



平成 23 年 2 月 21 日

各 位

会 社 名	株式会社東理ホールディングス
コード番号	(5856) 上場取引所 東証第 2 部
代表者名	代表取締役社長 永井 鑑
問合せ先	代表取締役副社長 忍田 登南
T E L	(03) 3548-1014

第三者調査委員会の調査報告書の受領についてのお知らせ

当社は、本日、平成 22 年 8 月 17 日付け「過年度のエクイティ・ファイナンス等に関する第三者委員会設置のお知らせ」にて開示いたしました、第三者調査委員会より、添付資料のとおり調査報告書（以下「本報告書」といいます。）を受領いたしましたので、お知らせいたします。

本報告書においては、個人名を特定しなくとも事実関係の理解に差し支えない部分については、表記を第三者委員会において配慮していただいております。

なお、本報告書を踏まえた当社の検討結果等につきましては、本日併せて開示いたしました「(訂正) 平成 21 年 3 月期 決算短信等の一部訂正等に関するお知らせ」をご参照ください。

(参考) 平成 22 年 8 月 17 日 「過年度のエクイティ・ファイナンス等に関する第三者調査委員会の設置に関するお知らせ」

添付資料「第三者調査委員会調査報告書」

以上

平成 23 年 2 月 21 日

株式会社東理ホールディングス 御中

調 査 報 告 書

調査委員会（平成 22 年 8 月 17 日設置）

委員長 弁護士 杉原 弘泰
（杉原法律事務所）

委員 弁護士 山田 秀雄
（山田・尾崎法律事務所）

委員 公認会計士 能勢 元
（東京フィナンシャル会計事務所）

貴社より、平成 22 年 8 月 17 日付けで委嘱を受けた調査事項（以下「本件調査」といいます。）につき、当委員会における当該調査の経緯及び結果を以下のとおりご報告いたします。

第 1 第三者調査委員会設置までの経緯

1. 本件調査に至る経緯

貴社は、平成 22 年 6 月 24 日付け「(訂正)「平成 22 年 3 月期 決算短信」等の一部訂正に関するお知らせ」において、過年度における関連当事者取引についての決算短信等の訂正をしたが、当該訂正開示の関連で（株）東京証券取引所（以下「東証」という。）からの照会等もあり、その後調査したところ、平成 18 年 2 月 24 日付け「第三者割当による新株式発行に関するお知らせ」及び平成 19 年 4 月 27 日付け「自己株式の処分に関するお知らせ」により開示された、貴社の新株式の発行及び自己株式の処分について、東証諸規則上必要となる東証への提出書類の一部欠落、上記 2 件の開示資料に記載した内容と実態の差異、貴社における機関決定等に係る不備、

決算短信等の訂正の必要性等を認識した。また、平成 22 年 6 月 24 日に開示の訂正開示にかかる検証（二次取引の取引者に関する当社の認識・監査法人への説明等を含む）の必要性についても認識した。

このため、貴社は、上記の 2 件の株式の引受・譲渡等に関する実態及びその法律的な問題点の解明検討並びに平成 22 年 6 月 24 日の訂正開示にかかる検証等を行うため、公正性及び透明性確保の観点も考慮し、当社と利害関係のない外部の独立した有識者による調査委員会（以下「本調査委員会」という。）に、以下の調査事項を委嘱することとした。

なお、当委員会は、平成 15 年から同 19 年までの間に行われた貴社のエクイティ・ファイナンスに関する会計処理、コンサルティング契約及びその報酬支払いの適否、コーポレート・ガバナンス等に関する調査（以下「第一回調査」という。）を貴社から委嘱され、その調査実施中に、貴社から本件の調査を追加委嘱されたものである（第一回調査に係る報告書は平成 22 年 12 月 9 日付けで貴社に提出済みである。）。

2. 本調査委員会の構成

本調査委員会は、弁護士 2 名と公認会計士 1 名で構成されている。委員となった弁護士と公認会計士は、過去に貴社の依頼による職務に従事したことがなく、利害関係のない独立の専門家として公正な意見を表明することができる立場にある。

第 2 本件調査の概要

1. 調査の目的

本件調査の目的は、上記の 2 件の株式の引受・譲渡等の事実関係を把握した上、開示内容の妥当性、割当先等と貴社との関連当事者該当性、貴社ないし貴社取締役の対応の妥当性等について検討し、問題点について所要の提言を行うことである。

2. 調査の対象

本件調査は、平成 18 年 3 月 23 日及び同 19 年 5 月 24 日に行われた下記エクイティ・ファイナンスに係る会計処理及び開示資料の適切性、開示と実態の差異、貴社における対応の妥当性等を対象とするものである。

名称	払込日	発行株数 (万株)	発行総額 (千円)	コンサル費用 (千円) 及び支払先
新株発行 第三者割当 増資	18.3.23	3,000	1,680,000	—
自社株式売 却	19.5.24	5,700	1,140,000	34,200 エデュケーション

3. 調査の方法

(1) 主たる基礎資料

本件調査は、主に以下の資料を基礎としている。

- ① 貴社登記事項の履歴事項全部証明書
- ② 調査対象項目に関連する貴社取締役会議事録
- ③ 調査対象項目に関連するコンサルティング契約書
- ④ 貴社作成に係る資金移動リスト
- ⑤ 貴社有価証券報告書（平成18年3月期及び平成19年3月期）
- ⑥ 貴社会計データ（調査対象となったエクイティ・ファイナンス時期）
- ⑦ 貴社預金通帳コピー（調査対象となったエクイティ・ファイナンス時期）
- ⑧ 関連各社の会計データ（調査対象となったエクイティ・ファイナンス時期）
- ⑨ 関連各社の税務申告書写し（調査対象となったエクイティ・ファイナンス時期）
- ⑩ 割当先（譲渡人）及び譲受人における資金移動の実証書類
- ⑪ 割当先（譲渡人）と譲受人との間の株式売買契約書等の取引関係書類
- ⑫ 関係者に対するヒアリング調査の実施

