

平成20年11月19日

各 位

会 社 名 株式会社シャルレ  
代表者名 取締役兼  
代表執行役社長 林 勝哉  
(コード番号 9885 大証第二部)  
問合せ先 IR担当執行役 岡本 雅文  
TEL (078) 792-7431

### 検証委員会による検証結果の受領について

当社は、平成20年11月7日付「当社株式に対する公開買付けに関する意見の再表明について」にてお知らせいたしましたとおり、有限会社サザンイーグルと有限会社オットー（以下「公開買付者ら」といいます。）による当社普通株式に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）について、賛同の意見を一旦、撤回して、意見の再表明までの間、意見を留保することとし、改めて、意思決定過程における透明性・公正性を最大限確保して、当初賛同することを決定した根拠の一つとなった株式価値算定を行う際の基礎数値である利益計画の再検証を外部の専門家からなる検証委員会によって行うこととしておりました。

これにつき、平成20年11月18日付で、検証委員会より検証結果として別紙報告書を受領いたしましたのでお知らせいたします。

なお、当社は、上記の検証結果をふまえ、本公開買付けに関する意見の再表明を平成20年11月19日に予定しておりましたが、再表明する意見の内容を慎重に検討すべく、意見の再表明を平成20年11月21日に予定することに変更しましたので併せてお知らせいたします。

以 上

平成 20 年 11 月 18 日

株式会社シャルレ 御中

## 報 告 書

株式会社シャルレ  
検 証 委 員 会

### 1. 当委員会設置の経緯および目的

#### (1)設置の経緯

株式会社シャルレ（以下「当社」という。）は、当社が平成 20 年 9 月 19 日に「当社株式に対する公開買付けに関する賛同意見表明のお知らせ」（以下「当初意見表明」という。）を公表し（当時の商号は株式会社テン・アローズである。）、当初意見表明において述べられている公開買付け（以下「本公開買付け」という。）に関して賛同の意見表明を決議したが、当初意見表明をするにいたるまでの手続過程等に関して疑義が生じたことを踏まえ、かかる手続過程等に関する事実関係の調査およびその評価をすべく、同年 10 月 26 日に「株式会社シャルレ 第三者委員会」（以下「第三者委員会」という。）を設置した。

第三者委員会は、同年 10 月 31 日に調査結果の報告を行い、本公開買付けにおける公開買付者と当社との間に利益相反の疑いが残る旨の指摘、具体的には、当社が本公開買付けに賛同することを決定した根拠のひとつとなった株式価値算定を行う際の基礎数値である利益計画（以下「本利益計画」という。）の承認に関して、その「意思決定過程における透明性・公正性に問題があり」、「本件取引において本件社外取締役らの利益相反行為があったと断定することはできないが、他方、利益相反行為があったという合理的疑念を払拭することもできない」旨の指摘を行った。

当社は、同年 11 月 7 日に、かかる指摘を受けたことを踏まえ、当初意見表明を撤回するとともに、外部の有識者から構成される当委員会の設置を決定した。

#### (2)設置の目的

公開買付けにおいては、公開買付けの対象となる会社が当該公開買付けに対して賛同、反対等の意見表明をすることが義務づけられており、かかる意見表明が、一般投資家が公開買付けに応募するか否かの意思決定にあたっての重要な判断資料となる。したがって、かかる意見表明が、公開買付けの成功（すなわち投資家からの応募）を求める公開買付者から独立してなされることが重要となる。

とりわけ、本公開買付けは、当社の経営陣でもある創業家が出資をすることが前提とされている、いわゆる MBO（マネージメントバイアウト）であって、公開買付者が社内の情報を十分に有した上で、不当に低い買付価格による公開買付けを行い、かかる情報を有していない一般投資家が実情を知らされないまま応募し、結果として損害を被る懸念が強く、これに対して、公開買付者による影響を限りなく排除した上で、独自に株式価値を算定した上で総合的に公開買付者の判断を検証し、一般投資家のために意見表明をすることが求められる。

しかるに、本公開買付けにおいては、第三者委員会によって、本利益計画の承認過程において透明性・公正性に問題があり、当社の社外取締役らの利益相反行為があったという（合理的）疑念を払拭できない旨の指摘を受けている。すなわち、当社が、公開買付者の影響を受けて、ひいては、一般投資家の利益を不当に害するおそれのある状況の存在が否定できない中で利益計画を策定したとの疑いが表明された。

