

## 【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】	2019年2月7日
【報告者の名称】	株式会社デサント
【報告者の所在地】	大阪市天王寺区堂ヶ芝一丁目11番3号
【最寄りの連絡場所】	大阪市天王寺区堂ヶ芝一丁目11番3号
【電話番号】	(06) - 6774 - 0365
【事務連絡者氏名】	取締役常務執行役員 辻本 謙一
【縦覧に供する場所】	株式会社デサント東京支店 (東京都豊島区目白一丁目4番8号) 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、株式会社デサントをいいます。

(注2) 本書中の「公開買付者」とは、BSインベストメント株式会社をいいます。

(注3) 本書中の「株券等」とは、株式にかかる権利をいいます。

(注4) 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。

(注5) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、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。

(注6) 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ない場合があります。

## 1【公開買付者の氏名又は名称及び住所又は所在地】

名称 BSインベストメント株式会社  
所在地 東京都港区北青山二丁目5番1号

## 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、2019年2月7日開催の取締役会決議に基づき、伊藤忠商事株式会社（以下「伊藤忠商事」といいます。）の完全子会社である公開買付者による当社株券等に係る公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）に反対いたします。

また、当社の株主の皆様におかれては、本公開買付けに応募されないようにして頂くとともに、既に応募された株主の皆様につきましては、速やかに本公開買付けに係る契約の解除を行って頂きますよう、お願いいたします。

### (2) 本公開買付けに関する意見の根拠

当社は、2019年1月31日付で当社に対して何ら事前の連絡もないまま一方的に本公開買付けが開始された後、速やかに、当社の財務アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社及び法務アドバイザーである森・濱田松本法律事務所からの助言及び協力を得て、当社の企業価値及び株主共同の利益の確保という観点から、本公開買付けに係る公開買付届出書（以下「本公開買付届出書」といいます。）や本公開買付けに関するその他の情報を収集・分析し、取締役会その他の場を通じ真摯な議論を重ねました。

また、東京証券取引所の定める独立役員である当社の社外取締役2名及び社外監査役2名の計4名は、取締役会とは別途社外取締役及び社外監査役のみで協議を行い、伊藤忠商事及び公開買付者（以下「伊藤忠商事ら」といいます。）並びに当社から独立した立場から、本公開買付けについて、当社の企業価値及び株主共同の利益に資するか否かを含め、真摯に検討を行いました。

その結果、当社は、2019年2月7日開催の取締役会において、下記(3)「本公開買付けに関する意見の理由」記載のとおり、本公開買付けは、形式的には一定のプレミアムを付した買付価格を提示しているものの、買付予定数に上限を付して最小限の資金で実質的に当社の支配権を取得し、他の株主の皆様には伊藤忠商事による当社の経営支配に伴うリスクを負わせるものであるなど、当社の企業価値及び株主共同の利益に資さないばかりか、それらを害するおそれがあるため、本公開買付けに対して反対し、当社の株主の皆様には本公開買付けに応募されないようお願いする旨の意見を表明することを、(i)伊藤忠商事が派遣する取締役であり、本公開買付けに関して当社との間で利益が相反するおそれがあることを理由に当該取締役会を欠席した清水源也取締役、及び、(ii)取締役会には参加したものの、意見を留保した伊藤忠商事出身である中村一郎取締役を除く取締役8名及び監査役3名の全員一致で決議いたしました。

### (3) 本公開買付けに関する意見の理由

本公開買付届出書及び伊藤忠商事らが2019年1月31日付で公表した「株式会社デサント株式（証券コード：8114）に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」（以下「本プレスリリース」といい、本公開買付届出書とあわせて「本プレスリリース等」といいます。）によれば、伊藤忠商事らは、当社のコーポレート・ガバナンス体制を含む経営体制及び経営方針に問題があるため、当社の経営体制の見直しを行うこと等を企図して、本公開買付けを行うものとされています。

しかし、当社は、本公開買付けは、当社の企業価値を毀損し株主共同の利益を侵害するものであると考えておりません。

具体的には、本公開買付けにおいては、その公開買付価格に直近の市場価格に対して一定のプレミアムが付されているものの、買付予定数の上限（7,210,000株。所有割合（注）：9.56%）が定められており、限られた数の株式のみ上記の公開買付価格による売却が保証されているに過ぎません。すなわち、本公開買付けは、形式的にはプレミアムを付した公開買付価格を設定しているものの、その実態は、強圧的な手法により最小限の資金で実質的に当社の支配

