



2021年5月28日

各 位

会社名 富士興産株式会社
代表者名 代表取締役社長 保谷 尚登
(コード番号：5009 東証第1部)
問合せ先 総務部長 塩野 和志
(TEL. 03-6859-2050)

アスリード・ストラテジック・バリュー・ファンド及びアスリード・グロース・インパクト・
ファンドによる当社株式に対する公開買付けに関する意見表明(反対)及び株主意思確認を
当社第91回定時株主総会で行うことのお知らせ

当社は、アスリード・ストラテジック・バリュー・ファンド及びアスリード・グロース・インパクト・ファンド(以下「公開買付者ら」といいます。)によって2021年4月28日に開始された当社株式に対する公開買付け(以下「本公開買付け」といいます。)に関して、2021年5月17日付け「アスリード・ストラテジック・バリュー・ファンド及びアスリード・グロース・インパクト・ファンドによる当社株式に対する公開買付けに関する意見表明(留保)のお知らせ」において、同時点においては意見の表明を留保する旨を公表しておりましたが、本日開催の取締役会において、本公開買付けに対して反対の意見を表明することを決議いたしましたので、お知らせいたします。

株主の皆様におかれましては、本公開買付けに応募されないようお願い申し上げますとともに、既に本公開買付けに応募された株主の皆様におかれましては、速やかに本公開買付けに係る契約の解除を行っていただきますよう、お願い申し上げます。

本公開買付けは、2021年5月24日付けで導入した本対応方針(下記「6. 会社の支配に関する基本方針に係る対応方針」の「(1) 本対応方針の導入及び株主意思確認総会の開催の判断に至った経緯及び理由」に定義いたします。以下同じです。)における当社株式に対する大規模な買付行為にあたり、当社の企業価値ひいては株主の皆様共同の利益の最大化を妨げるものと当社取締役会は判断しましたので、本公開買付けがなされることを受け入れるか否かの判断につき株主の皆様意思を確認するために、本対応方針の導入及びこれに基づく対抗措置(差別的行使条件等及び取得条項等が付された新株予約権の無償割当て)の発動について、2021年6月24日開催予定の当社第91回定時株主総会(以下「本株主意思確認総会」といいます。)の議案として上程することを決議いたしました。株主意思確認総会にあたる当社第91回定時株主総会に上程する議案の内容その他詳細については、別途、お知らせいたします。

なお、当社は公開買付者らに対して、本日付け書簡において、2021年6月9日の正午を

期限として、公開買付期間終了日を少なくとも2021年6月25日以後まで延長することを要請いたしました。かかる要請に応じて公開買付者らが公開買付期間を延長した場合、株主意思確認総会は公開買付期間中に行われることとなります。

1. 公開買付者らの概要

公開買付者①

(1)	名称	アスリード・ストラテジック・バリュー・ファンド (Aslead Strategic Value Fund)
(2)	所在地	ケイマン諸島、グランド・ケイマン、KY1-9008、ジョージ・タウン、27ホスピタルロード、ケイマン・コーポレート・センター(Cayman Corporate Centre, 27 Hospital Road, George Town, Grand Cayman KY1-9008, Cayman Islands)
(3)	代表者の役職・氏名	ディレクター 門田 泰人
(4)	事業内容	投資業
(5)	資本金	2米ドル(注1) (216円)
(6)	設立年月日	2020年1月20日
(7)	大株主及び持株比率 (2021年4月28日現在)	門田 泰人 50% 浅野 弘揮 50%
(8)	当社と公開買付者との関係(注2)	
	資本関係	公開買付者①は、当社株式の10.32%を所有しております。(注3)
	人的関係	該当事項はありません。
	取引関係	該当事項はありません。
	関連当事者への該当状況	該当事項はありません。

公開買付者②

(1)	名称	アスリード・グロース・インパクト・ファンド (Aslead Growth Impact Fund)
(2)	所在地	ケイマン諸島、グランド・ケイマン、KY1-9008、ジョージ・タウン、27ホスピタルロード、ケイマン・コーポレート・センター(Cayman Corporate Centre, 27 Hospital Road, George Town, Grand Cayman KY1-9008, Cayman Islands)
(3)	代表者の役職・氏名	ディレクター 浅野 弘揮
(4)	事業内容	投資業

(5)	資本金	2米ドル(注1) (216円)
(6)	設立年月日	2020年8月24日
(7)	大株主及び持株比率 (2021年4月28日現在)	門田 泰人 50% 浅野 弘揮 50%
(8)	当社と公開買付者との関係(注2)	
	資本関係	公開買付者②は、当社株式の6.43%を所有しております。 (注3)
	人的関係	該当事項はありません。
	取引関係	該当事項はありません。
	関連当事者への該当状況	該当事項はありません。

(注1) 本公開買付けに関して公開買付者らが2021年4月28日に提出した公開買付届出書(以下「本公開買付届出書」といいます。)によれば、2021年4月27日現在の株式会社みずほ銀行の為替レートの仲値である1米ドル=108.14円で日本円に換算した場合、資本金の額は216円(1円未満切り捨て)となるとのことです。

(注2) 「(8) 当社と公開買付者の関係」の「人的関係」、「取引関係」及び「関連当事者への該当状況」の記載を除き、本公開買付けに関して本公開買付届出書又はその添付文書の記載に基づきます。

(注3) 本公開買付届出書によれば、当社が2021年2月12日に提出した第91期第3四半期報告書に記載された2020年12月31日現在の発行済株式総数(8,743,907株)から、当社が2021年2月5日に公表した「2021年3月期第3四半期決算短信〔日本基準〕(連結)」に記載された2020年12月31日現在の当社が所有する自己株式数(772,604株)を控除した株式数(7,971,303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いるとのことです。

2. 買付け等の価格

普通株式1株につき、金1,250円

3. 本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、本日開催の取締役会において、本公開買付けに対して反対の意見を表明することを決議いたしました。したがって、株主の皆様におかれましては、本公開買付けに応募されないようお願い申し上げますとともに、既に応募された株主の皆様におかれましては、速やかに本公開買付けに係る契約の解除を行っていただきますよう、お願い申し上げます。

当社は公開買付者らに対して、本日付け書簡において、2021年6月9日の正午を期

限として、公開買付期間終了日を少なくとも2021年6月25日以後まで延長することを要請いたしました。

公開買付者らがこの要請に応じた場合、本公開買付けにおける公開買付期間は、最短で2021年6月25日(金曜日)まで(39営業日)となります。かかる要請に応じて公開買付者らが公開買付期間を延長した場合、本株主意思確認総会において、本対応方針の導入やこれに基づく対抗措置の是非を株主の皆様にお諮りし、株主の皆様が、本対応方針の導入及び対抗措置の発動のいずれも承認可決された場合には、当社取締役会は、かかる株主の皆様のご意思に従い、独立委員会の意見を最大限尊重した上で、対抗措置を発動いたします。これに対し、上記いずれかの議案が承認されなかった場合には、当社取締役会は、株主の皆様のご意思に従い、対抗措置を発動いたしません。

他方で、公開買付者らが、2021年6月9日の正午までに、本公開買付けの公開買付期間終了日を2021年6月25日以後に延長しなかった場合には、大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かに関し、大規模買付者から開示される情報に基づき株主の皆様が熟慮されるために必要な時間を確保できず、また、株主の皆様のご意思を事前に確認する機会を確保することもできないことから、かかる場合には、当社取締役会は、独立委員会の意見を最大限尊重した上で、本株主意思確認総会を経ることなく、特段の事由がない限り、対抗措置を発動いたします。但し、この場合においても、当社は、対抗措置の発動後ではありますが、事後的に株主の皆様のご意思を確認するため、2021年6月24日の定時株主総会で株主意思確認をお諮りします。

本株主意思確認総会の詳細については、下記「6. 会社の支配に関する基本方針に係る対応方針」をご参照ください。

(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

① 本公開買付けに関する意見の根拠

公開買付者らは、2021年4月27日付けで本公開買付けを開始することを公表いたしました。本公開買付けは当社には知られることなく開始されました。公開買付者らの本公開買付けの開始の公表をもって、当社ははじめて本公開買付けについて知りました。本公開買付けの開始時点で本公開買付けの内容について当社が知るところは、本公開買付届出書の記載事項だけでした。

2021年5月7日付け「独立委員会の設置及び独立委員会委員の選任に関するお知らせ」に記載のとおり、当社は、本公開買付けに対する当社意見表明の公正性・客観性を高め、当社取締役会による恣意的な判断を防止すること等を目的として、当社及び公開買付者らと利害関係を有しない外部の有識者及び当社の業務執行を行う経営陣から独立した独立社外取締役から構成される独立委員会を設置しました。

同月13日に本諮問事項(下記「(5) 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」の「②独立委員会の設置及び勧告」に定義いたします。以下同じです。)を独立委員会に諮問しました。

公開買付者らは、本公開買付けについて、当社との間で何らの協議を行うことなく準

備を行い、公開買付届出書に記載されている内容では、当社株式の非公開化が当社企業価値の向上になぜなるかその根拠、その他非公開化の必要性、本公開買付け成立後の当社の経営方針、本公開買付けの買付価格の算定の基礎、算定の経緯等について、不十分な内容であったこと等に鑑みると、本公開買付けの目的及びその結果が、当社の企業価値ひいては株主の皆様共同の利益の最大化を妨げるようなものであるおそれは否定できないと、当社は認識いたしました。

かかる認識の下、当社取締役会は、公開買付者らが、本公開買付け等を通じて大規模買付行為等に該当する当社株式の大規模取得等を目指すものである場合、また、公開買付者らによる本公開買付けを受け他の当事者による大規模買付行為等が企図されるに至る場合には、当社の企業価値ひいては株主の皆様共同の利益の最大化を妨げる事態が生じないよう、これらの大規模買付行為等が当社の企業価値やその価値の源泉に対してどのような影響を及ぼし得るかについて、株主の皆様が適切にご判断を下すための情報と時間を確保するため、かかる大規模買付行為等は、当社取締役会の定める一定のに基づいてなされる必要があるとの結論に至りました。

その結果、2021年5月24日付け「アスリード・ストラテジック・バリュー・ファンド及びアスリード・グロース・インパクト・ファンドによる当社株式を対象とする公開買付けを受けた当社の対応方針（既に具体化している公開買付けを含む大規模買付行為への買収防衛策）に関するお知らせ」（以下「対応方針プレスリリース」といいます。）に記載のとおり、当社取締役会は、2021年5月24日開催の取締役会において、当社の基本方針に照らして不適切な者によって当社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組み（会社法施行規則第118条第3号ロ（2））として、本公開買付け及び公開買付者らからの当社株式を対象とする公開買付けがなされている状況下において企図されるに至ることがあり得る他の大規模買付行為等への対応方針を導入することを決議いたしました。

並行して、当社は、公開買付者らによる本公開買付けの公表を受けた後、本公開買付けに対する当社の意見を表明することに向けて、直ちに、本公開買付け及び公開買付者らに関する情報の収集を試み、また、本公開買付届出書に記載された内容を含め、本公開買付けに関して、慎重に評価・検討を進めてまいりました。

当社取締役会は、本公開買付けの是非及びその諸条件等に関し、当社の企業価値ひいては株主の皆様共同の利益の最大化の観点から、慎重に評価・検討を行った上で、本公開買付けに対する当社の意見を形成するために、引き続き本公開買付け及び公開買付者らに関する情報の収集に努めるべきであると考えました。

そこで2021年5月17日、当社は、金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。以下「法」といいます。）に基づく意見表明報告書における公開買付者らに対する質問の制度を用いて本公開買付け及び公開買付者らに関する正確な情報収集を早期に実施すべきであると判断するとともに、本公開買付に対する意見の表明を留保することは適当である旨の勧告を独立委員会から得ていましたので、2021年5月17日、当社取締役会において、同日時点においては、本公開買付けに対する意見

の表明を留保することを決議するとともに、公開買付者らに対する質問を記載した意見表明報告書を提出することを決議いたしました。

上記の当社の質問を受けて、公開買付者らは、2021年5月24日に、対質問回答報告書（以下「本対質問回答報告書」といいます。）を関東財務局長に提出しました。

当社は、本対質問回答報告書並びに当社が収集した本公開買付け及び公開買付者らに関する情報を基に、公開買付者らの提案を詳細に評価・検討いたしました。

独立委員会は2021年5月14日、2021年5月24日及び2021年5月27日に開催され、(i)5月14日には、本諮問事項等についての審議・勧告を行い、(ii)5月24日にはアスリード・キャピタル ピーティーイー エルティーディーの金融商品取引法（以下「金商法」）第27条の25に違反する変更報告書不提出罪・虚偽記載罪の疑いに関して、証券取引等監視委員会宛に、書面で調査の申入を行うことについての審議・勧告を行い、(iii)5月27日には、公開買付者らから提出された本対質問回答報告書等を踏まえた上で、本諮問事項に関して、本公開買付けに対する当社の意見表明および2021年6月24日開催予定の当社定時株主総会をもって本対応方針に定める株主意思確認総会とすること、公開買付者らに対し2021年6月9日の正午を期限として、公開買付期間終了日を少なくとも2021年6月25日以後に延長することを文書で要請することの是非にかかる審議を実施しております。

そして、独立委員会は、2021年5月27日、当社取締役会に対し、独立委員会の全員の一致の意見として、本公開買付けに関して、当社が本公開買付けに対して反対の意見を表明することは適当である旨等の勧告を行いました。

