

2023年3月15日  
東洋建設株式会社株主 各位

Yamauchi No.10 Family Office  
最高投資責任者 村上 皓亮

東洋建設株式会社（証券コード:1890）特別委員会に対する情報提供、  
今後の追加情報提供の前提及びプロセス透明化に向けた当社らの方針について

1. 特別委員会からの質問及び当社らによる回答について

当社ら（合同会社 Yamauchi - No.10 Family Office 及び株式会社 KITE を指します。以下同じ。）は、東洋建設株式会社（以下「東洋建設」といいます。）の特別委員会から2023年3月6日付け質問事項（以下「3月6日質問事項」といいます。）を受領致しました。

当社らは、特別委員会からの3月6日質問事項に対して、別添のとおり、2023年3月15日付けで回答書及び別添紙（質問事項回答）により全て回答致しました。

なお、3月6日質問事項に先立ち、東洋建設の現任取締役会からも追加情報提供の要求を受けおりましたが、当社らは、東洋建設におけるプロセスの適切性に強い懸念を抱いておりますことから、東洋建設の現任取締役会に対して追加情報提供要求の背景及び理由について質問を行っております（その質問の概要については下記及び別添に記載のとおりです。）。

2. 特別委員会からの質問及びそのプロセスの問題点について

別添において記載のとおり、3月6日質問事項は、東洋建設との協議の過程で、既に東洋建設から質問された事項と多くが重複しており、また、いずれの質問に対する回答も、これまで当社らが東洋建設に対して提供した回答や資料を確認すれば容易に分かるはずのものです。当社らが、2022年5月18日にインフロニア公開買付けに対する具体的かつ実現可能性のある真摯な対抗提案として当社買収提案を行ってから、これまで10か月にも渉る協議を恰も無かったかの如く、振りだしに戻ったかのような初期的な質問が特別委員会から多数なされたことを目の当たりにするに至り、改めて、東洋建設の現任取締役におけるこれまでの約10ヵ月に及ぶプロセスが極めて不適切であり、事実上、実に何も検討すらしていなかったとの認識を深め、大変遺憾に思います。

特別委員会の委員の大半を占める社外取締役は、これまでも会社と株主のために当社買収提案を検討し又は取締役の検討プロセスを監督する責務があったにもかかわらず、今になって初期的な情報提供要求を繰り返していること自体、かかる責務を完全に怠っていたことを如実に表わしています。当社らは、買収提案者としてはもとより、東洋建設の株主としても、特別委員会の実効性にも疑問を呈さずにはられません。

また、代表取締役社長を中心とする現任取締役の一部との協議の過程において、それら現任取締役らは、当社買収提案に賛同しないための「他の理由」を作り出すことも示唆していますので、当社らによる追加情報の提供は、かかる後付けの弁解に利用されるだけであり、東洋建設の企業価値及び株主価値最大化のための適切なプロセス・判断の実現にとっては、かえって妨げ

になりかねないとの懸念を抱いております。当社らとしては、会社と株主の利益を毀損しうるプロセスに加担することはできないため、このままではこれ以上の追加情報提供には応じられません。他方で、特別委員会が有効・実効的に機能し、適正・公正なプロセスで検討が行われる限りにおいては、追加情報提供や特別委員会の検討への協力を行う所存です。

以上から、別添記載のとおり、今後の当社らからの追加質問回答及び追加情報提供は、東洋建設取締役会及び特別委員会より上記懸念を払拭するための当社らからの質問・確認事項（下記概要）にそれぞれ誠実にご回答頂くことが前提となります。

**（取締役会への質問事項の概要（詳細は別添参照））**

- （1）これまでの長期間の協議で情報開示要請を行わなかったにもかかわらず、なぜ今更このタイミングで2023年1月の追加情報提供要求を行ったのか
- （2）2023年1月の追加情報提供要求は、当社買収提案に賛同しないための上辺だけの理由を取り繕う目的ではないか（これまでの発言との整合性等）
- （3）東洋建設が主張する基盤崩壊論は真に存在するのか、又は解決可能ではないのか

**（取締役会及び特別委員会への確認事項の概要（詳細は別添参照））**

- ① 東洋建設取締役会と特別委員会がそれぞれどのような役割を担っているのか
- ② 特別委員会の設置前の東洋建設との半年以上もの間の協議は、特別委員会による検討との対比において、いかなる意味を持っていると考えているのか
- ③ （委員の構成が過去の買収防衛策導入時とも同様であり、加えて、これまでの対抗提案に対する不適切な検討プロセスへの経営監督を全く果たせてこなかった）特別委員会がどのように公正に機能するのか

当社らとしては、上記も含めて、特別委員会の設置が当社買収提案に賛同しないための上辺だけの理由を取り繕うための目的でないかと納得ができなければ、追加情報を提供する理由はなく、むしろ、株主の皆様に対して、直接に情報提供をさせて頂く方針です。

なお、今後の特別委員会と当社らとのやりとりについては、株主の皆様の適切なご判断のため透明化することが重要であると考えますので、当社らから株主の皆様にも開示していく方針です。

以 上

別添：2023年3月15日付け特別委員会宛て「回答書」

2023年3月15日

東洋建設株式会社特別委員会 御中

東京都港区六本木6丁目2番35号4階  
Yamauchi-No. 10 Family Office  
最高投資責任者  
村上 皓亮

## 回 答 書

### 1. 特別委員会からの質問事項に対するご回答について

当社ら（合同会社 Yamauchi - No. 10 Family Office 及び株式会社 KITE を指します。以下同じです。）は、貴社の特別委員会から 2023 年 3 月 6 日付け質問事項（以下「3 月 6 日質問事項」といいます。）を受領致しましたので、別紙（質問事項 回答）のとおりご回答申し上げます。

### 2. 貴社におけるプロセスに対する懸念について

他方、3 月 6 日質問事項は、2022 年 4 月及び同年 5 月における貴社からの質問事項及びその後の貴社との協議の過程で、既に貴社から質問された事項と多くが重複し、また、いずれの質問も、当社が貴社に対してこれまで提供若しくは開示済みの回答や資料を確認すれば分かるはずのものです。当社らとしては、このタイミングになって、このような初期的な質問が特別委員会から多数なされたことについて、改めて、貴社におけるこれまでのプロセスが不適切だったのではないかという懸念を強く抱きました。

