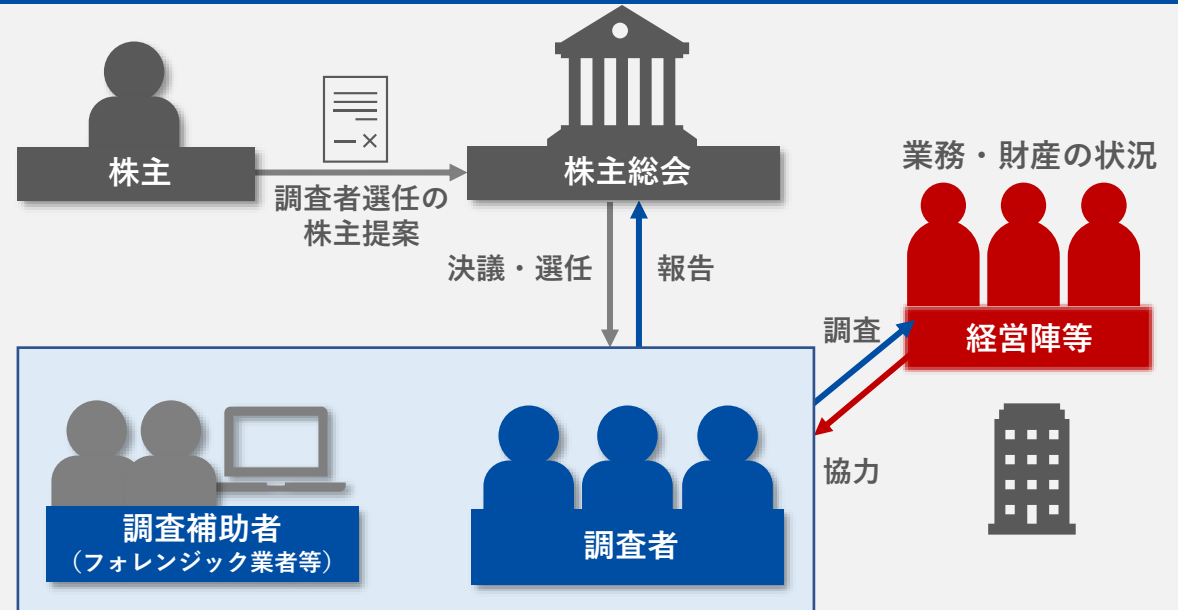
- 株主総会の決議により選任された調査者が、会社の業務等の状況を調査することが会社法によって認められています。
- 今回のように、東洋建設の取締役等におけるガバナンス上の重大な瑕疵がある場合も、東洋建設やYFOから独立した専門家等で構成される調査者によって調査を行うことが可能です。
- ガバナンスの欠如により、実効的な経営監督が機能していないケースでは、経営陣が起用する法律事務所や会計事務所による独立性の低い調査はもとより、社外取締役や監査役の調査も、当然ながら「疑わせるような証拠、事実は認められなかった」という結論ありきの形だけのものとなる可能性が高いのに対し、株主総会決議によって選任される調査者は独立性・透明性・専門性の高い調査が可能です。

調査者選任の根拠

会社法第316条第2項 (株主総会に提出された資料等の調査)