そこで、当社は、当社と完全に独立した委員から構成される当委員会を組織した上、当委員会に対し、外形的には利益相反のおそれがあったとしても、結果的に承認された本利益計画が妥当なものかどうかについて、独立した立場において検証することを依頼した。

これが当委員会の設置の目的である。

## 2. 委員の構成

委員 長 佐藤 明夫  
（弁護士 佐藤総合法律事務所）

委員 松林 光男  
（ワク・コンサルティング株式会社代表取締役）

同 戸川 信義  
（公認会計士・税理士 コンピタント税理士法人代表社員）

なお、当社と各委員との間には、現在何らの利害関係および取引関係はなく、過去もない。

### 3. 検証の対象

本利益計画とは、具体的には、平成 20 年 8 月 31 日に策定された利益計画（以下「8 月 31 日計画」という。）および同年 9 月 13 日に策定された利益計画（以下「9 月 13 日計画」という。）の 2 つの利益計画を意味し、前者が低い利益水準となる計画、後者がそれと比べて高い利益水準となる利益計画となっている（以下では、前者を「ダウンケース」と呼び、後者を「アップケース」と呼ぶこともある。）。

そこで、当委員会としては、この 2 つの利益計画全般について検証して、計画の合理性、信憑性に疑いの生じる事項があるかどうかを検証するとともに、計画数値に大きな影響を与える幾つかの項目（6.において示す。）、および、とりわけ第三者委員会において利益相反の指摘を受けている 8 月 31 日計画において、社外取締役が指示をした試算指示書に記載されている項目について、重点的に検証を行うこととした。

### 4. 調査期間

平成 20 年 11 月 7 日から平成 20 年 11 月 17 日。

### 5. 調査手法および限界

#### (1) 調査手法

調査にあたっては、時間的制約要因が高いことも踏まえ、各委員の担当を以下のように分け、それぞれが実地に行った作業について協議をして取りまとめるという手法を採用した。

佐藤委員・・・調査手法の選択および決定、各委員の作業プロセスの法的・社会的見地からの検証および全体のとりまとめ

松林委員・・・ビジネスコンサルティングの見地から、主として戦略プロジェクトの実現可能性の検証

戸川委員・・・会計の見地から、既存事業、戦略プロジェクトの数値の検証

そして、各委員（主として松林委員、戸川委員）が、実地において関係書類・帳票を

閲覧・検討するとともに、経営幹部や利益計画の策定に関与した者に対するヒアリングを行った。

なお、ヒアリングを行った者のリストは、別紙に示している。

## (2)調査の限界

なお、上記4.に示す調査期間のとおり、調査にあたっては時間的制約があることは否定できないところであり、かかる時間的制約による調査の一定の限界があることを付言する。

## 6. 検証の結果

### (1)結論

本利益計画は、ダウンケースである8月31日計画、アップケースである9月13日計画のいずれについても、不合理であるとはいえないと判断する。

### (2)個別の論点ごとの議論

#### 前提（本利益計画の特徴について）

本利益計画の特徴として、既存事業と戦略プロジェクト（後述）とを区分して損益予測を作成したうえでこれを合算する形で作成していることが挙げられる。たとえば、既存事業の売上については、過去の売上の下降トレンドを反映させると同時に、戦略プロジェクトについては既存事業とは別途に売上予測を行ってこれを合算させている。

#### 既存事業

既存事業については、8月31日計画、9月13日計画のいずれにおいても、毎年5.6%の落込み、すなわち、対前年比94.4%の総売上の落込みが認められるとされているが、この平均値の根拠とされる年数については明らかとはならなかった。

そこで、当委員会としては、本利益計画が5年計画であること、当社が上場会社であり、有価証券報告書を提出しているところ、有価証券報告書の「主要な経営指標等の推移」（いわゆるハイライト情報）において開示されている主要な経営指標は過去5年間のものであること、有価証券報告書の公衆縦覧の期間が5年間とされていること

