【表紙】

【提出書類】	意見表明報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	平成29年11月９日
【報告者の名称】	上原成商事株式会社
【報告者の所在地】	京都市中京区御池通烏丸東入仲保利町191番地
【最寄りの連絡場所】	京都市中京区御池通烏丸東入仲保利町191番地
【電話番号】	075－212－6007
【事務連絡者氏名】	常務取締役管理本部長　　土佐　益久
【縦覧に供する場所】	上原成商事株式会社 （京都市中京区御池通烏丸東入仲保利町191番地） 株式会社東京証券取引所 （東京都中央区日本橋兜町２番１号）

（注１）　本書中の「当社」とは、上原成商事株式会社をいいます。
（注２）　本書中の「公開買付者」とは、有限会社ケイアイエンタプライズをいいます。
（注３）　本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は計数の総和と必ずしも一致しません。
（注４）　本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。また、本書中の「営業日」とは、行政機関の休日に関する法律（昭和63年法律第91号。その後の改正を含みます。）第１条第１項各号に掲げる日を除いた日をいいます。

１【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称　　有限会社ケイアイエンタプライズ
所在地　　京都府京都市右京区嵯峨小倉山堂ノ前町10番地

２【公開買付者が買付け等を行う株券等の種類】

普通株式

３【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

(1) 本公開買付けに関する意見の内容

当社は、平成29年11月８日開催の取締役会において、下記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」に記載の根拠及び理由に基づき、いわゆるマネジメント・バイアウト（ＭＢＯ）（注）の一環として行われる公開買付者による当社の発行済普通株式（以下「当社株式」といいます。）に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）に賛同の意見を表明し、かつ、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨することを決議いたしました。

（注）　マネジメント・バイアウト（ＭＢＯ）とは、一般に、買収対象会社の経営陣が、買収資金の全部又は一部を出資して、買収対象会社の事業の継続を前提として買収対象会社の株式を取得する取引をいいます。

(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

本「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」に記載した事項のうち、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

（ア）本公開買付けの概要

公開買付者は、資産管理業務等を主たる事業の内容として平成元年11月16日に有限会社として設立され、本書提出日現在において、公開買付者の株主かつ当社の代表取締役社長である上原大作（以下「上原大作氏」といいます。）及び公開買付者の株主かつ当社の代表取締役副社長である上原晋作（以下「上原晋作氏」といいます。）がそれぞれその発行済株式の半数を所有しているとのことです。公開買付者は、本書提出日現在、株式会社東京証券取引所市場第二部（以下「東京証券取引所第二部」といいます。）へ上場している当社株式328,000株（所有割合（注）11.49%）を所有しており、当社の主要株主である筆頭株主です。

（注）　所有割合とは、当社が平成29年８月９日に公表した平成30年３月期第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結）（以下「当社平成30年３月期第１四半期決算短信」といいます。）に記載された平成29年６月30日現在の発行済株式総数（24,053,942株）を基に当社が実施した平成29年10月１日を効力発生日として普通株式５株を１株の割合とする株式併合（以下「平成29年10月１日付株式併合」といいます。）による株式数の変動を考慮した発行済株式総数（4,810,788株）から、当社が平成29年８月10日に提出した第71期第１四半期報告書（以下「当社第１四半期報告書」といいます。）に記載された平成29年６月30日現在の当社が所有する自己株式数（9,775,433株）を基に平成29年10月１日付株式併合による株式数の変動を考慮した自己株式数（1,955,086株）を除いた数（2,855,702株）に対する割合をいい、小数点以下第三位を四捨五入して計算しております。以下同じです。

今般、公開買付者は、当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することにより、当社株式を非公開化するための取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、本公開買付けを実施することとしたとのことです。

本取引は、上原大作氏及び上原晋作氏が、公開買付者として関与するいわゆるマネジメント・バイアウト（ＭＢＯ）に該当し、上原大作氏及び上原晋作氏は、本取引後も継続して当社の経営にあたることを予定しているとのことです。公開買付者と当社のその他の取締役及び監査役との間には、本公開買付け後の役員就任について特段の合意はありません。

なお、本公開買付けに際して、公開買付者は、公開買付者の代表者であり、上原大作氏及び上原晋作氏の父である上原一晃（以下「上原一晃氏」といいます。）、上原一晃氏の配偶者であり、上原大作氏及び上原晋作氏の母である上原五百枝（以下「上原五百枝氏」といいます。）、上原大作氏並びに上原晋作氏（総称して、以下「本応募予定株主」といいます。）との間で、平成29年11月８日付で、それぞれが所有する当社株式の全て（上原一晃氏については所有株式数33,712株、所有割合1.18%、上原五百枝氏については所有株式数9,120株、所有割合0.32%、上原大作氏については所有株式数41,229株、所有割合1.44%、上原晋作氏については所有株式数45,506株、所有割合1.59%、本応募予定株主の所有株式数合計129,567株、所有割合合計4.54%）を本公開買付けに応募する旨を合意しているとのことです。当該合意の詳細につきましては、下記「(7）公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募等に係る重要な合意に関する事項」をご参照ください。

公開買付者は、本公開買付けにおいて、1,575,900株（所有割合55.18%）を買付予定数の下限として設定しており、応募株券等の総数が買付予定数の下限に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。一方、公開買付者は、本公開買付けにおいて、当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することにより、当社株式を非公開化することを目的としているため、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行うとのことですので、本公開買付け成立後は、少なくとも1,903,900株（所有割合66.67%）以上の当社株式を所有するに至る予定です。なお、買付予定数の下限に関する詳細は、下記「(4）本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置）」の「⑤　買付予定数の下限の設定」をご参照ください。

また、公開買付者は、本公開買付けに係る決済に要する資金を、野村キャピタル・インベストメント株式会社（以下「野村キャピタル・インベストメント」といいます。）からの借入れ（以下「本件買収ローン」といいます。）により賄うことを予定しており、本公開買付けの成立等を条件として、本公開買付けの決済の開始日の前営業日までに、野村キャピタル・インベストメントから総額14,229百万円を上限とした融資を受けることを予定しているとのことです。なお、本件買収ローンにおいては、公開買付者が所有することとなる当社株式（本公開買付けにより取得する当社株式を含みます。）その他公開買付者の一定の資産等について担保が設定されること、本スクイーズアウト手続（下記「(5）本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」において定義します。）の効力発生日の後は、当社の一定の資産等について担保が設定されること及び当社の子会社が連帯保証することが予定されているとのことです。本件買収ローンに係る融資条件の詳細は、野村キャピタル・インベストメントと別途協議の上、本件買収ローンに係る融資契約において定めることとされておりますが、本件買収ローンに係る融資契約では、本公開買付けに係る公開買付届出書の添付書類である融資証明書に記載されている貸出実行条件及び一定の財務制限条項等の同種の融資契約に通常定められる契約条件が規定される予定であるとのことです。

公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。）を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、下記「(5）本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載の一連の手続を実施することを予定しているとのことです。

（イ）本公開買付けの実施を決定するに至った背景、理由及び意思決定の過程並びに本公開買付け後の経営方針

当社は、昭和18年２月に京都市左京区にて故上原實氏（通称上原成介氏）が、個人経営で建築材料の卸売業を開始したことに端を発し、昭和23年10月に株式会社上原成介商店として設立されました。その後、昭和37年４月に、現在の商号に変更されました。また、その株式については、昭和60年５月に大阪証券取引所市場第二部及び京都証券取引所（平成13年３月大阪証券取引所と合併）に上場、平成25年７月に東京証券取引所と大阪証券取引所との現物市場の統合に伴い、東京証券取引所第二部に上場しております。

当社は、昭和18年に建築材料の卸売業として創業して以来、昭和23年の株式会社化時にセメントの卸売業を開始し、昭和24年には丸善石油株式会社（現：コスモ石油マーケティング株式会社）の特約店として石油製品の販売業を開始しました。また、昭和35年には生コンクリートの販売業を開始し、昭和37年に現在の本社ビルに移転するとともにビル賃貸業を開始しました。さらに、昭和48年には京都三協サッシセンター株式会社を設立して住宅用サッシの加工組立販売業を開始し、昭和51年には上原硝子株式会社を設立して板ガラス及び建築材料の加工販売業を開始しております。また、直近では、平成22年７月にガス事業を営む株式会社グロー・ガステックの株式を取得して子会社化し、平成24年７月に工業用燃料関連事業（注１）を営む京滋興産株式会社（以下「京滋興産」といいます。）の株式を取得して子会社化しました（平成27年３月に完全子会社化）。さらに、平成26年４月にオリックス自動車株式会社より京都市におけるレンタカー事業のうちの一部を譲受け、平成28年９月に日通商事株式会社より大阪地区液化ガス事業を譲受けております。