この勧告を受けて、本日開催の取締役会において、出席取締役全員の一致により、本公開買付けに反対の意見を表明する旨の決議を行いました。

② 本公開買付けに関する意見の理由

A 本公開買付けの対応を判断するにあたって基礎とした主な事情

A1. ENEOS との取引関係への影響

a(1)ENEOS は当社の仕入の8割を担い、かつ当社はENEOS の物流網を利用して全国各地のお得意先に当社製品を供給しています。ENEOS と当社の信頼関係が崩れた場合、ENEOS からの仕入ができなくなる、仕入条件が悪化する、取扱製品が減少する、といったリスク、当社の強みである全国各地に届けられる物流網が崩壊するリスクが現実化し、当社の石油事業の継続に重大な支障が生じます。当社にとって石油事業は、売上高の9割、資産の6割を占める主力事業です。

さらに脱石油後の事業継続にも重大な支障が生じます。当社は脱石油後は、取扱製品を石油から、カーボンニュートラルな次世代液体エネルギーへ転換していき、その際には石油の物流網、運搬・貯蔵施設を次世代液体エネルギーにおいても利用し、脱石油後も成長を図っていくことを事業方針としていますが、この実現は次世代液体エネルギーの開発、商品化を先導する ENEOS との協力がなければ不可能です。

したがって ENEOS との信頼関係は当社が継続企業として存続していくためには必要不

可欠であり、本公開買付けは、当社の企業価値を著しく毀損させるおそれがあります。

A2. アスリード・キャピタルの非公開化の提案内容には具体性がありません。

下記のとおり、公開買付者らと投資一任契約を締結している Aslead Capital Pte. Ltd. (以下「アスリード・キャピタル」といいます。) の説明はいずれも抽象的・一般的なものとどまり、当社の実情を踏まえておりません。なぜ当社が非公開化すると上場している現状よりも企業価値を向上させることができるのか、当社が企業価値向上のために上場廃止して非公開化させる必要性について、具体的な説明がありません。

a(1) 本公開買付届出書の記載において、非公開化の必要性についての具体的な説明、非公開化後の企業価値向上のための実効性ある施策がありません。これらに関する本公開買付届出書の記載は以下のとおりです。

(公開買付届出書 4 頁) 2021 年 4 月 27 日本公開買付けを実施することを決定いたしました。アスリード・キャピタルは対象者やその事業環境等に関して理解を深めることに加え、運用戦略に応じた建設的な「目的をもった対話」(エンゲージメント) などを通じて、対象者の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、公開買付者らの出資者の中長期的な投資収益の拡大を図る活動を行う予定です。

具体的には、株主と経営陣という関係性に基づき、対象者経営陣に対して、定期的に対象者の置かれた事業環境を踏まえた経営課題や成長機会の認識、経営方針、事業活動の進捗についての説明を求め、経営陣に適切かつ十分な検討や取り組みが行われている様子が見られない、又は十分に合理的な説明が得られない場合には、経営陣に再検討及びより合理的な説明を改めて求めるといった対話活動を行っていくことを想定しています。

こうした対話活動を通じて、経営陣に対してより真剣かつ積極的に企業価値の向上や持続的成長に対して取り組む規律付けを与えることができると考えています。

このような目的を実現するため、アスリード・キャピタルは本公開買付けにおいては買付予定数の上限を設定せず、本公開買付け成立後に対象者の支配権を取得する予定ですが、その後の経営方針としては、自らが対象者の経営を行うことは考えておらず、株主と経営陣といういわゆる所有と経営の分離の関係性に基づき、経営は経営陣に委ねる方針です。

同時にアスリード・キャピタルは、株主である公開買付者らから委任を受けた株主権の行使を通じて、経営陣に対して規律付け活動を行っていく方針を持っています。

具体的には株主総会の議案として、対象者より取締役選任議案が上程された場合には、当該議案における取締役候補者の適切性を評価し、適切であると判断する場合には、賛成票を投じ、不適切であると判断する場合には、反対票を投じます。

(公開買付届出書 5 頁) アスリード・キャピタルは対象者の経営を引き続き対象者経営陣に委ねる予定であるため、今後対象者の経営陣が策定する経営計画を支持する予定であり、これと異なる独自の経営方針又は計画は有しておりません。

但し非公開化後は、上場会社における中期経営計画で一般的に設定される期間である 3

年間といった期間にとらわれず、より時間がかかるとしても企業価値向上に寄与する施策の策定と実行を対象者経営陣には求めていきたいと考えています。

また本公開買付け成立後、対象者取締役会の過半未満の人数の取締役がアスリード・キャピタルが指名する者となるよう、アスリード・キャピタルが指名する者を取締役候補者とする取締役選任議案を対象者の株主総会に上程していただくよう、対象者に要請する予定です。

アスリード・キャピタルが指名する者を取締役として選任することを対象者に要請する目的は、外部の投資者の視点を有する者を対象者の取締役会に参加させることにより、外部の投資者の視点から、対象者取締役会にて企業価値向上施策の検討及び実行について取締役間で真剣かつ活発な議論がなされるようにするためであり、これにより経営の規律付けをより効果的に行うことができるようになるとアスリード・キャピタルは考えています。

(公開買付届出書 5 頁) アスリード・キャピタルによる経営の監督の具体例としては、アスリード・キャピタルが指名する者以外の取締役が対象者の中期経営計画及び当該中期経営計画に基づく年次経営計画の策定と実際の実行を行い、アスリード・キャピタルが指名する取締役がそれら経営計画が効果的なものになっているか、またそれら経営計画に基づく事業活動の進捗が十分であるかを、アスリード・キャピタルが指名する者以外の取締役に対して定期的に説明を求めることで確認し、十分に合理的な説明ができていないとアスリード・キャピタルが指名する取締役が考える場合には、アスリード・キャピタルが指名する者以外の取締役に対して再検討及びより合理的な説明を求めることが挙げられます。

- a(2) アスリード・キャピタルとの協議において、アスリード・キャピタルからの説明は以下のとおりで、非公開化の必要性について抽象的・一般的なもので具体的な内容ではありませんでした（詳細は別紙 1 をご覧ください）。
- 上場会社として内包するしがらみであったり、資本市場の短期的な成長への圧力から解放されることは意義があるのではないかと。
 - 市場の雑音を排して中長期的な経営戦略を実行するために非公開化を提案したい。
 - 私であったり顧問であったり、ネットワークであったり、事業投資のノウハウを活用して頂いて、拡販であったり、アライアンスの拡大、M&A の実行を支援できる。
 - アスリード・キャピタルが仮に非公開化のスポンサーになるのであれば、100 億、200 億の買収をしたいんだみたいな話があったとしても、アスリード・キャピタルはファンドから別途資金を出して、そうした買収を支援することも可能である。
 - インセンティブスキームの大胆な導入や、人員を外部からリクルートし、経営管理体制を高度化、洗練化する。
 - こうしたことを通じて非公開化をしながらも、既存の事業ドメインを拡大改善し、リーディングプレイヤーとしての地位を確立する。
- a(3) 第 3 回協議 2020 年 11 月 26 日にアスリード・キャピタルから交付された MBO 非公開化に関する文書の記載は以下の通りで、非公開化の必要性について抽象的・一般的なもの

で、具体的な内容ではありませんでした（詳細は別紙1をご覧ください）。

- 上場を維持した体制では、事業展開においていくつかの潜在的な課題が存在する。
 - 上場を維持した体制において内包される課題として、既存の事業ドメインでの今後の成長の余地は限定的。
 - 仮に新規事業に取り組むにしても柱として育てるには中長期的視野が必要。
 - 上場したままでは結果がでるまでに時間のかかる経営戦略の実行が難しい。
 - ENEOS から資本面で独立することも一考。
 - M&A を含め、新たな事業展開に向けたリソースやノウハウが不足している可能性。
 - 市場の雑音を排して、中長期的な経営戦略を実行するために非公開化を行うことを提案。
 - MBO の提案、非公開化を行いアスリード・キャピタルとの共同で取り組むことで、上場維持のままでは難しい経営課題の解決と、当社の更なる飛躍に向けた支援が可能。
 - 今後の成長に向けて取り組むべき課題。更なる成長に向けた、大胆な成長投資や国内外含む関連事業分野への展開。新たな事業展開とそれに向けたリソースやノウハウの確保。M&A を実行するうえで必要となる事業の目利き、シナジーの創出可能性の試算、実行後の PMI の設計ノウハウの獲得。新事業展開や M&A 活動を効率的に行っていくための必要な経営体制の構築
 - 将来の姿。持続的に成長していける新たな事業の柱を複数要する企業に。既存の事業ドメインにおいても事業拡大と改善を迫及し、関連バリューチェーンを取り込んだリーディングプレイヤーとしての地位を確立。オーガニックグロースだけに留まらない当社の次のステージに向けた成長を実現。
- a(4)当社が2020年12月3日に交渉のテーブルに着くべきかを判断するための材料が足りないと回答しましたが、アスリード・キャピタルからこれに応える材料の提供はありませんでした。

A3. アスリード・キャピタルは当社企業価値の向上のために非公開化が必要と言っていますが、実態は非公開化ありきの非公開化のための非公開化です（アスリード・キャピタルが100%株主になるための非公開化です）。

a(1)アスリード・キャピタルは当社事業についての事業計画はなく、当社事業についても知りません。

公開買付社らが提出した2021年5月24日付け対質問回答報告書別紙において、「アスリード・キャピタルは本公開買付け後も対象者経営陣に経営を委ねる方針であり、「同様の事業に関して会社を経営ないし業務に関与されたご経験」について具体的な回答が、対象者株主の皆様が本公開買付けへの応募を判断するために必要とは考えておりません。」（第45～47項の回答ご参照）、「アスリード・キャピタルは対象者による開示情報及び公開買付届出書記載の対象者経営陣との面談等を通じて得た情報以外に判断材料を有しておりません。」（第30項の回答）、と回答しています。

そのようなアスリード・キャピタルが2020年6月の第1回の協議、2020年9月30日

の第2回協議の当社からの説明を聞いただけで、2020年11月26日の第3回協議に、アスリード・キャピタルはMBOによる非公開化を当社に提案し、その際にはMBOによる非公開化の提案資料を作成し持参していました。

a(2)アスリード・キャピタルの提案には、上場しているために当社が企業価値を向上できず、非公開化すれば当社が解決できる課題、非公開化後の当社の企業価値向上の施策等について、具体的な内容が示されておらず、具体的な非公開化の必要性の説明はありません。

a(3)そのような中身の無い貧弱な提案内容にもかかわらず、非公開化の提案を終えるや否や、アスリード・キャピタルへの独占交渉権の付与を求めてきました。

a(4)アスリード・キャピタルからのMBOの提案を、2020年12月3日に当社が断った後も、アスリード・キャピタルは株式を市場から買い集めました。

a(5)2020年12月3日に当社は、アスリード・キャピタルから示された提案では、交渉のテーブルに着くべきか判断するための材料が足りない、と伝えましたが、アスリード・キャピタルからこれに答える材料は提出されませんでした。

a(6)アスリード・キャピタルは2021年4月14日の第5回協議で、当社経営陣からアスリード・キャピタルが十分納得できる方策が提示されることはなかったから、非公開化が必要であると考えて、本公開買付けを実施したと本公開買付け届出書に記しています。しかし同日の第5回協議でアスリード・キャピタルから当社に対し公開買付けの計画について話はありませんでした。

当社が成長投資をしていない、上場したままやりきるんだということであれば、もう一段成長の角度が上がっていくためにやり切れることがないか議論したい、とのアスリード・キャピタルのこれまでの協議での発言を踏まえて、同協議で、当社は、2021年5月公表予定の新中期経営計画では、成長投資などの施策の早期化によりリターン時期を早める努力をし収益の積み上げを図っていく旨、説明しました。石油事業についても石油後に広く使われると見込まれている次世代液体エネルギーへの転換・併用等について説明しました。

a(7)このような当社の積極的な投資方針の説明に対し、同第5回協議で、アスリード・キャピタルが当社に渡した書類には、当社に今後の投資予定はない、投資可能現金が遊休キャッシュになっている、過剰に株主資本を積み上げ長らく1倍を下回る低水準のPBR、低下し続けるROEといった企業価値を減少させる一因となっている、具体的な事業戦略が示せない状況にあれば、バランスシートマネジメントによる資本効率向上策を実施することも選択肢として一般的である、仮に24.3億円を自己株式取得に充てた場合の資本効率の変化が記されていました。

仮に第5回協議において、アスリード・キャピタルが十分納得できる方策が提示されることはなかったから本公開買付けを実施した、とするならば、それは同協議で、当社がアスリード・キャピタルの株式を自己株式取得する、という方策を示さなかったことを指していると考えられます。

A4. 他の参加者の加入を封じるアスリード・キャピタルが利するための非公開化です。

a(1)2020年11月26日の第3回協議で、非公開化の提案の説明を終えると、それと同時にアスリード・キャピタルに独占交渉権を付与するよう要求してきました。

当社が、アスリード・キャピタル以外の者と交渉するのを封じ、アスリード・キャピタルの提示する条件で当社を承諾させよう、という思惑が垣間見られます。

a(2)本件の情報管理の重要性、プロセス管理の厳格化の要請に鑑みて、独占交渉権を付与してくれ、というのがアスリード・キャピタルからの説明でした。

しかし情報管理の重要性のために必要なのは、独占交渉権ではなく、守秘義務契約です。プロセス管理の厳格化と、独占交渉権の付与がどうして関係するのか意味が分かりません。

このような不自然な理由で独占交渉権の付与を求めてきたのは、当社がアスリード・キャピタル以外の者との交渉を封じようとしたものと思われる。

a(3)2021年4月14日第5回協議で、当社から石油にかわる次世代液体エネルギーの話をしました。が、さほど興味を示しませんでした。当社は、新中期経営計画では、投資を前倒しして積極的に実施すると話しました。しかし、前回までは投資がない、と発言していたのに、アスリード・キャピタルから評価する旨の発言はありませんでした。