(2) ヒアリングの実施状況

本件調査では、下記の日程で当時の各社関係者のうち当委員会の調査に協力の得られた下記の関係者からヒアリングを行った。

実施期間 平成 22 年 9 月 8 日（水）から平成 23 年 2 月 9 日（水）
まで（電話によるヒアリングを含む。）

対象者

- ① 貴社 代表取締役 2 名
- ② 本件の調査対象となっている新株発行及び自己株式処分の割当先
合計 3 名
- ③ 本件の調査対象となっている新株発行及び自己株式処分の割当先
からの譲受人及び再譲受人 合計 10 名（貴社代表取締役 1 名を含
む。割当先と 1 名重複。）

なお、上記 10 名のうち、2 名については、ヒアリングへの回答を
拒絶され、2 名については書面による照会を行ったが、現時点まで
に回答を得られていない。

（3）本件調査における制約事項

以下に詳述するとおり、本件調査の対象であるエクイティ・ファイナ
ンスのうち平成 18 年 3 月に行われた第三者割当増資については、貴社旧
代表取締役福村康廣氏（以下「福村氏」という。）がその割当先（引受人）
及び当該割当先（引受人）からの貴社株式の譲受人を実質的に決定し、
一部の割当先（引受人）について、その株式払込金に係る資金調達をア
レンジしていたものであると考えられ、また、平成 19 年 5 月に行われた
自己株式の売却処分についても、当初の譲受人が譲受け直後にこれらを
別の第三者に譲渡することを、当時これらの取引をアレンジしていたと
認められる福村氏は予め認識していたと考えられる状況にあった。

そのため、本件の事実関係を解明するには、問題となる取引の決定及
び実行に関し主導的な役割を果たした福村氏から直接事情聴取すること
が極めて重要であることは言うまでもないところである。

しかしながら、福村氏は、貴社が、平成 16 年 12 月 8 日に開示した新
株予約権を利用した資金調達 8,080 百万円に関するコンサルティング費
用 1,680 百万円（消費税を含め 1,764 百万円）及び平成 17 年 6 月 27 日
に開示した新株予約権を利用した資金調達 3,562 百万円に関するコンサ
ルティング費用 600 百万円（消費税を含め 630 百万円）の支払いに関し、
特別背任罪により平成 21 年 12 月 7 日に起訴され、同月 28 日に追起訴さ
れて、本件の調査開始前から調査期間の大部分を占める平成 23 年 2 月 14
日まで、その公判のため東京拘置所に勾留されていた。現在は保釈され
ているが、保釈の条件として事件関係者との接触が禁じられているため、
同氏から事情聴取することは相変わらず困難な状況にある。また、仮に、

福村氏に何らかの方法により質問が可能であったとしても、刑事裁判及び（将来の）民事裁判への影響等を勘案すれば、同氏から回答の得られる可能性は極めて低いと思われる。

したがって、①本件に係る事実評価・判断の前提となる事実関係の調査において、最重要人物である福村氏のヒアリングが実施されていないこと、その結果、②関係者のヒアリングに依拠した認定事実については、ヒアリングが片面的ないし一方的なものであることから、推定の要素が多くなること、また、③特に福村氏しか知り得ない事実及び福村氏の主観面については、確定的な事実認定ができず推測によるほかない部分があったことなどの制約が存在する。本報告における当委員会の判断は、このような制約下において行われたものであることを予めお断りしておきたい。

第3 平成18年2月24日開示の新株発行（第三者割当増資）について

1. 新株発行の概要及びその後の経過

平成18年2月24日開催の貴社取締役会において、発行株式数3,000万株、発行価額1株につき56円、割当先を松村賢吾、清水紀代志の両氏（以下、それぞれ「松村氏」、「清水氏」という。）とする第三者割当による新株発行が決議された。同日「有価証券届出書」が提出されその旨開示されるとともに、「第三者割当による新株発行のお知らせ」が開示された。

また、同年3月23日に松村氏、清水氏がそれぞれ1,500万株分の払込（各840,000千円）を行うことにより当新株発行が行われ、同日「第三者割当による新株発行に関する払込完了のお知らせ」が開示された。

当株式に関して、松村氏は同年3月20日（新株発行前）に当株式のうち150万株を忍田氏に譲渡していることをはじめとして、以下のとおり3月30日までに松村氏への割当1,500万株の内900万株を複数の第三者に譲渡している。

株式譲渡の日付	株式の移転	資金の移動
平成18年3月20日	今井氏へ50万株（1株につき56円。以下も同様）	3月20日今井氏から28,000千円入金（松村氏通帳を閲覧。以下も同様）
平成18年3月20日	忍田氏へ150万株	3月20日忍田氏から84,000千円入金（当該取得資金に

		関して3(1)に記載)
平成18年3月30日	横川氏へ250万株	3月17日35,500千円及び 22日104,500千円それぞれ 横川氏から入金
平成18年3月30日	國分氏へ50万株	3月20日國分氏から28,000 千円入金
平成18年3月30日	(有)ナカショーへ 400万株	3月22日(有)ナカショーか ら224,000千円入金
平成18年6月13日	松村氏の証券口座 に600万株入庫(証 券会社作成顧客勘 定元帳を閲覧)	

さらに、横川英彦氏（以下「横川氏」という。）は、外観的には、松村氏から譲り受けたとされる250万株のうち、50万株を平成18年3月30日今井輝彦氏（以下「今井氏」という。）に払込価格と同額で譲渡し、日付不明であるが50万株を払込価格と同額でA氏に譲渡し、平成18年4月3日、5万株を貴社とは関係のない知人の会社に280万円で譲渡したほか、平成18年9月6日から平成19年3月29日までの間、複数回にわたり145万株を市場売却している。今井氏譲渡分については譲渡契約書を確認した。また、今井氏とA氏への譲渡2件分の売却代金については、福村氏からの指示で横川氏により、A氏名義口座から引き出された後、横川氏名義で松村氏名義の銀行口座に振り込まれている（但し、本来の売却代金5,600万円に不足する3,550万円が振り込まれている。）。なお、市場売却分は証券会社売買報告書により確認した。

