



2019年11月15日

各 位

上 場 会 社 名 コクヨ株式会社
代 表 者 代表取締役社長 黒田 英邦
(コード番号 7984 東証一部)
問 合 せ 先 責 任 者 執行役員
財務経理本部長 梅田 直孝
(TEL0120-177-594)

ぺんてる株式会社の株式の買付け方針に関するお知らせ

当社は、2019年11月15日公表の「持分法適用関連会社の異動(連結子会社化)」に関するお知らせにてお知らせ致しましたとおり、同日開催の取締役会において、同日付けで当社の持分法適用関連会社であるぺんてる株式会社(以下「ぺんてる」といいます。)を連結子会社化することを決議致しました。あわせて、当該取締役会において、連結子会社化のために、ぺんてるの発行済普通株式をぺんてる株主の皆様から買い付ける方法(以下「本買付け」といいます。)により、その発行済株式総数の過半数の取得を目指すことを決議致しましたので、下記のとおりお知らせ致します。

記

1. 買付けの概要

(1) ペンてるの概要

(1) 名 称	ぺんてる株式会社
(2) 所 在 地	東京都中央区日本橋小網町7-2
(3) 代 表 者 の 役 職 ・ 氏 名	代表取締役 和田 優
(4) 事 業 内 容	筆記具を中心とする文具、画材、電子機器等の製造販売
(5) 資 本 金	4億5,000万円
(6) 設 立 年 月 日	1946年3月1日

(2) 買付けの期間

2019年11月15日(金曜日)から2019年12月15日(日曜日)まで

(3) 買付けの価格

普通株式1株につき、3,500円

(4) 買付けの価格の算定根拠等

① 算定の基礎

当社は、本買付けにおける買付価格(以下「本買付価格」といいます。)を決定するに当たり、当社及びぺんてるから独立した第三者機関である株式会社大和総研(以下「大和総研」といいます。)にぺんてる普通株式の株式価値算定を依頼致しました。大和総研は、ぺんてる普通株式について、DCF 法による算定を行い、当社は 2019 年 11 月 14 日付けで大和総研から株式価値算定書(以下「本株式価値算定書」といいます。)を取得致しました。

② 算定の経緯

下記「2. 買付けの目的等」の「(1)ぺんてるの株式の買付けの目的並びにその決定をするに至った背景、経緯及び理由」に記載のとおり当社は、当社及びぺんてるの双方が新たな成長モデルを加速させ、企業価値を一層向上させるためには、当社が、ぺんてる株主から買い付ける方法により、その発行済株式総数の過半数を取得し連結子会社化したうえで、当社によるぺんてるの経営への参画を早期に実現することが最善の方法であると考え、本買付けを行うことを 2019 年 11 月 15 日開催の当社の取締役会において決定し、かつ、本株式価値算定書に記載された算定内容・結果を踏まえた検討を行い、本買付価格を 3,500 円とすることについて決定致しました。

③ 算定機関との関係

大和総研は当社及びぺんてるの関連当事者には該当せず、本買付けに関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

(5) 買付予定の株式数

買付予定数については、下限・上限を設定しておりません。

(6) 買付代金

3,842 百万円以上

(注)買付予定数(1,097,752 株以上)に 1 株当たりの本買付価格(3,500 円)を乗じた金額を記載しております。

(7) 決済の開始日及び決済の方法

ぺんてる株主の皆様から当社にお送りいただいた申込書類の先着順で受け付けを行い、順次速やかに株式売買契約書の締結及び買取実行・代金のお支払いを致します。

これは、ぺんてる株主の皆様が、これまでにぺんてるの企業価値に比べて不当に低い株主価値しか与えられてこなかったという経緯に鑑み、また、本買付けにおいてもぺんてる株式の譲渡をぺんてるに対抗するためにはぺんてるの取締役会による株式譲渡及び名義書換の承認決議が必要となる場所、ぺんてる経営陣の企図によっては、これらの承認決議が得られない可能性もあることを踏まえた措置です。つまり、ぺんてる株主の権利が阻害されてきた、また今後もぺんてる経営陣によって阻害されかねない可能性も考え、当社は、保有株式の当社への売却を希望されるぺんてる株主に対しては、ぺんてるの取締役会からの当該承認決議の取得を条件とすることなく、速やかに売買代金を受領いただける方法を採用致しました。