逆に本公開買付け届出書によれば、この話を聞いて本公開買付けをして非公開化することが必要であるとの判断に至ったとのこと。

新中期経営計画が発表されると、キャッシュを投資に使用する計画が公になり、投資をしないなら株主還元として自己株式取得を求める、というアスリード・キャピタルの主張を今後できなくなる、新中期経営計画の公表で株価が上昇すると公開買付けが成立しなくなる、という懸念から、2021年4月28日に本公開買付けを始めた、と推察されます。

a(4)2021年4月14日第5回協議の終了時に、アスリード・キャピタルは当社に、5月14日の決算発表の後に時間をもらえないか、と要望し、当社が、決算発表にあわせて新中期経営計画の概要についても開示するので、その時であれば可能な限り回答したいと思う、と返すと、アスリード・キャピタルは、よろしくお願ひしたい、と話しました。

このアスリード・キャピタルの発言は、当社が本公開買付けの開始を想定できなかった要因の一つです。

A5. アスリード・キャピタルは当社の主力である石油事業に否定的でありながら、どうするかについて事業方針が不明確です。

当社の主力事業である石油事業は、当社の連結売上高の9割を占め(2021年3月期石油事業セグメント売上高37,969百万円/連結売上高42,391百万円)、当社の連結資産の6割超を占めます(2021年3月期石油事業セグメント資産11,951百万円/連結資産18,013百万円)。

このような主力事業である石油事業にアスリード・キャピタルは否定的な発言をしながら、これに対する代替案は示されません。仕入の約8割を担い当社の物流網を支える

ENEOS との関係断つべきとも伺わせる発言をしています。

脱石油化の流れの中で、石油事業を今後どのように舵を切って、将来に向かっていくかは、当社にとって極めて重大な課題です。石油事業にも、次世代液体エネルギー事業にも知識・経験・ネットワークもないアスリード・キャピタルが、当社の支配権をとり経営に関与すると、石油事業を切り捨て、石油事業から次世代液体エネルギーへの転換を機とした当社の成長の機会も喪失します。

なお、脱石油後のカーボンニュートラル社会に向けた当社の事業方針については、新中期経営計画をご覧ください。

A6. アスリード・キャピタルの関心は当社の現預金です。

37 億円のキャッシュを保有しつつも投資をしていなかった、だから非公開化すれば大胆な投資ができる、といいつつ、同時に、キャッシュの使い道がなくなっている状況、大胆な株主還元を頂かないと困ると言い、24 億円を自己株式取得に充てた場合のシミュレーションを提示し自己株式取得を求めてきており、アスリード・キャピタルの関心は当社の現預金です。

a(1)2020 年 11 月 26 日第 3 回協議において、37 億円のネットキャッシュが手元にあるものの、大胆な成長投資は過去実現してこなかった、キャッシュの使い道はよりなくなってきている、とアスリード・キャピタルは当社に話しました。

a(2)2021 年 3 月 19 日第 4 回協議において、環境事業などコアではない部分は一旦手放して現金を得る、という考えはないか、投資をするあてがあまりないなら、大胆な株主還元を考えて頂かないと我々は困る、配当の株価に対する影響は持続しないので、自社株買いのほうがよい、少しプレミアムがつくような自社株買いが検討に値する、当面そこまで投資が必要ないのであれば大胆な株主還元を考えて頂きたい、とアスリード・キャピタルは当社に話しました。

a(3)2021 年 4 月 14 日第 5 回協議でアスリード・キャピタルが当社に渡した資料には、投資可能資金が遊休キャッシュになっているから、低水準の PBR、ROE の要因となり企業価値を減少させている、と記すとともに、24.3 億円を自己株式取得に充てた場合の試算が記されていました。

A7. 当社が非公開化提案を難しいと回答した以降のアスリード・キャピタルの行動は、事実経緯等を踏まえ以下のおりであると当社は考えます。

a(1)2020 年 11 月 26 日の第 3 回会議で、アスリード・キャピタルは当社に対し、当社の同意を得た非公開化の提案と独占交渉権を要求しましたが、当社は 2020 年 12 月 3 日に難しいと回答しました。

そこでアスリード・キャピタルは、12 月下旬から、当社の同意を得ない公開買付けにより非公開化させる方策について検討を開始し、2021 年 2 月 16 日の取締役会で、当社の同意を得ない公開買付け、すなわち本公開買付けにより当社を非公開化する方針を決めた。その間も並行して、本公開買付けの成立を高めるために、当社株式を買付けた。

そして保有株式数を増やした上で、当社に協議を申し入れ、2021年3月19日の第4回協議で、非公開化を試みるのも検討に値する、非上場化の方がよいという選択肢があれば検討して頂いて、などと当社に非公開化を申し向けたが、当社の反応がなく、2021年4月14日の第5回協議をするも、当社が非公開化に同意する見込みがない、と判断し、かえって間もなく新中期経営計画で資金を積極的に投資する方針を公表すると察し、2021年4月28日に本公開買付けを開始した、と考えるのが、自然で合理的です。

このように、当社の同意を得ない公開買付けという自らの計画を、当社に悟られ、アスリード・キャピタルよりも、よりよい条件の他の買付者等（いわゆるホワイトナイト）を見つけたり、その他本公開買付けへの対応策を準備させないよう、アスリード・キャピタルが行動してきたため、当社は本公開買付けの計画に気づけませんでした。

a(2)なおアスリード・キャピタルの本公開買付け届出書における2020年12月3日に当社が難しいと回答した後のアスリード・キャピタルの説明は、以下のとおりです。

2020年12月3日にこれらの回答を受領した後、MBOによる非公開化については検討を断念したものの、引き続き・・・純投資を目的として市場内取引で対象者株式を取得してきました。・・・

対象者の中長期的な企業価値の向上の実現は、MBOの手法でなくともその他手法による非公開化を行うことで、上場を維持したままよりもより効果的に実現が可能であり・・・2020年12月下旬から、対象者の支配権の取得及び非公開化を目的とする本公開買付けの実施に向けた検討を開始しました。・・・2021年2月16日開催の取締役会にて・・・公開買付者らによる対象者を非公開化することができるまでの株数の取得と、その結果として支配権の取得を目的として本公開買付けを実施する方針としました。・・・対象者経営陣に本四半期決算の内容と今後の経営方針について説明を求める面談を依頼しました。日程の調整の結果、2021年3月19日に対象者経営陣と面談しました。2021年3月19日の面談では、面談時間に限りがあったことから、アスリード・キャピタルからの質問のすべてにはお答え頂くことがなわなかつたため、2021年4月14日に対象者経営陣と再度面談し、今後の企業価値の向上についての対象者経営陣の考え方に関する追加的な説明を受けました。

しかしながら、当該面談では対象者経営陣の考え方を確認したものの、アスリード・キャピタルが十分納得できる方策が提示されることはなかったことから、この度アスリード・キャピタルは、対象者の中長期的な企業価値の向上のためにも、非公開化が必要であると考え、対象者の支配権の取得及び対象者の非公開化を目的として、2021年4月27日本公開買付けを実施することを決定いたしました。

A8. 変更報告書の不提出罪・虚偽記載罪（金融商品取引法197条の2第5号、27条の25第1項違反） に関し捜査が現実化するリスクを抱えています。

a(1)重要提案行為等をするを目的として有することになった場合、当該目的を有することになった日から5営業日以内に、保有目的欄に重要提案行為等と記した変更報告

書を提出しなければなりません（金融商品取引法第 27 条の 25 第 1 項）。重要提案行為等には、上場廃止が列挙されています（金融商品取引法施行令第 14 条の 8 の 2 第 1 項 11 号）。

- a(2)2020 年 11 月 26 日の第 3 回協議で、アスリード・キャピタルから非公開化の提案がありました。したがって当該日から 5 営業日後に変更報告書が提出されていなければなりません。

しかし 2020 年 12 月 18 日変更報告書 No. 5、2021 年 1 月 4 日変更報告書 No. 6、2021 年 1 月 29 日変更報告書 No. 7、2021 年 2 月 4 日変更報告書 No. 8 が提出されていますが、いずれも保有目的欄には、「純投資」とのみ記され、重要提案行為等は記されていません。

そして 2021 年 4 月 28 日に本公開買付けが開始されました。

変更報告書 No. 4 の 2020 年 10 月 7 日の保有株券等の数が 889,800 株、2021 年 4 月 28 日の保有株券等の数が 1,335,500 株であり、この間 445,700 株をアスリード・キャピタルは取得しています。

- a(3)アスリード・キャピタルは本公開買付け開始後の 2021 年 5 月 10 日に変更報告書 No. 9 を提出しました。そこには、2021 年 4 月 27 日に、支配権の取得及び発行者の非公開化を保有目的として有するに至ったと記しますが、これは当社の認識する事実と異なります。

(注) 変更報告書の不提出罪・虚偽記載罪は、5 年以下の懲役もしくは 500 万円以下の罰金又は併科。法人の両罰規定 5 億円以下の罰金。（金融商品取引法 197 条の 2 第 5 号、207 条 1 項 2 号）

このように金融商品取引法に違反していると疑われる者が当社の 100%株主になってしまうと、当社の信用を失います。変更報告書の不提出罪・虚偽記載罪で証券等監視等委員会から捜査が開始されて事件化した場合、当社の信用は完全に失墜し、当社の事業価値が破壊されます。

なお、本日、当社は証券取引等監視委員会に、アスリード・キャピタルの上記変更報告書の不提出罪・虚偽記載罪に関し、調査を始めるように申し入れました。

B 買収防衛策を講じる必要性

- B1. 企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針（経済産業省・法務省）で、以下のとおり定められています。

- b(1)株式会社は、従業員、取引先など様々な利害関係人との関係を尊重しながら企業価値を高め、最終的には株主共同の利益を実現することを目的としている。

買収者が株式を買い集め、^{B2} 多数派株主として自己の利益のみを目的として濫用的な会社運営を行うことは、その株式会社の企業価値を損ない、株主共同の利益を害する。

また買収の態様によっては、^{B3} 株主が株式を売却することを事実上強要され、又は真実の企業価値を反映しない廉価で株式を売却せざるえない状況に置かれることとなり、株主に財産上の損害を生じさせることとなる。

したがって株式会社が特定の株主による支配権の取得について制限を加えることにより、株主共同の利益を確保し、向上させることを内容とする買収防衛策を導入することは株式会社の存立目的に照らし適法かつ合理的である。

b(2)株主共同の利益を確保し、向上させる防衛策の代表的なものとしては次のようなものが考えられる。

株主共同の利益を損なうおそれがある買収の提案であるにもかかわらず、^{B4} 株主が株式を買収者に譲渡するか、保持し続けるかを判断するために十分な情報がないなど、株主が当該提案を判断することが困難な場合に、買収者に情報を提供させたり、あるいは会社が買収者の提示した条件よりも有利な条件をもたらしたりするため、必要な時間と交渉力を確保するための買収防衛策。

下線部 3 か所に該当していると考え理由を以下 B2、B3、B4 で説明します。

B2. アスリード・キャピタルが、多数派株主として自己の利益のみを目的として濫用的な会社運営をし、当社の企業価値を損ない、株主共同の利益を害するおそれがあると考え理由は、以下のとおりです。

b(1)当社の主力事業である石油事業、脱石油後の主力事業と位置付けている次世代液体エネルギーの供給先であり、当社の全国各地への供給を可能にする物流網を支えている ENEOS との良好な信頼関係に問題が生じた場合、当社の企業価値が著しく毀損します。

b(2)アスリード・キャピタルの非公開化の提案内容、非公開化の必要性等の説明は、当社の実情を離れた一般論・抽象論であり、非公開化の必要性とは関連性の薄いものでした。特に当社の売上高の 9 割、資産の 6 割を占める石油事業については否定的な発言をし、また当社仕入の 8 割及び物流機能を担う ENEOS との関係も断ってはどうかと発言する一方、これに替わる改善案・代替案について話はありません。そのためアスリード・キャピタルが支配権を有した後には、石油事業を整理する、あるいは継続したとしても取引先からの信用を失い、毀損するおそれがあります。

b(3)アスリード・キャピタルによる本公開買付けによる非公開化は、当社の企業価値の向上を目的とした非公開化ではなく、非公開化のための非公開化です。アスリード・キャピタルが当社の 100%株主となり当社を支配することが目的です。

b(4)当社がアスリード・キャピタルの条件よりも当社株主様にとって有利な条件を提示する他社を探さないようにするために、アスリード・キャピタルは本公開買付けの計画を隠し密かに準備を進めていました。本公開買付けは、アスリード・キャピタルの利益のための公開買付けであって、その結果公開買付者ら以外の株主様の利益が蔑ろにされます。

b(5)アスリード・キャピタルは当社のキャッシュを自己株式取得に使うように提案してきました。環境事業は売却してはどうか、コア事業以外は売却してはどうか、など事業の現金化に関心が寄せられていました。

アスリード・キャピタルの狙いは、当社のキャッシュであり、自己株式取得で当社のキャッシュを得て、事業は別々に売却する目論見が垣間見られます。

b(6) アスリード・キャピタルは現経営陣による経営を続ける、現経営陣の策定する経営計画を支持する、とのことです。

アスリード・キャピタルの本対質問回答報告書によれば、アスリード・キャピタルには当事業の経験者もいません。

それにもかかわらず、上場維持したままでの事業改革・成長に取り組むという当社経営陣の方針に対し、アスリード・キャピタルはそれと真逆の上場廃止を目的とする本公開買付けを、当社経営陣の同意なく開始しました。今回当社経営陣は本公開買付けに反対する意見を表明しました。