（注１）　工業用燃料関連事業とは、主に石油製品・石油化学品の販売、工業用潤滑油ろ過装置の製造販売を行う事業をいいます。

わが国経済は、政府の経済政策や日銀の金融政策の効果等により、企業収益や雇用情勢、所得環境の改善が見られましたが、中国をはじめとする新興国経済の鈍化や、英国のＥＵ離脱、米国大統領の政権交代等、先行きが懸念される不透明な状況が続いております。当社の産業エネルギー及び生活サポートセグメントが属するエネルギー業界においては、昨年末以降、再び原油価格が高値基調に転じたものの、年間を通じ販売価格が低調に推移しており、燃料転換等による需要の減退が続く見込みです。加えて、特に国内石油業界においては、川上に位置する元売りの再編が進んでいることから、今後は川中、川下に位置する流通業者の価格交渉力の低下が見込まれること及び流通業者間においても統合や淘汰を余儀なくされる可能性が高まると予想されること等、動向の不透明感がより一層増しております。また、公開買付者は、当社の建設資材セグメントが属する建設業界においては、昨年度以降、首都圏を中心とした公共投資や民間設備投資が堅調に推移し、市場環境は良好でしたが、原材料費の高騰や慢性的な労働者不足による労務単価の上昇、更なる受注競争の激化等、引き続き将来への不安材料を残した環境にあるものと認識しているとのことです。

かかる事業環境を踏まえると、仮に当社が、昨今のエネルギー業界や建設業界のマクロ経済情勢を前提とした競争環境の変化に対して柔軟に対応できない場合、中長期的な観点からは当社の企業価値が毀損される可能性を否定できません。そのため、公開買付者としては、安定的かつ継続的に当社の企業価値を向上させるためには、上記の競争環境の変化に伴う業績への影響を極小化し、かつ、かかる競争環境の変化に迅速に対応することが当社には必要であると考えているとのことです。このような背景の下、公開買付者としては、当社が、皆様の生活に関わり、「生活産業商社」（注２）としての本分を全うし、お客様第一の理念を具現化する存在であり続けるためには、潜在需要や機会をいち早く認識し的確に付加価値を提供できる存在となる必要があり、これを実現するためには、競争環境の変化を受けやすい既存事業のみに依存し続けるのでは、不十分だと考えているとのことです。むしろ、公開買付者としては、当社にとって、短期的には財務的負担となる可能性があっても、中長期的に企業価値の向上につながる新規事業への戦略的投資を積極的かつ迅速に行うことにより、特定事業の競争環境の変化に左右されにくい新たな成長基盤を構築する必要があり、そのためにも、適時に柔軟かつ迅速に事業を再構成できる経営体制の構築が不可欠と考えているとのことです。

一方で、公開買付者としては、競争環境の激化や不安定さが要因となる短期的な業績の下落とそれに伴う株価への悪影響を回避するべく、当社が既存主力事業を中心とした目下の利益の確保に重きを置く保守的な戦略を取らざるを得ない状況であるため、当社はその物的・人的リソースを既存主力事業を中心に投入する傾向にあり、中長期的な企業価値の向上を十分に追求できていないのが現状であると認識しているとのことです。

（注２）　「生活産業商社」とは、生活や産業に必要不可欠な物資やサービスを提供することで豊かな生活の実現を下支えする商社機能を有する存在をいいます。

しかしながら、前述の現状認識を踏まえ、公開買付者は、今後、当社においては短期的な利益確保を重視する既存の戦略を推進するのではなく、既存の価値観や経営資源を顧客創造の視点から検証し直し、中長期的な成長を阻害するあらゆる要因を破壊するという新たな戦略を採用・推進することが必要と考えており、以下の経営方針に基づく事業展開を想定しているとのことです。

すなわち、既存主力事業であるエネルギー販売（産業エネルギーセグメント及び生活サポートセグメント）及び建設資材販売（建設資材セグメント）を事業ポートフォリオの根幹に据えて当面の安定的な成長の原資とする一方で、適切にリスクをコントロールしながら新規事業への投資にも着手し、過去５年間において平均して0.61%という低位にとどまっている利益率、十分でない資産効率及び顧客満足度を高めるべく、既存事業のポートフォリオ拡大を目指すトップライン重視の戦略から新規事業を含むバランスの取れた事業ポートフォリオの構築を企図した顧客本位の経営戦略への転換・推進を想定しているとのことです。その上で公開買付者は、具体的には、以下の施策等を実施することにより、顧客満足度を高め、当社の新たな収益基盤の確立を図ることを目指すとのことです。

ｉ．エネルギー関連事業への進出

公開買付者は、産業エネルギーのユーザーが製造拠点を海外へますます移転し、国内製造拠点においても電気やガス等クリーンエネルギーへの転換が進み、更なる省エネルギー化が進む中、当社の利益の中核的存在であった産業用燃料の需要は、減退の一途をたどっており、当社としてはグループ会社の京滋興産とのシナジー効果をさらに追求して新たな収益基盤を確立することが不可欠であると考えているとのことです。当社においては、既に工業用潤滑油の新規間口開拓を進めておりますが、公開買付者としては、今後はさらに京滋興産の持つ潤滑油ろ過装置（リクレアン）（注３）の販売と合わせて、更なる間口の拡大を目指していく方針とのことです。また、当社は、ディーゼル重量車等を対象とした窒素酸化物の規制値強化等を含む排ガス規制の強化により、運送会社をはじめ、軽油ユーザーに対して尿素ＳＣＲシステム（注４）を用いた排ガス浄化装置の標準装備が義務化されたことに伴い、高品位尿素水（注５）を独自に開発しました。公開買付者としては、今後、現在開始している試験販売を経て、これらの潤滑油ろ過装置（リクレアン）及び高品位尿素水の製造及び販売を用いた新たなビジネスモデルの構築を目指していく方針とのことです。

当社は、エネルギー関連事業の劇的な変化を踏まえ、潜在需要を見逃すことなく事業拡大施策を実行されてはいますが緒に就いたばかりであり、また、公開買付者としては、当社は、前述のとおり、上場会社であるために短期的な業績や利益も重視せざるを得ず、現状として、中長期的な企業価値の向上を目的とした施策の実行を十分に追求することができていないと考えているとのことです。公開買付者としては、当社において、今後も石油製品、液化ガス及びセメント・生コンクリートなどの仕入販売を領域とする既存の商社ビジネスの枠外にあるものの潜在需要に対応した製造・アフターサービス等を加速度的に成長させていくためには、従来にも増して積極的かつ能動的な投資や経営リソースの投入が不可欠であると考えているとのことです。

（注３）　潤滑油ろ過装置（リクレアン）とは、各種製造業の工場設備向け潤滑油ろ過装置で、潤滑油の劣化防止とそれに伴う工場設備のメンテナンスの負担を減らす機能を有する装置をいいます。

（注４）　尿素ＳＣＲシステムとは、排出ガス浄化技術の一つであり、尿素水をディーゼルエンジンの排出ガス中に噴射し、化学反応で窒素酸化物を無害化する仕組みをいいます。

（注５）　高品位尿素水とは、純水に高純度の工業用尿素を溶かして製造する無色・透明の尿素水溶液をいいます。

ii．給油を中核としたトータルカーライフサービスステーションの確立

公開買付者は、自動車燃料についても、省エネルギーカーの普及、少子化に加えて若者の車離れ、カーシェアリングの普及が進み、今後の需要が減退すると予想される中、燃料以外の自動車に関連する商材の拡充が不可欠と考えているとのことです。公開買付者は、今後さらに、現在営む新車の販売、中古車の買取り及び販売、車の修理、車検、板金や軽補修、保険の販売、タイヤの販売、洗車等のサービスを拡充し、お客様が車を購入してから売却するまでの間、車に関するいかなる要望にも応えられるトータルカーライフサービスステーションの確立を目指す方針であるとのことです。なお、当社は、オリックスレンタカーの京都市内４店舗を譲受け、レンタカー事業を開始することにより、観光客のレンタカー利用をベースに、それ以外にも地元の法人、個人需要含めあらゆるニーズにおける事業者利用の開拓、代車需要の開拓等、地域密着型のカーライフサポート体制を推進しておりますが、公開買付者としては、当社は、前述のとおり、上場会社であるために短期的な業績や利益も重視せざるを得ず、現状として、中長期的な企業価値の向上を目的とした施策の実行を十分に追求することができていないと考えているとのことです。