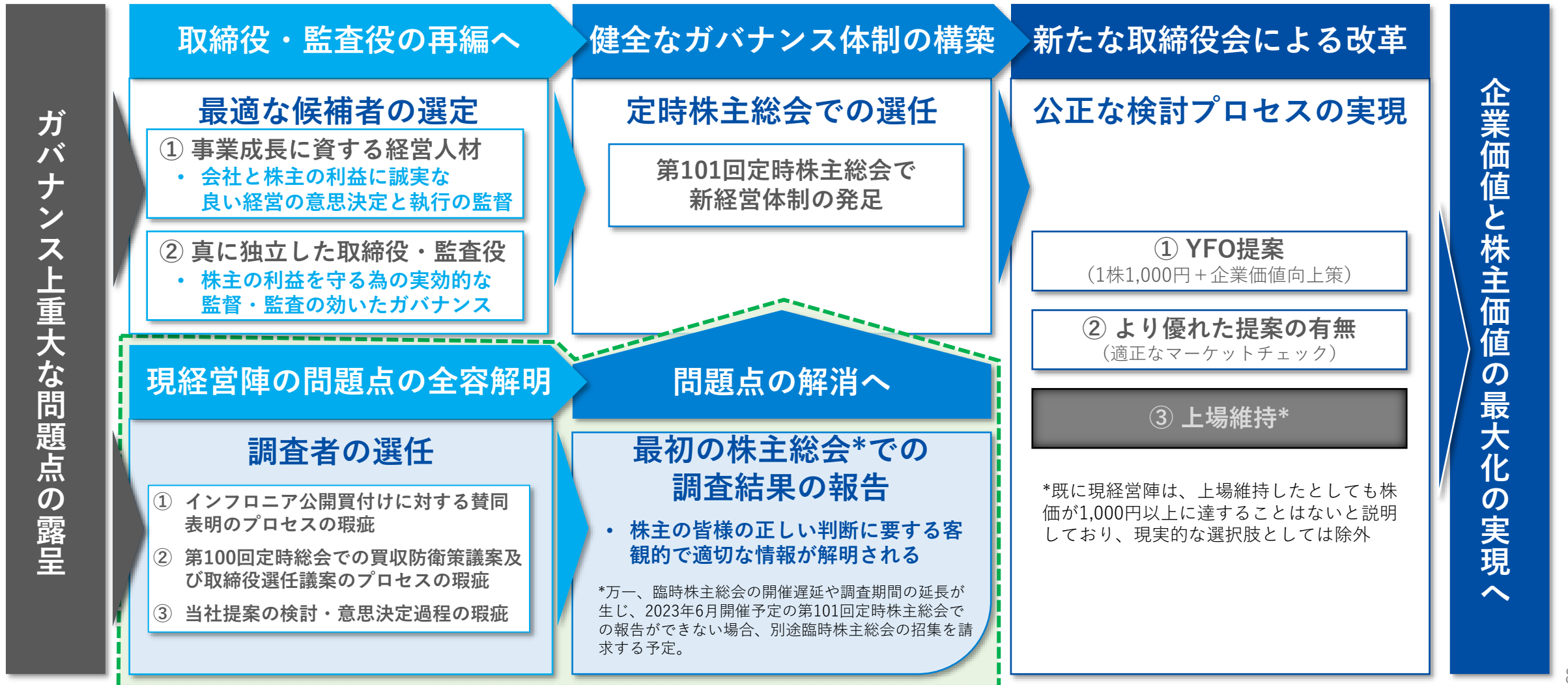
第297条（株主による招集の請求）の規定により招集された株主総会においては、その決議によって、株式会社の業務及び財産の状況を調査する者を選任することができる。

一般的な調査者の全体像



東洋建設のガバナンス再構築に向けた取り組みの全体像

東洋建設における企業価値と株主価値の最大化の実現を目指し、健全なガバナンス体制を構築するには、東洋建設の株主の皆様適切に判断いただけるよう、現経営陣の問題点の全容解明とその解消が不可欠



調査者による全貌の解明が必要な事項（1）

- 東洋建設の現経営陣・取締役について、以下に示す具体的な事実又は可能性が確認されており、独立した調査者による調査によって、その全貌の解明と原因の究明を行う必要があると考えられます。

