



2026年8月10日

各 位

会 社 名 株式会社ウェルディッシュ
代表者名 代表取締役社長 野曾原 浩治
(コード番号 2901 東証スタンダード)
問合せ先 管理部 IR 係(電話 03-6262-3381)

独立調査委員会の最終調査報告書の公表に関するお知らせ

当社は、2026年8月4日付「独立調査委員会の調査報告書受領に関するお知らせ」にてお知らせいたしましたとおり、独立調査委員会（以下、委員会）より最終調査報告書を受領いたしました。2026年8月9日、個人情報および取引先等に関する機密情報の保護等の観点から、部分的に匿名化等の措置を施した開示版の最終調査報告書を委員会より受領いたしましたので、下記のとおり公表いたします。

記

1. 調査結果

委員会による調査結果につきましては、添付の「最終調査報告書」をご参照ください。

なお、当該調査報告書につきましては、個人情報および取引先等に関する機密情報の保護等の観点から、部分的に匿名化等の措置を施しております。

2. 今後の対応について

当社は、今回の委員会による調査結果を真摯に受け止め、委員会から示された指摘および提言を踏まえ、当社の内部管理体制およびガバナンス上の課題を認識し、必要な改善に取り組んでまいります。

また、調査結果を踏まえ、実効性のある再発防止策を策定し、その着実な実行を通じて、内部管理体制およびガバナンスの一層の強化を図るとともに、経営陣を含む役職員のコンプライアンス意識および法令遵守の徹底に取り組んでまいります。具体的な再発防止策につきましては、取りまとめ次第、速やかに公表いたします。また、今後、当該調査結果を踏まえ、公表すべき事項が生じた場合には、適時適切に開示してまいります。

この度は、株主の皆様をはじめとするすべてのステークホルダーの皆様に、多大なるご迷惑とご心配をおかけしておりますことを、心よりお詫び申し上げます。

今後、役職員一丸となって信頼の回復に向けて取り組んでまいりますので、株主の皆様をはじめとするステークホルダーの皆様におかれましては、何卒ご理解を賜りますようお願い申し上げます。

以 上

株式会社ウェルディッシュ 御中

最 終 調 査 報 告 書
(開示版)

令和 8 年(2026 年)8 月 3 日

ウェルディッシュ

独立調査委員会

目次

第1章 調査委員会の設置経緯・調査の概要	6
1.1 調査委員会設置の経緯	6
1.2 本調査の目的及び対象	6
1.3 委員会の構成	7
1.4 独立性・中立性・専門性に関する説明	7
1.5 調査体制	7
1.6 本調査の概要	7
1.7 特記事項	11
第2章 本件事案に関する事実（前提及び背景事情）	14
2.1 本件事案の概要・背景	14
2.2 業務の概要・組織体制	14
2.2.1 対象会社（連結）の沿革並びに業績及び株価等	14
2.2.2 A 前社長の代表取締役就任について	16
2.2.3 A 前社長社長就任後の内部管理体制について	17
2.3 主な役員の経歴等	18
第3章 本件事案に関する事実（個別事案）	20
3.1 第4回新株予約権の権利行使価格	20
3.1.1 問題の所在（監査法人から提示された疑義）	20
3.1.2 第4回新株予約権の発行及び行使について	20
3.1.3 A 前社長による第4回 SO 行使に関する説明	34
3.1.4 第4回 SO 行使に関する社内関係者の説明	38
3.1.5 第4回 SO 行使の法的有効性	43
3.1.6 第4回 SO 行使に関する責任及び評価	48
3.2 第3回新株予約権の譲渡等	54
3.2.1 問題の所在	54
3.2.2 第3回新株予約権の当初発行及び割当て	56
3.2.3 第3回新株予約権発行後の譲渡その他の権利移転	57
3.2.4 2024年7月30日付取締役会議事録の作成経緯を巡る問題等	59
3.2.5 γ 法律事務所 α 弁護士名義のメールの改変、偽装	69
3.2.6 2025年6月30日付取締役会議事録	81
3.2.7 2025年5月1日付取締役会議事録	81
3.2.8 各事象の共通性（第3回新株予約権の権利移転等）	82
3.2.9 第3回新株予約権の譲渡等に関する責任及び評価	83

3.3 PP 社の連結開始時期について	84
3.3.1 監査法人からの疑義について	84
3.3.2 取得の経緯について	85
3.3.3 法的な株式の移転時期について	88
3.3.4 結論	89
3.4 PP 社株式の U 社からの購入に関する対価の支払いについて	89
3.5 V 社の買収検討手続きにおける内部統制の無効化	90
3.5.1 V 社の株式取得について	90
3.5.2 取締役会の決議と適時開示について	95
3.5.3 V 社の株主全員との覚書締結について	95
3.6 V 社における事業の実態と会計処理の疑義	97
3.6.1 V 社の事業概要	97
3.6.2 給食事業の実態と会計処理の疑義	97
3.6.2.1 給食事業の概要	97
3.6.2.2 対象会社の給食事業（2024 年 9 月～2025 年 3 月）における役務提供の実態	99
3.6.2.3 対象会社の給食事業（2024 年 9 月～2025 年 3 月）で計上された営業利益の性質について	101
3.6.2.4 V 社の給食事業（2025 年 4 月以降）における役務提供の実態	101
3.6.2.5 V 社の給食事業（2025 年 4 月以降）で計上された営業利益について	103
3.6.2.6 給食事業における売上高の総額表示について	104
3.6.2.7 給食事業の会計処理に関する監査法人に対する不適切な説明等	106
3.6.2.8 評価	110
3.6.3 入院介護用品の販売支援事業の実態と会計処理の疑義	110
3.6.3.1 入院介護用品の販売支援事業の概要	110
3.6.3.2 入院介護用品の販売支援事業における役務提供の実態	111
3.6.3.3 評価	112
3.6.4 V 社における営業利益の恣意的な上積み	112
3.6.4.1 V 社において営業利益の上積みを行った背景	112
3.6.4.2 営業利益の上積み施策について	115
3.6.4.3 評価	119
3.6.5 V 社ののれんの評価について	119
3.7 ZX 社の買収検討手続きにおける内部統制の無効化	120
3.7.1 ZX 社の株式取得について	120
3.7.1.1 取得の経緯	120
3.7.1.2 株式価値評価について	120

3.7.1.3 財務デューデリジェンス（以下、「財務 DD」という。）について	121
3.7.1.4 法務デューデリジェンス（以下、「法務 DD」という。）について	122
3.7.1.5 ZX 社と TM グループの関連企業との取引の状況に関する精査	122
3.7.1.6 小括	123
3.8 役務提供の実体に疑義のあるコンサルティング等の売上	123
3.8.1 概要	123
3.8.2 取引 A（ZX 社に対するコンサルティング）について	125
3.8.3 取引 B（TM グループに参画する医療法人に対するコンサルティング）について	127
3.8.4 取引 C（V 社に対するコンサルティング）について	129
3.8.5 取引 D（TM グループに参画する医療法人に対するコンサルティング）及び取引 E（X 社からの紹介料取引）について	133
3.8.6 取引 F（AB 社に対するコンサルティング売上）について	133
3.8.7 取引 G（V 社に対する経営管理業務委託報酬）について	137
3.8.8 小括	140
3.9 TM グループに対する顧客紹介料と新株予約権譲渡に係る疑義	140
3.9.1 TM グループの関連企業に対する顧客紹介料の支払いに関する疑義	140
3.9.2 TM グループの関連企業に対する新株予約権の譲渡目的に関する疑義	141
3.10 捺印管理簿の改ざん疑惑	144
3.10.1 捺印管理簿の改ざん	144
3.10.2 評価	145
3.11 T グループとの関係と本件への影響	145
3.12 M&A における株主等に関する不十分な開示	146
第 4 章 会計上の影響について	158
第 5 章 原因分析	159
5.1 株価及び自己の経済的利益を過度に意識した経営	160
5.2 経営トップのコンプライアンス意識の欠如	161
5.3 コンプライアンス体制の構築の軽視	162
5.4 経営監督機能の欠如	162
5.5 A 前社長への権限集中と内部統制の機能不全	164
5.6 TM グループとの過度に密接な関係性	165
第 6 章 再発防止策の提言	166
6.1 経営体制の抜本的な見直し	166
6.2 文書・記録・対外提出資料の管理体制の再構築	167
6.3 新株予約権の管理の厳格化	168
6.4 T グループとの関係の冷静な評価	168

6.5 収益構造の抜本的な見直し	169
6.6 内部統制体制の抜本的な再構築.....	169
第7章 結語	170
別添（A 前社長事情説明書）	172
（改訂履歴等）（2026年8月3日から開示版提出の同月7日までの間の改訂）	175

第1章 調査委員会の設置経緯・調査の概要

1.1 調査委員会設置の経緯

株式会社ウェルディッシュ（以下、「対象会社」という。）は、会計監査人であった東光有限責任監査法人（2026年5月14日退任。以下、「東光監査法人」という。）より2026年8月期第2四半期会計期間中における対象会社代表取締役による社内向けストックオプションの行使に関連するプロセスの不備及びその法的有効性に関する懸念の指摘を受け、また、2026年3月に対象会社の連結子会社となったPP株式会社（以下、「PP社」という。）の子会社化に関する株式移動の時期等に関しても懸念事項を指摘された。そして、2026年8月期半期報告書の提出が遅延したことから（のち、2026年5月14日に提出）、独立調査委員会の設置の要否の検討を含めた対応を進め、2026年4月22日の臨時取締役会において、監査等委員会からの意見も受け、本調査委員会の設置を決定した。

1.2 本調査の目的及び対象

本調査委員会の目的は、対象会社の2026年4月22日付「独立調査委員会の設置並びに委員の選任に関するお知らせ」と題する開示のとおり、監査法人からの指摘事項及び本調査委員会が必要と認めた事項の調査（以下、「本件調査」という。）を目的としている。本件調査における具体的な調査範囲（以下、「本件調査範囲」という。）は以下のとおりである。なお、「本件ストックオプション」とは、対象会社が発行した第4回ストックオプションを指す（以下同じ。）。

- ① 本件ストックオプションの発行及び行使に係る経緯・意思決定プロセス並びに結果の開示手続の調査
- ② 本件ストックオプションの行使時点における行使価格の検証及びプロセスの調査
- ③ 本件ストックオプションの行使の有効性及び適法性に関する調査
- ④ 本件ストックオプションの行使に基づく発行株式に対する無効の訴え提起の要否に関する調査
- ⑤ 代表取締役に対する損害賠償の要否について、その前提となる事実調査
- ⑥ 本件ストックオプションの行使により代表取締役又は第三者に不当利得が生じている場合、その不当利得返還請求の要否について、その前提となる事実調査
- ⑦ PP社の株式の取得経緯に関する監査法人からの指摘事項その他本調査の過程で経営者不正（経営者による内部統制を無効化するリスク）による本件類似取引（資本取引、投融資取引、利益相反）が確認された場合にはその取引についての調査
- ⑧ 再発防止策の検討
- ⑨ その他調査委員会が必要と認めた事項

本件では、本件ストックオプションの行使が発端であったことから、A 前社長が関与したと思われる取引等を優先的に調査したが、その過程で疑義ある行為が判明した場合は、A 前社長以外の経営者の関与及び責任についても検討した。

1.3 委員会の構成

本調査委員会の構成は、以下の委員で構成されている。

委員長：石井 輝久（弁護士、シティユーワ法律事務所）

委 員：奥山 健志（弁護士、森・濱田松本法律事務所外国法共同事業）

委 員：岡村 憲一郎（公認会計士、かえで会計アドバイザリー株式会社）

1.4 独立性・中立性・専門性に関する説明

本調査委員会の委員はいずれも過去に対象会社の業務を受託したことはなく、対象会社と利害関係及び利益相反関係はない。

本調査委員会は、2010 年 7 月 15 日付日本弁護士連合会の「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」（その後の改正も含む）に準拠した第三者調査委員会ではないが、本調査委員会としては、同ガイドラインを参照し、独立性を確保しつつ調査を進めるよう努めた。

1.5 調査体制

本調査委員会は、会社に対しては主として C 取締役（本調査委員会設置時は取締役、現在代表取締役）を窓口として書類の徴求やヒアリングの調整を行い、適宜、対象会社の監査等委員会とは進行について協議を行った（但し、保密のため、監査等委員に対しても、内容にわたる部分の開示は原則行わないものとし、必要な場合は最低限の事項のみ伝達した、この伝達は、社外取締役から構成される監査等委員に限定されたものであり、中立性に影響はなかった。）。

1.6 本調査の概要

(1) 調査期間

本報告書の対象となる調査期間は、本調査委員会の設置日（2026 年 4 月 22 日）から、本報告書作成日である 2026 年 8 月 3 日までである（なお、一部先行して上記期間前に予備的なヒアリングを行い、調査に活用している。）。

また、2026年5月11日に「調査の進捗に関する報告書」をZJ監査等委員及びF監査等委員に提出して（業務執行を行う取締役には非共有）その時点での論点や限定的な事項についての心証を報告した。同日、業務執行を行う取締役には「ご連絡書」を提出し、進捗を報告した（「ご連絡書」には、具体的な調査内容や心証は記載していない。）。

(2) 調査方法（資料閲覧・ヒアリング等）

① 本調査委員会は、以下の関係者にヒアリングを行った。

なお、下記の表に記載した人物については、以下、姓のみで引用することがある。

日付	人名・法人名
2026年4月17日	A前社長ヒアリング①
2026年4月24日	B副社長ヒアリング①
2026年4月28日	C取締役ヒアリング①
2026年4月28日	東光有限責任監査法人ヒアリング①
2026年5月1日	O氏ヒアリング
2026年5月1日	N氏ヒアリング①
2026年5月1日	I氏ヒアリング①
2026年5月4日	G氏ヒアリング①
2026年5月5日	C取締役ヒアリング②
2026年5月5日	B副社長ヒアリング②
2026年5月6日	A前社長ヒアリング②
2026年5月8日	I氏ヒアリング②
2026年5月12日	A前社長ヒアリング③
2026年5月13日	D監査等委員ヒアリング
2026年5月14日	E監査等委員ヒアリング
2026年5月26日	A前社長ヒアリング④
2026年6月3日	P P社P社長ヒアリング
2026年6月8日	J氏ヒアリング①
2026年6月8日	K氏及びL氏ヒアリング
2026年6月9日	N氏ヒアリング②
2026年6月10日	H氏ヒアリング①
2026年6月15日	C取締役ヒアリング③
2026年6月16日	B副社長ヒアリング③
2026年6月16日	日本取引所自主規制法人との協議（ヒアリング含む）①

2026 年 6 月 19 日	H 氏ヒアリング②
2026 年 6 月 30 日	B 副社長ヒアリング④
2026 年 7 月 1 日	N 氏ヒアリング③
2026 年 7 月 6 日	C 取締役ヒアリング④
2026 年 7 月 6 日	H 氏ヒアリング③
2026 年 7 月 8 日	A 前社長ヒアリング⑤
2026 年 7 月 10 日	東光有限責任監査法人ヒアリング②
2026 年 7 月 13 日	A 前社長ヒアリング⑥
2026 年 7 月 14 日	J 氏ヒアリング②
2026 年 7 月 14 日	A 前社長ヒアリング⑦
2026 年 7 月 14 日	C 取締役ヒアリング⑤
2026 年 7 月 15 日	F 監査等委員ヒアリング
2026 年 7 月 15 日	H 氏ヒアリング④
2026 年 7 月 16 日	A 前社長ヒアリング⑧
2026 年 7 月 16 日	A 前社長ヒアリング⑨
2026 年 7 月 17 日	C 取締役ヒアリング⑥
2026 年 7 月 17 日	G 氏ヒアリング②
2026 年 7 月 17 日	AZ 氏ヒアリング①
2026 年 7 月 20 日	A 前社長ヒアリング⑩
2026 年 7 月 21 日	M 氏ヒアリング
2026 年 7 月 21 日	I 氏ヒアリング③
2026 年 7 月 22 日	H 氏ヒアリング⑤
2026 年 7 月 22 日	B 副社長ヒアリング⑤
2026 年 7 月 22 日	S 氏ヒアリング①
2026 年 7 月 22 日	J 氏ヒアリング③
2026 年 7 月 23 日	N 氏ヒアリング④
2026 年 7 月 23 日	B 副社長ヒアリング⑥
2026 年 7 月 23 日	C 取締役ヒアリング⑦
2026 年 7 月 23 日	N 氏ヒアリング⑤
2026 年 7 月 24 日	B 副社長ヒアリング⑦
2026 年 7 月 24 日	東光有限責任監査法人ヒアリング③
2026 年 7 月 24 日	H 氏ヒアリング⑥
2026 年 7 月 24 日	β 氏（公認会計士）ヒアリング
2026 年 7 月 24 日	日本取引所自主規制法人との協議（ヒアリング含む）②

2026 年 7 月 27 日	B 副社長ヒアリング⑧
2026 年 7 月 28 日	H 氏ヒアリング⑦
2026 年 7 月 28 日	α 弁護士ヒアリング
2026 年 7 月 29 日	N 氏ヒアリング⑥
2026 年 7 月 29 日	A 前社長ヒアリング⑪
2026 年 7 月 29 日	K 氏ヒアリング②
2026 年 7 月 29 日	B 副社長ヒアリング⑨
2026 年 7 月 29 日	S 氏ヒアリング②
2026 年 7 月 30 日	A 前社長ヒアリング⑫
2026 年 7 月 31 日	C 取締役ヒアリング⑧
2026 年 7 月 31 日	N 氏ヒアリング⑦
2026 年 7 月 31 日	H 氏ヒアリング⑧

- ② 本調査委員会は、株式会社 FRONTEO（以下、「FRONTEO」という。）に依頼して以下のメールのデジタルフォレンジックを行った。数名のメールアドレスについては、会社又は FRONTEO 経由で pst ファイルを入手し、独自のシステムを用いて解析を行った。

対象者	期間	メールアドレス
A 前社長	2024 年 1 月 からデータ抽出 依頼時の直 近まで（入 社・退職等で データが存在 しない期間を 除く）	■@●.co.jp ■@●.co.jp
B 副社長		■@●.co.jp ■@●.com
C 取締役		■@●.co.jp ■@●.co.jp
H 氏		■@●.co.jp ■@●.co.jp ■@●.com ■@●.co.jp
BZ 氏		■@●.co.jp ■@●.co.jp
AZ 氏		■@●.co.jp ■@●.co.jp ■@●.com
M 氏		■@●.co.jp

		■@●.co.jp
N 氏（退職）		■@●.co.jp
J 氏		■@●.co.jp ■@●.co.jp

- ③ 本調査委員会は、主として、対象会社に対して、Microsoft の「エクセル」のシートを使って資料を徴求し、質疑を行った。
- ④ その他、一部、対象会社の役職員からメール又は電話で事実関係を照会した。
- ⑤ 上記の調査を行いつつ、本調査委員会は、主として Web 会議の方法により、24 回委員会協議を開催し、その他、ヒアリング終了後の機会などにおいて適宜協議を行っている。また、対象会社の監査等委員とも、適宜 Web 会議の方法で協議の機会を持った。

(3) 調査の前提・留保（調査上の制約など）

本調査委員会の調査は、何ら強制力を伴うものではなく、関係者による任意の協力を得て実施されたものである。そのため、対象会社役職員が個人として保有する情報、電子データまで網羅的に確認したものではない。さらに、対象会社から提出を受けた書面・データの成立の真正の確認には限度があった。なお、後記特記事項についても留意されたい。

また、当委員会の調査は、発見された事象に関する役職員の責任の有無に関する事実調査は含まれるものの、責任追及を目的にしたものではないこと、及び裁判所その他の関係当局の判断を保証するものではないことを付言する。

1.7 特記事項

本件調査にあたっては、概ね対象会社の役職員の協力が得られたものと考えているが、いくつか本件調査に支障が出かねない事情もあったため、ここに記載するものとする。

① A 前社長の PC に関する問題

A 前社長が業務に使用していた PC（Apple のノート PC）については、A 前社長からの説明によれば、2026 年 4 月 20 日に、いつもは指紋認証でログインをしていたが、OS のアップデート時にパスワードの入力を求められてそれを失念し、その後、社員とともに復旧しようとしたが復旧できず、2026 年 2 月 22 日に Apple に復旧リクエストを依頼して同月 28 日に「許可」の連絡を受けたが¹、その後も、ログインをしよ

¹ A 前社長からの 2026 年 4 月 29 日 20 時 06 分付電子メールには「お世話になります。アップル社より連絡きまして、昨日付で Mac のリカバリー許可がありました。連休前にリカバリーして業者にお渡しします。」という記載がある。

うとしても止まってしまい、データにアクセスができなかった²という趣旨の説明を受けている（調査委員により現物の所在の確認を行い、リカバリー作業中に、その様子の写真などによる報告は受けている³）。

なお、A 前社長がパスワードを間違えて入力したのは 2026 年 4 月 20 日であり、独立調査委員会の立ち上げの 2 日前である。このような時期において、パソコンが重要な証拠になることは十分認識できたと思われる。A 前社長に対するヒアリングにおいては、パスワードは自分が入力したものではなく、社員が自分の代わりに入力したものである⁴、また、パスワードを社員が間違えて自分に伝えた⁵という説明があったが、状況に鑑みれば、自らが使用していたパソコンについては細心の注意を払って自らが管理し、責任を持って行うべきであった。

以上のような状況であったため、A 前社長の PC についてのフォレンジックは実施していない。

② 監査等委員のコンフリクトのおそれに関する問題

以下の監査等委員 3 名については、厳密な意味では利益相反とはいえないものの、念のため、調査に関する情報共有を全部又は一部見合わせる等した。

² A 前社長に対する 2026 年 7 月 29 日のヒアリング「パソコンを開く途中で必ず止まるんですよ。なぜか、これずっとこの繰り返しなんで」。また、ZH 氏からもそのような状態にあることについては、2026 年 4 月 30 日 21 時 37 分のメールで連絡があった。

³ A 前社長からの 2026 年 4 月 20 日（午後 11 時 42 分）の調査委員への電子メールによる連絡は以下のとおり

「本日 Mac 起動時は普段通り、指紋認証で起動し、作業しておりました。

その後 OS のアップデートが行われました。それに伴い、再起動した際、普段使わないパスワード認証が出てきましたが、いつも指紋認証のため、パスワードを失念していました。

I さんと相談し、管理部で想定されるパスワードを複数入力した結果、ロックされてしまいました。

その解除のため、会社側から支給されている iCloud のメールアドレスを入力しましたが、パスワードは認証されなかったため、現在起動でき出来ない状態になっています。I さんからは iCloud のパスワードはこれらを管理していた前任者から引き継ぎされておらず会社で保存されていないと言っています。

本日は時間がなかったので PC の保全だけを行っております。その間、管理部の方がアップルに問い合わせ再発行の手続きについて伺っているとのことですので、明日オフィスで協力する予定です。

尚、普段から PC は持ち帰っておらず常に会社に置いてあります。」

⁴ A 前社長に対する 2026 年 7 月 30 日のヒアリングにおける発言。社員からの裏付けは取れなかった。

⁵ A 前社長に対する 2026 年 7 月 29 日のヒアリングにおける発言。社員からの裏付けは取れなかった。

CZ 監査等委員（社外取締役）に関しては、本件調査が開始してから、
念のため
本件調査に関しては関与しないとの意向が示されたため、本調査委員会からは、原則
として情報を共有しないものとした。

また、D 監査等委員に関しては、

念のため本件調査に関しては一旦関与を見合わせて頂き、後に誓約書を取得して情報の
一部共有をする措置を取った。

さらに、E 監査等委員に関しても、

念のため本件調査に関しては一旦関与を見合わせて頂き、後に誓約書
を取得して情報の一部共有をする措置を取った。

③ 調査スコープに関する監査等委員との見解の一部相違

一部の監査等委員からは、本件調査の過程で、本件調査は、会計監査のやり直しで
はないか、また、A 前社長を主語にした調査を依頼しているがそこから外れているの
ではないかという趣旨の質問が繰り返された。本調査委員会としては、第 4 回ストッ
クオプションの関係で、いわば「フラグ」が立っている A 前社長の関与案件を主に調
査することについては同意していた。その上で、本調査委員会は、東光監査法人の指
摘事項等に鑑み、A 前社長が対象会社の代表取締役に就任した後の大きな取引として
の M&A 取引のプロセス及び財務分析で判明する関連当事者ないし対象会社又はその
M&A の相手方と密接な関係があり得る関係者との取引を抽出して問題がないかどう
か、問題がある場合は A 前社長又は他の役員の関与がないかどうかを検討するという
手法を採用した。

その上で、本調査委員会は、2026 年 5 月下旬に、全取締役（9 名）との短時間の面
談を実施して調査への理解を求めるというステップを踏むなどした。

しかしながら、上記の手法については、監査等委員からは直ちに理解が得られたと
は言い難く、監査等委員から会計監査のやり直しではないか、また、A 前社長を主語
とした調査から逸脱しているのではないかという質問が繰り返され、2026 年 6 月 16
日には、本調査委員会あてに監査等委員全員から「調査スコープ及び今後の進め方
に関する意見交換のお願い」と題する書面が送信され、それに対する文書での回答を求
められた。本調査委員会は、同月 22 日に、今後の調査に悪影響のないように最大限留
意しつつ監査等委員の懸念に対する説明をした 3 頁の書面で回答を行った。このよう
なやり取りは、非常にタイトなスケジュールの中で、本件調査の負担となったことは
否めない。また、本調査委員会も、監査等委員としては、無制限な調査を実施するこ
とはできず、会社の利益を考慮した行動であったことは理解したものの、些か過剰な

質問が繰り返されたというのが率直な印象である。

第2章 本件事案に関する事実（前提及び背景事情）

2.1 本件事案の概要・背景

本件の対象となる事象は、大きく分類すると、①対象会社のストックオプションに関する論点、②対象会社による PP 社の株式取得に関する連結の時期・対価の論点、及び③業務の実在性等が疑われる取引の有無に分かれる。それぞれについて、違法又は不適切なものであるかどうか及び関与者について検討し、最後に、原因及び再発防止などについて述べる。

2.2 業務の概要・組織体制

2.2.1 対象会社（連結）の沿革並びに業績及び株価等

対象会社は、石垣敬義氏が 1957 年 10 月に石垣食品株式会社を設立し、食品の輸出入・製造販売を開始したことから始まり、1965 年に“ミネラル麦茶”の販売を開始してヒット商品となり、主として飲料等の食品の販売を行ってきた会社である。それに加え、直近では、医療・福祉介護機関向けの給食サービスを行うウェルネス事業、医療化粧品の事業として化粧品等の販売を行うメディカルコスメ事業も行っている。

なお、対象会社は、2024 年 6 月に石垣食品株式会社から株式会社ウェルディッシュに社名変更している。

対象会社の株式は、1985 年 11 月に日本証券業協会に店頭登録され、2004 年に JASDAQ 証券取引所に株式を上場し、東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場統合等を経て、2022 年 4 月には東京証券取引所のスタンダード市場に移行している。

対象会社の 2020 年 3 月期（第 63 期）から 2024 年 3 月期（第 67 期）までの連結業績は以下の通りである。いずれの期も経常損失を計上しており、2020 年 3 月期（第 63 期）及び 2024 年 3 月期（第 67 期）は債務超過である。また、いずれの期においても継続企業の前提に関する注記がなされている。

回次	第63期	第64期	第65期	第66期	第67期
決算年月	2020年3月	2021年3月	2022年3月	2023年3月	2024年3月
売上高（百万円）	2,574	2,798	2,412	2,975	2,015
経常損益（百万円）	△151	△138	△118	△145	△169
親会社株主に帰属する 当期純損益（百万円）	△476	△108	△158	△115	△351
包括利益（百万円）	△498	△116	△138	△122	△357
純資産額（百万円）	△286	45	252	133	△73
総資産額（百万円）	755	1,082	1,012	890	880
1株当たり純資産額（円）	△40.78	3.96	17.70	9.14	△5.01
1株当たり当期純損益（円）	△68.21	△15.28	△13.30	△8.06	△24.58

（2024年6月26日提出の有価証券届出書より抜粋）

A 前社長は、2025年3月期（第68期）中の2024年6月に代表取締役役に就任しているが、当該期から2025年8月期（第69期・この期から決算期が8月に変更）までの対象会社の連結の業績は以下のとおりである（2025年8月期（第69期）は5ヶ月である）。

回次	第68期	第69期
決算年月	2025年3月	2025年8月
売上高（百万円）	1,974	1,305
経常損益（百万円）	48	38
親会社株主に帰属する 当期純損益（百万円）	431	47
包括利益（百万円）	423	20
純資産額（百万円）	2,675	3,271
総資産額（百万円）	4,574	3,825
1株当たり純資産額（円）	129.95	150.00
1株当たり当期純損益（円）	25.44	2.24

（2025年11月28日提出の有価証券報告書より抜粋）

2025年3月期から継続企業の前提に関する注記はされなくなり⁶、また、2024年3月期は債務超過であったところ、2025年3月期にはそれも解消されている。

さらに、2026年8月期（第70期）の中間連結会計期間（2025年9月1日から2026

⁶ 対象会社は、2025年5月15日の2025年3月期の決算短信の開示と同日付で、「「継続企業の前提に関する注記」の記載解消に関するお知らせ」を開示している。

年 2 月 28 日) における業績は以下のとおりであり、かなりの業績の回復がなされている。

回次	第70期 中間連結会計期間	第69期
会計期間	自2025年 9 月 1 日 至2026年 2 月28日	自2025年 4 月 1 日 至2025年 8 月31日
売上高 (百万円)	1,640	1,305
経常利益 (百万円)	14	38
親会社株主に帰属する中間(当期)純利益 (百万円)	21	47
中間包括利益又は包括利益 (百万円)	25	20
純資産額 (百万円)	6,013	3,271
総資産額 (百万円)	7,826	3,825

(2026 年 5 月 14 日提出の半期報告書より抜粋)

また、対象会社の株価も 2024 年の 8 月頃から同年 11 月にかけて大幅に上昇している。

株価チャート省略

なお、上記の業績の向上に関しては、後述する V 社の株式交換 (2025 年 3 月 31 日効力発生。のれんが 2,108,342,000 円発生している (第 68 期有価証券報告書 57 頁。)) も大きく貢献している。

2.2.2 A 前社長の代表取締役就任について

A 前社長が対象会社の代表取締役に就任したそもその発端は、A 前社長からのヒアリングによれば、投資銀行の友人からの縁で Q 氏 (元対象会社の大株主・取締役)⁷、次に O 氏と出会ったとのことである。元代表取締役社長の O 氏及び N 氏からのヒアリングによれば、対象会社は、経営の建て直しを図っていたところ、Q 氏に投資をしてはもらった

⁷ 2021 年 3 月 29 日に対象会社が第三者割当増資のため発行した株式を 100%引受けている。2021 年 6 月から 2024 年 6 月まで対象会社取締役。

ものの、なかなか新規の事業に結びつかない状況であったが、Q氏の関係で、A前社長に一部業務を手伝ってもらったところ、A前社長は、非常に金融及び資金調達に詳しく、また、上場会社の維持及び運営にも詳しいことがわかり、代表取締役就任を依頼することになったと述べている。なお、A前社長は対象会社が2024年1月17日に公表し、同月18日に取り下げた対象会社による資金調達の調達先候補でもあった。

2.2.3 A前社長就任後の内部管理体制について

(1) 内部管理一般について

対象会社役職員からのヒアリングを総合すれば、A前社長が代表取締役になる以前から、対象会社の内部監査体制は脆弱であり、A前社長からのヒアリングによれば2024年6月に同人が代表取締役社長に就任した際、実質的な管理部門の役職員としては、N氏、O氏、経理担当のK氏、ZI氏、一部アルバイト社員程度であり、オフィスには実質4人くらいしかいなかったと述べている。また、N氏に対するヒアリングによれば、A前社長が代表取締役に就任する前の、2024年3月まではJ-SOX対応の一部を外注しており、2025年3月期については、経理スタッフの増員なども試みたが2025年2月には退職してしまい、当該期の内部統制に関する監査については、最低限のエビデンスで乗り切ったとのことである。C取締役も、2025年5月に入社した後の同年8月頃、対象会社には期末監査の対応の体制ができておらず大変驚き、外部の会計事務所と契約をして監査対応などの補助をさせたと述べている。

(2) M&Aについて

M&Aについては、2025年3月28日に投資委員会の設置がリリースされているが、V社の株式交換については同委員会での検討はなく⁸（そもそも、設置されたのが株式交換の公表後、効力発生前のタイミングである。）、ZX社との株式交換についても、同委員会での検討はされていない⁹。2025年の8月8日には、投資委員会が開催され、PP社の株式取得について議論がなされている¹⁰。

前述のとおり、対象会社の業績の改善に大きく貢献したV社の株式交換については、A前社長自身が「陣頭指揮」をとったと述べているが、株価算定はB副社長とΣ公認会計士事務所に依頼した、バリュエーション交渉も誰が担当したかは覚えていないが慎重に行ったと述べている。但し、東京証券取引所（以下、「東証」ということがある。）との開示に関するやりとりにはA前社長も関与していた。なお、V社及びZX社の買収にあたっては、法務デューデリジェンスは行われていないが、これもA前社長によれば実施したかつ

⁸ 会社への資料提供要請時の回答より。

⁹ 会社への資料提供要請時の回答より。

¹⁰ 会社提供資料及びA前社長に対するヒアリング結果。

たが反対されたと述べている。

なお、取締役会においても、当初の意向表明にあたっては書面決議で決議がなされ（決議があったとみなされた日・2024年10月17日）、簡易株式交換の決定についても書面決議がなされている（決議があったとみなされた日・2024年2月20日）。

ZX社の株式交換においても、例えば東京証券取引所のプレスリリースに関してはA前社長が自ら東京証券取引所の担当者とやり取りをしている場面がある。一方で、A前社長は、2025年8月期は、自らは実務に関与することは控えており、ZX社の株式交換についても、N氏やC取締役が実務を行い、自らは報告を検討して承認をする役割であったとも述べている。

2.3 主な役員の経歴等

A前社長の経歴は2025年11月28日提出の有価証券報告書（2025年8月期(第69期)）によれば以下のとおりである。なお、対象会社は、2026年5月19日にA前社長の代表取締役辞任と、C取締役の代表取締役就任を適時開示している。

2007年7月	Merrill Lynch Co.,Ltd 入社
2008年7月	メリルリンチ日本証券株式会社 リクイディティトレーダー
2009年3月	Round Rock Capital Partners ポートフォリオマネージャー
2014年3月	MG Capital Management ポートフォリオマネージャー
2015年10月	株式会社チャットドクター 共同創業
2022年6月	AERWINS Technologies Inc 創業
2023年4月	ONODERA GROUP Inc アドバイザー
2023年5月	SBC メディカルグループホールディングス株式会社 アドバイザー (現任)
2024年4月	当社入社
2024年6月	当社代表取締役社長就任

（注：「当社」は対象会社を指し、上記有報提出時点の開示であることに留意されたい。
2024年6月の「現任」の表示は削除した。）

B副社長の経歴は2025年11月28日提出の有価証券報告書（2025年8月期(第69期)）によれば以下のとおりである。B副社長によれば、主に医療関係のコンサル等を中心にキャリアを積んできた人物である。

2008年12月	山田ビジネスコンサルティング株式会社
2012年2月	医療法人弘清会 顧問

2012 年 2 月	有限責任監査法人トーマツ 入所
2013 年 4 月	公認会計士修了考査合格
2020 年 3 月	株式会社 Medical Management Consulting 創業 代表取締役
2021 年 10 月	株式会社アンビシャス 代表取締役
2024 年 6 月	株式会社 ZX 社代表取締役(現任)
2024 年 6 月	当社社外取締役(監査等委員)就任
2025 年 11 月	当社取締役就任(現任)

(注:「当社」は対象会社を指し、現任でない場合の「(現任)」は削除した。上記有報提出時点の開示であることに留意されたい)

C 取締役の経歴は 2025 年 11 月 28 日提出の有価証券報告書(2025 年 8 月期(第 69 期))によれば以下のとおりである。その後、2026 年 5 月 19 日には、代表取締役就任が適時開示されている。C 取締役は、金融機関出身であり、金融機関のファクタリングを担当していたこともあるほか、上場会社(株式会社 D&M カンパニー)の役員経験もある人物である。

1984 年 4 月	株式会社住友銀行(現三井住友銀行)入行
2002 年 5 月	シティバンク銀行入行
2006 年 6 月	株式会社パソナ入社 財務経理部長
	関西営業本部長 常務執行役員
2012 年 7 月	株式会社ベネフィット・ワン入社
	常務取締役 経営企画室長兼財務経理部長
2015 年 7 月	クレディスイス証券株式会社入社
	大阪営業所長
2017 年 1 月	株式会社パソナグループ入社
	事業開発本部担当部長
2021 年 1 月	株式会社 D&M カンパニー入社
	経営企画部長
2023 年 8 月	同社常務取締役経営企画部長
2025 年 5 月	当社入社社長室長
2025 年 11 月	当社取締役就任(現任)

(注:「当社」は対象会社を指し、上記有報提出時点の開示であることに留意されたい。2025 年 5 月の経歴から「現任」は削除した。)

第3章 本件事案に関係する事実（個別事案）

3.1 第4回新株予約権の権利行使価格

3.1.1 問題の所在（監査法人から提示された疑義）

株式会社ウェルディッシュ第4回新株予約権（以下「第4回新株予約権」という。）の行使に関して、本件調査に先立って東光監査法人から示された疑義は、概要、以下のとおりである。

2026年2月13日に、株式会社ウェルディッシュ第4回新株予約権2,350個がA前社長により行使され（以下「第4回SO行使」という。）、対象会社の普通株式235,000株がA前社長に発行されたこととなっているものの、A前社長からの振込金額は1,175,000円であり、計算上、1株当たりの行使価額が5円に調整された形となっている。

同時点における第4回新株予約権の行使価額は、1株当たり140円であったと思われるところ、上記行使価額の調整は、会社法上必要な手続を経ずに実施されたものであることが疑われる。

また、A前社長からは、社長就任時に当時の経営陣から株式報酬又はストックオプション発行を約束されていたが、実際には発行されなかったところ、今回5円で行使したのは、その見合い分で本来はより発行される分として受け取った、また、行使価額の調整については、第4回新株予約権の発行要項に、合併などの場合には合理的な範囲で調整できるという定めがあるため調整した、といった趣旨の説明を受けている。

しかし、仮にA前社長の説明のとおりであるとしても、新株予約権の要項違反、取締役の善管注意義務違反・忠実義務違反、会社法356条の利益相反取引への違反が推定される。

本調査委員会は、以上の東光監査法人からの指摘等も踏まえ、第4回新株予約権の発行及び割当並びに第4回SO行使に関して調査を行った。

3.1.2 第4回新株予約権の発行及び行使について

3.1.2.1 第4回新株予約権の発行・割当

第4回新株予約権（有償ストックオプション）について、2024年9月17日付取締役会（書面決議）では、概要、以下の要領により発行決議がなされている〔2024年9月17日付取締役会議事録・第4回新株予約権発行要項〕。

新株予約権の総数	3,000 個
新株予約権の目的である株式総数	300,000 株（1 個当たり 100 株）
新株予約権の発行価額	1 個当たり 100 円

新株予約権の行使価額	1株当たり 229 円 ^{11・12}
行使期間	2025 年 4 月 1 日～2029 年 3 月 31 日
割当日	2024 年 10 月 2 日

また、2024 年 9 月 27 日付取締役会では、A 前社長に対して、第 4 回新株予約権 2,350 個を割り当てることが決議されている〔2024 年 9 月 27 日付取締役会議事録〕。

第 4 回新株予約権の発行及び A 前社長への割当については、取締役会議事録等の対象会社における意思決定に関する資料が存在しており、関係者からのヒアリングによっても、その発行や A 前社長への割当の事実自体を疑わせる事実は見当たらなかった。

3.1.2.2 第 4 回新株予約権の行使価額の調整の経過

対象会社によれば第 4 回新株予約権の行使価額は、第 4 回 SO 行使に至るまでに、以下のとおり調整がなされている。

2024 年 10 月 2 日（割当日）	1株当たり 229 円（当初の行使価額）
2025 年 5 月 2 日以降	1株当たり 179 円
2025 年 12 月 11 日以降	1株当たり 140 円

まず、1株当たり 179 円への行使価額の調整については、2025 年 5 月 1 日付取締役会において、決議事項「第 1 号議案 新株予約権の行使価額調整の件」として、「これまでの第三者割当増資や株式交換等を反映した調整」を行う旨の決議がなされているほか、同日（及び翌日）に、行使価額調整の適時開示（及び訂正開示）がなされている〔2025 年 5 月 1 日付「行使価額の調整に関するお知らせ」、2025 年 5 月 2 日付「（訂正）「行使価額の調整に関するお知らせ」の一部訂正に関するお知らせ」〕¹³。

¹¹ 第 4 回新株予約権発行要項には、会社法 236 条 1 項 3 号の「金銭以外の財産を当該新株予約権の行使に際してする出資の目的とするときは、その旨並びに当該財産の内容及び価額」に相当する定めは見当たらない。

¹² 第 4 回新株予約権発行要項第 3 項第 2 号には、株式 1 株当たりの行使価額について、概要、割当日後に、対象会社が、①株式分割・併合を行う場合、②新株発行・自己株処分を行う場合、③時価以下での新株発行・自己株処分を行う場合、④合併、会社分割、株式交換、又は株式交付を行う場合等の調整に関する条項が定められている。このうち、④は、具体的には、「当社が合併、会社分割、株式交換または株式交付を行う場合、その他これらの場合に準じて行使価額の調整を必要とする場合には、当社は、合理的な範囲で適切に行使価額の調整を行うことができるものとする。」旨が定められている。

¹³ 適用日は「2025 年 5 月 2 日以降」とされている（2025 年 5 月 1 日付適時開示）。

次に、1株当たり140円への行使価額の調整について、対象会社から開示された2025年11月27日付取締役会議事録には、報告事項「第1号報告 第3回・第4回・第5回の新株予約権の行使価格〔原文ママ〕の見直しの件」として、「本日開催された株主総会での第3号議案の決議に基づき、新株発行に伴う希薄化」¹⁴により、第4回新株予約権の調整後の行使価額が1株当たり140円となる旨が報告されたとの記載がある〔2025年11月27日付取締役会議事録〕。

また、2025年12月8日付で、C取締役から株主名簿管理人である三井住友信託銀行の担当者に対し、第4回新株予約権の行使価額を179円から140円へ調整し、同月11日から適用する旨の「新株予約権（ストックオプション）行使価額調整連絡票」が提出されている〔新株予約権（ストックオプション）行使価額調整連絡票〕。上記経過からすると、対象会社内において、2025年12月11日の時点では、第4回新株予約権の行使価額は1株当たり140円に調整されるものとして整理されていたものと認められる。

もっとも、本件調査の過程で、2025年11月27日の取締役会後にC取締役から各取締役に対して回付された同日付取締役会議事録案には、当該報告事項が記載されていなかったことが判明した。また、同日就任した監査等委員である取締役を含む複数の出席取締役によれば、新株予約権の行使価額に関する報告を受けた記憶はなく、実際には報告されなかったとの認識を示している。このため、2025年11月27日の取締役会において、第4回新株予約権の行使価額が1株あたり140円への調整は、実際には報告されていなかったにもかかわらず、その旨が記載された取締役会議事録が事後的に作成され、各出席取締役の確認を経ずに各取締役の押印がなされた後、保管されていた可能性が高い¹⁵。

新株予約権の行使価額の調整自体は、第4回新株予約権の発行要項にしたがって実施され得るものであり、取締役会への報告の有無のみで行使価額の調整の有効性が判断されるものではないとは解されるものの、後述のとおり、取締役会議事録の作成・保存に係る問題は対象会社における内部統制上の重大な懸念事項である。

3.1.2.3 2024年11月26日付覚書

2024年11月26日付覚書（以下、「2024年11月覚書」という。）は、対象会社（「株式

¹⁴ 同日開催の第69期定時株主総会で承認された2025年12月11日を効力発生日とするZX社との株式交換に伴う新株発行を指していると解される。

¹⁵ C取締役は、各取締役に共有した取締役会議事録案の作成後に、事後的に報告事項を追加した可能性が高いとの認識を示している。C取締役によれば、A前社長からの指示により、C取締役自身が実際に押印された取締役会議事録における行使価額の調整のドラフトを作成した後に、各取締役に再確認を行うようA前社長、あるいは、O氏へ依頼したものと考えていたとも述べるが、この点の記憶は明確でないとのことである。C取締役自身は、東京に常駐せず、そもそも各取締役の印鑑の保管場所を把握していなかったため、最終的な押印作業は自らは行っていないと述べている。

会社ウェルディッシュ常務取締役管理本部長 N」名義）と A 前社長個人の間の覚書である。対象会社については会社代表印、A 前社長については A 前社長個人の印鑑が押印されている¹⁶。