もし本公開買付けが成立し、その後当社経営陣が退任した場合、当社を経営する者がいなくなります。

b(7) 金融商品取引法違反で、アスリード・キャピタルに対し捜査が開始された場合には、当社の信用は喪失します。

B3. 本公開買付けにより、当社株主様が株式を売却することを事実上強要され、又は真実の企業価値を反映しない廉価で株式を売却せざるをえない状況に置かれ、当社株主様に財産上の損失を生じさせるおそれがある、と考える理由は、以下のとおりです。

b(1) 本公開買付価格は当社の企業価値を適正に評価していません。

b① 買収における企業価値の評価方法には、純資産の額を株主価値と評価するネットアセットアプローチ、市場価値を参考に株主価値を評価するマーケットアプローチ、対象会社から期待される利益又はキャッシュフローに基づいて株主価値を評価するインカムアプローチがあり、これらを総合的に評価して企業価値を算定します。

ところが本公開買付価格では、インカムアプローチでの評価が検討されていません。

マーケットアプローチについても市場株価法だけであり、類似会社比較法での評価が検討されていません。

b② インカムアプローチにおいて基礎となる 2021 年 5 月 28 日に公表した 2021 年度からの 3 年間で対象とする新中期経営計画が、買付価格には反映されていません。

したがって仮にアスリード・キャピタルの提案する非公開化をすとしても、通常行われるデューディリジェンスを行い、インカムアプローチでの評価を行えば、本公開買付価格よりも高い買付価格になる可能性があります。

インカムアプローチ及びマーケットアプローチ（類似会社比較法）による外部専門家（太陽グラントソントン・アドバイザーズ株式会社）による評価額は、本公開買付価格を上回っています。

b③ 本公開買付価格は、過去の外部資料のみを基にした簿価純資産価格方式での算定価値を根拠としています。本公開買付届出書に、解散した際に株主に分配される 1 株あたりの財産の価額と等しい水準と記しているのとおり、本公開買付価格は、デューディリジェンスもなく外部資料だけで算定した価格ですので、保守的にアスリード・キャピタルは、当社の企業価値評価額のうちの低い価格を用いたと考えられます。

b(2)本来、以下の選択肢が当社株主様には存在します。

- 甲 本公開買付けの価格で株式を売却する。
- 乙 当社がアスリード・キャピタルと交渉し、本公開買付け価格よりも有利な条件にかえさせた上で株式を売却する。
- 丙 アスリード・キャピタル以外の者も募り、内部資料も提供し新中期経営計画に基づくインカムアプローチでの企業価値も含めて企業価値評価をした参加者から、有利な条件を引き出した上で、株式を売却する。
- 丁 新中期経営計画を遂行し、計画達成により株式市場の支持を得られれば、現状のまま上場を維持し、逆に計画未達で支持を得られず、上記のような株式の売却を選択するほうが株主共同の利益を最大化させるのであれば、その時点で丙を選択する。

このように多数の選択肢がある中で、アスリード・キャピタルが、事前の協議もなく、当社に秘して突然 30 営業日までを買付期限とする本公開買付けを開始したため、上記の乙・丙・丁の選択肢を株主様にお示しできません。このままでは、いずれが株主共同の利益を最大化させるのか検討もできぬまま、本公開買付けの届出期限が到来し甲が実行されてしまいます。

当社としては、アスリード・キャピタルに本公開買付けを撤回してもらい、その上で、アスリード・キャピタルの提案に限らず、その他の提案も含めて比較検討し、各々と条件交渉してより有利な条件を引き出していくと同時に、並行して新中期経営計画を遂行し、これらのうちいずれが株主共同の利益を最大化させるのか比較検討した上で、これらを株主様にご説明し提示していくことこそ、現在の当社が取るべき行動であると考えます。

B4. 株主共同の利益を損なうおそれがある買収の提案であるにもかかわらず、株主が株式を買収者に譲渡するか、保持し続けるかを判断するために十分な情報がないなど、株主が当該提案を判断することが困難な場合に、買収者に情報を提供させたり、あるいは会社が買収者の提示した条件よりも有利な条件をもたらしたりするため、必要な時間と交渉力を確保する必要が、現在の当社には、あると考える理由は以下のとおりです。

当社は本公開買付けが開始されることを知らされず、本公開買付けの目的・条件についても公開買付け届出書で初めて知りましたし、以下の事情等により本公開買付けが開始することを予期できませんでした。そのため当社は、本公開買付け以外の他の選択肢に関する情報を収集し検討する機会を奪われました。

b(1)本公開買付けは当社に知らされることなく開始されました。公開買付者らの本公開買付けの開始の公表をもって、当社ははじめて本公開買付けを知りました。本公開買付け開始時点で本公開買付けの内容について当社が知るところは、本公開買付け届出書の記載事項だけでした。

b(2)本公開買付けが実施されるかもしれないと予期させたのは、公開買付開始日の前日にアスリード・キャピタルから送られてきた書簡が初めてです。

b(3)アスリード・キャピタルの非公開化の提案に対し、当社が、交渉テーブルにつくのに判

断材料が足りない等の理由を伝えて、アスリード・キャピタルの提案を断った後、アスリード・キャピタルから判断を補うための材料の当社への提出はありませんでした。

b(4)アスリード・キャピタルの非公開化の提案に対する当社の難しいとの回答に対し、アスリード・キャピタルからは、了解しました、引き続き株主と発行体という関係で対話をさせていただきたい、との返答でした。

b(5)公開買付開始日までに提出された大量保有報告書および8回の変更報告書すべてにおいて保有目的は「純投資」とのみ記され、「重要提案行為等」は記されていません。

b(6)2021年4月14日第5回協議の終了時に、アスリード・キャピタルから当社に対し、5月14日の決算発表の後に時間をもらえないか、と申し入れがあり、決算発表にあわせて新中期経営計画の概要についても開示するので、その時であれば可能な限り回答したいと思う、と当社が回答すると、アスリード・キャピタルは、宜しくお願ひしたい、と話しました。このように、当社の同意を得ない公開買付けという自らの計画を、当社に悟られないよう、アスリード・キャピタルが行動してきたため、当社は本公開買付けの計画に気づけませんでした。

B5. 新中期経営計画

2021年度から開始する新中期経営計画には、本公開買付け同様の非公開化を含む様々な資本政策の検討と同時に、当社が主体になって業界内の統合提携を進めていくM&Aも盛り込みました。石油から次世代液体エネルギーへの転換において業界再編が起こる可能性が大きく高まります。当社の歴史・実績や、全国各地に行き渡る当社物流網を背景に、当社で手薄となっている点の補完や、他社との重複の解消などを、他社との統合提携で実現していくことを新中期経営計画の柱の一つとしました。詳細は2021年5月28日付け「新中期経営計画」プレスリリースをご覧ください。

これはアスリード・キャピタルをはじめ他者からの資本政策に関する提案を排斥するものではありません。新中期経営計画に基づく統合提携を実現しつつ、並行して他者からの提案があればそれも含め、いずれが当社の企業価値への貢献・株主様の利益に資するかという観点から比較検討します。資本政策においても上場維持したままかあるいは非公開化するか、その後の株主構成はどうするか、なども含め、幅広い可能性を検討していくとともに、相手方とは条件交渉をして、よりよい条件を引き出していきます。相手はファンドに限らず、事業会社も含め、幅広く検討していきます。

そしてこれらの当社の資本政策、M&Aなどを、適切に行っていくことを監督する者として、6月開催の定時株主総会に、これまでの2名の独立社外取締役に加えて、これらの分野において経験・実績を有する方2名を、独立社外取締役候補者として上程いたします。6月の定時株主総会で当社議案が可決されましたら、取締役8名のうち、4名が独立社外取締役となります。

これにより本公開買付けの撤回後も業務執行取締役による恣意的な運用等が起きないと株主の皆様にも確認いただけると存じます。

B6. 結論

当社は、このまま他の選択肢を検討もできぬまま、アスリード・キャピタルの外部資料のみに基づいて算定した純資産価値評価額に基づく買付価格での本公開買付期間を到来させてしまい、本公開買付けへの応募の是非を各株主様の判断に委ねることは、株主共同の利益を最大化させる責務を負う取締役としては、相当でないと考えます。

本公開買付けをしたアスリード・キャピタルの提案も含めて、本公開買付け以外の選択肢を当社が比較検討し、各提案相手と条件交渉して、よりよい条件を引き出すとともに、これと並行して新中期経営計画も遂行し企業価値の向上を実現させ、これらの中から、いずれの選択をとるのが当社の株主共同の利益の最大化に資するのかを検討する時間が必要です。

そのために公開買付者らには本公開買付けを撤回して頂く必要があります。その方策として、買収防衛策の導入と、もし撤回されなかった場合には買収防衛策を発動する必要があると当社取締役会は判断し、決議しました。この当社取締役会の判断に関し、株主の皆様のご意思を確認するために、これらにつき定時株主総会に上程します。

なお、公開買付者らが公開買付期限を定時株主総会開催後に延長しなかった場合は、公開買付者らは、当社株主様の意思を確認する場を奪い、株主共同の利益が毀損されますので、取締役会決議により新株予約権を発行します。

(3) 上場廃止となる見込み及びその事由

当社株式は、本日現在、株式会社東京証券取引所（以下「東京証券取引所」といいます。）市場第一部に上場されております。

本公開買付届出書によれば、以下のとおりとのことです。

公開買付者らは、本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定していないため、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るとのことです。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、本公開買付け成立後に、本公開買付届出書第1の3「(3)本公開買付け成立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るとのことです。上場廃止後は、当社株式を東証一部において取引することはできません。

なお本公開買付けは、本公開買付け成立後、公開買付者らの所有する当社の議決権が、当社の総株主の議決権の3分の2を下回る場合もあり得ますが、その結果、上記「(3)本公開買付け成立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）」に記載した、本臨時株主総会（以下「本臨時株主総会」といいます。）において本株式併合に係る議案の承認を得られない場合が想定されるとのことです。しかし当該承認が得られない場合であっても、アスリード・キャピタルは、当社株式のすべて（但し、公開買付者らが所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得するため、

本臨時株主総会にて否決された非公開化にかかる議案における議決権行使個数に 3 分の 2 を乗じた議決権数に相当する株式数に達するまでの株式を取得するに至るまで、追加取得を行う時点での市場株価を考慮して決定する価格にて、市場内取引、公開買付け以外の市場外買付け（法において認められる場合に限りです。）により、当社株式を追加取得することを予定しているとのことです。公開買付者らが、かかる数の株式を取得した場合、又は本株式併合に係る議案の株主総会での承認が見込まれる数の株式を取得した場合、アスリード・キャピタルは当社に対し、本臨時株主総会の開催を要請する予定とのことです。

なお本公開買付届出書提出日現在、公開買付者らによる当社株式を対象とする追加取得の具体的な時期、及び数量については、決定している事項はありませんが、上記のとおり本臨時株主総会にて否決された非公開化にかかる議案における議決権行使個数に 3 分の 2 を乗じた議決権数に相当する株式数に達するまで、本臨時株主総会以降に追加取得する予定とのことです。

(4) 本公開買付け成立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）

本公開買付届出書によれば、以下のとおりとのことです。

アスリード・キャピタルは、当社の支配権の取得及び当社の非公開化を目的として、公開買付者らの資産の運用として、当社株式を取得することを企図しており、本公開買付届出書第 1 の 3 「(1)本公開買付けの概要」に記載の方針は当社が上場を維持しているか否かで変わりはないことから、買付予定数の上限を設定せずに本公開買付けを実施するとのことです。本公開買付けにおいて当社株式のすべて（但し、公開買付者らが所有する当社株式及び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、公開買付者らが当社株式のすべて（但し、公開買付者らが所有する当社株式及び当社が所有する自己株式を除きます。）を取得することになるように手続きを行うことを予定しているとのことです。

具体的には、本公開買付けが成立したものの、当社株式のすべて（但し、公開買付者らが所有する当社株式及び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、アスリード・キャピタルは会社法（平成 17 年法律第 86 号。その後の改正を含み、以下「会社法」といいます。）第 180 条に基づき当社株式の併合（以下「本株式併合」といいます。）を行うこと及び本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変更を行うことを付議議案に含む当社の臨時株主総会を開催することを、本公開買付けの決済の完了後速やかに当社に要請するとのことです。

なお、アスリード・キャピタルは、本公開買付け成立後、公開買付者らの所有する当社の議決権が当社の総株主の議決権の 3 分の 2 を下回る場合でも本臨時株主総会の開催を要請する予定とのことです。その理由は、当社が 2020 年 7 月 1 日に提出した臨時報告書によれば、直近の当社の定時株主総会における議決権行使比率（注 4）が 70% 程度にとどまっていることや、パッシブ・インデックス運用ファンド（注 5）等、取引条件の適否にかかわらず公開買付けへの応募を行わない方針で当社株式を保有する株

主の存在する可能性を考慮すれば、本公開買付けに応募しなかった株主の中には、本株式併合を行うこと及び本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変更を行うことに係る付議議案に賛成する株主も存在する可能性があることと認識していることが理由とのことです。そのため、本公開買付けに応募しなかった株主の意思を確認するためにも、これらの要請を行うことを予定しているとのことです。

(注 4) 本有価証券報告書によれば 2020 年 6 月開催の第 90 回定時株主総会の基準日における議決権の数は 81,125 個でしたが、2020 年 7 月 1 日付の臨時報告書によれば、実際に行使された議決権の数は全議案平均 54,161 個であり、行使された議決権は議決権の数全体に対して 66.76%に相当します。同様に議決権行使率を算定すると、第 89 回定時株主総会は 77.45%、第 88 回定時株主総会は 67.45%、第 87 回定時株主総会は 67.96%、第 86 回定時株主総会は 69.51%となります。

(注 5) パッシブ・インデックス運用ファンドとは、「株式をはじめとする投資対象資産の市場のベンチマークとなる株価指数等の指数（インデックス）と投資成果が連動することを目的として運用することにより、市場平均並みの収益率を確保することを目指すファンド」を一般的に意味するところ、本書においても同様の意味を持つ用語として使用しております。