権を取得し、株主の皆様は伊藤忠商事による当社の経営のリスクを負わせるものです(下記 )。

そして、本公開買付けによって伊藤忠商事らが当社の実質的な支配権を取得した場合には、当社の企業価値や株主共同の利益よりも伊藤忠商事グループの利益を優先した経営がなされる危険があります(下記 )。また、伊藤忠商事との利益相反に対する牽制が働かず、株主共同の利益に配慮したコーポレート・ガバナンス体制の維持・構築が困難となります(下記 )。

さらに、本プレスリリース等には重大な事実誤認や誤導的な記載が多数存在し、本公開買付けは、不適切な情報開示の下で行われる、不誠実な提案であると考えます(下記 )。

そして、当社取締役会が本書に記載の意見を表明するに際しては、伊藤忠商事ら及び当社から独立する当社の社外取締役2名及び社外監査役2名より、本書のとおり本公開買付けに対して反対の意見を表明することが、当社の企業価値及び株主共同の利益の観点から適切である旨の意見を得ております(下記 )。

以下、順に説明いたします。

(注) 「所有割合」とは、当社が2018年11月8日に提出した第62期第2四半期報告書に記載された2018年9月30日現在の当社の発行済株式総数(76,924,176株)から、当社が所有する同日現在の自己株式数(1,515,767株)を控除した株式数(75,408,409株)に対する割合(小数点以下第三位を四捨五入。)をいいます。以下同じです。

本公開買付けは強圧的な手法により一般株主に対して正当な保障なく伊藤忠商事による当社の経営のリスクを負わせるものであること

本公開買付けの公開買付価格は、直近の市場価格に対して一定のプレミアムを付した金額とされています。

しかし、本公開買付けにおいては買付予定数の上限が定められており、その買付数は最大で7,210,000株(所有割合:9.56%)にとどまります。この上限を超える数の買付けは行われず、あん分比例の方式により決済が行われます。したがって、応募された株式の全てについて公開買付価格による売却が保証されているものではありません。

一方、本公開買付けによって、伊藤忠商事らが当社の総株主の議決権の40.00%を保有することとなった場合、当社の株主総会における議決権行使比率(2018年6月開催の定時株主総会においては87.35%)を考慮すれば、伊藤忠商事が実質的に当社の支配権を取得することとなります。伊藤忠商事は、経営体制の見直しについては一般株主の賛同を得て進める必要があります(本公開買付届出書3頁)、当社との協議の意向があるとし(同9頁)、また、現段階では当社を子会社化する意向はない(同8頁)としております。しかしながら、後に詳述すとおり(下記 B.(a))、伊藤忠商事は、これまで、当社に対して、伊藤忠商事グループの利益を優先した施策の実施を要請してきた経緯があるほか、当社の定時株主総会を本年6月に控え、その議決権行使基準日(3月末日)の直前であるこの時期に、何らの事前連絡もなく一方的に本公開買付けを開始するという今回の強引な手法に鑑みても、当社としては、本公開買付けの目的は、買付予定数の上限を付した公開買付けという強圧的な手法により、最小限の資金で当社の実質的な支配権を取得した上で、自らの意に沿った経営体制及び経営方針の変更を実施することにあると判断しております。

このように、本公開買付けによって、株主の皆様は、限定された数の株式について一定のプレミアムを付した価格で売却する機会を得る一方で、その後、残る大部分の株式の保有を継続したまま、当社の実質的な支配権を取得した伊藤忠商事による当社の経営のリスクを負うこととなります。すなわち、株主の皆様におかれては、本公開買付け後、伊藤忠商事との利益相反に対する牽制機能が失われ、株主共同の利益のためのガバナンス体制の構築も困難となるなか、伊藤忠商事グループの利益を優先した当社の経営のリスクに晒されることとなります。当社は、本公開買付けは、かかる重大なリスクに見合う正当な保障を提供するものではないと判断しております。

当社の現経営陣による実績は高く評価されている一方、本公開買付け成立後は伊藤忠商事グループの利益を優先した経営がなされ、当社の企業価値が毀損する可能性が高いこと

#### A．現在の経営体制の下における当社業績の拡大

本プレスリリース等にも記載のあるとおり、伊藤忠商事は、1994年から2013年までの約19年間、当社に対する代表取締役社長の派遣を継続しました。しかし、2013年6月には伊藤忠商事から派遣されていた代表取締役社長が退任し、伊藤忠商事とは利害関係のない者を代表取締役社長とする経営体制に移行しました。