2024 年 11 月覚書は、その趣旨がやや不明確な部分があるものの、その内容は、次頁のとおりである。大要としては、対象会社の偶発債務の消滅に対する A 前社長の貢献による対価として、A 前社長が保有する第 4 回・第 5 回新株予約権の行使価額を調整することを内容とし、2024 年 11 月 26 日時点において、第 4 回を 1 株当たり 11 円、第 5 回を 1 株当たり 280 円とすることを内容としている。

また、2024 年 11 月覚書第 7 項には、「本覚書は公平性の観点から社内管理上新株予約権一覧には記載せず、乙が行使を行う際に行使時まで新たに希薄化があった場合はそれらを考慮した行使価格の再計算を行い、行使の実行を行うものとする。」旨の定めがある。

加えて、2024 年 11 月覚書には、「(■ ●まで入れた希薄化後) 第 4 回 5 円 第 5 回 125 円 (A のみ適用)」と読める黄色の手書き付箋が貼り付けられている。〔2024 年 11 月覚書〕。この付箋について、対象会社管理部の I 氏（以下、「I 氏」という。）は、2026 年 2 月 12 日に A 前社長と第 4 回 SO 行使の手続を行った際、A 前社長がその場で記載したものと説明している。

なお、2024 年 11 月覚書については、対象会社から開示された 2023 年から本件調査の開始に至るまでの取締役会議事録を確認する限り、対象会社の取締役会において、その締結等について、決議、報告、審議された形跡は見当たらない。

¹⁶ 対象会社の印影は、対象会社の各回の取締役会議事録において代表取締役社長の印として押印されている印影と、また、A 前社長個人の印影は、A 前社長が代表取締役社長に選任された 2024 年 6 月 27 日付取締役会議事録において A 前社長個人の印として押印されている印影と同一と見られる。ただし、N 氏は、2024 年 11 月覚書については、自らが対象会社側を代表する名義人として記載されているものの、自ら押印した記憶がなく、その内容についても認識がないと述べている。

覚書

本書末尾に記載される甲と乙は甲より 2025 年 11 月 10 日〔原文ママ〕の株主決算向け説明会で報告がなされている当社の偶発債務の消滅に関する乙の貢献による対価として、それぞれの代行処理日を基準とし、その即日に乙の保有するストックオプション行使額を以て資本取引として調整することで合意し、覚書を締結した。

記

1. 2024 年 3 月期における■から注文を受けた在庫処理に伴う金額 36,000,000 円
2. 2024 年 3 月期におけるファクタリング費用 15,000,000 円
3. 2024 年 3 月期における■氏、●氏、Q 氏への未払い金 4,970,000 円及び乙の業務委託費 3,000,000 円
4. 2025 年 3 月期における給食代金・シャンプー等の在庫関連 24,000,000 円
5. 2025 年 3 月期における転換社債の資金調達に関連する手数料 20,000,000 円
6. 以上の合計金額を基準とし、新株予約権発行要項 3-(2)その他合理的な範囲で行使額の調整を行うことを可能とする条項に基づき乙に付与された第 4 回・第 5 回の新株予約権の行使価格を 2024 年 11 月 26 日（火）時点において、それぞれ第 4 回を 1 株あたり 11 円、第 5 回を 1 株あたり 280 円とする。また、今後希薄化等で新株予約権の行使価格に調整がある場合、乙の保有する新株予約権についてはこれらの価格を基準に調整を行うものとする。
7. 本覚書は公平性の観点から社内管理上新株予約権一覧には記載せず、乙が行使を行う際に行使時まで新たに起きる希薄化があった場合はそれらを考慮した行使価格の再計算を行い、行使の実行を行うものとする。

以上

本覚書を証するため、甲乙共に捺印し、乙が原本を、甲はその複写をそれぞれ保管する。

2024 年 11 月 26 日

甲)

東京都港区白金台 5 丁目 18 番 9 号
株式会社ウェルディッシュ
常務取締役管理本部長
N 印

乙) 東京都■■■■■■■■■■
A 印

3.1.2.4 第4回 SO 行使に際しての行使請求書の作成、提出

A 前社長は、2026 年 2 月 12 日に翌 2 月 13 日付での第 4 回 SO 行使の意思表示を行うとともに、翌 2 月 13 日には、りそな銀行九段支店の対象会社口座に対して、第 4 回 SO 行使に際しての払込金額として、合計 117 万 5,000 円の振り込み入金を行っている〔りそな銀行りそなビジネスダイレクト 入出金明細照会〕。

他方で、本件調査において、第 4 回 SO 行使に関して、対象会社からは 2 種類の「新株予約権行使請求書」が開示された。一つは、1 株当たりの権利行使価額が 5 円、合計払込金額 1,175,000 円と記入され、発行会社確認印、取扱銀行確認印として「I」の印鑑が押印された行使請求書（以下、「5 円行使請求書」という。）であり、もう一つは、1 株当たりの権利行使価額が 140 円、合計払込金額 32,900,000 円と記入され、発行会社確認印、取扱銀行確認印として「O」（対象会社の O 氏（以下、「O 氏」という。）を指すものと解される）の印鑑が押印された行使請求書（以下、「140 円行使請求書」という。）である¹⁷。

A 前社長や I 氏の説明や関係資料を総合すると、以下のような事実経緯によるものと認められる。

すなわち、A 前社長は、2026 年 2 月 12 日、第 4 回 SO 行使のため、対象会社のオフィスにて、I 氏の協力も得て、まず 1 株当たりの権利行使価額を 5 円とする行使請求書を作成した。

5 円行使請求書の作成に当たり、I 氏は、2026 年 1 月に対象会社に入社した後、間もない時期であったため、確信を持てなかったものの、1 株当たり 5 円という行使価額は低廉であることから、A 前社長に対して、第 4 回新株予約権の行使価額として当該金額が正しいのかやその理由を尋ねた。これに対して、A 前社長は、対象会社に備置されたファイルの中から、2024 年 11 月覚書を示し、I 氏に対して、その場で同覚書に基づき計算を示して、第 4 回新株予約権の行使価額は 1 株当たり 5 円になるとの説明を行った（上記のとおり、I 氏は、2024 年 11 月覚書に貼り付けられた黄色の付箋の「(■ ●まで入れた希薄化後) 第 4 回 5 円 第 5 回 125 円 (A のみ適用)」との文字について、その際に A 前社長が手書きをしたものと説明している。)

I 氏は、当該説明を受け、詳細は不明であったものの、一応納得し、5 円行使請求書の発行会社確認印欄に自ら「I」の押印を行うとともに「2026/2/12」と記載した。そして、I 氏は、2026 年 2 月 12 日 12 時 37 分のメールで、A 前社長に対し、新株予約権の行使価額の振込先となる対象会社の銀行口座を連絡している。

翌日（2026 年 2 月 13 日）、I 氏は、A 前社長から対象会社の銀行口座に対する 117 万 5,000 円の入金を確認し、5 円行使請求書の取扱銀行確認印の欄に「I」の押印を行うと

¹⁷ 行使する新株予約権の数 2,350 個、行使請求株式数が普通株式 235,000 株であることは、5 円行使請求書、140 円行使請求書の双方に共通している。

もに、「2026/2/13」との記載を行い、同日 11 時 41 分のメールで、この 5 円行使請求書を A 前社長に対して送付した。A 前社長は、同日 11 時 45 分、I 氏から受領した 5 円行使請求書を株主名簿管理人である三井住友信託銀行の担当者にメールにて提出した。

しかし、三井住友信託銀行は、対象会社から三井住友信託銀行宛に提出されていた 2025 年 12 月 8 日付「新株予約権（ストックオプション）行使価額調整連絡票」に基づき、第 4 回新株予約権の行使価額を 1 株当たり 140 円と管理していたことから、「1 株あたりの権利行使価額」欄が「5 円」である 5 円行使請求書では行使を受け付けなかった。

そこで、A 前社長は、三井住友信託銀行の担当者からの 2026 年 2 月 12 日 15 時 13 分の「1 株あたりの権利行使価額」「合計払込金額」をそれぞれ「140 円」「32,900,000 円」として訂正し、訂正印捺印のうえ再送して欲しい旨のメールでの連絡を踏まえ、同日 15 時 38 分、5 円行使請求書について、1 株当たり権利行使額 5 円の部分に「A」の押印をし、「140 円」と手書きで修正し、さらに、合計払込金額も 1,175,000 円の部分に「A」の押印をし、「32,900,000 円」と手書きで修正した 5 円行使請求書（以下、「修正版 5 円行使請求書」という。）を三井住友信託銀行の担当者にメールにて再提出した。

なお、後述のとおり、A 前社長は、本調査委員会に対して、ヒアリングにおいて、2024 年 11 月覚書に関する言及や資料提供を自らは行っておらず、むしろ 2024 年 3 月 1 日付内定通知書（オファーレター）等に基づき、A 前社長が入社時に確約されていた報酬債権について未受領があるため、残りを使用（又は放棄）することで第 4 回 SO 行使に際しての払い込みの一部とみなしてもらうことにした等の説明を行っている。もっとも、2024 年 11 月覚書に基づき行使価額が 1 株当たり 5 円となる旨説明されたとの I 氏の説明は、一定の具体性を持った説明であり、2024 年 11 月覚書（手書き付箋含む）等の関係資料とも一致するものであり、相応の信憑性が認められる。一方で、A 前社長は、後述のとおり、I 氏に対して、2024 年 11 月覚書の廃棄を指示し、I 氏からは 2024 年 11 月覚書について廃棄したとの回答を得ていたと認められることからすると、本件調査に対して、意図的に 2024 年 11 月覚書には触れない形で説明することを企図していたことが推認される。

また、A 前社長は、本調査委員会に対して、140 円行使請求書（「O」の押印）及び修正版 5 円行使請求書（「I」の押印）を第 4 回 SO 行使に関する根拠資料として提出するとともに、ヒアリングに際しては、当初は、三井住友信託銀行では対象会社における社用欄の「発行会社確認印」及び「取扱銀行確認印」の押印担当者を登録しているところ、登録者が O 氏のままであり、「I」の押印がなされた行使請求書では提出が完了できなかったことから、改めて 140 円行使請求書を作成し、O 氏の押印を得た上で、三井住友信託銀行に提出をしたと説明していた¹⁸。しかし、三井住友信託銀行の担当者によれば、三井住友信託

¹⁸ ただし、A 前社長は、本調査委員会による 2026 年 7 月 29 日のヒアリングにおいては、従前の説明よりも不明確な形で説明しており、どの書面を最終的に提出したかは覚えていない、修正版 5 円行使請求書だけを提出した可能性、140 円行使請求書を提出した可能性、両方を提出

銀行としては、修正版 5 円行使請求書を第 4 回 SO 行使に関する行使請求書として管理している一方で、そもそも「O」の押印がなされた 140 円行使請求書は第 4 回新株予約権の行使請求書類として受領していないとのことであった。また、三井住友信託銀行の担当者によれば、行使請求書における社用欄の「発行会社確認印」及び「取扱銀行確認印の押印」は、必ずしも登録者の印鑑である必要はなく、会社の関係者が押印していれば受付可能とのことであった¹⁹。

3.1.2.5 第 4 回 SO 行使に関する登記申請

I 氏は、第 4 回 SO 行使に伴い、担当者として登記申請の準備を行い、ZG 司法書士（以下、「ZG 司法書士」という。）に依頼して、2026 年 4 月 9 日付で変更登記申請を行った。当該登記申請に際しては、第 4 回新株予約権 2,350 個について、行使価額が 1 株当たり 5 円であることを前提とする登記申請がなされている〔2026 年 3 月 19 日付「資本金の額の計上に関する証明書」、同日付「払込みがあったことを証する書面」、2026 年 4 月 9 日付東京法務局「受付のお知らせ」〕。登記申請の添付書類である 2026 年 3 月 19 日付「払込みがあったことを証する書面」には、「行使価額の調整があり現在の行使価額は金 5 円であります。」との記載がある。

この登記申請に先立って、ZG 司法書士は、2026 年 3 月 18 日 17 時 46 分のメールで、I 氏に対して、以前の行使の際は第 4 回新株予約権の行使価額が 1 株 179 円であったところ、同じ第 4 回新株予約権であるものの、行使価額が 1 株 5 円に調整され、1 個の新株予約権の行使につき（100 株×5 円の）500 円の払込みで間違いないかを照会している。この ZG 司法書士からの問い合わせに対して、I 氏は、翌 3 月 19 日 13 時 11 分のメールで「のちほど、社長の A より、本件説明のお電話をさせていただきます。」と返信している。さらに、ZG 司法書士は、同日 17 時 46 分のメールで、I 氏に対して、以下のように、A 前社長と話ができて、第 4 回新株予約権の行使価額は 1 株 5 円であることが確認できたとの返信を行っている。以下の ZG 司法書士のメールからすると、A 前社長は、ZG 司法書士に対しては、行使価額が 1 株 5 円に調整された、あるいは、それに近い説明をしていたことが推測される。

I 様

お世話になっております。司法書士の ZG です。

A 前社長とお話できまして、この度の第 4 回新株予約権の行使について、以下の内容

した可能性、一方を対外提出用、他方を社内保管用とした可能性等に言及している。

¹⁹ 他方、新株予約権の行使価額の調整について連絡をする「新株予約権（ストックオプション）行使価額調整連絡票」については、株式事務担当者印として、同行宛に届出済の登録印で押印する必要があるとのことである。

を確認できました。

- 行使価格は、1株5円
- 新株予約権1個（100株）につき、払込金額は500円
- 新株予約権1個につき、帳簿価額100円
- この度の行使個数 2350個
- 増加する資本金額の計算
(払込金額) $2350 \times 500 = 1,175,000$ 円
(帳簿価額) $2350 \times 100 = 235,000$ 円
(資本金額の計算) $(1,175,000 + 235,000)$ 円 $\div 2 = 705,000$ 円
※ 資本準備金も705,000円計上されます。
(以下、略)

なお、対象会社によれば、上記登記申請については、2026年5月14日にZG司法書士に対して、取り下げの連絡を行い、取り下げを完了したとのことである。

3.1.2.6 株主名簿管理人による新株予約権行使状況の管理

一方で、株主名簿管理人である三井住友信託銀行作成の2026年2月17日付「新株予約権行使状況明細表」には、「転換年月日 2026年2月13日」、「株式数235,000株」、「転換金額32,900,000円」との記載がある。これは第4回新株予約権の行使価額が1株当たり140円であることを前提に第4回SO行使がなされた場合の数値に一致する。

登記申請の場面とは異なり、株主名簿管理人による管理の局面においては、三井住友信託銀行が管理していた1株当たりの行使価額である140円の行使価額で行使がなされたことを前提とする取り扱いがなされていた。

なお、対象会社は、その後、2026年5月19日、三井住友信託銀行に対して、A前社長による2026年2月13日付での第4回SO行使による新株発行は無効として株主名簿の訂正を求める手続を行っている。

3.1.2.7 第4回SO行使後、本件調査に至るまでの対象会社内における情報共有の経緯等

関係者の供述及びフォレンジック調査により確認したメール等の客観的資料を総合すると、2026年2月12日及び13日に第4回SO行使に関する実務作業が行われた後、対象会社内では、本件調査に至るまでの間に、概要、以下のような経緯で、第4回SO行使に関する情報共有及び取締役会等への報告に向けた検討が行われたものと認められる。

(1) C取締役による第4回SO行使の把握及びA前社長らへの確認

C取締役は、2026年2月12日及び13日に第4回SO行使に関する実務作業が行われ

た際には大阪にいたものの、実務作業が行われた後、間もなく I 氏から、行使価額を 1 株当たり 5 円と記載した A 前社長名義の新株予約権行使請求書を示されるとともに、第 4 回新株予約権について 1 株当たりの行使価額を 5 円とする行使が行われたとの報告を受けた。

C 取締役は、これに対し、第 4 回新株予約権の行使価額は 1 株当たり 140 円であるはずであり、三井住友信託銀行が 1 株当たり 5 円による行使請求を受け付けるとは考えにくいと考え、A 前社長に対して第 4 回 SO 行使について説明を求めたところ、A 前社長からは、未払報酬債権と現金による払込みを合わせることで 1 株当たり 140 円相当になる等といった説明を受けた。C 取締役は、この説明を聞いてもなお、第 4 回 SO 行使の処理には確認を要する点があると認識し、A 前社長に対して説明及び社内への報告を求めた。また、C 取締役は、遅くとも 2026 年 2 月中には、2024 年 11 月時点で取締役（当時は監査等委員である取締役）として在任していた B 副社長にも 2024 年 11 月覚書も含めた情報を共有し、事情を確認するとともに、B 副社長と一緒に A 前社長に対して取締役会で報告するよう申し入れた。

(2) C 取締役から F 監査等委員への 2024 年 11 月覚書に関する照会等

C 取締役は、B 副社長から B 副社長と同時期に在任していた他の取締役にも事実関係を確認してはどうかとの話を受け、2026 年 3 月 16 日 15 時 58 分のメールで、監査等委員であり 2024 年 11 月時点で在任していた F 監査等委員に対し、2024 年 11 月覚書を共有した上で、以下のような照会を行った。

F 監査等委員

いつも大変お世話になります。

お忙しい中申し訳ありません。ご相談です。

先日 A 前社長が、第 4 回の SO を行使されたのですが、行使価格が 5 円と、公表されている条件と相違していました。

A 前社長に確認したところ、添付にある覚書を提示され、正式に締結されており問題ないとの説明を受けました。

日付けは、2024 年 11 月 26 日のため、在籍されてるのは F 監査等委員かと思い、取締役会または何らかの会議で報告があったか否か確認させて頂きたいとの趣旨です。

ご記憶あるかご教示いただければ幸甚です。過去の話ですみません。
宜しくお願い致します。

(以下、署名欄省略)

これに対し、F 監査等委員は、2024 年 11 月覚書について、2024 年当時の取締役会議事録を確認したものの、その内容に関する議論が行われた形跡がなく、自身にも見覚えがなかったことから、メール受領と同日、C 取締役役電話をかけ、2024 年 11 月覚書に見覚えがないことを伝えたとともに、B 副社長を含む当時の他の役員にも確認した上で、対象会社内で事実関係を確認する必要があるとの意見を伝えた。

また、これとは別に、対象会社の執行役員である G 氏（以下「G 氏」という。）は、第 2 四半期の数値確認の過程で、2026 年 3 月 19 日頃までには、第 4 回新株予約権は 1 株当たり 140 円の行使価額であるはずであるところ、1 株当たり 5 円を前提とする払込みがなされていることについて、C 取締役は事実確認を行っており、C 取締役は、2026 年 3 月 19 日 17 時 35 分のメールで、G 氏に対して、2024 年 11 月覚書を共有している。

(3) 2026年3月26日の取締役会及び監査等委員会に向けた状況

I氏は、2026年3月23日12時43分のメールで、各監査等委員である取締役に対し、同月26日午前9時に開催予定の監査等委員会のアジェンダ案を送付した。

また、C取締役は、I氏からのメールの直後の同日13時5分のメールで、監査等委員以外の取締役も含む各取締役に対して、同月26日午前9時からの監査等委員会終了後に開催予定の取締役会に関する資料を送付した。当該取締役会資料うち、「株式会社ウェルディッシュ：取締役会議題」と題する資料には、「その他報告事項」として「6. A前社長：SOの行使価格の件」との記載がなされている（ただし、標題が記載されているのみで具体的な内容の記載はない。）。

F 監査等委員は、上記取締役会議題の記載から、上記（２）で述べた C 取締役との電話後に対象会社内における、一定の事実確認が進み、同月 26 日の取締役会において、A 前社長による第 4 回 SO 行使に関する説明が行われるものと理解した。そこで、F 監査等委員は、2026 年 3 月 23 日 14 時 29 分のメールで、I 氏に対し、第 4 回 SO の行使価格の件を取締役会だけでなく監査等委員会においてもアジェンダとして盛り込んだ方が良いのではないかととの相談を行った。これを受け、I 氏は、同日 17 時 20 分のメールで、F 監査等委員に対して、「「A 前社長：SO の行使価格の件」の件について、その他事項の中で、報告してもらう様にいたします。」と回答した上、同日 17 時 24 分のメールで C 取締役に対して、F 監査等委員から監査等委員会の中でも第 4 回 SO 行使の件を報告してもらった方が良いとの意見があったことを伝えている。

また、F 監査等委員は、同日に、B 副社長から連絡を受け、翌 24 日、F 監査等委員の法律事務所において、F 監査等委員と B 副社長は、2024 年 11 月覚書について話をした。もっとも、B 副社長も、F 監査等委員と同様、2024 年 11 月当時に覚書が作成されたか等については記憶がない状況であり、B 副社長が A 前社長に確認した上で、A 前社長から情報

共有をさせる旨の議論を行った。

(4) 東光監査法人からの指摘により本件調査が開始されるに至るまでの経緯等

I氏は、2026年3月25日12時33分のメールで、各監査等委員である取締役に対して、翌日の監査等委員会のアジェンダを改めて送付した。しかし、このアジェンダには、A前社長による第4回SO行使に関する事項は含まれていなかった。この点について、F監査等委員は、同月25日、B副社長から、翌26日の取締役会では第4回SOの行使価額の件は報告事項に含まれないこととなった旨、また、詳細については翌日（26日）に説明するとの連絡を受けている。実際に、2026年3月26日に開催された取締役会及び監査等委員会においては、第4回SO行使又はその行使価額に関する具体的な報告は行われなかったところ、同日の取締役会終了後、F監査等委員は、B副社長から、A前社長との協議の結果、A前社長が関係資料を整理した上で、同年4月28日の取締役会において第4回SO行使について説明する予定であり、それまで待つてほしいとの意向を示している旨の報告を受けている。

その後、2026年4月上旬に、東光監査法人が対象会社の第1四半期レビューの資料確認を進める中で、第4回新株予約権について、行使価額を1株当たり5円とする行使がなされていることを認識し、対象会社に対して確認を求めた。

ところが、以下のメールのように、A前社長の説明は、およそ東光監査法人の要請を満たすものではなかったことから、問題が顕在化するとともに、F監査等委員以外の監査等委員も第4回SOの行使価額の問題を認識する状況となり、2026年4月14日開催の臨時取締役会において、第4回SOの行使価額の問題が議論され、本件調査に向けた準備が開始されることとなった。

■2026年4月13日午前9時11分のC取締役からA前社長へのメール

東光監査法人から第4回SO行使について指摘が入ったことを報告

From: C取締役
Sent: Monday, April 13, 2026 9:11 AM
To: A前社長 <■@wel-dish.co.jp>
Cc: I氏 <■@wel-dish.co.jp>; G氏 <■@wel-dish.co.jp>
Subject: SO：監査からの指摘事項の件

A前社長

おはようございます。

首題の件、案の定、下記指摘が入りました。

マネーフォワードで、5円行使を見つけたようです。
指摘されたら、A前社長に報告するとのことでしたので、
今後の対応をご教示ください。

2月13日A前社長行使の第4回SOの行使価格がMFで確認しますと5円となっていますが、
信託銀行の行使価格連絡票の行使価格と異なる理由を教えてくださいませんか？
(頂いております全部履歴事項証明書においてこちらのSO行使の状況が反映されてお
りませんので、
信託からの連絡票があればご用意頂けると幸いです。)

(以下、署名欄省略)

■2026年4月13日午前11時8分のC取締役からG氏へのメール

A前社長からの説明(監査法人への回答内容)をG氏に共有するメール

From: C取締役
Sent: Monday, April 13, 2026 11:08 AM
To: G氏 <■@wel-dish.co.jp>
Cc: I氏 <■@wel-dish.co.jp>; A前社長 <■@wel-dish.co.jp>
Subject: RE: SO 行使価額：監査からの確認事項 NO 8 2 の件

Gさん

首題ですが、下記回答をA前社長から頂きました。
趣旨はともかく、監査への説明において、表現を工夫した方がいい箇所あればご教示く
ださい。

宜しく願い致します。

「A前社長より以前ZE先生にはお伝え済みのものとなります。
こちらは2024年にA前社長が旧経営陣から社長要請があった際に決められた報酬に対
しての支払い方について、契約上決められた新株予約権報酬の行使価格で発行できな
かった場合、後日発行される新株予約権の行使価格を調整することで賄うということにな
っております。よってA前社長が行使した新株予約権はγ法律事務所にも確認の上、行
使価格調整しても構わないものであり、その結果、A前社長が就任要請された時に旧経

営陣から約束された額を賄えるよう調整しております。しかしながら、株価低迷のため実際はまだ賄えてませんが A 前社長もしょうがないからこれで良いと納得しております。補足となりますが、ZE 先生からは特にまほろば時代の契約なので何も触れたくないから書面提出はしなくて良く、概ね理解しましたと A 前社長がコメント頂いております。」

以上 を回答として提出してほしいとのことです。

(以下、署名欄省略)

■2026 年 4 月 13 日午後 1 時 35 分の C 取締役から A 前社長へのメール
東光監査法人の反応（回答）を G 氏に共有するメール

From: C取締役

Sent: Monday, April 13, 2026 1:35 PM

To: A 前社長 <■@wel-dish.co.jp>

Cc: I 氏 <■@wel-dish.co.jp>; G 氏 <■@wel-dish.co.jp>

Subject: RE: SO 行使価額：監査からの確認事項 NO 8 2 の件

A 前社長

本件、回答する前に、為念 ZE 先生に内容をお伝えしたところ、ZE 先生からの回答は次の通りでした。

「下記の話は、全く聞いた記憶がない。そもそも行使金額がおかしいので、説明をお願いしたい。信託の資料とも明らかに金額が相違している。

なんらかの契約書があるならそれを提示してほしい。

当時の取締役会の議事録もあるのではないか。それも提示してほしい。

それらと併せ、本件に至った経緯説明書を提出してほしい」

以上です。

社長からの報告と全く異なる回答でした。。

至急対応策の協議、G さんとさせてください。

宜しくお願い致します。

(以下、署名欄省略)

3.1.3 A 前社長による第 4 回 SO 行使に関する説明

3.1.3.1 第 4 回 SO 行使の経緯に関する A 前社長の説明

A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングにおいて、第 4 回 SO 行使の必要性に関して、2026 年 2 月末頃に予定されていた PP 社株式取得のために YE 銀行から融資を受けるにあたり、A 前社長個人の連帯保証とあわせて、YE 銀行及び YH 証券の A 前社長個人口座に融資額と同等以上又はそれに準ずる見合い資産を入れてほしいとの要請を受けたため、一定の見合い資産を個人として準備する必要がある、そのために自ら保有していた新株予約権を行使して株式を取得することを企図していたところ、第 4 回新株予約権、第 5 回新株予約権のうち行使価額が低かった第 4 回新株予約権を行使した旨を説明する。この点、対象会社が PP 社株式取得のために YE 銀行から融資を受けるにあたり、A 前社長が個人として対象会社の債務について連帯保証を行うことが融資条件となったことは、2026 年 2 月 26 日付取締役会議事録「第 1 号議案 YE 銀行からの借入れ契約締結の件」において確認できる。

また、A 前社長は、本調査委員会による第 1 回ヒアリング（2026 年 4 月 17 日実施）前に自ら提出した事情説明書（本報告書末尾に別添）及び本調査委員会におけるヒアリングにおいて、第 4 回新株予約権の行使価額そのものが 1 株当たり 5 円に変更されたわけではなく、当時の行使価額はあくまで 140 円であったこと、第 4 回 SO 行使に際しては、手持ち現金も少なく、資金不足に陥ったところ、自身には過去の経営陣との間の合意に基づく会社に対する相当額の報酬債権又はこれに準ずる請求権が存在するため（2024 年 3 月 1 日付「内定通知書（オファーレター）」、同日付「確約書」（代表取締役就任等）、同月 25 日付「確定報酬に関する契約書」、2024 年 10 月 28 日付「覚書」（A 前社長個人、O 氏個人の覚書）等を根拠として提示している。）、自身としては、現金で実際に払い込む部分と、報酬債権の放棄又はこれに準ずる処理により実質的に拠出する部分とを合わせることで、1 株当たり 140 円相当額を負担するつもりであったと説明している。

このように、1 株当たり 5 円という数値は、第 4 回 SO 行使に際して、現金で払い込む部分のみを株数で割り戻した結果として現れたものであり、第 4 回新株予約権の行使価額そのものではないというのが、本調査委員会に対する A 前社長の基本的な説明である。

さらに、A 前社長は、当初、三井住友信託銀行の担当者からの指示により、現金による払い込み部分のみ（1 株当たりの権利行使価額が 5 円）を記載すればよいと言われ、当該書類（5 円行使請求書）を用意したが、その後、三井住友信託銀行の担当者から、事前の説明が間違っており、報酬債権相当分も含めた総額を記載する必要があるとの説明を受け、1 株当たりの権利行使価額を 140 円として、合計払込金額については、報酬債権分も含めた総額とする 140 円行使請求書に直して提出した旨説明している²⁰。

²⁰ ただし、三井住友信託銀行の担当者は、A 前社長の説明を否定しており、A 前社長から 5

他方で、A 前社長は、本調査委員会による第 1 回ヒアリング（2026 年 4 月 17 日実施）前に自ら提出した事情説明書や第 1 回ヒアリング前後において自ら本調査委員会に提出した一連の資料（本報告書末尾に提出資料の概要を記載）において、オファーレター、確定報酬契約書、RSU 関係資料等は提出しているものの、2024 年 11 月覚書は説明資料として提出していない。また、本調査委員会による第 1 回ヒアリングにおいて、2024 年 11 月 26 日覚書については、一切言及がなされていない。本調査委員会は、A 前社長に対する第 2 回ヒアリング（2026 年 5 月 6 日実施）において、第 1 回ヒアリング時に提出漏れがあった資料が存在しないか重ねて確認をしたが、A 前社長から 2024 年 11 月覚書に関する説明はなされなかった。

後述のとおり、A 前社長は、2024 年 11 月覚書及び 5 円行使請求書について、本調査委員会による調査が開始する前の段階（2026 年 4 月に入ってからと推測される。）で、I 氏に対して廃棄の指示を行っていたものと認められる。さらに、A 前社長は、2026 年 4 月 16 日の深夜 23 時 30 分頃²¹に、I 氏に対して、5 円請求書及び 2024 年 11 月覚書の廃棄が完了しているかを確認する電話を行っていたところ、当該電話において、I 氏から、両文書とも廃棄したとの回答を受けている（ただし、I 氏は実際には廃棄をしていなかった。）。このため、A 前社長としては、本調査委員会による第 1 回ヒアリング（2026 年 4 月 17 日実施）及び第 2 回ヒアリング（2026 年 5 月 6 日実施）においては、両文書は既に廃棄されたものと認識して対応していた可能性が相応に認められる。

上記のとおり、本調査委員会に対する A 前社長の説明は、第 4 回新株予約権の行使価額は 1 株当たり 140 円であることを前提に、1 株当たり 5 円はあくまで現金のみによる払い込み部分であり、残りについては、オファーレター等を根拠とする報酬債権の利用ないし放棄することによって行使できると考えていたというものであった一方で、2024 年 11 月覚書の内容は、当該説明と整合しないものであるため、A 前社長としては、2024 年 11 月覚書の存在を意図的に伏せようとしたことが推測される。

3.1.3.2 2024 年 11 月覚書に関する A 前社長の説明

A 前社長は、第 3 回ヒアリング（2026 年 5 月 12 日実施）においても、第 4 回 SO 行使

円行使請求書が提出されたものの、三井住友信託銀行が管理している第 4 回新株予約権の行使価額（1 株当たり 140 円）と異なる価格（1 株当たり 5 円）では、受け付けられないため、行使価額を 1 株当たり 140 円に訂正することが必要と説明したとのことである。

²¹ 本調査委員会の立ち上げに向け、監査等委員会の要請を踏まえ、本調査委員も調査委員候補者（同時点では、調査委員の所属する事務所におけるコンフリクトの確認等も未了であり、受任の可否については留保を付けつつ、時限性に鑑み、設定されたものである。）として出席したキックオフミーティングが、同日朝 9 時に行われ、かつ、同日夕方頃に翌 4 月 17 日 19 時より、本調査委員による A 前社長の第 1 回ヒアリングを行うことが確定した直後の時点であることを付言する。

に際しての第4回新株予約権の行使価額について、引き続き5円ではなく、140円という前提で対応したとの説明を維持した。

その上で、本調査委員会は、まず、A前社長に対して、2024年11月覚書によって行使価額が調整される旨をI氏に説明した記憶がないかと確認したところ、A前社長は以下のように説明をした。

- ・この覚書の存在自体はなんとなく覚えているが、自分の手元にはなく、正式に使える文書とは思っていなかった。
- ・この覚書の存在自体を、今久々に聞いたという感じである。
- ・I氏に対して、この覚書を用いて説明したというよりも、「なんじゃこりゃ」ということで、I氏に話したかもしれないが、正直全然分からない。
- ・N氏との間で、代表就任時に約束された報酬や、会社に貢献した対価について、本来これくらいもらうべきだろう、といった話をした記憶はあるが、そのような覚書について、取締役会で議論した記憶はなく、会社として正式に成立したものではない。N氏との個人的な確認に近いものだったのではないか。

次に、2024年11月覚書に「第4回 5円」「Aのみ適用」等の記載がある付箋が付されていることについて確認をすると、A前社長は以下のような説明をした。

- ・(付箋自体を見た記憶があるかとの質問に対して) そのようなものがあるということは、I氏から話として聞いただけである。自分はあまり管理の書類を見ていないし、I氏と行使請求書を作成した際にもそのような覚書は見えていない。会社のファイリングの中にもなかったと思う。
- ・(付箋についてI氏に説明した記憶があるかとの質問に対して) 記憶はない。ファイリングされていなかった。調査委員に資料を送る際に会社のファイリングを全部見たが、なかったと思う。あったとしても、もしかしたらC取締役が抜いてどこかに置いていたのか、又はPDFだけ取っていて原本がないのかは分からない。いずれにしても、この行使をする際に、このような覚書は参考にしていない。
- ・(その後、A前社長に対して、2024年11月覚書の付箋部分を提示し、筆跡の確認を求めたところ)「A」の書き方は自分の書き方に似ていて、「Aのみ適用」の部分は自分の字のように見えるが、第4回の「第」の書き方は自分とは違うように思う。全体として誰の筆跡かは分からない。

さらに、2024年11月覚書についてのI氏への廃棄の指示の有無について確認すると、A前社長は以下のような説明をした。

- ・この覚書について、I氏に廃棄しておいてね、と指示をしたことはない。承認されていない書類や最終版でない書類は不要ではないか、といった趣旨の話をした可能性があると述べた。そのような話をしたことがあるとすれば、(2026年)2月ではないか。
- ・(2026年4月16日朝の調査委員を交えた会議以降に、I氏に対して、2024年11月覚

書や5円行使請求書の廃棄の指示をしたり、廃棄の確認をしたことがあるかの質問に対して) そのような話はしていない。むしろ、自分としては、「5円」に二重線を引いて「140円」にした書類があるはずだと探していた。調査開始後は資料は全部保全という認識だった。

また、2026年4月16日にI氏の携帯に電話をした事実の有無やその内容について確認したところ、A前社長は以下のような説明をした。

- ・2026年4月16日の夜にI氏の携帯へ電話したことはある。4月16日は、社員たちがお酒を飲んでおり、東証から連絡が来ているという話があったところ、I氏がいなかったことになり、I氏の電話番号を誰か知らないかという流れで電話番号を聞き、I氏に電話をかけたという流れである。I氏に対する連絡の内容としては、東証から連絡が来ているので対応してほしい、というものである。

第3回ヒアリング(2026年5月12日実施)における2024年11月覚書に関するA前社長の説明は、その存在に関する説明、I氏への説明・提示の有無、覚書に添付された付箋の存在やその内容等のいずれの面においても曖昧な部分が多い。また、A前社長の説明は、後述のとおり、客観的資料やその後の状況と相応に符合するI氏の説明²²と真っ向か

²² フォレンジック調査により把握してメールでも、2024年11月覚書の存在を前提とした多数のやりとりがなされている事実が確認できる。

例えば、C取締役は、A前社長がI氏に対して、2024年11月覚書を示して、第4回新株予約権の行使価額について説明を行ったのと同日の2026年2月12日16時1分のメール(自らを発信者かつ受信者としている)で、2024年11月覚書(黄色付箋が付されたもの)の写真データを送付している(C取締役によれば、当該写真データはI氏から共有を受けたものとのことである。)。また、対象会社経理担当のK氏は、2026年3月3日15時16分の「A前社長SO資料」と題するC取締役宛のメールで、「A前社長SOの件資料をPDFにて送付致します。」との本文とあわせて、5円行使請求書及び2024年11月覚書を添付している。

さらに、2026年3月16日15時43分のC取締役からI氏への「お願いの件」と題するメールでは、「Iさん 先日問題となった A前社長の低金額でのSO行使において、A前社長とウエルディッシュ間(N氏捺印)の覚書を見せていただきましたが、すまんが、当該覚書の写しをPDFでCまで送付方宜しくお願い致します。」との連絡がなされ、これに対する2026年3月16日15時48分のI氏からのC取締役への返信メールに「お疲れ様です。ご指示の件、送付します。1枚目も2枚目も、同じ内容ですが、2枚目には、A前社長自筆の黄色いメモを貼付しています。ウエルディッシュ I」として、2024年11月覚書が添付されている。加えて、C取締役は、その直後の2026年3月16日15時58分にF監査等委員に対して、2024年11月覚書の趣旨を確認するメール(上記3.1.2.7(2)参照)を送付しており、当該メールにも2024年11月覚書を添付している。

このように、2024年11月覚書は、A前社長が第4回SO行使時にI氏に対する説明資料として用いた直後から、当該覚書が存在することや当該覚書がI氏に対する説明で用いられたこ

ら異なるものである。

加えて、2024 年 11 月覚書第 7 項には、「本覚書は公平性の観点から社内管理上新株予約権一覧には記載せず、乙が行使を行う際に行使時まで新たに希薄化があった場合はそれらを考慮した行使価格の再計算を行い、行使の実行を行うものとする。」旨の定めがある。

2024 年 11 月覚書は、その文言からすれば、A 前社長のみが保有する新株予約権の行使価額が調整されるとの内容であり、その点も踏まえ、「本覚書は公平性の観点から社内管理上新株予約権一覧には記載せず」との文言が記載されたとも考えられ、A 前社長としては、このような背景も踏まえ、本件調査において、2024 年 11 月覚書の存在を明らかにしたくない意図があったと推測される。

以上のとおり、2024 年 11 月覚書に関する A 前社長の説明の信用性は全体として低い。

3.1.4 第 4 回 SO 行使に関する社内関係者の説明

3.1.4.1 C 取締役

C 取締役は、2026 年 2 月 12 日、13 日に第 4 回 SO 行使に関する実務作業がなされた際は、大阪にいたため、2026 年 2 月 12 日 12 時 7 分のメールで、A 前社長及び I 氏に対して、2025 年 12 月 8 日付新株予約権（ストックオプション）行使価額調整連絡票²³を共有したほかは、第 4 回 SO 行使の作業には関与していなかったとのことである。

C 取締役は、その後、I 氏から 1 株当たりの行使価額が 5 円と記載された 5 円行使請求書や 2024 年 11 月覚書を見せられると共に、第 4 回新株予約権について 1 株当たりの行使価額を 5 円とする行使がなされたとの報告を受けたと述べている。さらに、C 取締役は、この報告に対し、第 4 回新株予約権の行使価額は、1 株当たり 140 円であるはずであり、三井住友信託銀行がそのような行使請求を受けるはずがないから調べろ、と I 氏に指示をした記憶があると述べている。

C 取締役としては、結果として、三井住友信託銀行が第 4 回新株予約権の行使を受け入れたということは不審に感じていたが、その後に O 氏が押印した 140 円行使請求書が作成されて、それが通ったようだという報告を受けたとのことである（なお、C 取締役自身は、5 円行使請求書は、書類を実際に確認している一方で、140 円行使請求書は、その存在についての報告を受けたのみで、書類自体の内容は見えていなかったとのことである。）。

また、C 取締役は、2026 年 2 月中には、A 前社長に対しても、第 4 回 SO 行使については後で大きな問題になると述べて、説明を求めたところ、A 前社長からは、1 株当たりの

と、さらに、黄色の付箋が A 前社長の自筆によるものであることを前提としたやりとりがなされており、A 前社長の説明はこれらの事実経緯に反する。

²³ 同連絡票には、第 4 回新株予約権の行使価額が 1 株当たり 140 円である旨が記載されている。

行使価額が5円に調整されたとの説明ではなく、未払報酬債権と現金払込みを合わせることで140円相当になるとの説明を受けたとのことである。

もっとも、C取締役としては、そのようなA前社長の説明についても、正しいとは思えなかったもので、A前社長に対して、後で絶対に指摘されることになる何度も伝えたと述べている。さらに、B副社長にも情報を共有し、取締役会で報告してもらえるようA前社長に対して、一緒に申し入れを行ったと述べている（ただし、これに対して、A前社長からは、監査等委員にも報告済みであり、正式な報告には及ばない、監査法人、弁護士、顧問も了承している等の説明を受け、専門家や監査関係者が全て了承しているのであれば、自分が過去の事情を知らないだけかもしれないと考え、いったんそれ以上の追及を控えた」と説明している。）。なお、C取締役は、第4回SO行使に関するA前社長の説明について、当初は黄色い付箋が貼られた2024年11月覚書に基づくものであったものの、2026年3月下旬から4月にかけて、後付け的にオファーレター等の資料が追加されていったような印象を受けていると説明する。

3.1.4.2 B副社長

B副社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、2026年2月13日の翌週あたりにC取締役から、第4回SO行使が1株当たり5円でなされたとの話を聞き違和感を覚えた」と説明している。また、B副社長は、第4回SO行使が1株当たり5円でなされたとの話を聞いた後に、A前社長から、1株当たり140円が行使価額であり、うち現金で払い込む部分は5円で、残額は過去の報酬債権を使った、との説明を受けたが、そもそもA前社長に、そのような報酬債権があるという認識がなく、最初に報酬債権を使ったという説明を聞いた際にも、そのような債権があるのか、というところから話がスタートしたと述べている。

さらに、B副社長は、自らはストックオプションの専門家ではなく、そのような処理が正しいかどうかは分からないものの、少なくとも取締役会で正式に説明が必要であると考え、第4回SO行使の事実を認識した後、A前社長に対して、再三に渡り、対象会社の取締役会で説明してもらうように要請したと述べている。

3.1.4.3 O氏

O氏は、140円行使請求書に「O」の押印がなされているものの、140円行使請求書に対する押印自体に関する記憶が薄く、本調査委員会からのヒアリングに対して、140円行使請求書への押印自体を否定するものではないが、少なくとも第4回SO行使の際に、1株当たり140円という行使価額の算定根拠や、実際の払込方法の詳細について、自ら積極的に精査したわけではないと説明している。

また、A前社長から、報酬債権を第4回SO行使に際して、現金の払い込みに不足する部分の原資として用いるとの具体的な説明を聞いた記憶はないとしている。

さらに、O氏は、A前社長が対象会社に対する報酬債権があったことの根拠として説明する2024年10月28日付担保覚書については記憶しているものの、2024年3月25日付確定報酬に関する契約書については、署名したかどうかも含めて記憶が曖昧であると述べている。2024年3月1日付オファーレターについては、大筋の内容については記憶しているものの、就任時点で必ず、この内容で株式を発行する等の約束であった訳ではなく、A前社長の就任後に、そのような方向で進めていくという目標・方針であったとの理解を説明している。

3.1.4.4 I氏

I氏は、2026年2月12日、13日の第4回SO行使の実務作業に関して、A前社長と直接やりとりを行っており、第4回SO行使の実態を把握する上で、同氏の説明の重要性は高い。

I氏は、本調査委員会によるヒアリングに対して、2026年1月に入社した後、間もない状況であり、十分な引継ぎを受けていない状況であったものの、2026年2月12日に、A前社長からの要請で、対象会社オフィスにおいて、5円行使請求書の作成に当たり必要な事務作業についての協力を行っていたこと、その過程で1株当たり5円という行使価額は非常に低廉であることから、A前社長に対してその金額で本当に正しいのかやその根拠を尋ねたところ、A前社長が対象会社に備置されたファイルの中から2024年11月覚書を探し出して示し、かつ、その場で電卓を叩きながら計算を行い、「計算すると5円になる」と説明されたこと、計算の詳細については理解仕切れなかった部分はあったものの、一応納得し、5円行使請求書の発行会社確認印欄に「I」の押印を行ったこと、2024年11月覚書に付された「(■●まで入れた希薄化後)第4回5円 第5回125円(Aのみ適用)」と読める黄色の手書き付箋はA前社長の自筆であること等を詳細に説明している。また、翌13日には、1株当たり5円の行使価額であることを前提に117万5,000円の入金を確認し、取扱銀行確認印も押印したと述べている。

また、I氏は、本調査委員会によるヒアリングに対して、第4回SO行使の時点で、A前社長から「行使価額は140円を前提とし、そのうち現金で払い込む部分だけが5円である」といった説明は受けておらず、むしろ、第4回新株予約権の行使価額そのものが5円になるという理解に基づき処理に関与したと明確に述べている。さらに、I氏は、A前社長から2024年11月覚書以外にオファーレターや確定報酬契約書等を根拠資料として示された記憶もなく、第4回SO行使の場面では、2024年11月覚書を基礎として計算した1株当たり5円が行使価額であることを前提に実務作業を行ったと述べている。