一方、清水氏は、平成18年9月6日に60万株を松村氏に譲渡したほか、同年8月23日から12月5日まで複数回にわたり1,440万株を市場売却している。松村氏から9月14日に入金があったことを松村氏通帳及び清水氏通帳により確認した。市場売却分は証券会社売買報告書により確認した。

2. 事実関係の分析評価

(1) 松村氏による新株引受について

松村氏引受に係る新株について、引受人とされている松村氏、松村氏が

ら新株譲渡を受けたとされている上記今井氏等に対するヒアリング、これら関係者の預金口座の取引履歴等の関係証拠を総合して検討した結果は、以下のとおりである。

松村氏名義で上記 1,500 万株の増資払い込みの行われた平成 18 年 3 月 23 日の直前である同月 17 日から同月 22 日までの間に、同氏から新株譲渡を受けたとされている今井氏、忍田氏、横川氏、國分氏、有限会社ナカショーから前記の一覧表記載のとおり、それぞれの新株譲受け代金が松村氏の預金口座に入金されており、これらの資金のほかにアルバース証券から約 2 億 7,500 万円、松村氏個人から振り込まれた約 6,000 万円を加えて合計 8 億 4,000 万円が同氏引受に係る 1,500 万株の新株引受払込金として貴社に振り込まれた事実が認められる。

ところで、これらの関係者のうち松村氏個人の払い込み分、及びアルバース証券の払込み分は松村氏が自ら資金調達したものであるが、新株譲受人とされているその他の者は國分氏及び横川氏の一部を除いていずれも、それぞれが自らの計算で資金を提供したものと認められ、貴社代表取締役（当時、以下同様。）の福村氏及び松村氏がそれらの増資譲受けを斡旋し実現に導いたものと思われる。

横川氏が松村氏より譲り受けた 250 万株については、上記のとおり、さらに今井氏に 50 万株、A 氏に 50 万株が譲渡され、この今井氏譲渡分と A 氏譲渡分について、両名とも買い受けた覚えはないと述べている。また、本件新株発行の払込日前の平成 18 年 3 月 17 日に、当該 2 件の売却代金の趣旨と思われるが、本来の売却代金 5,600 万円に不足する 3,550 万円が横川氏名義で取締役会決議上の引受人である松村氏名義の口座に振り込まれているところ、横川氏によれば、福村氏の指示により、横川氏が、A 氏名義の銀行口座から、3,550 万円を引き出して、自己の名義で松村氏名義口座に振り込んだとのことである。また、この資金の流れに関し、今井氏及び A 氏は一切これに関知していないとしている。更に、横川氏は、今井氏及び A 氏への譲渡分の株券は、福村氏が持っていったように思うと述べている。

また、國分氏に対するヒアリングの結果、同氏は上記の新株譲り受けに関して全く記憶がないとしており、同氏名義で松村氏の口座に振り込まれた資金の出所については福村氏に直接確認できないため、本件調査では解明出来ていない。

以上の事実関係を踏まえ本件の新株引受けの実態をどう評価するかについて検討するに、①松村氏は自らが新株を引き受けた際の引受価額と同額で上記今井氏等関係者に新株を譲渡していること、②取締役会決議上の新

株引受人の松村氏から 1,500 万株の払込金の払い込みがなされるに先立ってこれらの譲渡先から新株譲受け代金がそれぞれ松村氏に支払われていること、③松村氏は、事前に支払われたこれら新株譲受け代金と自身の調達した増資引き受け資金とを併せ、一括して新株引受払込金の払い込みを行っていること、④松村氏から横川氏へ、横川氏から今井氏及びA氏に譲渡された 100 万株については、今井氏もA氏も全く関与しておらず、その他の第三者が資金を拠出し株券を取得したと思われることなどの点に鑑みると、形式的には、松村氏が引き受けた新株をその後これらの関係者に譲渡したかのように契約書等の上で処理されてはいるが、実質的には、松村氏が自ら調達した金額は同氏による引受けと認めるとして、それ以外の金額については、松村氏が新株を引き受けたというより、むしろ同氏から新株を譲り受けたとされているこれらの関係者が直接新株を引き受けたと評価するのが相当であろうと考えられる。但し、横川氏が松村氏から譲り受けたとされている 250 万株のうち 100 万株については、今井氏及びA氏がその後これらをそれぞれ 50 万株ずつ横川氏から譲り受けた形となっているものの、今井氏及びA氏のいずれについても実質的な引受人であるとは認め難く、これに直接係った福村氏からの聴取が出来ないなど先に述べた理由により、結局誰が実際の引受人であるかを特定するには至らなかった。

そうだとすれば、松村氏が新株 1,500 万株の引受人となる旨「有価証券届出書」により開示された平成 18 年 2 月 24 日以前の段階で、新株譲受人とされているこれらの関係者がすべて特定し、かつその譲受株数、金額等が確定していたか否かが、上記有価証券届出書の記載の適否に関連して更に問題となる。

松村氏は、この点に関し、貴社代表取締役の福村氏から 1,500 万株の引き受けを依頼された当初は自身がすべてこれを引き受けるつもりであったが、その後資金調達が思うにまかせず、そのことを福村氏に伝えたところ、上記の今井氏他数名の関係者から資金が振り込まれることとなったものでありと述べている。

また、松村氏よれば、福村氏から、「新株引受人として届け出をする名義人については、小さい引受人まで細かく報告することは出来ないから、松村氏が 1,500 万株全部を引き受けた上で、その中から譲渡する形を取ってほしい。」との依頼を受けこれに応じたものとしているが、新株譲受人とされている上記今井氏ほか 4 名の関係者が特定し（但し、横川氏譲受分のうち 100 万株及び國分氏の譲受分 50 万株については実質的な引受人不明）、かつその譲受株数等が確定した時期については、松村氏の記憶は定かでない。しかし、新株譲受人とされている者のうち多数の者が、新株譲受けを