かかる経営体制の変更以降、当社の経営陣は順調に経営成績を伸長しており、結果として株主の皆様及び資本市場からも高い評価を頂いているものと自負しております。

##### (a) 業績の堅調な拡大

伊藤忠商事らも本プレスリリース等にて言及しているとおり、当社の2019年3月期の連結の売上高と経常利益は、2013年3月期との対比でそれぞれ約1.6倍と約1.8倍まで拡大する見込みです。

地域セグメントの観点からは、当社の収益の柱となっている韓国事業が堅調に推移していることに加えて、中国事業に関しても、2013年3月期から2019年3月期にかけて、中国顧客向けの連結売上高に当社の持分法適用会社である合弁企業の中国顧客向けの売上高を加えた金額（但し、当社連結グループから合弁企業への売上高を控除）が64億円から260億円へと約4.1倍に拡大する見込みとなるなど、中国は、韓国と日本に続く第3の柱に育ちつつあります。

また、ブランドの観点からは、ハウスブランドであるデサントブランドは2013年3月期から2019年3月期にかけて連結売上高が200億円から645億円へ約3.2倍に拡大する見込みであり、地域限定の保有ブランドと合わせた主要な5つの自社ブランド（デサント、ルコックスポルティフ、アリーナ、マンシングウェア、アンプロ）の2019年3月期の連結売上高に占める構成比が約90%となる見込みであり、ライセンス・ビジネスに依存しない強固な事業基盤を築いています。

##### (b) 堅調な株価上昇を含む企業価値の増大

これら堅調な経営実績を背景に、上記経営体制の変更がなされた2013年6月19日から本公開買付けの公表日の前営業日である2019年1月30日までの間、当社の株価は約3倍に上昇しており、同期間の株主総利回り（以下「TSR」（Total Shareholder Returnの略称）といいます。）は205.2%となっております。これらは同期間におけるTOPIXの上昇率及びTSRが、それぞれ1.4倍と57.0%に留まっていることに鑑みても、極めて高い株主リターンを達成していると考えております。また、当社一株当たりの配当金も2013年3月期の8円から2019年3月期には過去最高の26円を見込む等、継続して増加しており、株主共同の利益を強く意識した経営を行ってきております。

##### (c) 更なる企業価値向上に向けた施策の検討

無論、当社は、これまでの堅調な経営成績及び現状に満足することなく、当社の競争力の源泉である商品開発力の更なる強化を目的に、今期、日本と韓国にそれぞれR&Dセンターを開設したほか、2018年8月に発表した株式会社ワコールホールディングス（以下「ワコール」といいます。）との包括的業務提携契約の締結に加え、欧米市場における買収や提携を通じた事業拡大を目指すなど、さらなる企業価値向上に向けた施策を継続的に実施・検討しております。また、急速に進むデジタル化への対応に関しても、社長直轄のデジタルマーケティング戦略室を設置し、デジタル技術によるビジネス革新を能動的かつ強力に推進しております。

##### (d) ステークホルダーによる現経営陣に対する信任

上記(a)乃至(c)に記載した内容の結果として、2018年6月開催の当社定時株主総会における取締役選任議案における当社の現経営陣に対する賛成率は、いずれも約97%と非常に高く、当社の株主の皆様には現経営陣を厚く信任して頂いているものと考えております。

#### B．本公開買付け後は伊藤忠商事の利益が優先され、当社の利益が害される可能性が高いこと

当社は、上記 A.(a)のとおり、2013年の経営体制変更以後、現経営陣及び従業員による自主独立した経営により、その業績を拡大してまいりましたが、本公開買付けにより伊藤忠商事が当社の実質的な支配権を取得した場合には、下記(a)乃至(c)記載のとおり、株主共同の利益を顧みず、伊藤忠商事グループの利益を優先した当社の経営体制・経営方針の変更が実施される可能性があることを非常に懸念しております。

(a) 仕入取引の強要の可能性

当社は、これまで、当社の取引先であると同時に大株主でもある伊藤忠商事から、当社の経営及び事業活動につき様々な要請を受けてきました。

特に、2013年の経営体制の変更以前には、伊藤忠商事から当社代表取締役社長が派遣されていたこともあり、かかる要請は、当社経営陣への直接的な働きかけ等を通じて頻繁に行われていました。特に2011年に伊藤忠商事社内において当社の伊藤忠商事からの仕入高を年間150億円とする目標値が設定されて以降は、その要請も更に激しさを増していきました。そして、2012年には、年間150億円の目標値を達成するべく、以下の「通し」や「付け替え」といった、当社の取引先との信頼関係を毀損し、当社の利益に反すると判断せざるを得ない取引の要請さえ、頻繁に行われるようになりました。