等を踏まえ、過去5年間の平均値を採用することが妥当であると判断した。

その結果、過去5年間（平成15年3月期から平成20年3月期）の総売上の上落率の平均値は、6.1%（対前年比93.9%）となり、本利益計画において前提とされた数値と比較して若干（0.5%）ではあるがさらなる落込みが認められる結果となった。

なお、なるべく直近の数値を前提とする方が、より現在の当社の既存事業の状況を正確に反映するという観点に基づき、平成15年9月中間期から平成20年9月第2四半期の数値を前提に下落率を算定すると、その平均値は6.9%（対前年比93.1%）となっている。

## 戦略プロジェクトについて

### A．前提（戦略プロジェクトについて）

戦略プロジェクトとは、上記のとおり、既存事業の落込みが続いていた当社が、昨年8月に、外部のコンサルティング会社に依頼を行い、昨年10月に当該コンサルティング会社から提示された結果に基づき策定された新規戦略であって、その内容は、新規チャネル戦略、新商品開発、拡販対策、コストダウン戦略の4つから構成されるものである。これらの戦略プロジェクトは、8月31日計画、9月13日計画のいずれにおいても、個別に、それぞれ実現可能性の評価がなされた上で、利益計画に反映されている。

### B．調査方法

当委員会としては、各戦略プロジェクトの現在の状況に対し、担当者からのヒアリングを行うとともに、平成20年3月12日経営会議提案資料、戦略プロジェクト関連資料、子会社事業計画資料等を閲覧するなどして、調査を行った。

### C．検証についての考え方とプロセス

検証は、本利益計画や各戦略プロジェクトを評価するための重要な下記の7項目の視点について、入手資料、ヒアリングからの情報およびコンサルタントの経験に基づき、各項目について複数のコンサルタントが評価を行った。

#### a．プロジェクトマネジメント（PM）

- ・プロジェクトマネージャ（経験）
- ・プロジェクト管理（進捗管理、課題管理等）

#### b．要員（スキル・経験・意識）

- ・プロジェクトの専門知識レベル（経験の程度等）
- ・プロジェクトの専任度合（優先度）

#### c．対応力

- ・他の関連部署との連携（営業、人事、商品開発）
  - ・変化への対応力
- d．商品
- ・商品の有無
  - ・販売実績
  - ・商品知識
- e．代理店・特約店（販売チャネル）
- ・代理店の反応
  - ・新商品への対応力
- f．競合
- ・調査・分析・実績
- g．外部環境
- ・消費者の購買指向
  - ・低価格指向
  - ・法規制

なお、8月31日計画における試算指示書および9月13日計画における取締役会議案書の策定プロセスについても、関係者に対するヒアリングを行ったが、当委員会のプロセスとほぼ同様の視点で策定していることを確認した。

#### D．検証結果

以上の結果、当委員会としては、8月31日計画における試算指示書や9月13日計画における取締役会議案書の内容は、今回の検証結果と比較し乖離しているとはいえないと判断した。

なお、各戦略プロジェクトの中でも利益計画に大きな影響のあるA1プロジェクトについては、当社の重要なプロジェクトであり、要員を投入しプロジェクトを進めていることは認められるものの、調査設計、プロジェクト管理（PM）、販売チャネル、ターゲット顧客、情報システム等の面における戦略およびリスク面における一定の幅は否定できず、その結果、当該幅の議論として、8月31日計画、9月13日計画のいずれも許容できる範囲にあるとの心証を得た。

#### E．疑問点およびそれに対する評価

ここで、当委員会として、とりわけ8月31日計画において、5年経過後においても損失が継続することが予想されているA1プロジェクトを計画に織り込んでいることについて疑問を感じたので（恣意的に織り込んでいるとすれば、利益水準が低下し、不当に株式価値を低く評価することができることになる。）、この点については、当社に対し、明確な説明を求めた。