すなわち、9 か月以上前に当社らから貴社に対して同様の情報提供又は回答しているにもかかわらず、特別委員会から振りだしに戻ったかのような初期的な質問がなされたことから、そもそも現任の貴社代表取締役社長及び事務局（以下「事務局ら」といいます。）との協議プロセスは意味がなかったのか、単に貴社の事務局ら及び貴社取締役会が時間稼ぎをし、又は当社買収提案に賛同しないための理由を作り出すためのプロセスであったのか、と考えるを得ません。また、3 月 6 日質問事項は、当社らから開示又は提供済みの資料を確認すれば容易にご確認いただける内容も多々含まれていることから、当社らは、特別委員会の皆様が、これまでの当社らと事務局らとの協議の経緯を認識されているのか、また、当社買収提案を検討するために事務局らに確認するなど主体的な情報収集をなされているのかといった疑問を有しており、当社らから提供している情報を真摯に検討されるご意向があるのかすら疑わざるを得ません。

従前から当社らが述べていますとおり、これまでの貴社との協議の過程においては、貴社は当社買収提案に賛同しないための「他の理由」を作り出すことも示唆されておりますので、貴社取締役会からの情報開示要求に応えても、現任の貴社取締役会による後付けの弁解に利用されるだけであり、貴社の企業価値及び株主価値最大化のための適切なプロセス・判断の実現にかえって妨げになりかねないと考えております。また、特別委員会の皆様に対してこ

れ以上情報提供を行ったとしても、結局、当社買収提案に対して賛同しない「他の理由」を作り出すために利用されるのではないかと考えざるを得ません。

### 3. 当社らによる追加情報提供の前提及び特別委員会に対するご質問について

このような状況の中、3月6日質問事項と並行して、貴社取締役会からは当社らに対して追加情報提供の要求がなされております。当社らとしては、上記のような懸念から、現任の貴社取締役会に対して、2023年2月15日付及び同年3月9日付の書簡をお送りし、当社らによる追加情報提供の前提として、主に以下の質問（以下「取締役宛当社質問事項」という。）に答えていただくよう要請しております。なお、当社らから貴社取締役会に対する「取締役宛当社質問事項」のご依頼については、添付書類をご参照下さい。

- (1) これまでの長期間の協議で情報開示要請を行わなかったにもかかわらず、なぜ今更このタイミングで2023年1月追加情報開示要求を行ったのか
- (2) 2023年1月追加情報開示要求は、当社買収提案に賛同しないための上辺だけの理由を取り繕う目的ではないか（これまでの発言との整合性や、今後想定されているプロセスについての説明）
- (3) 貴社が主張する基盤崩壊論は真に存在するのか、又は解決可能ではないのか

また、特別委員会の位置づけ及びそのプロセスについても、上記のとおり、当社らはプロセスの適切性に疑問を有しております。そこで、今後の特別委員会の皆様に対する追加質問回答及び情報提供の前提として、特別委員会の皆様からも、以下の「追加確認事項」について、ご回答をいただけますと幸いです。

- ① 貴社取締役会と特別委員会がそれぞれどのような役割を担っているのか、
- ② 特別委員会の設置前の貴社との協議は、特別委員会による検討との対比において、いかなる意味を持っていると考えているのか（一般的な対抗提案への検討プロセスにおいて、株主から経営を負託された取締役会が本来基本動作として始めるべきであったようなことがようやくこれから実施されるように客観的には見える。貴社の株主の皆様にとって、上場維持の場合の株式価値を明らかに上回る1株当たり1,000円での当社買収提案による公開買付けが開始されるのが重大な関心事となっており、当社買収提案に対して、速やかに検討することが、貴社取締役会の責務となっていた中で、これまでの270日以上もの間、貴社取締役会として、株主及び会社の利益の為に何をされていたのか。）、
- ③ （委員の構成が過去の買収防衛策とも同様であり、加えて、これまでの対抗提案に対する不適切な検討プロセスへの経営監督を全く果たせてこなかった）特別委員会がどのように公正に機能するのか（以下、上記①乃至③を総称して、「追加確認事項」といいます。）、
  - ・ 特別委員会のうち社外取締役の方々は、ガバナンスを守るべく株主から経営監督の負託を受けた立場として、過去の買収防衛策及び、これまでの対抗提案に対する不適切な検討プロセスについてどのように見ていたのか、また、問題があったと考えた場合、経営監督の責務を果たすべく具体的にどのような声を上げ、どのような実効的な策を講じてきたのか、

- ・ 2022年7月26日の取締役会にて、まずは当社らと秘密保持契約を締結したうえで、当社らに基盤（基盤崩壊論）について理解を深めてもらうという進め方について決議して、貴社取締役会から貴社事務局らにその旨指示したと伺ったが、その後、貴社事務局らは、不合理にも、当社らが「基盤崩壊論について理解すれば、非公開化はできないことは理解できるはずである」と主張され、当社買収提案の検討は開始されず、その状態のまま不賛同の表明を受領するに至りました。このプロセス全体を見るならば、貴社取締役会として7月下旬には、既に、不合理な基盤崩壊論を根拠として非公開化はできない旨を当社らに伝達する方針を決定していた（又は非公開化を拒絶する前提で貴社事務局らが当社らと協議及び当社らに対する伝達を行うことを容認していた）と考えざるを得ません。そのような決議を容認した社外取締役を中心に構成される特別委員がなぜ公正に機能するとお考えか、

従前から当社らが述べていますとおり、貴社取締役会及び特別委員会におかれましては、貴社の企業価値向上及び一般株主の利益の観点から、当社買収提案を真摯にご検討いただきますようお願いいたします。当社らとしては、特別委員会が有効・実効的に機能し、適正・公正なプロセスで検討が行われる限りにおいては、追加情報提供や特別委員会の検討への協力を行う所存です。但し、本書日付までの状況を踏まえ、上記のとおり、当社らは貴社におけるプロセスの適切性に強い懸念を抱いているため、このままでは追加情報提供には応じられません。そこで、今後の特別委員会の皆様に対する当社らからの質問回答及び情報提供に関しては、まずは、貴社取締役会から「取締役宛当社質問事項」及び「追加確認事項」の双方に対して、また、特別委員会の皆様から上記の「追加確認事項」に対して、それぞれ誠実にご回答頂くことが前提となる点をご理解下さい。

なお、株主の皆様判断のため、本書の内容を含め、今後の特別委員会とのやり取りについては、当社らから株主の皆様にも開示させて頂く方針です。当社らとしては、上記の「追加確認事項」も含めて、特別委員会の設置が当社買収提案に賛同しないための上辺だけの理由を取り繕うための目的でないとならなければ、貴社取締役会に対して追加情報を提供する理由はなく、むしろ、株主の皆様に対して、直接に情報提供をさせて頂く方針です。