さらに、本調査委員会のヒアリングに対して、I氏は、正確な時期はやや不明確であるものの、監査法人等から「5円とは何か」との問題提起があった前後（概ね2026年4月に入ってからではないかと述べている。）に、A前社長から5円行使請求書及び2024年11月覚書について廃棄するよう指示があったと説明している。他方で、I氏自身は、2024年

11月覚書を前提に説明を受けて、5円行使請求書に押印している以上、これらの書類が無くなってしまうと自分の立場としても困るを考え、A前社長の指示にかかわらず、実際には廃棄せず保管しており、さらに、C取締役と相談した上でH氏（以下「H氏」という。）に預けたとも述べている。

加えて、本調査委員会によるヒアリングに対して、I氏は、2026年4月16日深夜23時30分頃、自宅にいたところ、A前社長からI氏個人の携帯に電話があり、5円行使請求書及び2024年11月覚書について（先だっの書類廃棄指示を踏まえて、実際に）廃棄したか確認されたと説明している。I氏は、このA前社長からの電話について、I氏はA前社長とは携帯電話の番号を交換したことがなく、A前社長自身も、誰かから聞いたということで、初めて携帯に電話がかかってきたとのことであり、かつ、夜中の時間帯であったため、何を言われたか覚えておく必要があると考え、電話を切った後に自分の頭の整理も含めて手書きのメモ（以下「I氏自筆メモ」という。）を作成したと説明している。

I氏自筆メモには、冒頭に「4/16 23:30頃 A前社長から TEL あり」との記載がなされたうえ、A前社長からの電話の内容について、次頁の記載がなされている。

◎4/16 23:30 頃

A さんから TEL あり

①◎SO 請求書 (5 円)

A さん→ハイキしてとお願いしたが、原本っぽいものが

C さんから提示された。

O さん押印の

ハイキしてなかったのか？

140 円が家でみつかった

もう 1 枚あったのか？

どちらの味方かは、どうでも良いので教えて欲しい。

攻める〔原文ママ〕つもりもない。I も含め誰にも迷惑がかからないようにと考えている。

I →ハイキした。と回答

A さん→I がハイキしたものが、コピーだった可能性もあるかも。

→その可能性もあるかも

しれない。と I 回答。

②◎覚書 (2024/11 (?), 会社 (N) との覚書)

A さん→これもハイキをお願いしたはず。

ハイキしたか？

I→ハイキした。と回答

◎その他

A さん→上場維持を死守するために、今現在、守るべきは自分 (A さん)

但し、今晚 B さんと会って、日付ブランクの辞任届を渡した。

カンサ法人や E さんにわかってもらうには、これしかなかった。

次に守るべきは B。カンサ法人からの指摘が 3～4 あったはず。

U 社の件、4000 万の件。

また、I 氏は、I 氏自筆メモを写真撮影して、翌 4 月 17 日朝に、対象会社の総務メンバーによるグループ LINE (C 取締役、B 副社長、H 氏、I 氏が参加者) に共有した旨の説明をしている。本調査委員会では、I 氏に対するヒアリングの席上で、I 氏自筆メモが、対象会社の総務メンバーによるグループ LINE に共有された状況を、I 氏の携帯電話の画面上で確認している。具体的には、2026 年 4 月 17 日午前 7 時 22 分に「おはようございます。昨

晩、A 前社長から電話がありました。内容を共有します。」「・5 円の SO 行使請求書の件 ・会社（N さん）との覚書の件 ・辞任届の件」とのメッセージとあわせて、I 氏自筆メモの写真を共有している。

また、本調査委員会においては、I 氏からグループ LINE 上で共有された I 氏自筆メモを C 取締役が 2026 年 4 月 17 日午前 9 時 41 分に自らのメールに転送・保存したものとみられるメールをフォレンジック調査の結果として確認している。これらの I 氏の説明や I 氏自筆メモ、グループ LINE 上の記録、C 取締役のメールは、一連の時系列としても内容としても整合している。

このように、本調査委員会に対する I 氏の説明は、2026 年 2 月 12 日、13 日の第 4 回 SO 行使時前後の対応にとどまらず、その後の A 前社長からの文書廃棄を含む指示やそれを受けた対応という事後対応の場面についても、相応の信用性を有する。

3.1.4.5 G 氏

G 氏は、2026 年 2 月に執行役員として対象会社に入社した。G 氏は、第 4 回 SO 行使に関して、2026 年 3 月 20 日前後に、第 2 四半期の数値確認の過程で、第 4 回新株予約権は 1 株当たり 140 円の行使価額であるはずなのに、1 株当たり 5 円を前提とする資本計上がされていることに気づき、C 取締役に確認をしたことで第 4 回 SO 行使を問題として認識した旨、説明している。

また、G 氏は、第 4 回 SO 行使に関する A 前社長の説明について、自身の理解では、当初は行使価額が 5 円に調整されたという方向のものであったが、その後 140 円のうち差額は報酬債権で充当したという方向へ変化したように感じたとも述べている。

3.1.5 第 4 回 SO 行使の法的有効性

3.1.5.1 第 4 回新株予約権の発行、A 前社長への割当について

上述のとおり、第 4 回新株予約権の発行及び A 前社長への割当自体については、2024 年 9 月 17 日付取締役会議事録や第 4 回新株予約権発行要項、さらに 2024 年 9 月 27 日付取締役会議事録が存在し、その内容も一応整っており、関係者の説明としても、第 4 回新株予約権の発行、あるいは、A 前社長への 2,350 個の割当そのものが無効又は不存在であることを窺わせる要素は存在しない。

3.1.5.2 第 4 回 SO 行使時点における第 4 回新株予約権の行使価額について

(1) 第 4 回新株予約権発行要項に基づく行使価額の調整

本調査委員会が調査する限りでは、第 4 回 SO 行使時点、すなわち 2026 年 2 月 13 日における第 4 回新株予約権の行使価額は、結論としては 1 株当たり 140 円であったとみるのが妥当と思料する。

上記 3.1.2.2 のとおり、新株予約権の行使価額の調整自体は、第 4 回新株予約権の発行

要項にしたがって実施され得るものであるところ、第4回新株予約権発行要項第3項第2号は、行使価額の調整が生じる事由として、概要、①株式分割・併合を行う場合、②（時価を下回らない価額で）新株発行・自己株処分を行う場合、③時価以下での新株発行・自己株処分を行う場合、④合併、会社分割、株式交換、又は株式交付を行う場合、その他これらに準じて行使価額の調整を必要とする場合を定めており、いずれの事項についても、取締役会の決議又は報告によって調整を実施する旨の明文の定めはない。また、対象会社の取締役会規程や職務権限基準表を見る限りでも、新株予約権の行使価額の調整条項の適用について、取締役会の専決事項とする旨の定めは見当たらない。新株予約権の行使価額の調整は、既存株主の利益に影響し、一定の裁量判断を伴う上²⁴、以前の新株予約権の行使価額の調整は取締役会決議により行われたことも踏まえると、適切なガバナンスの観点から考えた場合、取締役会に付議する、あるいは、少なくとも事後に取締役会報告することが適切であったとは解されるが、取締役会の決議、あるいは、報告を欠くことのみから、1株当たり140円への行使価額の調整が直ちに無効であったとまではいえない。もっとも、上記3.1.2.2で述べたとおり、取締役会議事録の作成・保存に係る問題は対象会社における内部統制上の重大な懸念事項であることは改めて付言する。

なお、2025年12月8日付新株予約権（ストックオプション）行使価格調整連絡票の内容自体に、強い疑念を抱く要素は見当たらず、さらに、対象会社の適時開示等を確認する限り、2025年12月11日以降、第4回SO行使時まで、第4回新株予約権発行要項で定められた行使価額の調整条項を発動させるべき事由は見当たらない。

(2) 2024年11月覚書に基づく行使価額調整の可能性

次に、2024年11月覚書に基づく行使価額の調整可能性について、A前社長自身は、本調査委員会に対する説明を含めて、現時点では同覚書による行使価額の調整を主張していないと思われる一方で、第4回SO行使時は、I氏に対して、同覚書に基づく行使価額の

²⁴ 2025年12月8日付新株予約権（ストックオプション）行使価格調整連絡票によれば、行使価額の変更事由は、「株式交換による新株発行」とされており、第4回新株予約権の発行要項としては、「当社が合併、会社分割、株式交換または株式交付を行う場合、その他これらの場合に準じて行使価額の調整を必要とする場合には、当社は、合理的な範囲で適切に行使価額の調整を行うことができるものとする。」旨の定めを適用したものと解される。この場合、いかなる範囲での調整が「合理的な範囲で適切」な調整であるかは一義的には明確ではないものの、第4回新株予約権には、②（時価を下回らない価額で）新株発行・自己株処分を行う場合にも、既発行株式数と新規発行株式数の割合に応じて行使価額を引き下げる調整式が定められている。株式交換による新株発行は、当該算式の直接の適用対象ではないものの、1株140円への行使価額の調整は、当該条項に準じて計算した結果と解される。そして、本件株式交換による新株発行について、②時価発行の場合の算式を参考に、④の「合理的な範囲」を判断することに、一応の合理性は認められると解される。

調整の可能性を説明していたため、念のため検討する。

2024 年 11 月覚書は、A 前社長の保有するストックオプションの行使価額について、2024 年 11 月 26 日時点において、第 4 回新株予約権を 1 株当たり 11 円に調整するとの内容を含むものであるが、そもそも第 4 回新株予約権発行要項第 3 項第 2 号の定めに従い、行使価額の調整が生じ得るのは、上記 (1) のとおり、①株式分割・併合を行う場合、②（時価を下回らない価額で）新株発行・自己株処分を行う場合、③時価以下での新株発行・自己株処分を行う場合、④合併、会社分割、株式交換、又は株式交付を行う場合、その他これらに準じて行使価額の調整を必要とする場合とされているところ、2024 年 11 月覚書に記載の対象会社の偶発債務の消滅に関する A 前社長の貢献による対価としての調整は、これらのいずれにも当てはまるものとは解されない。また、そもそも A 前社長が保有する新株予約権のみが調整されるという行使価額の調整条項自体、株主平等原則に鑑み、通常採用し得ないものと言わざるを得ない。

3.1.5.3 第 4 回 SO 行使の有効性について

本調査委員会の調査結果を基礎とすれば、A 前社長が 2026 年 2 月 13 日に行った第 4 回 SO 行使の有効性については、結論として、無効と評価することになる。

上記のとおり、2026 年 2 月 13 日の第 4 回 SO 行使時の行使価額は 1 株当たり 140 円と見るのが妥当と解されるところ、第 4 回新株予約権 2350 個を行使し、235,000 株の発行を受けるために必要とされる払込金額は、合計 32,900,000 円となる。

一方で、第 4 回 SO 行使時点における A 前社長から対象会社に対する実際の払込金額は 1,175,000 円にとどまる。

会社法上、新株予約権の行使が有効になされるためには、会社が定めた払込取扱場所において、当該行使に係る新株予約権についての権利行使価額（会社法 236 条 1 項 2 号・3 号）の全額を払い込む必要がある（会社法 281 条 1 項参照）。そして、かかる払込みがされない限り、新株予約権者から行使請求書・新株予約権証券等の提出があっても、新株予約権の行使の効力は生じないこととなる²⁵。

したがって、第 4 回 SO 行使は、第 4 回新株予約権 2350 個の行使である以上、当該全部の行使に必要な払込金額全額が入金されない限り、有効な行使がなされたとはいえないと見るのが妥当である²⁶。

²⁵ 江頭憲治郎編『会社法コンメンタール 6－新株予約権』275 頁〔江頭憲治郎〕（商事法務、2009）。

²⁶ 第 4 回 SO 行使について、理論的には、2350 個全部の行使ではなく、金 1,175,000 円で充当可能な範囲の一部についての行使としては有効と認める余地があるかは、論点となり得る。この点については、最終的には新株予約権者の意思表示の仕方の問題であるが、第 4 回 SO 行

次に、A 前社長の説明する報酬債権の充当による行使の有効性について検討する。

すなわち、A 前社長は、本調査委員会における調査においても、オファーレター、確定報酬契約書、RSU 付与証明等を根拠として、対象会社に対して少なくとも約 3,000 万円程度の報酬債権が存在すると認識していたと述べ、当該報酬債権を利用した行使の可能性を検討していたとも解される。

しかし、そもそも第 4 回新株予約権の発行要項には、会社法 236 条 1 項 3 号に定める「金銭以外の財産を当該新株予約権の行使に際してする出資の目的とする」旨の規定は存在しない。また、会社法上、新株予約権の行使に際しての払込み（行使価額の払込み）の債務については、株式会社に対する債権との間で相殺することは認められていない（会社法 281 条 3 項）²⁷。

このため、仮に A 前社長が説明する対象会社に対する報酬債権が存在していたとしても、これを現物出資又は相殺に類する方法により充当することは、そもそも会社法上、認められない。

また、本調査委員会の調査結果を基礎とすれば、A 前社長が説明する対象会社に対する報酬債権について、株主総会及び取締役会における決議により、会社法上の具体的な報酬請求権として発生、確定していたことを示す資料は確認されていない。そもそも、A 前社長による報酬債権が存在するとの説明は、いずれも過去の経営陣との約束、オファーレタ

使（2026 年 2 月 13 日時点における行使）について、当事者である A 前社長の意思表示としては 2350 個全部を一括して行使する旨の意思表示とみるのが相当と解され、そうであれば、少なくとも同時点において、2,350 個全部の行使に必要な行使価額の払い込みがなされていない以上、有効な行使がなされたことにはならないと見るのが妥当である。なお、第 4 回 SO 行使時においては、第 4 回新株予約権 2350 個全部を 1 株当たり 140 円で行使するために必要な全額の払い込みがなされていなかったとしても、事後的にその全額の払い込みがなされた場合に、その全額の払込が完了した時点における有効な行使として見ることは論点となる。これも当事者の意思次第であるが、新株予約権者が引き続き新株予約権の行使条件を満たし、新株予約権の行使期間内であるのであれば、事後的にその全額の払い込みがなされた時点での行使を有効なものと認める余地はあると解される。実際、対象会社によれば、第 4 回新株予約権 2,350 個については、2026 年 6 月 19 日付で、1 株当たりの行使価額を 140 円とする A 前社長による新たな行使請求がなされたものとし（2026 年 2 月 13 日付で入金された 1,175,000 円及び同年 4 月 14 日付で入金された 31,725,000 円の合計 32,900,000 円を同行使請求の払込金額として処理したとのことである。）、同年 7 月 31 日付で当該行使について、登記申請を行ったとのことである。

²⁷ 新株予約権の発行に際しての払込み（発行価額の払込み）の債務については、株式会社の承諾があれば株式会社に対する債権を持って相殺することができる（会社法 246 条 2 項）のとは異なる。

一、確定報酬契約書等を根拠とするものであるが、仮にそのような合意がA前社長と過去の経営陣個人、あるいは、過去の経営陣が代表していた対象会社との間で存在していたとしても、そのことと、会社法上、有効な具体的報酬請求権がA前社長に対して発生しているかは別問題である。

この点、対象会社の取締役（監査等委員を除く）の金銭報酬の限度額は、2025年11月27日開催の第69期定時株主総会において年額100,000千円、取締役（監査等委員を除く）の株式報酬の限度額は、2024年6月27日開催の第67期定時株主総会において1事業年度あたり83,000千円以内と決議されているところ、少なくとも株式報酬にかかる限度額はあくまで株式報酬（譲渡制限付株式報酬）を付与するための報酬枠であり、A前社長の説明するような新株予約権の行使に際しての払込金額に使用するために報酬請求権が付与されるものではない。また、金銭報酬に関して、対象会社は、取締役の個人別の報酬等の内容に係る決定方針を定めているところ²⁸、その内容は、「当社の取締役の個人別の報酬等の内容は、個々の取締役の職責等を踏まえた適正な水準とすることを基本方針とします。取締役の基本報酬は、月例の固定報酬とし、役位、職責、在任年数等に応じて、他社水準、当社の業績、従業員給与の水準等をも考慮しながら、総合的に勘案して決定するものとします。」とされており²⁹、金銭報酬については、あくまで固定報酬を基本として支給することとされている³⁰。このように対象会社においては、A前社長が説明するような過去の経営陣等との合意に基づく、過去の未払報酬を別途支払うことを想定するような報酬等の決定方針は確認されていない。

少なくとも仮にそのような入社前の合意がA前社長と過去の経営陣個人、あるいは、過去の経営陣が代表していた対象会社との間で存在していたのだとすれば³¹、A前社長は、

²⁸ 対象会社は、監査等委員会設置会社であり、会社法361条7項2号に基づき、取締役の個人別の報酬等の内容にかかる決定方針として法務省令で定める事項を、（定款又は株主総会決議で個人別の報酬等の内容が決議されていない限り）取締役会で決定することが義務づけられている。また、かかる報酬等の決定方針に違反して決定された取締役の個人別報酬は、原則として無効とされる（竹林俊憲編著「一問一答・令和元年改正会社法」77頁（商事法務、2020年））。

²⁹ 2025年11月27日開催第69期定時株主総会招集ご通知28頁。なお、同招集通知によれば、当該方針は、2021年3月31日開催の取締役会において決議されているものとのことであるが、対象会社から開示された取締役会議事録を確認する限り、その後の改定は確認されない。

³⁰ 対象会社から開示された資料（A前社長への報酬一覧）によれば、A前社長に対する金銭報酬は、2025年11月までは月額900,000円であったものが、2025年12月以降は、月額2,500,000円に増額となっている。あくまで固定報酬の金額が増額されたものであり、当該報酬改定は、報酬等の決定方針にも沿うものと整理可能と解される。

³¹ 本報告書は、それらの旧経営陣等との合意の存否やその有効性について見解を述べるもの

対象会社の取締役として、そのような報酬等が付与されるべきであることを取締役会に対して議題として提案し、必要に応じて、報酬等に関する株主総会決議の改定や報酬等の決定方針の改定に関する決議を行う等して、会社法上有効な具体的報酬請求権が A 前社長自身に対して付与されるための手続を行うべきであった。

3.1.6 第 4 回 SO 行使に関する責任及び評価

3.1.6.1 A 前社長の第 4 回 SO 行使に関する責任

A 前社長は、第 4 回 SO 行使当時、対象会社の代表取締役として、法令、定款、取締役会決議及び新株予約権発行要項を遵守し、対象会社のため忠実に職務を遂行すべき義務を負っていた。

とりわけ、第 4 回 SO 行使は、A 前社長自身が新株予約権者としてその行使に伴い対象会社の株式を取得するものであり、その行使価額が不当に低額なものとなっていれば、A 前社長個人の利益と対象会社の既存株主の利益が対立し得る場面であった。そのため、A 前社長には、通常の業務執行の場合以上に慎重に、行使価額、払込方法、報酬債権の存否及びその利用可能性、さらには、必要となる社内手続を確認し、行使価額の調整の可否等について自己の判断のみによって処理するのではなく、取締役会に判断を求める、あるいは、外部専門家による検討を求めること等が期待されていた。

しかし、A 前社長は、実際には、行使価額を 1 株当たり 5 円とする 5 円行使請求書を作成させ、117 万 5,000 円のみを払い込むことにより、第 4 回新株予約権 2,350 個を行使し、合計 235,000 株を取得するための処理を進めている。

また、A 前社長は、三井住友信託銀行から、同行が管理する行使価額は 1 株当たり 140 円である旨の指摘を受けた後、行使請求書上の 5 円及び 117 万 5,000 円との記載を、それぞれ 140 円及び 3,290 万円に訂正している（修正 5 円行使請求書）。このため、A 前社長は、遅くともこの時点では、正式に管理されていた行使価額と、現実の払込金額との間に 3,172 万 5,000 円の差額があることを認識していたと解される。

このような客観的な不整合を認識した場合、A 前社長としては、差額の処理が法的に許容されることを確認するまで、行使処理を進めるべきではなかった。ところが、A 前社長は、取締役会に重要な事実を開示して判断を求めること等もしておらず、また、第 4 回 SO 行使前に正確な事実関係を前提として外部専門家からその適法性について具体的な確認を受けた形跡は見当たらない³²。

でないことは留意されたい。

³² 念のため付言するに、A 前社長は、この問題について議論するために臨時取締役会が開催された 2026 年 4 月 14 日の 13 時頃に、γ 法律事務所の α 弁護士（以下、「α 弁護士」という。）に対して、電話で第 4 回 SO 行使の行使価額に関する内容について相談を行い、同日 14 時 6 分の α 弁護士からのメールで、第 4 回 SO の行使は無効であると解されること等を内容と

A 前社長は、1 株当たり 140 円との差額について、報酬債権を相殺し、行使価額の一部として利用し、又はこれを放棄することによって処理した旨を説明している。しかし、当該報酬債権が会社法上有効な具体的報酬請求権として発生・確定していたことを裏付ける十分な資料は確認されていない。また、仮に何らかの報酬債権が存在したとしても、当該債権を第 4 回新株予約権の行使価額の払込みに利用することができるかについて、事前に取締役会又は独立した外部専門家による適切な確認を受けた形跡は見当たらない。

仮に、A 前社長が、報酬債権を行使価額の一部に利用できると認識していたとしても、その認識は、合理的な調査、法的検討及び適切な社内手続に裏付けられたものとは認められない。

なお、仮に A 前社長が説明するように、PP 社株式取得のための融資との関係で、A 前社長個人の証券口座に見合い資産を確保する必要があり、第 4 回 SO 行使に対象会社の融資を実現する目的が一部含まれていたとしても、実際に取得される株式は A 前社長個人に帰属し、その個人資産を形成するものであるし、当該事情があるとしても、それは会社法又は第 4 回新株予約権発行要項に反する方法による新株予約権の行使を正当化するものではない。

以上からすると、A 前社長は、自らの新株予約権の行使について、行使価額と払込金額の不整合を認識しながら、その法的処理を十分に確認せず、その行使の処理を進めたものと言わざるを得ない。かかる対応は、対象会社の代表取締役として期待される合理的な調査及び意思決定過程を欠くものであり、善管注意義務に違反すると評価するのが相当である。

加えて、第 4 回 SO 行使後の対応についても、問題があったといわざるを得ない。関係者からのヒアリング及びフォレンジック調査の結果によれば、A 前社長は、第 4 回 SO 行使の処理に疑問を呈した C 取締役その他の社内関係者に対し、監査法人、弁護士又は顧問に説明済みであり、了承を得ている旨の説明を行っていた。

しかし、2026 年 4 月 13 日の東光監査法人とのやり取り等によれば、第 4 回 SO 行使の法的有効性又は報酬債権による差額処理について、専門家から具体的な了承を得ていたとの説明を裏付ける事実は確認できない。むしろ、東光監査法人は、行使金額等に疑問を持ち、契約書、取締役会議事録及び経緯説明書等の提出を求めている。このような不正確な説明は、社内の監督・監査機能による早期の事実確認を妨げるおそれのあるものであり、

する助言を受けているが、α 弁護士によれば、A 前社長からは、当該相談以前に第 4 回新株予約権を 5 円で行使する（あるいは、した）ことについて相談を受けたことはなかった、とのことである。

この点でも、代表取締役としての善管注意義務及び忠実義務に反するものと評価される。

3.1.6.2 2024 年 11 月覚書の利益相反取引規制への抵触

2024 年 11 月覚書には、A 前社長による対象会社への貢献の対価として、A 前社長が保有する第 4 回及び第 5 回新株予約権についてのみ行使価額を引き下げる旨が記載されている。また、その第 7 項には、同覚書を社内管理上の新株予約権一覧に記載しない旨が明記され、同覚書に付された黄色の付箋には、「第 4 回 5 円」「A のみ適用」と読める記載がなされている。

しかし、第 4 回新株予約権発行要項に定められた行使価額調整条項は、株式分割、新株発行、組織再編その他これらに準ずる客観的な事項に伴う調整を予定したものであり、特定の新株予約権者による対象会社への貢献を対価として、その者の保有分のみ行使価額を引き下げることを予定したものではない。

したがって、2024 年 11 月覚書を根拠として、A 前社長が保有する第 4 回新株予約権の行使価額のみを 5 円に変更することは、発行要項上許容されない。

また、同覚書は、対象会社と取締役である A 前社長個人との間の契約であり、その内容は、A 前社長に一定の経済的利益を付与するものである。A 前社長は、2024 年 6 月 27 日開催の第 67 期定時株主総会において既に対象会社の取締役に選任されていた以上、同覚書の締結に当たっては、利益相反取引として、取締役会に重要な事実を開示し、事前にその承認を受ける必要があった（会社法 365 条 1 項、356 条 1 項 2 号）。

しかし、対象会社から開示された取締役会議事録を確認する限り、対象会社の取締役会において、2024 年 11 月覚書の締結が審議又は承認の対象となった形跡は見当たらない。したがって、同覚書の締結については、その内容の法的有効性とは別に、必要な利益相反取引の承認を欠いていたと言わざるを得ず、A 前社長は、利益相反取引規制に違反したものと評価するのが相当である³³。この点においても、A 前社長の責任は重大である。

3.1.6.3 関係資料の廃棄指示に関する問題

A 前社長が、I 氏に対し、5 円行使請求書及び 2024 年 11 月覚書を廃棄するよう指示し、2026 年 4 月 16 日深夜には、これらの書類が廃棄されたかを確認した行為は、第 4 回 SO 行使の有効性又は行使価額に関する法的評価のいかんにかかわらず、対象会社の取締

³³ なお、2024 年 11 月覚書については、上述のとおり、対象会社側で会社を代表するものとして記載されている N 氏が、同覚書について押印した記憶がなく、その内容についても認識がないと述べている。かかる N 氏の発言の信憑性についての検証は容易ではないが、N 氏の発言を前提すると、対象会社側の押印を誰が行ったのか等の別の問題が生じうることも指摘しておく。

役としての善管注意義務に違反する重大な行為といわざるを得ない。

とりわけ、2026年4月16日は、同日朝に調査委員候補者を交えたキックオフミーティングが実施され、翌17日にA前社長に対する第1回ヒアリングを実施することが具体的に決定された日である。その日の深夜に、第4回SO行使に関する調査の重要な資料である5円行使請求書及び2024年11月覚書について、廃棄の指示又はその実行状況の確認が行われたことは、極めて重大であり、本調査委員会においても大きな衝撃を受ける事実であった。

仮にこれらの資料が実際に廃棄され、本件調査において内容を把握できない状況となっていた場合、第4回SO行使の実態解明は極めて困難となった可能性が高い。結果として、これらの資料は本調査委員会に開示されたものの、本調査委員会としては、その後、対象会社において会社資料が廃棄される可能性も踏まえて調査を進める必要が生じ、本件調査の工数及び難易度を大幅に増加させることとなった。

A前社長は、当該電話について、東証への対応をI氏に依頼したにすぎず、資料の廃棄確認は行っていないと説明している。しかし、この説明は、電話直後に作成されたI氏の自筆メモ及びその翌朝の共有記録と整合しない。

以上からすると、A前社長は、第4回SO行使の実態を示す資料が監査法人又は本調査委員会に提出されることを避ける目的で、関係資料の廃棄を指示し、その実行状況を確認した可能性が高い。この行為は、会社の重要な業務執行に関する資料を適切に保存し、監査及び調査に誠実に協力すべき取締役の基本的な責務に反するものである。

また、このような資料廃棄の指示及び確認は、本件の事実関係を隠蔽し、事後検証を妨げる性質のものである。したがって、この点については、第4回SO行使の法的有効性に関する判断とは独立して、A前社長の善管注意義務に違反する重大な行為といわざるを得ない。かかる観点でも、A前社長の責任は重大である。

3.1.6.4 A前社長以外の役員の対応及び責任

(1) C取締役

C取締役は、2026年2月12日及び13日の第4回SO行使に関する実務作業には直接関与しておらず、むしろ、第4回SO行使を認識した後、A前社長及びI氏に実態の確認を求め、さらに、B副社長及びF監査等委員にも情報を共有し、A前社長に取締役会等で報告するよう求めるなど、問題の把握及び是正に向けて一定の対応を行っている。このため、第4回SO行使自体について、C取締役にA前社長と同様の責任があるとは認められない。

もっとも、C取締役が、2025年11月27日付取締役会議事録に、実際には報告されていない第4回新株予約権の行使価額に関する報告を事後的に追加する作業に関与したのであれば、その点は問題である。入社後間もない時期であり、A前社長の指示に基づくものであった可能性があっても、取締役会で実際に行われていない報告を取締役会議事録

に記載することは許されず、この点についての批判は免れない。

(2) B 副社長

B 副社長は、第 4 回 SO 行使を認識した後、その処理に疑問を持ち、A 前社長に取締役会での説明を求め、F 監査等委員とも協議している。また、2026 年 3 月 26 日の取締役会及び監査等委員会で本件が報告されなかった後も、A 前社長が資料を整理した上で同年 4 月 28 日の取締役会で説明する予定であるとの報告を F 監査等委員に伝えている。

これらの経緯を踏まえると、B 副社長が第 4 回 SO 行使を容認し、又はその隠蔽に積極的に加担したとは認められない。

もっとも、本件は代表取締役本人が直接の受益者となる取引に関する問題であり、既に複数の関係者から疑義が示されていたことからすれば、A 前社長による説明を待つだけでなく、監査等委員会又は取締役会に対し、自らより早期かつ正式に問題を共有する対応も考えられた。この点において、監督上の対応が十分であったかについては、改善の余地がある。

(3) F 監査等委員

F 監査等委員は、2026 年 3 月 16 日に C 取締役から 2024 年 11 月覚書の共有を受けた後、当時の取締役会議事録を確認し、自身にも同覚書の記憶がないことから、関係者への確認及び社内での事実確認が必要であるとの意見を述べた。また、2026 年 3 月 26 日の取締役会だけでなく、監査等委員会においても本件を報告させるよう求めており、本件を認識した後、監査等委員として一定の対応を行ったものと認められる。

その後、本件の報告が 2026 年 4 月 28 日の取締役会に延期されたとの説明を受けたことから、追加の報告要請を行わなかったことにも一応の理由がある。

もっとも、本件が代表取締役本人の自己の経済的利益に関する重大な疑義であったことに照らせば、執行側による事実確認及び報告を待つだけでなく、他の監査等委員に直ちに情報共有し、監査等委員会として独自に資料提出を求めるなど、より積極的な対応を採る余地はあった。この点は、監査等委員会における情報共有及び初動対応の在り方に関する改善事項として指摘できる。

(4) その他の取締役

その他の監査等委員及び監査等委員以外の取締役については、東光監査法人が問題を提起するまで、第 4 回 SO 行使の具体的内容を認識していなかった者が多い。

2026 年 3 月 26 日の取締役会資料には「A 前社長：SO の行使価格の件」との標題が記載されていたにもかかわらず、当日の会議で報告が行われなかったことについて質問がなされなかった点は、結果として、問題を早期に把握する機会を失ったともいえる。

もっとも、同資料には標題のみが記載され、問題の具体的内容は示されていなかった。

このため、当該標題のみから、第４回 SO 行使に重大な違法又は不正の疑いがあることまで認識し、対応することを求めるのは容易ではない。したがって、これらの取締役について、第４回 SO 行使に関して、現時点で確認された事情から個別の責任を認定することは相当でない。

3.1.6.5 小括

以上を総合すると、第４回 SO 行使時における第４回新株予約権の行使価額は、１株当たり 140 円であり、第４回新株予約権 2,350 個、合計 235,000 株を取得するためには、合計 3,290 万円の払込みが必要であったと認められる。しかし、A 前社長が実際に払い込んだ金額は 117 万 5,000 円にとどまり、その差額について、報酬債権を相殺し、行使価額の一部として利用し、又は放棄することによって充当することも、会社法及び第４回新株予約権発行要項上認められない。したがって、第４回 SO 行使は、少なくとも 2026 年 2 月 13 日の時点では、有効な新株予約権の行使とは認め難い。

また、A 前社長は、対象会社の代表取締役でありながら、第４回 SO 行使について、正式な行使価額、必要な払込額、報酬債権の存否及びその利用可能性を十分に確認せず、１株当たり 5 円を行使価額とする処理を進めたと言わざるを得ない。

とりわけ、三井住友信託銀行の担当者から、同行が管理する行使価額は１株当たり 140 円である旨の指摘を受けた後は、現実の払込額との間に多額の差額があることが明らかとなっていた。それにもかかわらず、A 前社長は、(A 前社長の説明を前提としても) 差額を現金で支払う必要があるということを確認しないまま、行使処理を継続したものであり、仮に報酬債権を利用できると認識していたという A 前社長の説明を前提に立つとしても、その認識は、合理的な調査に裏付けられたものとは認められない。

さらに、その根拠とされた 2024 年 11 月覚書は、A 前社長による対象会社への貢献の対価として、A 前社長の保有する新株予約権のみの行使価額を引き下げる内容であり、第４回新株予約権の発行要項上許容されないものである。また、同覚書の締結について、必要な利益相反取引の承認が得られていた事実も確認できない。

加えて、A 前社長は、第４回 SO 行使後、社内関係者に対して、監査法人、弁護士又は顧問の了承を得ているとの説明を行ったが、その説明を裏付ける事実は確認できない。

また、本件調査の重要資料である 2024 年 11 月覚書の存在を自らは明らかにせず、調査開始直前には、I 氏に対して、これらの資料の廃棄を指示し、その実行状況を確認した可能性が高い。

以上の事情によれば、第４回 SO 行使及びその後の対応は、A 前社長の善管注意義務及び忠実義務に違反し、2024 年 11 月覚書の締結については、利益相反取引規制にも違反するものと評価するのが相当である。

また、関係資料の廃棄を指示し、その実行状況を確認した行為は、第４回 SO 行使の法

的評価のいかんにかかわらず、会社資料の保存や監査又は調査への協力という取締役の基本的な責務に反するものであり、それ自体として重大な善管注意義務違反を構成するものといえる。

3.2 第3回新株予約権の譲渡等

3.2.1 問題の所在

3.2.1.1 第3回新株予約権に関する不自然な取締役会議事録の存在

本調査委員会は、第4回新株予約権の発行及び行使の手続等について調査する過程で、第3回新株予約権について、

- ・対象会社から開示された2024年7月30日付取締役会議事録に、2022年8月17日の発行決議の当時は対象会社の役職員ではなかったA前社長が、後になって第3回新株予約権の全部を改めて引き受ける「総引受契約」を締結し直した、あるいは、2022年に既に発行されていたはずの第3回新株予約権が現在未発行状態であることを前提としつつ、会社がいったん保有した形を取る、という通常のストックオプション実務からすると趣旨が不明確な内容の決議事項が記載されていたこと
- ・2024年7月30日付取締役会議事録として開示された取締役会議事録が各取締役の押印がなされたものだけでも複数存在し、かつ、その内容が異なっていること³⁴
- ・対象会社から開示された第3回新株予約権の割当者変遷に関する資料（別紙3.2.1.1として添付³⁵）によれば、2024年7月30日時点で、A前社長が第3回新株予約権の全部（6,699個）を「総引受」したという前提で、当初割当を受けた新株予約権者の保有数は0となり、A前社長のみが新株予約権者となり、その後、社内外の関係者に第3回新株予約権が権利移転したという流れとなっていること（一部の社内関係者については、2024年7月30日時点で、いったん一度A前社長が全てを保有したとなっていながら、同日付で再び第3回新株予約権者となったと整理されていること）

を確認した。

このため、本調査委員会としては、第3回新株予約権にもその発行手続や権利行使手続、あるいは、権利の移転手続に何らかの問題が存する可能性があることに鑑み、第3回新株予約権の発行手続やその後の権利移転手続について、調査を行った。

その後、本調査委員会において、フォレンジック調査の結果を含む関係資料の精査及び

³⁴ 対象会社から開示された2024年7月30日付取締役会議事録は、上記とは別に、同日夜間に決議されたとする会社法370条のいわゆる書面決議に基づくとする取締役会議事録が存在する。

³⁵ 対象会社から開示された資料に別紙添付のため形式面のみ調整を加えているが内容面については、対象会社から開示された資料のとおりである。

関係者へのヒアリングを進めた結果、第3回新株予約権については、その権利の移転を株主名簿管理人に登録してもらうため提示が必要となる根拠資料として、実際には存在しなかった決議事項が決議がされた旨が記載されている取締役会議事録が作成、保管されていたり、また、本来存在しなかったはずの外部弁護士のメールが存在したかのような外観の資料が作成あるいは改変され、実際に株主名簿管理人に提出されたと見られる事情が判明した。

具体的には、2024年7月30日付取締役会議事録の第3号議案として記載された内容は、いずれも2024年7月30日に開催された取締役会においては、実際には審議・承認されておらず、2025年4月時点で事後的に取締役会議事録のみが差し替えられていた可能性が高いことが確認された。

また、2025年4月15日及び16日に三井住友信託銀行の担当者に対して第3回新株予約権の新株予約権者の異動を説明するための資料として提出されたγ法律事務所のα弁護士名義の2024年7月9日付メールとされる資料は、実際にはα弁護士からは送信されたものでなく、α弁護士から受信した別のメールを日付及び内容を改変したものが作成され、A前社長及びN氏から、三井住友信託銀行の担当者宛にα弁護士から実際に受領したメールとして偽装して提出された可能性が高いこと等が判明した。

3.2.1.2 第3回新株予約権に関する論点整理

第3回新株予約権をめぐる問題については、

- ①第3回新株予約権が2022年に有効に発行され、当初の新株予約権者に有効に割り当てられたか
- ②その後、当初の新株予約権者からA前社長その他の者への譲渡その他の権利の移転が実際に行われ、かつ、法的にも有効なものであったか
- ③第3回新株予約権の権利の移転を、対象会社内、あるいは、株主名簿管理人である証券代行機関において正当になされたものとして登録させるため、実際には存在しなかった取締役会議事録が事後的に作成、改変されていないか、あるいは、外部弁護士の見解が存在したかのような資料が作成され外部へ提出されていないか

という段階に整理することができる。

本件調査における他のテーマと同様、第3回新株予約権についても、正確な資料が残っていない、関係者間の説明に食い違いが生じる等から、事実調査には限界があるものの、まず、①の2022年当時の第3回新株予約権の発行自体や割当てについては、これを無効と判断するような事情は認められなかった（後記3.2.2）。

次に、②の第3回新株予約権の譲渡その他の権利の移転については、対象会社からその権利移転の履歴の開示を受けたものの、それらの権利移転の推移（特にA前社長による譲受け及び譲渡）に関して、当事者間の合意に基づき譲渡されたのか、また、いかなる対価

で譲渡されたのか、さらに、対象会社における正式な譲渡承認手続が行われたのかを、完全に網羅した形で確認することは困難であった。一方で、上記権利移転の推移に関して、少なくとも一部の権利移転については、一定の代金支払等が行われた証跡が存在するなど、取引（譲渡）の実体が存在したことを示唆する証跡も存在する。このため、第3回新株予約権について、本調査委員会としては、当初の新株予約権者からA前社長への譲渡について、少なくとも一部については取引実体が存在した可能性は推測され、譲渡の話自体が全面的に事実と相違すると評価することは相当でないと判断した（後記3.2.3）。

これに対し、③の資料形成、提出の問題については、上記のとおり、取締役会議事録や外部弁護士名義のメールが事後的に作成され、あるいは、改変された可能性が高いことなど、重大かつ明確な問題が認められた（後記3.2.4乃至3.2.8）。

3.2.2 第3回新株予約権の当初発行及び割当て

3.2.2.1 第3回新株予約権の発行及び割当ての概要

対象会社は、2022年8月17日、第3回新株予約権の発行を決議し、同年9月5日、以下の8名（以下、総称して「当初新株予約権者」という。）に対して、合計6,699個、新株予約権の目的となる株式数は合計669,900株となる形で、新株予約権を割り当てた。第3回新株予約権の発行価額（新株予約権の取得と引換えに払込む金銭）は、新株予約権1個当たり500円、その払込みの期日は、2022年9月5日、新株予約権の行使に際して出資される金額（行使価額）は、1株当たり136円（2022年8月16日の対象会社の株価終値）とされた。

No.	新株予約権者	新株予約権数	目的となる株式数
1	O氏	200個	20,000株
2	N氏	100個	10,000株
3	Q氏	4,000個	400,000株
4	■	1,142個	114,200株
5	■	1,142個	114,200株
6	■	10個	1,000株
7	■	100個	10,000株
8	K氏	5個	500株
	合計	6,699個	669,900株

3.2.2.2 当初の発行手続

本調査委員会においては、対象会社から開示された資料として、第3回新株予約権の発行については、募集事項に関する取締役会決議、各新株予約権者からの引受申込書（会社法242条2項）、対象会社による各新株予約権者への割当通知書（会社法243条3項）、各

新株予約権者によって発行価額全額の払込みが払込期日までに行われたことを示す資料（対象会社の銀行口座への振込記録）等を確認している。

他方で、対象会社から開示された資料を確認する限り、各新株予約権者のうち一部の者との間では、締結済みの新株予約権割当契約書は存在しなかった（ただし、当初から存在しなかったのか、事後的に紛失したものか等は不明である。）。後述のとおり、A 前社長は、本件調査における本調査委員会に対する説明としては、第 3 回新株予約権は、当初の発行手続に問題があったわけではなく、当初割当を受けた新株予約権者の全員から第 3 回新株予約権を自ら譲り受けたものであるとの説明を行っているが、フォレンジック調査により確認しているメール等の資料では、A 前社長を含む対象会社関係者がむしろ第 3 回新株予約権の一部については割当契約書の締結が未了であるため、その発行手続が有効になされていない、あるいは、少なくとも当該新株予約権者に対して第 3 回新株予約権者としては取り扱わないといった前提で対応していた様子も確認できるため、その発行手続自体の有効性について検討する。

この点、確かに、ストックオプションの実務においては、新株予約権の発行に際して、当該ストックオプションの行使に関する詳細な手続等を定めた新株予約権割当契約を発行会社と新株予約権者の間で締結するのが通常である。もっとも、独立した新株予約権割当契約書の作成それ自体は、必ずしも新株予約権発行が有効となるための要件ではない³⁶。

対象会社から開示された資料を確認する限り、いわゆる申込割当方式（会社法 242 条、243 条）での発行手続に必要な資料は全ての新株予約権者の分が作成、保管されており、これらの資料が適正な手続で作成されたものであれば、第 3 回新株予約権の当初割当対象者である 8 名は、割当日である 2022 年 9 月 5 日に、それぞれ割当を受けた数の新株予約権者になったと解するのが相当である（会社法 245 条 1 項 1 号）。

3.2.3 第 3 回新株予約権発行後の譲渡その他の権利移転

3.2.3.1 A 前社長の説明

本件調査において、A 前社長は、第 3 回新株予約権が発行された後の権利移転、特に 2024 年 7 月 30 日の「総引受」とされる移転について、その実態は、当初の新株予約権者から A 前社長への「譲渡」であったと説明している。

具体的には、A 前社長は、本調査委員会による 2026 年 7 月 13 日のヒアリングにおいて、2024 年 7 月 30 日の「総引受」とされる移転について、自ら又は自らの個人会社を通じて当初の新株予約権者に対価を支払い、権利を取得したと説明した。また、一部の対象

³⁶ 対象会社から開示された資料を確認する限り、第 3 回新株予約権の発行に関する手続は、いわゆる申込割当方式（会社法 242 条、243 条の引受申込み、割り当て通知等の手続を行う方式）で行われており、総数引受方式（会社法 244 条の総数引受契約を締結する方式）で行うことが企図されていたわけではないと認められる。

者については、貸付金との相殺であったり、後に A 前社長から再譲渡を行うために現金決済を伴わない者もいたと説明している。また、A 前社長は、当該ヒアリング後の 2026 年 7 月 15 日、本調査委員会に対して、O 氏、Q 氏、■氏、●氏に対する譲渡代金の振込記録として、2024 年 4 月～6 月の間における YE 銀行の振込画面のスクリーンショット画像を提供している。

3.2.3.2 社内における資料保管の状況

第 3 回新株予約権のうち別紙 3.2.1.1 の 2024 年 6 月 27 日付の権利移転、また、2024 年 7 月 4 日付の権利移転に関して、対象会社からの開示資料、対象会社に備置されたファイル内には関連資料が見当たらないが、対象会社から提供を受けたデータ内を確認すると、これに対応する新株予約権譲渡契約書が存在する³⁷。

次に、別紙 3.2.1.1 の 2024 年 7 月 30 日付の権利移転（当初新株予約権者から A 前社長への権利移転）に関して、各新株予約権者から A 前社長が新株予約権の譲渡を受ける旨の譲渡契約書等の資料は見当たらない。一方で、2024 年 7 月 30 日付の対象会社・A 前社長間の「総引受契約書（新株予約権）」と題する書面（A 前社長が、第 3 回新株予約権の総数³⁸を引き受けることを内容とする。）が、対象会社に備置された紙ファイル内に存するほか、対象会社から提供を受けたデータ内にも存在する（当該契約書が格納されたフォルダは、「20250415 割当契約まき直し」との名称になっている。）。