これに対する当社の説明の要旨は以下のようなものである。

当社の主力事業である下着販売では、代理店・特約店を利用した訪問販売という組織販売（「MLM」）の形態にて実施しているが、直近10年程度は売上の下落傾向が続いており（参照）、その大きな原因の一つとして、代理店・特約店および特約店についている顧客（「メイト」）の離脱に歯止めがかからないことが挙げられる。その理由は、訪問販売のチャンネルのみでは、現代の顧客のニーズに対応しきれていないことにあるものと判断された。そこで、売上の下落傾向をストップさせるために、顧客の離脱を最小限に抑え、現行の訪問販売によるチャンネルに加え、顧客層に購買方法の選択肢を与える通販チャンネルを立ち上げ、訪問販売のチャンネルを補完する必要があると考え、A1プロジェクトを実施することにした。なお、他のMLMの形態を採用していた企業でも既に通信販売等を取り入れたマルチチャンネル化している企業が多く、当社においても、生き残りをかけ、時代の流れを汲みとって、早期に通信販売チャンネルを設ける必要があると判断したものである。

したがって、A1プロジェクト自体は、一つの独立した新規事業といった性質のものではなく、あくまでもシャルレ事業の事業改革の一環として訪問販売以外のチャンネルを設けるということに過ぎない。したがって、A1プロジェクト単体で赤字か黒字かを評価することに意味はなく、当社の既存事業全体として事業の衰退を止めることができるかどうか重要な要素と考えたのである。

上記のとおり、従来の訪問販売の成長力の鈍化を考え、代理店・特約店およびメイトの離脱を抑え、購買方法の選択肢を与えるためにA1プロジェクトを実施する必要があると判断したことから、8月31日付け計画の数値にA1プロジェクトを織り込んだものである。

当委員会は、上記の見解について慎重に協議をした結果、当社の見解は、恣意性や不合理性はないという結論を下した。

## 人件費について

### A．人件費計画に関する策定経緯およびその内容

人件費計画は、当社の人事担当部門が平成19年11月に作成を開始した中期人事戦略に基づいている。中期人事戦略では、将来5ヵ年の採用計画等が盛り込まれると同時に、一定の昇給率等を変数として、定量化された人件費計画が策定されており、本利益計画における人件費はこれらの計画に基づいて算出されたものである。

本利益計画によれば、人件費は、計画期間中に増加（今後5年間の人件費の増加率の平均値は3.0%）する内容となっている。

## B．疑問点

前述のとおり、既存事業の売上げについては、本利益計画上一定の下落率を織り込んでいる。しかしながら、上記のとおり、同じ利益計画の中で、人件費が増加する計画となっており、売上げが落ち込んでいく中、人件費を増大させるという計画の妥当性に疑問を感じ、この点についても、当社に対し明確な説明を求めた。

## C．調査方法

本件検証においては、人事担当の責任者から、当社の人事計画に関する見通し等についてヒアリングを行うとともに、中期人事戦略に関する資料等を入手した。

## D．評価

当社の説明は以下のようなものである。

まず、当社の人事担当部門においては、平成 21 年 4 月の採用計画を議論する際において、従業員の年齢構成が偏った状況にあり、中長期的に持続可能な成長のためには、一定の採用を続けるべきであるという判断を行っている。

他方、人員削減については、すでに平成 18 年 3 月に希望退職者の募集を実施しており、その結果として、実施により 79 名の人員減、その前後の退職を含めると、約 100 名の人員減が生じた（平成 18 年 3 月期末の従業員数は前期末比 27% 減）ことから、さらなる人員削減については困難であると認識している。

さらに、戦略プロジェクトに対応するために、平成 20 年 4 月に部門・課等の細分化を図っており、これに伴う業務量の増加も見込まれている。

加えて、希望退職制度を実行し人員削減を実施した後の平成 18 年 4 月以降、残業時間が増加していることが定量的に把握されている（一例として、月平均 45 時間以上の残業をしている従業員の比率が、平成 18 年 3 月期以前は、10%～15%程度であったのが、平成 18 年 3 月期以降は、14%～19%と上昇している。また、月平均 65 時間以上の残業をしている従業員の比率で見ても、平成 18 年 3 月期以前は、2.8%～4.0%程度であったのが、平成 18 年 3 月期以降は、3.7%～5.8%と上昇している。）。

上記を踏まえ、当社は、既存事業の落込みがあることを考慮した上でも、本利益計画上の人件費について、増加する計画を策定したものである。

当委員会は、上記の見解について慎重に協議をした結果、当社の見解は、恣意性や不合理性はないという結論を下した。

## E．その他

人件費に関するその他の検証手続として、当社の作成した中期の人事戦略を数値化した資料と、本利益計画における人件費計画との整合性を検証したが、特に問題となる事項は見出されなかった。