以 上

別紙 特別委員会からの質問事項に対する回答

## 質問事項

### I 買収の意義・目的・手段について

1. 合同会社 Yamauchi-No.10 Family Office 及び株式会社 KITE (以下、「貴社ら」といいます。)の事業会社への投資実績(業種、投資規模、投資手法(株式の過半数取得、GP 投資など)、投資期間、イグジットの有無及びその方法を含みます。)について、具体的にご教示ください。

<回答>

- **過去、YFO からは既に繰り返しご回答済みです。詳細は以下のとおりです。**
  - 当社ら(合同会社 Yamauchi - No.10 Family Office 及び株式会社 KITE を指します。以下同じです。)が①2022年6月1日付けで提供済みの「回答書」(参照資料1。以下「6月1日回答書」といいます。)中「1.(2)本買収提案が成立(公開買付け実施の上、非公開化を達成)した場合、企業価値向上策に則って長期的に当社株式を保有されることとなりますが、投資期間や Exit 方針の具体的なご想定をご教示ください。」に対する回答、②2022年7月5日付けで提供済みの「東洋建設の経営方針・企業価値向上策(案)」の追加説明(参照資料3)中「3.貴社の課題解決に向けた支援体制に関する具体的な実績」、③2022年9月11日付けで提供済みの東洋建設株式会社(以下、当社ら回答部分において「貴社」といいます。)[「貴社グループに関する情報の提供依頼」に対する「回答」(参照資料4。以下「YFO グループ情報提供回答」といいます。)]項番10、④2022年9月21日付けで提供済みの「社内資料2\_Investment」(参照資料5)、及び、⑤2023年3月1日付け株主宛て資料「Rebuild TOYO: 東洋建設のガバナンスの再構築に向けて」の「0.はじめに」(参照資料9)9頁以降、及び、当社らのウェブサイト(<https://y-n10.com/investment/portfolio/>)をご参照ください。
  - これまで繰り返し申し上げておりますとおり、具体的な企業名での個別の投資規模や手法等は株主間契約や秘密保持義務契約の関係から詳細な開示は控えさせていただきますが、YFO グループは、数十社の国内外企業への投資の実績を有し、投資期間やイグジット、投資手法に縛られず、建設業を含む多様な業種に対する戦略的な投資(バイアウト、カープアウト、マイノリティ投資等)を行っております。私たちの基本的なエンゲージメントの信念は、形でなく、真に“IN GOOD FAITH”で、企業価値及び株主価値の向上に取り組める投資先社内パートナーと、事業変革による価値創造を実現することにあります。私たちの投資においては、「価値創造」を投資哲学の中心としており、短期的な利益の鞘抜きではなく、投資先企業における事業成長に基づく企業価値・株主価値の実現を目指しております。
2. 貴社らが、東洋建設株式会社(以下、「東洋建設」といいます。)を買収対象として着目したきっかけ、並びに、買収提案にあたり予告 TOB という手段を選択された理由及び経緯、並びに、この一連の手続の適法性に関する考え方についてご教示ください。

<回答>

- **過去、YFO からは既に繰り返しご回答済みです。詳細は以下のとおりです。**
- 過去の面談の際にも既にご説明している点ですが、予告 TOB を開示した理由については、①当社らが2022年5月18日付けで公表している「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」(参照資料1。以下「本予告プレスリリース」といいます。)中「本書による開示の理由」、及び、②2022年6月1日付けで提供済みの「回答書」(参照資料2)中「1.(1)貴社らからは、友好的な協議をご提案いただいていたと理解しておりますが、そうであるにもかかわらず、何らの予告もなく、かつ、翌日に面談が予定されていたにもかかわらず、突如として本



- 買収提案をされた理由について、ご教示ください。」に対する回答をご参照ください。
- また、これも繰り返しになりますが、当社としては、一連の手續の適法性について問題があったとは認識しておらず、公開買付けの開始の予告に先立って、実務上必要なプロセスを経ており、実際に、行政機関等からその適法性に疑義があるとの指摘も全く受けておりません。
  - それにもかかわらず、貴社事務局らからフィランソロピー事業（慈善事業）や山内家の評判を傷つけたくはないなどと、買収提案を取り止めなければ当社らの信用に傷をつけることを示唆され、また、貴社の現任取締役の一部は、一連の手續について、あたかも問題があるかのような印象操作を行おうと試みておられました。
  - 東洋建設を買収対象として着目したきっかけ及び投資の目的についても、2023年3月1日付け株主宛て資料「Rebuild TOYO: 東洋建設のガバナンスの再構築に向けて」の「0. はじめに」（参照資料9）及び「1. 東洋建設への買収提案からこれまでの背景」（参照資料10）の6頁においても、株主の適切な判断のために情報開示しておりますので、ご参照ください。

3. 貴社らが東洋建設を買収する目的・理由について具体的にご教示ください。

<回答>

- 過去、YFOからは既に繰り返しご回答済みです。詳細は以下のとおりです。
  - 貴社に対して、2023年1月24日付けで提供済みの「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」（参照資料7。以下「本企業価値向上策（最新版）」）中の「YFOが理解する貴社の強みとして」「YFOが認識する貴社が将来に渡って維持・継承すべきものとして」、「YFOが非上場化による企業価値向上の提案を差上げた背景にある想い」に買収目的・理由の詳細を記載しておりますので、ご参照ください（なお、参照の容易性のために最新版を示していますが、これらの説明はそれ以前から貴社に対して説明差し上げています。以下同じです。）。
- また、2023年3月1日付け株主宛て資料「Rebuild TOYO: 東洋建設のガバナンスの再構築に向けて」の「1. 東洋建設への買収提案からこれまでの背景」（参照資料10）においても、当社らが買収する目的・理由について、株主の適切な判断のために情報開示しておりますので、ご参照ください。

4. 東洋建設を非公開化する目的について具体的にご教示ください。また、貴社らの企業価値向上策のうち、非公開化しなければ達成できないものがございましたら、その理由とともにご教示ください。

<回答>

- 過去、YFOからは既に繰り返しご回答済みです。詳細は以下のとおりです。
  - 当社らが2022年7月5日付けで貴社取締役会に提出した「東洋建設の経営方針・企業価値向上策（案）」の追加説明（参照資料3）中「1. YFO独自の支援でしかなし得ない東洋建設の成長の具体的内容」から「4. YFOグループの傘下に入ることで貴社にもたらされる事業上のシナジー」までをご参照ください。加えて、本企業価値向上策（最新版）（参照資料7）の「YFOが非上場化による企業価値向上の提案を差上げた背景にある想い」においても、詳細を記載しておりますので、ご参照ください。
5. 貴社らの提案において、公開買付価格を一株当たり1000円と算定された際の算定方法と根拠（その前提条件を含みます。）をご教示ください。