「通し」 当社が直接仕入れを行っている取引先との間の仕入取引について、伊藤忠商事が間に入り、伝票上、伊藤忠商事が当該取引先から仕入れ、当社に対して販売する取引形態とすること

「付け替え」 当社が他の商社を通じて行っている仕入取引について、当該商社に代えて、伊藤忠商事を通じて仕入取引を行うこと

このような伊藤忠商事による仕入取引拡大の要請は、通常の事業上の協議・交渉の枠を大きく逸脱し、当社として到底受け入れ困難なものでした。そこで、当社取締役会は、事前に伊藤忠商事とも複数回にわたり協議を行った上で、2013年2月26日、同年6月の定時株主総会をもって、当時伊藤忠商事から派遣されていた代表取締役の退任と、伊藤忠商事とは利害関係のない新社長の下での新たな経営体制に移行することを決定し、当該定時株主総会における株主の皆様の賛同を得て、現在の経営体制に移行しました。上記の伊藤忠商事による要請については、当社社外監査役を委員長として2013年6月に設置された当社の内部調査委員会の調査においても、コンプライアンス上の重大な問題を生ぜしめたものと認定され、その原因は、筆頭株主であり主要取引先でもある伊藤忠商事の出身者が当社の取締役であったことと無関係ではないものとされております。

(b) 多様なルートからの調達に困難になる可能性

本公開買付けによって伊藤忠商事の意に沿った経営体制・経営方針の見直しが行われた場合には、当社による多様なルートからの調達に困難になる可能性もあります。

当社を取り巻く厳しい競争環境の中では、特定の仕入先・ビジネスパートナーとの間で取引を行うビジネスモデルではなく、商品・ブランド・地域に応じた仕入先・ビジネスパートナーとの間で長期的な関係を構築し、顧客のニーズに沿った高付加価値な商品を開発・製造し、提供していくことが不可欠であると考えております。

そのため、当社は、多くの取引先との間で長期的な関係を構築し、商品・ブランド・地域に応じた仕入先を確保しております。特に、海外事業においては、地域やブランドごとにビジネスパートナーを選定することでリスクの分散を図るとともに、ビジネスパートナー間で当社との取引拡大及び関係の深化のための競争を促すことで、業績を拡大してまいりました。多様な仕入先・ビジネスパートナーから構成される調達ルートの確保は、当社の企業価値の根幹であるモノ創りを支えるとともに、最新の顧客ニーズにあった商品の提供、最先端技術と機能を集結させた先進的な商品の開発や一定の収益性の確保のために極めて重要かつ必要不可欠なものです。

しかし、本公開買付けにより伊藤忠商事が当社経営に対する実質的な支配権を取得した場合には、当社が構築してきた商品・ブランド・地域に応じた多様な仕入先やビジネスパートナーとの関係が破壊され、かかる関係を基礎とした高付加価値かつコスト競争力のある価格での取引が実行できなくなり、当社の経営に対して重大な悪影響が生じる可能性があります。また、伊藤忠商事との仕入取引の拡大により仕入の自由度が奪われた場合、顧客ニーズにあった高付加価値な商品の開発・製造に制約がかかり、当社の強みであるモノ創りの力が失われ、また収益も圧迫される結果として企業価値が毀損される可能性があります。

(c) 従業員や取引先との良好な関係が破壊される可能性

当社は、従業員や取引先との良好な関係を構築しており、かかる関係が当社の企業価値の重要な源泉となっております。

具体的には、当社としては、従業員や取引先との良好な関係性があるからこそ、顧客ニーズにあった高付加価値な商品の開発・製造が可能となり、当社の強みであるモノ創りの力が発揮されるものと考えております。そして、多くの従業員にとって、伊藤忠商事を含む特定の商社の傘下に入ることなく、自由闊達な気風を維持することが、モノ創りにおける創造力の発揮に必須であると考えております。また、当社は、取引先との関係においても、上記(b)のとおり、相互に協力して長期的な関係を構築し、顧客のニーズに沿った高付加価値な商品を開発、製造又は提供していくことが不可欠であると考えております。