但し、買取実行により当社が保有するぺんてるの総議決権が50%超となる場合には、当該50%を超える部分の株式の買取実行及び代金支払いについては、適用法令等に則り必要となる許認可の取得後に速やかに行うことと致します。

2. 買付けの目的等

当社は、2019年11月15日開催の取締役会において、ぺんてるとの間の資本関係のさらなる強化により、ぺんてるとの間で緊密な協業関係を構築し、ぺんてる及び当社双方の利益の拡大及び企業価値の向上を目的として、ぺんてるの株式の発行済株式総数の過半数の取得を目指すことを決議致しました。

(1) ペンてるの株式の買付けの目的並びにその決定をするに至った背景、経緯及び理由

① 買付けの目的及び背景

(a) 当社の概要と経営課題

当社は、創業以来、事務用紙製品分野からオフィスファニチャー分野へと事業領域を拡大し、国内最大級の総合オフィスサプライヤーへと成長してまいりました。現在では、ステーションナリー及びオフィスファニチャー製品の開発・製造・販売、オフィス・官公庁・学校・病院等の空間構築設計・施工・コンサルティング、オフィス用品の通信販売、個人向け家具・インテリア・雑貨の販売等、商品だけでなくサービスも含めた総合提案力によって、お客様の課題解決を一手に担うことのできる企業グループへと進化を遂げております。もともと、当社グループの売上は概ね日本国内向けであり、日本国内の景気変動に伴う企業収益や設備投資、公共投資の動向により、当社グループの経営成績及び財務状況に影響を及ぼす可能性があります。そのため、当社グループでは、国内における文具シェアトップメーカーとしての強みを活かし、各国市場における成長トレンドを継続しつつ、新たな成長領域を意識した成長戦略を策定し、海外における売上成長及び国内でのシェア維持と売上総利益率の向上を進めることによって、グローバル文具市場でのシェアの成長を目指しています。

また、当社は2018年11月28日に第2次中期経営計画を公表し、その中において、これ

まで以上にダイナミックな改善や大胆な成長に事業本部を超えて挑戦するために、将来の顧客ニーズの変化をとらえたコト視点での 3 つの事業ドメイン(空間価値、ビジネスサプライ、グローバルステーションアリー)を設定しておりますが、国内外のステーションアリー事業を含むグローバルステーションアリードメインにおいては、国内における文具シェアトップメーカーとしての強みを活かし、各国市場における成長トレンドを継続しつつ、新たな成長領域を意識した成長戦略の策定と検証を行うことにより、国内外における選択と集中を行い、海外における売上成長及び国内でのシェア維持と売上総利益率の向上を進めることによって、グローバル文具市場でのシェアの成長を目指すこととしております。具体的には、2021 年 12 月期において売上高 940 億円以上、営業利益率 9.6%以上を目標としております(2018 年 12 月期の売上高は 823 億円、営業利益率は 8.1%)。

当社は、2019 年 4 月頃、上記グローバルステーションアリードメインの課題として、国内市場ではトレンドが構造的に縮小している点、海外市場では中国、インド及びベトナムの B2C 商品の販売は成長しているものの、収益性が国内市場に比べて低い点を認識しており、今後の方針として、「付加価値の高い B2C 向けの商品を中心とした『紙と筆記具にユニークな価値を持つ総合文具メーカー』のグローバルでの成長」を掲げ、中長期のありたい姿として、(i)B2C チャネルでの販売マーケティング力の獲得(B2C 構成比を 40%から 70%に上昇させる)、(ii)アジアを中心とした海外販売チャネルの獲得(海外構成比を 25%から 50%に上昇させる)、(iii)成長性・収益性の高い筆記具セグメントへの参入(筆記具構成比を 10%から 35%に上昇させる)を実現することでグローバルステーションアリードメインの売上高を現在の 800~900 億円から 2030 年までに約 1400~1500 億円に成長させることを目標としておりました。

そのような状況下において、当社では、かかる課題の改善に向け、「エナージェル」や「オレンズ」、「サインペン」など強いブランド力を持ち、かつ、付加価値の高い商品を、世界 22 の販売拠点を通じて 120 以上の国と地域で展開するぺんてるとの協業を行い、あわせてぺんてるの経営課題を解決したうえでぺんてるの業績を回復し、当社とぺんてるとの協業のシナジーによって当社とぺんてるの業績をともに成長させることにより、上記の課題の改善を達成できるものと考え、ぺんてるとの協業について検討を始めました。