<回答>

- 過去、YFOからは既に繰り返しご回答済みです。詳細は以下のとおりです。

- 過去の面談の際にも既に説明している点ですが、本予告プレスリリース中〈買付け等の価格の算定根拠等〉（参照資料1）をご参照ください。
6. 公開買付けの決済資金について、その原資と確保状況についてご教示ください。また、融資による調達を予定されている場合、その調達可能性とともに、金融機関から提示されている主な融資条件（金利や担保設定の条件を含みます。）をご教示ください。

<ご回答>

- 過去、YFOからは既に繰り返しご回答済みです。詳細は以下のとおりです。
  - 公開買付けの決済資金については、本予告プレスリリース（参照資料1）中〈本公開買付けの概要〉及びYFOグループ情報提供回答（参照資料4）の項番12の回答に詳細を記載しておりますので、ご参照ください。
  - 過去の面談の際にも既に説明している点ですが、YFOは、現金化後に、合わせて優に1,000億円を超える金額が確保できる資産を有しております。よって、外部の金融機関からの融資資金を公開買付けの前提条件とはしておりません。事業運営上の財務健全性は十分に確保したうえで、当社らの資本効率及び貴社の最適資本構成の観点から、外部の金融機関からの融資資金を一部用いる予定です。
7. 上記融資がLBOローンである場合、その返済が貴社らの企業価値向上策に与える影響についてご教示ください。

<ご回答>

- こちらは、初めてのご質問ですので、以下のとおりご回答いたします(以下、新規回答部分は青字で表記しております。)
  - LBOローンであるとは必ずしも想定しておりません。外部の金融機関からの融資を用いる場合でも、事業運営上の財務健全性はしっかりと確保したうえで、当社らの資本効率及び貴社の企業価値向上に資する最適資本構成を実現する範囲とする予定です。財務健全性を著しく毀損し、企業価値を毀損するような金額規模の融資を受ける予定はありません。
  - また、成長領域における事業の成長を実現するための戦略投資に関しては、様々な調達オプションを検討することが、企業価値向上の実現に不可欠と考えております。
  - そのような事業成長資金として最適な資本構成にて融資を活用することは、現状のネットキャッシュが続く状況と比しても、貴社の企業価値に良い影響を与えると考えております。
  - 当社らは、現在の貴社における、ネットキャッシュを積上げ続けている財務構成が、企業価値最大化に資する最適な資本構成であるとは考えていません。むしろ、もし、貴社として、現在の資本構成が最適であるとお考えであるならば、その理由を開示していただけだと思います。
  - 外部の金融機関からの融資資金を一部用いる場合であっても、企業価値向上策の実行に悪影響がある返済条件・スケジュールであれば、貴社にとってメリットがないため、当社らとしてそのような融資資金の調達はする理由は全くありません。
8. 前問6及び7に関連して、公開買付けの決済資金の全部又は一部を自己資金で賄うことを想定されている場合、完全子会社化後において、東洋建設に金融機関からの融資を受けさせ、自己資金で公開買付けの決済資金やスクイーズアウトに要した資金を負担した分につき、当該融資資金を原資に貴社らに配当することは想定されていないということで宜しいか、ご教示ください。

<ご回答>

- こちらは、初めてのご質問ですので、以下のとおりご回答いたします。
- 現時点で、具体的な想定はありません。但し、完全子会社化後において、外部金融機関

からの貴社に対する融資によって、最適な資本構成にて企業価値向上に資する成長投資を行うことは積極的に検討したいと考えています。

- 上記のとおり、完全子会社化後において、外部金融機関からの融資を受ける場合においても、貴社の財務健全性を著しく毀損し、企業価値を毀損するよう金額規模の融資を調達する予定はございません。

## II 買収後の経営方針及び経営体制について

9. 貴社らによる東洋建設の完全子会社化が行われた場合、その後の経営方針として、公共海洋土木事業、公共陸上土木事業、民間の土木事業、洋上風力事業、建築事業、海外業については、事業ポートフォリオにおいてどのような位置づけ（売却可能性があるのかを含みます。）とされているのかを具体的にご教示ください。

<ご回答>

- 過去、YFO からは既に繰り返しご回答済みです。詳細は以下のとおりです。
- 経営方針の詳細については、本企業価値向上策（最新版）（参照資料7）中「YFO の提案する価値創出プランとして」をご参照ください。また、2023年3月1日付け株主宛て資料「Rebuild TOYO: 東洋建設のガバナンスの再構築に向けて」の「1. 東洋建設への買収提案からこれまでの背景」中「海洋土木事業のステークホルダーを尊重した枠組みの提案」（参照資料10）もご参照ください。
- 資料記載のとおり、事業ポートフォリオとしては、基本的に、海洋土木領域の基盤を維持し、海洋土木領域以外（民間・新規事業領域）での事業支援を行っていく方針です。
- 貴社の事業ポートフォリオの一部を売却することの具体的な想定はありません。これまで、一度もそのような説明、示唆はしたこともありません。

10. 貴社らによる東洋建設の完全子会社化が行われた場合、これにより東洋建設に生じるメリット・デメリットを、定量面及び定性面の両面からご教示ください。

<ご回答>

- 過去、YFO からは既に繰り返しご回答済みです。詳細は以下のとおりです。
- 貴社に対して既に繰り返し説明してきたところですが、定性面は本企業価値向上策（最新版）中「YFO の提案する価値創出プランとして」及び「東洋建設の経営方針・企業価値向上策（案）」の追加説明」（参照資料7）中「5. 「国内土木の受注・技術戦略、国内建設の受注・技術戦略、海外事業の拡大、有資格技術者の確保、非公開化に伴うデメリットの整理」について補足」の「⑤非公開化に伴うデメリットの整理」を、また定量面は同「YFO の企業価値向上プラン実行により想定されるインパクト」を、それぞれご参照ください。

11. 貴社らによる東洋建設の完全子会社化が行われた場合、これにより以下のステークホルダーに生じるメリット・デメリットをそれぞれ具体的にご教示ください。

- ① 発注者を含む取引先
- ② 業務提携先（前田建設工業を含みます。）
- ③ 共同入札者（JV 組成先）
- ④ 従業員（雇用維持、雇用条件について方針を含みます。）

<ご回答>

- 過去、YFO からは既に繰り返しご回答済みです。詳細は以下のとおりです。
- 貴社のステークホルダーを尊重する枠組みの提案については、当社ら対応方針後の基本的な枠組みについて、2023年3月1日付け株主宛て資料「Rebuild TOYO: 東洋建設のガバナンスの再構築に向けて」 「1. 東洋建設への買収提案からこれまでの背景」中「株主価値最大化に資する YFO の買収提案」、「海洋土木事業のステークホルダーを尊重した枠組みの提案」及び「全てのステークホルダーの利益に適う YFO 提案」（参