決意したのは新株発行に関する開示の行われた平成 18 年 2 月 24 日以降の時期であるとしているところから、実際に新株譲受人等が確定した時期は各人ごとに若干の違いがあるとしても、上記増資に係る有価証券届出書の開示より以降でかつそれぞれが新株譲受代金を松村氏口座に払い込んだ時以前の時期であったと推認される。

(2) 清水氏による新株引受けについて

次に、清水氏引受けに係る新株について、同氏、及び同氏の預金口座を管理していた横川英彦氏、新株引受資金の一部の送金口座の名義人である A 氏等のヒアリング並びに銀行口座の取引履歴その他の関係証拠を総合して検討した結果は、以下のとおりである。

清水氏は、弁護士として別に法律事務所を営んでおり、福村氏の依頼で貴社代表取締役福村氏のグループ会社であった株式会社キーネット等の監査役に名を連ねていたが、貴社を始めこれらのグループ会社の業務には深くは関与していなかったと思われる。

清水氏はヒアリングの際、福村氏から「東理ホールディングスが第三者割当増資を行うので 1,500 万株引き受けてくれ。金は何とかするから。」と依頼され承諾したが、実際の払込資金の調達には関与しておらず、また取得した新株をその後どのように処分し損益がどうなったか詳細は知らない。1 年を通じて損益につき納税手続きをしたこともあるが、それらはすべて福村の指示により動いていた横川氏が実際の手続きをしていた。自分はこの増資引き受けについては形式的に名義を貸したに過ぎない立場であり、これによる法的及び経済的効果が自分に帰属するものではないと考えている。」旨述べている。

ところで、清水氏が引き受けたとされている新株 1,500 万株の払込みは同氏名義により平成 18 年 3 月 23 日に予定どおり払い込まれている。その原資となる資金について、横川氏は、同氏の管理していた東京三菱 UFJ 銀行京橋支店の清水氏名義の普通預金口座に同銀行同支店の A 氏名義口座から平成 18 年 3 月 22 日に振り込まれた 7 億 6,900 万円、清水氏から同年 3 月 17 日に振り込まれた 5,600 万円、及び当時の清水氏名義口座の残高のうち 1,500 万円を加えて合計 8 億 4,000 万円として、これを清水氏名義の新株引受払込金に充当したものであると説明している。

更に、横川氏は、A 氏から振り込まれた上記の 7 億 6,900 万円は、名義上のものに過ぎず、実際の資金調達は福村氏が行ったものであり、清水氏から振り込まれた上記 5,600 万円及び残高分 1,500 万円については清水氏自身の資金ではないかと説明している。

この点に関し、清水氏は、「自分の名義で振り込まれた 5,600 万円につい

て、自分の預金通帳等を確認したが、当時、これと一致する金額は見当たらず、振込みについて全く記憶がない。株を引き受けたという認識はないので、新株払込金としてお金を振り込むことはない。」と説明している。

一方、A氏は、福村氏や横川氏に増資取引の便宜上A氏名義の上記預金口座を利用させていたが、実際の取引には関知していなかったとして、横川氏の話に沿う説明をしている。A氏が福村氏の運転手であることなどからして、横川氏やA氏の述べるところが真実と思われる。しかしながら、横川氏が清水氏の調達によるものと考えられるとしている上記の7,100万円については、清水氏本人の説明と相違しており、真実の解明には至っていない。

したがって、7,100万円に相当する約127万株については、その実質的な引受人は不明であるが、横川氏の説明や横川氏管理口座通帳の記載からして清水氏である可能性は否定できない。それ以外の1,373万株については、A氏を引受人と認定することは難しく、前同様の理由により、誰が実際これを引き受けたものであるかを解明するには至らなかった。

いずれにしても、新株1,500万株を清水氏が一人で引き受ける旨の有価証券届出書の記載は、実体とかなり異なるものとなっていると言わざるを得ない。

(3) 引受の実態 (まとめ)

上記の松村氏及び清水氏が取締役会決議上、第三者割当増資の割当先とされ、かつ同人らがこれを引受けたものとして東証規則に則り開示された合計3,000万株について、当委員会の調査結果に基づきその引き受けの実態を判断すると下表のとおりである。

取締役会決議及び開示上の新株割当先(引受人)	契約書等の上での新株譲受人	実質的に新株を引き受けたと認定すべき当事者	株数(万株)
松村 賢吾			(1,500)
	—	松村 賢吾	600
	—	(有)ナカショー	400
	横川 英彦		(250)
		横川 英彦	150
	今井 輝彦	不明	50
	A氏	不明	50

	國分 建一	不明	50
	—	今井 輝彦	50
	—	忍田 登南	150
清水 紀代志			(1,500)
	清水 紀代志	不明	127
	A氏	不明	1,373

3. 開示事項に関する検討結果

(1) 松村氏による新株引受けについて

前述したところから、松村氏が当初全額を単独で引き受けるとして開示された新株1,500万株については、少なくとも引受けに係る資金が貴社に払い込まれた段階で見ると、同氏が自ら資金調達して払い込んだ金額は3億3,600万円にとどまり、これと引受額全体の8億4,000万円との差額5億400万円は、同氏ではなく同氏から新株を譲り受けたとされている上記今井氏ほか数名の関係者が実質的な引受人となるべきものであったと考えられる（但し、横川氏が松村氏から譲り受けた100万株及び國分氏の譲り受けた50万株の実質的な引受人は不明である。）。