そのため、公開買付者としては、当社において、今後、Ｍ＆Ａを含めた積極的な投資や経営リソースの投入を迅速に実行することで、トータルカーライフサービスステーションの進化及び広域展開を実現し、新たな収益基盤を確立することが可能と考えているとのことです。

iii. 不動産の再投資及び有効活用の検討

公開買付者は、当社の所有する不動産は再投資の時期を迎えており、不動産の用途を含め更なる効率的な利用方法を検討する必要があると考えているとのことです。

昨今における国策としての観光需要の取り込み、ビザ規制緩和等の影響による訪日外国人の増加が見込まれ、今後もインバウンド需要は増加するものと想定される中で、京都府、滋賀県において当社が所有している自社不動産を活用し、インバウンド需要を見込んだ宿泊施設事業者への賃貸を目的とする施設の建設や当社におけるレンタカー事業の拡大を目的としたレンタカー事業所の設置等を企図した新規設備投資を含めた新規の事業展開を検討する必要があるものと考えているとのことです。

公開買付者は、変化のスピードが加速していく現代において、人口減少の進行や技術革新による代替商品の増加に伴い既存主力事業における需要の減退もさらにスピードを増していくと想定される中、現状の収益基盤を足場としつつも、前述の施策等を迅速に実施し、需要の減退に対応する新たな収益基盤（新規事業）を確立することが中長期的かつ安定的な高収益企業となるために不可欠であると考えているとのことです。

また、ⅰ乃至ⅲ記載の施策は、いずれも潜在需要や機会をいち早く認識し、適時に投資を行う必要があると考えられるため、かかる施策を実施するためには、機動的かつ柔軟な経営体制を構築することが望ましいと考えているとのことです。

さらに、このような新規事業への戦略的投資（研究開発費及び設備投資並びに雇用及び教育を含む人財投資等）は、従来のビジネスモデルと異なり、多額の初期投資費用が必要となること及び一定程度のトライアンドエラーが不可避であることから、短期的には利益にネガティブな影響をもたらすリスクがあり、既存の当社の株主の皆様のご期待に添えない恐れがあるものと考えているとのことです。

しかしながら、当社がこれまで以上に顧客満足度を高め、安定的な高収益企業としてお客様第一の理念を具現化する存在であり続けるという視点に立ち、抜本的な事業改革を機動的に遂行するためには、短期的な業績に左右されることなく、当社の経営陣及び従業員が一丸となって経営に取り組む必要があると考えているとのことです。

以上を踏まえると、ⅰ乃至ⅲ記載の施策に伴う当社の株主の皆様のリスク負担を回避しつつ、中長期的な視点に立って抜本的な事業改革を機動的に遂行し、当社を安定的な高収益企業へと変革させるためには、「第二の創業」が不可欠であり、すなわち、当社を非公開化することが最善の手段であるとの結論に至ったとのことです。

以上のような経緯を経て、上原大作氏及び上原晋作氏は平成29年６月上旬頃から本取引に関する構想を持ち始め、公開買付者は、平成29年９月６日に、当社取締役会に対して、当社のマネジメント・バイアウト（ＭＢＯ）の実現可能性を検討したい旨の説明を行うとともに本取引に関する提案書を提出し、その後、公開買付者は、本取引の実行の是非に関して、当社との間において、協議・交渉を開始いたしました。

その後、公開買付者は、本取引の諸条件等についてさらに具体的な検討を進め、平成29年10月中旬、当社に対して、本公開買付けに係る買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）を１株当たり4,500円とする提案を行いました。

これを受けて当社は、下記「(4) ③　当社における第三者委員会の設置」に記載のとおり、本取引に関して設置された第三者委員会及び株式会社プルータス・コンサルティング（以下「プルータス・コンサルティング」といいます。）の意見を聴取しつつ慎重に検討を行い、公開買付者に対して本公開買付価格を見直すよう要請いたしました。公開買付者は再検討を行い、平成29年10月下旬、当社に対して、本公開買付価格を１株当たり4,500円とする当初の提案を維持する金額にて再提案を行いました。これを受けて、当社は、再度、第三者委員会及びプルータス・コンサルティングから意見を聴取し、慎重に検討を行い、かかる検討の結果を踏まえ、提案を受けた本公開買付価格は当社の企業価値が十分に反映されておらず、当社の少数株主の利益に十分に配慮したものとはいえないとのことから、当社は、平成29年10月27日に、公開買付者に対して、本公開買付価格を再度見直すように要請いたしました。

その後も公開買付者と当社は協議・交渉を行い、その結果、公開買付者は、過去の本公開買付けと同種の発行者以外の者による株式の公開買付けの事例において買付け等の価格決定の際に付されたプレミアムの実例（平成26年以降に実施されたＭＢＯ案件）、当社取締役会による本公開買付けへの賛同の可否、当社株式の直近６ヶ月の市場株価動向、本公開買付けに対する応募の見通し等を総合的に勘案し、平成29年11月１日に、当社に対して、本公開買付価格を１株当たり4,750円とする内容を含む再提案を行いました。公開買付者は、その後の当社との協議・交渉の結果等を踏まえ、最終的に平成29年11月４日に、本公開買付価格を１株当たり5,150円とする最終提案を行い、その後本公開買付価格を１株当たり5,150円として、本取引の一環として本公開買付けを行うことを決定したとのことです。

なお、本取引は、いわゆるマネジメント・バイアウト（ＭＢＯ）に該当し、上原大作氏及び上原晋作氏は、本取引後も、継続して当社の経営にあたることを予定しており、上記に記載した経営を推進する予定とのことです。

また、公開買付者と当社のその他の取締役及び監査役との間には、本公開買付け後の役員就任について特段の合意はなく、本公開買付け後の役員及び経営陣の体制については本書提出日現在において決定しておりません。

（ウ）本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

本取引の提案を受けて、当社は、下記「(4）①　当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得」及び「(4）②　当社における外部の法律事務所からの助言」に記載のとおり、第三者算定機関としてプルータス・コンサルティングを、リーガル・アドバイザーとしてアンダーソン・毛利・友常法律事務所をそれぞれ選任するとともに、下記「(4）③　当社における第三者委員会の設置」に記載のとおり、本取引の提案についての審議に慎重を期し、審議の公正性・客観性を担保するため、本取引の提案についての検討のための当社の取締役会の諮問機関として、公開買付者及び当社のいずれからも独立性が高く、本取引後において公開買付者は当社の支配株主に該当することになる予定であるところ、支配株主たる公開買付者との間に利害関係を有しない、当社の社外監査役である山内勉氏（山内勉税理士事務所、税理士）、並びに外部の有識者である高橋明人氏（高橋・片山法律事務所、弁護士）及び長谷川臣介氏（長谷川公認会計士事務所代表、公認会計士）から構成される独立した第三者委員会を設置し、本取引に関する提案を検討する体制を整えました。

当社は、平成29年10月中旬、公開買付者から本公開買付価格として、１株当たり4,500円としたい旨の提案を受けました。これに先立って、第三者委員会は、平成29年10月12日に、上原晋作氏を招聘して本公開買付けを含む本取引の目的・意義、本取引の当社に与える影響、本取引後の経営方針の内容等の説明を受けていましたが、当該説明の内容、足元の株価動向等の諸事情を踏まえ、当社は、第三者委員会及びプルータス・コンサルティングとの協議も行った上で、公開買付者に対して、本公開買付価格を見直すよう要請いたしました。