照資料 10) において、株主の適切な判断のためにメリットも含めて詳細な情報開示をしておりますので、ご参照ください。

- 当社らとしては、上記基本枠組みにより、ステークホルダーとの関係で、貴社の企業価値に対して悪影響を与えるような具体的かつ客観的な懸念・デメリットはないと理解しており、むしろ、当社らとしては、当社買収提案は全てのステークホルダーの利益に適うと考えております。
- 当社らの認識とは異なり、貴社において、ステークホルダーの利益について具体的な懸念がある場合は、それによる貴社の企業価値に対する影響について、むしろ、貴社からご説明ください。

12. 前問 11②に関連し、貴社らによる東洋建設の完全子会社化が行われ、前田建設工業との資本関係が解消された場合、資本関係を前提とする取引の解消や取引条件の悪化が生じるリスクについては、どのようにお考えでしょうか。

例えば、前田建設工業から工事完成保証が得られなくなるリスクや、資材等の共同購買ができなくなることによるコスト競争力・受注競争力の低下の可能性などについては、どのようにお考えか、加えて、インフロニアとの経営統合時に東洋建設において期待されていた、PPP・コンセッションへの参加、人材育成の基盤、環境分野での技術開発、研究基盤の共有化等への貴社らの支援可能性についてご教示ください。

<ご回答>

- 過去、YFO からは既に繰り返しご回答済みです。詳細は以下のとおりです。
- 過去の面談の際にも既に説明している点ですが、6月1日回答書（参照資料 2）中「(16) 企業価値向上策には、前田建設工業との資本業務提携関係がなくなること、貴社らが株主となること、それぞれのディスシナジーが欠落しておりますが、お考えをお聞かせください。」に対する回答をご参照ください。
- 当社らの認識とは異なり、貴社において、前田建設工業との資本関係が解消された場合のリスクについて具体的な懸念がある場合は、それによる貴社の企業価値に対する影響について、むしろ、貴社からご説明ください。
- また、同質問は、インフロニア公開買付けに対する競合的買収として、当社ら提案を比較し、いずれの方が企業価値向上に資するかを把握するためのご質問との趣旨と理解しておりますので、その他想定されるシナジー・ディスシナジーの論点についても、追加で回答申し上げます。
- 2023年2月20日付けの貴社からの当社宛の書簡の中で、以下のような記載がありました。  
「当社が公共事業として入札手続を伴う工事や港湾・国防に関わる工事を安定的且つ継続的に受注できているのは、当社が、これらを受注するために不可欠な、法令遵守体制及び機密情報の厳重な管理体制を構築し運用してきたこと（中略）が大きな要因であり、これらの要因が損なわれた場合には、これらの工事への参画ができなくなるなど、「当社の経営の基盤」が崩壊するリスクがあることは、当社取締役の共通認識です。」
- 当社らは、過去一度も法令に違反したことはなく、そのような疑義を当局から持たれたこともありません。当然に、未公表の会社情報が他に漏れたり不正に利用されたりする等といったことのないような法令遵守体制及び機密情報の厳重な管理体制を構築し運用しております。

13. 東洋建設の完全子会社化後、東洋建設の成長投資（設備投資、人材投資、研究開発投資、DX投資など）に必要な資金調達が可能か、その方法も合わせてご教示ください。

<ご回答>

- 完全子会社化後の資金調達方針については、初めての質問事項ですので、以下にて回答し

ます。

- 貴社の企業価値及び株主価値を最大化させるためには、当社らの企業価値向上策の実行が不可欠ですので、そのための成長投資については、戦略的に事業成長領域を検討、吟味し、その成長を実現するための戦略的な投資に沿って、様々な調達オプションを検討することが、企業価値向上の実現に不可欠と考えております。
- 少なくとも、当社らはネットキャッシュが続く状況である現在の貴社の財務構成が、企業価値最大化に資する最適な資本構成であるとは考えておらず、成長投資に必要な資金について、例えばネットキャッシュ0となるような水準まで借入れを活用するといった資金調達オプションは、現状のネットキャッシュが続く状況と比して、基本的に、企業価値に良い影響を与えると考えております。
- 当然ながら、外部の金融機関からの融資を用いる場合、事業運営上の財務健全性はしっかりと確保した上で、当社らの資本効率及び貴社の企業価値向上に資する最適資本構成を実現する範囲となる予定で、財務健全性を著しく毀損し、企業価値を毀損するような金額規模の融資を受ける予定はありません。また、その際は、企業価値向上策について悪影響がない融資条件でなければ貴社にとってメリットがないため、成長投資が制限されないような融資条件を前提に交渉する予定です。
- 当社らはネットキャッシュを積み上げ続けられている現在の貴社の財務構成が、企業価値最大化に資する最適な資本構成であるとは考えていませんが、もし現在の資本構成が最適であると考えるのであればその理由について開示していただければと思います。
- 加えて、これまでネットキャッシュが続いているだけの安定したフリーキャッシュフロー創出力を有する貴社において、成長投資は、その安定したフリーキャッシュフローから適切に配分することで、十分に企業価値及び株主価値を最大化できると考えますが、更には、必要に応じて、当社らが保有する資産（2,000億円弱規模）及び資金を最大限活用（追加出資・貸付等）することで、超長期的な事業変革に必要な資金は準備可能です。

14. 東洋建設の完全子会社化後、前問6～8との関連も含めた資本政策（自己資本比率の水準や配当政策を含みます。）についてご教示ください。

<ご回答>

- 上記13の回答をご参照ください。
- 基本方針としては、格付け及び経営事項審査結果も鑑みながら、公共工事の入札をこれまで同様に行なう上で十分な資本水準及び資本比率を維持する資本政策を実行する予定です。また、当社らは、他のファンド等とは異なり、投資回収期間の限定はなく、その特徴から、将来成長に向けた先行投資により短期的には利益水準やキャッシュ・フローの悪化が生ずる可能性があったとしても、長期的に真の成長・企業価値向上が見込まれる投資に対しては超長期的かつ柔軟に取り組むことができます。また、当社らが保有する資産（2,000億円弱規模）及び資金を最大限活用（追加出資・貸付等）して東洋建設の長期的な事業変革にコミットすることも可能です。
- よって、配当政策としては、貴社の成長に向けた戦略的な投資の実行を優先しつつ、成長戦略及び企業価値向上との兼ね合いで、十分な余剰資金が生じたならば、その一部を配当に回すことも検討しております。