このように、本公開買付けによって伊藤忠商事が当社に対する実質的な支配権を取得した場合には、当社の企業価値の源泉である従業員や取引先その他のステークホルダーと当社の関係に重大な悪影響を与え、当社の企業価値を大きく毀損するおそれがあると考えております。実際にも、本公開買付けの公表後、数多くの従業員や取引先から、伊藤忠商事による当社経営への不当な影響力の行使の可能性に対する懸念が示されています。

#### 本公開買付け後、株主共同の利益のためのガバナンス体制の構築は困難となること

##### A．当社は株主共同の利益に配慮したガバナンス体制を維持・強化していること

2013年に伊藤忠商事派遣の代表取締役社長が退任し、現在の経営体制に移行した後、当社においては、当社の企業価値及び株主共同の利益の向上を志向した経営を行う体制を追求し、独立社外取締役2名を含む取締役構成を採用し、また、任意の指名委員会及び報酬委員会を設置することによって、経営に対する監督機能その他コーポレート・ガバナンスの充実を図っております。

その結果、当社においては、伊藤忠商事から経営上の施策の提案を受けた場合も、当社の利益ではなく伊藤忠商事グループの利益を重視する不当な要求であると判断した場合には、これを拒絶し、当社及び株主共同の利益のための経営を続けてまいりました。伊藤忠商事からは、本プレスリリース等において、伊藤忠商事の要請に対して当社が真摯に検討する姿勢を見せないとの批判を展開しておりますが、当社としては、現在の経営体制であるからこそ、伊藤忠商事の不当な要求に対しても、是々非々の姿勢で、株主共同の利益の観点から適切に対応することが可能となっているものと判断しております。

##### B．本公開買付けによって伊藤忠商事との利益相反に対する牽制機能の発揮が困難となること

伊藤忠商事からは、本プレスリリース等において、本公開買付けが成立した場合には、当社の経営体制を見直し、新たに当社内の人材から2名、伊藤忠商事から2名の取締役を選任するほか、伊藤忠商事ら及び当社から独立した人材から2名を社外取締役として選任することを当社株主総会に提案する予定であるとしています。そして、伊藤忠商事からは、経営体制の見直しについては一般株主の賛同を得て進める必要があります（本公開買付け届出書3頁）、当社との協議の意向があるとし（同9頁）、また、現段階では当社を子会社化する意向はない（同8頁）としております。

しかし、前述のとおり、本公開買付けの目的は、買付予定数の上限を付した公開買付けという強圧的な手法により、当社の実質的な支配権を取得した上で、自らの意に沿った経営体制及び経営方針の変更を実施することにほかなりません。上記 B.(a)において述べたとおり、これまで、当社に対して、伊藤忠商事グループの利益を優先した施策の実施を要請してきた経緯等に鑑み、本公開買付けによって伊藤忠商事が当社に対する実質的な支配権を取得した場合には、伊藤忠商事との利益相反に対する牽制機能を担うべき取締役会その他の監督機関が、機能不全に陥る可能性が高いと判断しております。

##### C．当社の更なるガバナンス体制の改革も阻害される可能性があること

上記 A.のとおり、当社においては、独立社外取締役2名を含む取締役構成を採ること等によって、経営に対する監督機能その他コーポレート・ガバナンスの充実を図っておりますが、従前より、コーポレート・ガバナンスの更なる強化に向けたより望ましい経営体制の在り方について検討を重ねておりました。その結果、当社は、経営に対する監督機能その他コーポレート・ガバナンスをより先進的かつ透明性の高いものへと一層充実させる観点から、当社の経営体制を見直し、取締役の過半数を独立した社外取締役とすることにより、取締役会の監督機能を大幅に強化する方針です。具体的には、業務執行取締役を1名とし、その他4名の独立した社外取締役を選任することを想定しており、これらの取締役の選任を当社株主総会において提案させていただく予定です。

当社としては、このようなコーポレート・ガバナンス体制の見直しにより、伊藤忠商事との利益相反に対する牽制機能をより一層高め、株主共同の利益に資するガバナンス体制の構築が可能となると考えておりますが、詳細については決定次第公表する予定です。

本公開買付けは不適切な情報開示の下で行われる、不誠実な提案であること

A．伊藤忠商事らによる当社の経営上の問題の指摘は事実誤認又は事実を歪曲した誤導であること

伊藤忠商事らは、本プレスリリース等において、当社の経営上の問題として、(a)韓国事業への過度な依存、(b)コーポレート・ガバナンス体制の脆弱性及び(c)現経営陣の社員軽視の可能性がある」と指摘しています。