関係者からの説明を総合して考えると、松村氏に新株引き受けを依頼した福村氏も、これを引き受けた松村氏も当初は1,500万株全額を松村氏が単独で引き受けるつもりであったと思われ、その点では当初の有価証券届出書における割当先（引受人）に関する記載は事実に沿うものと言えるが、その後生じた資金調達に関する事情の変更によって、払込期限までに全額の調達の見込みが立たず、当初引き受ける予定でいた1,500万株の一部を第三者に依存せざるを得ない状況となった経緯が窺われる。

その結果、貴社代表取締役の福村氏が動いて、上記の今井氏他数名の関係者の協力が得られることとなり、結局新株引受けの払込期日である平成18年3月23日までに所定の払込金支払いの目途がついたことが認められる。

以上のような事実関係を前提として、当時、貴社として証券取引上いかなる処置をとるべきであったかを検討する。

本件の増資が行われた平成18年3月当時適用されていた旧証券取引法によれば、有価証券届出書に記載すべき第三者割当増資の割当先（引受人）については、出資の払込名義等の形式にとらわれず、取引主体として払込資金を提供し新株を取得しようとする意思とその実質を伴う当事者は誰であるかという「取引の実態」に着目して判断し、「実質的に新株を引き受けたと認めるべき当事者」を記載すべきものであると解釈される。そうだとすると、

本件においては、少なくとも新株の払込期日までには当初の有価証券届出書で開示された新株割当先（引受人）について、その実態が開示された内容と違うものとなっていたのであるから、当初の有価証券届出書提出後に当該届出書に記載すべき重要事項に変更があったものとして、その段階で貴社取締役会を開催し、新株割当先を松村氏のほか上記の今井氏ら数名とし、割当株数等を決定した上で、当初の増資に係る開示内容に変更があった旨の有価証券訂正届出書を提出し、当初の新株割当先が変更されたことや変更された内容を一般投資家向けに開示することが必要であったと考えられる。

松村氏らのヒアリングから、複数の割当先に対して少額の割当てをすることがそのまま公表されることを嫌うかのような言動が福村氏にあったことが窺われるが、言うまでもなく、一般投資家に対して第三者割当増資の際どのような割当先にどれだけの株数が割り当てられるかにつき正確な情報が開示されることが投資家の投資判断の際重要と考えられるからである。

貴社においては、福村氏独自の経営判断によるものにせよ、取締役会でもこの点を看過し、上記のような手続きを怠り、当初開示された有価証券届出書を訂正することなく安易に事进行处理した点において反省すべきものがある。

因みに、松村氏から譲り受けたとされる忍田氏については、同氏が当時貴社取締役であったことから、同氏を実質的な引受人の一人と評価する場合には、その新株引受けに関しては関連当事者取引に該当し、その取引に当たり取締役会の承認が必要とされる場合であった。この点に関し、仮に、貴社及び忍田氏において、本件の取引が株式譲渡でなく実質的には取締役による新株式の引受けに当たるとの認識を当時有していたならば、会社と取締役間の利益相反取引に該当し所要の手続きが必要となることは理解していたと認められるが、契約書等の上では引受人とされる松村氏からの株式譲受けの形式がとられていたことにより、その点を誤って判断し取引の実態にそぐわない処理をする結果となったものと考えられる。また、上記の理由により実質的に新株を引き受けたと認めるべき当事者について、その後2年以内に株式を譲渡した場合には、東証規則を踏まえて、可能な限り状況を把握した上で、東証に対し、各譲渡に係る内容を記載した報告をすべきであると考えられる。

（2）清水氏による新株引受けについて

前述したように、清水氏が引き受けたとされる1,500万株の一部につき、自身が資金調達して払い込みをしたか否かにつき、やや未解明の部分が残るものの、同氏の説明によれば同氏が貴社代表取締役の福村氏から1,500万株

の割当先となることにつき依頼された当初から、資金調達は福村氏が行うものとして殆ど名義貸しに近い立場で関与したものとしており、実体もほぼ同様であると認められる。

そうだとすれば、貴社が有価証券届出書に清水氏が単独で1,500万株の割当先となる旨記載して開示した内容と、実体との間には開示の当初から齟齬があったことになる。清水氏に割り当てられた1,500万株の全部又はその大部分について、福村氏若しくは同氏の調達先の出資者を実質的な引受人として当初から手続きが取られるべきであったのに、名義上の引受人に過ぎず実体を伴わない清水氏を単独で引き受ける者（引受人）として有価証券届出書を提出したことは、一般投資家に対する適正な情報提供を怠ったとの謗りを免れないところである。因みに、仮に福村氏が実質的に引受人と認められる場合には、会社と取締役間の利益相反取引に関する取締役会承認や関連当事者取引についての注記が必要であったという点については、前記忍田氏の場合と同様である。

また、2年以内の譲渡がある場合には、引受人について、報告書を徴求した上で、東証に対し各譲渡に係る報告書を提出すべきであるが、当時、取締役会決議上の割当先に関して報告書が提出されているが、現時点で、より正確な情報を得ることは困難であると考えられる。

この点に関し、貴社の監査法人によれば、貴社は上記新株式の実質的な引受人が不明な部分について、福村氏が引受人である可能性がある旨を関連当事者取引の注記に付記することとしており、これについて監査上特に重要な問題は無く、該当期の監査意見を変更するものではないとの見解である。

第4 平成19年4月27日開示の自己株式の処分について

1. 自己株式の処分の概要及びその後の経過

平成19年4月27日開催の貴社取締役会において、自己株式5,700万株を1株当たり20円で東理不動産投資事業組合（業務執行組合員：(有)アレスサポート）に譲渡することが決議され、同日「自己株式の処分に関するお知らせ」が開示された。

また、同年5月24日に東理不動産投資事業組合が貴社に全額払込を行うことにより貴社株式の譲渡が行われ、同日「自己株式の処分に関する払込完了のお知らせ」が開示された。