15. 貴社らが想定している東洋建設に対する投資期間及び出口（イグジット）の計画について、具体的にご教示ください。

<ご回答>

- 過去、YF0からは既に繰り返しご回答済みです。詳細は以下のとおりです。
- 当社らは本予告プレスリリース（参照資料1）中〈本公開買付け終了後の経営方針〉及び6月1日回答書（参照資料2）「(2)本買収提案が成立（公開買付け実施の上、非公開化を達成）した場合、企業価値向上策に則って長期的に当社株式を保有されるとのことですが、

投資期間や Exit 方針の具体的なご想定をご教示ください。」に対する回答をご参照ください。

### Ⅲ その他

16. 上記の質問に対する回答以外に、当委員会に対してご説明されたい事項があれば、ご教示ください。

#### <ご回答>

上記質問事項のほとんどは、個別にご回答いたしましたとおり、当社らより貴社に対し既にご回済みのものでした。今後は、上記回答でも引用したとおり、貴社株主向けに当社らの考えについても情報を公開していく予定ですので、こちらもご参照いただけますと幸いです ([https://prtmes.jp/main/html/searchrlp/company\\_id/71768](https://prtmes.jp/main/html/searchrlp/company_id/71768))。

#### <参照資料 一覧 (※回答で過去回答・情報提供として引用した提供又は開示済みの資料) >

1. 2022年5月18日付け「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」
2. 2022年6月1日付け「回答書」
3. 2022年7月5日付け「「東洋建設の経営方針・企業価値向上策(案)」の追加説明」
4. 2022年9月11日付け「貴社グループに関する情報の提供依頼回答」
5. 2022年9月21日付け「社内資料 2\_Investment」
6. 2023年1月23日付け「東洋建設株式会社に関する当社らの新たな対応方針について」
7. 2023年1月24日付け「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」(※最新の企業価値向上策)
8. 2023年1月27日付け「「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」に関する当社らの今後の対応方針」
9. 2023年3月1日付け「Rebuild TOYO: 東洋建設のガバナンスの再構築に向けて」 「0. はじめに」
10. 2023年3月1日付け「Rebuild TOYO: 東洋建設のガバナンスの再構築に向けて」 「1. 東洋建設への買収提案からこれまでの背景」

以上

添付書類 当社から貴社取締役会に対する 2023 年 3 月 9 日付け書簡（「取締役宛当社質問事項」）

2023年3月9日

東洋建設株式会社

取締役各位

(写し送付先：監査役各位)

Yamauchi - No.10 Family Office

最高投資責任者 村上 皓亮

### 東洋建設からの情報提供要求について

拝啓

ますますご清祥のこととお慶び申し上げます。

現任の貴社取締役会から頂戴した2023年2月20日付の書簡（「当社取締役会への情報提示のお願い及び貴社らの2023年2月15日付け書簡について」と題する書簡）についてご連絡を致します。

当社ら（合同会社Yamauchi - No.10 Family Office及び株式会社KITEを指します。以下同じです。）としては、貴社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、20回40時間超に及ぶ協議を通じて、企業価値及び株主価値の向上を実現するための当社買収提案について真摯に説明に臨み、現任の貴社代表取締役社長及び事務局（以下「事務局ら」といいます。）に対して、形だけではなく、真摯な協議、検討を行なっていただくよう繰り返し求めてきました。

一方で、事務局らは、当社らの再三の要請に取り合わず、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HD」といいます。）を除き、マリコン以外の会社による非公開化は応じられないとする不合理な「基盤崩壊論」に基づき、非上場化を前提とする提案であれば賛同できないとの話に終始し、取締役会での検討もせず放置を続け、2022年11月25日には、機関決定も経ないままに、当社買収提案には賛同できない旨の結論を記した書簡を現任の貴社代表取締役社長が当社ら代表に手交しました。

そればかりか、事務局らは、不賛同の理由である「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などと発言し、説明のつかないこうした経緯を、株主の目に触れないよう試みようとした上、いまなお、交渉経緯における不適切な対応等を恣意的に隠蔽し、又は事実を歪曲し、印象操作を行おうとする情報開示を繰り返しています。

また、残念ながら、現任の貴社社外取締役及び各監査役も、上記のような現任の貴社代表取締役社長を含む事務局らの一連の不適切な対応をコントロールできておらず、経営監督・監査機能を実効的に果たしておりません。

また、そのような中、現任の貴社取締役会は、10か月も前の昨年5月に当社らが行った当社買収提案及び経営方針・企業価値向上策に関して、今年1月13日になって、当社らの想定投資



期間における各期の貸借対照表、損益計算書及びキャッシュフロー計算書の提供を要求（以下「2023年1月追加情報開示要求」といいます。）されるとともに、これらの書類の提出後、当社らと現任の貴社取締役会との面談を設定する旨のご連絡をされました。

当社らとしては、現任の貴社代表取締役社長を含む事務局らに対して、既に昨年11月には、貴社固有の経営課題に対する具体的な施策を含めた情報まで提供しておりました。それに対し、事務局らは非上場化が前提の提案である限りはこれ以上話が進まないとの頑なな不賛同の姿勢をとり、検討を放置し続け、更に昨年11月末には既に当社買収提案には賛同できない旨の結論を記した書簡を手交されたにもかかわらず、突如として立場を大きく変更し、今更、このタイミングで、貴社取締役会が当社らに情報の提供要求する行動自体が「体裁を整えるためだけのもの」であって、当社買収提案に賛同しないための上辺だけの理由を取り繕うためであると疑わざるを得ません。したがって、2023年1月追加情報開示要求に对应しても、現任の貴社取締役会による後付けの弁解等に利用されるだけであり、貴社の企業価値及び株主価値最大化のための適切なプロセス・判断の実現にかえて妨げになりかねないと考えております。

そこで、当社らは、当社らからの情報提供の前提として、現任の貴社取締役会に対して2023年2月15日付で書簡をお送りし、別紙の各質問に答えていただくよう要請しておりますところ、これらの質問に対する誠実な回答は依然としていただいておりますと、よって、当社らからも、要求された情報提供を行っていないという状況になっています<sup>1</sup>。