また、別紙 3.2.1.1 の 2024 年 7 月 30 日付の権利移転（A 前社長から N 氏、ZF 氏及び K 氏への権利移転）については、上記「総引受契約書（新株予約権）」と同様に「20250415 割当契約まき直し」のフォルダ内に当該契約書が存在した。

3.2.3.3 第 3 回新株予約権の権利移転に関する評価

上記の A 前社長の説明及び社内資料の状況に照らすと、第 3 回新株予約権については、その発行後に少なくともその一部（Q 氏、■氏、●氏が保有していた新株予約権の一部）については、A 前社長に対する譲渡に関する協議が行われ、新株予約権譲渡契約が実際に締結されたものと認められる。

もっとも、当該新株予約権譲渡契約自体は、発行済みの第 3 回新株予約権の全部を A 前社長が譲り受けることを内容とするものではなく、また、当該契約が、その契約内容どおり履行されたのか、あるいは、その後、当初の新株予約権者が保有する新株予約権の全部を A 前社長に譲渡するとの別の合意に変更されたのか等は、本件調査においても明確には

³⁷ このうち、2024 年 6 月 27 日付の権利移転に関する新株予約権譲渡契約書については、DocuSign を利用した電子署名がなされており、実際に契約書の日付に近い日において契約書が締結されたものと見られる。

³⁸ 当該契約書上は第 3 回新株予約権の総数は 6700 個となっている。

ならなかった。

また、そもそも新株予約権者の譲渡については、譲渡制限新株予約権である場合に対象会社による譲渡承認が必要となる点は別としても、当事者間での交渉、合意及び金銭授受については、必ずしも対象会社に完全な資料が保存されているとは限らず、本調査委員会が事後的にその全容を確認することにも限界がある。

そこで、本調査委員会としては、当初の新株予約権者から A 前社長への譲渡について、少なくとも一部については取引実体が存在したと推測され、譲渡の話自体が全面的に事実と相違すると評価することは相当でないと判断し³⁹、一定の譲渡取引が存在したことを前提として、これを対象会社及び証券代行機関において処理するために必要な手続が適切に行われたかを検討する。

3.2.4 2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録の作成経緯を巡る問題等

3.2.4.1 同日付の複数パターンの取締役会議事録の存在及び内容の不自然性

上記 3.2.1.1 で述べたとおり、2024 年 7 月 30 日開催の取締役会については、通常開催（臨場開催）の取締役会議事録として各取締役の押印がされたものだけでも内容の異なる複数の議事録が存在する（便宜上、押印版 A、押印版 B とする。）。このうち、第 3 回新株予約権に関する内容を抜粋すると以下の通りである。

<2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録（押印版 A）「取締役会議事録 240730」>

第 3 号議案 第 3 回新株予約権の譲渡 承認の件

議長から、2022 年 8 月 17 日に発行を決議した第 3 回新株予約権（取締役及び従業員向け有償ストック・オプション）について、γ 法律事務所よりアドバイスを受け、その発行決議に基づき、A 前社長との間で総引受契約を結びなおす必要があるについて〔原文ママ〕詳細説明があった。議長が議案について議場に諮ったところ、出席取締役全員異議なく承認可決した。

<2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録（押印版 B）「取締役会議事録 240730_v」>

第 3 号議案 第 3 回新株予約権の取扱いに関する承認の件

議長から、2022 年 8 月 17 日に発行を決議した第 3 回新株予約権（取締役及び従業員向け有償ストック・オプション）について、現在未発行状態であるため、γ 法律事務所よりアドバイスを受け、その発行決議に基づき、法的には 1 社または 1 名とのみ契約を結びなおす必要がある旨、また、現在の時価で発行する必要がある旨について詳細説明があっ

³⁹ ただし、後述のとおり、A 前社長が、総引受との法律構成は 2024 年 7 月当時に存在した考え方ではなく、2025 年 4 月頃に第 3 回新株予約権に関する株主名簿管理人の登録内容を変更するにあたり、事後的に作出された考え方である可能性が否定できない。

た。発行枠に関する登記がなされていることから会社自体が一旦保有する形を便宜上とり、その後、インセンティブプランへの組み込みや今後の M&A の対価として使用することが会社にとって有益である説明がなされ、議長が議案について議場に諮ったところ、出席取締役全員異議なく承認可決した。

また、2024 年 7 月 30 日付の取締役会議事録としては、上記とは別に同日夜間に書面決議が行われたとする取締役会議事録（各取締役の押印がなされている）が存在する。その内容は次頁のとおりである。

<2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録（書面決議）押印あり>

取締役会議事録

2024 年 7 月 30 日に開催された取締役会において決議された第 3 号議案 第 3 回新株予約権の譲渡承認の件について、社外監査等委員より、総引受については了承したが、譲渡についてはその詳細が不明確のため別途決議を行うべきであるとの意見があり、下記事項の提案がなされた。

下記提案事項に関して、議決に加わることができる取締役全員が同意の意思表示をするとともに、各々の監査等委員からは異議が述べられなかったため、当社定款第 23 条及び会社法第 370 条の規定により、提案事項を可決する旨の取締役会の決議があったとみなされた。

これを証するため、本議事録を作成する。

1. 取締役会の決議があったとみなされた日 2024 年 7 月 30 日（火）夜間
2. 決議事項の提案をした取締役の氏名 取締役 N 氏
3. 議事録作成に係る職務を行った取締役氏名 取締役 N 氏
4. 取締役会の決議があったとみなされた提案事項

議案 第 3 回新株予約権（有償ストック・オプション）の譲渡の件

2022 年 8 月 17 日に発行を決議した第 3 回新株予約権の一部について、その発行要綱に基づき、A 前社長が保有する 100 個を ZF 氏へ、5 個を K 氏へ、98 個を N 氏へそれぞれ譲渡する申し出があったことを受けてその承認を行いたい旨説明があり、各取締役から書面による同意を得た。

2024 年 7 月 30 日作成

株式会社ウェルディッシュ取締役会

代 表 取 締 役 社 長	A 前社長
議 長 取 締 役	N 氏
監査等委員である取締役	CZ 監査等委員
〃	ZJ 監査等委員
〃	B 副社長
〃	F 監査等委員

そもそも押印版の取締役会議事録が複数存在すること自体、原本管理の観点からも問題

を生じうるところであるが、加えて、上記取締役会議事録は、その内容について不自然な部分も多い。例えば、押印版 B の議事録には、第 3 回新株予約権が「現在未発行状態」であり、1 社又は 1 名との契約を結び直す必要がある旨や、現在の時価で発行する必要がある旨の記載があるが、仮に 2022 年 8 月 17 日の発行決議がなされたものの、2024 年 7 月 30 日時点で未発行なのであれば、当初の発行決議に基づき第 3 回新株予約権を新たに発行することはできないと解される⁴⁰。

3.2.4.2 実際の取締役会における審議の有無

本調査委員会は、上記のとおり、2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録は、いずれもその内容に不自然なところがあったことから、2024 年 7 月 30 日当時に監査等委員である取締役として在任していた B 副社長、ZJ 監査等委員及び F 監査等委員に対して、同日開催の取締役会に際して事前に送付されていた資料、取締役会終了後に取締役会議事録案として示された内容との照合を依頼した結果、2024 年 7 月 30 日の取締役会の事前資料及び取締役会後に各取締役に送付された取締役会議事録案には、第 3 回新株予約権に関する議案は一切記載されていなかったことが判明した。また、各氏の回答によれば、実際の 2024 年 7 月 30 日の取締役会でも、第 3 回新株予約権に関して、何らかの説明、審議及び承認が行われたとは認められなかった。

また、同様に、同日夜間に取締役会の書面決議が行われたことを裏付ける取締役への提案メール、各取締役からの同意メールその他の同時期の客観資料も確認されておらず、同日夜間において取締役会書面決議が実際に行われたとは認められなかった。

他方、A 前社長は、2026 年 7 月 29 日のヒアリングにおいて、2024 年 7 月 30 日に取締役会が開催されたと思うとしながら、第 3 回新株予約権の総数引受けに関する議案が実際に審議されたかは覚えておらず、また、取締役会議事録についても、どの版が真正な議事録であるかも分からない、N 氏が取締役会議事録を書き換えることがあると説明している。

以上からすれば、2024 年 7 月 30 日付の各取締役会議事録に記載された第 3 回新株予約権に関する取締役会の承認決議が、現実には存在したと認定することはできず、2024 年 7 月 30 日付の各取締役会議事録は、事後的に書き換えられた上で、押印作業が行われた上で、改めて取締役会議事録として保管されていたと認められる。

⁴⁰ 第 3 回新株予約権は、発行要項第 8 項により、「新株予約権と引換えにする金銭の払込みの期日」（会社法 238 条 1 項 5 号）を「2022 年 9 月 5 日」と定めており、仮に A 前社長が 2024 年 7 月 30 日付で総数引受契約を締結して発行価額の払込みを行ったとしても、既に払込期日を過ぎている以上、新株予約権を行使することはできず（会社法 246 条 1 項、3 項）、新株予約権は消滅することになる（会社法 287 条）。

3.2.4.3 2025 年 4 月頃における取締役会議事録の改変

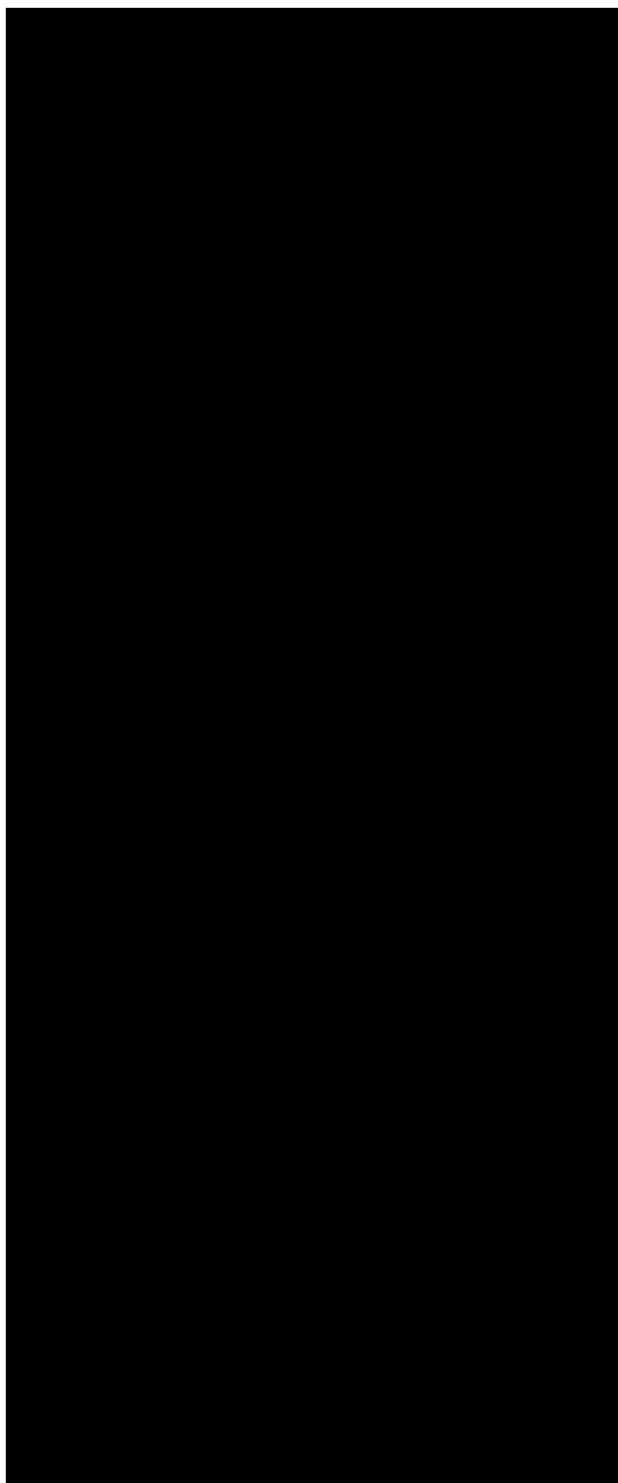
本調査委員会は、2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録について、事後的な改変が行われた事実の有無やその経緯について、N 氏に確認を行い、その状況が分かる資料の提供を要請したところ、2025 年 4 月 16 日頃の A 前社長と N 氏との間の LINE のスクリーンショット（次頁参照）の提供を受けた。N 氏は、既に退職済みであるため対象会社籍時に利用していた業務用の LINE の内容は既に見られなくなっているものの、A 前社長とのやりとりの中で事後に問題となった場合に備え LINE のスクリーンショットを撮影し、業務用 LINE アドレスから個人用 LINE アドレスに転送する等して、記録を残しておくことがあったとのことであり、このスクリーンショットも、その一つとのことである。

具体的には、2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録のうち、書面決議によりなされたとするものの記載内容に関して、A 前社長が N 氏に対して指示を行っている。

当該スクリーンショットから理解できる内容としては、概ね以下のとおりである。

時刻	LINE 上の動き
14:01	N 氏が「取締役会議事…0730-2.pdf」として書面決議のドラフトを A 前社長に送信
14:01	N 氏が「書面決議の議事録です。ご確認お願いいたします。」とのメッセージを重ねて A 前社長に送信
14:06	A 前社長が「総引受については了承したが、譲渡についてはその詳細が不明確のため別途決議」と N 氏に対して修正文言を指示
14:09	N 氏が修正後の議事録画像を送信し、「ワードを修正させて頂きました。」とのメッセージを送信 やや不鮮明な部分も残るが押印版の取締役会議事録と比較すると、「…了承したが『譲渡については』その詳細が不明確なため…」の「譲渡については」の有無が異なっている。
14:18	A 前社長が「日本語おかしい」「この通りに」と再修正を指示 「総引受については、了承したが、譲渡についてはその詳細が不明確…」との引用がなされている。「譲渡については」の追記を指示したものと解される。
14:18 以降	N 氏が再度修正した画像を送信

<N氏から提供を受けた LINE のスクリーンショット>



N氏によれば、当該 LINE のスクリーンショットを業務用 LINE から個人用 LINE に送信したのは、2025 年 4 月 16 日とのことであり、このやりとり自体も、同日又はその前日

である 2025 年 4 月 15 日頃のことと推測される。

また、A 前社長も、2026 年 7 月 29 日のヒアリングにおいて、2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録（書面決議）のドラフトについて、N 氏との LINE 上でのやりとりで自らが当該文言を指示したこと自体は認めている。

また、当該書面決議の取締役会議事録に対応するとみられる Word ファイル（対象会社から提供を受けたデータ内に保存されていたもの）のプロパティを確認すると、同ファイルは 2025 年 4 月 16 日 13 時 47 分に作成され、同日 14 時 13 分が最終印刷日とされ、同日 14 時 19 分が最終の更新日時と記録されている。また、作成者欄には ISKHNN02」、最終更新者欄には「N」と記録されており、この LINE のやりとりと時系列が整合する。

以上の LINE のスクリーンショット及び Word ファイルのプロパティデータからすると、2024 年 7 月 30 日付とされる書面決議の取締役会議事録が、実際には約 8 か月半後の 2025 年 4 月 16 日に、N 氏によって文書化され、A 前社長の具体的な文言指示を受けて作成・修正されたことを示しているといえる。

なお、上記 LINE のスクリーンショットからは、通常開催の 2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録の改変の具体的な経緯までは判明しないものの、押印版 A の元となったと思われる Word ファイルのプロパティを確認すると、作成日時が 2025 年 2 月 14 日 13 時 34 分とされており、また、押印版 A 自体は、N 氏から三井住友信託銀行の担当者に対する 2025 年 4 月 15 日 16 時 28 分のメールで添付されていることから遅くとも 2025 年 4 月 15 日までは改変が行われていたものと推測される。

3.2.4.4 2025 年 9 月 9 日における 2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録の再度の改変

上記のとおり、2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録は、本来存在したはずの第 3 回新株予約権に関する記載が存在しないもの（未確認、本来の取締役会議事録）から、2025 年 4 月頃までに一度改変が行われた後（押印版 A）、さらに、追加での改変がなされているが、フォレンジックにより確認したメールや関係者からの説明を総合すると、2025 年 9 月 9 日に二度目の改変（押印版 B への改変）がなされた可能性が高い。

フォレンジック調査によれば、A 前社長と C 取締役との間で、2025 年 9 月 9 日に、以下のようなメールのやりとりがなされたことが確認された。

<2025 年 9 月 9 日付の A 前社長・C 取締役間のメール>

時刻	メールのやりとり
11:41	C 取締役が「議事録」との標題、「A 前社長 宜しく申し上げます。 C 取締役」を本文とするメールで、 「取締役会議事録 20240730」 「取締役会議事録 20250122」 の 2 つ Word ファイルを A 前社長に送信 ※2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録の内容は、押印版 A と同一 Word ファイルのプロパティ情報における最終更新者は「N」 ※2025 年 1 月 22 日付取締役会議事録 Word ファイルのプロパティ情報における最終更新者は「N」
11:53	A 前社長が本文メッセージなしのメールで「取締役会議事録 240730_v」とする PDF ファイルを C 取締役に送信 ※2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録の内容は、押印版 B と同一
11:56	A 前社長が本文メッセージなしのメールで「取締役会議事録 20250122_v」とする PDF ファイルを C 取締役に送信
11:57	A 前社長が本文メッセージなしのメールで 「取締役会議事録 240730」 「取締役会議事録 20250122」 の 2 つの Word ファイルを C 取締役に送信 ※2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録の内容は、押印版 B と同一 Word ファイルのプロパティ情報における最終更新者は「A」 最終印刷日時は、2025 年 9 月 9 日 11 時 53 分頃 最終保存日時は、2025 年 9 月 9 日 11 時 56 分頃 ※2025 年 1 月 22 日付取締役会議事録 Word ファイルのプロパティ情報における最終更新者は「A」 最終印刷日時は、2025 年 9 月 9 日 11 時 55 分頃 最終保存日時は、2025 年 9 月 9 日 11 時 57 分頃

以上のやりとりやプロパティ情報からすると、その時間関係等に鑑みれば、A 前社長は、C 取締役から同日 11 時 41 分に Word ファイルを受領した後、当該 Word ファイルを自らの PC 等で開き、各取締役会議事録の編集作業（PDF 化も含む）を行い、さらに同日 11 時 56 分頃に Word ファイルを上書き保存した上で、同日 11 時 57 分に保存後の Word ファイルを C 取締役に返信したものと認められる。

この 2025 年 9 月 9 日に作成された 2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録の PDF 及び Word ファイルの内容は、押印版 B と同一であり、第 3 号議案として、第 3 回新株予約権

が「現在未発行状態」であること、法的には1社又は1名とのみ契約を結び直す必要があること、現在の時価で発行する必要があること及び対象会社自体が一旦保有する形をとること等が記載されている。

また、2025年1月22日付取締役会議事録についても、決議内容の改変が行われている。具体的には、上記やりとりにおいて、当初C取締役がA前社長に共有したWordファイルでは、「第3回新株予約権（有償ストック・オプション）の譲渡の件」について、「A前社長が保有する300個を株式会社U社へ譲渡する申し出」とされていたものが、A前社長がC取締役に対して送ったメールに添付されたPDF及びWordファイルでは、「会社が保有する300個をV社の買収に係る一部として株式会社U社へ譲渡する申し出」と改変が行われている。

この一連のA前社長とのやりとりについて、C取締役はヒアリングにおいて次のように説明する。

C取締役は、2025年8月末頃に対象会社における業務が始まったものの、N氏からは正式な引継ぎを受けておらず、社内におけるデータの保存場所も把握していなかった。そのような状況で、A前社長から、N氏が議事録を誤って作成しているため修正する必要があるんだというような話を告げられ、A前社長あるいはO氏から元データの保存場所を教えられて該当のWordファイルを探し出してA前社長に送った可能性が高い。当時の状況をはっきりと覚えている訳ではないが、Wordファイルについて、自らが作成したり、編集したものを送るのであれば、送信メール本文に起案の意図等の説明を記載するのが通常であるところ、そのようなメールにしていないということも含めて、私からA前社長宛に最初に送ったメール（2025年9月9日午前11時41分のメール）は、単に既存のWordファイルの送付を頼まれたから送ったという形なのだと思う。

さらに、C取締役は、A前社長から返送されたファイルを印刷し、O氏に渡した可能性はあるものの、そもそも印鑑の保管場所すら把握しておらず、自ら押印したことはなく、お願いしたとすれば、O氏にお願いしたのではないかと思うが、記憶は曖昧である。

以上からすれば、通常（臨場）開催の2024年7月30日付取締役会議事録は、2025年4月までに、第3回新株予約権に関する議案を含む形に事後的に改変され、その後、2025年9月9日には、A前社長自身がその内容を再度書き換え、更新後のWordファイル及びPDFファイルを作成・保管したことが強く推認される。少なくとも、A前社長が、C取締役から共有されたファイルを単に閲覧したにとどまらず、自らのPC等において印刷、PDFファイルの作成及び上書き保存を行ったことは、メールの送受信時刻やこれらのファイルのプロパティ情報から認められる。

3.2.4.5 A前社長の説明

A 前社長は、2026 年 7 月 29 日のヒアリングにおいて、2025 年 4 月頃の N 氏との LINE のやりとり（上記 3.2.4.3 参照）を踏まえた 2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録の改変について、総引受けという整理が正しいことを前提とすれば、その後、最終的な権利者へ譲渡するための書類を整える必要があったので、N 氏に対して、その趣旨の文言を指示したにすぎず、取締役会議事録をあえてバックデートで作成するように指示したものではないと説明した。

また、A 前社長は、2025 年当時、東京証券取引所等から、過去の実績取締役会議事録を見直し、より詳細に記載するよう求められていた可能性があり、その見直しの一環であった可能性があるとも説明した。さらに、A 前社長は、そもそも 2024 年 7 月 30 日に発行済みの第 3 回新株予約権 6,699 個のすべてが A 前社長のものとなった実体は、当初の新株予約権者からの個別の譲渡であり、社内書類上「総引受」と整理された理由は分からず、N 氏が社内手続を整える過程でそのような構成を採用した可能性があるとの説明もしている。

しかし、まず、2025 年 4 月頃に、2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録の決議内容を後から改変し、あるいは、そもそも当時存在していなかった書面決議の実績取締役会決議がなされていたかのごとき外観を作出する行為は、取締役会議事録を始めとする対象会社の書類の信頼性を著しく害する行為である。もちろん、過去の議事録の内容について、実際に存在した議事内容と異なる記載がなされてしまっていた（誤記があった）場合であったり、あるいは、実際に審議・決議を行っていたにもかかわらず、議事録への記載がなされていなかった等の状況があった場合に、その記載漏れ等を訂正すること自体が、直ちに違法、あるいは、不適切な行為となるものではないが、それは、あくまで当時実際に行われた審議・決議が存在し、その内容を議事録に正確に反映し直すという前提が存在することが必要である。

少なくとも本件において、2024 年 7 月 30 日に臨場開催された取締役会において、第 3 回新株予約権に関する審議及び決議が実際に行われた形跡はまったく窺われないし、同日夜間に、取締役会の書面決議に関する提案及び同意が行われたことを示す形跡も一切存在しておらず、A 前社長自身も、これらの審議及び決議について、具体的に記憶していない。

それにもかかわらず、2025 年 4 月頃、2024 年 7 月 30 日時点で発行済みの第 3 回新株予約権 6,699 個のすべてが A 前社長のものとなっていたとの説明を基礎付けるための論理として、「総引受」との概念が作出されたものと推測され、その論理と整合させるために、2024 年 7 月 30 日当時の取締役会議事録が事後的に改変され、あるいは、存在しなかった書面決議の実績取締役会議事録が新たに作成されたものと推測される（なお、少なくとも 2024 年 7 月 30 日時点で γ 法律事務所からアドバイスを受けて、「総引受」の概念が検討されたとの説明が真実とは考え難いことについては、後記 3.2.5 参照）。

また、A 前社長は、「総引受」の法的構成を決めたのは自分ではなく、N 氏が書類を整え

た可能性があるとして、取締役会議事録の改変について、自ら主体的に行ったことを否定するような説明も行っている。しかし、2025 年 4 月の N 氏との LINE のスクリーンショットを確認する限り、A 前社長は書面決議の取締役会議事録の文言を自ら具体的に作成し、N 氏に対して修正を指示している。

さらにいえば、A 前社長は、2025 年 9 月 9 日には、N 氏を介することなく、C 取締役から直接 Word ファイルの共有を受け、A 前社長自身の環境において再編集し、PDF ファイルを作成した上で、Word ファイルも上書き保存し、C 取締役に共有している。

この 2025 年 9 月 9 日の作業は、むしろ、A 前社長自身が、2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録の内容を認識した上で、その内容を修正し、更新後のファイルを社内に保存したことを示唆する対応といえる。

3.2.4.6 認定及び評価

以上によれば、通常（臨場）開催の 2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録の事後的な改変、及び、同日付の書面決議の取締役会議事録の作出は、単なる議事録作成の遅れや記載漏れの補充ではなく、現実には行われていない取締役会承認、あるいは、書面決議を、同日に行われたかのように事後的に記録したものとわざわざを得ない。

また、かかる取締役会議事録の改変等について、A 前社長は、N 氏が主導し、あるいは、改変等の原因となった旨の説明を繰り返しているが、少なくとも 2025 年 4 月に N 氏が作成した書面決議の取締役会議事録については、その文言を A 前社長が具体的に指示していることが明確に確認でき、さらに、2025 年 9 月には、N 氏が介在しない形で、取締役会議事録の改変が行われている以上、2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録の事後的改変等に、A 前社長が継続的かつ主体的に関与したと認めるのが相当である。【※後記改訂履歴部分における記載参照】

3.2.5 γ 法律事務所 α 弁護士名義のメールの改変、偽装

3.2.5.1 検討対象となる資料の区別

第 3 回新株予約権に関しては、さらに、2025 年 4 月 15 日及び 16 日に三井住友信託銀行の担当者に対して第 3 回新株予約権の新株予約権者の異動を説明するための資料として、A 前社長及び N 氏から提出された γ 法律事務所 α 弁護士名義の 2024 年 7 月 9 日付メールとされる資料についても、以下のとおり、日付及び内容を改変したものが作成され、三井住友信託銀行の担当者宛に α 弁護士から実際に受領したメールとして偽装して提出された可能性が高いこと等が判明している。

第 3 回新株予約権の取り扱いに関する γ 法律事務所 α 弁護士名義のメールに関しては、以下の三つを区別して整理する必要がある。

- ① α 弁護士が 2025 年 4 月 15 日 16 時 9 分、A 前社長に対して実際に送信した真正なメ

ール（以下、「真正メール」という。）

- ②真正メールを画面表示したものから、その受信日時の表示部分のみを除いた状態で PDF 化され、2025 年 4 月 15 日 16 時 28 分、N 氏から三井住友信託銀行の担当者に送信したメールに添付された資料（以下、「日付削除資料」という。）
- ③（真正メールの内容を基礎としつつも）受信日時を「2024 年 7 月 9 日火曜日 10 時 33 分」と表示し、メール本文の内容を大幅に変更した資料であり、2025 年 4 月 15 日 18 時 18 分に N 氏から三井住友信託銀行の担当者に送信したメールに添付され、さらに翌 16 日 9 時 45 分に A 前社長から同銀行の担当者に送信したメールに添付されたもの（以下、「2024 年 7 月 9 日付偽装資料」という。）

3.2.5.2 新株予約権者一覧表の登録変更に際しての三井住友信託銀行からの資料要請

対象会社からの開示資料及び関係者の説明を総合すると、対象会社は、遅くとも 2025 年 4 月頃までには、三井住友信託銀行に対し、第 3 回新株予約権について、2024 年 7 月 30 日に A 前社長が 6,699 個全部を取得し、その後、その一部を他の者へ譲渡したという構成に基づく新株予約権者一覧表の変更を求めている（以下の表の No.3→No.4 への変更）。

これに対し、三井住友信託銀行からは、2024 年 7 月当時に A 前社長がその総数を取得したことを裏付ける資料が存在しないことが問題として指摘されていた。

関係者の説明によれば、対象会社においては、既に一度、対象会社からの依頼に基づき、新株予約権者の登録変更を行っており（以下の表の No.1→No.2 への変更と推測される。）、再度の変更依頼となることから、2024 年 7 月当時から、当該処理について外部弁護士

No.	作成者・基準日・作成日	新株予約権者・個数	備考
1	東京証券代行 2024 年 9 月 30 日 現在 2024 年 10 月 3 日 作成	O 氏 200 個 N 氏 100 個 Q 氏 4,000 個 ■氏 1,142 個 ■氏 1,142 個 ■氏 10 個 ■氏 100 個 K 氏 5 個 未行使総数 6,699 個	第 3 回新株予約権の当初発行・割当てをそのまま反映 A 前社長の登録はなし
2	三井住友信託銀行 2024 年 12 月 31 日現在	O 氏 200 個 N 氏 100 個 K 氏 5 個	No.1 から未行使総数が 2,834 個減少

	2025 年 1 月 8 日 作成	A 前社長 3,460 個 ZF 氏 100 個 未行使総数 3,865 個	
3	三井住友信託銀行 2025 年 3 月 31 日 現在 2025 年 4 月 3 日 作成	O 氏 200 個 N 氏 100 個 K 氏 5 個 A 前社長 3,160 個 ZF 氏 100 個 U 社 300 個 未行使総数 3,865 個	未行使総数 3,865 個はNo.2 と 同様。A 前社長から U 社へ の 300 個の移転を反映
4	三井住友信託銀行 2025 年 3 月 31 日 現在 2025 年 4 月 18 日 作成	A 前社長 6,196 個 N 氏 98 個 ZF 氏 100 個 K 氏 5 個 U 社 300 個 ■■■■ 98 個 未行使総数 6,699 個	No.3 と同じ基準日の修正版。 未行使総数が 2,834 個増加し て 6,699 個に戻るとともに、 A 前社長が 2024 年 7 月 30 日時点で 6,699 個全部を取得 したことを前提にそこからの 移転を反映

以上のような状況を前提にすると、三井住友信託銀行が必要としていたのは、2025 年 4 月時点で新たに得た法律意見ではなく、2024 年 7 月当時に既に γ 法律事務所から総数引受けに関する助言を受けていたことを示す、同時期のメールその他の資料であったと認められる。

このことは、後記のとおり、三井住友信託銀行に対して提出された真正メールの日付部分が除かれ、さらに、その後、2024 年 7 月 9 日付と表示が偽装された資料が作成された理由を検討する上で重要な要素になると解される。

3.2.5.3 真正メールの受領（2025 年 4 月 15 日 16 時 09 分の）と同日 16 時 28 分の提出

(1) A 前社長から α 弁護士への電話

A 前社長は、2025 年 4 月 15 日、 α 弁護士に電話をし、第 3 回新株予約権の取扱いについて回答を要請した。これを受け、 α 弁護士は、同日 16 時 9 分、A 前社長に対して真正メールを送信した。また、真正メールは、A 前社長のみを宛先として送信されており、N 氏も含めて A 前社長以外には送信されていない。

真正メールは、冒頭で「先ほどはお電話をいただきまして、ありがとうございました」と記載がなされ、A 前社長から同日に電話で説明を受けたことを前提としている。

また、真正メールには、概要、次のような留保が明記されていた。

- ・「いただいたお話によれば」として、A 前社長からの電話説明のみを前提としているこ

と

- ・「当時弊事務所でアドバイスした案件ではない」こと⁴¹
- ・ α 弁護士が「前提となる具体的な事実関係を把握しているわけではない」こと
- ・あくまで「抽象的な回答」であること

その上で、 α 弁護士は、A 前社長から説明された第 3 回新株予約権の発行数が正しいとすれば、当初の取締役会決議に基づく新株予約権の割当契約又は総数引受契約を対象会社と A 前社長との間で結び直す必要があると思われる旨を回答した。

このように、真正メールは、2024 年 7 月当時に γ 法律事務所が対象会社の具体的な事実関係を検討して示した助言ではない。 α 弁護士が、2025 年 4 月 15 日に初めて A 前社長から電話で説明を受け、その説明内容のみを前提として示された、留保付きの一般的又は抽象的な回答である。

(2) 日付削除資料の作成

後記のとおり、N 氏が三井住友信託銀行の担当者に対して送信したメールに添付された「日付削除資料」の PDF ファイルのメタデータによれば、 α 弁護士による真正メールの送信から約 11 分後である 2025 年 4 月 15 日 16 時 20 分に、対象会社のオフィス内に設置された複合機を用いて、「 γ 法律事務所 α 先生メール.pdf」という PDF ファイルが作成された。同 PDF ファイルには、真正メールの送信者、宛先、本文及び署名欄は表示されていたが、真正メールの受信日時の表示部分は存在しなかった。

日付削除資料は、本文には、「先ほどはお電話をいただきまして、ありがとうございます」との記載や、「当時弊事務所でアドバイスした案件ではない」「前提となる具体的な事実関係を把握しているわけではない」との留保も残されており、受信日時の表示がないことを除けば、同日 16 時 9 分に A 前社長が受信した真正メールと同一である。

日付削除資料は、真正メールが 2025 年 4 月 15 日に新たに受信したものであることを三井住友信託銀行から認識されないようにするため、受信日時の表示部分を除いて作成された可能性が高い。

(3) N 氏による三井住友信託銀行の担当者への日付削除資料の送付

2025 年 4 月 15 日 16 時 28 分、N 氏は、三井住友信託銀行の担当者に対して、件名を「ウェルディッシュ N より先ほどの件」とするメールを送信した。

当該メールの本文には、

「弁護士証憑と、取締役会議事録を送付させていただきます。」

と記載されており、次の二つの PDF ファイルが添付されていた。

⁴¹ ただし、 α 弁護士によれば、これは α 弁護士の勘違いによるものとのことであり、2022 年の第 3 回新株予約権発行時には、一定のアドバイスは行っていたとのことである。もっとも、2022 年の発行後、A 前社長と Q 氏その他の権利者との間での第 3 回新株予約権の権利移転や譲渡について、 γ 法律事務所が継続的に相談を受けた記憶はないとのことであった。

- ・「 γ 法律事務所 α 先生メール.pdf」
- ・「取締役会議事録 20240730.pdf」

このうち「 γ 法律事務所 α 先生メール.pdf」が、日付削除資料である。

また、「取締役会議事録 20240730.pdf」は、上記 3.2.4 で検討した事後的に改変がなされた 2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録であり、複数存在する取締役会議事録のうち押印版 A の内容である。

3.2.5.4 三井住友信託銀行からの追加要請と 2024 年 7 月 9 日付偽装資料

(1) 具体的なメール日付の提示要求

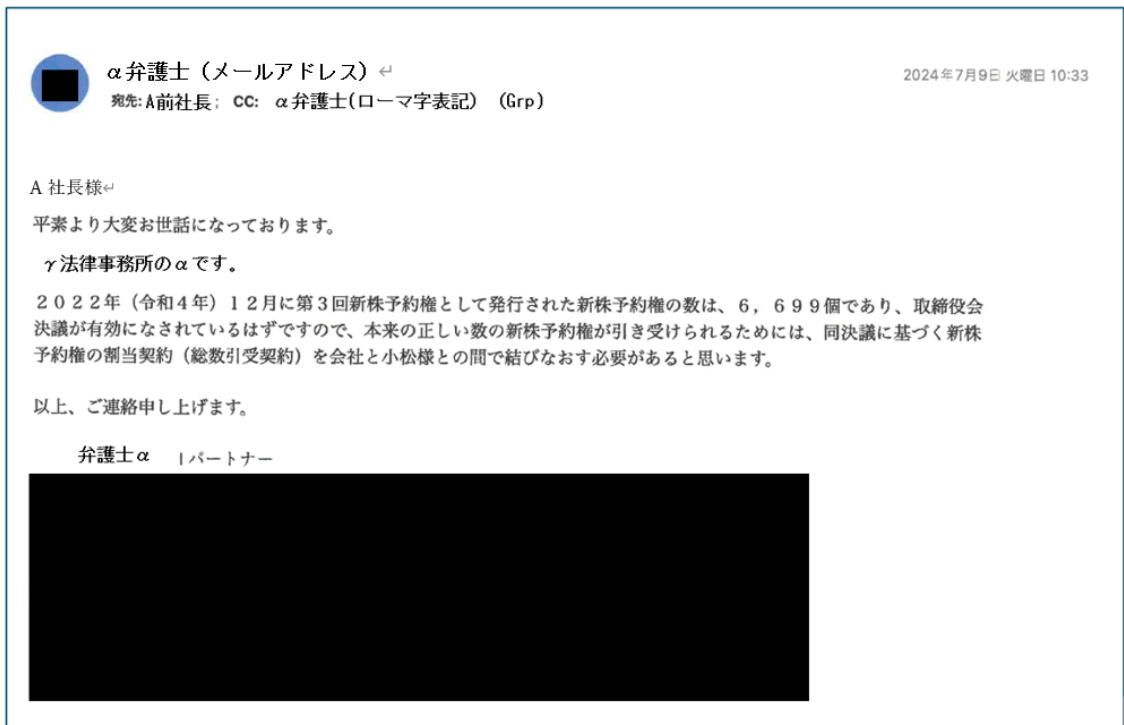
本調査委員会による N 氏のヒアリングによれば、N 氏が同日 16 時 28 分に日付削除資料を添付したメールを送信した後、三井住友信託銀行の担当者から、当該日付削除資料のメールがいつの時点で送信されたものであるかを確認できるよう、具体的な日付が表示された資料が欲しいとの要請があった。

N 氏によれば、N 氏がこの三井住友信託銀行の要請を受け、A 前社長に対して、当該要請を受けた旨を伝えたところ、その後、A 前社長は自席でしばらくパソコンを操作する等した後（この際の状況について、N 氏は、単に日付の入ったものを出してくるだけなのに、随分時間がかかるなと思った記憶があると述べている。）、N 氏に対して、これを送っておいてといい、2024 年 7 月 9 日付偽装資料を交付してきたとのことである。

後記のとおり、N 氏が三井住友信託銀行の担当者に対して送信したメールに添付された「2024 年 7 月 9 日付偽装資料」の PDF ファイルのメタデータを踏まえると、遅くとも 2025 年 4 月 15 日 17 時 48 分には、2024 年 7 月 9 日付偽装資料が作成されたと見られる。

(2) 2024 年 7 月 9 日付偽装資料の内容

2024 年 7 月 9 日付偽装資料の内容は、以下のとおりである。



2024 年 7 月 9 日付偽装資料は、日付削除資料と基本的な体裁は同一であるが（左上に〇囲みで「■■■」（「A 前社長」のイニシャルと思われる）の表示があり、その横に送信者と思われる α 弁護士の名前、メールアドレスが表示され、そのすぐ下に、「宛先：A 前社長」「CC：α 弁護士（ローマ字表記）（Grp）」との表示がなされている。）、日付削除資料とは異なり、資料の右上部分に、2024 年 7 月 9 日火曜日 10:33」との日時が表示されており、外観からすれば、当該メールの受信日時を示すものと見える。

加えて、この 2024 年 7 月 9 日付偽装資料は、単に日付削除資料に日時表示を付加したものではなく、真正メール及び日付削除資料に存在した、

- ・「先ほどはお電話をいただきまして、ありがとうございました。いただいたお話によれば」との A 前社長からの電話説明のみを前提としているとの留保
- ・「当時弊事務所でアドバイスした案件ではない」との留保
- ・α 弁護士が「前提となる具体的な事実関係を把握しているわけではない」との留保
- ・あくまで「抽象的な回答」であるとの留保

は、2024 年 7 月 9 日付偽装資料からは削除されていた。

その結果、2024 年 7 月 9 日付偽装資料は、α 弁護士が 2024 年 7 月当時、対象会社の第 3 回新株予約権の具体的な問題を認識した上で、総数引受契約を対象会社と A 前社長との間で締結し直す必要があるとの法的見解を示したかのような内容となっていた。

このように、2024 年 7 月 9 日付偽装資料は、単に真正メールの受信日を 2024 年 7 月 9

日と偽装したものに留まらず、真正メールに付されていた重要な前提や留保を削除し、 α 弁護士の 2024 年 7 月当時の確定的な法律意見であるかのように内容を変更したものと認められる。

(3) N氏による三井住友信託銀行担当者への 2024 年 7 月 9 日付偽装資料の送付

N氏は、2025 年 4 月 15 日 18 時 18 分、三井住友信託銀行の担当者に対して、件名を「RE: ウェルディッシュ N より先ほどの件」とするメールを送信した。

当該メールの本文には、「お世話になっております、ウェルディッシュの N です。先程の資料に付随する書類（総引受契約書及び譲渡契約書）とメールを送らせて頂きます。」と記載され、次の資料が添付されていた。

- ・「 γ 法律事務所 α 先生メール 20240709.pdf」
- ・「総引受契約書（新株予約権）20240730.pdf」
- ・「新株予約権譲渡契約書 20240730 A・N.pdf」
- ・「新株予約権譲渡契約書 20240730 A・■.pdf」
- ・「新株予約権譲渡契約書 20240730 A・●.pdf」

このうち、「 γ 法律事務所 α 先生メール 20240709.pdf」が、2024 年 7 月 9 日付偽装資料である。すなわち、2025 年 4 月 15 日の経緯を整理すると、同日 16 時 28 分に日付削除資料が送信された後、程なく具体的な日付が分かる資料を求められ、同日 17 時 48 分までには、2024 年 7 月 9 日付偽装資料が作成され、同日 18 時 18 分に他の契約書類と併せて同書類が送信されたという経過となっている。

3.2.5.5 A 前社長による三井住友信託銀行担当者に対する 2024 年 7 月 9 日付偽装資料の直接送信

翌 2025 年 4 月 16 日 9 時 45 分、A 前社長は、自らのメールアドレスから、N氏を CC に入れ、三井住友信託銀行の担当者に対して、件名を「正しいものに変更お願いします。Re: ウェルディッシュ N より先ほどの件」とするメールを送信した。

その内容は、以下のとおりであり、添付ファイルとして、2024 年 7 月 9 日付偽装資料を含め、N氏が 2025 年 4 月 15 日 18 時 18 分のメールで送信したのと同じファイルが添付されている。

■■様

本件につきましては、これまで私は cc も入っておらず東京証券代行様時代から N が架電で何を話したのかもまったく報告を受けていないので経緯が分からないまま、経営会議にてインセンティブ一覧を確認した際、私の理解と異なる状態になっていたので昨日

ご連絡申し上げました。

私が代表取締役になった際、財務構造を精査しました。その際にγ法律事務所を入れて債務超過解消のための資金調達やインセンティブの整理をしました。この時に第3回については書類上不備がある事が発覚し、総引受のやりなおしをしています。これが7月の話です。

その後、それをベースにアライアンス先に新株予約権の譲渡を行い、一気に事業を再建してきました。なぜならば、当時はギリギリしか現金がなく経費を一切かけられる状態になかったため、私が自身で引き受けた新株予約権を用いて身銭を切って会社に貢献してきました。

にも関わらずNが貴社に連絡していた手続きは間違いだらけでした。私が年明けにコーポレートガバナンスの強化を行い管理体制を強くした際にチェック過程を増やしたため、Nの手続きが間違えてる事が発覚しております。

(※本人の理解が乏しく能力不足なところも問題なので次の取締役会では役員から外れます。)

以上のことから、正しいものに変更して頂く必要がございます。

①私が総引き受けを行い、残っている従業員と役員が保有数変わらないように譲渡。ただし、旧経営陣は一定の責任をとってゼロ又は減額。これが2024年7月。

②以降、役員会で譲渡承認した分だけごアライアンス先に移行している。

今後はミスしない人間を担当にしますので何卒宜しくお願いします。

A

このA前社長からのメールは、「正しいものに変更お願いします。Re: ウェルディッシュ N より先ほどの件」との標題やその内容からして、三井住友信託銀行の担当者に対して、新株予約権者一覧表の修正（上記3.2.5.2の表におけるNo.3→No.4への修正）を迅速に進めることを目的となされたものと解されるが、このメールにおいて、A前社長が、2024年7月9日付偽装資料（α弁護士がA前社長に対して2024年7月9日の時点で確定的な法律意見を述べたかのように見える資料）を自らも改めて三井住友信託銀行の担当者宛に送付しているという事実は、極めて重要な事実である。A前社長は、本調査委員会による2026年7月29日のヒアリングにおいて、2024年7月9日付偽装資料について

は、自分がメールを加工又は作成したものではないと述べるにとどまるが、本メールの送信は、少なくとも A 前社長自身が、2025 年 4 月 16 日 9 時 45 分の時点で、2024 年 7 月 9 日付偽装資料を自ら保有し、その内容を認識し、当該資料を根拠に三井住友信託銀行に対して、新株予約権者一覧表を正しいものに修正するよう積極的に働きかけていた事実を示すものといえる。