公開買付者は再検討を行い、平成29年10月下旬、当社に対して、本公開買付価格を4,500円とする再提案を行いました。これを受けて、当社は、再度、第三者委員会及びプルータス・コンサルティングから意見を聴取し、慎重に検討を行い、かかる検討の結果を踏まえ、提案を受けた本公開買付価格は当社の適正な企業価値が十分に反映されておらず、当社の少数株主の利益に十分に配慮したものとはいえないことから、公開買付者に対して、平成29年10月27日に、本公開買付価格を再度見直すよう要請いたしました。その後も当社は公開買付者と協議・交渉を行い、その結果、当社は、平成29年11月１日に、公開買付者より、本公開買付価格を１株当たり4,750円とする内容を含む再提案を受けました。提案を受けた本公開買付価格は未だ上記観点から十分なものとはいえなかったため、その後も当社は公開買付者と協議・交渉を行い、その結果、当社は、平成29年11月４日に、公開買付者より、本公開買付価格を１株当たり5,150円としたい旨の最終提案を受けるに至りました。当社は、第三者委員会及びプルータス・コンサルティングからさらに意見を聴取し、慎重に検討を行い、当該価格は、市場価格から見れば相当のプレミアムが付されていると評価でき、下記で述べるプルータス・コンサルティングの算定するＤＣＦ法のレンジの中央値を超え合理性を有することから、妥当な価格であると判断し、当該提案を受諾いたしました。このように当社は、公開買付者との間で、本取引の意義・目的、本取引の当社に与える影響、本取引後の経営方針、本公開買付価格を含む本公開買付けの諸条件について、複数回に亘る協議・交渉を重ねてまいりました。

また、第三者委員会は、平成29年10月５日から同年11月６日までに合計５回開催され、当社の諮問した事項についての協議及び検討を慎重に行いました。具体的には、第三者委員会は、まず、当社より提出された各資料に基づき、公開買付者の提案内容、本取引の目的、本取引により向上することが見込まれる当社の企業価値の具体的内容、本取引の諸条件等について説明を受けると共に、これらに関する質疑応答を行い、公開買付者からも同様の説明を受け、これらの点に関する質疑応答を行いました。また、当社から、当社の事業計画について説明を受け、質疑応答を行いました。さらに、第三者委員会は、プルータス・コンサルティングから、同社が当社に対して提出した平成29年11月７日付株式価値算定書（以下「当社株式価値算定書」といいます。）に基づき、当社株式の株式価値の算定に関する説明を受け、質疑応答を行いました。その上で、第三者委員会は、それぞれの説明や質疑応答の内容を踏まえ、当社の企業価値の向上及び少数株主の利益保護等の観点から慎重に検討を重ねました。

当社の取締役会は、プルータス・コンサルティングが作成した当社株式価値算定書、リーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所から得られた本公開買付けを含む本取引に係る意思決定過程等に関する法的助言、第三者委員会から提出された平成29年11月７日付答申書（以下「本答申書」といいます。）その他の関連資料を踏まえ、平成29年11月８日に取締役会を開催し、本取引により当社の中長期的な成長及び持続的な企業価値の向上の実現を図ることができるか、本公開買付けにおける買付価格及び本公開買付けにおけるその他の条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議及び検討いたしました。

その結果、当社としては、以下のとおり、本取引は当社の企業価値の一層の向上に資するものであるとの結論に至りました。

当社は、昭和18年２月の創業以来、建築材料やセメントの販売業、石油製品販売業、液化ガス販売業、生コンクリートの販売業などへと着実に事業を展開してまいりました。積極的な事業展開を通じ、当社は産業エネルギー、建設資材及び生活サポートの各セグメントにおいて、当社の株主の皆様をはじめとする市場の投資家の方々から一定の評価を受けるまでに成長を遂げてまいりました。

しかしながら、わが国経済は、中国をはじめとする新興国経済の鈍化や、英国のＥＵ離脱、米国大統領の政権交代等に影響を受け、先行きが懸念される不透明な状況が続いております。当社を取りまく産業エネルギー及び生活サポートセグメントが属するエネルギー業界においても、昨年末以降、再び原油価格が高値基調に転じましたが、一方の国内販売価格は年間を通じ低調に推移しており、利益幅の縮小と燃料転換等による需要の減退が続く見込みです。加えて、元売りの合併に伴う再編が進んでいることから、今後は流通業者間の競争力低下や同業者間においても統合や淘汰を余儀なくされる可能性が高まると予想されること等、動向の不透明感がより一層増しているのも事実です。また、当社の建設資材セグメントが属する建設業界においては、近年、首都圏を中心とした公共投資や民間設備投資が堅調に推移し、市場環境は良好でしたが、原材料費の高騰や慢性的な労働者不足による労務単価の上昇、更なる受注競争の激化等、引き続き将来への不安材料を残した環境にあります。

かかる事業環境を踏まえると、当社といたしましても、中長期的な観点からは、現在の主力事業の周辺事業に積極的な投資を行い、当社独自の新たな事業の萌芽を育むことが必要であると認識しており、新規事業への戦略的投資を積極的かつ迅速に行うことで、特定事業の競争環境の変化に左右されにくい新たな成長基盤を構築する必要があると考えております。また、公開買付者の主張である、『変化のスピードが加速していく現代において、人口減少の進行や技術革新による代替商品の増加に伴い既存主力事業における需要の減退もさらにスピードを増していくと想定される中、現状の収益基盤を足場としつつも、前述の施策等を迅速に実施し、需要の減退に対応する新たな収益基盤（新規事業）を確立することが中長期的かつ安定的な高収益企業となるために不可欠である』との考えは、当社の方向性と合致する考えです。公開買付者は、そのための具体的な施策として、ⅰ「エネルギー関連事業への進出」、ⅱ「給油を中核としたトータルカーライフサービスステーションの確立」、及びⅲ「不動産の再投資及び有効活用の検討」を挙げておりますが、当社といたしましても、それらの施策は当社の喫緊の課題に的確に対応するために積極的に推進していくべき施策であり、かかる施策の実施には機動的かつ柔軟な経営体制の構築が望ましいと認識しております。

しかしながら、そのような新規事業の展開には、相応の戦略的な先行投資やトライアンドエラーを反復する中での追加投資を伴う可能性があることも事実です。また、新規事業の展開は成功が保証されたものではなく、短期的には利益水準に悪影響を及ぼす可能性を否定できず、また、必ずしも資本市場から十分な評価を受けられるとは限らず、当社株式の株価に悪影響を及ぼすリスクを否定できないため、当社の株主の皆様のご期待に添えない可能性があるものと認識しております。当社は、上場会社であるために短期的な業績や利益も重視せざるを得ず、競争環境の激化や不安定さが要因となる短期的な業績の下落とそれに伴う当社株式の株価への悪影響を回避するべく、既存主力事業を中心とした目下の利益の確保に重きを置く保守的な戦略を取らざるを得ない状況にあり、また、当社の物的・人的リソースを既存主力事業を中心に投入する傾向にあり、中長期的な企業価値の向上を十分に追求できていないのが現状です。このような状況下で、当社は、短期的には利益水準の低下を招くリスクを認識しながら、不確実性を伴う事業改革を遂行するためには、株主と経営者が一体となった強いリーダーシップの下、当社役職員が一丸となって改革を推し進める必要があると考えております。加えて、株式の非公開化を行った場合には、上場維持コストの削減を図ることで、経営資源のさらなる有効活用を図ることも可能になると考えております。

なお、株式の非公開化を行った場合のデメリットといたしましては、株式市場からの資金調達を行うことができなくなり、また上場会社として当社が享受してきた知名度や信用力に影響を及ぼす可能性が考えられます。しかしながら、現在の当社の財務状況においては、株式市場からの大規模な資金調達の必要性は低い上、当社の70年超に及ぶ事業活動の中で、既に数多くのお取引先様からの信用も十分に頂戴していると考えられることから、株式の非公開化によって当社の知名度及び信用力が大幅に下落することは考えにくいと判断しております。したがいまして、当社の取締役会は、株式の非公開化のデメリットよりも、メリットの方が勝ると判断いたしました。

以上を踏まえ、当社の取締役会は、当社の株主の皆様を上記のようなリスクから遮断した上で、上記のような施策を推進し、当社の今後の成長と企業価値の更なる向上を目指すために、マネジメント・バイアウト（ＭＢＯ）の手法による当社株式の非公開化を行い、株主と経営者の一体化を図ることにより、上原大作氏及び上原晋作氏のリーダーシップの下、機動的に経営を遂行することが最善の選択肢であると判断いたしました。