当株式に関して、東理不動産投資事業組合は、譲受当日に全株式5,700万株を複数の第三者に売却している。売却の状況は以下のとおりである。

株式譲渡の日付	株式の移転	資金の移動
東理不動産投資事業組合から(株)エデュケーションコンサルタント、松村氏他第三者への譲渡		
平成 19 年 5 月 24 日	(株)エデュケーションコンサルタントへ1,000万株譲渡(1株につき20円。以下も同様)	5月24日(株)エデュケーションコンサルタントから200,000千円入金((有)アレスサポート通帳を閲覧。以下も同様) 上記組合からの株式譲渡先リストによれば譲渡日は5月24日
平成 19 年 5 月 24 日	松村氏へ2,500万株譲渡	5月24日松村氏から500,000千円入金
平成 19 年 5 月 24 日	(株)ケイアイコーポレーションへ1,200万株譲渡	5月23日(株)ケイアイコーポレーションから240,000千円入金 上記組合からの株式譲渡先リストによれば譲渡日は5月24日(株式受領書の日付は5月25日)
平成 19 年 5 月 24 日	森下氏へ500万株譲渡	5月23日森下氏から100,000千円入金 上記組合からの株式譲渡先リストによれば譲渡日は5月24日(株式受領書に日付は未記載)
平成 19 年 5 月 24 日	船坂氏へ500万株譲渡	5月23日船坂氏から100,000千円入金 上記組合からの株式譲渡先リストによれば譲渡日は5月24日(株式受領書に日付は未記載)
松村氏から第三者への譲渡		
平成 19 年 6 月 7 日～8	松村氏が600万株を	

日	市場売却（証券会社発行顧客元帳を閲覧）	
平成 19 年 6 月 19 日	松村氏から横川氏に 2,000 万株譲渡（有価証券譲渡契約書を閲覧）	
（株）エデュケーションコンサルタントから第三者への譲渡		
平成 19 年 11 月 22 日	（株）エデュケーションコンサルタントから忍田氏に 400 万株譲渡（有価証券譲渡契約書の原稿（印影なし）を閲覧）	忍田氏から（株）エデュケーションコンサルタント口座に 80,000 千円入金（（株）エデュケーションコンサルタント通帳を閲覧）

2. 事実関係の分析評価

前記のとおり、東理不動産投資事業組合が 5,700 万株の自己株式譲り受けの代金全額を貴社に払い込んで株式の譲渡を受けた平成 19 年 5 月 24 日の前日又は当日に、株式会社エデュケーションコンサルタント、松村氏、株式会社ケイアイコーポレーション、森下氏、船坂氏からこれらの代金相当額が同組合に入金されている事実がある。

このことは、同組合において予め本件自己株式の購入者を募り、その購入資金を先に納入させた上で、貴社から本件自己株を譲り受けたことを窺わせるが、東理不動産投資事業組合はもともと多数の投資家を募集し、これらを束ねて投資を行うことを目的とするいわゆる集団投資スキーム（ファンド）であることを考えると、予め投資家から投資金を受領していたからと言って、そのことだけをもって、その後にそれらの資金で購入した本件自己株式について、同組合の計算においてなされた取引ではないと判断することは難しい。

むしろ、東理不動産投資事業組合がその後本件の自己株式をすべて上記の投資家等に譲渡しているが、それらの取引はファンドがその投資家と行った別個の取引であると認めるのが相当であろう。

3. 開示事項に関する検討結果

本件の自己株式処分に係る貴社の開示に関しては、概ね事実に沿った開示がなされていると言い得る。

東理不動産投資事業組合が貴社から5,700万株の自己株式の譲渡を受けた当日又はこれと近接する日に、これらの自己株式全部を上記のとおりエデュケーションコンサルタント他4名の第三者に譲渡しているが、自己株式の処分に関する開示を行った当時それが予定されていたものではないとしても、その後当初の譲受人である東理不動産投資事業組合が譲り受け直後に譲り受けた全株式を他に譲渡することが貴社に判明した段階で（松村氏へのヒアリングによれば、少なくとも代表取締役の福村氏は、譲渡について把握しており、それが認識できた立場にあったと推認される。）、東証規則を踏まえて、第三者割当による募集株式の引受人における2年以内の譲渡として東理不動産投資事業組合より報告書を徴求した上で、東証に対し各譲渡に係る報告書を提出すべきではなかったかと考えられる。この点に関し、貴社は、東理不動産投資事業組合より短期譲渡の報告書に係る確約書の提出は受けているものの、東証に対し、同組合の短期売買報告書を提出していない。この点について、同組合は、貴社に対し正式な報告書は提出していないものの、平成19年5月24日付けで短期売買5件のうち4件に関する株式譲渡先リストを提出したと説明している。一方、当時の貴社開示担当である忍田氏はその報告を受けていないとしており、貴社に報告資料も保管されておらず、他にこれを裏付ける資料もないことから、明確ではないが何らかの事情で情報が的確に伝達されなかったことにより、東証に所要の報告がなされなかったものと思われる。

なお、エデュケーションコンサルタントは貴社の関連当事者であるが、本件では自己株式の譲渡先である東理不動産投資事業組合の目的が集団投資スキームであることから、本件でエデュケーションコンサルタントが同組合から株式の譲渡を受けた取引は貴社における関連当事者取引として開示する必要はないものと思われる。

第5 福村氏の果たした役割について

上記のように、本件調査対象である2件のエクイティ・ファイナンスのうち平成18年3月23日に行われた第三者割当増資については、福村氏が、取締役会決議及び開示上の割当先（引受人）、当該割当先（引受人）からの譲受人、譲渡対象となる株式数を決定し、払込金や売却代金についての資金調達をアレンジし、横川氏その他の関係者に指示するなどしており、福村氏が主導して各ファイナンスの全体構造を策定し実現に導いたものと考えられる。貴社の取締役会及び監査役会においては、これら各ファイナンスの外形を確認するのみで、実質的な引受人が誰であるか等について何ら問題意識