3.2.5.6 各資料の真正性に関する評価

(1) 真正メール

α 弁護士が A 前社長に対して 2025 年 4 月 15 日 16 時 9 分に送信した真正メールについては、 α 弁護士からのヒアリングにより、 α 弁護士が A 前社長に対して実際に送信した事実を確認しており、 γ 法律事務所側の送信記録も確認できている。

したがって、真正メールそのものは、 α 弁護士が同日に実際に送信した真正なメールと評価できる。ただし、その内容は、同日に A 前社長から受けた電話説明を前提とする抽象的な回答であり、2024 年 7 月当時に α 弁護士あるいは γ 法律事務所が、本件を検討して助言していたことを示すものではない（ α 弁護士も 2024 年 7 月当時に A 前社長に対して本件に関する助言を行っていたことは明確に否定している。）。

(2) 日付削除資料

日付削除資料は、真正メールの本文を維持しているものの、その受信日時の表示部分が存在しない。同資料は、2025 年 4 月 15 日 16 時 9 分に A 前社長が α 弁護士から真正メールを受信した直後の、同日 16 時 20 分には作成され、さらに、その直後の同日 16 時 28 分には、N 氏から三井住友信託銀行の担当者へ送信されている。また、その内容については、受信日時の表記がないほかは、真正メールと同一の内容といえる。

もっとも、上記事実経緯からすれば、三井住友信託銀行の担当者が確認しようとしていたものは、対象会社が要請する新株予約権者一覧表の修正に応じて良いかを検討するにあたり、弁護士の助言も含めた事実関係が、2024 年 7 月当時から真実存在していたものであったのかどうかという点にあるものと解される。

そのような状況を前提にすれば、日付削除資料は、真正メールの内容を利用しながら、それが 2025 年 4 月 15 日に新たに作成されたものであることを隠す目的で、日時表示部分を削除して作成された可能性が高いと言わざるを得ない。

したがって、日付削除資料は、その内容自体は、真正メールに基づくものであるとしても、少なくとも、メールの受信時期について三井住友信託銀行の担当者に誤解を生じさせる可能性がある資料である。

(3) 2024 年 7 月 9 日付偽装資料

2024 年 7 月 9 日付偽装資料については、次の事情が認められる。

まず、本調査委員会によるヒアリングに対して、 α 弁護士は、2024 年 7 月 9 日に 2024 年 7 月 9 日付偽装資料の内容に相当するメールを送信した事実を明確に否定しており、 γ

法律事務所側にも対応する送信記録は存在しない。

また、その内容からしても、2024年7月9日付偽装資料は、真正メールに存在したA前社長からの電話説明のみを前提としているとの留保やα弁護士が「前提となる具体的な事実関係を把握しているわけではない」との留保、さらにはあくまで「抽象的な回答」であるとの留保が存在しない確定的な法律意見の体裁となっているが、α弁護士は、2025年4月15日の真正メールの時点でも、上記留保を付しているのであり、その1年前に、既に留保を付さない確定的な法律意見を述べていたとするのは不自然である。

また、A前社長において、日付削除資料をN氏が送信し、三井住友信託銀行の担当者から要請を受けた後、改めて2024年7月9日付偽装資料を送付するまでの短期間で2024年7月9日時点でα弁護士から確定的な法律意見を受領していた事実を思い出し、メールを提出できるのであれば、むしろ真正メールを受領するためにα弁護士に電話をする以前、あるいは、少なくともα弁護士との電話の中で、当該見解を得ていたことに気がつくはずであり、かかる観点からも、2024年7月9日付偽装資料は、2024年7月9日に実際にA前社長がα弁護士から受領した真正なメールとは言い難い。

加えて、2024年7月9日付偽装資料には、A前社長がα弁護士からのメールを受信した日付と理解されるような形で「2024年7月9日火曜日 10:33」との日時が表示されているが、α弁護士が所属するγ法律事務所は、2024年■月■日に同法律事務所のブランドの刷新及び新たなロゴの導入を公表している⁴²。α弁護士及びγ法律事務所所属の弁護士が対外的に2024年7月9日付偽装資料の署名欄に記載されているブランドロゴの使用を開始したのは、2024年■月■日以降であり、2024年7月9日のメールの署名欄に、同法律事務所の現在のブランドロゴが付されていることは有り得ない。この観点からも、2024年7月9日付偽装資料は、2024年7月9日に実際にA前社長がα弁護士から受領した真正なメールとは言い難い。逆に、2025年4月15日に真正メールが送信された時点では当該ロゴが使用されていたため、真正メールの画面又は署名部分を利用し、日付のみを2024年7月9日に変更したと考えれば、この矛盾を合理的に説明することができる。

以上を総合すれば、2024年7月9日付資料は、真正なα弁護士のメールではなく、三井住友信託銀行から要請された2024年7月当時の証拠を作出するため、真正メールを基礎として、日時及び本文を事後的に改変して作成された偽装資料である可能性が極めて高い。

⁴² γ法律事務所、2024年■月■日プレスリリース 「

」 <https://>

3.2.5.7 2024 年 7 月 9 日付偽装資料等の作成者及び A 前社長の関与

2024 年 7 月 9 日付偽装資料の作成に用いられた端末、元ファイル又は具体的な編集履歴等の直接証拠は確認されていないものの、2024 年 7 月 9 日付偽装資料が作成された経緯については、以下のような事情が認められる。

まず、2024 年 7 月 9 日付偽装資料の改変の基礎となったと見られる真正メールは、2025 年 4 月 15 日 16 時 9 分頃、α 弁護士から A 前社長に対してのみ送信されたものである。N 氏が真正メールそのものを受信し、又はその原データを保有していたことを示す客観的資料は確認されていない。

また、N 氏は、本調査委員会によるヒアリングに対して、2025 年 4 月 15 日 16 時 28 分に日付削除資料を送信した後、程なく、三井住友信託銀行から具体的なメール日付が入った資料の提出を求められたため、その旨を N 氏が A 前社長へ伝えたところ、A 前社長は自席でしばらくパソコンを操作する等した後、N 氏に対して、これを送っておいてといい、2024 年 7 月 9 日付偽装資料を交付してきたとのこと、また、この際の状況について、単に日付の入ったものを出してくるだけなのに、随分時間がかかるなと思った記憶があると述べている。この N 氏の説明は、一定の具体性を有するものであり、また、同日の時系列からして自然なものといえる。

他方で、N 氏が 2024 年 7 月 9 日付偽装資料を三井住友信託銀行の担当者に送信した日の翌日である 2025 年 4 月 16 日 9 時 45 分には、A 前社長自身が、「正しいものに変更お願いします」といった標題を付して、三井住友信託銀行の担当者宛に 2024 年 7 月 9 日付偽装資料を自ら直接送信している。また、A 前社長は当該メール本文において、第 3 回新株予約権については書類不備があることが発覚し、「総引受のやりなおし」をしたのが（2024 年）7 月であると、自ら 2024 年 7 月 9 日付偽装資料の内容に沿う具体的な説明をしている。

この点について、A 前社長は、本調査委員会による 2026 年 7 月 29 日のヒアリングにおいて、2024 年 7 月 9 日付偽装資料については、自分がメールを加工又は作成したものではない、また、N 氏と信託銀行とのやり取りが進まず、N 氏から助けを求められたところ、N 氏から正しい経緯であると説明されたため、その内容をそのまま三井住友信託銀行の担当者に伝えたにすぎず、メールの内容を自ら内容を検証したものではないと述べている。

しかし、かかる A 前社長の説明は、その前日に A 前社長自身が α 弁護士に電話をして、状況を説明した上で、真正メールを受領していたという経緯からすれば、不自然なものと言わざるを得ない。また、仮に A 前社長の説明を前提とすれば、2024 年 7 月 9 日付偽装資料は、A 前社長が実際には受け取っていないメール（しかも、その直前に受け取っている真正メールとも、その内容やトーンが大きく異なる。）であるにもかかわらず、それ

を気にせず、三井住友信託銀行の担当者に当該メールを根拠資料として添付したメールを送信し、新株予約権一覧表の修正を求めたということになり、それもまた不自然と言わざるを得ない⁴³。

以上の事情を総合すると、N氏は、日付削除資料及び2024年7月9日付偽装資料を三井住友信託銀行の担当者へ送信する行為は行っているものの、これらの資料自体の作成を主導した者である可能性は相対的に低く、他方で、A前社長が、日付削除資料及び2024年7月9日付偽装資料の作成又は改変に関与した者である可能性が高いと評価するのが相当である。【※後記改訂履歴部分における記載参照】

3.2.5.8 総合評価

以上のことから、本調査委員会としては、 γ 法律事務所 α 弁護士名義のメールの改変、偽装問題については、次のとおり評価する。

- ① α 弁護士が実際に送信したのは、2025年4月15日16時9分の真正メールのみである。
- ② 同日16時28分にN氏から三井住友信託銀行の担当者宛に送信された日付削除資料は、真正メールの日時表示を除き、それが2025年4月15日に新たに作成されたメールであることを隠す目的で作成された可能性が高い。
- ③ 同日18時18分にN氏から三井住友信託銀行の担当者宛に送信された2024年7月9日付偽装資料は、真正メールを基礎として、送信日時及び本文の重要部分を改変し、2024年7月当時の γ 法律事務所 α 弁護士の助言であるかのように作成した偽装資料である可能性が高い。
- ④ その作成又は改変については、直接証拠がないためA前社長が自ら行ったと完全に断定することまではできないものの、日付削除資料及び2024年7月9日付偽装資料の作成又は改変をN氏が行った可能性は相対的に低く、A前社長が関与した可能性が高い。
- ⑤ A前社長は、2025年4月16日9時45分に2024年7月9日付偽装資料を自ら三井住友信託銀行の担当者へ送信し、これを根拠資料として新株予約権の一覧表を「正しいもの」とするように求めていることから、少なくとも真正性に重大な問題のある資料

⁴³ 加えて、三井住友信託銀行に要請していた新株予約権一覧表の修正（上記3.2.5.2の表におけるNo.3→No.4への修正）は、A前社長が保有することになる新株予約権の数を増加させるという修正であることや、別紙3.2.1.1の第3回新株予約権者の変遷からすれば、2025年4月15日付でA前社長から株式会社U社に第3回新株予約権5,000個が権利移転していることからすると、A前社長としては、当該5,000個の権利移転（譲渡）を進めるためにも、この新株予約権一覧表の修正を早急に進めたいという動機が存在したと推測される。

を対外的に利用する行為に主体的に関与したと認められる。

⑥加えて、三井住友信託銀行は、2025 年 4 月 18 日付で、A 前社長が 2024 年 7 月 30 日に第 3 回新株予約権 6,699 個全部の新株予約権者となったことを前提とし、その後の変動を反映した新株予約権者一覧（上記 3.2.5.2 の表におけるNo.4）を作成している。

以上の経緯からすれば、日付削除資料、2024 年 7 月 9 日付偽装資料及び関連する取締役会議事録等は、単に対象会社内部で参考資料として作成されたに留まるものではなく、三井住友信託銀行に第 3 回新株予約権の権利移転の登録変更を行わせるための根拠資料として現実に利用されたものと認められる。

真正性に重大な問題のある資料が、対外的な根拠資料として用いられた事実は重大と言わざるを得ない。

3.2.6 2025 年 6 月 30 日付取締役会議事録

第 3 回新株予約権に関しては、既に述べた以外にも関連する取締役会議事録の作成等について、内部統制上の懸念が存在するものが確認された。

対象会社から開示された 2025 年 6 月 30 日付取締役会議事録（会社法 370 条の書面決議）には、U 社が保有する第 3 回新株予約権 5,000 個について、YF 社及び S 氏へ各 2,500 個ずつ譲渡することを承認した旨が記載されている。

しかし、当該譲渡承認について、各取締役に対して、実際の提案が行われたメールを確認する限り、実際の提案は同年 7 月 2 日であり、かつ、実際に全取締役からの同意が取得され取締役会決議が成立したのは、同年 7 月 3 日であったと認められる。

したがって、2025 年 6 月 30 日付取締役会議事録は、実際に決議が成立した日を記録したものではなく、同年 7 月 3 日に行われた承認手続を、同年 6 月 30 日に成立した決議として遡及的に記録したもの見られる。

本件では、少なくとも同年 7 月 3 日には各取締役らの同意が取得されたと認められる点で、現実には存在しなかった取締役会決議を作出した 2024 年 7 月 30 日付取締役会議事録とは事情を異にするが、取締役会決議の成立日を意図的に遡及させた不適切な議事録作成であることに変わりはない。

3.2.7 2025 年 5 月 1 日付取締役会議事録

対象会社から開示された 2025 年 5 月 1 日付取締役会議事録の第 5 号議案は、表題上は「次期役員人事の件」とされている。

しかし、その本文には、2022 年 8 月 17 日に発行を決議した第 3 回新株予約権のうち、A 前社長が保有するとされた 5,000 個を U 社へ譲渡することを承認した旨が記載されているが、議案の表題と本文の内容が明らかに対応していない。

また、ZJ 監査等委員及び F 監査等委員へ確認によれば、2025 年 5 月 1 日の取締役会に

において、当該譲渡承認議案が決議されたことはなく、2025年5月2日及び14日に各取締役に戻覧された取締役会議事録案には、第3回新株予約権の譲渡承認に関する記載はなされていない。

他方で、フォレンジック調査で確認されたメールによれば、かかる第5号議案の加筆がなされた2025年5月1日付取締役会議事録は、N氏が、2025年5月30日14時52分に、三井住友信託銀行の担当者に対して、第3回新株予約権の譲渡に関する連絡を行ったメール（A前社長がC C）に添付されており、遅くとも当該メールが送信された日までには、事後的な改変がなされていたものと推測される。

本件についても、第3回新株予約権の権利の移転に必要な承認を整えるため、現実の取締役会審議・承認を経ることなく、既存の取締役会議事録に事後的に改変を加え、追加された可能性が高い。

3.2.8 各事象の共通性（第3回新株予約権の権利移転等）

2024年7月30日付取締役会議事録、γ法律事務所α弁護士名義の資料、2025年5月1日付取締役会議事録及び同年6月30日付取締役会議事録には、その行為態様、重大性及び認定の確度に差はあるものの、共通する背景及び性質が認められる。

すなわち、第3回新株予約権の譲渡その他の権利移転については、当該権利移転が行われたとされる時点における対象会社による譲渡承認に関する取締役会議事録、あるいは、当該処理の根拠に関する外部専門家の見解を示す資料等が十分に存在しなかった一方で、その後、三井住友信託銀行やその他の外部機関に対し、過去の時点において適切な権利移転及び社内承認が行われていた、あるいは、外部専門家の助言も得られていたことを示す必要が生じると、その必要とされた事実関係及び法的構成に合致する内容の取締役会議事録又は外部弁護士名義の資料が、事後的に作成、改変又は提出されている。

このように、各事象には、現実には存在しなかった意思決定又は外部専門家の見解を存在したかのように示すもの、実際の決議成立日を遡及させるもの及び既存の議事録に必要なとなった承認を事後的に追加するものという違いがある。

しかし、いずれも、第3回新株予約権の権利移転を対象会社又は株主名簿管理人において所要の手続を経たものとして処理させるため、当時存在しなかった、又は不足していた手続及び証拠を、後に必要となった内容に合わせて補充又は作出したという共通の性質を有する。

これらは、単なる誤記、議事録作成の遅延又は形式的な書類不備の補正とは評価できない。実際の審議、決議及び専門家への相談の有無を確認して、当時の事実を正確に記録し直したものではなく、後に実現しようとした権利移転及び登録変更に整合するよう、過去の意思決定及び助言の外観を形成したものである。また、その一部は対象会社内部に保存されたにとどまらず、三井住友信託銀行に対する根拠資料として現実に利用され、その登録内容に影響を与えている。

3.2.9 第3回新株予約権の譲渡等に関する責任及び評価

3.2.9.1 A前社長の責任

A前社長は、本件各行為の当時、対象会社の代表取締役として、取締役会議事録についていえば、審議の状況を正確に記録し、株主名簿管理人やその他の外部機関に対しても、真正かつ正確な資料に基づく説明を行うべき義務を負っていた。特に第3回新株予約権を巡る一連の処理は、A前社長自身による取得やその後の譲渡に関連するものであり、A前社長には、対象会社による譲渡承認の有無、株主名簿管理人等の対外的な説明を適正に行うことも含めて、真正かつ正確な資料に基づく説明がなされるように慎重に対応することが求められていたといえる。

ところが、A前社長の実際の対応は、単に慎重な確認手続を欠いたというにとどまらず、むしろ過去の時点で必要とされた取締役会決議や外部専門家の助言が当時既に存在していたかのような外観を事後的に作出する一連の行為に関与したものと認められる。2024年7月30日付取締役会議事録については、2025年4月に書面決議議事録の文言を自ら示して修正を指示し、同年9月にも通常開催の取締役会議事録の内容の変更に関与している。これらは、単なる誤記訂正や取締役会議事録作成の遅延ではなく、後に必要となった法的構成に合わせ、過去の意思決定の内容を組み替える行為であったと評価せざるを得ない。

また、A前社長は、 γ 法律事務所の α 弁護士が2024年7月9日に具体的な法律意見を述べたかのような外観を有する資料を、自ら三井住友信託銀行へ送信し、新株予約権者一覧を「正しいもの」に変更するよう求めている。同資料の作成又は改変に関するA前社長の関与についての本調査委員会の評価は、上記3.2.5.で述べたとおりであるが、少なくとも真正なメールの直接の受信者でありながら、真正性に重大な問題のある資料を自ら保有・送信し、その内容に沿った説明を行った以上、A前社長が当該資料の対外利用に主体的に関与したことは明らかである。

これらの行為は、対象会社の正式な意思決定を示す文書や対象会社が外部専門家から取得した文書の信用性を失わせるものであり、取締役会、監査等委員会、監査法人、その他外部関係者による事後検証を困難にしたことは、対象会社のガバナンスの根幹に関わる重大な問題と言わざるを得ない。

このようにA前社長の一連の対応、特に2024年7月30日付取締役会議事録の事後的な作成・改変、2024年7月9日付偽装資料の作成・改変への関与及びその対外利用については、取締役の善管注意義務に違反する重大な行為というほかない。

3.2.9.2 取締役会議事録の作成及び管理体制に関する評価

本件で対象会社において確認された取締役会議事録の事後的改変や作出の問題の背景には、対象会社における取締役会議事録の作成、確認、押印、原本の保存、さらには、印章

管理に関する内部統制の不備が存在した。

本件調査の過程で判明した事実としては、対象会社では、取締役会議事録の作成及び回覧が開催後相当期間を経て行われ、数か月分の議事録案が後日まとめて送付されることもあった。そのため、各取締役が、取締役会当時の記憶や資料に基づき、議事内容を十分に確認することが困難となっていた事実も存在した。

また、一部の取締役からは、従前から、取締役会招集通知の早期送付、取締役会議事録の記載の充実、取締役会における発言内容の録音等について改善を求める指摘がなされていた。しかし、対象会社においては、これらの指摘は、取締役会議事録の迅速な作成、適正な最終版の確認、保存等の仕組みとしては定着していなかった。

このような状況が存在したため、代表取締役等が、既に作成又は回覧された取締役会議事録について、後に必要となった説明又は法的構成に合わせて内容を修正し、差し替えることが可能となり、あるいは、他の役員又は管理部門が適時に把握して制止し、修正の根拠を検証することができない状態となっていた。

このような状況は、取締役会による監督、監査等委員会及び監査法人による監査、さらには、その他の外部関係者による事後検証の基礎となる文書の信用性を著しく損なうものであり、対象会社のガバナンス及び内部統制上の重大な不備であったと評価せざるを得ない。

本調査委員会のヒアリングによれば、対象会社においては、現在は以前に比べて取締役会議事録の作成、確認、管理を始めとする文書管理体制について、改善策を講じつつあるとのことであるが、それでも直近であれば、2025年11月の段階の取締役会議事録に問題が存在したとみられる点も重大な懸念事項であることは改めて指摘しておく。

3.3 PP社の連結開始時期について

3.3.1 監査法人からの疑義について

(1) 対象会社は、2026年3月にPP社を連結子会社化しているが⁴⁴、実際には、同年2月中にPP社株式は対象会社に移転しており、PP社は、同年2月(対象会社の半期末)中に対象会社の連結対象になったのではないかという疑義である。

(2) 具体的には、対象会社は、2026年に入ってから、2026年2月20日に、U社（以下、「U社」という。）との間で、PP社株式250株の譲渡契約を締結し、同月26日に、PP社の株主12名との間でPP社株式合計908株の譲渡契約を締結し、更にA前社長及びB副社長から無償で新株予約権を合計120個（120株相当）譲り受けて後に行使しており、これをもって、PP社の40.3%の議決権を取得しているが、①上記の株主12名からの株式譲受に関しては、2026年2月27日（金曜日でありこの年はうるう年ではないので同

⁴⁴ 対象会社の開示 2026年2月26日付「PP株式会社の株式取得（連結子会社化）に関するお知らせ」参照。

年2月は翌28日土曜までであり、同年3月1日は日曜である。)に譲渡代金を送金し、譲渡人らが同年3月2日に株式譲渡の手続指示を行ったとされているところ、実際には同年2月中に株式が移動しているのではないかと、②上記の新株予約権については、同年2月27日に権利行使価額の全額が払い込まれているところ、新株予約権行使書に同年3月2日に権利を行使するという旨の記載があることから、対象会社は、同年3月2日を対象会社が新株予約権の対象となる株式の株主となった日として扱っているが、上記の払込の日に株主となっているのではないかとするものである。

①については、株式譲渡契約に「本件株式に関わる株主としての権利は、売主の手続指示をもって当社に移転するものとする。」という条項があり、この「手続指示」がいつ行われたのか、また、そもそもかかる条項が真実合意されていたのか（当初は2月中に株式の移転が行われる契約であったが、後日、この条項が含まれる契約書に差し替えられたのではないかと）という論点である。

②については、新株予約権の行使にあたって2月27日に権利行使価額の払い込みを行い、行使時期を3月2日とする場合に、会社法上3月2日に効力が発生するのかどうかという論点である。

3.3.2 取得の経緯について

(1) PP社株式については、対象会社は、2025年9月19日に、「追加株式の取得に向けた基本合意書締結についてのお知らせ」を開示し、取得株式数は「協議中」ではあるものの、株式の追加取得の意向を公表していた。この点、A前社長及びB副社長の説明を総合すれば、ZX社が行っている医療施設又は介護施設に対するコンサルにおいて、給食のコストが非常に高騰しているという状況があり、PP社は給食の製造等の工場を実際に持っているところ、例えば給食の対応を完全調理品にする、あるいは製造工程を集約するなどしてコストダウンが可能であり、そこに競争力を見出すことができ、買収の価値があると考えたとのことである。

対象会社の認識によれば、2026年以降の対象会社のPP社株式の保有数の変遷は以下のとおりである。

表（PP社株式取得）

(A) 2026年2月20日 対象会社の従前のPP社保有株式数は249株であったところ、250株をU社から取得し、保有株式数は499株となる。
(B) 2026年3月2日 対象会社の従前のPP社の保有株式数は499株であったところ、120株を新株予約権の行使により取得し、保有株式数が619株に増加した。
(C) 同日 さらに、株主12名から908株を取得し、保有株式数が1,527株となり、議

決権の所有割合が 40.3%となる。

PP 社株式の買い取りにあたっては、A 前社長の説明によれば、PP 社の P 社長及び PX 取締役（以下、「PX 氏」という。）に対して、初期に大枠の価格についての交渉を行ったが、株主との個別の交渉は行っておらず、U 社に対する交渉（上記表(A)）のみ、U 社と近い人的関係があった B 副社長に任せ、その他の 12 人の株主（上記表(C)）に対する交渉は、PP 社の取締役である PX 氏が株主を取りまとめて交渉を行ったものであると述べている。

U 社からの株式の譲り受け（上記表(A)）に関しては、令和 8 年 2 月 20 日付の対象会社と U 社との間の株式譲渡契約において、「売主は、本契約の規定に従い、令和 8 年 2 月 19 日又は別途本契約当事者が合意する日(以下、「クロージング日」という。)に、売主の保有する本株式を買主に譲り渡し、買主はこれを譲り受ける(以下、「本株式譲渡」という。)」という規定があり（第 1 条）、令和 8 年 2 月 20 日に「株式譲渡承認請求書兼譲渡承認通知」と題する書面が U 社から PP 社に提出され、同日 PP 社が U 社に対して承認を通知している。また、2026 年 2 月 28 日付で、対象会社の保有株式数を 499 株とし、U 社は株主として記載されていない PP 社の株主名簿（原本証明付き）が確認できた。従って、同日までに、U 社が保有していた 250 株は対象会社に移転したと思われる。

新株予約権の行使による 120 株の取得（上記表(B)）については、A 前社長から対象会社への譲渡契約（新株予約権 60 個）、B 副社長から対象会社への新株予約権の譲渡契約（新株予約権 60 株）（両方とも 2026 年 2 月 26 日付）が確認でき、令和 8 年 2 月 26 日付の対象会社から PP 社への新株予約権行使書が確認できた。この新株予約権の行使書には、新株予約権 120 個、行使代金総額 7,200 万円及び「新株予約権行使日 令和 8 年 3 月 2 日」⁴⁵等の記載がある。後述するとおり、この行使により、令和 8 年 3 月 2 日に対象会社が 120 株を取得したことが認められる。PP 社の株主名簿によれば、この株式数と後述する株主 12 名から取得した 908 株を合計した株式数の増加が、2026 年 3 月 2 日付の株主名簿（各原本証明付き）で確認できている。

次に、12 名の株主からの株式譲り受け（上記表(C)）のうち 11 名と締結された契約書はほぼ共通であるが、上記 U 社との間の株式譲渡契約書とは異なり、「本件株式に関わる株主としての権利は、甲の手続指示をもって乙に移転するものとする。」という条項が規定され（1 条 2 項）、売り手が「手続指示」を行って株式が移転するという合意になっている。

なお、A 前社長によれば、この契約書は PP 社が準備した契約書であるとのことである。

⁴⁵ この行使日の記載は、会社法上、新株予約権の行使にあたって必要である（会社法 280 条 1 項 2 号）。

対象会社の銀行口座の入出金明細によれば、2026年2月27日に、12名の株主に対して全額の送金がなされている。

また、送金手続きを担当したI氏によれば、12名の株主に含まれる海外の株主3名のうち1名に対しては送金手続が遅れ、27日には着金しなかった状況であったと聞いたとのことである。実際、I氏が銀行で送金の手続をした際も、かなり待たされるなどして、海外送金の受付時間（11時）間際の送金であり、もしかしたら11時に間に合わなかったかもしれないと述べている。

結果として、2026年3月2日付の株主名簿（上記12名の譲渡株主による12名からの株式の譲り受けの結果、PP社の株式数が1,527株となったもの）の原本証明付きの写しを確認でき、また、28日時点の株主名簿の写し（原本証明付き）においては、対象会社の株式数が499株（従って、この499株と上記同年3月2日の株式数1,527株との差は1,028株であり、新株予約権の行使による120株と株主12名からの譲り受け908株の合計と一致する）と記載されていることが確認できた。

この株主名簿の写しが正しいとすれば、対象会社の議決権所有割合が40%を超え、PP社の意思決定機関を支配することなどによりPP社を連結する可能性が生じたのは2026年3月2日以降である。

但し、PP社の株式には譲渡制限が設けられており（定款第7条）、株券は不発行であるところ（定款第6条）、この譲渡承認のプロセスや株主名簿の書き換え請求の経緯を確認中した（PP社に照会したところによれば、2026年2月20日付でPP社の取締役会が12人の譲渡をすべて承認したとのことである。）。また、上記の「手続指示」について、2026年3月2日付の書類は確認できず、確認できるのは、監査法人からの指摘により作成された、12名の株主が同日に上記の手続きを行い、株式を移転させたという2026年4月10日付けの確認書のみである。

なお、同年2月27日は金曜であり、同日に着金したとしても、翌営業日である3月2日（月曜日）に「手続指示」が行われても不自然ではない。また、少なくとも外国人株主1名への着金は2026年2月27日の翌営業日である同年3月2日となっており⁴⁶、同年2月中に対象会社のPP社に対する議決権は40%を超えることはない。

一方で株式譲渡契約書の事後的な差し替えが行われたかどうかについては、調査委員が、対象会社の役員を通じて、PP社のPX氏に対し、上記12名の株主へのメールでの照会を依頼し、調査委員に直接の回答を依頼したところ、全員から、契約書の差し替えはなかったという回答があり、差し替えがあったという回答はない。

(2) また、株式譲渡の対価の支払に至る経緯として、PP社株式の取得のために、対象会

⁴⁶ 外国株主のうち■に対する譲渡代金の着金は2026年3月2日であった（同社に対する照会結果。）。同社が売却した株式数は216株であり、対象会社から受領した資料によれば、新株予約権行使後だとしても発行済株式総数の5.7%に相当する。

社は7億5,000万円の借入れを行っているが、この借入れの交渉は難航した模様である。結果として、代表者であるA前社長が連帯保証を行い、A前社長がYE銀行等の口座に貸出金額と同額の資産を預けるという条件で行われたようであり、A前社長によれば、YE銀行からの融資が決定されたのは2026年2月27日に近いタイミングであったとのことである。

(3) 以上より、意図的に2026年2月の株式の移転を避けて同年3月にしたというよりも、スケジュールが同年2月の下旬にずれ込み、結果的に同年3月となったと考えても不自然ではない。

以上のとおり、譲渡株主が真実2026年3月2日に「手続指示」を行い、株式を移転させたと考えたとしてもそれと明らかに矛盾する事実関係は判明しておらず、また、他の時期に譲渡株主がPP社株式を対象会社に移転させたことを示す事実関係は現在判明していない。

3.3.3 法的な株式の移転時期について

(1) 株式譲渡については、会社法上、例えば対価の支払日が株式の移転の日となるという規定はなく、支払の時期にかかわらず、当事者の意思により移転が生じると解されている。なお、新株発行（募集株主の引受け）の場合は、会社法に、募集株式と引換えにする金銭の払込みの日引受人が株主となることが明文で定められているが（会社法209条1項1号）、これとは異なる。また、PP社株式のように、譲渡制限株式の場合は、会社の譲渡承認が条件となる。この点、前述のとおり、承認のタイミングは、譲渡契約より前の2026年2月20日であったようである。

上記の承認があったことを前提に、売主が、真実、同年3月2日に手続指示を行ったのであれば同日が株式の移転の時期となる。

もっとも、本件の「本件株式に関わる株主としての権利は、甲の手続指示をもって乙に移転するものとする。」という条項は、株式譲渡契約としては、やや不明確であり、文言だけを見れば、買主が対価全額を支払ったとしても、売主がいつ株式移転の手続きをしなければならぬかが不明確である。通常は、売主は、対価全額の受領と引き換えに、又は対価全額の受領後直ちに株式移転の手続を実行するといった規定を設けて、買主の対価の支払と限りなく同時に株式の移転が行われるような合意をすることが多いと思われる⁴⁷。A前社長によれば、リーガルチェックも行った上での契約書であったとのことであるが、少なくともこの文言で契約に合意するのであれば、同年3月2日の時点で「手続指示」を行

⁴⁷ 例えば、神崎満治郎・金子登志雄・鈴木龍介・株式会社リーガル著『会社法務書式集〈第3版〉』（中央経済社、2023年）108頁における株式譲渡契約の書式では、「譲渡人及び譲受人は共同して、譲渡日以降速やかに、会社に対し株主名簿記載事項の書換の請求を行うものとする。」という条項が示されている。

ったという書面を同日付で取得すべきであったといえる。

(2) 新株予約権については、本件の新株予約権の行使にあたって、権利行使価額が 2026 年 2 月 27 日に払い込まれる一方、新株予約権行使書では「新株予約権行使日 令和 8 年 3 月 2 日」とされている。この点、会社法 282 条 1 項には「新株予約権を行使した新株予約権者は、当該新株予約権を行使した日に、当該新株予約権の目的である株式の株主となる。」(下線は当職らによる。)と定められており、株主となる日は、権利行使価額の「払込の日」とは定められておらず、新株予約権者が指定した「行使の日」(これは、新株予約権の行使にあたって明らかにする必要がある(会社法 280 条 1 項 2 号))に、新株予約権者は当該新株予約権の目的である株式の株主となると解される⁴⁸。

3.3.4 結論

以上のとおり、2026 年 2 月中に対象会社が PP 社株式の 40%超の議決権を取得していたと考える根拠は今のところなく、現在判明している事実関係は、同年 3 月 2 日に 40%超の議決権を取得したと考えることに整合的である。

従って、対象会社が PP 社を連結範囲に含める時期を同年 3 月に意図的にずらしたという評価はできないものと思われる。

3.4 PP 社株式の U 社からの購入に関する対価の支払いについて

対象会社が U 社から PP 社の株式を購入する際の価格は 1 株当たり 60 万円であったが、他の株主 12 名に対しては 1 株当たり 98 万 8,296 円で買い取っている。そして、①フォレンジック及びヒアリングの結果から、U 社と PP 社との間で業務委託契約を締結して対価を補うといった提案があったように見受けられること、及び②2026 年 2 月に U 社と PP 社との間で業務委託契約書が締結されており、2 年間分 4,000 万円を一括支払いするというややイレギュラーに見える契約であることから、U 社への譲渡に関して、PP 社からの業務委託契約という形で U 社に対して、PP 社株式の対価の補填がなされたのではないかという疑問が生じた。

しかしながら、①については、フォレンジックの結果、提案はあったが実施はしないこととなったということが記載されたメールが検出されたこと、②については、タイミングとしては PP 社株式の U 社への譲渡の時期と近接しており、PP 社株式の譲渡代金の支払いのタイミングと業務委託契約の対価の支払時期のタイミングを議論しているメールも検出されているが、PP 社 P 社長や S 氏へのヒアリングなどから、業務委託契約について、

⁴⁸ なお、実務的な文献にも、「行使の日に先立って払込みを行うことは問題がない。実務上は、払込みを行った後で行使請求書の提出を行うことが多い。」と述べるものがある(高田 剛『実務家のための役員報酬の手引き〔第 2 版〕』210 頁(商事法務・2017 年))。

実態がないものとは認定できなかったため、業務委託契約に基づく補填が行われたという認定はしないものとした。

3.5 V社の買収検討手続きにおける内部統制の無効化

3.5.1 V社の株式取得について

3.5.1.1 株式取得の経緯

2024年7月に対象会社は大手医療法人グループであるTグループ（その代表者を「T氏」ということがある。）⁴⁹とビジネスパートナーシップに関する契約を締結し、同グループに参画する医療・介護施設へ福祉介護用品卸、給食卸・オペレーションサービス及び健康食品のコンサルティング業務を、2025年3月期において開始することを目指していた。この事業方針のもと、2025年3月に対象会社は株式交換により、Tグループの関連企業であるV社の株式を取得した。その経緯についてA前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、以下を述べた。

「V社の社長であるZY氏とは福祉・介護業界の会合で知り合った。福祉施設向けの卸売業に加え、病院食のサービス提供などの事業も行っている点に魅力を感じ、買収交渉を進めることとなった。当時は経営会議体がなく、すべて取締役会で議論していた。そのため、取締役に事業内容の説明なども丁寧に行い、ロングリストからショートリストに絞り込み、デューデリジェンスを実施、売上やキャッシュの状況を確認しながら、「どこが一番良いか」「今後の戦略をどう考えるか」といった点を整理した。その中で、最も有力な候補としてV社が残り、最初の買収はV社という方針を決定した。」

対象会社は2024年11月21日に「株式の取得（子会社化）に向けた基本合意書締結のお知らせ」を公表したが、この公表に際しては事前に東京証券取引所の上場部開示業務室の担当者（以下、「東証の担当者」という。）から対象会社がV社と接点を持った経緯に関する問い合わせがあり、それに対して対象会社は2024年11月8日に「接点のきっかけは、A前社長が代表就任後に福祉団体が主宰する勉強会に参加した事です。その際、数多くの福祉関連事業の関係者と知り合いました。その中の1社であります。その後、V社のZY氏はご家族の事情で企業経営から離れざるを得ない状況となってしまう、A前社長の方に売却の相談をしたのが2024年9月になります。（後略）」との説明を添付ファイルに記載した電子メールを送っていた。

ZY氏との接点についてA前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、どの福祉団体の勉強会でZY氏と出会ったのかは覚えていない、勉強会の開催時期についてもよく覚えていないが社長就任後しばらくしてからだった、ZY氏と3回ほど会った、ZY氏は

⁴⁹ 対象会社による2024年7月30日付け「当社事業に関するパートナーシップ基本契約締結のお知らせ」と題するプレスリリース参照。なお、S氏は、Tグループの経営に関する部分を担当する人物である（S氏ほかからのヒアリングによる。）。

金融機関に勤務したキャリアもあるが福祉の業界にも詳しくはなかった、ZY 氏の会社に S 氏が一部出資していると聞いていたなどと述べた。ZY 氏との出会いに関する A 前社長の記憶が曖昧で不自然な点があったことから、本調査委員会は A 前社長に対して ZY 氏の身体的特徴や経歴などについて重ねて質問したところ、A 前社長の回答は本調査委員会が把握していた ZY 氏の身体的特徴や経歴とは異なるものであった。また、本調査委員会は、ZY 氏の顔写真を含む複数枚の顔写真を A 前社長に提示したが、A 前社長は ZY 氏の顔をよく覚えていないとのことで ZY 氏の顔写真を選ぶことはできなかった。A 前社長は、対象会社の社長に就任以降、仕事関連の名刺は対象会社の事務担当者に預けることにしており、ZY 氏の名刺も事務担当者に預けたと思うとも述べたため、本調査委員会は対象会社の事務担当者に ZY 氏の名刺の所在確認を依頼したが、A 前社長が受け取ったという ZY 氏の名刺の所在は確認できなかった。

本調査委員会は ZY 氏に対してヒアリングを行ったところ、A 前社長とは一度も会ったことも話したこともない、2024 年に福祉団体の勉強会に参加したことはない、医療法人や福祉の実務は知らないと述べた。

なお、V 社の主要株主であった S 氏は、本調査委員会によるヒアリングに対して、「2024 年 1 月以降、V 社は T 氏と自分がそれぞれ 50%ずつ出資する⁵⁰TM グループの関連企業として運営していた。ZY 氏は旧知の仲で信頼ができるため V 社の代表者を任せていたが、V 社の実務運営には関与しておらず、会社の実務は TM グループの役職員が担っていた。」と述べた。V 社の売却に関する経緯について、TM グループの関係者であった B 副社長及び H 氏は、本調査委員会に対して「詳細な日時は不明であるが、24 年 7 月前後の A 前社長との定例会の場で何度か協議した後に、医療・介護施設などへの給食事業等について対象会社との連携メリットがあると考え、V 社の売却に関する話を S 氏側から A 前社長に打診した」と説明した。

(評価)

対象会社が V 社と接点を持った経緯について、A 前社長の供述と ZY 氏及び S 氏らの供述には大きな隔たりがあったが、A 前社長の供述は曖昧で、他の証拠と比較しても、不自然な点や矛盾があり、その供述内容は信憑性に乏しいと本調査委員会は評価した。

3.5.1.2 M&A 仲介手数料の支払いについて

A 前社長の説明によれば、Y 社⁵¹（以下、「Y 社」という。）から V 社の紹介を受け、ま

⁵⁰ S 氏が株主オーナーである ZK 社は、2021 年に V 社を買収して V 社の 100%株主となった。その後、V 社は 2024 年 1 月 22 日に T 氏と S 氏がそれぞれ 50%ずつ所有する株主構成となり、2024 年 11 月 8 日に個人株主 14 名の株主構成となった。

⁵¹ Y 社の代表取締役である YY 氏は株式会社 ZL 社の代表取締役でもある。当社は ZL 社から提案を受け、2024 年 3 月に ZM 社を株式交換により完全子会社化した。ZN 氏は、2025 年 3 月

たV社の株主であった株価算定のアレンジなども行ってもらったことから、2025年3月に対象会社はY社に仲介手数料50百万円（税別）を支払った。この仲介業務の委託はA前社長の決定によるものであるが、稟議起案ならびに取締役会での承認決議はなされていなかった。2025年3月当時の対象会社の職務権限基準表に基づけば、100万円以上の経費支出はりん議書を起案の上、社長決裁とされていた。また、重要な契約は部長、担当役員及び社長で審議した上で、取締役会で決裁することとされていたが、これは遵守されていなかった。

V社の主要株主であったS氏は、本調査委員会のヒアリングに対し、V社のM&AについてはY社のYY社長にはすべて話をしていたと述べた。

（評価）

A前社長及びS氏の供述から、Y社に対する仲介手数料取引に実体がないとの評価はできない。しかし、重要な契約行為であるにもかかわらず、稟議起案ならびに取締役会での承認決議を怠ったA前社長の行為は不適切であったと本調査委員会は評価した。

3.5.1.3 財務デューデリジェンス（以下、「財務DD」という。）について

財務DDはΣ公認会計士事務所（以下、「Σ」という。）に委託されたが、その委託に関する社内稟議書は確認出来なかった。また、Σとの間で業務委託に関する契約書面も締結されていなかった。財務DD報告書では決算データの前期比較及び各勘定科目残高の主要な内訳分析が行われている。ただし、財務DDにおいて通常行われる正常収益力の評価や分析は行われなかった。また、主たる商流や関連当事者（主要株主の関連企業）との取引などV社の事業構造の根幹を成す項目の分析や評価の記述は非常に限定的なものであり、V社の事業内容を把握するには不十分な内容であった。この点についてA前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、「財務DD報告書の最終ドラフトが完成した頃にΣより電話をもらい、『V社株主の関連企業との複数の重要な関連当事者取引が行われているが、買収前にそれら関連当事者取引は解消した方が良い』とのアドバイスをもらった。」と述べた。なお、V社において重要な関連当事者取引があることについて、A前社長は財務DDを開始する前の段階でB副社長及びH氏から説明を受けていたとのことであった。

V社においてはその主要株主の関連企業との重要な関連当事者取引が存在したにも関わらず、A前社長は、株式交換契約の締結の際に取締役会にこれら取引を報告せずに2025年2月20日の取締役会で株式交換契約の承認決議（書面決議）を行っていた。

調査委員会が対象会社から入手した財務DD報告書にはV社の株主情報が記載されてい

末時点で対象会社の第10位株主であったZP社の代表取締役であるZO氏と住所を同じくする者である。

なかった。その一方で、2025 年 2 月 13 日にΣが 2 種類の財務 DD 報告書⁵²（株主情報を記載したものと株主情報を削除したもの）の最終版 PDF ファイルを A 前社長及び N 氏に提出している電子メールが顕出された。2 種類の財務 DD 報告書を提出した理由について、Σは、本調査委員会によるヒアリングに対し「Σとしては最終版の財務 DD 報告書に株主情報（株主 14 名）を記載したものを提出したが、株主情報を削除した財務 DD 報告書も提出して欲しいと会社から依頼されたため株主情報を削除した財務 DD 報告書も会社に提出した。その依頼が A 前社長または N 氏のいずれからだったかはよく覚えていない。」と述べた。

株主情報を削除した財務 DD 報告書も提出するように依頼した経緯について N 氏に質問したところ、本調査委員会によるヒアリングに対して、N 氏は以下を述べた。

「β公認会計士から完成しましたっていうのが、A 前社長と自分を含めた何人かにメールで送られてきた。しかし、A 前社長からは、これを東証とかに出すのは待てと指示された。もう少しすれば東証に出していいものが来るから待て、というようなことを言われた。しばらくすると株主情報なし版が届いたので、これを出せと。ただし、“株主情報なし”の文字が入った PDF のファイル名は変えるように言われました。それは明確に記憶があります。」

（評価）

V 社においてはその主要株主が関係する法人との重要な関連当事者取引が存在したにも関わらず、A 前社長は、株式交換契約の締結の際に取締役会にこれら取引を適切に報告することなく 2025 年 2 月 20 日の取締役会で株式交換契約の承認決議（書面決議）を行っており、A 前社長による取締役会への報告及び審議のあり方は不適切であったと本調査委員会は評価した。

3.5.1.4 株価評価について

対象会社はΣ公認会計士事務所（以下、「Σ」という。）に V 社の株式価値評価を依頼した。V 社の営業利益の実績値は 2024 年 10 月期に 69 百万円であったが、株式価値評価の基礎となる事業計画は大幅な増益計画であった。

（単位：百万円）

	2025 年 10 月期	2026 年 10 月期	2027 年 10 月期	継続期間
営業利益	253	466	566	566

この事業計画は、V 社の主要株主である TM グループの中核企業の代表者を務める B 副社長によって作成されたものであり、V 社の顧客である TM グループに参画する医療・介

⁵² 株主情報を記載した PDF のファイル名は「DD_final」であったが、株主情報を削除した PDF のファイル名は「DD_株主情報なし」であった。

護施設などの将来増加予測に基づき試算されたものであった。Σは、2024年11月15日、この事業計画に基づき、DCF法による評価を行い、株式価値を1,825百万円～2,760百万円と算定した株価報告書を対象会社に提出した。その後、2024年11月下旬よりV社に対する財務DDが開始され、2025年2月7日にΣより財務DD報告書（最終版）が対象会社に提出された。