また、本公開買付価格が、(ⅰ)当社株式価値算定結果のうち、市場株価法に基づく算定の結果を上回るものであり、また、類似会社比較法に基づく算定結果を上回るものであり、かつ、現時点における当社の事業環境に照らした実現可能性を考慮した事業計画に基づくディスカウンテッド・キャッシュ・フロー法（以下「ＤＣＦ法」といいます。）による算定結果のレンジの範囲内であること、(ⅱ)本公開買付け公表日の前営業日である平成29年11月７日の東京証券取引所第二部における当社株式の終値4,435円に対して16.1%、平成29年11月７日までの過去１ヶ月間の終値単純平均値4,349円に対して18.4%、過去３ヶ月間の終値単純平均値4,097円に対して25.7%、過去６ヶ月間の終値単純平均値3,694円に対して39.4%のプレミアムが加算されており、当社の過去長期（直近１～10年）の株価推移から判断しても合理的なプレミアムが付されていると考えられること、(ⅲ)下記「(4) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載のとおり、利益相反を解消するための措置が採られており、少数株主への配慮がなされていると認められること、(ⅳ)少数株主の本公開買付価格を含めた本取引の判断・意思を反映するため下記「(4) ⑤　買付予定数の下限の設定」に記載のとおり、買付予定数の下限は、公開買付者と利害関係を有さない当社の株主の皆様が所有する当社株式の総数の過半数（1,199,068株）（いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ（majority of minority）」）に相当する数を上回る株式数となっており、公開買付者の利害関係者以外の当社の株主の皆様から少なくとも過半数の賛同が得られない場合には本公開買付けを含む本取引が行われないよう配慮されていること、(ⅴ)利益相反を解消するための措置が採られた上で、当社と公開買付者の間で独立当事者間の取引における協議・交渉と同等の協議・交渉が複数回行われ、真摯且つ継続的に協議・交渉が行われた上で決定された価格であることを踏まえ、本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して合理的なプレミアムを付した価格での売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

なお、プレミアム水準を含めた本公開買付価格の妥当性を検討するにあたっては、当社の過去の長期の株価推移と、株式価値算定として客観性の観点から類似会社比較法による算定結果に基づいて検討を行い、加えてＤＣＦ法の結果も踏まえて総合的に勘案して判断しております。また、算定機関がＤＣＦ法に用いた事業計画について、当社は平成28年５月12日付で「新中期経営計画2016－2018」を開示しておりますが、その定量（数値）目標は長期的な業績目標として位置づけております。しかしながら、当社を取り巻く近年の事業環境は、エネルギー業界においては石油元売りの合併に伴う業界再編、建設業界においては公共投資やオリンピック後の需要などの動向により将来予測が非常に難しい状況です。さらに、当社の基幹事業の一つでありますエネルギー関連事業は、原油価格や為替相場などの外的変動要素による影響が大きく、これらの変動要素の将来動向を事業計画に織り込むことは困難です。このような状況に鑑み、実現可能性の観点から改めて事業計画を策定しております。

なお、当社の平成29年９月30日現在の簿価純資産から算出した株価純資産倍率（ＰＢＲ）は１倍を下回っておりますが、資産売却等の困難性や清算に伴う相当な追加コストの発生等を考慮すると、簿価純資産額がそのまま換価されるわけではなく、相当程度毀損することが見込まれます。当社は、本公開買付価格の検討にあたっては、上記のとおり、客観性を考慮して類似会社比較法による算定結果に基づいて検討を行い、また、ＤＣＦ法及び市場株価法による分析結果を勘案して検討した結果、妥当であるものと判断しております。

以上から、当社取締役会は、本取引について、(ⅰ)本公開買付けを含む本取引により当社の企業価値が向上すると見込まれるとともに、(ⅱ)本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、株主の皆様に対して、合理的な売却の機会を提供するものであると判断いたしました。そこで、平成29年11月８日開催の当社の取締役会において、審議及び決議に参加した取締役（当社の代表取締役社長である上原大作氏及び当社の代表取締役副社長である上原晋作氏を除く出席取締役７名）の全員一致により、本公開買付けへの賛同の意見を表明し、かつ、当社の株主の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議を行いました。

また、当該取締役会には、当社の全ての監査役が審議に参加し、その全ての監査役が、当社の取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明し、かつ、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨することに異議がない旨の意見を述べております。

なお、当社の取締役のうち、上原大作氏及び上原晋作氏は、本取引に関して当社と構造的な利益相反状態にあるため、特別利害関係人として、当該取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

(3) 算定に関する事項

当社取締役会は、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、当社及び公開買付者から独立した第三者算定機関としてのファイナンシャル・アドバイザーであるプルータス・コンサルティングに当社株式の株式価値の算定を依頼し、当社株式価値算定書を取得いたしました。プルータス・コンサルティングは、当社の関連当事者に該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して、重要な利害関係を有しておりません。なお、当社は、プルータス・コンサルティングから本公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。

プルータス・コンサルティングは、当社からの依頼に基づき、当社の事業の現状、将来の事業計画等の開示を受けるとともに、それらに関する説明を受け、さらに当社へのマネジメント・インタビューを実施した上で、当社株式の株式価値を算定いたしました。

プルータス・コンサルティングは、当社株式が東京証券取引所第二部に上場しており、市場株価が存在していることから市場株価法を、また、当社と比較可能な類似上場会社が複数存在し、それらの比較による株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、さらに、当社の将来の事業活動の状況を評価に反映するためＤＣＦ法を、それぞれ採用して算定を行いました。

なお、純資産法等のネットアセット・アプローチについては、当社が事業継続を企図していることと、当社が所有する資産の用途の特殊性に起因する売却の困難性、清算に伴う多額の追加支出の発生、取引先への影響など様々な要因を考慮すべきところ、それらの影響額を適切に見積もることは容易でなく、また、仮に見積もったとしても、貸借対照表上の純資産の価額は相当程度毀損することが見込まれることから、採用していません。

プルータス・コンサルティングが上記各手法に基づき算定した当社株式の１株当たりの株式価値の範囲は以下のとおりです。

市場株価法：　3,694円～4,435円
類似会社比較法：4,397円～4,502円
ＤＣＦ法：　4,312円～5,738円

市場株価法では、平成29年11月７日を基準日として、東京証券取引所第二部における当社株式の基準日の終値4,435円、直近１ヶ月間の終値単純平均値4,349円、直近３ヶ月間の終値単純平均値4,097円及び直近６ヶ月間の終値単純平均値3,694円を基に、当社株式の１株当たりの株式価値の範囲を3,694円から4,435円までと算定しております。

類似会社比較法では、当社と類似性があると判断される類似上場会社として、カメイ株式会社、三愛石油株式会社、三谷商事株式会社、日本ヒューム株式会社、日本コンクリート工業株式会社、株式会社トーヨーアサノ、三谷セキサン株式会社及びアジアパイルホールディングス株式会社を類似会社として選定し、企業価値／ＥＢＩＴ倍率及び企業価値／ＥＢＩＴＤＡ倍率を用いて、当社株式の１株当たりの株式価値の範囲を4,397円から4,502円までと算定しております。

ＤＣＦ法では、当社が作成した平成30年３月期第３四半期から平成33年３月期までの財務予測に基づく将来キャッシュ・フロー及び平成34年３月期以降の継続価値を、5.005%の割引率で現在価値に換算しています。継続価値の算定にあたっては永久成長率法及び倍率法を採用し、永久成長率法では永久成長率として０%を使用し、倍率法では事業価値に対するＥＢＩＴの倍率として8.58倍を用いて、当社株式の１株当たりの株式価値の範囲を4,312円から5,738円までと算定しております。

プルータス・コンサルティングがＤＣＦ法の前提とした当社の事業計画に基づく財務予測は以下のとおりです。当該財務予測においては、大幅な増減益は見込んでいません。

なお、当社は平成28年５月12日付で「新中期経営計画2016－2018」を開示しておりますが、その定量（数値）目標は長期的な業績目標として位置づけております。しかしながら、当社を取り巻く近年の事業環境は、エネルギー業界においては石油元売りの合併に伴う業界再編、建設業界においては公共投資やオリンピック後の需要などの動向により将来予測が非常に難しい状況です。さらに、当社の基幹事業の一つでありますエネルギー関連事業は、原油価格や為替相場などの外的変動要素による影響が大きく、これらの変動要素の将来動向を事業計画に織り込むことは困難です。このような状況に鑑み、実現可能性の観点から改めて以下の事業計画を策定しております。なお、公開買付者の企図する本公開買付けの実施及びその後公開買付者が実施を企図する施策については、その効果を現時点において具体的に見積もることが困難であったため、事業計画には加味しておりません。具体的な事業計画は下記のとおりです。

（単位：百万円）

	平成30年３月期下期（６ヶ月）	平成31年３月期	平成32年３月期	平成33年３月期
売上高	49,755	84,000	84,000	84,000
営業利益	576	500	500	500
ＥＢＩＴＤＡ	1,029	1,385	1,385	1,385
フリー・キャッシュ・フロー	-906	762	603	588