(b) ペんてるの概要と経営課題

一方、ぺんてるは「私たちは、感じるままに想いをかたちにする道具をつくり、表現するよろこびを育みます」というビジョンの下、日本を代表する筆記具メーカーとして、優れた技術と優秀な人材を有され、付加価値の高い商品を開発する高い技術力や、米国など競争の激しい海外市場においてもシェアを拡大できる強いマーケティング力を有しておられます。また「エナージェル」や「オレンズ」、「サインペン」など強いブランド力を持ちかつ付加価値の高い商品を、世界 22 の販売拠点を通じて 120 以上の国と地域で展開されております。特に、ぺんてるの 70 年を超える歴史の中で重ねられた新たな技術への研鑽や、長年の海外市場へ

の果敢な開拓によって培われた企業風土をベースに、優秀な人材のもと、高い技術力とブランド力に裏打ちされた強い商品力は、グローバル市場で高い評価を獲得しており、ぺんてるにおける潜在的な力が非常に大きいと認識しております。しかしながら、ぺんてるにおいても、国内市場の成熟による収益性の停滞や海外市場への投資リターンの鈍化等のリスクは存在し、企業価値の毀損を生じる可能性があるものと考えております。

当社は、2019年4月以降、ぺんてるとの業務提携についての具体的な検討及びぺんてるへの提案を開始し、業務提携の可能性についてぺんてると意見交換を行う過程において、ぺんてるにおいて、以下の経営課題があるものと認識するに至るとともに、このような現状が継続することにより、ぺんてるの国内事業の低収益性が常態化し、海外への成長投資や新たな技術投資が難しくなり、全社での収益性が停滞し、企業価値の毀損が続く懸念があるものと認識致しました。

- (i) 国内市場の成熟による収益性の悪化(売上縮小による販管費率悪化が継続)
- (ii) 海外市場の成長に向けた投資に対するリターンの悪化(海外事業の収支の悪化)
- (iii) 中長期に向けた経営の不十分さ(R&D投資の低下、ガバナンス未整備)

(c) 当社とぺんてるによる提携による双方の経営課題の改善その他のメリット・シナジーの創出

上記のとおり、当社及びぺんてるはそれぞれが単体では上記のとおり経営課題を抱えていたところ、当社は、ぺんてるとの協業に向けて検討を進める中で、当社がぺんてるの経営に参画し、ぺんてるには当社の経営資源を最大限活用いただき、ともに以下の施策を行うことにより、2023年までにぺんてるの経営改善がなされ、その後のグローバル成長の足場を固めることができると判断に至りました。

(i) 国内機能の効率化の推進

ぺんてるの本社機能、国内販売機能、物流機能における当社とのリソースの共有を含む、シェアと粗利率に拘った改善により、営業利益率を1~2ポイント改善します。

(ii) 生産機能の効率化

ぺんてるの国内外工場のシステムの改革によるCOGS(Cost of goods sold(売上原価))の改善により、全社の営業利益率を1~2ポイント改善します。

(iii) 海外市場での成長の安定化

ぺんてるが偏重する米国市場への成長投資の必要性を見極めつつ、アジアでの成長を当社との協業で加速させることによりぺんてるの海外事業全体の安定的な成長を担保し、全社の営業利益率を1~2ポイント改善します。

また、これを踏まえ、中長期的には、当社とぺんてるの両社でB2C市場のマーケティングや新たな技術の開発(紙とペンの組み合わせ)等に取り組み、将来的にはぺんてるの業績を売上高500億円超、営業利益率10%に高めることで、上記の当社の課題の改善のみならず、当社とぺんてるの両社がさらなる企業価値向上を実現し、グローバルステーションナリードメ

インにおけるトッププレーヤーへと飛躍することが可能であるとの判断に至りました(以下当社がぺんてるの経営に参画して得られる上記のメリット・シナジーを「本提携メリット・シナジー」といいます。)