しかし、このような伊藤忠商事らの指摘は、以下のとおり、いずれも事実誤認に基づくもの又は事実を不当に歪曲した誤導的記載です。

(a) 韓国事業への過度な依存の指摘について

伊藤忠商事は、本プレスリリース等において、当社が過度に韓国事業に依存していると指摘した上で、日本事業は実態として営業赤字に近い状態にあると推定しています。

しかし、当社は、日本事業に特化するデサントジャパン株式会社の分社化を行った上で、適時適品体制の確立や事業効率の改善を進めており、更には水沢ダウン等の高付加価値な商品でヒットを産むなど、日本事業においても、ここ数年で大きく収益力を向上させており、デサントジャパン株式会社は分社化初年度となる2018年3月期に、売上高50,693百万円、経常利益932百万円、当期純利益962百万円を計上しております（当社に対するロイヤリティ支払い後）。また、その他のエリアにおいても、特に中国においては、上記 A.(a)のとおりその業績が急速に伸張し、韓国と日本に続く第3の柱に育ちつつあります。したがって、伊藤忠商事による指摘は事実と異なります。

なお、伊藤忠商事らは、本プレスリリース等において、伊藤忠商事及び同社から派遣されている当社取締役より、当社に対して事業戦略に関する問題提起を行うとともに事業方針の見直しの検討を求めているものの、当社がこれを真摯に検討しなかった旨の指摘も行っております。しかし、当社としては、これまでも、株主の平等及び公平な取扱いに留意しつつ、大株主である伊藤忠商事との間で各種業績の説明その他の対話を行ってきたものであり、この指摘も事実と異なります。当社としても、仮に、伊藤忠商事を含む株主の皆様から具体的な問題提起があれば真摯に検討する意向であります。他方で、特定の株主からの提案の是非については、当社の企業価値及び株主共同の利益の観点から判断される必要があると理解しております。

(b) コーポレート・ガバナンス体制の脆弱性について

伊藤忠商事らは、本プレスリリース等において、(i)ワコールと当社の包括的業務提携契約の締結に際し、当社の取締役会において十分な審議がなされなかった、(ii)伊藤忠商事が当社に対して行った株主名簿の閲覧謄写請求に関する当社の担当取締役及び監査役の対応が不誠実であった、(iii)当社と株主の間の対話の内容が第三者に漏洩した可能性があるなどとし、これらについて、伊藤忠商事又は同社から派遣された取締役より、当社の現経営陣及び監査役に対し、具体的な問題提起を行ったにもかかわらず、真摯に向き合う姿勢が見られなかったこと等を理由として、当社のコーポレート・ガバナンス体制に重大な問題があると指摘しています。

しかし、上記(i)のワコールとの業務提携については、取締役会において全取締役に対して適法かつ適切な情報提供を行ったうえで十分な審議を行っており、伊藤忠商事らの指摘はそもそも前提事実に戻ります。また、上記(ii)の株主名簿の閲覧謄写請求についても、当社は、法令等及び当社の社内規則等に従い、適法かつ適切に対処し、請求に応じており、当社の一連の対応に法令又は当社の社内規則等の違反その他不当な点はありません。さらに、上記(iii)に関しては、コーポレート・ガバナンス体制との関連性が明らかでないばかりか、伊藤忠商事らの指摘はそもそも客観的な根拠のない憶測に基づく一方的な主張にすぎません。このように、本プレスリリース等における伊藤忠商事らの上記各指摘は、いずれも事実と反するか、株主の皆様を誤導するものであり、このような情報を株主の皆様にご提供すること自体、極めて不誠実です。

また、伊藤忠商事の上記各指摘に関しては、その都度、伊藤忠商事ら及び当社から独立する社外取締役及び社外監査役も出席する取締役会において審議の上、当社の対応に何ら問題はないことを確認しております。むしろ、当社取締役会は、独立社外取締役及び社外監査役を含め、伊藤忠商事及び同社から派遣されている当社取締役による当社に対する不合理な要請に対して反対の意を表してきたものであります。

(c) 現経営陣の社員軽視の可能性について

伊藤忠商事らは、当社より、特定の投資ファンドとの間で当社の非公開化（以下「本件非公開化」といいます。）について協議している旨の連絡を受けたとし、そのうえで、本件非公開化は当社が多額の債務を負担することとなるものであり、これを実行すれば当社の財務体質が極めて不安定となることから、当社の従業員を軽視するものであると主張しています。