を持つことなく、福村氏がワンマン的に取締役会を強引にリードし、他の取締役・監査役らがこれに追随する事態が常態化していた。また、本件新株発行では、その一部を貴社取締役自身が実質的に引き受けたと認められることもあり、このような事情も踏まえるならば、当時貴社のコーポレート・ガバナンスは、ほとんど機能していなかったと言わざるを得ない。

更に、平成19年5月24日に行われた自己株式処分に係るファイナンスについても、前同様、福村氏のワンマン体制により殆ど形骸化していた取締役会において実質的な審議を経ることなく前記のような問題点を看過したまま安易な処理がなされていたものである。

第6 平成22年6月24日に開示の訂正開示にかかる検証（二次取引の取引者に関する貴社の認識・監査法人への説明等を含む）

1. 関連当事者取引の調査状況（調査範囲）

第一回調査及び本件調査において、関連当事者取引につき以下のとおり調査を実施している。

すなわち、第1回調査においては、調査対象である平成15年11月7日から同19年5月24日までの間に行われた8件のエクイティ・ファイナンスのコンサルティング費用の支払先について、貴社との関連当事者性の調査を実施した。また本件調査においては、調査対象である2件のエクイティ・ファイナンス（平成18年2月24日開示の新株発行（第三者割当増資）及び平成19年4月27日開示の自己株式の処分）の割当先（引受人）又は処分先及び当該割当先（引受人）又は処分先からの貴社株式の譲受人並びにコンサルティング費用の支払先について、貴社との関連当事者性の調査を実施した。

2. 訂正開示の内容

貴社は、平成20年3月期から平成22年3月期において、過去の取引先等との取引と認識していたものの中に、実質的に貴社の関連当事者との取引であるものが存在することが判明したため、平成22年6月24日に訂正開示を行った。

この時判明し開示した取引は、貴社の資金全般を管理していた旧代表取締役である福村氏の指示により実行された貴社の直接の取引と、福村氏より別途指示されたその先の二次的な取引を一連の取引と認定し、これを関連当事者取引として認識したものである。その内容は主に二次的取引で行われた金銭消費貸借及び株券消費貸借に係るものである。なお、福村氏に

確認できないために断定はできないものの、貴社からのヒアリングも踏まえると、福村氏は、一次取引及び二次取引を格別に指示していたものであるが、このような二段階取引をわざわざ行わせたのは、明白な関連当事者取引と見られることを回避しようとする意図が同氏にあったことによるものとも推測できる。これは、間接的な取引は、注記の必要な関連当事者取引には該当しないとの認識を有していたからであると考えられる。

この結果、平成 20 年 3 月期から平成 22 年 3 月期の関連当事者との取引の注記に訂正が行われた。

3. 訂正開示に至った要因

平成 22 年 2 月 12 日付「第三者調査委員会中間報告書」記載のとおり、複数社が貴社の関連当事者であることが判明した。これを受けて貴社は同日「平成 20 年 3 月期決算短信等の一部訂正に関するお知らせ」を開示し、平成 16 年 3 月期決算短信から平成 21 年 3 月期決算短信までを訂正している。

しかし、当時、第三者委員会の調査対象取引（主にエクイティ・ファイナンスのコンサルティング取引）及び新たに判明した関連当事者との直接取引のみを訂正の対象としていたため、関連当事者との間接的な取引も存在したが社内調査、集計及び訂正対象から漏れたものと推察される。この結果、平成 22 年 2 月 12 日の訂正に重ねて平成 22 年 6 月 24 日にも訂正が必要になった。

また、忍田氏及び同じく取引当時、取締役であった今井氏、永井氏についても、自身が二次的取引者であったため、貴社として間接的な取引があったこと自体は認識していたが、取締役全員が、会計基準上、このような間接的な取引は関連当事者取引に該当しないと誤って認識していたこと、さらには平成 22 年 2 月においても、同様の認識であったことが、取引当時の関連当事者取引についての注記から漏れ、平成 22 年 2 月の訂正からも漏れたことの直接的な原因であったと考えられる。

間接的な取引であっても、一次取引と二次取引の関連性等の実態を検証すれば、一連の取引が関連当事者取引に該当して開示が必要になるのではないかと疑問を抱くのが通常であり、これを看過した点は、当時の貴社取締役における開示を含めたコンプライアンスに関する意識の低さの表れと思われる。

また、社内調査から漏れていたため、関連当事者との間接的な取引についての情報は監査法人へ通達されていなかった。

以上述べた一連の事実から、本件当時における貴社の会計及び開示に関する知識不足、取引の管理体制の不備及び社内の報告体制の不備を指摘せざ

るを得ない。

4. 訂正開示内容の妥当性

貴社が当訂正開示で新たに関連当事者取引と認定した二次的取引は、一連の資金管理に関連して一体として行われたものであり、形式的・名目的に第三者を経由したに過ぎないものであった。したがって、これらの取引を関連当事者取引として認定した訂正開示は妥当なものであると判断した。

第7 貴社ないし貴社取締役等の対応の妥当性

1. 開示に対する対応の妥当性

本件新株発行及び本件自己株式処分における割当先ないし処分先（以下「割当先等」という。）に関する開示内容については、当時追加情報等として開示しておく必要があったと考えられるものも一部にあるが、その内容やその後の時間経過等を考慮し現時点で改めて訂正の開示をするまでの必要はないものとする。

しかし、当時の代表取締役福村氏は、本件新株発行や本件自己株式処分の払込日と同日、直前、又は近接した時期に、直接の割当先等が引き受けた貴社株式を貴社の関連当事者を含めて第三者に譲渡することについて熟知していたはずである（福村氏の意向を受けて、各株式譲渡取引が行われた。）。したがって、当時どのように対処すべきであったかを検討するに、福村氏から貴社取締役会において本件新株発行及び本件自己株式処分における上記事実について説明し、開示上の問題がないかどうかについて十分に審議を尽くすことが望ましかったと考えられるが、そのような観点から対応したことを窺わせる形跡は認められない。また、本件新株発行では、割当先である松村氏から取締役忍田氏が貴社株式を譲り受けているが、これが関連当事者取引として取締役会で審議の対象とされた事実も認められない。