A前社長は、本調査委員会のヒアリングに対して、今後の連結決算においてのれんの年間償却額を上回る営業利益をV社が生み出せるのかどうか、のれん減損が発生しない将来収益を生み出せるのかどうかという点にこだわってB副社長らと協議をしていたと述べた。

3.5.1.5 法務デューデリジェンス（以下、「法務DD」という。）について

外部専門家による法務DDは実施されていなかった。2026年5月初旬に対象会社を通じてA前社長に確認したところ、「外部調査機関（リサーチ&セキュリティ社）による調査報告書は取得していたが、V社は医療関係先へ業務を行っており、且つ過去問題が起きたこともないことから、外部専門家及び社内人材による法務DDは実施しなかった。」とのことであった。2026年7月8日に改めてA前社長に確認したところ、「反社チェックして、行政的に過去にコンプライアンス違反したとか、そういうのがなければ当社は法務DDをやらない。なぜかという当社には資金がないからだ。また、法務DDに対応できる人材もいなかった。」と述べた。

V社の法務DDは実施しなかったと述べていたA前社長であるが、V社の株式取得に向けた基本合意書締結の公表直前の2024年11月18日にA前社長は東証の担当者に以下のメールを送信していた。

■■様

株価算定書のフルレポートもご送付いたします。

残っている法務DDも全て今週中に完了しますのでIR開示審査が固まれば取締役会承認を経て即日開示する段取りで認識しております。

A

法務DD実施の有無についてA前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して「東証に嘘は言わないので、On Goingで法務DDをやってるっていう報告が多分上がってきていたと思う。法務デューデリはやらなくていいというモードではなかったの、なんかそれは確かに、どっかでうやむやになっちゃったかもしれないんですけど。なので最初から僕が法務DDをやらなくていいとかそういう感じではなかった。あとはすみませんが、覚えていません。」と曖昧な供述に終始した。本調査委員会は、当時の関係者にもヒアリングを実施したが、A前社長が法務DDを実施するために部下に指示した形跡はなかった。また、外部専門家に依頼した形跡もフォレンジック調査では顕出されなかった。

(評価)

A 前社長は東証の担当者に対して法務 DD を近く完了させる予定と報告しておきながら、法務 DD 実施の有無に関する A 前社長の供述は曖昧で不自然であった。A 前社長が、東証の担当者に明らかな誤解を与える説明を行ったこと、また、自らの責任を部下に責任転嫁する供述を繰り返したことは不適切であったと本調査委員会は評価した。

3.5.2 取締役会の決議と適時開示について

3.5.2.1 基本合意書締結の締結に関する取締役会の決議と適時開示について

対象会社は 2024 年 10 月 17 日に V 社に対してデューデリジェンスの実施に向けた意向表明書を提出したが、意向表明書を提出するに際して書面決議で取締役会の承認を得た。

その後、対象会社は 2024 年 11 月 21 日に「株式の取得（子会社化）に向けた基本合意書締結のお知らせ」を公表した。同資料によれば、同日開催の取締役会において基本合意書を締結することを決議した旨が記載されていた。しかしながら、本調査委員会は、書面決議を含めて同取締役会が開催された事実を確認することができなかった。本来は、重要な財産の処分及び譲受けに関するものとして会社法及び対象会社の職務権限基準表に従って取締役会による決議が必要であったが、取締役会は開催されていなかった。

「株式の取得（子会社化）に向けた基本合意書締結のお知らせ」の作成に関与した当時の関係者である N 氏は、本調査委員会のヒアリングに対して、当時は A 前社長の指示に基づき取締役会の開催（または書面決議）の準備手配を行っていたが、本件については取締役会の開催に向けた A 前社長の指示はなかったと述べた。

A 前社長は、東証の担当者に対して V 社の株式取得に向けた基本合意書締結の公表 3 日前の 2024 年 11 月 18 日 18 時 1 分に以下の電子メールを送っており、取締役会の開催が必要であることは認識していたものの、実際には取締役会を招集しなかった。

■■様

株価算定書のフルレポートもご送付いたします。

残っている法務 DD も全て今週中に完了しますので IR 開示審査が固まれば取締役会承認を経て即日開示する段取りで認識しております。

A

(評価)

A 前社長による東証の担当者への上記の電子メールからも明らかなように、取締役会の議長である A 前社長は、取締役会開催が必要と認識しておきながら、その招集を怠っており、A 前社長の対応は不適切であったと本調査委員会は評価した。

3.5.3 V 社の株主全員との覚書締結について

株式交換時点の V 社の株主（個人株主 14 名）は TM グループの役職員及びその親族で

あったが、対象会社は 2025 年 3 月下旬に V 社の株主全員と覚書（以下、「覚書」という。）を締結した。この覚書では、締結後の 3 年間にわたり、V 社の業績が一定水準に満たなかった場合には V 社の旧株主全員が対象会社に一定のペナルティを現金で支払う義務が定められていた。この覚書は、対象会社による V 社を吸収合併に伴い、2026 年 3 月に更新され、業績達成義務に関する覚書の有効期間は 2030 年 8 月末までの 5 年間に延長された。

この覚書の存在は V 社の株式交換の特徴的な点であった。このような覚書を締結した背景について、A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、以下を述べた。

「基本的には表明保証の一環だと考えている。株式交換で M&A をする場合は価値が分からないものに金額をつけることになる。僕はこの責任はすごく大きいと考えていて、株価算定の基礎となった業績計画が後に変更になるのは非常に腹立たしい。こちらは価値を付ける側。僕は特にトレーダーなんで、マーケットメイクをするという観点からすると、その元になるものを変えるっていうのは、僕は詐欺だと思う。業績計画が M&A 後に高くなるのは株主にとって良いこと。しかし、業績計画を下げたりしたら、金返せとなる。これは当たり前の話です。」

この発言から、A 前社長は、V 社の売上先である TM グループに参画する医療・介護施設の経営に関与する旧株主が業績計画達成のための重要な要素であると認識し、業績計画が達成されないことがないよう覚書を締結したことがうかがわれる。旧株主は S 氏を含む TM グループの役職員及びその近親者であり、S 氏らは TM グループに参画する医療・介護施設の役員などを行っているため、旧株主との関係性を維持することが V 社の業績計画達成にとって重要であるという背景があったものと推認された。

（評価）

覚書は株式交換契約に関連する重要な契約であったが、A 前社長はその存在を取締役に報告または承認を求める決議を行っておらず、それは不適切な行為であったと本調査委員会は判断した。

また、2024 年 6 月に取締役就任した B 副社長は V 社の旧株主であったことから、個人で対象会社と覚書を締結した。覚書自体は、上記のとおり、V 社の業績が一定水準に満たなかった場合には V 社の旧株主全員が対象会社に一定のペナルティを現金で支払う義務を定めるものであるが、業績未達の判定方法、旧株主の責任範囲、ペナルティ額、免責事由等について B 副社長個人の利害と対象会社の利害が対立し得る契約である。そこで、この覚書については会社法 356 条 1 項 2 号に定める利益相反取引に該当するため、取締役会において、その取引について重要な事実を開示して、その承認を受けなければならなかったが（会社法 365 条）、これがなされていなかった。本来、ガバナンスの監視役であるはずの監査等委員であった B 副社長においては不適切な対応をしていたと本調査委員会は評価した。

3.6 V 社における事業の実態と会計処理の疑義

3.6.1 V 社の事業概要

V 社の事業⁵³は、医療・介護施設向けの給食事業とそれら施設向けの入院介護用品の販売支援事業の 2 つで構成されていた。V 社の顧客のすべては T グループ（以下、「T グループ」という。）に参画する医療・介護施設であった。なお、V 社では、対象会社による株式交換実行前は、この 2 つの事業以外の事業も行っていたが、株式交換前に整理され、株式交換実行後は、この 2 つの事業のみを行う会社となった。

3.6.2 給食事業の実態と会計処理の疑義

3.6.2.1 給食事業の概要

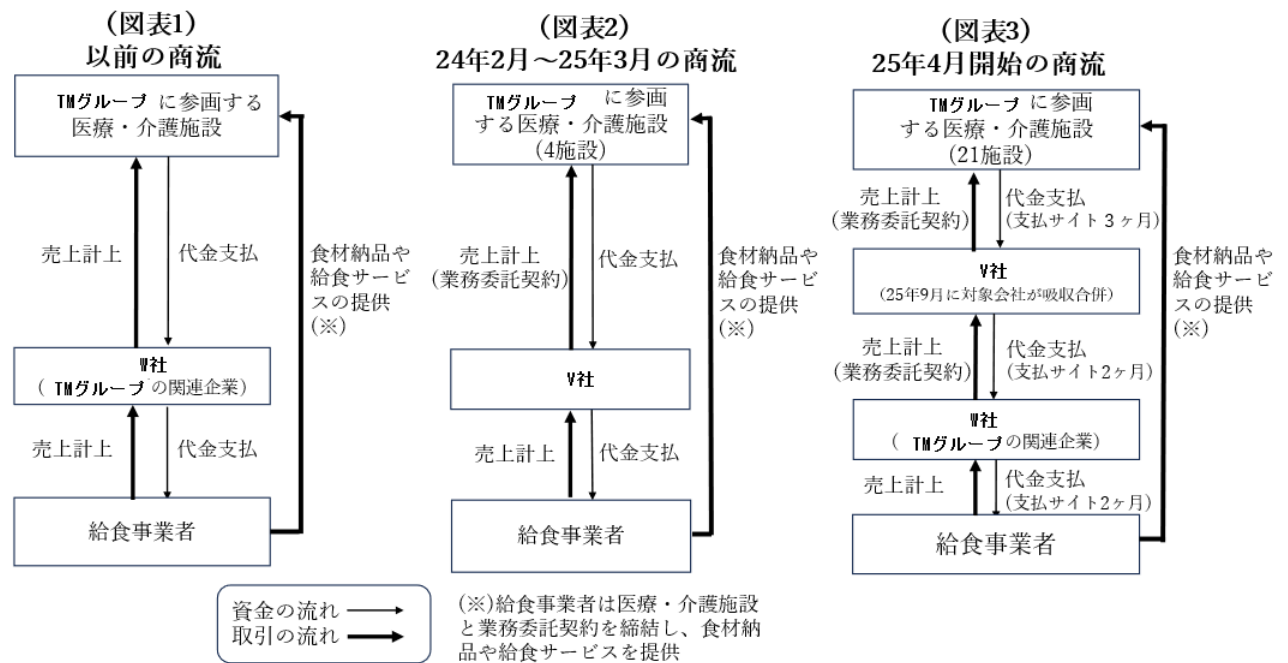
従前より TM グループの関連企業である W 社（以下、「W 社」という。）が TM グループに参画する医療・介護施設向けに給食事業を担っていたが（以下の図表 1 を参照）、TM グループ内の事業再編の一環で V 社が 2024 年 2 月より給食事業の一部を担うようになり、TM グループに参画する医療・介護施設の 4 施設との取引を開始した（以下の図表 2 を参照）。

一方、対象会社でも、2024 年 9 月より給食事業を開始し、TM グループから顧客を紹介してもらうことにより、TM グループの医療・介護施設の 17 施設との取引を開始した。（以下の図表 4 を参照）。

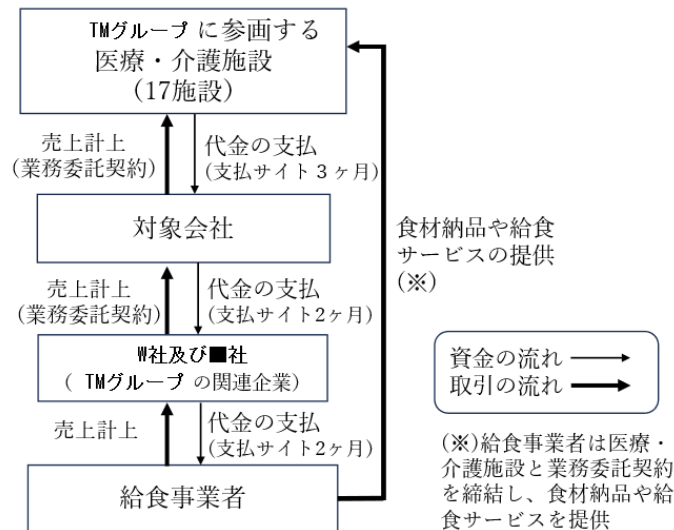
2025 年 3 月、対象会社は V 社を買収し、その直後の 2025 年 4 月から、対象会社で行われていた 17 施設の取引は、対象会社から V 社へ移管され、V 社で行われる取引先は 21 施設となった。また、商流は以下の図表 3 のように変化した。

2025 年 4 月から、17 施設の取引を対象会社から V 社へ移管すること、また、V 社において W 社を仕入先とした取引を開始することについて、対象会社の社内でどのような検討や協議があったかは定かではない。

⁵³ 対象会社は 2025 年 9 月 2 日に V 社を吸収合併したため、V 社で行われていた事業はそのまま対象会社に引き継がれた。よって、本報告書内で用いた「V 社」という文言のうち、2025 年 9 月 2 日以降の取引に係るものについては、対象会社内の V 社関連事業（医療・介護施設向けの給食事業とそれら施設向けの入院介護用品の販売支援事業）を意味するものとして留意されたい。



(図表4)
対象会社が参入した給食事業の商流
(2024年9月～2025年3月)



3.6.2.2 対象会社の給食事業（2024年9月～2025年3月）における役務提供の実態

2025年3月末のV社買収に先立ち、2024年9月より対象会社はTMグループの関連企業であるW社が担ってきた給食事業の商流に参入した。この参入は、顧客とW社等との間に対象会社が入るという形態（図表4を参照）で実現したが、A前社長の説明によれば、対象会社で給食事業を始めるために給食事業の顧客となる医療・介護施設をTMグループから紹介してもらったとのことであった。

対象会社が提供する役務は、顧客である医療・介護施設との業務委託契約書で概ね以下のように定められていた。

役務の内容 54	a) 入院患者と契約事務・契約業務 b) 入院患者が有償サービスを利用した実績表を毎月月初に送付し、 申込書は随時、乙に報告する業務 c) 入院患者からの問い合わせ等の対応
-------------	---

54 2025年4月1日付でV社が顧客と締結していた業務委託契約書から引用

	d) 円滑に給食サービスを行えるように必要時に食材・飲料等の選定助言、仕入れ卸及び在庫管理等の対応 e) 欠陥品があった場合、必要があれば引き取り、廃棄に関する対応
--	---

総じていえば、これらの役務は、給食関連サポートサービスであり、給食の提供そのものを含まない。給食事業の顧客である TM グループに参画する医療・介護施設に対して、給食サービスを提供していたのは外部委託先の給食事業者であった。また、a)から c)の役務は従前より顧客側で実施しており、対象会社がこれら役務を提供する必要性はそもそも存在していなかった。

従前、W 社と顧客との間で、W 社を通して顧客の給食費用を給食事業者を支払うという支払代行契約が締結されていた。その商流の中に、対象会社が仕入れ卸及び在庫管理等の対応をするという契約の建付けで入ることになった。しかしながら、対象会社が、顧客との業務委託契約書に定められた給食関連サポートサービスを自ら提供することはほとんどなかった。

対象会社は、2024 年 9 月 1 日に W 社と以下の内容の業務委託契約を締結した。

W 社に対する委託業務	① 入院患者への有償サービスの一切の紹介及び案内業務全般 ② W 社に対する業務委託料について集金し送金する業務 ③ 上記各号に掲げる業務に付随する一切の業務
-------------	---

A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、「私たちは W 社へ業務サポートを依頼していたため、病院との取りまとめや受発注処理はすべて W 社が行っているという認識でした。当社も事務的なサポートはしますが、そのため利幅が非常に小さく、利益の大半は W 社や■が取っていたのではないかという認識でした。」と述べた。

業務委託契約書上は、対象会社が顧客に対する役務提供責任を負う建付けになっているが、A 前社長の発言からも、対象会社が W 社を指揮・管理して当該商流を支配していたことは認められない。このため、契約上の位置付けと実態との間に乖離が認められた。

なお、対象会社において給食事業に関与したのは A 前社長のみであったが、A 前社長は、給食費の値上げを抑えるため外部委託先の一部の給食事業者に対してコメの具体的な選定について協議をするなど、一定の関与は認められた。

対象会社は、2024 年 9 月に対象会社で給食事業を開始するに際して、医療・介護施設への完全調理品の納入に強みを持つ給食事業者と協業パートナーシップ基本契約を締結した。将来的に完全調理品による給食サービスを顧客に提案することなどを目論み、新しいサービス展開に向けた準備などを進めていた。その過程で、完全調理品の納入を受け入れ

てくれる顧客 1 社⁵⁵を獲得し、対象会社が商品の所有権の移転を伴う仕入、在庫管理、在庫リスクの負担をするビジネスを開始したが、そのビジネスの売上高はごく少額であり、数ヶ月で取引は終了した。

3.6.2.3 対象会社の給食事業（2024 年 9 月～2025 年 3 月）で計上された営業利益の性質について

対象会社が給食事業で毎月獲得する営業利益は、2024 年 10 月 4 日に A 前社長と TM グループ側で協議した結果、TM グループ側の意向として B 副社長を通じて提案された毎月 233 万円前後とすることで両者が合意したことを示すメールが顕出された。実際に 2024 年 9 月から 2025 年 3 月における対象会社の給食事業の売上高総利益は毎月■万円前後となっており、同期間における売上高総利益率は毎月[数%]で一定していた。

対象会社は顧客とベンダーとの間で実質的に 1 ヶ月分の運転資金を負担していたことから、対象会社は資金負担の対価として上述の料率による手数料を得ていたのが実態ではないかと考えられた。

3.6.2.4 V 社の給食事業（2025 年 4 月以降）における役務提供の実態

V 社との株式交換の実行をもって、V 社の代表取締役であった ZY 氏は退任した。後任の代表取締役は対象会社の役職員ではなく、H 氏（以下、「H 氏」という。）であった。H 氏は、TM グループの中核企業である株式会社 ZQ（以下、「ZQ」という。）に籍を置く人物であり、V 社の代表取締役就任後も、兼務の状態は継続していた。

V 社に従業員はおらず、V 社の給食事業の業務に関与していた役職員は、株式交換実行後現時点に至るまで A 前社長と H 氏のみであった。

H 氏は TM グループの関連企業の代表取締役でもあることから、従前より給食事業の顧客である医療・介護施設の役職員、及び TM グループの各関連企業の役職員とも面識があり、ビジネス上の関係性も深かった。V 社の給食事業における H 氏の主たる役割としては、医療・介護施設の事務長などと協議の上、給食事業者との価格交渉などに関する方針を決定し、W 社の給食事業担当者が給食事業者と実務上の折衝を行えるように取り計らうことであった。

2025 年 4 月 1 日以降、V 社が提供する役務は、顧客である医療・介護施設との業務委託

⁵⁵ TM グループに参画する医療・介護施設ではない第 3 者の顧客であった。

契約書で概ね以下のように定められていた。

56 役務の内容	a) 入院患者からの問い合わせ等の対応 b) 円滑に給食サービスを行えるように必要時に食材・飲料等の選定、仕入卸及び在庫管理等の対応 c) 各種給食サービスを行うための会社との価格交渉対応 d) 欠陥品があった場合、必要があれば引き取り、廃棄に関する対応 e) 施設が患者に対して各種給食サービスを行うために必要な仕入れ、オペレーション等の決済立替対応 f) V社は、施設が指定した納品場所に、納期までに給食サービスを提供する
-------------	--

対象会社の給食事業（2024年9月～2025年3月）における役務の内容と類似しているが、「f）V社は、施設が指定した納品場所に、納期までに給食サービスを提供する」という内容が新たに追加されているのが特徴的である。しかし、V社は、実際には給食サービスの提供は行っていない。V社が給食事業に参入する以前から現在に至るまで、給食事業の顧客である医療・介護施設に対して、給食サービスを提供していたのは外部委託先の給食事業者である。顧客が求めるサービスは医療・介護施設内で調理される給食の提供であるため、これら給食事業者は医療・介護施設と給食サービスに係る業務委託契約を締結していた。この契約に従い、給食事業者が在庫（食材）の調達・配送・保管などの責任を負い、顧客の施設内で給食を調理して提供し、調理者も給食事業者が派遣していた。

H氏からの説明及び関連資料に基づけば、V社が実際に役務提供をしていた実態が認められたのは、c）給食事業者との価格交渉対応、及びe）給食事業者に対する決済立替対応の2つの役務のみであった。しかも、給食事業者との価格交渉対応については、V社が単独で実施していたというよりも、TMグループの関連企業であるW社の協力を得なければ価格交渉を完結できない状況であった。これら2つの役務以外については、そもそも顧客側で実施しておりV社に委託する必要がある役務、もしくは外部委託先の給食事業者が顧客に直接提供している役務であった。

図表3で示すように、V社ではこれら外部委託先の給食事業者と直接の契約関係は有しておらず、給食事業者と直契約をしているW社が主として給食事業者との実務上の折衝や調整業務を行っていた。

2025年4月1日にV社はW社との間で、W社から在庫の所有権移転を伴う仕入を行う

⁵⁶ 2025年4月1日付でV社が顧客と締結していた業務委託契約書から引用

ことを定めた取引基本契約を締結したが、これは A 前社長の将来構想であった完全調理品を顧客に納入することを前提としたものであり、顧客の施設内で調理する給食サービスを給食事業者が顧客に提供しているという現在の実態にはそぐわないものであった。よって、顧客との間で締結している業務委託契約書に定めた役務である b) 在庫管理の対応は、V 社では一切行われていなかった。

もともと、W 社は TM グループのメディカルサービス会社として医療関連機器等の取り扱いが中心であったが、その後、医療・介護施設向けの給食事業も取り扱うようになった。そして、2024 年頃に TM グループは関連企業各社の役割を見直す事業再編の一環として、W 社が取り扱っていた給食事業の一部を V 社に移管することになり、2024 年 2 月より V 社で 4 つの施設向けに給食事業が開始された。そのため、従前から W 社で給食事業に従事していた W 社の従業員が V 社の給食事業にも関与し、また対象会社が V 社を買収した 2025 年 3 月 31 日以降も、引き続き W 社及び TM グループの関連企業の従業員が主として V 社の給食事業の実務面に関与し、医療・介護施設や給食事業者との調整業務を行ってきた。

V 社は、顧客に対し、給食費用を請求し受領していたが、これらは、業務委託契約書に定める e) 決済立替対応に基づくものと考えられる。実務上、V 社が受領した給食費用は、W 社を通して、給食事業者を支払われていたため、給食事業者との関係において不払い等の問題が発生することはなかった。

また、V 社は、顧客との契約書で定めた役務の多くを履行していなかったが、顧客からクレームを受けておらず、また顧客が支払を留保するなどのこともなかった。顧客、W 社、給食事業者が既に実施していることをあたかも V 社が行う役務として契約書に規定しただけで、実際には顧客から V 社への役務提供を行うことが期待あるいは要請されていなかったことが、その理由だと推察された。

3.6.2.5 V 社の給食事業（2025 年 4 月以降）で計上された営業利益について

給食事業において V 社が顧客に提供していた役務は限定的だったが、給食事業で V 社が得ていた売上高営業利益率（以下、「営業利益率」という）は顧客ごとに異なるものの概ね■%または■%であった。その一方で、W 社など TM グループの関連企業は従前と同じく V 社の給食事業に関与し続けていたが、当該給食事業に係る W 社の営業利益率は [数%]⁵⁷にとどまっていた。なお、V 社が給食事業に参入する以前においては W 社の給食

⁵⁷ 2025 年 4 月の月次試算表より算出

事業の営業利益率は■%⁵⁸であった。V 社が給食事業に参入した後も W 社の役割は実質的に変化していなかったが、V 社の参入後は W 社の営業利益率が大きく低下する一方で、限定的な役割しか果たしていない V 社は高い営業利益率を計上するという状況であった。

このように、給食事業における V 社と W 社は、それぞれが実際に担っていた役割と獲得していた営業利益には不整合が生じており、V 社は顧客から得る対価に比してその役務提供の実体は乏しかった。

V 社がその役務提供の実体以上に高い営業利益率が計上できた理由について A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、最初から最後まで V 社がアレンジメントしている中で、それ相応の利益を得るのは当然だという認識であったと述べた。しかし、2024 年 9 月から 2025 年 3 月までの対象会社での給食事業の営業利益率は 3%であったが、その給食事業を V 社に移管した途端、営業利益率が概ね■%または■%に高まった理由について本調査委員会が A 前社長にヒアリングしたところ、「現在どのような運営になっているかについては、H 氏に確認していただいた方が正確だと思います。正直なところ、私は現場まで十分に見ることができませんでした。経営者として未熟だったという反省もあり、その点については申し訳なく思っています。」と述べ、利益率が高まった理由については言葉を濁した。

V 社がその役務提供の実体以上に高い営業利益率が計上できた理由について本調査委員会が H 氏にヒアリングしたところ、「一つは、A 前社長が興味を持って取り組んだ給食事業を TM グループとして全面的に支援したいと考えていた。A 前社長は給食事業者と業務提携し、完全調理品を医療・介護施設に導入させるというビジネスモデルを模索しており、それが成功すれば TM グループに参画する医療・介護施設の経営に大きなメリットをもたらす可能性があった。そのような A 前社長の取り組みを TM グループとしてサポートする意図があったと思う。」と述べた。

こういった H 氏の発言からは、V 社の営業利益率は、TM グループの関連企業がコントロールし得ることを示唆している。通常の商取引であれば、第三者価格も参照のうえ、提供価値に見合う取引価格を設定すべきところ、TM グループの関連企業の一存により取引価格が決まり得た可能性が窺われる。

3.6.2.6 給食事業における売上高の総額表示について

⁵⁸ 2025 年 3 月の月次試算表より算出

2024 年 9 月以降、対象会社の損益計算書及び V 社を連結子会社とした連結損益計算書において、給食事業の売上高は総額で計上されていた。会計基準によれば⁵⁹、商品又はサービスが顧客に提供される前に企業が当該商品又はサービスを支配しているかどうかを判断し、支配している場合には本人取引として総額で売上を計上するが、支配していない場合には代理人取引として売上を純額で計上することになる。当該商品又はサービス（以下、「資産」という。）に対する支配⁶⁰とは、資産の使用を指図し、当該資産から残りの便益のほとんど全てを享受する能力を言い、支配しているかどうかは、例えば、本人としての指標⁶¹（主たる責任、在庫リスク、価格裁量権）に照らして、判断することが有用とされている。

対象会社は V 社の給食事業における売上高を総額表示するに際して以下の判断（以下、「本人・代理人判定の検討表」⁶²という。）を行っていた。

本人としての指標	会社としての判断
企業が当該財又はサービスを提供するという約束の履行に対して主たる責任を有していること。	V 社は顧客（病院など）に対して病院食、給食の納品業務を主たる事業としながらも、病院食の改善なども含む総合的なアドバイスも行っており、当該サービスの主たる責任を負っているのは V 社である。
当該財又はサービスが顧客に提供される前、あるいは当該財又はサービスに対する支配が顧客に移転した後（例えば、顧客が返品権を有している場合）において、企業が在庫リスクを有していること。	提供しているサービスは食事であるため、在庫の所有権を負うとはほとんどないが、病院食の提供義務について責任を負うのは V 社である。仮に何らかの事情により納品業者が提供できない場合であっても、V 社は病院に対してサービスを提供する義務を逃れることができず、代替業者を手配してサービスを提供する義務がある。"
当該財又はサービスの価格の設定において企業が裁量権を有してい	納品先に対して価格決定権を持っているのは V 社であり、納品業者からの請求額と納品先への

⁵⁹ 企業会計基準適用指針第 30 号「収益認識に関する会計基準の適用指針」第 43 項を参照

⁶⁰ 企業会計基準第 29 号「収益認識に関する会計基準」第 37 項を参照

⁶¹ 企業会計基準適用指針第 30 号「収益認識に関する会計基準の適用指針」第 47 項を参照

⁶² 2025 年 3 月期における対象会社の給食事業に関して、対象会社は当該検討表を作成していなかった。2025 年 7 月に東光監査法人から指摘を受け、対象会社は当該検討表を作成した。

ること

請求額は切り放されている。

これに対して、調査委員会による調査で判明した事実は、以下のとおりであった。

- ・ 顧客との業務委託契約書にて定められている対象会社または V 社が果たすべき役務の多くは、対象会社または V 社が自らは提供しておらず、W 社や外部委託先の給食会社によって提供されていた。対象会社または V 社が、W 社や外部委託先の給食会社を指揮・管理した実態は確認できず、商流を支配していた実態は認められなかった。
- ・ 本人・代理人判定の検討表には「V 社は顧客（病院など）に対して病院食、給食の納品業務を主たる事業としながらも」と記載されているが、納品業務を主たる事業とする実態は認められなかった。W 社の外部委託先である給食事業者が、対象会社または V 社の顧客と直契約した上で、在庫の調達・保管・配送などの責任を負っていた。そのため、対象会社または V 社は在庫（食材）の仕入は行っておらず、対象会社または V 社が在庫リスクを負っているという実態は認められなかった。
- ・ 対象会社及び V 社は、下請先の W 社より送付されてくる請求書を基に、請求書の仕入額に一定の率を乗じた金額をもって顧客に請求をかけていた。
- ・ 2024 年 9 月から 2025 年 3 月において、対象会社が、W 社から引き継いだ顧客や給食事業者との間で給食サービスの価格や内容に関する協議や折衝を単独で完結する状況ではなく、従前どおり W 社がそれら協議や折衝のほぼすべてを行っていた。
- ・ 対象会社が V 社を買収して以降、顧客の病院等に対して給食サービスを提供する給食事業者の選定と給食サービスの価格などの折衝には、TM グループの関連企業の代表も兼務する H 氏が関与するようになったため、V 社による一定程度の関与は認められた。しかし、これらの折衝には W 社など TM グループの関連企業の従業員も深く関与しており、V 社が自ら単独でそれら折衝を完結し得る状況ではなかった。

これら事実関係を踏まえれば、2024 年 9 月に開始された給食事業に関して商品又はサービスが顧客に提供される前に対象会社または V 社が当該商品又サービスを支配していたとは言えず、売上高を本人取引として総額で計上したことについては疑義を抱かざるを得ない。

3.6.2.7 給食事業の会計処理に関する監査法人に対する不適切な説明等

2024 年 9 月から 2025 年 3 月までの対象会社での給食事業の売上高の表示について、当時の会計監査人（監査法人まほろば）から特段の指摘はなかった。

対象会社には会計や財務の専門人材が不足しており社内の管理体制が十分ではなかったが、2025 年 6 月当時、次期 CFO 候補として業務委託契約で対象会社の業務を行っていた ZR 氏（以下、「ZR 氏」という。）は V 社の収益認識に関する会計処理に疑義を抱いた。そこで、ZR 氏は 2025 年 6 月 23 日に管理担当取締役の N 氏（cc: A 前社長）に取引実態と商流を正確に把握するために、V 社に対して資料依頼とヒアリングを行いたいと申し出る電子メールを送信した。

その翌日、ZR 氏は依頼の背景を説明するために以下の電子メールを N 氏（cc: A 前社長）に送った。

N さん

（前略）釈迦に説法で大変恐縮ですが、簡単に内容を共有すると、収益認識基準においては、本人か代理人と判定されるかで、売上を総額で計上すべきか、純額で計上すべきかが変わってきます。その判定は取引の実態判定次第であり、ぱっと見で判断できるものではありません。V 社が採用していた中小企業の会計に関する指針では、この点が上場企業に求められるものと差異があります。

V 社の財務諸表を見る限りは、本人とみなし、売上を総額で計上しているように見えます（ここも本当にそうなのかは確認が必要ですが）。ただ取引実態を外から見ている限り、V 社は代理人でしかないのではと思いました。その場合、売上が大きく変わる可能性があります（利益、キャッシュフローには影響なし）。共有いただいたフォルダの情報、DD レポートからはこの点はあまり検討されていないように見えました。であれば事前に社内でも整理しておいたほうがよいのではと思って、進言した次第ですが、すでに準備を整えられていて、最終的に監査法人の判断にゆだねられるということであればそれでもかまいません。（後略）

ZR

これに対して、2025 年 6 月 24 日に A 前社長は ZR 氏に以下の電子メールを送付し、ZR 氏の動きを牽制した。

ZR 様

給食に関することであれば、契約書作成の時点から監査法人のアドバイスを頂いて作成し、医療法リスク、在庫リスク、返品リスク、期間リスクを持つことで商社と同じ流れになる契約書を巻いてます。その結果売上計上をしています。また、

入院セットや備品卸のうち上記リスクを持たないものは利益のみの計上としております。その辺の会計事務所にどうこうさせてるものではありません。医療法人との取引はそんなに甘いものではありません。様々なスターホルダーが関与しています。これまで携わって構築してきた方々の穴を見つけるのが CFO の仕事ではありません。

A

A 前社長は、売上高の表示方法について懸念を示した CFO 候補の意見に取り合うことはなかった。上記メールにおける A 前社長の対応の結果、V 社の会計処理の実態を調べようとする社内の声は封印された。

V 社の事業実態について A 前社長は当時の会計監査人にどのように説明したのという点について東光有限責任監査法人（以下、「東光監査法人」という。）は、本調査委員会によるヒアリングに対して、以下の説明をした。

2025 年 7 月 7 日に東光監査法人は V 社に往査をして A 前社長に商流を確認したところ、A 前社長は「W 社と食品会社が契約し在庫は病院に直送。在庫リスクは V 社が負担している」と説明した。しかし、東光監査法人に提示された V 社の顧客との契約書は、病院への管理業務契約のような内容になっており給食納品の契約ではなかったため、東光監査法人は A 前社長に「このままでは V 社で売上の総額表示はできない。V 社が実質的に在庫リスクを負担するようなスキームでない限り売上高の総額表示はできない。」旨を説明した。それを受け、同年 7 月 17 日に A 前社長より「施設が患者に対して各種給食サービスを行うために必要な仕入れ、オペレーション等の決済立替対応」という役務を追記等した契約書の修正ドラフトを東光監査法人に提示した。V 社が在庫リスクを負担するような契約書面に修正されたため、この論点についてはそれ以上の協議は行わなかった。

また、7 月 15 日付で、東光監査法人の監査指摘事項一覧に、対象会社及び連結子会社に関して「収益認識に関する整理文書がありません。契約内容によっては代理人取引となり、売上と売上原価を相殺する必要性が生じます。（中略）様々な論点がありますので、収益認識に関する会計方針の整理をお願いします。」との指摘が記載されていた。V 社の在庫リスクについても東光監査法人から「V 社の売上高について総額により計上できる要件の一つとして在庫リスクが V 社にあることが求められます。このため、当期において在庫として認識すべき在庫金額を計上すべきですが在庫計上がなされておらず、また、実地棚卸等の在庫の確認行為が行われていないように見受けられます。」との指摘がなされていた。

2025 年 7 月 7 日に東光監査法人が V 社へ往査した時に在庫リスクの負担に関する指摘があったことを受け、A 前社長は H 氏に顧客との契約書の修正案を作成するよう指示した。そこで H 氏は契約書のあり方について TM グループの顧問弁護士と顧問会計士にメールで相談したところ、2025 年 7 月 15 日に彼らから以下の懸念が示された。

- ・ 顧客である病院等は給食サービスの提供に関して給食事業者と直契約しており、給食事業者としてそれは譲れない点であったと理解している。そのため、在庫管理やリスク負担について、実態として V 社は責任の取りようがなく、給食提供サービスに対する責任を V 社が全面的に請け負っているとする事は不能と言わざるを得ない。このような実態に即した契約書とするとどうしても会計上は無理が生じる。つまるところ、会計上クリアにするためには実態とは乖離した契約内容とするしかないが、上場会社の子会社という立場でそのような体裁の契約を締結する方向でよいのか。
- ・ 仮に、V 社が紹介・助言をするだけで業務に関する責務を何ら負わないのであれば、もはやそれは手数料商売という認識の可能性が高く、監査法人と論点にはなっていないものの早めに議論して何らかの決着をつける必要があるかと思われる。

結局、これら懸念については H 氏から A 前社長に伝えられることはなかった。その理由について H 氏は、本調査委員会のヒアリングに対し、「A 前社長には商流の全体像を説明していた。A 前社長は上場会社の経理のこともよく理解しているように見えたので、A 前社長に伝えなくても、A 前社長はこれら懸念を分かっているのではないかと思った。給食事業の会計処理については、A 前社長が監査法人対応を一手に担っていた。A 前社長が『監査法人対応はうまくやりますから』というのは間違いなくあった。上場会社の会計処理のあり方について自分はあまり良く分からないので、A 前社長と東光監査法人との間の議論の成り行きに任せていた。」と述べた。

2025 年 7 月 7 日に A 前社長が東光監査法人に商流を説明した際、H 氏も会議に同席していた。A 前社長による東光監査法人への商流説明においては、商流の全体像や V 社における在庫の仕入実態が正確に説明されなかったが、A 前社長の説明をその場で H 氏は訂正しなかった。その理由について H 氏は、本調査委員会のヒアリングに対して、「東光監査法人への商流の説明は A 前社長が行ったが、実態よりも V 社が多く役務を提供しているように誇張した説明をしていた。それは言い過ぎではないかと感じなかったわけではないが、『それは違います』と言えるような状況ではなかったなので、その場ではお伝えはしては

ない。余計なことは言うなっていう感じがあった。」と述べた。

これらの結果、東光監査法人には、顧客である医療・介護施設と給食事業者の間で締結された給食サービスに関する業務委託契約の存在は説明されず、顧客に対し給食サービスの提供義務があったのはV社ではなく給食事業者であったこと、また、在庫の調達・保管・配送などの責任を負っていたのはV社でなく給食事業者であったことも伏せられたままであった。

A 前社長は「不正会計にならないように、監査法人には逐一相談し、監査法人のアドバイスに従いながら契約書や商流を作り込んだ」と供述したが、監査法人に重要な事実関係を伏せたまま相談したことは、相談したことにはならず、むしろ監査法人の判断をミスリードさせ、自らに都合の良い結論を引き出すことが目的ではなかったかとの疑念を抱かせるものであり、監査法人に対する説明としては極めて不適切であった。

3.6.2.8 評価

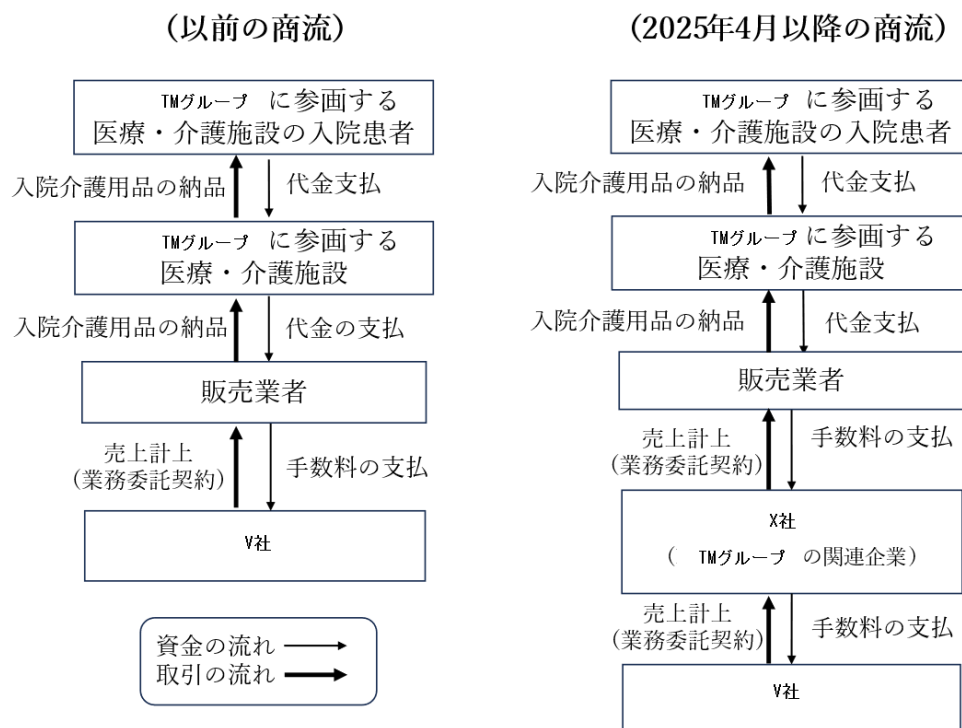
A 前社長の指揮命令下で、顧客との業務委託契約書において対象会社またはV社が果たすべき役務提供として実態とは異なる内容を著しく広範に記載したこと、そして、在庫リスク負担の実態がないにもかかわらず、監査法人の了解を得るために契約書上において敢えて仕入の実態があるかのような条項を記載した契約書を作り込んだことは、売上高を総額表示するための方策であったとの疑義を抱かざるを得なかった。

3.6.3 入院介護用品の販売支援事業の実態と会計処理の疑義

3.6.3.1 入院介護用品の販売支援事業の概要

従前よりV社では、TMグループに参画する医療・介護施設に販売業者が入院介護用品を販売できるように調整・斡旋する見返りとして販売業者から業務手数料を収受する事業を行ってきた。そして、対象会社がV社を買収して以降、その商流は下図のように変化した。

2025年4月以降、V社はこれら販売業者と直接の契約関係ではなく、TMグループの関連企業である株式会社X社（以下、「X社」という。）の下請け先となった。



3.6.3.2 入院介護用品の販売支援事業における役務提供の実態

入院介護用品の販売支援事業においては、X社（以下、「X社」という。）が医療・介護施設より受託した業務の再委託先がV社である。V社がX社に提供する役務はX社との業務委託契約書にて、概ね以下のように規定されていた。

役務の内容 63	①入院患者等への入院セットの案内と内容の説明 ②入院セット利用患者の利用開始及び利用停止の受付 ③入院セット受付内容の販売業者への報告 ④入院患者等からの問い合わせ等の対応 ⑤「入院セットのご案内」に基づく利用者への商品配布及び使用済品の回収 ⑥その他前各号に付帯関連する一切の業務
-------------	--

2025年4月以降、V社で入院介護用品の販売支援事業の業務に関与していた役職員はH氏のみであった。H氏は、本調査委員会によるヒアリングに対し、「顧客である医療・介護施設ごとに入院介護用品の種類や価格などのニーズが異なるため、顧客にヒアリングを行った上で最適な販売業者をV社から顧客に提案し、これら販売業者との交渉もV社で行

⁶³ 販売業者であるZS社向けの業務委託契約書を代表的事例として用いた。

っている。ただし、日常的な細かな取りまとめについては X 社に依頼している。V 社では販売業者との打合せなどは多少行っているが、顧客である医療・介護施設からの日々の細かな要望については、まずは X 社で受け、それを情報として共有してもらっている。」と述べた。すなわち、V 社は上述の業務委託契約書で定めた役務の①～⑤の提供を行っておらず、強いて言えば H 氏は⑥を実施していたものと考えられた。

X 社と V 社の間で締結された業務委託契約書の素案は、当該販売支援事業に関与していた TM グループの関連企業に所属する職員によって作成されたものである。その素案を作成するに際して、当該職員から、TM グループの顧問弁護士に相談する役割を担っている別の職員に宛てた 25 年 4 月 10 日付のメールで「現在 W 社（仮）が実施している業務を一部 V 社に業務委託して V 社に手数料を流せる契約書を作成頂きたいです。手数料の取り分は、W 社（仮）⁶⁴が 3%、V 社が 25%～35%のイメージですので業務の大きさも V 社に傾くようお願いしたいです。」と述べられていた。なお、実際の取り分としては、X 社は販売業者の販売代金の 3%、V 社は販売業者の販売代金の 27%を収受していた。このことから、実態から乖離した幅広い役務を規定した契約書を作成したのは、V 社に多くの手数料を落とすことを TM グループの関連企業が意図したものであったと推認された。このように V 社に過度とも言えるような手数料を落とすスキームを作った理由について、H 氏は、本調査委員会によるヒアリングに対して、「たぶん、T グループと、ウェルディッシュと一緒にやっていく中で、ある程度、A 前社長に協力するという話でそのような取り決めしたのではないかと思う。」とのことであった。

3.6.3.3 評価

入院介護用品の販売支援事業の業務に関して、V 社で関与した役職員は H 氏のみである状況からしても、V 社は顧客である X 社との業務委託契約書にて定められた役務はほぼ履行しておらず、契約書で定められた役割とその実態には大きな乖離があった。このように実態から大きく乖離した幅広い役務を規定した契約書を作成したのは、V 社に多くの手数料を落とすことを TM グループの関連企業が意図したものであったと本調査委員会は評価した。

3.6.4 V 社における営業利益の恣意的な上積み

3.6.4.1 V 社において営業利益の上積みを行った背景

⁶⁴ 最終的には W 社ではなく、X 社が当該商流を担うことになった。

A 前社長と S 氏の間では定期的な会合が開かれていたが、2025 年 10 月 1 日の会合⁶⁵で A 前社長は以下⁶⁶のように V 社の営業利益の上積み求めた。