文具業界の今後の見通し(国内市場の低成長、海外市場進出の困難性、流通革命の進展、結果としてさらに生存競争が激化すること等)や、合従連衡による規模と効率の追及は文具市場の全てのプレイヤーにとって喫緊の課題であることを踏まえると、本提携メリット・シナジーを有する日本代表する文具メーカーである当社及びぺんてるの国内外における協力関係の深化・拡大を迅速に進めることが当社及びぺんてるのいずれにとっても重要であると同時に、両社の企業価値を一層向上させることにつながるものと考えております。

② 買付けの決定をするに至った経緯及び理由

(a) 本持分取得及び本株式取得の経緯及び理由

上記①の目的と背景をふまえ、当社は、本提携メリット・シナジーの実現に向けた施策の一環として、2019年5月10日付けで公表した「投資事業有限責任組合への出資に関するお知らせ」においてお知らせ致しましたとおり、同日開催の取締役会において、株式会社マーキュリアインベストメントが管理・運営し、ぺんてるの株式を3,370,563株所有するPI投資事業有限責任組合(以下「当組合」といいます。)の有限責任組合員としての持分全て(7,000口)を101億1,000万円で取得し、当組合を通じてぺんてるの発行済普通株式を3,370,563株所有するに至りました(以下「本持分取得」といいます。)

本持分取得の実行後、ぺんてると当社との間においては、業務提携契約の締結に向けた協議が開始され、2019年12月上旬に業務提携契約を締結し業務提携についての公表を行うことを目指し、具体的なスケジュールの作成、ワーキング・グループでの議論及び両社の海外拠点の視察等が行われてまいりました。

上記の協議が進められるなか、当社は、2019年8月2日開催の取締役会において、ぺんてるとの間の業務提携契約締結に向けた協議を進めるに当たって、両者間のより実効性のある協力関係を構築するために、当組合の保有する株式を当社が直接保有する形態に移行することが先決との判断に至ったことから、当組合からぺんてる株式3,370,563株の現物配当を受ける形でのかかる株式の取得(以下「本株式取得」といいます。)を承認致しました。そして、2019年9月24日付け「ぺんてる株式会社普通株式のPI投資事業有限責任組合から当社への譲渡に関するお知らせ」にて公表致しましたとおり、同日開催のぺんてるの取締役会において本株式取得の承認が行われ、当社はぺんてるを持分法適用関連会社と致しました。

(b) 本株式取得後のぺんてるの非協力的な姿勢及び第三者との資本業務提携の可能性の浮上

しかしながら、ぺんてるの経営陣は、本株式取得以降、海外事業の提携については議論の継続に応じていたものの、当社が本提携メリット・シナジーの1つの柱として見ていた国内事

業の提携については協議に消極的となり、海外事業・国内事業をあわせた業務提携契約締結に向けた議論を進展させる姿勢が見られなくなりました。また、当社は、ぺんてるを持分法適用関連会社としたことにより、当社の会計監査において当社がぺんてるに出資した事実を裏付ける資料が必要であること及び当社とぺんてるとの間の業務提携契約に向けて、ぺんてるの他の株主の状況を把握するべく、ぺんてる経営陣に対して株主名簿の開示を求めているものの、ぺんてる経営陣からは特段の理由を示すこともなく、かかる開示の依頼に応じていただけず、11月15日現在においても当社はぺんてるの株主名簿の開示を受けておりません。

そのような状況のなか、当社の代表取締役宛てに、「K社」による「PE社」の株式の過半数取得を阻止する目的で「PL社」が「PE社」の株式を取得し、「PE社」と「PL社」が資本業務提携を行う旨の事前協議事項が記載された差出人不明の書簡が2019年10月16日に、「PE社」と「PL社」の資本業務提携に関する具体的なスケジュールが記載された差出人不明の書簡が同月29日に、それぞれ送付され、当社はこれを受領致しました。当社は、(i)上記書簡の「K社」が当社のイニシャルと合致し、「PE社」はぺんてるのイニシャルと合致すること、(ii)同月16日に受領した書簡には「K社保有割合37.5%」と記載があり、これは当社が保有しているぺんてる株式の保有割合と概ね一致すること及び(iii)同月29日に受領した書簡はスケジュール表の体裁となっているところ、ぺんてるの役員と部署の役割、具体的な行動の内容及びその実行タイミングが詳細に記述されていて、当社が把握している事実と合致する点も複数存在したことからすれば、「K社」は当社を意味し、「PE社」はぺんてるを意味するとともに、現在「PE社」なるぺんてるは、当社との間の業務提携の検討と並行して、「PL社」と称する当社以外の第三者との間で大規模な資本業務提携を画策しており、既に「PL社」と称する第三者にぺんてる株式を取得させるべく具体的な株式の買い集めを開始していることが合理的に推認されると判断しております。