（注）　プルータス・コンサルティングは、株式価値の算定に際して、当社から提供を受けた情報及び一般に公開された情報が正確かつ完全なものであること、当社株式の株式価値算定に重大な影響を与える可能性がある全ての事実がプルータス・コンサルティングに開示されたこと等を前提に、それらの資料及び情報をそのまま採用しており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を実施しておらず、また実施の義務を負うものではありません。

(4) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

公開買付者及び当社は、本公開買付けがマネジメント・バイアウト（ＭＢＯ）の一環として行われるものであり、構造的な利益相反の問題が存在すること等を踏まえ、本公開買付価格の公正性の担保、本公開買付けの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性の排除及び利益相反の回避の観点から、本公開買付けを含む本取引の公正性を担保するため、以下の措置を実施しました。本「(4) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」に記載した事項のうち、公開買付者に関する記載については、公開買付者から受けた説明に基づいております。

① 当社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得

当社取締役会は、上記「(3) 算定に関する事項」に記載のとおり、公開買付者から提示された本公開買付価格に対する意思決定の過程における公正性を担保するために、当社及び公開買付者から独立した第三者算定機関として、ファイナンシャル・アドバイザーであるプルータス・コンサルティングに当社株式の株式価値の算定を依頼しました。プルータス・コンサルティングは、当社の関連当事者に該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して、重要な利害関係を有しておりません。

プルータス・コンサルティングは、複数の株式価値算定手法の中から当社株式の株式価値算定にあたり採用すべき算定手法を検討の上、当社株式の価値について多面的に評価することが適切であるとの考えに基づき、当社が東京証券取引所第二部に上場しており、市場株価が存在していることから市場株価法を、また、当社と比較可能な類似上場会社が複数存在し、それらの比較による株式価値の類推が可能であることから類似会社比較法を、さらに、当社の将来の事業活動の状況を評価に反映させる目的から、将来収益に基づき、将来生み出すと見込まれるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で現在価値に割り引くことにより株式価値を算定するＤＣＦ法を用い算定を行い、当社はプルータス・コンサルティングから平成29年11月７日に当社株式価値算定書を取得いたしました。なお、当社は、プルータス・コンサルティングから本公開買付価格の公正性に関する意見書（フェアネス・オピニオン）を取得しておりません。

② 当社における独立した法律事務所からの助言

当社は、当社取締役会での本公開買付けを含む本取引に関する意思決定過程における透明性及び客観性を確保するため、当社及び公開買付者から独立したリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所から、本公開買付けに対する意見表明に関する意思決定過程、意思決定方法その他の留意点について、法的助言を受けております。なお、アンダーソン・毛利・友常法律事務所は、当社及び公開買付者の関連当事者には該当せず、本公開買付けを含む本取引に関して、重要な利害関係を有しておりません。

③ 当社における第三者委員会の設置

当社は、本公開買付けにおける意思決定の恣意性を排除し、当社の意思決定の過程の公正性、透明性及び客観性を確保することを目的として、平成29年10月２日、公開買付者及び当社のいずれからも独立性が高く、本取引後において公開買付者は当社の支配株主に該当することになる予定であるところ、支配株主たる公開買付者との間に利害関係を有しない、当社の社外監査役である山内勉氏（山内勉税理士事務所、税理士）、並びに外部の有識者である高橋明人氏（高橋・片山法律事務所、弁護士）及び長谷川臣介氏（長谷川公認会計士事務所代表、公認会計士）の３名から構成される第三者委員会を設置し（なお、第三者委員会の委員は設置当初から変更しておりません。）、第三者委員会に対し、(ⅰ)本取引の目的は合理的か（当社の企業価値向上に資するかを含む。）、(ⅱ)本取引の条件（本公開買付価格を含む。）の公正性・妥当性が確保されているか、(ⅲ)本取引において公正な手続を通じた株主の利益への十分な配慮がなされているか、(ⅳ)本取引が少数株主（注）にとって不利益なものでないか、を諮問し（以下(ⅰ)乃至(ⅳ)の事項を「本諮問事項」といいます。）、これらの点についての答申書を当社取締役会に提出することを嘱託しました。

（注） なお、少数株主とは、公開買付者の利害関係者及びその他の本応募予定株主以外の当社の株主をいいます。

第三者委員会は、平成29年10月５日から平成29年11月６日までの間に合計５回開催され、本諮問事項についての協議及び検討を慎重に行いました。具体的には、第三者委員会は、本諮問事項の検討にあたり、まず、当社より提出された各資料に基づき、公開買付者の提案内容、本取引の目的、本取引により向上することが見込まれる当社の企業価値の具体的内容、本取引の諸条件等について説明を受けると共に、これらに関する質疑応答を行い、公開買付者からも同様の説明を受け、これらの点に関する質疑応答を行いました。また、第三者委員会は、当社から、当社の事業計画について説明を受け、質疑応答を行いました。さらに、第三者委員会は、プルータス・コンサルティングから、同社が当社に対して提出した当社株式価値算定書に基づき、当社株式の株式価値の算定に関する説明を受け、質疑応答を行いました。その上で、第三者委員会は、それぞれの説明や質疑応答の内容を踏まえ、当社の企業価値の向上の観点から慎重に検討を重ねました。

かかる検討の結果、第三者委員会は、平成29年11月７日に、本諮問事項につき、以下を内容とする本答申書を当社取締役会に対して提出しました。

(a) (ⅰ)本取引の目的及び必要性・背景事情としては、(1)当社の産業エネルギー及び生活サポートセグメントが属するエネルギー業界において、昨年末以降、原油価格が高値基調に転じたものの、国内販売価格は年間を通じ低調に推移しており、利益幅の縮小と燃料転換等による需要の減退が続く見込みであること、(2)元売りの合併に伴う再編が進んでいることから、今後は流通業者間の競争力低下や同業者間においても統合や淘汰を余儀なくされる可能性が高まると予想されること等、動向の不透明感がより一層増していること、(3)当社の建設資材セグメントが属する建設業界においては、近年、首都圏を中心とした公共投資や民間設備投資が堅調に推移し、市場環境は良好であるものの、原材料費の高騰や慢性的な労働者不足による労務単価の上昇、さらなる受注競争の激化等、引き続き将来への不安材料を残した環境にあること、(4)このような事業環境を踏まえると、当社において、中長期的な観点から、現在の主力事業の周辺事業に積極的な投資を行い、当社独自の新たな事業の萌芽を育むことが必要であると認識していること、(5)新規事業への戦略的投資を積極的かつ迅速に行うことで、特定事業の競争環境の変化に左右されにくい新たな成長基盤を構築する必要があると考えていること、(6)かかる新規事業の展開には、相応の戦略的な先行投資やトライアンドエラーを反復する中での追加投資を伴う可能性があること、(7)新規事業の展開は成功が保証されたものではなく、短期的には利益水準に悪影響を及ぼす可能性を否定できないこと、(8)必ずしも資本市場から十分な評価を受けられるとは限らず、当社株式の株価に悪影響を及ぼすリスクを否定できず、当社株主の期待に添えない可能性があるものと認識していることが挙げられる一方で、(ⅱ)本取引のメリットの具体的な内容としては、(1)公開買付者の挙げるⅰ「エネルギー関連事業への進出」、ⅱ「給油を中核としたトータルカーライフサービスステーションの確立」、及びⅲ「不動産の再投資及び有効活用の検討」の各具体的な施策は、当社の喫緊の課題に的確に対応するために積極的に推進していくべき施策と言えること、(2)これら施策の実施にあたっては、潜在需要や機会をいち早く認識し、適時に投資を行う必要があると考えられるところ、そのための機動的かつ柔軟な経営体制を構築し得ること、(3)短期的には利益水準の低下を招くリスクを認識しながら、不確実性を伴う事業改革を遂行すべく、株主と経営者が一体となった強いリーダーシップの下、当社役職員が一丸となって改革を推し進めることが可能と考えられること、(4)株式の非公開化を行った場合には、上場維持コストの削減を図ることで、経営資源のさらなる有効活用を図ることも可能にな

ると考えられることを踏まえ、さらに、公開買付者との間で当社の属する市場環境や将来における動向予想等も踏まえて本取引の必要性及びメリットの検討を行っていること、また当社の今後の事業見通し及び成長見通し並びに本取引後の運営方針等については、当社の事業内容及び経営状況を前提とした上で、公開買付者の経営理念をも踏まえたものと言え、いずれも不合理なものとは認められないことから、本取引は当社の企業価値向上に資するものである。