V 社について、株式交換時に覚書⁶⁷を作成して 2025 年 4 月～2026 年 3 月の目標を設定したが、V 社の決算期変更及に(原文ママ)伴い、2025 年 8 月で決算が確定してしまった。そのため、覚書の期間との齟齬が生じることとなり、そのことを監査法人から指摘された。その対応として、9～11 月で営業利益 2000 万円を出す方策を検討する必要があることを確認。

A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して「覚書で定めた業績を下回ると、V 社の旧株主は（対象会社に対して）ペナルティを支払う義務がある。それを回避したいのであれば営業利益 2000 万円を上積みする必要があることを念押しした」と述べた。

上記の協議を経て、2025 年 10 月 3 日に A 前社長は H 氏に対して「のれん減損回避事業計画 revised」という表題で、V 社の 5 ヶ年事業計画の初年度（2026 年 8 月期）の売上数値及び営業利益の数値をそれぞれ 2,016 百万円（当初計画比 93 百万円増）、448 百万円（当初計画比 31 百万円増）に上方修正するよう具体的に求める電子メールを送信した。これに対して、同日、H 氏は A 前社長に以下を電子メールで返信した。

A 前社長
拝見しました。
以下、S 氏に説明、了解を得るための以下 4 点確認事項です。

①売上を 1,923,541 千円 ⇒ 2,016,761 千円 に 93,220 千円 増加させる数的な根拠は何でしょうか？
②営業利益を 416,529 千円 ⇒ 448,070 千円 に 31,541 千円 増加させる数的な根拠は何でしょうか？
③FY1-3 及び 4 は売上、営業利益ともに元の FY1 の年間売上（1,923,541 千

⁶⁵ この会合の参加者は A 前社長、S 氏、C 取締役、B 副社長、H 氏などであった。

⁶⁶ 2025 年 10 月 1 日に ZX 社のスタッフから B 副社長、C 取締役に送付されたメールに添付されていた議事録より抜粋した。

⁶⁷ 対象会社が V 社を株式交換した際に、対象会社は V 社の旧株主全員（TM グループの役職員及びその親族）と覚書（以下、「覚書」という。）を締結した。V 社の業績が一定水準に満たない場合には V 社の旧株主全員が対象会社に一定のペナルティを支払う義務が覚書で定められている。

円)、営業利益(416,529 千円)の4分の1ずつの数字でよい形になっていますが、それで問題ありませんか？

④この新しいFY1の数字を達成した場合、覚書で締結した株主のペナルティは免除されるのでしょうか？

以上ご回答お願いいたします。

これに対して、同日、A前社長はH氏に以下のように電子メールで返信した。

H社長

明確な法的根拠はありません。

①から③については、

(中略)売上は今期の6月末までで5500万円ほどビハインドしてるのでまずそれを足して、上昇基調であることを示すために当初計画よりも[数%]ほどの純増とすることで定性的な説明がつくようにしております。営業利益は■%の2四半期分(チェック期間6ヶ月)にビハインド分を足して当初計画よりも■%ほどの上昇基調にすることで、今期売上ビハインドしているのに営業利益はそこまでビハインドしていないという説明を利益率が上がっているからであるとし、売上がビハインドしている理由はPMI期間中だからとし、全体的な定性説明がつく完全にラインを東証慣例を使って設定しています。上昇基調の説明が付かなければ数字をいじったという風に見られかねないのでそのように辻褄合うようにしております。

④については覚書の通りに処理されますので、覚書期間を2026年8月期に変更しなければなりませんから、そのようになると理解しております。

A

同日、H氏はさらに以下の質問を電子メールでA前社長に送った。

A前社長

もう一点だけ確認です。

こちらの数値を達成するためには、

Tグループで利益が大きく出ている医療法人1法人の給食サービスの費用を大幅に上げなければなりません。

※現状の2倍くらいの金額にアップ

それに関して、監査法人から何か問題視される可能性はありますでしょうか？
FY1-1 及び FY1-2 はそこで調整することになると思います。

現状サービス導入している法人全体で調整の方が望ましいとは思いますが、各医療法人の収益状況は差があり、それぞれ予算等も元々の数字で組んでおり、この調整により収益悪化が難しい（金融機関等との関係）ところもあります。
なので、1 法人で対応したくお願いいたします。

対象会社が V 社を買収した際に、V 社の旧株主全員（TM グループの役職員及びその親族）と覚書を締結していた。覚書の中には V 社の将来事業計画が掲記されており、この事業計画に比べて実際の業績が一定水準に満たない場合には旧株主は対象会社に一定のペナルティを支払う義務を定められている。2025 年 4 月以降、V 社の事業責任者を務める H 氏にとっては、その覚書で定められた将来事業計画を確実に遵守することは重要な任務となっていたことが窺われた。これは H 氏が、TM グループの中核企業の一つである ZQ の代表取締役を兼任していること、そして H 氏自身も V 社の旧株主の 1 人であることと無関係ではないと考えられる。

また、TM グループの■である S 氏は V 社の筆頭大株主として覚書を締結していたが、同氏は V 社の顧客（TM グループに参画する医療・介護施設）のほぼ全ての役員に就任しており、同氏の了解を取れば V 社の売上高を調整できるということが上述の一連のメールから明らかとなった。

3.6.4.2 営業利益の上積み施策について

上記を背景として、H 氏は V 社の売上の上積み施策⁶⁸を実行し、2025 年 11 月 12 日に A 前社長に以下の報告を行った。

念のため、今回の第一四半期、第二四半期の売上アップのために取組んだ内容です。

①コンサルティング業務委託契約書

V 社（2025 年 9 月 1 日付のためウェルディッシュではない）と YA 会との間のコンサルティング契約

期間：2025 年 9 月 1 日～2026 年 2 月 28 日までの 6 か月間

内容：給食事業への完全調理品導入コンサル

⁶⁸ 売上の上積み施策は関連原価の発生はなく、上積みされた売上の全額が営業利益となった。

月額：325 万円＋税

②顧客紹介契約書

V 社（同上）と X 社の間での顧客紹介契約

期間：2025 年 9 月 1 日～2025 年 11 月 30 日

内容：V 社から X 社に対して、記載の 3 医療法人への入院セット導入支援及び業務委託契約締結を行い、締結に至った場合、1 顧客に対して、300 万円の紹介料を支払う

※契約時点で 3 施設の紹介候補医療法人があります。

※9 月に契約に至ったので、X 社より V 社に 300 万円×3 施設（＋税）で 990 万円ご入金頂きました。

特に②に関してアドバイスを頂戴したく、通常の営業活動の中で X 社に紹介しているものです。X 社は、入院セットの切り口から入り、継続的に医療法人の採用支援やマーケティング等のサービスを提供し、契約を拡大していくことが出来ることから、紹介料としては若干高額ではあるがご納得いただいております。

これに対して、同日、A 前社長は H 氏に以下の返信メールを送った。

H 社長

こちらで監査法人と議論してフィードバックしますね！

A

上記の「①コンサルティング業務委託契約」に関して調査したところ、取引先との間で締結された契約書は存在していた。しかし、役務提供の実態を確認できる資料（提案書、成果物となる報告書、顧客との打合せ議事録、進捗会議報告資料、週次定例会資料など）は存在していなかった。H 氏にヒアリングしたところ、コンサルティングの実態は以下のとおりであった。

- ・完全調理品を導入すれば調理場のスペース削減効果もあり施設の建替時に建設コストダウンなども見込める可能性がある。そのため、YA 会では将来的に完全調理品を導入したいというニーズがあった。こちらからコンサルティングの提案を行い、完全調

理品へ切り替えた場合にコストが下がるかどうかを検討したが、期待するコスト削減ができないことが判明したため、コンサルティングそのものは3ヶ月ほどで終了した。しかし、現在どの程度調理設備にコストが掛かっているのか、将来的にどれだけ削減できるのかといった検討は現在も継続して行っている。コンサルティング契約は6か月で終了したが、引き続き、給食事業者やPP社主導で検討を続けていくという話になっている。

- ・ 当時はV社として売上が必要という事情もあったように思う。A前社長やS氏との話し合いの中で、このようなコンサルであればYA会で受けてもらえるのではないかと、いうことで進めたのだと思う。売上計上のためという側面も多少あったのではないかと、思う。
- ・ ■■■氏（ZX社からYA会に派遣されているコンサルタント）や現地事務長を通じて、調理員数や現場の状況などの調査も行った。
- ・ 顧客に対する報告会は実施しておらず、基本的にはTMグループの■■でもあり、YA会の役員にも就任しているS氏と直接話をしていた。

これらの状況を鑑みるに、当該コンサルティングは役務提供の実体がないとまでは言い切れないが、コンサルティングで実施された役務の内容は曖昧で不明確であった。契約期間の6ヶ月にわたり毎月定額のコンサルティング報酬を受けったが、実際には3ヶ月ほどで契約は終了しており、6ヶ月間にわたって月額325万円が支払われるコンサルティングであったかという点で取引価格の妥当性については疑義が残るところである。覚書に規定されたペナルティ条項を背景にA前社長から具体的に示された売上高と営業利益を達成するために実施されたコンサルティングであり、かつ、コンサルティングの相手先が、TMグループに参加する医療法人だったからこそ、このようなコンサルティング売上が可能となったという側面は否定できないものと考えられた。

上記の「②顧客紹介契約書」に関して、顧客紹介料の対象となった3病院は、2025年にTMグループに参画した病院であり、2025年にT氏とS氏、ならびに当時のZX社の役職員がこれら病院の役員に就任していた。また、X社はTMグループの関連企業⁶⁹である。そのような事情を踏まえれば、TMグループとの関係が深いX社が「若干高額である」紹介料をわざわざV社に支払って、TMグループと関係が深い病院を紹介してもらう必要はなかったはずである。V社が、TMグループに参画する医療法人の顧客紹介料をX社から受領するという取引の経済合理性には疑念を抱かざるを得ない。この点についてS氏は、

⁶⁹ 2026年2月28日時点でX社は対象会社の第7順位の大株主であった。

本調査委員会によるヒアリングに対して「顧客紹介料の対象となった3病院はH氏が開拓をしてTMグループに参画することになった新規の病院である。これら3病院の入院介護用品の販売支援については、X社からV社に業務委託せず、X社で業務完結させることにした。そのため、V社で得られる将来利益が失われるので、V社がX社から顧客紹介料を得るという形にした。ただし、この3病院以外にもTMグループに新規に参画する医療・福祉施設についてはX社で入院介護用品の販売支援をしているが、それらについてはV社には紹介料を支払っていない。」と述べた。

V社事業の責任者であるH氏は、TMグループの中核会社であるZQ社の代表者も兼務しているが、H氏がV社事業の責任者として新規の3病院を開拓したのであれば、本来はそれら病院に係る入院介護用品の販売支援はV社が取り扱うべきである。しかし、H氏がTMグループの仕事として新規の3病院を開拓したのであれば、この3病院に対する仕事はX社のものとなり、X社がV社にその仕事を業務委託するかどうかはTMグループ側の判断による。H氏の立場がV社側なのか、それともTMグループ側なのかは明確でないが故に、V社に帰属すべき本来の取引や利益が分からないという根本的な問題が生じていた。

先述の2025年11月12日にH氏がA前社長に宛てた報告メールの文末で、「特に②に関してアドバイスを頂戴したく、通常の営業活動の中でX社に紹介しているものです。」との記載があり、H氏がA前社長にアドバイスを求めていることが窺われた。この背景について、H氏は本調査委員会によるヒアリングに対し、このようなX社紹介料の売上が監査法人の監査が通るのかとか、本当にこういった内容を売り上げ上げてもいいのかと自分自身も不安に思うところがあり、A前社長にメールでアドバイスを求めていると述べた。A前社長はH氏に対して「監査法人と議論してフィードバックしますね!」と電子メールで返信していたが、本調査委員会が東光監査法人に確認したところ、この件についてA前社長から特段の相談は受けていないとのことであった。

不安に思うような売上を上げた理由について、H氏は、本調査委員会によるヒアリングに対して「とにかく目標数字に到達しないと、のれんの減損をしなければならないので、第1四半期、第2四半期の数字を何とか上げてほしいとA前社長から言われた。数字を作る必要があったという面はあったと思う。ただ、本当にそこまで売上が積み上げないと減損しなければならないのとは分からない。A前社長は常に全体の業績や数字を見ながら、「このくらいの数字を何とか達成したい」という考えを持っていた印象がある。ウェルディッシュ本体の業績が厳しかったこともあり、それを補う目的があったのかもしれない。」とのことだった。

3.6.4.3 評価

上述の経緯を総合的に勘案すると、A 前社長は、会社業績が順調に成長していることを見せるための決算開示にこだわり、のれん減損回避を名目に H 氏に 2,000 万円の営業利益の上積みを求め、H 氏においては逡巡しながらもそれに応じた構図が認められた。

上記の「①コンサルティング業務委託契約」と「②顧客紹介契約書」に基づく売上は、その取引開始の経緯からして不自然なものであり、その役務提供の実体にも疑義が残るものであった。取引の相手先が、TM グループに関係する法人だったからこそ、これらの売上が可能となったという側面は否定できないものと考えられた。よって、その取引条件、取引の必要性及び経済合理性について、独立当事者間において通常想定される営業取引として認めることは困難であり、通常の営業取引から逸脱した取引であったと本調査委員会は評価した。

3.6.5 V 社ののれんの評価について

V 社は、TM グループの関連企業になって以降、現在に至るまで、V 社の株主（株式交換後は対象会社の株主）が関与する TM グループに関係する法人から安定的な収益を得ている会社である。V 社は顧客から得る対価に比してその役務提供の実体は乏しかったが、そのような取引自体が無効ないし違法であるわけではない。

対象会社が V 社を買収して以降、現在も安定的な収益を生み出している理由は、V 社がその収益を生み出すだけの人材、技術、サービス、自らが開拓した顧客網などを有しているからではない。V 社の顧客の全てが、V 社の旧株主が関与する TM グループに関係する法人であること、さらには顧客への役務提供については TM グループの関連企業から全面的なサポートを受けているからであると推認された。

上場会社は、正常かつ公正な事業活動を通じて利益をあげるべき社会的責任を負うべきところ、通常の営業取引を基礎とするビジネスモデルであるとはいい難い。また、旧株主との関係性に極端に依存したビジネスモデルは、その持続性がきわめて脆弱であることは論を待たない。

株式交換にあたり、V 社の旧株主全員（TM グループの役職員および近親者）と覚書を締結した。覚書は、売上高・営業利益が計画を下回った場合に旧株主にペナルティを課すというものであったが、対象期間は 5 年間であった。覚書の対象期間経過後は、旧株主との間で業績計画の達成に関する合意はなくなる。それにもかかわらず、株式交換比率の算定の基礎となる事業計画は、継続期間として、一定の営業利益が継続することを前提とし

ていた。その結果、V社の純資産は株式交換実行前の直近期において1億円以下であったが、V社の旧株主（TMグループの役職員及び近親者）に対し、合計21億円の対象会社の株式を発行し、結果として21億円ののれんが計上された。

対象会社は覚書を東光監査法人に提供しておらず、東光監査法人は覚書の存在を知らなかった。東光監査法人は、本調査委員会によるヒアリングに対して、もし覚書の存在を知っていたならば、V社買収に係るのれんの会計処理のあり方に影響があった可能性がある」と述べた。

覚書は株式交換契約に付随する重要な契約であるにもかかわらず、A前社長は取締役会に報告しておらず、取締役会で審議されることもなかった。

V社は自らの役務提供機能が限定的であるが故に、安定的な収益を得るためにはTMグループとの関係性が命綱であり、この覚書がその役割を果たしていた。その点を考慮したうえで、対象会社は、会計基準に照らして適切に検討し、のれんの評価を行う必要がある。【※後記改訂履歴部分における記載参照】

3.7 ZX社の買収検討手続きにおける内部統制の無効化

3.7.1 ZX社の株式取得について

3.7.1.1 取得の経緯

2024年1月にTMグループの中核企業であるZX社の代表取締役に就任したB副社長は、2024年6月に対象会社の取締役（監査等委員）に就任した。対象会社はTMグループとの関係を深めていたが、それまで上場を目指していたZX社は、2024年に上場を断念したことを契機として、対象会社のグループに参画することになった。B副社長の説明によれば、「対象会社は給食領域に力を入れていく方針を持っていた。一方、ZX社は病院・介護施設の運営支援を行っていた。病院では給食機能が不可欠であるが、近年は人件費・光熱費・物価上昇等の影響で、給食部門が赤字要因になりやすい状況である。そのため、病院経営支援の観点からも、食の領域を自分たちでコントロールできれば、収益面だけでなく患者満足の観点からもメリットがあると考えた。そのような中で、対象会社が給食領域へ注力するという話があり、両社が一緒になることでシナジーが見込めると考えた。」とのことであった。

3.7.1.2 株式価値評価について

対象会社はAA社（以下、「AA社」という。）にZX社の株式価値評価を依頼した。ZX

社の営業利益は 2025 年 7 月期において 377 百万円であり、株式価値評価の基礎となる事業計画は増益計画であった。

(単位：百万円)

	2026 年 7 月期	2027 年 7 月期	2028 年 7 月 期	継続期間
営業利益	447	550	669	669

この事業計画は、売主側が作成したものである。事業計画は、通常であれば、買主側の企業において慎重に検証すべきところ、売主側が作成した事業計画は C 取締役を通じてそのまま AA 社に提出された。AA 社は、2025 年 10 月 8 日、この事業計画に基づき、DCF 法による評価を行い、株式価値を 3,847 百万円～5,496 百万円と算定した。C 取締役は、本調査委員会によるヒアリングに対して、A 前社長は事業計画そのものに対して詳細な検討はしていたわけではなさそうであったが、今後の連結決算においてのれんの年間償却額を上回る営業利益を ZX 社が生み出せるのかどうか、のれん減損が発生しない将来収益を生み出せるのかどうかという点にこだわって B 副社長と協議をしていたと述べた。

3.7.1.3 財務デューデリジェンス（以下、「財務 DD」という。）について

ZX 社の顧問会計士・顧問税理士であり従前より業務委託関係にある Z 社（以下、「Z 社」という。）の代表取締役である YB 公認会計士による簡易な財務 DD が実施された。対象会社と Z 社との間で財務 DD の業務委託に関する契約書面の締結はなく、業務委託料は無償であった。財務 DD の報告書の内容は、決算データの前期比較に留まっており、およそ財務 DD と呼ぶことができない内容であった。財務 DD は、DD 対象会社と独立した第三者によって行うべきものであるところ、YB 公認会計士は、ZX 社の株式交換時に ZX 社の少数株主でもあった。このようなことから、独立性のある外部専門家による財務 DD が行われたとは言えない状況であった。

このような簡易な財務 DD を容認した理由について A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して「当時、ZX 社のビジネスモデルが変わっていくとの話もあったことから、簡易な財務 DD に留めた」と述べたが、その後、本調査委員会による追加ヒアリングに対して、「ZX 社の財務 DD は C 取締役に全面的に任せていた」「財務 DD をやらないわけなのでやろうとはしたけど、ZX 社側に邪魔された」と変遷した。

一方で、このような簡易な財務 DD を A 前社長が容認した理由について B 副社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、A 前社長からは財務 DD を実施したい旨の話は一切なかった、A 前社長からの依頼で YB 公認会計士による簡易的な財務 DD 報告書を A

前社長に提出することになったと述べた。B 副社長に対して、本調査委員会は A 前社長からの依頼を裏付ける資料を提供するよう依頼したところ、本調査委員会の依頼に基づき、A 前社長との LINE が提供された。2025 年 8 月 6 日に A 前社長が B 副社長に送ったとされる LINE には「ZX 社の財務 DD をくれて財務局からきており、こちら貴社内で使っている会計士に上手くお願いできますかね?? 形式的な審査資料なので簡易的なもので良いです。」「表紙は株式会社ウェルディッシュ御中でお願ひできますと」と記載されていた。簡易な財務 DD 報告書は、YB 公認会計士が前年の ZX 社の年次決算報告会で使用したものが基礎になっていたため、直近事業年度である 2025 年 7 月期の財務数値は含んでいないものであった。B 副社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、A 前社長が本格的な財務 DD をしたいということであればそれに応じたが、A 前社長からはそのような申し出はなかったと述べた。

3.7.1.4 法務デューデリジェンス（以下、「法務 DD」という。）について

外部専門家による法務 DD は実施されなかった。A 前社長によれば、「外部調査機関（リサーチ&セキュリティ社）による調査報告書は取得していた。ZX 社は医療関係先へ業務を行っており、且つ過去問題が起きたこともない。また、医療法に則った経営・運営をしている旨の表明保証がある契約でもあった。そのため、外部専門家および社内人材による法務 DD は実施していない。」とのことであった。

A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して「反社チェックして、行政的に過去にコンプライアンス違反したとか、そういうのがなければ当社は法務 DD をやらない。資金がないからである。また、法務 DD に対応できる人材もいない。」とのことだった。

また、B 副社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、A 前社長が本格的な財務 DD をしたいということであればそれに応じたが、A 前社長からはそのような申し出はなかったと述べた。

3.7.1.5 ZX 社と TM グループの関連企業との取引の状況に関する精査

対象会社が ZX 社を株式交換によって取得する前、ZX 社は TM グループの中核会社として TM グループに参画する医療・介護施設にコンサルティングサービス等を行う会社であった。ZX 社の売上高の大半は TM グループに参画する医療・介護施設に対するものである。また、ZX 社の営業費用には、TM グループの関連企業に対する支払が相当程度含まれており⁷⁰、不動産賃貸サービス、広告宣伝関連サービス、自動車リース、人材派遣サービ

⁷⁰ 2025 年 7 月期において、TM グループの関連企業に対する支払は年間約 8 億円であり、ZX 社の営業費用の約 4 割を占めていた。

ス、各種業務委託サービスなどに関して支払がなされていた。

TM グループの関連企業に対する支払取引について B 副社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、ZX 社は株式交換を通じて対象会社の連結子会社となるに際して、それら TM グループの関連企業に対する支払について、上場企業の子会社として適切な支払であるかどうか顧問会計士のアドバイスも得ながら内容を精査し、適切な支払であると判断した取引についてのみ対象会社の連結子会社となって以降も継続することにしたと述べた。対象会社の連結子会社となった現時点においても、不動産賃貸サービス、広告宣伝関連サービス、人材派遣サービスなどに関して TM グループの関連企業に対する支払が年間 6 億円程度⁷¹あるが、これら支払取引は ZX 社における取引の一定の見直しを経たもののことであった。

A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、ZX 社の買収交渉過程で B 副社長より TM グループの関連企業への支払取引の概要について説明を受けたので、それら支払取引については中止するようお願いしたと述べた。買収後において、A 前社長が TM グループの関連企業への支払状況の報告を求めたとのことではあったが、精査の指示までは行われていなかったようである。

3.7.1.6 小括

ZX 社株式の取得原価は 21 億円ののぼるものであり、対象会社にとっては非常に重要な組織再編であった。ZX 社の買収において、A 前社長は ZX 社と TM グループの関連企業（ZX 社の旧株主が経営）との多額の取引が気になっていたということであれば、本来は疑問を解消すべく適切に財務 DD および法務 DD を実施する必要があったが、それを怠っていた。特に財務 DD においては、あたかも買主側の財務 DD であるかのように、売主側に簡易な財務 DD 報告書を作らせるなど、明らかに不適切な行為があったと本調査委員会は評価した。【※後記改訂履歴部分における記載参照】

3.8 役務提供の実体に疑義のあるコンサルティング等の売上

3.8.1 概要

A 前社長が対象会社に入社した 2024 年 4 月から 2026 年 2 月までの期間において、対象

⁷¹ 2026 年 7 月期の予算ベースで、TM グループの関連企業に対する支払は年間約 6 億円であり、ZX 社の営業費用の約 4 割を占めていた。

会社及び V 社は、TM グループ企業及びその他 1 取引先に対し、役務提供の実態に疑義があるコンサルティング等売上を計上していた。その概要は下表のとおりである。これら売上取引においては、役務提供の実態を確認できる資料（提案書、成果物となる報告書、顧客との打合せ議事録、進捗会議報告資料、週次定例会資料など）が対象会社または取引の相手先から一切、入手できなかった⁷²。なお、これらコンサルティング等の売上取引に関して、コンサルティング先との間で締結された契約書は存在していた。

(ア)連結決算に影響を及ぼすコンサルティング等の売上（単位：千円）

	会計 期間	売上計 上 会社	取引の相手先	金額 (税抜)	内容
取引 A	2025 年 3 月期	対象会 社	ZX 社	20,000	対象会社と ZX 社の包括的な事業パートナーシップを構成するためのコンサルティング
取引 B	2025 年 3 月期	対象会 社	TM グループに参画する医療法人（4 法人）	120,000	病院向け新サービス（給食関連）の企画・提案業務など
取引 C	2025 年 3 月期	対象会 社	V 社	45,000	買収前の V 社に対する内部統制等の構築支援
取引 D	2026 年 8 月期 ⁷³	V 社	TM グループに参画する医療法人（1 法人）	19,500	完全調理品導入コンサルティング
取引 E	2026 年 8 月期	V 社	X 社（TM グループの関連企業）	9,000	顧客紹介料の受取
取引 F	2026 年	対象会	株式会社 AB 社 ⁷⁴	24,000	ホテル向けメニュー

⁷² 取引 F（AB 社に対するコンサルティング売上）については、AB 社が発行したとみられる検収書のみ入手できたが、検収書以外には役務提供の実態を確認できる資料は入手できなかった。

⁷³ 2026 年 8 月期の中間連結損益計算書に計上されている。取引 E と取引 F も同様。

⁷⁴ TM グループの関連企業ではない。

	8 月期	社			レシピ及び健康食品 のコンサルティング
	合計			237,500	

(注) 対象会社で計上されたコンサルティング売上は、すべて A 前社長のみによって実行されたコンサルティングであった。そのため、A 前社長の役員報酬を除き、関連原価の計上はなく、売上高のすべてが営業利益となった。

(イ) 対象会社の単体決算にのみ影響を及ぼすコンサルティング等の売上（単位：千円）

	会計 期間	売上計 上会社	取引の相手先	金額 (税抜)	内容
取引 G	2025 年 8 月期	対象会 社	V 社	60,666	連結子会社に対する 経営管理の業務委託 報酬

(注) V 社は連結子会社であり、連結決算上は内部取引として消去されるため、連結決算への影響はない。単体決算上、当該売上高については A 前社長の役員報酬を除き、関連原価の計上はなく、すべて営業利益となった。

3.8.2 取引 A（ZX 社に対するコンサルティング）について

3.8.2.1 取引に至る経緯及び取引概要

当該コンサルティング売上に関して、ZX 社との間で締結された契約書は存在していたが、役務提供の実態を確認できる資料（提案書、成果物となる報告書、打合せ議事録、進捗会議報告資料、週次定例会資料など）は一切、存在していなかった。ZX 社との契約書においては、対象会社が ZX 社に 2024 年 7 月に以下の業務を提供することが定められていた。

- (1) 対象会社と ZX 社の包括的な事業パートナーシップを構成するためのスコープ調査業務
- (2) 対象会社は ZX 社に対して、医療・医療関連業界（健康・栄養食品業界や福祉介護業界含む）で ZX 社が長期的な成長プランを描けるサポート業務
- (3) 包括的な業務提携内容の取り決め業務
- (4) 前各号に附帯関連する一切の業務

(5) その他甲乙間で別途書面により合意した業務

3.8.2.2 業務の履行状況

実際に提供したコンサルティングの内容について A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、「契約内容はよく覚えてない。ただ僕がやることって、金融に関わることや食品に関わることだと思うので、多分おそらく向こう側が抱えている問題の不動産の売却先を紹介したりとか、そのようなことを行ったと思う。」と述べ、A 前社長の記憶は曖昧であった。

一方で、コンサルティングを受けた当事者であり ZX 社の代表者でもあった B 副社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して「当時、A 前社長とかなり頻繁に打合せをさせてもらった記憶がある。IPO に向けたものであった。IPO の全体像について話をしていた。IPO やガバナンスの問題、投資家への見せ方の問題など、A 前社長が得意とする領域に関するコンサルティングだった。当時はそれらに関して一番困っていた頃だった。また、他社で A 前社長が IPO を実現した実績があるということもあり、「それはどのように IPO させたのですか」といったことを、かなりしつこく聞いていた記憶がある。多分、いろいろなことを IPO に絡めて A 前社長に相談していた頃ではないかと思う。A 前社長が作成した成果物の報告書はなかった。」と述べた。また、役務提供の実態を確認できる資料（提案書、打合せ議事録、進捗会議報告資料、週次定例会資料など）も残っておらず、調査委員会に提出できるものはないとのことであった。

コンサルティングを受けた当事者であった H 氏は、本調査委員会によるヒアリングに対して「A 前社長との週次会議の場で、A 前社長のアメリカ上場の経験談や ZX 社が上場するためのやり方などのノウハウを教えてもらっていた。こちらから質問をしたり、A 前社長からこちらのグループを見て、こういうふうにしたらもっといいんじゃないですかみたいな話を自発的にされてた部分もあったので、毎回すごい資料を作り込んできてどうこうっていうよりも、どういうことをこちらが事業としてやっていきたいのかという点について、都度都度、話しながら、いろいろ助言を受けていた。不動産の流動化に関しては 2024 年 7 月に辻・本郷の不動産部長を紹介してもらった。」と述べた。

コンサルティングを受けた当事者であった S 氏にもヒアリングしたところ、「2024 年 5 月に TM グループの関連企業で対象会社の第三者割当増資に応じて以降、A 前社長との距離が近くなった。A 前社長は TM グループにはいないタイプの人なので、いろいろとアドバイスをもらうためにコンサルティングを受けた。資本政策というよりも金融機関からの

資金調達だったり、そういうのも全部含めて、いろいろアドバイスしていただいた。」

コンサルティングの実施時期は ZX 社を株式交換する前の 2024 年 7 月であり、またコンサルティング取引の相手先は、対象会社の取締役（監査等委員）の B 副社長が代表取締役をつとめる ZX 社であったことから、当該コンサルティング取引は会社法 356 条 1 項 2 号に定める利益相反取引に該当する。取締役がその地位を利用し、会社利益を犠牲にして、自己または第三者の利益を図ることを防止するため、利益相反取引を行う場合には、取締役会において、その取引について重要な事実を開示して、その承認を受けなければならない（会社法 356 条 1 項 2 号・365 条 1 項）。さらに、利益相反取引をした取締役は、その取引後、遅滞なく、その取引についての重要な事実を取締役会に報告しなければならない（会社法 365 条 2 項）。しかし、取締役会の事前承認、取引後の取締役会への報告のいずれもなされていなかった。【※後記改訂履歴部分における記載参照】

3.8.2.3 評価

当該コンサルティングによって提供された役務内容を示す証拠物が何も残っていないため、役務提供の実体把握は A 前社長と B 副社長らからの供述のみに依拠せざるを得なかった。各人の供述において、当該コンサルティングによって提供された役務の内容が完全に一致していたわけではないが、役務提供の実体を否定するほどの証拠はなかった。

ただし、当該コンサルティングは利益相反取引に該当するため、本来であれば、対象会社の代表取締役であった A 前社長及び監査等委員であった B 副社長はコンサルティングの必要性、金額の合理性等を十分に検討した上で、対象会社の取締役会で事前承認を受けるべきであった。それを行うことなく取引を開始したことは不適切であったと言わざるを得ない。【※後記改訂履歴部分における記載参照】

3.8.3 取引 B（TM グループに参画する医療法人に対するコンサルティング）について

3.8.3.1 取引に至る経緯及び取引概要

対象会社は、2025 年 3 月期（第 4 四半期）において、TM グループに参画する医療法人（4 法人）に対して以下の内容のコンサルティングを実施して、コンサルティング売上を計上した。

（契約期間） 25 年 1 月から 3 月
（報酬金額） 1 法人あたり 30 百万円（税抜）
（役務内容）

- (1) 医療法人⁷⁵が 2025 年 4 月から新しく病院向けサービスを締結するために必要なスコープ調査及び施策立案
- (2) 入院食に関する企画・提案業務
- (3) 医療法人が 2025 年 4 月以降に締結する V 社との契約アレンジメント及びそれらに関連する外注先の手配業務
- (4) 前各号に付帯関連する一切の業務
- (5) その他甲乙間で別途書面により合意した業務

これら 4 法人と契約することになった経緯について A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して「TM グループと一緒に事業をやっていこうという流れの中で、TM グループ側の医療法人がどのような課題を抱えているのか、今後どうしていけばよいのかを見せてほしいという話は確かにしました。今後、V 社での給食事業の展開において、病院の給食に完全調理品を取り入れるという新しいビジネスモデルの提案に対して大きな関心をもってもらえた。その流れで、「それなら医療法人のコンサルティングをお願いしたい」という話になった。ただ、私としては「コンサル料は高いですね」という話はした記憶があります。4 法人と契約しているが、これは TM グループ側からの提案で、なぜこの 4 法人が選定されたのか、その背景は分からない。TM グループ側からこれらの医療法人のコンサルティングしてくださいと言われた。」と述べた。

これら 4 法人と契約することになった経緯について S 氏は、本調査委員会によるヒアリングに対して「A 前社長が提案した完全調理品のプランに興味を持った。このアイデアに乗れば、TM グループのすべての病院にとって大きなメリットがある。そこで規模感の大きい 4 つの医療法人で契約することにした。」とのことであった。

3.8.3.2 業務の履行状況

2026 年 7 月 8 日に A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して「僕は医療法人（4 法人）向けのコンサルをやっていないので、C 取締役聞いてください。」と述べたが、2026 年 7 月 13 日、7 月 14 日の本調査委員会によるヒアリングでは供述内容が変わり、S 氏のほか TM グループの関連企業の役職員（コンサルティング先の医療法人の役員や事務長を兼務）に対して以下のコンサルティングを実施したが、報告書のようなものは医療法人に提出していないと述べた。

⁷⁵ 契約書には「医療法人」と記載されていたが、2025 年 4 月から新しく病院向けサービスを提供したのは V 社であるため、正しくは「V 社」であると考えられた。

- ・ 基本的には、依頼されたことをやっていたという認識です。S氏が実質的に（TMグループに参加する医療法人の）全体を指揮しているので、S氏から依頼されたこと全般をやっていた。
- ・ 内容としては、相談を受けた事項について、DX化を進めた方がよい、AIやBPOを導入した方がよい、入院食については完全調理品を活用してテストを進めましょうといった助言は実際に行いました。YC社さんをお願いして試食会も開いた。医療法人が保有する不動産のオフバランス化については、■税理士法人や●社を紹介し、支援をお願いしました。
- ・ もともとはZX社へのコンサルの延長で、医療法人とも直接やり取りするようになり、経営改善や病院食などのテーマへ発展していきました。
- ・ 週次会議だけでなく、電話対応やオンライン会議も行いました。

業務の履行状況について、コンサルティングを受けた当事者であったS氏は、本調査委員会によるヒアリングに対して「医療法人の給食で完全調理品のビジネスを展開しておられるYCさんをA前社長に紹介してもらった。YC社さんの試食会などを開催して、YC社さんと業務提携をしようという流れになったときにコンサルティング報酬の対価を払った記憶がある。A前社長のコーディネートに対する支払だった。」と述べた。コンサルティングを受けた当事者であったH氏も、本調査委員会によるヒアリングに対してS氏と同様のことを述べた。

3.8.3.3 評価

当該コンサルティングによって提供された役務内容を示す証拠物が何も残っていないため、役務提供の実体把握はA前社長とS氏らからの供述のみに依拠せざるを得なかった。A前社長の供述において、コンサルティングの実施の有無について一貫性がない点もやや疑問が残った。また、各人の供述において、当該コンサルティングによって提供された役務の内容が完全に一致していたわけではなかったが、役務提供の実体を否定するほどの証拠はなかった。

3.8.4 取引C（V社に対するコンサルティング）について

3.8.4.1 取引に至る経緯及び取引概要

V社との間で締結された契約書によれば、契約締結日は2024年11月1日でコンサルティングの対象期間は24年11月～25年3月までの5ヶ月間、金額は毎月9百万円（税

抜)であった。そして、対象会社がV社に提供するコンサルティングの内容は、以下のとおりであった。

V社(以下「甲」という。)及び株式会社ウェルディッシュ(以下「乙」という。)はM&Aの完了日に向けて関連する必要事項の調整業務について、本日、以下の通り業務委託契約を締結する。

第1条

- 1 乙は甲に対し、医療・福祉及び健康食品事業における適正な内部統制、コーポレートガバナンス、事業取引の契約移管等の上場企業として求められる水準の体制構築及び水準維持をするため、以下の通り、包括的なサポートを行うものとする。
 - ・ 商取引の契約書変更手続き
 - ・ クライアントネットワークの引き継ぎに関する業務
 - ・ 上記各号に掲げる業務に付随する一切の業務
- 2 内部統制監査準備に必要な業務
- 3 甲社内インセンティブ制度の構築、アナウンス、算定等に必要な業務
- 4 その他目的達成のために付随する業務

当該コンサルティングの開始に関する経緯とコンサルティングの内容についてA前社長はその記憶は曖昧であったが、本調査委員会によるヒアリングに対して、概ね以下を述べた。

- ・ コンサルを実施したことは覚えているが、どういう経緯でコンサルを開始したのかは覚えていない。ただ、内部統制監査に必要な業務とかM&Aに向けてやらなければならない業務をやったのかな。(M&Aの)交渉をしっかりと成立させるために、僕の中で(V社の業務について)疑問に思っているところを調べたかったのかとか、そのようなことがきっかけだとは思いますが、いかんせんちょっと明確な記憶があるわけではない。株主の関連企業とV社との間の取引がちゃんと無くなったのかどうか、そういうことが気になっていたから、このコンサルティングをやったのかなと思います。V社の事業の中をちゃんと見せて欲しい。変えるべきところは変えましょうということだったと思う。
- ・ 交渉相手はTMグループ側のB副社長及びH氏であった。詳細はH氏に確認して欲しい。

当時の常務取締役管理本部長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、当該コンサルティングは A 前社長が行っていたようだが、その背景は A 前社長からは聞いていないと述べた。

対象会社は 2024 年 11 月 21 日に V 社の買収に関して基本合意を締結し、11 月中旬より財務デューデリジェンスを開始し、2025 年 2 月上旬に財務デューデリジェンスは完了した。財務デューデリジェンスと同時並行して当該コンサルティングが行われたことになる。一般的には、買収後の統合作業の一環で親会社が子会社の内部統制を整備することが多い。買収が確定しておらず、買収会社と非買収会社の間で一定の緊張状態にある財務デューデリジェンスが行われている状況の中、なぜ被買収会社が買収会社に多額の費用を支払って買収者によるコンサルティングを受けたのかという点について A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して「意味ないですよ。連結になってしまうので。だから、多分そういう感じで僕が何か言ったのかも知れない。多分、V 社の事業の内容をちゃんと見せて欲しいと言ったのかも知れない。」と述べた。

3.8.4.2 業務の履行状況

当該コンサルティングにおいて提供した業務の履行状況は、上述のように A 前社長の記憶は曖昧であった。

コンサルティング契約で定めた上表の第 1 条に記載されている商取引の契約変更手続き、クライアントネットワークの引継ぎなどに関する業務は、V 社のスタッフにより行われており、対象会社が実施した形跡はなかった。また、第 1 条の 2, 3 で記載された内部統制監査準備に必要な業務、インセンティブ制度に関することも、関係者へのヒアリングの結果、対象会社が実施した形跡はなかった。

当時の常務取締役管理本部長は、本調査委員会によるヒアリングに対して「A 前社長は V 社に内部統制の準備をさせたようだ。こちらとしては、対象会社の規定関係や J-SOX の関連資料を送った程度である。A 前社長が何か実施したかも知れないが、それ以外では対象会社としては何かやったことはない。」と述べた。

対象会社が V 社を株式交換して 3 ヶ月後の 2025 年 7 月初旬における内部統制の整備状況について当時の会計監査人であった東光監査法人は、本調査委員会によるヒアリングに対して、V 社の内部統制は未整備であり、J-SOX 対応に必要な資料も作成されていない状況であったと述べた。

さらに、当時の V 社の株主オーナーであり、当該取引実行の可否の判断権限を有してい

た S 氏は、本調査委員会によるヒアリングに対して、概ね以下を述べた。

- ・ 2024 年から 2025 年にかけては ZX 社の IPO を諦めていなかった時期だったので、A 前社長は積極的に IPO に向けた様々な提案をプレゼンしてくれていた。週次で A 前社長よりコンサルティングを受けていた。そのようなこともあり、当該コンサルティングには IPO に向けた提案対応も含まれていたと思う。IPO は A 前社長の得意なジャンルだったので、かなり積極的にそのことをアドバイスしてくれた。
- ・ A 前社長は、紙でのプレゼン資料は持参しなかったが、パソコンの画面を映していろいろと緻密にプレゼンをする人だったので、ちゃんと説明してくれていた。A 前社長はそういうプレゼン能力が高い人だったので、非常に参考にさせてもらった。コンサルティングの金額は高かったが、当時はその金額にストレスはなかった。

当該コンサルティングの契約書で定められた役務が V 社に対して提供されておらず、それとは異なる役務が TM グループ側に提供されたようであったため、TM グループの関連企業の中で支払のしやすい会社から支払をしたのかという点について S 氏に質問したところ、そうであると述べた。

3.8.4.3 評価

契約書に記載された役務はほぼ提供されていなかったが、その代わりとして週次の会議で TM グループの IPO 関係など別のテーマで、V 社ではない真の顧客（TM グループ）が要望する役務が提供されていたようである。しかしながら、契約内容と役務提供の実態が著しく乖離しており、もはや契約当事者が契約書で定めようとした履行義務が何であるかさえ分からない状況であった。このようなコンサルティング契約が締結されること自体、対象会社と V 社の株主である TM グループとの関係が、通常の独立した当事者間の関係とは異なることを示すものであり、そのような関係性なしには当該売上取引は成立しないものと考えられた。

これら事実関係を総合的に勘案すれば、独立当事者間において通常想定される営業取引として認めることは困難であり、通常の営業取引から逸脱した取引であったと本調査委員会は評価した。

3.8.5 取引 D (TM グループに参画する医療法人に対するコンサルティング) 及び取引 E (X 社からの紹介料取引) について

これらコンサルティング等の売上に関する本調査委員会の調査結果の詳細は、「3.6.4V 社における営業利益の恣意的な上積み」を参照されたい。

取引 D 及び取引 E による売上は、その取引開始の経緯からして不自然なものであり、その役務提供の実体にも疑義が残るものであった。取引の相手先が、TM グループに関係する法人だったからこそ、これらの売上が可能となったという側面は否定できないものと考えられた。よって、その取引条件、取引の必要性及び経済合理性について、独立当事者間において通常想定される営業取引として認めることは困難であり、通常の営業取引から逸脱した取引であったと本調査委員会は評価した。

3.8.6 取引 F (AB 社に対するコンサルティング売上) について

3.8.6.1 取引に至る経緯及び取引概要

AB 社 (以下、「AB 社」という。) が運営するレストラン「ZT」のレシピ全面改訂(レシピ 88 品)に係るコンサルティング業務として 2026 年 8 月期の第 2 四半期末の 2026 年 2 月に 2,400 万円の売上が計上され、翌月末に売掛金の全額が入金された。当該取引は A 前社長自身がすべてのコンサルティング業務を実施し、レシピ 88 品は■■■■学校より無償で提供を受けた。そのため関連原価の計上はない。

2026 年 2 月 28 日付で AB 社が発行した検収書の PDF が対象会社に保存されていたが、その検収書には以下の備考が付されており、対象会社の社内には役務提供の根拠エビデンスとなるレシピは残されていなかった。

備考

契約に従い、IP (著作権) は当社が保有しますのでレシピの複写など貴社内に残らぬよう本検収書を以て納品完了であることをお示し致します。

当該コンサルティングの内容について A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、以下を述べた。

(コンサルティングの実施者)

今回の案件では、ZV ホテル内にある ZT のレシピを全面的に変更し、イベントを実施するという内容で、私が全体をフルマネジメントしました。実際に 88 品のレシピを作成したのは■■■■学校である。ZT に何度も足を運びましたし、

最後はフォーの試食も何度も行った。

(AB 社について)

「ZT」という飲食店を運営しているほか、ホテル向けの家具販売や、森ビル系のレストラン運営なども行っている。そのほか、金融やファクタリングなども手掛けている会社である。

(AB 社の社長との関係)

当時は、出会ってまだ3か月程度であった。人から紹介を受けたのが2025年8月か9月頃で、12月頃には比較的親しくなっていた。

(売上のエビデンスについて)

売上のエビデンスとしてAB社が発行した検収書がある。それ以外のエビデンスは残っていない。イベント当日に私自身が行って写真も撮っている。これらデータは自分の社用パソコンの中に保存されているが、パスワードが分からなくなっているので、この場でお見せすることはできない。■■■■学校の理事長に依頼すれば、サンプルで1~2品目のレシピを送ってもらうことは可能である。