具体的には、貴社事務局らは、半年以上に亘る当社らとの協議の間、「基盤崩壊論」を理由として非上場化を前提とした提案には賛同できないとの主張を繰り返し、当社買収提案及び当社らの企業価値向上策の検討すら行わないまま、当社買収提案には賛同できない旨の結論を記した書簡を当社ら代表に手交し、かつ、当社らから貴社取締役に対する直接の要請にもかかわらず、現行の貴社取締役会は特段の対応も行いませんでした。当社らとしては、かかる経緯を踏まえて、現行の貴社代表取締役社長を含む取締役らとしては当社買収提案には賛同しないとの結論を早々に出しており、当社買収提案及び当社らによる企業価値向上策は検討しないとの立場と理解しておりますので、この段階になって、突如として当社らに対して追加情報を要求する理由に疑問を持たざるを得ません（別紙第1項）。特に、貴社の事務局らからは、「基盤の崩壊リスク」以外の「他の理由」を作り出すことさえも示唆されていますので、現行の貴社取締役会が当社買収提案に賛同しないための「他の理由」を作り出す際に利用することを目的として、当社らに対して追加情報を要求していると考えざるを得ません（別紙第2項）。もし貴社取締役会が真に当社買収提案を検討するために追加情報を要求しているのであれば、それは「基盤の崩壊リスク」が解決可能であった場合に他ならないため、まずは、貴社から、その確認内容及

---

<sup>1</sup> 貴社取締役会は、2023年2月28日付で「Yamauchi-No.10 Family Office に対する書簡送付に関するお知らせ」と題するプレスリリースを公表しており、これは貴社と当社らの間の遣り取りの一部を切り取って、事実を歪曲し、印象操作を行おうとするものであって容認できません。株主から経営の委任を受けている会社の代表や一部取締役が、株主の判断に重要な交渉経緯の存在・ガバナンスの瑕疵を認識しておきながら、株主からこれらを隠そうとする行動や、会社・株主の利益よりも自己又は第三者の利益を優先する行動はあってはならないことです。

び確認根拠（行政機関からの見解を含みます。）をご提供頂く必要があります（別紙第3項）。

さらに、現行の貴社取締役会は、当社買収提案から 270 日以上経った後に今更ながら特別委員会を設置しておりますが、特別委員会の設置後も、貴社取締役会から追加情報の要求がなされ、また、特別委員会からも別途 2023 年 3 月 6 日付で質問事項を受領しております。上記にも記載のとおり、当社らとしては、特別委員会の設置前の貴社取締役会における当社買収提案の検討姿勢・検討体制は非常に問題があると考えておりますが、更に、特別委員会の設置後のプロセスにおいても、

- ① 貴社取締役会と特別委員会がそれぞれどのような役割を担っているのか、
- ② 特別委員会の設置前の貴社との協議は、特別委員会による検討との対比において、いかなる意味を持っていると考えているのか（一般的な対抗提案への検討プロセスにおいて、株主から経営を負託された取締役会が本来基本動作として始めるべきであったようなことがようやくこれから実施されるように客観的には見える。貴社の株主の皆様にとって、上場維持の場合の株式価値を明らかに上回る 1 株当たり 1,000 円での当社買収提案による公開買付けが開始されるのが重大な関心事となっており、当社買収提案に対して、速やかに検討することが、貴社取締役会の責務となっていた中で、これまでの 270 日以上もの間、貴社取締役会として、株主及び会社の利益の為になにをされていたのか。）、
- ③ （委員の構成が過去の買収防衛策とも同様であり、加えて、これまでの対抗提案に対する不適切な検討プロセスへの経営監督を全く果たせてこなかった<sup>2)</sup> 特別委員会がどのように公正に機能するのか、（以下、上記①乃至③を総称して、「追加確認事項」といいます。）、
  - ・ 特別委員会のうち社外取締役の方々は、ガバナンスを守るべく株主から経営監督の負託を受けた立場として、過去の買収防衛策及び、これまでの対抗提案に対する不適切な検討プロセスについてどのように見ていたのか、また、問題があったと考えた場合、経営監督の責務を果たすべく具体的にどのような声を上げ、どのような実効的な策を講じてきたのか、
  - ・ 2022 年 7 月 26 日の取締役会にて、まずは当社らと秘密保持契約を締結したうえで、当社らに基盤（基盤崩壊論）について理解を深めてもらうという進め方について決議して、貴社取締役会から貴社事務局らにその旨指示したと伺ったが、その後、貴社事務局らは、不合理にも、当社らが「基盤崩壊論について理解すれば、非公開化はできないことは理解できるはずである」と主張され、当社ら買収提案の検討は開始されず、その状態のまま不賛同の表明を受領するに至りました。このプロセス全体を見るならば、貴社取締役会として 7 月下旬には、既に、不合理な基盤崩壊論を根拠として非公開化はできない旨を当社らに伝達する方針を決定していた（又は非公開化を拒絶する前提で貴社事務局らが当社らと協議及び当社らに対する伝達を行うことを容認していた）と考えざるを得ません。そのような決議を容認した社外取締役を中心に構成される特別委員がなぜ公正に機能するとお考えか、

---

<sup>2)</sup> 特別委員会の委員の大半は一部取締役に対する監督機能不全に陥っていた取締役会のメンバー（社外取締役）で構成されています。

が全く明らかではありません。当社らとしては、上記のとおりこれまでの現行の貴社取締役会のプロセスが不適切である中、これらの追加確認事項に納得できなければ、現行の貴社取締役会に対しては追加情報を提供する理由はありません。

以上のとおり、まずは誠実に、別紙の質問及び追加確認事項について、各質問への回答をする形で、合理的なご説明を頂けますようお願い致します。

以 上

【ご参考：別紙（2023年2月15日付当社からの書簡における質問事項）】

1. これまでの長期間の協議で情報開示要請を行わなかったにもかかわらず、なぜ今更このタイミングで2023年1月追加情報開示要求を行ったのか

当社らとの協議において、貴社の事務局は、基盤崩壊論という根拠のない主張をし続け、武澤恭司代表取締役社長は、「YFO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」と記載された書簡を2022年11月25日の協議の場において手交されています。2022年11月25日の協議の際には、武澤恭司代表取締役社長は、「一番大元のところの上場か非上場かというところが違うと（非上場化の提案をする限り）、これ以上話が進まない。」との趣旨のご説明もありました。

このように、貴社の代表取締役及び事務局が、非上場化を前提とした提案には賛同できないという主張に終始し、当社買収提案及び当社らの企業価値向上策についての検討自体をしていなかったにもかかわらず、今頃になって、突如として2023年1月追加情報開示要求を行い、「具体的な施策が不足しており、また、当社の企業価値に関する定量的な分析が示されていないため、本申込みに関して十分な検討を行うことは困難である」と主張し始めているのは理解に苦しみます。