(b) 当社は、本取引の条件、とりわけ本公開買付価格の公正性を確保すべく、その検討・判断を行うに当たり、当社株式価値算定のための独立の第三者算定機関を起用・選任し、当該第三者算定機関から株式価値算定書を取得した上で、当該株式価値算定書を参考としており、その上で、(ⅰ)当該第三者算定機関作成の株式価値算定書の結論に至る計算過程について、その算定手法は現在の実務に照らして一般的、合理的な手法であると言え、またその内容についても現在の実務に照らして妥当なものであると考えられることから、特段不合理な点あるいは著しい問題などは認められないと考えられること、(ⅱ)当該株式価値算定書を基礎として当社においても本取引の必要性及びメリット、当社の今後の事業への影響といった事情等を全般的に考慮した上で本公開買付価格の検討を行ってきたこと、(ⅲ)経験豊富なファイナンシャル・アドバイザーを起用し、本公開買付価格を含む本取引全般の条件交渉を実施したこと、(ⅳ)当社取締役会において最終的に決議を予定している本公開買付価格についても、本答申書提出日の終値を含む６ヶ月平均までの株価水準に対して付されたプレミアム及び第三者委員会委員の経験した過去事例から見ても、相応のプレミアムが付された価格と言えること、(ⅴ)上記(ⅰ)から(ⅳ)までの第三者委員会での議論及び検討の結論を含め、特段不合理な点あるいは著しい問題などは認識していないことから、これら当社における対応は、本公開買付けの条件とりわけ本公開買付価格の公正性を確保し、またこれらに関する当社の判断・意思決定について、その過程から恣意性を排除するための方法として合理性・相当性がある。また、本公開買付け後の完全子会社化取引の条件に関しても、今後特段の事情が無い限り、本公開買付価格と同一の価格を基準として算定、決定するとの説明を受けており、当該完全子会社化取引は、本公開買付けの後、本公開買付けに続く手続きとして行われることが予定されているもの（いわゆる二段階買収としての手続）であるところ、時間的に近接した両手続における取引条件が同一のものとなるようにすることについては、合理性が認められ、その上で、前記のとおり本公開買付けの条件、とりわけ本公開買付価格の公正性確保、またこれらに関する当社の判断・意思決定の過程から恣意性を排除するための方法についてはいずれも合理性・相当性が認められることを前提とすれば、当該完全子会社化取引の条件に関してもその公正性が確保されている。

(c) (ⅰ)当社は本取引への対応を検討するに当たり、本公開買付けの条件とりわけ本公開買付価格の公正性を確保すべく、当社株式価値の算定を、当社及び公開買付者のいずれからも独立した第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングへ依頼した上で、所定の株式価値算定書を取得しており、また本取引に関する法的助言を得るべく、当社及び公開買付者のいずれからも独立したリーガル・アドバイザーであるアンダーソン・毛利・友常法律事務所を選任しており、(ⅱ)当該体制・状況の下、いわゆるＭＢＯとしての完全子会社化取引として、相対的に構造的な利益相反性が強いとも考えられる本取引の特徴に鑑みて、当社においては、本取引についてより慎重に条件の妥当性・公正性を担保する必要がある旨を認識して、当社から公開買付者に対して協議過程の早い段階から少数株主の利益に十分配慮した取引条件を要請し、その妥当性・公正性、条件の現実性といった事情について全般的な検証を重ねた上で、公開買付者との協議を経て本公開買付価格に関して、今般取締役会決議が予定されている価格についての最終的な調整が進められ、その後、最終的に当社及び公開買付者間で本公開買付価格を含む本取引の条件について合意するに至り、当社において、当該合意された価格をもって、取締役会で決議を予定している本公開買付価格とするとのこととなっており、(ⅲ)これらの点を含め、本取引の対応及び検討に向けた過程の中で、早期かつ詳細な開示・説明による当社株主の適切な判断機会の確保、意思決定過程における恣意性の排除、また本公開買付けの条件、とりわけ本公開買付価格の公正性の担保に向けた客観的状況の確保等の諸点について、具体的な対応が行われているものと考えられ、公正な手続を通じた当社株主の利益への十分な配慮がなされていると考えられる。

(d) 上記(a)乃至(c)までにおいて検討した諸事項以外の点に関して、第三者委員会において、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものであると考える事情は現時点において特段見あたらない。

④ 当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見

当社取締役会は、アンダーソン・毛利・友常法律事務所から得た法的助言及び第三者算定機関であるプルータス・コンサルティングから取得した当社株式価値算定書の内容を踏まえつつ、第三者委員会から取得した本答申書の内容を最大限に尊重しながら、本取引により当社の企業価値の向上を図ることができるか、本取引における公開買付価格その他の条件は妥当なものか等の観点から慎重に協議・検討を行いました。

その結果、上記「(2)（ウ）本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおり、当社取締役会は、本取引について、(ⅰ)本公開買付けを含む本取引により当社の企業価値が向上すると見込まれるとともに、(ⅱ)本公開買付価格及び本公開買付けに係るその他の諸条件は当社の株主の皆様にとって妥当であり、本公開買付けは、株主の皆様に対して、合理的な売却の機会を提供するものであると判断いたしました。

そこで、平成29年11月８日開催の当社の取締役会において、審議及び決議に参加した取締役（当社の代表取締役社長である上原大作氏及び当社の代表取締役副社長である上原晋作氏を除く出席取締役７名）の全員一致によ

り、本公開買付けへの賛同の意見を表明し、かつ、当社の株主の皆様に対し、本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議を行いました。

また、当該取締役会には、当社の全ての監査役が審議に参加し、その全ての監査役が、当社の取締役会が本公開買付けに賛同の意見を表明し、かつ、当社の株主の皆様に対して本公開買付けへの応募を推奨することに異議がない旨の意見を述べております。

なお、当社の取締役のうち、代表取締役社長である上原大作氏及び代表取締役副社長である上原晋作氏は、本取引に関して当社と構造的な利益相反状態にあるため、特別利害関係人として、当該取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者との協議及び交渉にも一切参加しておりません。

⑤　買付予定数の下限の設定

公開買付者は、本公開買付けにおいて、1,575,900株（所有割合55.18%）を買付予定数の下限として設定しており、応募株券等の総数が買付予定数の下限に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等を行わないとのことです。一方、公開買付者は、本公開買付けにおいて、当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することにより、当社株式を非公開化することを目的としているため、買付予定数の上限を設定しておらず、応募株券等の総数が買付予定数の下限以上の場合は、応募株券等の全部の買付け等を行いますので、本公開買付け成立後は、少なくとも1,903,900株（所有割合66.67%）以上の当社株式を所有するに至る予定であるとのことです。

買付予定数の下限である1,575,900株は、当社平成30年３月期第１四半期決算短信に記載された平成29年６月30日現在の発行済株式総数（24,053,942株）を基に平成29年10月１日付株式併合による株式数の変動を考慮した発行済株式総数（4,810,788株）から、当社第１四半期報告書に記載された平成29年６月30日現在の当社が所有する自己株式数（9,775,433株）を基に平成29年10月１日付株式併合による株式数の変動を考慮した自己株式数（1,955,086株）を除いた株式数（2,855,702株）の３分の２（1,903,801株）から公開買付者が所有する当社株式数（328,000株）を除いた株式数を１単元（100株）の倍数に切り上げた数（1,575,900株、所有割合55.18%）に相当する株式数としているとのことです。また、当該株式数は、上記計算に基づく発行済株式総数から自己株式数を除いた株式数（2,855,702株）から、さらに公開買付者が所有する当社株式数（328,000株）及び本応募予定株主が所有する当社株式数の合計（129,567株）を除いた株式数（2,398,135株）の過半数（1,199,068株）（公開買付者と利害関係を有さない当社の株主の皆様が所有する当社株式の総数の過半数（いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ（majority of minority）」）に相当する数）を上回っています。

このように、買付予定数の下限を、マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する数を上回る株式数としており、公開買付者は、当社の株主の皆様の意思を重視した買付予定数の下限の設定を行っているとのことです。

⑥　他の買付者からの買付機会を確保するための措置

公開買付者は、公開買付けの買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）として法令に定められた最短期間が20営業日であるところ、本公開買付けの公開買付期間を30営業日としているとのことです。