これを踏まえ、2019年11月11日に、当社からぺんてる代表取締役社長の和田優氏及びぺんてる取締役の小林健次氏に対して、上記各書簡が当社に来着した旨を伝えて上記各書簡の内容の真偽を確認致しましたが、ぺんてる和田氏及び小林氏はいずれも上記各書簡の内容について明確に否定する趣旨の発言をせず、上記各書簡の内容が真実である旨を否定されませんでした。あわせて、当社からは、2019年9月24日以降、当社以外の第三者との間の資本提携又は業務提携に関する協議又は契約締結その他の合意等を一切行っておらず、今後も当社との業務提携に関する検討が継続する間には行わないこと及びぺんてるがぺんてる株主に対し、その保有するぺんてる株式を第三者に対し譲渡することに向けた働きかけその他一切の連絡を行ったこと又は第三者がかかる連絡を行うことに関する協力を行ったことはなく、そのための準備又は検討等も一切行っていないこと等を誓約する旨の誓約書案を手交し、(i)同年11月12日午後5時を期限として当該誓約書についてぺんてるの取締役会において決議し押印したうえで当社に提出するよう要請するとともに、(ii)同月11日時点において有効なぺんてる株主名簿の写しを同日中に当社へ提供するよう要請致しましたが、ぺんてるは上記(i)及び(ii)のいずれの要請についても応諾されませんでした。また、その後2019年11月13日付けでぺんてる代表取締役社長の和田優氏から当社の代表取締役宛に「貴

社からの要望について」と題する書面が提出されましたが、同書面においては、誓約書の提出を求める当社の要望については遺憾であるとし、上記各書簡及び第三者との間の資本提携又は業務提携の検討等の存在及び内容を否定する記載は一切ありませんでした。なお、同書面では、ぺんてるは当社との業務提携の協議の継続を否定するものではないとしつつも、当該業務提携がぺんてるの企業価値に資するかどうかを検討している段階であるとし、ぺんてるの企業価値の向上を図るため、当社との業務提携以外の様々な選択肢を検討すること自体は否定されないという趣旨の記載も見受けられました。

当社は、本株式取得以降、ぺんてる経営陣が業務提携契約の締結に向けて誠実な協議を行わず、株主名簿の開示を拒み続けていることに加え、上記のような「PL 社」と称する第三者との資本業務提携に関する具体的な検討が行われていることが窺われる書簡が存在することや、上記のとおり当社の要請に対するぺんてる経営陣の対応から、ぺんてる経営陣において当社との業務提携を積極的に進展させる意向がなく、むしろ、当社との合意に反して「PL 社」と称する第三者との間で資本提携を行うことを画策しているものと判断せざるを得ませんでした。そこで、当社は、その場合における当社及びぺんてるのメリット・デメリット、シナジー効果の不達成等の影響について検討を開始致しました。

かかる検討の結果、当社は、(i)そもそも、ぺんてるとの業務提携契約の締結に向けた協議が進まないことによって本提携メリット・シナジーが創出されないという一般的なデメリットがあるうえに、(ii)上記のとおりぺんてるの業績が低迷していることに加え、現時点では「PL 社」と称する第三者がぺんてると資本業務提携契約を締結した場合やぺんてるを子会社又は関連会社とした(以下「PL 社によるぺんてるとの資本業務提携等」といいます。)場合の具体的な経営方針が不明確であることを踏まえると、PL 社によるぺんてるとの資本業務提携等が実行された場合には、ぺんてるの業績に予期せぬ悪影響が生じ、ぺんてる株式を保有する当社以外の株主の皆様だけでなくぺんてるのすべてのステークホルダーの皆様の共同利益にも回復しがたい悪影響が生じ、(iii)上記各書簡に記載されたスケジュールのとおり「PL 社」と称する第三者によるぺんてる株式の買い増しが行われた場合には、PL 社によるぺんてるとの資本業務提携等が実行される可能性が高いと判断致しました。