本臨時株主総会の開催時期等については、アスリード・キャピタルと当社にて協議の上、決定次第、当社に速やかに公表するように要請するとのことです。なお、アスリード・キャピタルは、本臨時株主総会の開催に向けて当社に協力してもらえよう誠実に説明をする予定とのことです。仮に当社の協力が得られない場合には、やむを得ず、公開買付者らに、会社法第 297 条の規定に基づき、株主としての地位に基づく本臨時株主総会の招集請求手続を実施させる予定とのことです。また、アスリード・キャピタルは、公開買付者らの議決権を行使し、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本株式併合の議案について承認された場合には、本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承認を得られた本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。本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、当社の株主に対して、会社法第 235 条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数（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。以下同じです。）に相当する当社株式を当社又は公開買付者らに売却すること等によって得られる金銭が交付されることになるとのことです。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（公開買付者ら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設定した上で、裁判所に対して任意売却許可の申立てを行うことを当社に要請するとのことです。

本株式併合の割合は、本書提出日現在において未定ですが、公開買付者らのみが当社株式のすべて（公開買付者らが所有する当社株式及び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しなかった当社の株主が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要請することです。なお、本公開買付けの結果、Aslead Strategic Value Fundが所有する当社株式の数と同数以上の当社株式を所有する株主（公開買付者ら及び当社を除きます。）が存在し、又は株式併合の効力発生時点にかかる株主が生じることが見込まれる場合、かかる株主が当社の株主として残存することのないよう、Aslead Strategic Value Fundの所有する当社株式の数も1株に満たない端数となるような株式併合の割合とする予定とのことです。

本株式併合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、本株式併合がなされた場合であって、本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い、所定の条件を充たす場合には、当社の株主は、当社に対し、自己の所有する当社株式のうち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い取れ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の決定の申立てを行うことができる旨が定められているとのことです。上記のとおり、本株式併合においては、本公開買付けに応募されなかった当社の株主（公開買付者ら及び当社を除きます。）が所有する当社株式の数は1株に満たない端数となる予定ですので、本株式併合に反対する当社の株主は、上記申立てを行うことができることになる予定とのことです。

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ないとのことです。

上記の手続については、関係法令についての改正、施行及び当局の解釈等の状況等によっては、実施に時間を要し、又はそれと概ね同等の効果を有するその他の方法に変更する可能性があるとのことです。但し、その場合でも、本公開買付けが成立した場合には、本公開買付けに応募しなかった当社の株主（公開買付者ら及び当社を除きます。）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、本公開買付け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する予定とのことです。もっとも、本株式併合についての株式買取請求に関する価格の決定の申立てがなされた場合において、当社株式の株式買取請求に関する価格は、最終的に裁判所が判断することになるとのことです。

以上の場合における具体的な手続及びその実施時期等について、本公開買付け成立後、アスリード・キャピタルは当社に協議の申入れを行う予定であり、決定次第、当社に速やかに公表するよう要請することです。

なお、本公開買付けへの応募又は上記の手続における税務上の取扱いについては、当社の株主の皆様が自らの責任にて税務専門家にご確認いただきますようお願いすることです。

(5) 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

①本対応方針の導入等

対応方針プレスリリースに記載のとおり、当社取締役会は、同日開催の取締役会において、本対応方針を導入することを決議しております（「本対応方針」は「6. 会社の支配に関する基本方針に係る対応方針」の「(1) 本対応方針の導入及び株主意思確認総会の開催の判断に至った経緯及び理由」に定義しております。）

なお、基本方針、本対応方針の詳細については、対応方針プレスリリースをご参照ください。

また、当社として、当社の企業価値ひいては株主の皆様共同の利益の最大化の観点から、本対応方針を踏まえて、適切な対応を模索した結果、当社第91回定時株主総会において株主意思確認を行うことを決定するに至った経緯については、下記「6. 会社の支配に関する基本方針に係る対応方針」の「(1) 本対応方針の導入及び株主意思確認総会の開催の判断に至った経緯及び理由」をご参照ください。

②独立委員会の設置及び勧告

上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」に記載のとおり、当社は、本公開買付けに対する当社意見表明の公正性・客観性を高め、当社取締役会による恣意的な判断を防止すること等を目的として、当社及び公開買付者らと利害関係を有しない外部の有識者及び当社の業務執行を行う経営陣から独立した独立社外取締役から構成される独立委員会を設置することを決議しております。

なお、2021年5月13日に、当社は下記趣旨の事項（以下「本諮問事項」といいます。）を独立委員会に諮問いたしました。

本公開買付け、ならびに本対応方針に関して。

I. 以下を諮問すること。

- (1) 当社が公開買付者らに対して提供を要請する情報の十分性及び適切性等について検討及び評価すること。
- (2) 公開買付者らが提供する情報の十分性等について調査・検討及び評価すること。
- (3) 公開買付者らによる本対応方針に規定する手続の遵守の有無・その状況について、調査・検討及び評価するとともに、公開買付者らに対して公開買付期間の延長要請を行なうことの是非（要請を行なうべき場合には当社取締役会が延長要請を検討している期間の適切性を含む。）について検討及び評価すること。
- (4) 本公開買付けが、当社の企業価値ひいては株主の共同の利益の最大化を妨げるものでないかについて、調査・検討及び評価すること。
- (5) 以上の調査・検討及び評価を踏まえた上で、株主意思を株主総会で確認することの是非、若しくは、公開買付者らが本対応方針に規定する手続を遵守しないと評価される場合において株主意思を株主総会で確認することを経ずに本対応方針に基づく対抗措置を発動することの是非、又は、その開催・発動に当たって前提

となる条件若しくは手続等について勧告又は意見を行なうこと。

- (6) 以上の他、当社取締役会が判断すべき事項のうち、当社取締役会が独立委員会に随時諮問する事項及び独立委員会が当社取締役会に勧告又は意見すべきと考える事項について、調査・検討・評価及び勧告又は意見を行なうこと。
- II. 諮問時点においては本公開買付けに対する意見の表明を留保し、さらに慎重に評価・検討を行うべく、公開買付者らに対して質問を提示し、当該質問に対する公開買付者らの回答を受領した後に、それを踏まえて当社の賛否の意見を最終的に決定し、表明する予定とすること及びその旨の書簡を公開買付者らに対して提出するとの対応（以下「意見留保等」いいます）。
- III. 会社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針並びに本対応方針を導入すること。

独立委員会は、2021年5月14日に本諮問事項についての審議のうえ、独立委員会の全員一致の意見として、当社取締役会に対し、同日付けで、①意見留保等および基本方針・本対応方針を導入することは、本公開買付けへの対応として適当である旨、②基本方針及び本対応方針を当社が導入・実施し、その一環として各事項について公開買付者らに対して行った質問の回答その他の情報を受領した上で、適宜諮問事項について調査・検討・評価及び勧告又は意見を行なう旨の勧告を行い、当社取締役会は同勧告を受領いたしました。

なお、本対応方針の導入については、監査等委員であるか否かを問わず当社の独立社外取締役2名全員を含む取締役の全員が賛成しております。

独立委員会は2021年5月27日に開催され、公開買付者らから提出された本対質問回答報告書等を踏まえた上で、本諮問事項に関して、本公開買付けに対する当社の意見表明および2021年6月24日開催予定の当社定時株主総会をもって本対応方針に定める株主意思確認総会とすること、公開買付者らに対し2021年6月9日の正午を期限として、公開買付期間終了日を少なくとも2021年6月25日以後に延長することを文書で要請することの是非、並びに当社第91回定時株主総会の招集にあたり、当社取締役会が決定予定の定時株主総会にかかる、開催日時、場所及び目的事項その他株主総会の招集に関する事項並びに株主意思確認総会における付議事項にかかる審議を実施しております。

そして、独立委員会は、2021年5月27日、当社取締役会に対し、独立委員会の全員一致の意見として、本公開買付けに関して、当社取締役会が本公開買付けに対して反対の意見を表明すること、本対応方針に定める株主意思確認総会を開催することは適当である旨の勧告を行いました。

かかる勧告の概要は次のとおりです。

- (i) 当社の反対意見表明に関して
- ✓ 当社取締役会が策定し公表の新中期経営計画は、近時の経営環境の変化等を踏まえ、低収益体質から高収益企業への再生を図るための構造改革や成長投資等を推進するとともに、資本政策についても、必要な財務健全性を維持確保しつつ最大限の株主還

元を企図するものであり、当社の企業価値ないし株主の共同の利益の向上に資するものと認められる。内容面においても、当社事業に関する高度な専門性と深度ある検証に基づき、抜本的な経営改革を志向し、かつ、従前より留保されてきた資金の使途を明確化している等の点において、従前の中期経営計画とは一線を画するものといえる。

- ✓ 他方、本公開買付けに係る公開買付届出書や当社の質問書に対する回答では、公開買付者らは、本公開買付け成立後に当社の支配権を取得する予定ですが、その後の経営方針としては、自らが当社の経営を行うことは考えておらず、株主と経営陣といういわゆる所有と経営の分離の関係性に基づき、経営は経営陣に委ねる方針であり、また今後対象者の経営陣が策定する経営計画を支持する予定であり、これと異なる独自の経営方針又は計画は有しておりませんとのことである。実際、公開買付者らに石油事業の経営に経験を有する方がいらっしゃるようには窺われなかった。これは、新中期経営計画が実施されることを通じて自己の投資に対する収益を期待しているに他なりません。
- ✓ 当社の株主の皆様に対し、多数の選択肢がある中で、いずれが株主共同の利益を最大化させるのか検討を十分に行うだけの情報と時間を株主の皆様が得ることができぬまま、本公開買付けの届出期限が到来し、不安感から、本公開買付けに応募せざるを得ない危険があるが、それは株主の皆様の利益の最大化に反すると考える。
- ✓ 新中期経営計画の実現を前提とすると、本公開買付価格は当社の企業価値を適正に評価していない。本公開買付けは、他の参加者の加入を封じる公開買付者らが利するための、新中期経営計画の実現による当社の企業価値向上により得られる利益を独占するための非公開化であると考え。当社としては、公開買付者らの提案に限らず、その他の提案も含めて比較検討し、各々と条件交渉してより有利な条件を引き出していくと同時に、並行して新中期経営計画を遂行し、これらのうちいずれが株主共同の利益を最大化させるのか比較検討した上で、これらを株主様にご説明し提示していくことこそ、現在の当社が取るべき行動であると考え。
- ✓ さらに、ENEOS は当社の仕入の 8 割を担い、かつ当社は ENEOS の物流網を利用して全国各地のお得意先に当社製品を供給しています。本公開買付けに関して、ENEOS は当社の長期ビジョン実現のための施策の実施による当社の成長を望んでいると伺っている。当社取締役会は、本公開買付けの結果として当社の株主構成や経営体制に変更が生じた場合、当社と ENEOS との良好な関係に影響を及ぼす可能性を危惧している。本リリース(2)②A1.「ENEOS との取引関係への影響」に記載のとおり、ENEOS との信頼関係の維持は、当社が継続企業として存続していくためには必要不可欠であり、本公開買付けは、当社の企業価値を著しく毀損させるおそれがあるという当社取締役

会の懸念は合理的であると考え。

(ii) 本定時株主総会を株主意思確認総会とすることに関して

株主意思確認総会の開催日についても、2021年6月24日開催予定の当社第91回定時株主総会において株主意思確認総会とする理由については合理的であり、株主の皆様において、(a) 本対応方針の導入に対する賛否及び (b) 本対応方針に基づく対抗措置の発動に対する賛否について適切にご判断をいただくための期間を確保しつつ、本公開買付に与える影響を可及的に少なくした相当な期間であると考え。

(iii) 公開買付期間終了日の延長要請について

2021年6月24日開催予定の当社第91回定時株主総会を超える期間まで延長を求めたとしても、本公開買付に与える影響を可及的に少なくした相当な期間であると考え。

また、来月9日を回答期限とする点についても、仮に公開買付者らからの延長の応諾についての回答がなく本公開買付けの延長がなされないことが確定した場合、その後、当社が対抗策を発動するか否かについて独立委員会で審議し、それ受けての取締役会での審議をする時間として、3営業日程度は必要と考えられることから、本公開買付けの終了日までの期間を考慮すると、合理的であると考え。

(iv) 株主意思確認総会の開催日時、場所及び目的事項その他の株主総会の招集に関する事項について

株主総会参考書類には、当社株主が本対応方針の導入及び発動の適切性を判断するために必要な情報が記載されていると認められ、また、株主総会招集通知の発送から定時株主総会の開催日までの間に、当社株主が当該適切性を判断するための熟慮期間が設けられていると認められる。

(v) 株主意思確認総会としての定時株主総会における付議事項について

付議事項のうち第3号議案は、本対応方針の導入の是非を株主意思確認総会に諮るものであり、本対応方針が取締役会の決議に基づき導入されたものであることを踏まえれば、当社株主の意思を改めて確認する趣旨でこのような議案を上程することは適当と考えられる。

付議事項のうち第4号議案は、本公開買付けに先立ち導入・公表された本対応方針の内容に即したものであると認められるとともに、本対応方針において当社取締役会において別途定めることとされ、今般、付議事項の決定に当たり定められた事項についても、不合理な点は認められない。

③ 公開買付期間の延長

当社は公開買付者らに対して、本日付け書簡において、2021年6月9日の正午を期

限として、公開買付期間終了日を少なくとも2021年6月25日以後まで延長することを要請いたしました。

かかる要請に応じて公開買付者らが公開買付期間を延長した場合、株主意思確認総会は公開買付期間中に行われることとなります。

4. 公開買付者らと当社株主・取締役等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

本公開買付届出書によれば、該当事項はありません、とのことです。

5. 公開買付者ら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

(1) 本対応方針の導入及び株主意思確認総会の開催の判断に至った経緯及び理由

公開買付者らは、2021年4月27日付けで本公開買付けを開始することを公表いたしました。本公開買付けは当社には知らされることなく開始されました。公開買付者らの本公開買付けの開始の公表をもって、当社をはじめ本公開買付けについて知りました。本公開買付けの開始時点で本公開買付けの内容について当社が知るところは、本公開買付届出書の記載事項だけでした。