このように公開買付期間を比較的長期間に設定することにより、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに対する応募につき適正な判断機会を確保しつつ、公開買付者以外にも対抗的な買付け等をする機会を確保し、これをもって本公開買付けの公正性を担保しているとのことです。

また、公開買付者と当社は、当社が対抗的買収提案者と接触することを禁止するような取引保護条項を含む合意等、当該対抗的買収提案者が当社との間で接触等を行うことを制限するような内容の合意は一切行っておらず、上記公開買付期間の設定とあわせ、対抗的な買付け等の機会が確保されることにより、本公開買付けの公正性の担保に配慮しているとのことです。

(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）

当社は、公開買付者より、本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）につき、以下の説明を受けております。

公開買付者は、本公開買付けにより当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することができなかった場合には、本公開買付けの成立後、当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することを目的とした以下の手続（以下「本スクイーズアウト手続」といいます。）を実行することを予定しているとのことです。

具体的には、本公開買付けの成立により、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の合計数の90%以上となる場合には、公開買付者は、本公開買付けの決済の完了後速やかに、会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。以下同じとします。）第179条に基づき、当社の株主（公開買付者及び当社を除きます。）の全員（以下「売渡株主」といいます。）に対し、その所有する当社株式の全てを売り渡すことを請求（以下「株式売渡請求」といいます。）する予定とのことです。株式売渡請求においては、当社株式１株当たりの対価として、本公開買付価格と同額の金銭を売渡株主に対して交付することを定める予定とのことです。この

場合、公開買付者は、その旨を、当社に通知し、当社に対し株式売渡請求の承認を求めるとのことです。当社がその取締役会の決議により株式売渡請求を承認した場合には、関係法令の定める手続に従い、当社の株主の皆様の個別の承諾を要することなく、公開買付者は、株式売渡請求において定めた取得日をもって、売渡株主からその所有する当社株式の全てを取得します。この場合、売渡株主がそれぞれ所有していた当社株式１株当たりの対価として、公開買付者は、当該各株主に対し、本公開買付価格と同額の金銭を交付する予定とのことです。なお、当社の取締役会は、公開買付者より株式売渡請求がなされた場合には、かかる株式売渡請求を承認する予定です。

他方で、本公開買付けの成立後、公開買付者が所有する当社の議決権の合計数が当社の総株主の議決権の合計数の90％未満である場合には、公開買付者は、会社法第180条に基づき当社株式の併合を行うこと（以下「株式併合」といいます。）及び株式併合の効力発生を条件として単元株式数の定めを廃止する旨の定款の一部変更を行うことを付議議案に含む臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）の開催を当社に要請する予定とのことです。なお、公開買付者は、本臨時株主総会において上記各議案に賛成する予定とのことです。本臨時株主総会において株式併合の議案についてご承認をいただいた場合には、株式併合がその効力を生ずる日において、当社の株主は、本臨時株主総会においてご承認をいただいた株式併合の割合に応じた数の当社株式を所有することとなります。株式併合をすることにより株式の数に１株に満たない端数が生じるときは、端数が生じた当社の株主の皆様に対して、会社法第235条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計値（合計した数に１株に満たない端数がある場合には、当該端数は切り捨てられます。以下同じとします。）に相当する当社株式を当社又は公開買付者に売却することにより得られる金銭が交付されることになります。当該端数の合計数に相当する当社株式の売却価格については、当該売却の結果、本公開買付けに応募しなかった当社の株主の皆様（公開買付者及び当社を除きます。）に交付される金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うよう当社に要請する予定とのことです。また、当社株式の併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者は当社株式の全て（ただし、当社が所有する自己株式を除きます。）を所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様（公開買付者及び当社を除きます。）の所有する当社株式の数が１株に満たない端数となるように決定するよう当社に対して要請する予定とのことです。

上記の各手続に関連する少数株主の権利保護を目的とした会社法上の規定として、株式売渡請求がなされた場合には、会社法第179条の８その他の関係法令の定めに従って、売渡株主は、裁判所に対してその所有する当社株式の売却価格の決定の申立てを行うことができる旨が定められています。

他方、株式併合がなされた場合であって、株式併合をすることにより株式の数に１株に満たない端数が生じるときは、会社法第182条の４及び第182条の５その他の関係法令の定めに従って、当社の株主の皆様は、当社に対してその所有する株式のうち１株に満たない端数となるものの全部を公正な価格で買取ることを請求することができる旨及び裁判所に対して当社株式の価格決定の申立てを行うことができる旨が会社法上定められています。

なお、上記申立てがなされた場合の当社株式の売買価格又は買取価格は、最終的には裁判所が判断することとなります。

上記の各手続については、関係法令についての改正、施行、当局の解釈等の状況、本公開買付け後の公開買付者の株券等所有割合及び公開買付者以外の当社の株主の皆様の当社株式の所有状況等によっては、実施の方法及び時期に変更が生じる可能性があります。ただし、その場合でも、本公開買付けに応募されなかった当社の株主の皆様（公開買付者及び当社は除きます。）に対しては、最終的に金銭を交付する方法が採用される予定であり、その場合に当該各株主に交付される金銭の額については、本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社株式の数を乗じた価格と同一になるよう算定される予定とのことです。

公開買付者は、当社にて上記の本臨時株主総会が開催される場合、平成30年２月頃を目途に開催するよう当社に要請する予定とのことですが、具体的な手続及びその実施時期等については、公開買付者と当社にて協議の上、決定次第、当社が速やかに公表する予定です。なお、本公開買付けは、本臨時株主総会における当社の株主の皆様の賛同を勧誘するものでは一切ありません。また、本公開買付けへの応募又は上記の各手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様において自らの責任にて税理士の専門家にご確認いただきますようお願いいたします。

(6) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本書提出日現在、東京証券取引所第二部に上場されておりますが、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定しておらず、本公開買付けの結果次第では、東京証券取引所の上場廃止基準に従い、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があります。また、本公開買付けの完了時点で当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後に、上記「(5) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載の本スクイーズアウト手続が実行された場合には上場廃止基準に該当し、当社株式は、所定の手続を経て上場廃止となります。上場廃止後は、当社株式を東京証券取引所第二部において取引することはできません。

(7) 公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募等に係る重要な合意に関する事項

当社は、公開買付者より、公開買付者と当社の株主との間における公開買付けへの応募等に係る重要な合意に関する事項につき、以下の説明を受けております。

本公開買付けに際して、公開買付者は、本応募予定株主との間で、平成29年11月８日付で、それぞれが所有する当社株式の全て（上原一晃氏については所有株式数33,712株、所有割合1.18%、上原五百枝氏については所有株式数9,120株、所有割合0.32%、上原大作氏については所有株式数41,229株、所有割合1.44%、上原晋作氏については所有株式数45,506株、所有割合1.59%、本応募予定株主の所有株式数合計129,567株、所有割合合計4.54%）を本公開買付けに応募する旨を合意しているとのことです。なお、当該合意に基づく応募の前提条件は、特に定められていないとのことです。

4【役員が所有する株券等の数及び当該株券等に係る議決権の数】

氏名	役名	職名	所有株式数（株）	議決権の数（個）
上原　大作	取締役社長 （代表取締役）		41,229	412
上原　晋作	取締役副社長 （代表取締役）		45,506	455
片山　尚之	常務取締役	生活サポート担当兼トータルカーライフ部長	2,722	27
土佐　益久	常務取締役	管理本部担当兼管理本部長兼企画担当部長兼経営戦略室担当	2,882	28
近藤　成紀	常務取締役	産業サポート担当兼エネルギー特約店部長	1,236	12
岸本　正基	取締役	物流・保安担当兼物流部長	2,781	27
谷口　正吏	取締役	需給部長	436	4
美馬　秀和	取締役	建設資材担当兼建設資材部長兼特販部長	1,120	11
置田　文夫	取締役		0	0
横田　成明	監査役（常勤）		1,817	18
西村　捷三	監査役		0	0
山内　勉	監査役		0	0

（注１）　役名、職名、所有株式数及び議決権の数は本書提出日現在のものです。
（注２）　取締役社長上原大作と取締役副社長上原晋作は、兄弟であります。
（注３）　取締役置田文夫は、社外取締役であります。
（注４）　監査役西村捷三・山内勉は、社外監査役であります。

5【公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容】

該当事項はありません。

6【会社の支配に関する基本方針に係る対応方針】

該当事項はありません。

7【公開買付者に対する質問】

該当事項はありません。

8【公開買付期間の延長請求】

該当事項はありません。