つきましては、当社買収提案を行った2022年5月18日以降の250日もの間、回数にして20回以上、時間として40時間以上の協議を経た後に、これまで非上場化が前提の提案である限り、これ以上話が進まないため、企業価値向上策に関する議論は行わないとの頑なな不賛同の姿勢をとってきたにもかかわらず、突如として立場を大きく変更し、今更のタイミングで、当社らの企業価値向上策に関する情報を当社らに提供するように求められた背景（これよりも前に提供するように求めることができなかった理由）を具体的かつ詳細にご説明ください。

なお、貴社取締役会は、2023年1月27日付のプレスリリース（「Yamauchi - No. 10 Family Officeらの2023年1月23日、25日及び27日付けプレスリリースについて」）において、前提として、「『マリコン以外の会社が東洋建設を買収して、非公開化した場合』に『当社の経営の基盤』が崩壊すると主張した事実は存在しません」とありますが、これは当社らが有する客観的な記録に照らせば事実と異なるものと言わざるを得ません。

貴社取締役会は、貴社の代表取締役及び事務局のご説明を鵜呑みにされるのではなく、正確な事実関係の把握に努めて頂きますよう、何卒、よろしくお願い申し上げます。

2. 2023年1月追加情報開示要求は、当社買収提案に賛同しないための上辺だけの理由を取り繕う目的ではないか（これまでの発言との整合性や、今後想定されているプロセスについての説明）

そもそも、貴社の代表取締役及び事務局が、貴社の非上場化が大前提である当社買収提案には検討の余地がないという姿勢を示されておりますので、その点が解消されない限り、貴社が既に示されている不賛同の結論が覆ることはないため、当社らが更なる詳細な事業計画をご案内することは意味がないものと考えられます。

むしろ、当社らと貴社とのこれまでの協議の中で、「そのような理由（基盤の崩壊リスク）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、何らかの『他の理由』を作っ て開示しなければならない」、「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」との趣旨の発言を頂戴しています。これは、貴社が、当社買収提案に賛同しないための上辺だけの理由を取り繕う意向があったことを示す事実そのものです。

2023年1月追加情報開示要求は、この上辺だけの理由を取り繕うための提出要請ではないでしょうか。

3. 貴社が主張する基盤崩壊論は真に存在するのか、又は解決可能ではないのか

当社らは、2023年1月追加情報開示要求のタイミングがこの時期となったのは、貴社の代表取締役及び事務局が、基盤崩壊論（「海洋土木事業を営んでいる企業（マリコン）以外が貴社を非上場化した場合、公共事業の受注が得られなくなり、貴社の事業が立ち行かなくなる」という根拠のない主張）を用いて当社らに対する買収提案の断念を迫る戦略を採用し、その間、その他の検討を怠ったことが原因であると考えております。

これに関して、以下の点についてご回答ください。

- (1) このような戦略は、貴社取締役会の総意として採用されたものでしょうか。
- (2) 貴社において真に基盤崩壊論を信じられている場合には、その客観的な根拠をお示しください。
- (3) 貴社の事業を監督される行政機関が基盤崩壊論を具体的に貴社に示されたことはあるのでしょうか。または、基盤崩壊論に繋がるような指導を当該行政機関がされたことがあるのでしょうか。
- (4) 武澤恭司代表取締役社長のご説明から、インフロニアが開始した公開買付け（以下「インフロニア公開買付け」といいます。）の際には、インフロニアから正式な意

向表明書を受けるよりも前から、当該行政機関へ確認に行かれていたとの理解です。当社らの提案についても、公平に扱い、当該行政機関にご説明に行かれることを期待しております。

- (5) 2022年11月14日に、基盤崩壊論に関する貴社のご主張を尊重し、①現在貴社が事業を行っておられる「海洋土木領域」については、現在の態様にて維持すること、これに加えて、②専ら「海洋土木領域以外の民間・新規事業領域」において当社らの支援による企業価値向上策を実行することについて、貴社と契約を締結し、その内容を一般に開示することで市場に対してコミットすることをご提案致しました。これにより、当該行政機関が抱くと貴社が想定しておられる貴社の非公開化による基盤崩壊の懸念は解消されると当社らは考えておりました。当社らの懸念解消を目的とする提案に対するコメントはなく、その次のトップ会談にて「YFO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」と記載された書簡を手交されていますが、貴社取締役会の皆様のご意見も同様でしょうか。

**4. 当社らが既に具体的な施策及び定量的な分析を含めて情報提供をしているにもかかわらず、さらに2023年1月追加情報開示要求を必要とするのはなぜか**

当社らは、インフロニア公開買付けにおいて示されていなかった具体的な経営方針・企業価値向上策（当初提示した100頁を超える経営方針・企業価値向上策に加えて、貴社固有の課題に対するより個別具体的な戦略施策を示した経営方針・企業価値向上策を含みます。）や従業員の皆様の雇用維持、さらには貴社にとって極めて重要なステークホルダーとの向き合い方等の様々な点について記載した経営方針・企業価値向上策に関する各種資料を貴社に対してご提供してまいりました。

すなわち、当社らは、貴社が属する業界全体として一般的に必要な取組みに留まらず、貴社の特有の課題に対する戦略的施策や、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に至るまで、定量的な分析をお示ししています。特に、価値創出プランによるインパクトについては、貴社にとっても把握しやすいように、貴社の計画との差分を定量的にお示ししています。

そのような中、貴社において、これらに加えて、2023年1月追加情報開示要求を行う理由をご教示ください。

なお、本質問に関する当社らの問題意識は以下のとおりです。

当社らをご案内した具体的な施策及び定量的なインパクトを含む資料をもってしても、当社買収提案を十分な検討を行うことは困難であると主張されているのは、当社買収提案について検討をして頂くご意向が存在しないのか、それとも、貴社取締役会の経営能力が欠如しており判断できないのかどちらかだと考えざるを得ません。前者であれば重大なガバナンスの問題ですし、後者であれば経営陣として不適合であると言わざるを得ず、いずれにせよ経営をお任せするのにふさわしくない証左であると考えています。

5. インフロニアに対しても 2023 年 1 月追加情報開示要求に相当する書類の提出要請を行ったのか、当社らに対してのみ 2023 年 1 月追加情報開示要求を行うのはなぜか

当社買収提案は、インフロニア公開買付けに対する対抗提案として、貴社に申し入れたものです。

インフロニアは買収後の詳細な事業計画を貴社に提出されたとの記載は開示書類上一切なく、また、経営方針におかれましても「協議を行った上で決定する予定」とされておりますが、実際には、当社らに求めてこられた経営方針・企業価値向上策と同程度の書類を、インフロニアに対しても要請をされ、提示を受けていたのでしょうか。

他方で、もしインフロニアには提出要請されていない場合、当社らにのみ提出を求める理由をご教示ください。