## その他の項目について

特に合理性や妥当性につき疑念を生じる項目は存在しないと判断した。なお、特に指摘すべき事項を以下に示す。

### A．売上総利益について

本利益計画においては、将来にわたっての売上総利益率が、現状の水準を基礎としてほぼ一定の水準で推移するものとしているが、これは、過去の推移から見ても不整合なものとはいえないと判断した。

また、平成20年3月期に多額のたな卸評価損が計上されているが、当社はこれらが臨時的に発生したものとして、上記売上総利益率の計算上除外して算定している。これらは、今後、たな卸資産の水準を適正化させ、たな卸評価損・処分損を減少させるという当社の方針、および在庫ロスを減少させるという戦略プロジェクト（上述の戦略プロジェクト「コストダウン戦略」に含まれる。）の実施と整合していると考えられ、特段の問題はないものと判断した。

### B．販売促進費について

本利益計画における販売費計画において、販売促進費の占める割合が比較的高いこと、また、当社が計画している戦略プロジェクトの一つが、販売促進としての機能を持っていること等から、本利益計画における販売促進費予測が、当社の販売促進施策と整合しているかどうかについて検証を行った。具体的には、販売促進としての機能を持つ戦略プロジェクトとそれに要する費用予測の内容、および既存の販売促進施策の変遷と費用発生状況について、提出された資料の分析および販売促進施策の担当責任者へのヒアリング等を実施した。

結果として、当社の販売促進に関する施策、新規の戦略プロジェクトに関する当社の方針と、本利益計画における販売促進費との間に、重要な不整合は見出されなかった。

### C．一般管理費について

一般管理費については、本利益計画と、過去の実績数値および現時点における平成21年3月期の見通しなどとの比較を行ったところ、一定の増減が認められたことから、その理由について分析すべきものとして、本利益計画における根拠等について検証を行った。

検証に際しては、本利益計画作成前における状況を考慮する必要がある。まず、当社は、旧株式会社シャルレとその純粋持株会社であった旧株式会社テン・アロー

ズが統合されたものである（会社法上は平成 20 年 10 月 1 日を分割期日とし、旧株式会社テン・アローズを承継会社とし、同社の完全子会社である旧株式会社シャルレを分割会社とする吸収分割によるものである。）。この統合については、平成 20 年 1 月 30 日の取締役会で決定されていたが、本利益計画の作成開始がそれ以前であったことから、統合前の状況を前提として作成されていた。つまり、統合前は純粋持株会社であった旧株式会社テン・アローズから、その運営に要する費用のうち一部が旧株式会社シャルレに請求されていたが、本利益計画においても、それら統合前の費用発生形態がそのまま引き継がれている。

したがって、いずれにしても本利益計画については今後の費用発生形態に沿ったものに修正すべきであるが、本件における検証においては、それが単なる科目の入り繰りにとどまるのか、最終の利益数値に重要な影響を与えるか否かについて分析を行った。具体的には、統合前における持株会社から請求される費用の内容等を分析したうえで、本利益計画と整合性を有しているか否かについて検証を行った。結果として、本利益計画において計算されている最終の利益数値に重要な影響を与える事項は見当たらなかった。

以 上

(別紙)

ヒアリング対象者のリスト

社外取締役
執行役
執行役
管理本部 経理部長 (経理課長兼務)
管理本部 経理部 経理課
経営企画部 経営管理課長
経営企画部 経営管理課
経営企画部 経営企画課
経営企画部 経営企画課
管理本部 総務・人事部 人事課長
マーケティング本部長
マーケティング本部 マーケティング部長
マーケティング本部 マーケティング部 マーケティング統括課長
マーケティング本部 商品管理部 商品管理課長
カスタマーサポート本部長 (カスタマーサポート部長兼務)
カスタマーサポート本部 CRM推進部長
カスタマーサポート本部 CRM推進部 CRM推進一課長
カスタマーサポート本部 CRM推進部 CRM推進二課長
メンバーサポート本部 メンバーサポート企画部 サポート企画三課長
株式会社トランスメソッド 代表取締役社長