2021年5月7日付け「独立委員会の設置及び独立委員会委員の選任に関するお知らせ」に記載のとおり、当社は、本公開買付けに対する当社意見表明の公正性・客観性を高め、当社取締役会による恣意的な判断を防止すること等を目的として、当社及び公開買付者らと利害関係を有しない外部の有識者及び当社の業務執行を行う経営陣から独立した独立社外取締役から構成される独立委員会を設置しました。

同月13日に本諮問事項を独立委員会に諮問しました。

本公開買付者らは、本公開買付けについて、当社との間で何らの協議を行うことなく準備を行い、本公開買付届出書に記載されている内容では、当社株式の非公開化が当社企業価値の向上になぜなるかといえるのかその根拠、その他非公開化の必要性、本公開買付け成立後の当社の経営方針、本公開買付けの買付価格の算定の基礎、算定の経緯等について、不十分な内容であったこと等に鑑みると、本公開買付けの目的及びその結果が、当社の企業価値ひいては株主の皆様共同の利益の最大化を妨げるようなものであるおそれは否定できないと、当社は認識いたしました。

かかる認識の下、当社取締役会は、公開買付者らが、本公開買付け等を通じて大規模買付行為等に該当する当社株式の大規模取得等を目指すものである場合、また、公開買付者らによる本公開買付けを受け他の当事者による大規模買付行為等が企図されるに至る場合には、当社の企業価値ひいては株主の皆様共同の利益の最大化を妨げる事態が生じないよう、これらの大規模買付行為等が当社の企業価値やその価値の源泉に対してどのような影響を及ぼし得るかについて、株主の皆様が適切にご判断を下すため

の情報と時間を確保するため、かかる大規模買付行為等は、当社取締役会の定める一定の手續に基づいてなされる必要があるとの結論に至りました。

その結果、対応方針プレスリリースに記載のとおり、当社取締役会は、2021年5月24日開催の取締役会において、当社の基本方針に照らして不適切な者によって当社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組み（会社法施行規則第118条第3号ロ（2））として、公開買付者らからの当社株式を対象とする公開買付けがなされている状況下において企図されるに至ることがあり得る他の大規模買付行為等への対応方針（以下「本対応方針」といいます。）を導入することを決議いたしました。

当社は、当社株式に対する大規模な買付行為がなされることを受け入れるか否かの判断については、当社の株式価値ひいては株主の皆様共同の利益の最大化の観点から、最終的には株主の皆様によってなされるべきものと考えており、本対応方針は、本公開買付けや、当該公開買付けがなされている状況下において企図されるに至ることがあり得る他の大規模買付行為等が当社の企業価値やその価値の源泉に対してどのような影響を及ぼし得るかについて、株主の皆様が適切にご判断を下すための十分な情報と熟慮期間を確保し、最終的には、株主総会において株主の皆様の総体的な意思を確認する機会を確保することを目的とするものです。なお、本対応方針の導入にあたっては、上記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(5) 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」の「②独立委員会の設置及び勧告」に記載のとおり、当社取締役会は、当社及び公開買付者らと利害関係を有しない外部の有識者及び当社の業務執行を行う経営陣から独立した独立社外取締役から構成される独立委員会を設置し、当社取締役会による恣意的な判断を防止し、本対応方針の運用の公正性・客観性を一層高めております。

当社としては、本来的には、株主の皆様が適切にご判断を下すための十分な情報と熟慮期間を確保するため、本対応方針の手續が履践された上で本公開買付けが実施されることが当社の企業価値ひいては株主の皆様共同の利益の最大化の観点から必要であったと考えており、本公開買付けの目的及び本公開買付け後の具体的な経営方針に関しては一切事前の通知・連絡もないまま、公開買付者らが本公開買付けを開始したことについては誠に遺憾であると考えております。

同時に、本公開買付けが現実開始された状況において、本公開買付けに対して、本対応方針の趣旨を踏まえて、当社の企業価値ひいては株主の皆様共同の利益の最大化の観点から、引き続き適切な対応を模索してまいりました。

その結果、当社取締役会における本公開買付けに係る今後の評価・検討の結果、当社取締役会が本公開買付けに反対の立場をとり、これに対して対抗措置を発動すべきであると考えられる場合には、(a) 本対応方針の導入に対する賛否及び (b) 本対応方針に基づく対抗措置の発動に関する議案に対する賛否について株主の皆様の意思を確認する

株主意思確認総会を開催することは、本対応方針の趣旨に合致するものであると考えるに至り、上記 (a) 及び (b) について株主の皆様意思を確認するべく、2021 年 6 月 24 日開催予定の当社第 91 回定時株主総会をもって株主意思確認総会にすることとし、同定時総会に上記 (a) 及び (b) を議案として上程することを、本日当社取締役会で決議いたしました。当社第 91 回定時株主総会に上程する同議案の内容その他詳細については、別途、お知らせいたします。

なお、株主意思確認総会の開催日については、対抗措置の発動の是非を検討する前提となる本公開買付けについての評価・検討のための期間や、株主の皆様において、(a) 本対応方針の導入に対する賛否及び (b) 本対応方針に基づく対抗措置の発動に対する賛否について適切にご判断をいただくためには、十分な情報と熟慮期間の確保が必要であること、他方で公開買付け期間は 2021 年 6 月 14 日までとされており、延長による本公開買付けへの影響も可及的に少なくする必要があること、これらを考慮した上で、2021 年 6 月 24 日開催予定の当社第 91 回定時株主総会をもって株主意思確認総会とすることが、相当であると判断しました。

株主意思確認総会の開催日である 2021 年 6 月 24 日は、本公開買付けの開始日を起算日として 58 日目にあたります。独立委員会及び取締役会が発動の是非を判断する一般的な事前警告型買収防衛策においても、発動の是非を判断するために必要な情報を収集する期間として 60 日、発動の是非を検討するための期間として 90 日の合計 150 日以上の期間が確保される事例が多く、同開催日の 6 月 24 日は本公開買付けの開始日を起算日として 58 日目にあたりますので、これらの期間より短く、公開買付けに与える影響を可及的に少なくした相当な期間であると考えております。

なお、上記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(5) 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」の「②独立委員会の設置及び勧告」に記載のとおり、当社取締役会は、2021 年 5 月 27 日に、独立委員会より、独立委員会の全員一致の意見として、本公開買付けは、当社の企業価値ひいては株主の皆様共同の利益の最大化を妨げるものであることから、当社取締役会が本公開買付けに対して反対の意見を表明すること、2021 年 6 月 24 日開催予定の当社第 91 回定時株主総会をもって本対応方針に定める株主意思確認総会とすることは適当である旨の勧告を受けております。

(2) 株主意思確認総会における決議事項及びその決議要件等

以下は、株主意思確認総会における決議事項及びその決議要件等について、記載しております。

① 株主意思確認総会における決議事項

株主意思確認総会における決議事項は、(a) 本対応方針の導入に関する承認議案及び (b) 本対応方針に基づく対抗措置の発動に関する承認議案とします。

(a) 本対応方針の導入に関する承認の件

対応方針プレスリリースにてお知らせいたしましたように、当社は、本公開買付けを受け、本公開買付けや、当該公開買付けがなされている状況下において企図されるに至ることがあり得る他の大規模買付行為等への対応方針として、2021年5月24日に本対応方針の導入を当社取締役会で決議しております。

株主意思確認総会においては、本対応方針の導入について、株主の皆様へ賛否をお諮りすることを予定しております。本対応方針の詳細については、対応方針プレスリリースをご参照ください。

(b) 本対応方針に基づく対抗措置の発動に関する承認の件

上記「(1) 本対応方針の導入及び株主意思確認総会の開催の判断に至った経緯及び理由」に記載のとおり、当社取締役会は、本公開買付けに反対の立場をとることを決議しました。そして本公開買付けに対して本対応方針に基づく対抗措置を発動すべきと結論づけたことから、かかる対抗措置の発動について、株主の皆様へ賛否をお諮りすることとしました。なお、対抗措置の概要については、対応方針プレスリリースをご参照ください。

② 株主意思確認総会における決議事項の決議要件

株主意思確認総会については、(a) 本対応方針の導入に関する承認議案及び (b) 本対応方針に基づく対抗措置の発動に関する承認議案のいずれの決議事項についても、決議要件を普通決議とすることを予定しております。決議要件を普通決議とする予定である理由は、以下のとおりです。

- (i) 支配株主の異動をもたらす募集株式の発行等の場面において、株主総会決議が必要となる場合にも、その決議要件は普通決議であることから（会社法第206条の2第5項）、同様に、株式の買集めによる支配権取得においても、株主総会の普通決議によって株主意思を問うのが合理的であること。
- (ii) 株主総会における賛成が過半数を超える場合に、当該過半数の意思を考慮しない実質的根拠がないこと。
- (iii) ブルドックソース事件最高裁決定（最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁）においても、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、株式会社の企業価値がき損され、株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、株主総会における株主自身の判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである。」と判示しており、「株主総会における株主自身の判断」の決議要件について（特別決議が必要である等の）特段の言及をしていないことからすれば、ブルドックソース事件最高裁決定は、株主総会については、普通決議を前提としていると読むことが合理的であること。

③ 今後の手続等

当社は公開買付者らに対して、本日付け書簡において、2021年6月9日の正午を期限として、公開買付期間終了日を少なくとも2021年6月25日以後まで延長することを要請いたしました。当社の今後の対応は、公開買付者らがかかる当社の要請に対して、どのように対応するかによって、大要、以下の2つのシナリオが存在いたします。

(i) 公開買付者らが2021年6月9日の正午までに、公開買付期間終了日を2021年6月25日以後に延長した場合

株主意思確認総会において、株主の皆様が、(a) 本対応方針の導入に関する承認議案及び(b) 本対応方針に基づく対抗措置の発動に関する承認議案のいずれも承認可決された場合には、当社取締役会は、かかる株主の皆様のご意思に従い、独立委員会の意見を最大限尊重した上で、対抗措置を発動いたします。これに対し、上記いずれかの議案が承認されなかった場合には、当社取締役会は、株主の皆様のご意思に従い、対抗措置を発動いたしません。

なお、対抗措置を発動した後、公開買付者らによって本公開買付けが撤回された場合又は本公開買付けに応じて売付け等の申込みがなされた当社株式の総数が買付予定数の下限1,853,100株を満たさず本公開買付けが不成立となった場合において、対抗措置の発動の必要性がなくなったと判断したときは、当社取締役会は、独立委員会の意見を最大限尊重した上で、対抗措置としての差別的行使条件等及び取得条項等が付された新株予約権の無償割当てを中止することを予定しております。

(ii) 公開買付者らが2021年6月9日の正午までに、公開買付期間終了日を2021年6月25日以後に延長しなかった場合

公開買付者らが公開買付期間終了日を2021年6月25日以後に延長しなかった場合は、2021年6月24日の株主意思確認総会の開催日又はそれ以前に本公開買付けが終了することになります。この場合、大規模買付行為等がなされることを受け入れるか否かに関し、大規模買付者から開示される情報に基づき株主の皆様が熟慮されるために必要な時間を確保できず、また、株主の皆様のご意思を事前に確認する機会を確保することもできないことから、かかる場合には、当社取締役会は、独立委員会の意見を最大限尊重した上で、株主意思確認総会を経ることなく、特段の事由がない限り、対抗措置を発動いたします。

但し、この場合においても、当社は、対抗措置の発動後ではありますが、2021年6月24日に株主意思確認総会を開催いたします。この場合においては、(a) 本対応方針の導入に関する承認議案のみならず、(b) 本対応方針に基づく対抗措置の発動に関する承認議案についても、当社取締役会の決定を、株主の皆様にご事後的にお諮りすることになります。

株主意思確認総会において、(a) 本対応方針の導入に関する承認議案及び(b) 本対応方針に基づく対抗措置の発動に関する承認議案のいずれも承認可決された場合には、

当社取締役会は、かかる株主の皆様のご意思に従い、発動した対抗措置を維持いたします。

逆に、同株主意思確認総会において、(a) 本対応方針の導入に関する承認議案及び(b) 本対応方針に基づく対抗措置の発動に関する承認議案のいずれか一つでも承認可決されなかった場合には、対抗措置としての差別的行使条件等及び取得条項等が付された新株予約権の無償割当てを中止します。なお新株予約権無償割当ての効力発生日は同株主意思確認総会后に設定します。

また、対抗措置を発動した後、公開買付者らによって本公開買付けが撤回された場合又は、本公開買付けに応じて売付け等の申込みがなされた当社株式の総数が買付予定数の下限 1,853,100 株を満たさず本公開買付けが不成立となった場合において、対抗措置の発動の必要性がなくなったと判断したときには、対抗措置としての差別的行使条件等及び取得条項等が付された新株予約権の無償割当てを中止することを予定していることは、上記「(i) 公開買付者らが 2021 年 6 月 9 日の正午までに、公開買付期間終了日を 2021 年 6 月 25 日以後に延長した場合」と同様です。

7. 公開買付者らに対する質問

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。

但し、上記「3. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(5) 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」の「③公開買付期間の延長」に記載のとおり、当社は公開買付者らに対して、本日付け書簡において、2021 年 6 月 9 日の正午を期限として、公開買付期間終了日を少なくとも 2021 年 6 月 25 日以後まで延長することを要請いたしました。