加えて、「PL 社」と称する第三者によるぺんてる株式の買い増しが行われた場合には当社とぺんてるの間での業務提携契約の締結が事実上不可能となる可能性が高いことからすると、当社がぺんてるの発行済株式総数の過半数を取得し連結子会社化することで「PL 社」と称する第三者によるぺんてる株式の買い増しを防がなければ、上記(ii)の当社を含むぺんてる株主の皆様が生じる回復しがたい損害が発生する蓋然性は相当程度高いとの判断に至りました。

以上の背景及び経緯から、当社は、当社及びぺんてるの双方が新たな成長モデルを加速させ、企業価値を一層向上させるためには、当社が、ぺんてる株主から買い付ける方法により、その発行済株式総数の過半数を取得し連結子会社化したうえで、当社によるぺんてるの経営への参画を早期に実現することが最善の方法であると考え、今回の決議を行うことと致しました。

一義的には当社がぺんてるにとって資本上位のいわゆる親会社という形にはなりますが、これにより2社のステーションナリー事業を一体運営に近い形で経営することができるようになります。そのメリットとしては、上記のとおり、経営リソースの一体化、円滑なコミュニケーション、市場情報収集力の強化等が得られ、その結果として迅速かつダイナミックな経営リソースの配分が可能となることを期待しています。また、両社の間に強固な資本関係を築くことによって、両社それぞれのステークホルダーがリスクとリターンを共有する体制をも構築することが可能となると考えられます。

(2) 本買付け成立後の経営方針

① 本提携メリット・シナジーの発生に向けた経営努力の実行

本買付けによるぺんてる株式の取得の後、上記に記載した当社がぺんてるにおいて課題と認識している、(i)国内市場の成熟による収益性の悪化、(ii)海外市場の成長に向けた投資に対するリターンの悪化、(iii)中長期に向けた経営の不十分さ、の改善に取り組み、当社及びぺんてるの経営陣が、各々の会社の企業価値の向上、ひいては両社の株主、従業員、顧客等全てのステークホルダーの皆様の利益最大化を目指して、本提携メリット・シナジーの発生に向けた経営努力を実行する予定です。

② 本買付け終了後の経営体制

当社及びぺんてる経営陣が、各々の会社の企業価値の向上、ひいては両社の株主、従業員、顧客等全てのステークホルダーの皆様の利益の最大化を目指す方法が何であるかを真摯に検討しようとするれば、必然的に、当社によるぺんてるの経営参画を早期に実現することこそが最善の方法であるとの認識で一致するものと確信致しております。当社は、本買付け成立後、ぺんてるの経営参画に速やかに着手し、本提携メリット・シナジーの発生に向けた経営努力を実行する予定です。

(3) 追加取得の予定

当社は、ぺんてるの発行済株式総数の過半数の取得を予定しており、ぺんてるの株主の皆様にも、本買付けにおける公平かつ平等な売却機会を提供するという観点も考慮し、ぺんてるの株主から幅広く株式を取得することを予定しております。

3. 買付け後の方針等及び今後の見通し

本買付け後の方針等及び今後の見通しについては、上記「2. 買付けの目的等」の「(2)本買付け成立後の経営方針」をご参照ください。

また、本買付けにより、当社が保有する本株式数がぺんてるの発行済株式総数の過半数に達した場合においても、ぺんてるによる譲渡承認が行われず、株主名簿の名義書換も行われないリスクが存在するものの、これに対しては、実質的に議決権の過半数を取得することができれば、(i)本株式の売主からのぺんてるの株主総会(定時株主総会か臨時株主総会かを

問いません。)における議決権行使に係る委任状の取得及び(ii)ぺんてるの臨時株主総会の招集請求を行うことによって、本株式追加取得の譲渡承認に消極的なぺんてるの取締役の選解任を行い、新たに選任した(当社意向に賛同し、本株式追加取得の譲渡承認に積極的な)取締役をして本株式追加取得に関する当社への株式譲渡承認を行わせることが可能であり、そのために必要となる手続を順次とる予定です。

本件に関するお電話でのお問い合わせは、下記コールセンターでも受け付けております。

電話番号：0120-177-594 (受付時間 9：00～21：00。土日祝日含む)

メールアドレス：kokuyo2019@kokuyo.com 担当：梅田、久保

以 上