このように、本件新株発行及び本件自己株式処分のいずれの場合も、取締役会において開示内容の適切性につき実質的に審議された形跡は認められず、各取締役及び各監査役は、コーポレート・ガバナンスの観点から望まれる役割を十分果たしていなかったと言わざるを得ない。

2. 取締役への貴社株式取得資金の援助

本件新株発行及び本件自己株式処分に際し、忍田氏は、直接の割当先か

ら貴社株式を有償取得しているが（本件新株発行では150万株を84,000千円で取得し、本件自己株式処分では400万株を80,000千円で取得した。）、前者は、第三者からの借入金が主な取得資金となっている。その後、忍田氏は、当該借入金を別途の第三者から借り換える方法により、結果的には貴社からの借入金に振り換えられている。また、後者は、処分先より譲渡を受けたものから、約6ヶ月後に、貴社から業務執行組合員を経由して借り入れた資金により有償取得している。なお、忍田氏が貴社から金銭を借り入れるに当たり、取締役会において取締役に対する金銭貸付取引に係る承認決議がなされている。

上記のとおり、結果的には貴社取締役が貴社からの借入金により貴社株式を取得するという外観、すなわち、取締役が会社資金により自社株式を取得するという結果が生じていることから、会社による不当な議決権支配の有無が問題となる。

一般的に、会社が自己株式として取得した場合には会社法上議決権を行使することができないとされていることから、取締役が会社資金を借り入れて自社株式を取得し、経営陣の意思に従って議決権を行使する場合には、会社による不当な議決権支配と評価し得る場合がある。

本件では、忍田氏は、福村氏の指示があったとしても自己の経済的行為として貴社株式を第三者から資金を借り入れる方法により取得しており、直接、貴社より取得資金の融資を受けたのではない。また、少なくとも忍田氏には、後日、会社借入金に付け替えるとの意図はなかったと認められる。さらに、忍田氏が取得した議決権割合は1%にも満たないものであり、当時、福村氏と友好的な大株主とで議決権の45%程度を有していたことを踏まえるならば、忍田氏の取得した議決権が株主総会の意思決定に与える影響は極めて軽微であったとすることができる。また、忍田氏は議決権行使について、福村氏を含め他者から指示等を受けた事実もなく、貴社からの借入金については弁済を実施しており、現時点で残債務はあるものの、上記のとおり、忍田氏の貴社株式の取得との直接的関連性がない以上、この点は問題とはならないと考える。さらに、一般論として、取締役が会社から資金を借り入れて自社株式を取得する行為は社会的に許容されない行為とまでは考えられていない。なお、福村氏が忍田氏に対し、このような一連の取引（自社株式の取得、第三者からの借入れ及び借換え、貴社からの借入れ）を指示したとのことであるが、福村氏の意図は、取締役に借財を負わせて会社の株式を取得させることにより、取締役の経営に対するモチベーションを高揚させ、福村氏の取締役に対する支配を強固にするところにあったのではないかと推測される。

以上のような客観的状況と忍田氏の主観的事情を踏まえるならば、上記の株式取得資金援助は、貴社株式取得当時においても、現時点においても、貴社による不当な議決権支配を目的としたものとは認められない。換言すれば、貴社の増資時点において、貴社が自己の資金を貴社取締役に供与し、当該資金を貴社の増資資金に充当することを前提にして、当該増資を行ったものではないと言えよう。

第8 再発防止策等について

以上述べたとおり、福村氏がエクイティ・ファイナンスの全体構造を決定して経営が行われていた一方で、貴社の取締役会等を構成する役員らの間では、例えば貴社取締役が第三者割当増資に係る実質的な引受人であると認められる場合においても、当該実質的な引受人につき適切な開示を行うべきであるとの問題意識を全く欠いていたことが明らかである。換言すれば、上場会社の役員が通常有すべき法的知識が不十分であり、コーポレート・ガバナンス及びコンプライアンスに関する意識が希薄であったと評価せざるを得ない。

貴社では、平成22年4月22日付けで当委員会（平成22年1月22日設置）が提出した「コーポレート・ガバナンスに関する調査報告書（中間報告）」における再発防止に関する提言を受けて、平成22年5月26日付け改善報告書を開示した上、当該改善報告書に記載された改善策を順次推進していることが認められる。しかし、上記のような問題点があったことを踏まえるならば、貴社役員は、会社の存在意義と使命、会社に係る多数の利害関係人の利益保護、上場会社の役員としての職責の重さ等を改めて自覚し、個々のコーポレート・ガバナンス上の課題に継続して取り組み、再発防止策のさらなる推進に取り組むべきであろう。

第9 結語

本件の調査対象となっている諸問題の背景事情は、先に述べた第1回調査の調査対象のそれらとほぼ重なりあうような関係にある。

本件当時、福村氏が代表取締役を務め、いわゆるワンマン経営の形で同氏の強力な指導の下で会社経営が行われていたが、その不適切な経営判断に

対し殆ど是正機能を果たし得なかった当時の取締役会、監査役会等の役員らにも相応の責任があり、取締役会が形骸化し本来あるべきコーポレート・ガバナンスが機能不全の状態となっていたことも大きな問題である（その詳細は、平成22年12月9日付けで提出済みの第1回調査の最終報告書を参照願いたい）。

本件で増資等に関連して発生した問題は、こうした背景事情の下で生じたものであり、その根本は主として当時の代表取締役の経営方針に起因するところが大きいと考えられるが、同氏は既に退任し、その後、経営陣の交代、社内の改革が進められており、コーポレート・ガバナンス、内部統制の強化に向けて様々な改善策が実施されつつあると認められ、その具体的内容は第1回調査の最終報告に記載したとおりである。

貴社においては、こうした経験を踏まえ株主の信頼が得られるよう、一層の努力と工夫が傾けられるよう念願するものである。

以上