公開買付者らがこの要請に応じた場合、本公開買付けにおける公開買付期間は、最短で 2021 年 6 月 25 日(金曜日)まで(39 営業日)となります。

以上

アスリード・キャピタルの発言概要その他経緯等

(1) 第 1 回協議 2020 年 6 月 3 日

- #1 アスリード・キャピタルから機関投資家として面会申し入れがあり応じました。
- #2 2019 年 11 月にシンガポールで設立されたファンドであり、事業開始に向けて現地当局に許可申請を行っており、割安株や株価の上昇が期待できる日本の中小型株を投資対象に考えている、株式の取得後は、企業価値向上に向けた支援や提案を 2~3 年程度で行い、株価が上昇した時点で投資回収するとの自己紹介、今回の訪問の趣旨は、ファンドの運用開始に向けた投資先の選定のため、面談を通じて当社事業内容の理解を深めたいとの説明があり、当社グループの事業内容、事業環境、業況、今後の事業展開、株主還元方針などについての質疑応答をしました。

(2) 大量保有報告書によれば、2020 年 8 月 7 日アスリード・キャピタルは当社株式をはじめて取得しました。市場外取引で 391,900 株です。

(3) 2020 年 8 月 21 日にアスリード・キャピタルから大量保有報告書が提出され、保有目的は「純投資」と記されていました。その後、同年 8 月 27 日に変更報告書 No. 1 が、同年 9 月 4 日に変更報告書 No. 2 が、同年 9 月 11 日に変更報告書 No. 3 が、いずれも保有目的は「純投資」と記されていました。変更報告書 No. 3 の 2020 年 9 月 4 日の保有株券等の数は 741,100 株です。

(4) 第 2 回協議 2020 年 9 月 30 日

- #3 足元の状況、石油事業、ホームエネルギー事業、レンタル事業、環境関連事業各々についての見通しや、計画の進捗状況、重要視している経営指標、物流面の他社よりも有利な点、太陽光発電事業の当社にとっての意義、投資方針、ENEOS との関係性、事業シナジーの内容についてアスリード・キャピタルから質問があり、当社が説明しました。
- #4 アスリード・キャピタルから、我々もこの業界素人でございますので、との自己紹介があったので、当社からは丁寧に説明しました。
- #5 その際、アスリード・キャピタルからは、ENEOS と関係が深いのでイニシアチブをとってやるとよいではないか。逆にあまり役に立たないならば、違うパートナーを探してみるとか、親会社としての呪縛みたいなものに囚われているみたいなものがあるならば、当社にとって好ましくない。

(5) 2020 年 10 月 14 日に変更報告書 No. 4 が提出されましたが、保有目的は「純投資」と記されていました。変更報告書 No. 4 の 2020 年 10 月 7 日の保有株券等の数は 889,800 株です。

- (6) 公開買付届出書によれば、2020年11月19日にアスリード・キャピタルは、ENEOSホールディングスに対して、所有する当社株式の取得に強い関心を有している旨の意向表明を行ったとのこと。

(7) 第3回協議 2020年11月26日

この協議では、アスリード・キャピタルの運用するファンドをスポンサーとしたマネジメント・バイアウト（以下「MBO」といいます）による非公開化の提案が当社に対しありました。

- #6 戦略的な方向性ということで、ご提案をさせていただきたい。
- #7 経営の支援についても単純に株主、経営陣という関係性だけではなく、いろんな形で支援させていただく体制がある。それを補強する意味も踏まえて、重鎮の御三方に顧問になっていただいている。元通産省で通商産業審議官を務められた坂本吉弘さん（1962年通産省入省）、元大蔵省の国際金融局長をやられ、UBSの日本代表をやられた江澤雄一さん（1962年大蔵省入省）、元三菱東京UFJ銀行副頭取をやられた金成憲道さん（1970年旧東京銀行入行）。
- #8 EBITDA バリュエーションでみると、足元でも3.7倍なので今の水準でも低い。
- #9 類似業種のバリュエーションと比べても、どの指標をとっても御社は比較的安い。
- #10 ホームエネルギー事業とレンタル事業は、この5、6年で立ち上がり、安定的に利益額が増えて安定しているが、一方で石油事業がこの15年間の推移を並べると、どんどん苦しくなっているように見える。
- #11 石油製品の市場はおおむね横ばいから漸進的に縮小基調であり、同業他社との競合環境もある中、既存の事業ドメインでは、なかなか今後大きな成長余地が限定的である。
- #12 ENEOSホールディングスの上場関連会社であったというのが、ある意味大胆な投資を実行したり、あるいは既存の事業ドメインを超えた事業展開といった成長を模索する動機づけがあまり強く働いてこなかったのではないかと。
- #13 新規事業を今後取り組まれるにしても、柱として育てるには、かなり中長期的な視野が必要ではないか。今、作られている次の中期経営計画の3年間で実が実るような話になるのか。
- #14 かたや37億円のネットキャッシュが手元にあるものの、大胆な成長投資は過去実現してこなかった。
- #15 キャッシュの使い道っていうのは、よりなくなってきたしまっている。
- #16 論点として伺いたいのは、上場したままでよいのか、という点。上場したままで結果ができるまで時間がかかる経営戦略の実行は難しい。時間のかかる事業構造改革であったり、経営戦略の大きな修正、新たな成長戦略の構築、こうしたことは資本市場からの評価は得づらい。
- #17 目先の利益を高め続けることが、近視眼的な株主から要求される。上場会社なので、例えば新規事業を作るのに数年かかるとか、目が出るまでに数年かかるような大胆な新たな投資は、上場会社ではなかなか評価されない。

- #18 ENEOS の関連会社であるっていうことで、大胆な事業成長への動機づけが薄くなっている可能性があるのであれば、ENEOS から資本面でも独立するっていうのも一考なのかなと思います。
- #19 本当に M&A も含め新たな事業展開をするにあたり、事業の新たな柱を育てるにあたってリソース、ノウハウは十分にあるのか、そうしたことを効率的に行っている経営体制は十分にあるのか。
- #20 上場会社として内包するしがらみであったり、資本市場の短期的な成長への圧力等から解放され、フリーハンドで事業伸長をサポートするスポンサーを見つけるみたいなことは意義あるのではないか。
- #21 市場の雑音を排して中長期的な経営戦略を実行するために非公開化を行うことを提案したいと思っている。
- #22 私であったり、顧問であったり、ネットワークであったり、事業投資のノウハウを活用していただいて、拡販であったり、アライアンスの拡大、あるいは国内企業のビルドアップ投資の推進、国内外の M&A の実行、こうしたことを支援させていただくことも可能である。
- #23 我々が仮に非公開化のスポンサーになるのであれば、その後例えば御社が持っているネットキャッシュの金額に関係なく、例えば追加で 100 億の買収をしたいんだとか、あるいは 200 億の買収をしたいんだみたいな話があったとしても、我々はファンドから別途資金を出させて頂いて、そうした買収を支援することも可能である。
- #24 上場会社ですとなかなか導入が通常できないインセンティブスキームの大胆な導入であったり、職域の人員を外部からリクルートしてきたり、あるいはその経営管理体制を、そういう事業投資でフルにデューデリジェンスをやったうえで投資するみたいなことも、過去個人の経験としては、かなりやっているので、こういう経営管理体制を高度化、洗練化するお手伝いも得意分野である。
- #25 こうしたことを通じて、非公開化をしながらも、持続的に成長していける新たな事業の柱を複数要する企業になり、既存の事業ドメインにおいても事業拡大、改善を追求し、リーディングプレイヤーとしての地位を確立する。
- #26 上場維持したままでは難しい経営課題の解決をこうした形で支援させていただく。
- #27 アスリード・キャピタルは通常のプライベートエクイティファンドと違いますので、定期的な配当収入さえあれば、永久に保有することも可能である。
- #28 こうしたことがそもそも可能性としてご検討いただけるものか、そうでないものかまらず教えていただければと思っている。
- #29 仮に検討が可能だと、一定期間弊社へ、独占交渉権を頂いて、その間一緒になって進め方について議論させて頂ければと思います。
- #30 我々も本心で、御社が果たして上場している意味があるのだろうか、というのは、悩ましい状況にあるのではないかと考えております。

(8) 第3回協議 2020年11月26日でアスリード・キャピタルから当社に交付されたディスク
ッションマテリアルの名称の付された文書には、以下の記載がありました。

#31 貴社が上場を維持した体制においては、事業展開においていくつかの潜在的な課題が存在する。

#32 上場を維持した体制において内包される課題として

- ・ 貴社事業は安定的である一方、石油製品の市場はおおむね横ばいから漸進的縮小基調であり、同業他社との競争環境もある中で、既存の事業ドメインでの今後の大きな成長の余地は限定的か。
- ・ ENEOSの上場関連会社として、大規模な投資実行、既存事業ドメインを超えた事業展開といった成長の動機づけがこれまで薄く、市場並みの事業成長にとどまっていた可能性。
- ・ 結果として新たな事業の柱を模索しつつも確たる施策は打ててこなかった。仮に新規事業に取り組むにしても、柱として育てるには中長期的視野が必要。次の中期経営計画では難しい。
- ・ 37億円のネットキャッシュを保有しつつも、大胆な成長投資が実現できてこなかった。
- ・ 事前の策として太陽光事業への投資を行っているものの、太陽光投資としては純粋な金融投資として行っているだけであり、反復継続して展開していく事業ではないという位置づけ。利回りの高い太陽光プロジェクトも減っている中、キャッシュの使い道がよりなくなっている状況。

#33 貴社の今後の成長に向けて取り組むべき施策・論点

- ・ 上場したままでは、結果が出るまでに時間のかかる経営戦略の実行などは難しい。結果が出るまでに時間のかかる事業構造改革や、経営戦略の大きな修正、新たな成長戦略の構築などは、資本市場からは評価を得づらく、目先の利益を高め続けることが近視眼的な株主から要求される上場会社では難しい。
- ・ ENEOSの関連会社であることで、大胆な事業成長への動機づけが薄くなっている可能性もあるのであれば、ENEOSから資本面で独立することも一考
- ・ M&Aも含め、新たな事業展開に向けたリソースやノウハウが不足している可能性。新規事業や M&A 活動を効率的に行っていくための必要な経営体制は必ずしも十全とは言えない可能性。
- ・ 今後は上場企業として内包するしがらみ、資本市場からの短期的な成長への圧力等から解放され、フリーハンドでの事業伸長をサポートするスポンサーを自ら見つける必要があるのではないか。

#34 市場の雑音を排して、中長期的な経営戦略を実行するために非公開化を行うことをご提案

#35 MB0の提案。非公開化を行い、アスリード・キャピタルとの共同で取り組ませて頂くことで、上場維持のままでは難しい経営課題の解決と、貴社の更なる飛躍に向けたご支援が可能です。またアスリード・キャピタルは定期的な配当収入さえあれば、永久に保有し続けることも可能です。

#36 今後の成長に向けて取り組むべき経営課題

- ・更なる事業成長に向けた、大胆な成長投資や、国内外含む関連事業分野への展開
- ・新たな事業展開と、それに向けたリソースやノウハウの確保
- ・M&A を実行する上で必要となる事業の目利き、シナジーの創出可能性の試算、実行後の PMI（ポスト・マージ・インテグレーション）の設計ノウハウの獲得
- ・新事業展開や M&A 活動を効率的に行っていくための必要な経営体制の構築

#37 MBO を通じたアスリード・キャピタルとの協業によって創出しうる付加価値

- ・アスリード・キャピタルのネットワークと事業投資で培われたノウハウを活用し、拡販・アライアンスの拡大、国内企業のビルドアップ投資の推進、国内外での大型 M&A といった成長戦略の検討・実行
- ・買収による事業ドメインの拡大に際しては、予算を設けず、メイクセンスする案件であれば、アスリードとして追加買収資金の提供も可能（及び M&A のエクゼキューションサポート）
- ・適切なインセンティブスキームの導入と足りない経営陣や機能を担う幹部人員をリクルート（及び人材育成のナレッジの提供）
 - ・多面的な効率的機能別の管理体制構築（販売、調達、生産、物流、研究開発等）、事業課題の定常的な洗い出しと改善の PDCA サイクル構築、財務・総務などを含め洗練された盤石な経営管理体制の構築等を支援。経営課題・KPI を見える化し、経営課題の優先順位をつけられるような高度な経営管理体制構築をご支援

#38 将来の姿

- ・持続的に成長していける新たな事業の柱を複数要する企業に
- ・既存の事業ドメインにおいても、事業拡大と改善を追及し、関連バリューチェーンを取り込んだリーディングプレイヤーとしての地位を確立
- ・オーガニックグロスだけに留まらない貴社の次のステージに向けた成長を実現

#39 アスリード・キャピタルの経営支援領域

- ・IR・SR 活動のサポート
- ・経営陣・幹部社員の補強
- ・経営戦略の再構築
- ・経営戦略の実行支援
- ・ガバナンス強化
- ・グローバルサポート
- ・M&A の支援

#40 ネクストステップ

今後の進め方と致しまして、まず本非公開化のご提案につき、12月3日18時までに、そもそもご検討の俎上に乗りうるかご教示頂きたく存じます。

検討が可能ということでしたら、本件の情報管理の重要性、プロセスの管理の厳格化の要請に鑑みまして、本検討に関して一定期間弊社への独占交渉権を付与頂きたいと存じます。

(9) 公開買付届出書によれば、2020年12月3日、ENEOSホールディングスから、アスリード・キャピタルに対する ENEOS ホールディングスの所有する当社株式の売却については、見送る旨の回答を受領したとのことです。

(10) 2020年12月3日に、当社はアスリード・キャピタルに、11月26日に頂いた提案について、以下のとおり回答しました。

#41 以下の理由からこのまま交渉に移行することは難しいと考えると回答しました。

- アスリード・キャピタルの提案において、アスリード・キャピタルの立ち位置が不明確と思われます。
- アスリード・キャピタルの提案からは、アスリード・キャピタルと当社がどのような立場で何を交渉する想定なのかを具体的に読み取ることができません。交渉のテーブルに着くべきかを判断するための材料が足りないように思われます。
- 仮に交渉のテーブルに着くとしても、貴社に限定して支援を依頼することの妥当性を見出すことは難しいと考えます。今の段階で独占交渉権を付与することは、通常ではないのではないかと思料します。