しかし、本件非公開化は、企業価値最大化に向けた複数の戦略的施策の検討の一環として初期的に検討されたものにすぎず、もとより負債の金額その他具体的な取引条件等の検討に至っておりません。また、当社としては、仮に、本件非公開化のような取引を行うとしても、当社の財務体質を踏まえ、当社のキャッシュフローで十分に返済可能である合理的範囲でのみ負債調達を行うことが前提となると考えております。

そもそも、当社経営陣は、上記 B.(c)のとおり、当社の企業価値の源泉ともいべき顧客ニーズにあった高付加価値な商品の開発・製造やモノ創りの力が最大限発揮されるよう、従業員との間の良好な関係を極めて重要視しており、現に良好な関係を構築してまいりました。

このように、伊藤忠商事らの主張は、事実と反するとともに、極めて誤導的なものであり、非常に恣意的かつ悪意に満ちた内容でさえあると当社は考えています。

B. 伊藤忠商事の掲げる経営上の施策はいずれも当社が既に実施している施策又は効果が不透明な施策であること

伊藤忠商事らは、本プレスリリース等（本公開買付届出書 8～9 頁）において、伊藤忠商事らにおいて本公開買付けの終了後に実施することを検討している施策を掲げております。

しかし、以下のとおり、これらはいずれも既に当社が実施している施策又は実施することによる効果が不透明な施策といえます。

(a) 日本事業の「組織改革によるマーケティングオペレーションの改善」について

当社は、2016年9月にデサントジャパン株式会社を設立し、2017年4月には当社をグローバル本社とする新体制をスタートさせ、グローバルにおけるグループ管理と日本事業の分離による効率化を既に進めています。日本事業を担当するデサントジャパン株式会社は分社化初年度となる2018年3月期に、売上高50,693百万円、経常利益932百万円、当期純利益962百万円を計上しております（当社に対するロイヤリティ支払い後）。当社は、その後も、当社とデサントジャパン株式会社の業務分担等について不断に見直しを行い、更なる効率化を推進しております。

(b) 日本事業の「スポーツチェーン店や百貨店を中心とする従来の卸売主体のビジネスモデルからの転換」について

当社は、2016年5月10日付で公表した2017年3月期を初年度、2019年3月期を最終年度とする中期3ヶ年計画「Compass 2018」（以下「当社中期経営計画」といいます。）において、直営店を含む自主管理店の出店推進を施策として盛り込んでおりました。そして、当社は、既にライフスタイル提案型の直営店「DESCENTE BLANC」を7店舗展開するなど直営店の出店を進めたほか、既存の小売流通店舗内にショップ・イン・ショップ形式で展開する自主管理店の出店を拡大するなど十分な成果を挙げており、既に「従来の卸売主体のビジネスモデルからの転換」を進めております。また、EC（電子商取引）の強化についても、社長直轄のデジタルマーケティング戦略室の設置やEC専門の組織の組成を行っているほか、当社が2018年8月30日付で公表したワコールとの包括的業務提携においても重点協業領域としているなど、既に施策を実施しております。

(c) 「中国市場開拓のスピードアップによる中国事業の強化」について

当社の中国事業は、上記 A.(a)のとおり、中国が韓国と日本に続く第3の柱に育ちつつあります。特にデサントブランドにおいては、展開開始から約2年で直営店が100店舗を超え、付加価値の高いスポーツブランドとしてのポジショニングを獲得することができています。

当社の中国事業は合併事業を中心とした持分法適用会社を主軸としており、その売上高は会計上、当社に連結されないものの、持分法投資損益を通じて十分に利益の取り込みを達成し、今後も成長していくことを企図しております。



(d) 「韓国事業の持続的成長」について

韓国国内においては客層の拡大を企図した新業態店の出店や、R&Dセンターの設立によるシューズ事業の強化などで更なる事業拡大を進めております。また当社においては環境配慮型ビジネスモデルをグローバルに展開すべく、環境配慮型技術や環境配慮型素材を積極的に採用しており、既に施策を実施しております。これらの施策を含め、当社の韓国事業に対する伊藤忠商事の貢献は限定的であり、同社のバリューチェーンの活用による具体的な効果についても疑問があります。当社は、引き続き、韓国国内において商品カテゴリーやターゲットの拡大による更なるシェアの向上を図るほか、韓国事業のノウハウを韓国国内に設立した子会社デサントグローバルリテール LTD.を通じて他国に展開するなど、既に次のステージを見据えた施策を開始しております。