(1) インフロニア公開買付けへの賛同表明に関する主な問題点・疑惑

主な問題点・疑惑	確認されている事実又は可能性等
<p>① インフロニアHDによる公開買付けに際して、<u>インフロニアHDと東洋建設又は役員の間で、東洋建設役員がインフロニアHDへ経営参画する旨の密約が存在したが、意図的に開示せず</u>に隠匿</p>	<ul style="list-style-type: none">■ 事務局は、<u>公開買付届出書又は意見表明報告書に記載しなくて済むように、役員の間での経営参画については書面による合意はしていないとの詭弁を展開している。取締役の自己保身又はインフロニアHDからの利益供与等との指摘を避けるために意図的に法令上必要な開示をせず、隠匿している</u>可能性がある。<ul style="list-style-type: none">× 本来、書面によるか口頭によるかを問わず開示が必要。
<p>② 上記の<u>密約を取り交わしていた取締役が、インフロニア公開買付けへの賛同表明・応募推奨の意思決定プロセスを主導</u>し、株主と会社の利益を犠牲にして自己又は第三者の利益を優先した意思決定が押し進められていた</p>	<ul style="list-style-type: none">■ <u>経営参画の密約を取り交わし「特別の利害関係」を有しているとも解される取締役を審議・決定の中心に据えて、インフロニア公開買付けに対する検討を行った。</u><ul style="list-style-type: none">× 本来、会社法上、「特別の利害関係を有する取締役」は議決に加わることはできません。× 加えて、M&A指針においても、可能な限り独立した立場で検討・交渉等を行うことができる体制を要求。
<p>③ インフロニア公開買付けにおいて、<u>第三者による不適切な圧力の下で、東洋建設の取締役による自己又は第三者であるインフロニアHDの利益追求を優先した意思決定プロセスにより、本来は株主が享受すべき利益を不当に阻害</u>した</p>	<ul style="list-style-type: none">■ 実際に、インフロニアHD公開買付けへは、<u>意向表明書が出された2022年3月2日より前の2月24日には特別委員会を設置し、僅か13営業日で賛同の意見表明及び応募推奨をおこなった。</u>■ 公開買付価格が初めて提示されてから、賛同・応募推奨決議まで、<u>僅か8営業日という極めて短期間で、価格を引き上げる十分な交渉もなく、770円という低い公開買付価格が合意。</u>■ この極めて異例に短い案件日程の完了期限は予め決まっていた。

調査者による全貌の解明が必要な事項 (2)

(2) 第100回定時株主総会での買収防衛策の導入及び取締役選任議案に関する主な問題点・疑惑

主な問題点・疑惑	確認されている事実又は可能性等
① 密約を取り交わしていた取締役が、対抗提案であるYFO提案に対する買収防衛策の導入の意思決定、株主総会への取締役選任議案の提出を主導して、株主及び会社の利益を犠牲にして自己又は第三者の利益を優先した意思決定が推し進められていた疑惑	<ul style="list-style-type: none">■ 買収防衛策の廃止後、十分な時間と情報提供が確保されたにもかかわらず、東洋建設が検討を放置し、YFO提案の断念をさせること又は取締役会を不賛同に誘導することを図った事後の経緯に照らしても、買収防衛策の目的は、当社買収提案の検討にかかる十分な時間と情報の提供を確保することであると謳いながら、実際のところは、YFO提案を合理的な理由なく阻止することが真の目的であった。
② YFO提案を阻止する前提で恣意的に買収防衛策の導入が決定された疑惑	<ul style="list-style-type: none">■ インフロニアHDが、対抗提案であるYFO提案の実現を阻止するために、東洋建設をして、<u>買収防衛策に強みを有する法律事務所や直前まで自らが起用していたPRアドバイザーを起用させた、又は、そのような働きかけを行った。</u>■ インフロニアHDが、対抗提案であるYFO提案の実現を阻止するために、<u>東洋建設に対する指示又は働きかけを行い、また、東洋建設がYFOから受領した書簡を都度共有させる等の不当な関与</u>をしていた。
③ 東洋建設の買収防衛策の導入の判断および取締役候補者の選定においてインフロニアHDなどの第三者の不当な関与があった疑惑	<ul style="list-style-type: none">■ 東洋建設が、インフロニアHDから独立した意思決定がなされているかの外観を作るために、インフロニアHDから取締役の派遣を受けることは止めたものの、インフロニアHD出身者を顧問及び専務執行役員として受け入れることにより、<u>実質的にはインフロニアHDからの影響力を受けていた。</u>

調査者による全貌の解明が必要な事項 (3)