#42 当社としては、今後の経営戦略についてあらゆる可能性を考慮して検討していく所存であり、MBO実施の可能性までを否定するものではありませんが、上場による対外的な信用は販売政策等の重要な要素であると考えますので、現時点においては上場維持の基本的姿勢をもちつつ、その中で成長を図っていきたくと考えております。

#43 当社の現在までの成長投資が十分でないのご指摘を頂戴しておりますが、上場していることが原因で、弊社の長期的展望に基づく取組みが阻害されていたわけではないことをお伝えします。これまで適切な投資案件の探索活動を行いながらも、国内のエネルギー需給展望が不透明な中で、その実現までは上手く到達できていなかったというところが実情でございます。従いまして、上場廃止⇒MBOが成長投資の実行に直接的な繋がりを持つわけではなく、上場を維持しながらその中でこれに取り組む方針で臨んでおります。

#44 当社といたしましても、企業価値を向上させ、株価を上昇させる取組みが必要であることは十分認識しており、とるべき方向性については貴社の意見と変わらないと考えております。

#45 現時点において、国内のエネルギー需給展望の不透明な状況が解消されたわけではございませんが、その方向性は時間の経過とともに徐々に定まっていくものと考えられますので、株主の皆様との対話をきちんとしながら成長投資を進めていきたい所存です。

(11) これに対し 2020年12月7日、アスリード・キャピタルから当社に対し、以下のとおり返答がありました。

貴社としては現時点では上場を維持しつつ成長を図っていく意向であるとのこと了解

しました。そうであれば、引き続き株主と発行体という関係で改めて今後も企業価値向上に向けた対話をさせていただきたい、と思います。

株主としてはできるだけ早期に貴社の企業価値向上に向けて、限られた資産を最大限に有効活用する次期中期経営計画の発表を期待しております。

(12)公開買付届出書によれば、アスリード・キャピタルは対象者の中長期的な企業価値向上の実現は、MBOの手法でなくともその他手法による非公開化を行うことで、上場を維持したままより効果的に実現が可能であり、企業価値向上が実現された際の公開買付者らの値上がり益及び配当益の最大化という点では合理的であると考え、2020年12月下旬から、当社の支配権の取得及び非公開化を目的とする本公開買付けの実施に向けた検討を開始した、とのことです。

(13)公開買付届出書によれば、アスリード・キャピタルは2021年2月16日開催の取締役会にて、中長期的な当社の企業価値の向上が実現された際の値上がり益及び配当益を得るため可能な限り多くの当社株式を一定価格で取得するためには、公開買付けにより買い付けることが合理的であり、またすでに公開買付者らが当社株式を所有していること、公開買付者らにおいては、本公開買付けに際して、外部の金融機関からの借入を必要とせず、公開買付者らの資金だけで、本公開買付けの全額を賄えるため、公開買付者らを公開買付者とするのが合理的であると判断し、公開買付者らによる当社を非公開化することができるまでの株数の取得と、その結果として支配権の取得を目的として、本公開買付けを実施する方針としました、とのことです。

(14)2020年12月18日に変更報告書No.5が、2021年1月4日に変更報告書No.6が、同年1月29日に変更報告書No.7が、同年2月4日に変更報告書No.8が提出されましたが、いずれも保有目的は「純投資」と記されていました。変更報告書No.8の2021年1月28日の保有株券等の数は1,296,500株です。

(15)第4回協議 2021年3月19日

アスリード・キャピタルから以下の発言がありました。

#46 売上の大半が石油事業の割には、規模として考えると利益が出てない。石油事業がメイン事業というには残念な状態が続いている。このまま営業利益が出ても1~2億だと、投資効率として考えると果たしてよいのか、石油事業をどうしようとしているのか。

#47 ENEOSの当社に対する意向と、当社の事業戦略を考えた時に、ENEOSとの関係があるからこそ、自由度が奪われてしまっているみたいなことはないですか。

#48 選択と集中という意味では、下流の事業に積極的にアクセルを踏みこんでいく中で、コアではない部分に関しては、いったん手放して、その現金をこちらの下流の新規事業に再投資していく考えはありませんか。

#49 我々も中長期的に基本的なスタンスとしては保有して、経営陣のみなさんの施策を支

援していきたいと思っているものの、一方で株価があがらないと、それはそれで我々としても困るので、企業価値の向上のペースが時間がかかりそうだというのであれば、非公開化を試みるのも検討に値すると思う。

- #50 御社は資本効率がよくない。投資をするあてがあまりないという点、株価にとってはネガティブな状況が続く。大胆な成長が期待できるのであれば、ぜひ手持ちのキャッシュは使っていただきたいと思うし、そうでないならば、逆に大胆な株主還元を考えて頂かないと、我々としても困る。
- #51 配当というワンオフで出てしまっていて、株価に対する影響は持続しないと思う。やるのであれば自社株買いのほうが本当はよい。自社株買いはどうしてもディスカウントで自社株買いが一般なので、やるなら少しプレミアムがつくような自社株買いが検討に値する。
- #52 当面そこまで投資が必要ないのであれば、株主還元を考えるのであれば、大胆なものを考えて頂きたい。我々としても、いくつかのシナリオのバランスで、いろいろ皆さんと考えをめぐらし、そこまで成長しないのであれば、非公開化もアイデアと思いますし、もっと頑張れるというのであれば、それは結構だし、あるいは一旦大胆な株主還元をするのもアイデアとしてある。
- #53 仮に踏み込むのであれば、大鉈を振るっていただいてグッと踏み込んで、そのために非上場化した方がいいという選択肢があるのであれば、それも検討していただいた上で、時間軸をグッと縮めた上で、成長を高めていくためにはどれが最適な選択肢なのか、できればもう一度考えていただくことはできないか。
- #54 御社が変わるんだという意識と、変わっていけるんだという期待値を外の資本市場に向けて明確に打ち出して頂きたい。仮にその中で選択肢の一つで上場したままでは難しいという判断であれば、非公開化も選択肢だと思う。いや上場したままやりきるんだ、ということであれば、次回のミーティングで伺い、もう一段成長の角度が上がっていくために何かもう少しやり切れることがあるかみたいなことを一度議論できないか。

(16) 第5回協議 2021年4月14日

(a). 当社から以下の話をしました。

- #55 投資時期の早期化によりリターン時期を早める努力をして、その収益の積み上げを図った。
- #56 川下の事業については、自助努力でできる部分は最大限早め、他社とのアライアンスやM&Aも可能な範囲内で早める努力をしたということである。
- #57 当社のROEは現状5%で内外であり、これを高めていく努力は必要と思っている。新中計の最終年度にはROEも向上させる計画であり、その努力を継続して将来的には、さらに高いROEに到達できると考えている。
- #58 ホームエネルギー事業、レンタル事業については、今までの倍ぐらいのスピードで拡大を図っていく。
- #59 新規事業や石油事業の下流側に積極投資をしながら、有効に資本を使っていきたい、そ

の結果として資本効率があがっていけばありがたい。

- #60 当社本体においては、今まで投資を控えていた部分があるので、富士ホームエナジー、富士レンタルと同じ考え方で、投資採算性の高い案件に投資していくことが最終的に株主の負託に応えることになると思う。
- #61 石油の需要が減っているだけであり、エネルギー全体の需要が減っているわけではないので、将来的に合成燃料やバイオ燃料の時代になれば、今ほどの大きな需要減はないと思う。
- #62 日本の車両のすべてが電気自動車に代わると全体の電気が不足してしまうので、非現実的である。逆に言うと、新しい液体燃料の時代が到来しないと全体が立ち行かなくなる。新しい液体燃料の時代が来た際には、今のガソリン車を少し改良すれば走れるようになり、そちら側に引き寄せられる形で、自動車、トラックの燃料、暖房用の燃料が移行していくと考えられるので、新しい液体燃料を扱う会社の将来はそれほど悲惨ではない。
- #63 2030年くらいになったときに、水素又は電気単独ですべてを満たすことはできないので、いろいろな技術の総和で日本のエネルギー全体が充足されると考えられ、そうなるに新しい液体燃料は絶対に必要となる。インフラ的にも一番望ましいのは新しい液体燃料ではないかと考えられる。例えば自動車メーカーは、開発費をかけないので今のガソリン車、ディーゼル車の技術を転用できることになるので、新しい液体燃料に置き換わることを一番望んでいると思う。
- #64 電気を何から作るかが問題になってくる、太陽光、風力等自然エネルギーで電気を作る方法はいろいろあるが、生活用の電気のすべてを賄うのは相当難しい。水素から電気を作るにしても、今度は水素を何から作るのかが問題となり、自然エネルギーから水素を作ろうとすると、マテリアルバランス的にすべての人が生きていくだけの量を作るのは難しい。そうなるに電気を作るための原料を何にするか、というときにCO2フリーの新しい液体燃料が候補となる可能性はかなり残っていると思う。新しい液体燃料の技術が確立されれば、車を走らせるという使用方法に限定されず、使用される場所はたくさんある。新しい燃料ができるということであれば、発電についても車についても何についても、今の技術をそのまま転用できるので、最も利便性が高い。
- #65 自然エネルギーですべての電気を作り、電気で全部を動かす社会を作ろうというのは、エネルギーバランス的に成り立たないというのが実態だと思う。

(b). アスリード・キャピタルから以下の発言がありました。

- #66 コア事業で会社様の成長に必要なものではない資産を、まあ今大きくお持ちだというご理解はいただければと思います。
- #67 ミーティング前に送った資料は、一般的な考え方をまとめたものなので、参考までに見ておいてくれればと思う。一般的な考え方として、今後の事業戦略の中で特に具体的な投資案件がなければ、株主還元、資本効率の改善のために大規模な自社株買いを実行することが一定の効果を生むということをシミュレーションしたものである。

(c). アスリード・キャピタルから渡された資料には、以下のとおり記されていました。

- #68 ①投資可能現金が遊休キャッシュとなっていること、②過剰に株主資本を積み上げたことが、長らく1倍を下回る低水準のPBRであったことや、低下し続けるROEといった企業価値を減少させる一因に。
- #69 太陽光投資については電力買取価格が下落し、貴社想定利回りを上回る案件がなくなってきたことから、今後の投資予定はないとの理解。
- #70 ROE及び企業価値向上に資する相当金額を投資する具体的な事業戦略が示せない状況にあるのであれば、バランスシートマネジメントによる資本効率向上策を実施することも選択肢として一般的。
- #71 過去10年間、内部留保により積みあがった株主資本の現状を考慮し、適切な自己株式取得を実施した場合の各財務指標の推移を図示。
- #72 仮に分配可能額24.3億円を自己株式取得に充てた場合の資本効率の変化について
- #73 足元の株価は低すぎるため、株価1850円で発行済株式総数の16.5%の取得を行った前提。

(d). 最後に以下のやりとりがありました。

- #74 (アスリード・キャピタル) 5月14日の決算発表の翌日又は翌々日あたりに、こういう形で時間をもらうことは可能か。
- #75 (当社) おそらく決算発表にあわせて新中期経営計画の概要等についても開示することになると思うので、内容等について質問があれば、可能な限り回答したいと思います。
- #76 (アスリード・キャピタル) ありがとうございます。よろしくお願ひしたい。

(17)2021年4月27日にアスリード・キャピタルからの書簡(同月26日付)を受領しました。そこには、以下のとおり記されていました。

- #77 過去15年間を振り返っても貴社の売上総利益は成長しているようには見えません。貴社の事業に対して当社なりに理解を深めれば深めるほど、貴社のさらなる成長には新たな成長戦略が必要であるとの認識を強く持つに至っております。
- #78 5年も前から貴社には成長戦略がなく企業価値向上をされてこなかった中で、今後成長戦略がでてこようとも利益貢献するようになるまで時間がかかることを勘案すると、今後かなりの長期にわたり企業価値の向上が期待できないことを懸念しております。
- #79 株主からは事業の持続的な成長による収益拡大及び企業価値の向上、そして結果としての株価の上昇を常に期待されます。また短期的な株価の値上がり重視する投資家も多くいる資本市場において、明確な成長戦略もなく、限られた資産を有効活用する説明を果たされない現状は、資本市場からは株主の経済的価値を棄損する経営をしているとの評価にならざるをえません。これまで中長期にわたり企業価値向上を実現されてこなかった中、今後も新たな成長戦略の構築による企業価値を向上するまでに相当の時間がかかる場合、資本市場からの評価を得づらく、貴社の置かれたこれまでの状況

を鑑みるに、上場企業としてステークホルダーに対する責任を果たしているとは言いきれないと考えております。

#80 当社が考える経済合理性に合う価格にて、当ファンドが公開買付けを行うことも含め、当ファンドの運用者として貴社の企業価値向上の実現のために、株主としてどのように建設的な目的を持った対話を経営陣としていくのがよいのか検討しております。

#81 仮に当ファンドが公開買付けを行う際でも、あくまで貴社の企業価値向上による当ファンドの経済的利益の増大を目的としており、経営は引き続き経営陣にお任せし、現在の事業継続に必要な従業員の雇用を維持する方針も尊重し、経営陣と友好的な関係を築いていきたいと考えております。

#82 当ファンドとしては、ENEOS ホールディングス株式会社とその保有する貴社株式を売却される意向がなかったとしても、公開買付けを実施する可能性があります。

(18)2021年4月28日に本公開買付けが開始され、同年5月10日に変更報告書が提出され、そこにはじめて「重要提案行為」と記されておりました。公開買付届出書提出日2021年4月28日の保有株券等の数は1,335,500株です。