伊藤忠商事ら及び当社から独立する社外役員も、反対意見の表明を支持していること

上記(2)「本公開買付けに関する意見の根拠」のとおり、東京証券取引所の定める独立役員である当社の社外取締役2名及び社外監査役2名の計4名(以下、本において「本独立役員」と総称します。)は、取締役会とは別途本独立役員のみで協議を行い、伊藤忠商事ら及び当社経営陣から独立した立場から、本公開買付けについて、当社の企業価値及び株主共同の利益に資するか否かを含め、真摯に検討を行いました。

その結果、本独立役員は、その総意として、以下の見解を有するに至ったとのことです。

上場企業の経営にあたり、いわゆる「資本の論理」は重要な要素であります。しかし、「資本の論理」が適切に運用されるためには、株主の平等かつ公平な取扱いを通じた少数株主を含む一般の株主様の利益の保全と、資本と経営の間の建設的な対話や信頼関係の存在が不可欠であると考えております。

このような観点で本公開買付けを評価するとき、本独立役員としては、本公開買付けには以下のような問題があると判断しております。

まず、株主の平等や公平な取扱いの観点から問題が生じる可能性があります。本公開買付けによって買付予定数の上限に至る数の当社株式を伊藤忠商事らが取得した場合、伊藤忠商事は、当社にとって、取引先であると同時に、実質的な支配株主でもあるという立場に立つこととなります。伊藤忠商事グループと当社の間には取引関係があるのみならず、同グループは多数のアパレルブランドを抱え、当社と競合する事業を行っていると認識しております。このような潜在的な利益相反構造自体は、現時点でも既に存在するものではありませんが、本公開買付けによって伊藤忠商事らが当社の実質的な支配権を取得した場合、利益相反のリスクが顕在化する可能性があります。少なくとも、本公開買付けにおいては、上述した株主の公平な取扱いや利益相反にかかわる懸念への対処が十分に示されておらず、本独立役員は、仮に伊藤忠商事らがその意のままに当社の経営体制を変更した場合には、伊藤忠商事との利益相反に対するガバナンスの実効性が失われることを危惧しております。

また、本独立役員は、伊藤忠商事らの提案内容を精査したものの、伊藤忠商事らが本公開買付け後に実施することを提案する各施策は、社外役員の目からみても、特に目新しいものはなく、既存施策と有意な差異はないように見受けられます。直近数年間、現在の経営陣の下で、上記 A.(a)に記載のとおり、当社の業績は拡大を続けており、財務健全性も非常に高い状況にあります。さらに、当社の株価に目を向けてみても、公開買付け開始前の株価を基にした場合でも、東証株価指数(TOPIX)を構成する企業の株価収益率や純資産倍率等を上回っています。したがって、当社が取組むべき主要な課題はあるにせよ、その企業価値の向上のための取組みは一定の評価を得ているものと言えます。上記の成果を残している現経営陣に対して、対話を通じた規律付けを行うことを超えて、威圧的かつ強圧的な手段で経営体制の変更を求めることに、少なくとも、事業上又は経済上の合理性や必要性を見出すことはできません。

なお、本公開買付けにおいて、ワコールとの業務提携の経緯等、当社のガバナンスのあり方についての指摘がなされておりますが、いずれも当社の企業価値及び株主共同の利益に与える影響を踏まえ、本独立役員も関与したうえで適切な対応がなされてきたことを付記いたします。

以上の理由により、本独立役員は、当社取締役会として、本書のとおり本公開買付けに対する反対意見を表明することが、当社の企業価値及び株主共同の利益の観点から適切であると判断した次第であります。

#### 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)
中村 一郎	取締役会長		10,200	102
石本 雅敏	代表取締役社長		937,935	9,379
田中 嘉一	取締役専務執行役員	最高製品責任者 (CPO)	41,000	410
三井 久	取締役常務執行役員		38,200	382
羽田 仁	取締役常務執行役員	最高戦略責任者 (CSO)	26,000	260
辻本 謙一	取締役常務執行役員	最高財務責任者 (CFO)	24,800	248
金 勳道	取締役常務執行役員		1,000	10
清水 源也	取締役			
井伊 雅子	取締役			
朱 殷卿	取締役			
森光 正次	常勤監査役		7,600	76
檜垣 誠次	監査役			
太田 克実	監査役			
計			1,086,735	10,867

(注1) 所有株式数及び議決権は2018年12月31日現在のものです。

(注2) 取締役 井伊雅子、朱殷卿は、社外取締役であります。なお、井伊雅子氏の戸籍上の氏名は、葛西雅子であります。

(注3) 監査役 檜垣誠次、太田克実は、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。

以上