(3) YFO提案を含む対抗提案に対する東洋建設の検討・意思決定過程に関する主な問題点・疑惑

主な問題点・疑惑

インフロニア公開買付けと比較して、YFO提案に不公正・不適切な差別的対応を行うことで、株主と会社の利益を犠牲に東洋建設の取締役自ら又は第三者の利益追求を優先した意思決定プロセスにより、魅力的な売却機会を株主から奪っている疑惑

- 適切な経営の意思決定が可能な実効的なガバナンス体制が構築されていない問題
- 対抗的な提案について検討すら開始しなかった問題
- 真摯な対抗提案者に対して合理的な情報提供すらしなかった問題

①

確認されている事実又は可能性等

- インフロニアHD経営参画の密約を取り交わしている取締役が、対抗提案であるYFO提案の協議・検討プロセスを主導した疑い。
 - × 株主及び会社の利益よりも、取締役自ら又はインフロニアの利益追求を優先する構造上の利益相反の問題。
- 「ぶっちゃけた話、我々も武澤（注：武澤代表取締役社長）に全権委任をしているというか、元々武澤が全部権限を持っている」との事務局の発言もあり、武澤代表取締役社長の意向のみにより意思決定が行われた。
- 事務局は、270日以上にも亘り、対抗提案の検討すら開始せず、「基盤崩壊論」に基づく主張を繰り返し、YFOに買収提案を断念させることを図った。
- 代表取締役が機関決定も経ないままに、YFO提案には賛同できない旨の結論を記した書簡を手交し、拒絶の意思を示した。
- 取締役会及び監査役に対し、再三問題を指摘し、改善を求めたが、東洋建設は、「一方的に事実関係を歪曲化」「誤解を生じさせる」「ガバナンス上の問題は存在しない」との主張に終始。
- インフロニア公開買付けの際、潜在的な買収者による対抗的な買収提案の機会を確保していると表明しながら、実際に対抗提案がでてきた途端に、合理的な理由なく検討を拒絶した。
- PEファンドなどYFO以外の非公開化提案も同様に検討を拒絶。

調査者による全貌の解明が必要な事項 (3) つづき

(3) YFO提案を含む対抗提案に対する東洋建設の検討・意思決定過程に関する主な問題点・疑惑

主な問題点・疑惑	確認されている事実又は可能性等
② <u>不適切な対応、説明もしくは圧力があり、YFO提案を断念させる又は拒絶することを意図していた疑惑</u>	■ 事務局は「(YFOが) <u>大事にしているフィランソロピー事業や山内家の評判を傷つけるわけにはいかないであろうし、我々もそのようなことをしたくはない</u> 」などと、 <u>買収提案を取り止めなければ YFO の信用に傷をつけることを示唆</u> 。
③ (拒絶の合理的な理由はないにもかかわらず) <u>YFO提案を拒絶するための上辺だけの理由を取り繕うための行動がとられた疑惑</u>	■ 事務局からは「(基盤崩壊論は) 不賛同ないしは反対表明の理由として開示できないため、 <u>何らかの『他の理由』を作って開示しなければならない</u> 」「 <u>理由は色々練らないといけないが、外に出せる理由を書いて出すしかない</u> 」趣旨の発言があり、基盤崩壊論は賛同しない理由として開示できないものの、 <u>他の上辺だけの理由を取り繕う</u> ことを示唆。
④ 東洋建設取締役会は、 <u>事務局らからの報告が誤ったものである可能性について認識しているにもかかわらず、漫然と事務局からの報告に基づいた議論、意思決定及び開示を行っている疑惑</u>	■ <u>株主・投資家の為に合理的に必要な重要な交渉経緯は、秘密保持契約上、開示できる旨が明示的に規定されていることを自ら理解しながら</u> 、YFOが開示するならばあらゆる法的措置を検討するとして、 <u>都合の悪い情報を株主から隠そうと圧力を掛けた</u> 。 ■ 東洋建設の書簡及び開示資料に記載された過去の協議にかかる経緯や事実認識には、客観的記録に照らして、明らかに事実と異なる点が多く含まれている。 ■ YFO から、複数回に亘り正しい事実関係を十分に説明し、正しい事実認識に基づいた議論、意思決定及び開示を取締役に要請したが、改善を試みる姿勢すらみられない。

調査者の体制

調査は会社及びYFOからも独立した立場で行われ、調査内容は公表

- 調査は、臨時株主総会における議案の承認可決により、調査者の選任は効力が発生し、原則2カ月を目途に調査者より内容が公表されることを想定しています。
- なお、調査者は、高い専門性と不正調査等の分野で知見のある弁護士・公認会計士によって実施されます。いずれの調査者の候補ともYFOはこれまで一切の契約関係・取引関係はありません。

調査概要

調査者の独立性	東洋建設や請求者であるYFOからも独立して行う
調査者	調査者3名（右記）及び調査者が選任する補助者
調査期間	原則 2カ月間 （議案の承認可決により調査者の選任は効力が発生）
調査方法	<ul style="list-style-type: none">・ 関係資料の入手・分析・ 役職員へのヒアリング・ デジタルフォレンジック調査 等
調査スコープ	<ol style="list-style-type: none">① インフロニア公開買付けに対する東洋建設の賛同表明のプロセス② 2022年定時株主総会における買収防衛策及び取締役選任議案のプロセス③ YFO提案に対する東洋建設の検討・意思決定プロセス
調査内容の公表	調査結果は、東洋建設に対して交付するとともに、内容を公表する。 また、株主総会でも調査報告書の内容を報告する。

調査者の候補



牛島 信

弁護士
牛島総合法律事務所
代表



樋口 收

弁護士
敬和総合法律事務所
パートナー



古島 守

弁護士・公認会計士
弁護士法人トライデント
代表社員

上記に加え、調査者が選任する補助者

調査者候補の略歴



牛島 信

弁護士
牛島総合法律事務所
代表

年月	略歴
1977年4月	検事任官
1979年4月	弁護士登録
1985年4月	牛島法律事務所（現 牛島総合法律事務所）開設
2003年6月	株式会社朝日工業社 社外監査役（現任）
2004年9月	エイベックス・グループ・ホールディングス株式会社 社外取締役
2004年10月	株式会社UFJ銀行（現 株式会社三菱UFJ銀行）業務監視委員会委員
2006年8月	株式会社損害保険ジャパン（現 損害保険ジャパン株式会社）業務監査・コンプライアンス委員会委員
2007年7月	日本生命保険相互会社 社外取締役（現任）
2008年6月	株式会社新銀行東京（現 株式会社きらぼし銀行）経営監視委員会委員長
2011年5月	松竹株式会社 社外監査役
2013年12月	特定非営利活動法人日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク 代表理事・理事長（現任）
2014年3月	株式会社アサソーディ・ケイ 社外取締役
2015年6月	北越紀州製紙株式会社（現 北越コーポレーション株式会社）社外取締役

[重要な兼職の状況]

牛島総合法律事務所 代表
日本生命保険(相) 社外取締役（指名・報酬委員会委員長）
(株)朝日工業社 社外監査役
(特非)日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク 代表理事・理事長



樋口 収

弁護士
敬和総合法律事務所
パートナー

年月	略歴
1991年4月	弁護士登録
1991年4月	成和共同法律事務所 入所
1993年6月	成和共同法律事務所 パートナー
2002年1月	京総合法律事務所(ドーシー・アンド・ウィットニー外国法事務弁護士事務所特定共同事業事務所) パートナー
2004年2月	敬和総合法律事務所 パートナー（現任）
2006年4月	株式会社キャピタルメディカ 監査役
2008年6月	株式会社大泉製作所 社外監査役
2013年6月	日本水産株式会社 社外監査役
2017年5月	エルナー株式会社 社外監査役
2018年5月	エルナー株式会社 社外取締役
2019年6月	株式会社ソフトフロントホールディングス 社外取締役
2019年12月	株式会社ソフトフロントホールディングス 社外取締役 監査等委員（現任）
2020年3月	株式会社bitFlyer Holdings社外取締役 監査等委員（現任）

[重要な兼職の状況]

敬和総合法律事務所 パートナー
(株)ソフトフロントホールディングス 社外取締役 監査等委員
(株)bitFlyer Holdings 社外取締役 監査等委員



古島 守

弁護士・公認会計士
弁護士法人トライデント
代表社員

年月	略歴
1993年10月	中央監査法人（現 PwCあらた有限責任監査法人）入所
1997年4月	公認会計士登録
2000年8月	監査法人不二会計事務所（現 Mooreみらい監査法人）入所
2003年8月	PwCアドバイザリー株式会社 入社
2008年12月	弁護士登録
2009年1月	奥野総合法律事務所 入所
2010年4月	桐蔭横浜大学法科大学院客員教授
2015年4月	古島法律会計事務所（現 弁護士法人トライデント）代表（現任）
2015年6月	日本化学工業株式会社 社外取締役（監査等委員）（現任）
2015年12月	株式会社セプテーニ・ホールディングス 社外監査役（現任）
2020年3月	株式会社ビーロット 社外取締役（監査等委員）（現任）
2020年3月	株式会社セキュア 社外監査役（現任）

[重要な兼職の状況]

弁護士法人トライデント 代表社員
日本化学工業(株) 社外取締役（監査等委員）
(株)セプテーニ・ホールディングス 社外監査役
(株)ビーロット 社外取締役（監査等委員）
(株)セキュア 社外監査役

臨時株主総会招集までの今後の見通し

- 株主の皆様にとっては、買収提案に対して現経営陣、取締役会及び監査役がどのように対応してきたのか、客観性の担保された透明性の高い情報を求められていると理解しております。
- また、東洋建設の現任の経営陣や取締役会にとっても、本当に、自身の業務執行及び監督が適切であり、YFOの指摘する瑕疵が事実無根であるならば、調査者の選任は、本来それを株主に対して証明するとてもよい機会となりますので進んで受け入れるのが妥当です。
- 従って、少なくとも、東洋建設の現経営陣は、自らが適切な対応を行ったと主張するのであれば、株主の皆様のご判断のためにも、8週間等以内に臨時株主総会を招集すべきです。
- しかしながら、現経営陣及び取締役会としては、ありのままの経緯がでることを恐れ、YFOによる調査者選任議案に対して適法ではないなどと主張して、臨時株主総会の招集に反対し、裁判所における手続で争うといった対応をすることもあり得ます。
- 万が一、東洋建設の現経営陣及び取締役会として、株主の皆様への透明性の確保を妨げようとするような対応が行われた場合であっても、本資料で説明したとおり、調査者選任の必要性があり、会社法に基づく適法な措置であることは明らかですので、いずれにせよ早期に臨時株主総会が招集されると見込んでおります。
- 株主の皆様におかれては、その進行を安心して見届けていただければと思います。



健全なガバナンス体制を構築するには調査者の選任が必要

- 以上のように、東洋建設の現経営陣・取締役については、取締役として遵守すべき善管注意義務や忠実義務、及びコーポレートガバナンス・コードの観点からの不適切な対応の裏付けとなる具体的な事実又は可能性が確認されており、ガバナンス上の瑕疵が存在することは明らかであると考えております。
- このような東洋建設の善管注意義務や忠実義務、又はコーポレートガバナンス上の重大な問題点の全貌が、このまま株主に対して解明されることもなく、放置され続ければ、東洋建設の企業価値及び株主価値の最大化を阻害し、著しく株主価値を毀損するおそれがあります。
- 従って、YFOは、会社と株主のため、東洋建設の現経営陣及びYFO双方から独立した調査者による調査によって、その全貌を解明する必要があると考えます。
- その上で、YFOは、東洋建設の取締役会等の再編によってガバナンス上の問題点を改善・健全化し、そして東洋建設の長期的な企業価値向上及び一般株主の利益の観点から企業価値向上策を適正・公正に検討し、企業価値及び株主価値の最大化を実現できるガバナンス体制を構築することを目指しています。
- 株主の皆様におかれましても、本提案にご賛同いただけますよう、お願い申し上げます。
- なお、本提案を審議するための東洋建設の臨時株主総会の日程及び議決権行使の方法等に関しては、東洋建設の株主の皆様別途お知らせする予定です。

- 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