一般的に考えると、レシピ88品で2,400万円という金額はかなり高額という印象があるため、どのようにしてこのような金額でのコンサルティングが可能だったのかという点についてA前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、僕がフルマネジメントしましたからと述べた。

2026年2月時点のAB社の登記簿謄本によれば、AB社の主たる事業目的は不動産売買や有価証券売買であった。AB社の事業内容についてA前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して「いろいろな事業を行っている会社である。ZTという飲食店を運営しているほか、レストラン運営、ホテル向けの家具販売、金融やファクタリングなども手掛けている会社だと思うと述べた。AB社から何かを購入しなければならないといった約束などの有無についてA前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、見返りを渡すというようなことはない、今回の件はイベントへの協力、それだけであると述べた。

一方で、本調査委員会によるヒアリングに対して、当該コンサルティング業務の実施が対象会社内で認知された時期や経緯についてC取締役は概ね以下を述べた。

- ・ 2026年2月は半期決算でしたので、当然会社としては、着地見込みの数字をA前社長は気にしていた。売上の着地、それから営業利益、段階利益の着地を気にしていた。それら数字の詰めはG氏が取りまとめていたが、確か

2月初めぐらいに、「保守的に見ると、ちょっと営業赤字になる可能性があります」という報告があり、A 前社長が「ちょっと動いてみます」ということで、それでなんか色々と頑張っていた記憶がある。ただ、僕も当然、会計の端っこくらいは見ているんで、A 前社長、変なことはやめてくださいよというのと、売上認識は監査法人も監査するので、きちっと会計上の要件を満たすようにしてくださいというのは、僕も G 氏も常に言っていました。

- ・ 3月になって売上が上がった聞き、G氏に確認したところ、「顧客側の検収書もある売上で、売上計上の認識は大丈夫だろう」ということだったので、そうであれば売上に上げてもいいねというやり取りをした。
- ・ A 前社長に確認したところ、レシピの役務提供でちゃんとコンサルをしたと言っていた。以前、■■■■学校にいろいろ営業協力をしてあげたので、レシピを無料でもらえたと言った。A 前社長が動いて役務の提供があり、相手から検収書ももらったと言っていた。

当該コンサルティング業務の実施が対象会社内で認知された時期や経緯について G 氏は、本調査委員会によるヒアリングに対して、概ね以下を述べた。

- ・ 経営会議か何かの打ち合わせで、第 2 四半期は頑張って黒字が達成したいと A 前社長は言っていた。銀行向けに黒字達成の話をしているということ A 前社長から聞いたように思う。
- ・ 自分は 2026 年 2 月 1 日に入社したので、その当時は会社の事業のことはあまりよく分かっていなかった。当時は社長がこのようなレシピのコンサルをよくしている会社かと思い、あまり深く考えなかった。今でも「これは絶対におかしい」とは思っていないが、確かにイレギュラーな取引だなという認識は当然持っています。

両名の供述を裏付けるように 2026 年 3 月 24 日に C 取締役と G 氏の間で以下のメールのやり取りが行われており、これによれば、当該コンサルティング売上によって、第 2 四半期の営業利益・経常利益・当期利益は全て黒字になったようである。

(2026 年 3 月 24 日に G 氏が C 取締役に送信したメール)

2 月末で以下の売上を計上しました。

売上先：AB 社

売上内容：ZV ホテル向けメニューレシピ及び健康食品のコンサルティング
収入（2025 年 12 月～2026 年 2 月分）

売上金額：税抜 2,400 万円

根拠資料（契約書）は木曜日目途に社長からいただけたと思います。

（2026 年 3 月 24 日に C 取締役が G 氏に返信したメール）

男気共有ありがとうございました。了解しました。税抜きで 24 百万円なんです。これで試算すると、（債務免除益も勘案すると）2Q のみの営業利益・経常利益・当期利益 全て黒字になりますよね？

（2026 年 3 月 24 日に G 氏が C 取締役に返信したメール）

はい、全て黒字になると思います。

上記メールに記載されているように、四半期決算月の翌月 3 月 24 日時点で対象会社は A 前社長から当該コンサルティング契約の契約書を入手していなかった。当該契約書締結の経緯を調べたところ、契約期間は 2025 年 11 月 24 日から 2026 年 2 月 28 日とされており、契約書上の契約締結押印日は 2025 年 11 月 24 日となっていたが、実際に契約書の最終ドラフトが C 取締役から A 前社長に電子メールで送信されたのは 2026 年 3 月 26 日であった。よって、実際の契約書締結日は 2026 年 3 月 26 日以降と考えられた。

契約管理担当の職員である I 氏に契約書稟議と押印手続きについて確認したところ、以下の事項が判明した。

- ・ 2026 年 3 月中旬よりクラウド稟議承認システムを使った稟議書の作成管理が本格的にスタートしていたが、本件コンサルティングについては A 前社長の指示により、2026 年 3 月下旬ごろに I 氏が従前の紙の稟議書を起案することになった。稟議決裁後、契約管理担当の I 氏が契約書に押印した。
- ・ 紙の稟議書の起案日は、契約書締結日と同じ 2025 年 11 月 24 日とするように A 前社長からバックデート指示があった。

2026 年 7 月 20 日に A 前社長から本調査委員会に対して提出された資料には LINE のスクリーンショットが含まれていた。その中で、A 前社長は当時の常務取締役管理本部長に対して、バックデートは NG であり、実際の日付で承認し、訂正事項を追認することの重要性を語っていた。また、2026 年 7 月 30 日に本調査委員会によるヒアリングでも、バックデートや書き換えが可能な紙管理はやめて、バックデートなどが出来ない管理システ

ムに移行することの重要性を強調していた。

3.8.6.2 評価

A 前社長は LINE や本調査委員会によるヒアリングの中で、バックデートで書類を作ることは NG であり、何らかの事情でバックデートをする場合でもその状況が履歴ともにエビデンスとして残るようにすることが正しい管理のあり方であることを語り、その重要性を自ら認識していた。これに反し、当該コンサルティング契約では、契約開始日から 4 ヶ月遅れ、そして契約終了日ならびに役務提供完了日から 1 ヶ月遅れのバックデートで契約書を作成した。さらに、クラウド稟議承認システムの稼働が始まっていた時期にあえて紙の稟議書を作成するよう職員に指示を出していた。

また、第 2 四半期の黒字化を目指し、当該コンサルティング取引の開始に向けて A 前社長が動き出したタイミングは 2026 年 2 月中旬以降と思われる、2026 年 2 月末までに役務提供が完了したことについて疑義を抱かせるものである。

さらに、このような食品レシピのコンサルティングに関する顧客の検収書の備考欄に、IP（著作権）を理由に提供されたレシピの複写が一切残らぬように注意書きされることも異例である。そして、役務提供のエビデンスは、ログインパスワードのエラーにより突如開かなくなった A 前社長のパソコン（Mac）の中に保存されているという A 前社長の供述は、役務提供の実在性に疑義を抱かせるものであった。

これらの状況を総合的に勘案すれば、コンサルティング報酬が入金したという事実があるとは言え、その入金が正常な営業活動による入金であると結論付けることは難しいと本調査委員会では評価した。

3.8.7 取引 G（V 社に対する経営管理業務委託報酬）について

3.8.7.1 取引に至る経緯及び取引概要

V 社との間で締結された契約書によれば、契約対象期間は 25 年 6 月 1 日から 1 年間で、金額は毎月 25 百万円（税抜）であった。そして、対象会社が V 社に提供するコンサルティングの内容は、以下のとおりであった。

- | |
|---|
| (1) 経営管理全般に関するコンサルティング: 月額 15,000,000 円 |
| (2) 営業全般に関する支援: 月額 5,000,000 円 |
| (3) プロダクトの提供支援: 月額 3,000,000 円 |
| (4) その他前記各号に附帯関連する一切の業務: 月額 2,000,000 円 |

この業務委託契約の経緯について A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して「子会社の節税を目的とした契約である。子会社に資金を残すと不正が行われるかもしれないので親会社に資金を吸い上げる事業運営をしていた。この取引を始めるに際しては東光監査法人にも相談し、問題がない旨の回答を得たと述べた。当該契約については 2025 年 7 月 31 日に開催された取締役会でも議論されていた。以下は取締役会議事録からの抜粋である。

A 前社長より、子会社で利益が出た場合は節税のために費用として付け替えていくことに問題がないことは監査法人に確認済みで実施することになっている旨、V 社の H 社長も認識が合っており進めている旨意見が出され、A 前社長より V 社はいくら抛出する見込みであるか N 氏に対して質問があった。執行役員 N 氏は最大 8 千万円程度という話になっているが検討中で未確定である旨回答があった。

A 前社長の説明では、東光監査法人から問題がない旨の回答を得ていたとのことであったが、本調査委員会が東光監査法人に確認したところ、そのような相談は受けていないと述べた。

V 社は 2025 年 9 月 2 日に対象会社に吸収合併されたため、当該契約は 2025 年 6 月 1 日から 2025 年 9 月 2 日までの短期間で終了した。当該契約書によれば契約金額は月額 25 百万円であったが、実際の請求額は毎月 20 百万円となっていた。契約書に定めた月額支払額と実際の請求額で 5 百万円の差異が発生していた理由について当時の常務取締役管理本部長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、以下を述べた。

- ・ 8 月末が対象会社の決算なので、8 月末における V 社の手持ちキャッシュの余裕額を見積もり、その余裕額を親会社に支払わせようと A 前社長は考えた。そのため、契約書の締結日は 2025 年 6 月 1 日になっているが、実際の契約書の作成は決算月のギリギリまで遅れた。
- ・ 8000 万円ぐらいは親会社に払えるという想定で、毎月 2500 万円を 3 ヶ月支払うという契約書を作ったが、実際には 3 ヶ月で 6000 万円ぐらしか払えないということが分かり、毎月の請求は 2000 万円とすることになった。そのため、契約書に定めた月額支払額と実際の請求額で 5 百万円の差異が発生した。

当該契約書上、契約締結日は 2025 年 6 月 1 日として押印されていたが、契約書の最終ドラフトは 2025 年 8 月 6 日に H 氏から N 氏 (cc: A 前社長) にメール送信されており、V 社の押印管理簿によれば、実際に契約書に押印されたのは 2025 年 10 月であった。一方で、対象会社においては認印による押印だったので、対象会社の押印管理簿の管理対象外

であった。

上述の常務取締役管理本部長の供述を裏付けるように、2025 年 8 月 1 日に A 前社長が H 氏に業務委託内容の内訳項目を明示した上で、業務内容ごとの委託料算出を H 氏に指示し、H 氏は資金繰り予想をもとに委託料を算出する旨を述べた以下のメールが顕出された。

(A 前社長が H 氏に送信したメール)

タイトルは、業務委託契約書。

業務内容は、

- ①経営コンサルティング
- ②営業支援
- ③プロダクト提供支援
- ④上記に付随する一切の業務

委託料は①でいくら、②でいくらみたいに決めなければなりません。

(上記メールを受けて、H 氏が A 前社長に送信したメール)

資金繰り予想を確認していますので、確認でき次第、期間と金額設定相談させてください。期間は合併までのサポートという事で 2025 年 6 月 1 日～2025 年 8 月末の 3 か月でよいでしょうか？それとも 1 年としておいて、合併により契約が終了という形が良いでしょうか？

3.8.7.2 業務の履行状況

対象会社には給食事業に精通した人材がいなかったため、A 前社長は S 氏と協議の上、TM グループの中核企業の代表をしていた H 氏を兼任の形で 2025 年 4 月に V 社の事業責任者として迎え入れた。H 氏は V 社の給食事業にも精通しており、また、V 社の人員は H 氏のみであったことから、対象会社による V 社への特段のサポートは不要であった。よって、当該契約書に記載された役務提供はそもそも必要ではなく、また関係者へのヒアリングの結果、役務提供の履行も確認できなかった。

3.8.7.3 評価

当該コンサルティング契約は、子会社の節税だけを目的としたものであり、役務提供の実態が全く無いにもかかわらず、A 前社長主導により、コンサルティングの役務提供の形式を模した契約書が作成され、対象会社の単体決算で売上高が計上されていた。また、コ

コンサルティング報酬の金額決定の経緯は、節税を目的としたあまりにも露骨なものであり、その結果、大幅なバックデートで契約書が作成・押印されていた。よって、本調査委員会は、当該コンサルティング売上は正常な営業取引から逸脱した取引であったと評価した。

3.8.8 小括

上述のコンサルティング等売上の総額は 298,166 千円であったが、役務提供の実態を確認できる資料（提案書、成果物となる報告書、顧客との打合せ議事録、進捗会議報告資料、週次定例会資料など）が対象会社または取引の相手先から一切、入手できなかったコンサルティング等売上は 274,166 千円にのぼり、また、対象会社においてはすべて A 前社長 1 人のみによって提供されたコンサルティングという点で特異であった。

これらのうち、正常な営業取引から逸脱した取引であったと本調査委員会が評価したコンサルティング等売上は、連結決算で計上されたものが 97,500 千円、単体決算においてのみ計上されたものが 60,666 千円となった。

取引 F（AB 社に対するコンサルティング売上）を除き、これらコンサルティングの相手先は TM グループに関係する法人であった。TM グループの■である S 氏は、A 前社長によるコンサルティングの内容を高く評価していたが、そのコンサルティングの多くは 2025 年 3 月期の下半期に計上されており、対象会社の業績を下支えする結果をもたらしていた。

なお、TM グループは、コンサルティングサービスが提供されていないとの主張はしておらず、対象会社が受領した対価についての返還義務が生じる可能性は、現段階では考えにくいものと評価された。

3.9 TM グループに対する顧客紹介料と新株予約権譲渡に係る疑義

3.9.1 TM グループの関連企業に対する顧客紹介料の支払いに関する疑義

3.9.1.1 顧客紹介料の支払い経緯

対象会社は 2024 年 7 月に TM グループと業務提携契約を締結した。そして、対象会社の顧客基盤の拡大を目的に、TM グループの■の S 氏から医療機関等の顧客を紹介してもらうことを期待し、2024 年 9 月に TM グループの関連企業である U 社⁷⁶との間で顧客紹

⁷⁶ T 氏と S 氏が 50%ずつ出資する TM グループの中核企業である。

介契約を締結した。この顧客紹介契約においては顧客紹介料の支払いは現金振込または対象会社の株式でおこなう旨が定められていた。この顧客紹介契約に従い、対象会社は 2025 年 3 月に U 社に対して顧客紹介料■万円（税抜）を費用計上した。この顧客紹介の請求書には、U 社が紹介した顧客名が記載されておらず、金額のみが記載されていた。対象会社では、この請求書について支払稟議書が作成されていたが、その稟議書においても、紹介された顧客名は記載されていなかった。この請求書に対して支払処理するように経理担当者に指示したのは A 前社長であった。

紹介を受けた顧客名について対象会社を通じて、2026 年 6 月に A 前社長へ質問したところ、PP 社と■■■会の 2 法人とのことであった。しかし、2026 年 7 月に実施した本調査委員会によるヒアリングに対して、A 前社長は紹介を受けた顧客名をよく覚えていない、顧客紹介料が■百万円に決定された経緯についても覚えていないと述べた。一方で紹介料を受領した U 社の株主オーナーである S 氏は、本調査委員会によるヒアリングに対して、A 前社長が 2026 年 6 月に回答した 2 社とは異なる法人名を述べた。

通常、営業取引の相手先となる顧客の紹介に係る顧客紹介料は営業費用として販売費及び一般管理費で処理される。対象会社においては、当該顧客紹介料は、営業費用ではなく、営業外費用の雑損失で処理するよう A 前社長が経理担当者に指示していた。A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、突発的でテンポラリーなものに関しては営業外費用で処理すべきと考えており、これは不正会計ではないと述べた。

3.9.1.2 評価

紹介料が■百万円にも上るにもかかわらず、支払稟議や請求書に紹介先が明示されておらず、さらに A 前社長の回答が変遷したこと、S 氏の供述との食い違いなど、当該顧客紹介料の目的や実在性について疑義を抱かせるものであった。このように紹介顧客の名称が明らかにならないような支払われること自体、対象会社と TM グループとの通常でない緊密な関係を示すものであった。

3.9.2 TM グループの関連企業に対する新株予約権の譲渡目的に関する疑義

3.9.2.1 新株予約権譲渡の経緯

2025 年 3 月期（第 4 四半期）において、A 前社長は自ら保有する第 3 回新株予約権（有償ストックオプション）300 個および 5,000 個のそれぞれを有償で U 社に譲渡した。当該新株予約権は 2022 年 8 月 17 日に発行を決議されたものであるが、中長期的な対象会社の

業績拡大及び企業価値の増大を目指すにあたり、より一層意欲及び士気を向上させ、対象会社の結束力をさらに高めることを目的に発行されたものであった⁷⁷。

(1) 第3回新株予約権（有償ストックオプション）300個の譲渡について

A 前社長は自らが保有する第3回新株予約権 300 個（30,000 株相当）を U 社に譲渡することを目的に 2025 年 1 月 6 日に U 社と新株予約権譲渡契約書を締結した。この譲渡により A 前社長は 2025 年 1 月 22 日に■円を得た。第3回新株予約権の権利行使価格は 1 株当たり 137 円、2025 年 1 月 6 日における株価は 748 円であったことから、譲渡日時点の当該新株予約権 300 個の本源的価値⁷⁸は 18 百万円と見積もられた。

当該新株予約権の譲渡は 2025 年 1 月 22 日付で取締役会の書面決議により承認され、2025 年 1 月 22 日に対象会社は U 社との間で新株予約権割当契約書を締結した。書面決議に際し、各取締役に送付された電子メールにおいて、A 前社長が自身のストック・オプションを使ってパートナーへの報酬とするカタチを取りますとの説明が記載されていた。

A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、当該譲渡は、2024 年 9 月から対象会社で開始した給食事業の顧客先（すべて TM グループに参画する医療・介護施設）を紹介してくれたことへの御礼であると述べた。2024 年 9 月に TM グループから給食事業の顧客を紹介してもらった際、TM グループはその紹介の対価を求めなかったため、A 前社長は自分の個人としての意思により御礼として新株予約権を譲渡したとのことであった。譲渡対価の決定方法について A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、譲渡時の時価を参考に決定したと述べた。

2024 年 9 月から対象会社で開始した給食事業から毎月約 230 万円の粗利が得られていたことを前提とすれば、V 社の買収までの期間（7 ヶ月間）で得られる粗利は約 1600 万円と推定された。譲渡日時点の本源的価値が約 1800 万円であった新株予約権 300 個を A 前社長は■万円で U 社に譲渡したことから、A 前社長が U 社に譲り渡した新株予約権に係る潜在的利益（本源的価値から譲渡代金を控除）と、TM グループから紹介された給食事業の 7 ヶ月間の粗利は近似していた。

U 社の株主オーナーである S 氏は、本調査委員会によるヒアリングに対して、当該譲受については有償ストックオプションの購入を打診されたので購入を決めたと述べた。これから事業を一緒にやっというタイミングだったので、将来の顧客先の紹介なども

⁷⁷ 2022 年 8 月 17 日に開示された「募集新株予約権（有償ストック・オプション）の発行に関するお知らせ」より引用

⁷⁸ 譲渡日時点の時価から新株予約権の権利行使価格を控除して算出

頼まれたとのことであった。

(2) 第3回新株予約権（有償ストックオプション）5,000 個の譲渡について

A 前社長は自らが保有する第3回新株予約権 5,000 個（500,000 株相当）を U 社に譲渡することを目的に 2025 年 3 月 24 日に U 社と新株予約権譲渡契約書を締結した。この譲渡により A 前社長は 2025 年 5 月 13 日に■円を得た。第3回新株予約権の権利行使価格は 1 株当たり 137 円、2025 年 3 月 24 日時点の株価は 718 円であったことから、譲渡日時点の新株予約権 5,000 個の本源価値は 290 百万円と見積もられた。

上述の 300 個譲渡とは異なり、当該 5000 個の譲渡については取締役会で承認決議がなされていなかったため、その譲渡目的は明らかではない。

A 前社長は、本調査委員会によるヒアリングに対して、当該譲渡は将来の顧客紹介を期待しての譲渡であり過去の取引の御礼ではない、今後一緒に事業をしていくために S 氏が顧客紹介をさらにコミットメントするためにも 5,000 個の譲渡が必要であると求められたことが譲渡理由であると述べた。

U 社の株主オーナーである S 氏は、本調査委員会によるヒアリングに対して、300 個の譲渡と同様に有償ストックオプションの購入を打診されたので購入を決めたものであり、これから事業を一緒にやっというタイミングだったので、将来の顧客先の紹介なども頼まれたが、将来の顧客紹介のコミットメントが条件の譲受ではなかったと述べた。

なお、第3回新株予約権発行要項に基づけば、譲渡に際して対象会社の取締役会の決議による承認が必要であったが、A 前社長はこの承認を得ないまま新株予約権 5,000 個の譲渡によって■円を得ていたことになる。

3.9.2.2 小括

これら新株予約権が譲渡された 2025 年 1 月と 3 月は、S 氏が役員を務める 4 つの医療法人から合計 1 億 2 千万円のコンサルティング契約を対象会社が獲得し、S 氏側よりコンサルティング報酬を受け取る立場にあった時期だった。また、V 社の株式交換に伴って 2025 年 3 月 31 日には S 氏らに対象会社の株式が割り当てられた。このような時期に A 前社長は、S 氏が■をつとめる TM グループの関連企業との間で、譲渡理由が判然としない一連の多額の新株予約権の譲渡を行っていた。

第3回新株予約権は、役職員に対するインセンティブとして付与されたものである。役

職員に付与された新株予約権を事業法人に譲渡するのは、当初の第3回新株予約権の発行の趣旨から乖離しており、通常は考えにくい取引である。300個の譲渡理由が、A前社長が供述したように顧客紹介の御礼もしくは将来の顧客紹介を期待しての譲渡であるならば、本来は経営者個人ではなく、会社が支払うべきものであり、取引動機に関する合理的な説明とも言い難い。本来会社で支払うべきものを経営者個人が支払う場合、本来は会社の費用として計上されるべきものが損益計算書に反映されず、会社の損益状況を実態よりも良く見せることが可能となり、投資家の判断を誤らせることにもなりかねない。

さらに、上述の新株予約権 5,000 個の譲渡においては、取締役会による承認が必要だったにもかかわらず、これを怠ったまま A 前社長は、対象会社の大株主である S 氏に関する企業と多額の個人取引を行っていたという点で、A 前社長の行為は不適切であったと本調査委員会は判断した。

3.10 捺印管理簿の改ざん疑惑

3.10.1 捺印管理簿の改ざん

前述の通り、コンサルティング契約の契約書に関しては、かなりの日数のバックデートによる捺印の実務が散見された。そのため、A 前社長が代表取締役に就任した 2024 年 6 月以降の捺印管理簿の作成状況を調査した。対象会社では、実印については捺印記録簿が作成されていたが、認印（銀行印としても使用）については捺印記録簿が作成されていなかった。コンサルティング契約については実印で捺印された時期もあったが、現在は認印で捺印されている。

対象会社が V 社と締結した業務委託契約書は、契約書上の契約締結日は 2024 年 11 月 1 日であったが、実際には 2024 年 12 月 3 日に押印されたことを示すメールが顕出された。そこで捺印記録簿を調べたところ、実印の押印日は 2024 年 11 月 1 日とされていた。本調査委員会のヒアリングに対して、当時の押印管理者は以下を述べた。

- ・ A 前社長が入社する前から捺印記録簿は手書きで作成してきた。会社の実印を押印した場合、捺印記録簿にはその押印日を記載していた。そして、捺印記録簿は会社の金庫で保管管理していた。取締役会決議の対象となるような契約書については、実際の契約書への押印は取締役会での承認決議の翌日以降ということはよくあることで、実際の押印日を正確な日付けで捺印記録簿に記録して残していた。
- ・ 2025 年の初夏ぐらいに、A 前社長から「書類のバックデートは絶対にはあってはならない。実際の押印日を記載した捺印記録簿をそのまま残しておくことはできな

い。契約書への捺印日は、契約日でなければならない。」と指摘された。A 前社長が代表者に就任して以降の捺印記録簿の廃棄を命じられ、シュレッダーで廃棄した。2025 年春以降、自分への A 前社長の圧（パワハラ）が厳しくなってきた。私が口応えも何もできずに、「はい、分かりました」というような状態になってしまった時に捺印管理簿の廃棄を命じられた。「なぜ、そんなもん残してんだよ、バカじゃねえの？」ってというような言われ方をした。

- ・ A 前社長が代表者に就任して以降に A 前社長の代表者実印を押印した案件について日付を全部書き換えさせられた。就任以降、日付を改めた案件は、A4 で 5-6 ページ分ぐらいだった。1 ページに 20～30 案件ぐらいが記載されていたが、全部エクセルで作り直させられた。そのため、不自然なぐらい綺麗な日付けのバージョンしが残っていない。この結果、A 前社長が代表者となった 2024 年 6 月以降はエクセルの捺印管理簿となった。廃棄した手書きの捺印記録簿はコピーなどのバックアップは取っていないので、廃棄してしまった期間に係る捺印記録は現時点では何も残っていない。

この供述には具体性があり、また、廃棄の対象となった押印案件の件数も、本調査委員会が入手したエクセルの捺印管理簿とおおむね整合していた。

当時の押印管理者は精神的に追い込まれたこともあり、2025 年 8 月より出社できなくなり対象会社の役職員を辞した。その後、以前と同様に手書きで押印日や書類名等を記入する管理簿へと戻り、現在も手書きの管理簿が継続していた。ただし、コンサルティング契約などの書類については、実印ではなく、現在は認印が用いられるようになっていた。認印については捺印管理簿を作成しないという A 前社長入社前からの実務は現在も継続されていた。

3.10.2 評価

コンサルティング契約の契約書へのバックデート押印状況、不自然なほど契約書締結日と捺印日が一致しているエクセルの捺印管理簿の状況を踏まえれば、当時の押印管理者の供述の信憑性は高い。もっとも、調査の限界から、不適切な行為が行われたと断定することはできなかった。そこで、今後の対象会社の管理の在り方を検討するにあたっての一助とするためここに記すこととした。

3.11 T グループとの関係と本件への影響

V 社事業及び ZW 社の事業の主要な顧客は「T グループ」であり、対象会社は、T グル

ープとのパートナーシップ基本契約を締結しプレスリリースをしている⁷⁹。このプレスリリースでは、「医療施設 58、総病床数 3,700 以上を有する大手医療法人グループである T グループ（代表者：会長 T）」と説明されており、「コンサルティング業務」や、同グループからの「医療的観点のアドバイスを獲得」し、「商品マーケティングへの活用」を行うことを公表している。

この点、医療法人との協業については、医療法の制限により、対象会社（特に ZW 社）が、医療法人を支配する形態は許されないと解されている（医療法 7 条ほか）。

また、T グループの関係者は、対象会社の株式を保有しており、例えば主要株主になった場合、①対象会社の株式の取引に制限が生じる（金融商品取引法 163 条ないし 165 条ほか）、また、対象会社との取引は関連当事者取引の問題が生じかねない。

さらに、主要株主に該当しない場合でも、会計上、実質基準での関連当事者に該当することもあり得る。そのため、V 社及び IW 社の株主は T グループの者であったところ、株式交換実行後の対象会社に対する持株比率については慎重に検討されていたものと思われる。

また、更に、ZX 社の買収に関しては、日本取引所自主規制法人による、実質的存続性の審査が開始されたため、T グループと近い ZW 社の関係者の対象会社への関与などについては慎重な考慮が必要な状況になった。

そもそも、上記のような法的な側面以外にも、T 氏、S 氏としては、あまり目立つことはしたくない、名前を出したくないという意向があったことを述べる関係者は複数存在する。

以上のような背景から、対象会社では、しばしば、T グループとの関係を表に出さないようにするという考慮がみられたようである。

3.12 M&A における株主等に関する不十分な開示

本調査の過程で、対象会社の M&A 取引において、対象会社の株主構成につき、適時開示において開示された相手方（株式交換完全子会社）の株主構成と株式交換実施時の株主構成が異なり、そのことが開示されていないのではないかという疑義が生じた。また、それ以外の事項についても事実と反する開示があるのではないかという疑義が生じた。以下詳述する

3.12.1.1 ZX 社（現 ZW 社）との株式交換時の適時開示時の「大株主及び持株比率」の記載について

対象会社が ZX 社との株式交換について行った適時開示における「大株主及び持株比

⁷⁹ 2024 年 7 月 30 日「当社事業に関するパートナーシップ基本契約締結のお知らせ」

率」の記載については、以下のような記載になっている（以下、「ZX 社株主適時開示」という。）。基本合意の開示である 2025 年 9 月 10 日付けの「株式会社 ZX 社の完全子会社化に向けた 基本合意書締結に関するお知らせ」及び株式交換についての開示である 2025 年 10 月 14 日付けの「株式会社 ZX 社の株式交換による完全子会社化に関するお知らせ」ともに同じ内容であり、下記は 2025 年 9 月 10 日付けの適時開示からの引用である（この株主構成を「ZX 社適時開示株主構成」という。）。

(9) 大株主及び持株比率	ZDD 社 ⁸⁰		(代表取締役 :
	B 副社長 ⁸⁰	91.00%	
	■ ⁸⁰	6.00%	
	■ ⁸⁰	2.00%	
	■ ⁸⁰	1.00%	

（なお、2025 年 10 月 14 日付けの適時開示の項目番号は「(11)」。）

この記載は、2025 年 11 月 12 日付けの第 69 期定時株主総会招集通知の株主総会参考書類⁸⁰の記載とも同じである（参考書類では、持株数も開示されている）。

この ZX 社適時開示株主構成では、B 副社長（当時対象会社の社外取締役）が代表を務める「ZDD 株式会社」（以下「ZDD」という。）が株式の 90%以上を保有している。

しかしながら、対象会社から説明を受けた ZX 社の株主の変遷は以下のとおりである（以下、2025 年 11 月 28 日時点での株主構成を「ZX 社株式交換時株主」という。）。なお、対象会社から受領した資料には、「※9/10 の IR については 9/1 時点を提出」という付記があった。

赤枠部分（本調査委員会で追記したもの）が、ZX 社適時開示株主構成から変動している部分である。

⁸⁰ 「第 69 期定時株主総会招集ご通知」の頁数では 13 頁。

	設立時	2025/7/25	2025/8/1	2025/9/1	2025/9/3	2025/9/10
	500	390	130	-	-	-
	500	390	130	-	-	-
	-	60	60	60	38	38
	-	20	20	20	20	20
	-	10	10	10	10	10
	-	10	10	-	-	-
	-	20	20	-	-	-
	-	20	47	-	-	-
	-	20	47	-	-	-
	-	20	20	-	-	-
	-	20	119	-	-	-
	-	20	20	-	-	-
	-	-	161	-	-	-
	-	-	45	-	-	-
	-	-	161	-	-	-
	-	-	-	910	910	910
	-	-	-	-	22	22
合計数	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

更には、株式交換が決議事項となっている第 69 期定時株主総会の開催日の翌日である令和 7 年（2025 年）11 月 28 日付の株主名簿では ZDD 社の株式は減少し、個人株主（S 氏の親族及び T 氏の親族・資産管理会社含む）の株式数が増加している。

以下、上記令和 7 年（2025 年）11 月 28 日付の株主名簿の上位者のみ抜粋する。

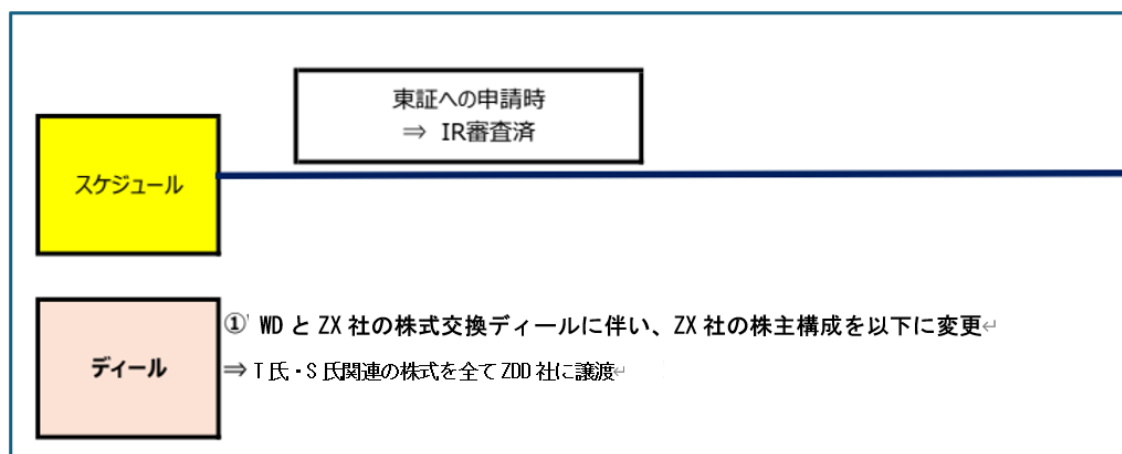
株主の氏名又は名称	住所又は所在地	株式の種類	株式数
		普通	88
		普通	20
		普通	10
		普通	10
		普通	260
		普通	161
		普通	45
		普通	161
		普通	20
		普通	119
		普通	20
		普通	20
		普通	47
		普通	47

また、フォレンジックでは、「株式交換に伴う ZX 社側の対応ディールの件」というタイトルの書面が発見され（2025 年 9 月 9 日付け）、その中では図表入りで株主の異動につ

いて説明されていた（この書面を、以下「ZX 社株主異動チャート」という。）。(別紙 3.12.1.1)

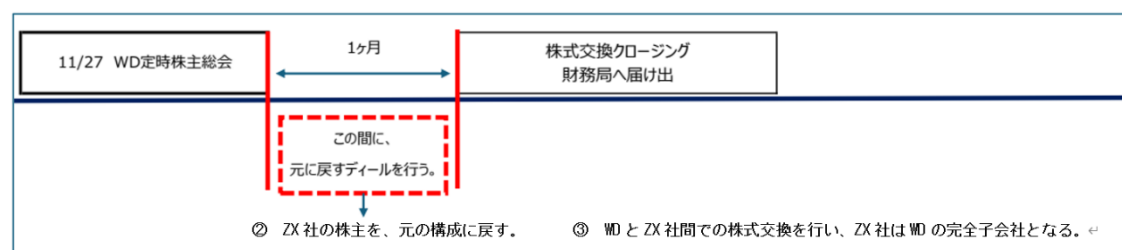
具体的には、ZX 社株主異動チャートでは、①から③の番号が振られ、「① WD と ZX 社の株式交換ディールに伴い、ZX 社の株主構成を以下に変更⇒ T 氏・S 氏関連の株式を全て ZDD 社へ譲渡」という記載がある。

(ZX 社株主異動チャート抜粋)



次に、「11/27 WD 定時株主総会」と「株式交換クロージング 財務局へ届け出」という枠囲みの間に「1ヶ月」と記載されその下に、「この間に元に戻すディールを行う。」との記載があり、「②」として「ZX 社の株主を、元の構成に戻す。」と記載され、「③」として「WD と ZX 社間での株式交換を行い、ZX 社は WD の完全子会社となる。」という記載がある。

(ZX 社株主異動チャート抜粋)



つまり、一時的に、ZX 社の株主を ZX 社適時開示株主構成とし、その後「元に戻す」とにより、ZX 社株式交換時株主とすることが意図されていたことが判明した。

更には、この株式の移動については、買い戻し特約付きで、ZDD 社に株式を譲渡する

契約が行われていたことも判明している。フォレンジックでは、C取締役、B副社長をC.C. に入れ、買い戻しの特約付きで株式をZDD社に譲渡するという内容の契約書のドラフトがやりとりされているメールが発見されている。また、S氏らからのヒアリングによれば、実際に買い戻しの特約付きでの譲渡が行われた可能性が高い。

関係者の上記の意図を示すものとして、ZX社関係者と対象会社との間で、週次で行われていた会議の2025年9月3日付けの「株式会社ウェルディッシュA前社長との打ち合わせ議事録」と題する議事録が発見された（以下、「9月3日議事録」という。）。「出席者」として、「A前社長、S氏、B副社長、C取締役、H氏、AZ氏、M氏（記録）」との記載があるが、この議事録の中では以下のような記述があった。

9月3日議事録の「1.主な協議事項」という項目における記載

① ZX社の株式のうち、取締役以外が所持している株式（計900株）を、株式会社ZDD社（仮）に移転させる
（中略）

9月3日議事録の「3. その他追記事項等」「○ 株主構成について」という項目における記載（段落ごとに改行して丸数字を※を付けて追記した。）

東証審査において、株主の名簿を提出する必要がある。B副社長・■・●までなら名簿上問題ないが、B副社長の保有割合が6%で取締役全員足しても10%しか保有していないため、その他全員分についても提出を求められると思われる（A前社長）。※①

T家は、ZX社と取引関係にある医療法人の理事長や理事に就任しているため、東証に見られたくない（利益相反取引に該当するおそれがある）。※②

そこで、「■・■らが所持しているZX社の株式をいったんZDD社（仮）に移転させる。11月27日にある株主総会から1か月後の財務局に届出をするまでの期間に、ZDD社が持っている株式を■・■らに分散させる」といった形式をとることが考えられる。虚偽の報告をしているわけではないし、法律上の規制に抵触しないと思われる。※③

この記載によれば、一時的にZX社の株式をZDD社に移転して、株主総会後、株式交換の効力発生日までに、T氏及びS氏らに分散させることが協議されており、「虚偽の報告をしているわけではないし、法律上の規制に抵触しないと思われる。」という合意がなさ

れていることが示されている。

以上より、対象会社と ZX 社との株式交換においては、適時開示には ZDD 社が 91% の株式を持つ大株主として開示され、結果的に、ZX 社の株主としての S 氏、T 氏の存在は ZX 社の株式交換に関する前記の適時開示からは隠蔽されている。

3.12.1.2 ZX 社の株主構成とその開示についての評価

東京証券取引所の有価証券上場規程では、上場会社が株式交換を行う際には適時開示が必要である（同規程 402 条(1)i）。また、その開示の中では、大株主及び持株比率の記載が求められている（適時開示ガイドブック⁸¹128 頁）。

また、開示した内容について「変更又は訂正すべき事情が生じた場合」には、「直ちに当該変更又は訂正の内容を開示しなければならない。」と規定されている（416 条）。

また、上記適時開示ガイドブックには「今後重要な状況の変化が見込まれる場合は、その内容も追加記載する。」（同ガイドブック 129 頁）との記載がある。

この点、株式交換の対象となる会社の株主には対象会社の株式が割り当てられることになり、決して投資判断上、重要な事項ではないとは言えないと考えられ、慎重な対処が求められると思われる。また、そもそも一旦株式を移動させて、それが実行前に戻されることを予定しながら、一旦移動した状態のみを開示すること自体が不適切であろう。

従って、この開示は東証の規程との関係で不適切な開示であるといえることができる。

また、株主に関する記載は、対象会社が 2025 年 10 月 20 日に提出した臨時報告書にも記載があり、法定開示の趣旨からいえば、本来は注記などが必要であったのではないかという疑義が残る。

3.12.1.3 ZX 社の株主構成とその開示についての役職員の認識

上記の ZX 社の株主構成の変動についての関係者の説明は以下の通り、整合していない。

- ① A 前社長に説明を求めたところ、ZX 社の株主は ZDD 社であると考えていた。但し、インセンティブの目的で株式が複数の者に譲渡されるということは聞いており、そのことは東証にも説明済みであると述べた。また、A 前社長から提出を受けた東証に対するメールについては、Word の「コメント機能」でインセンティブ目的での譲渡に触れられていた。前述の ZX 社株式異動チャートを示し、ZX 社の株式が一旦 ZDD

⁸¹ 現行の東京証券取引所「会社情報適時開示ガイドブック（2026 年 7 月版）」（URL：<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/disclosure/guidebook/>）参照。当時の版でも同様の記載がある（以下同じ）。

社に寄せられ、それが一部元に戻されたというような動きを示したところ、これは知らなかった、これは「衝撃」であると述べた⁸²。

また、9月3日議事録については、確かにA前社長は出席していたと思う、「東証審査において、株主の名簿を提出する必要がある。」(9月3日議事録※①)はA前社長が発言したと思うが、「T家は・・・東証に見られたくない」(9月3日議事録※②)は自分の発言ではなく、B副社長かS氏の発言ではないか、「・・・ZX社の株式をいったんZDD社(仮)に移転させる。・・・」(9月3日議事録※③)という部分についても、A前社長はこのような発言はしていない。自分が退席した後に、このような協議が行われたのではないかと述べている⁸³。

ただし「S氏とT氏の名前はあまり出さない方がいい」という話はZX社の関係者から聞いていた、と述べている。

- ② B副社長は、ヒアリングに対して、ZDD社に株式を集約すること、及びそれを買戻す「可能性」があることは聞いていた、Tグループ側としては、ZX社の株主が開示されることについては、こだわりがなかった、東証への説明はA前社長がやるとしており、「我々」が何かを考えるものではない、また、B副社長としては、株主名簿に同族の名前が多数出ていると、「雇われ社長」のように見えるので、「かっこ悪い」とは思っていた、という趣旨のことを述べており、9月3日議事録の、虚偽報告ではない、法律に違反しないという部分も、「我々がする話」ではなく、それをいうとしたらA前社長ではないかと述べた。但し、この株式の移動のスキームを考えたのがA前社長かどうかについては、むしろ、このような株式の移動についてはTグループ内に一任していたとも述べている⁸⁴。
- ③ C取締役は、ZX社株式異動チャートは自分が作ったものだと思うと述べ、このようなことが許されるのか疑問を持ったので、A前社長に確認し、東証から確認を得ているので問題ないと回答されたと述べている。
- ④ 9月3日議事録については、出席者であるC取締役、B副社長、S氏、M氏、AZ氏に質問したところ、おおむねこの9月3日議事録の内容は事実であると述べ、C取締役、B副社長は、このように株主を移動させるスキームには不安を持ち、A前社長に確認したところ、「東証に確認済みである」という説明を受けて、「東証開示等に詳しいA前社長の言うことであれば」ということで納得したと述べている。なお、上記の出席者5人の中で、A前社長退席後にZX社のメンバーだけで株主の移動についてこれを話したと明言する者はいなかった。
- ⑤ また、買い戻し付きの譲渡についてもC取締役やB副社長は、そのような譲渡が検

⁸² A前社長に対する2026年7月14日付けヒアリング。

⁸³ A前社長に対する2026年7月13日付けヒアリング。

⁸⁴ これらは、B副社長に対する2026年6月30日のヒアリング結果による。

討されていたことは認識していたと述べている。

以上の証拠や供述を総合すると、理由はやや不明確ながら、S氏、T氏の名前を出さないという方針は、ZX社関係者及びA前社長も認識していたものと認められる。一方で、この株式をZDD社に一旦譲渡し、元に戻すというスキームを具体的に誰が発案したのかといった点について、確証を得るに至る証拠はなかった。

3.12.1.4 ZX社の株主構成等の開示についての役職員の責任

上記のとおり、ZX社の株主構成について、T氏及びS氏の存在をなるべく隠ぺいしようという意図は窺われるものの、本件調査では、誰の主導でこれが行われたのかについては明らかにならなかった。

しかしながら、そもそも9月3日議事録が作成され、その中に、「いったん」株式を移転して株主総会後に「分散」させ、それは法律にも違反しないという記載があり、それが代表取締役その他が参加する会議で回付されていたということは異常な事態であったといわざるを得ない。

現在明らかになっている事項からどんなに保守的に判断しても、対象会社では、Tグループとの関係の明確な整理ができておらず、「なるべく表にでないようにする」という方針が共有され、適時開示後の株主の変動の話と、いったんZDD社に譲渡して元に戻すという適時開示逃れのようなスキームが漫然と混同され、前者に関する適否の話が後者と混同されて進行してしまったということはできると思われる。そうだとすれば、当時の関係者の意識は、適時開示その他の規則軽視と非難されてもやむを得ない状況であったと認定する。

特に、東証の適時開示に詳しいA前社長がよいと言ったので、ということ述べた役職員については、一時的な株式の移動とその開示は、適時開示の趣旨からいえば、自然に考えても不適切な行為であり、このようなスキームを実行すべきではなかったことは十分認識すべき行為であったといえる。

3.12.2.1 V社との株式交換時の適時開示の「大株主及び持株比率」の記載について

対象会社は、ZX社 ホールディングスとの株式交換以前に、V社と株式交換を実施しているが、ここでもZX社と同様、株式交換のリリース時と株式交換の効力発生日の株主名簿は異なっており、結果的にS氏及びT氏の株主としての開示が回避された可能性がある。

まず、対象会社がV社との株式交換について行った適時開示における「大株主及び持株比率」の記載については、以下のような記載になっている（以下、「V社株主適時開示」という。）。2024年11月21日付けの「株式の取得（子会社化）に向けた基本合意書締結のお知らせ」という開示及び、2025年2月20日付けの「V社の簡易株式交換による完全子会社化に関するお知らせ」とともに同じ内容であり、下記は2024年11月21日付けの適

時開示からの引用である（この株主構成を「V 社適時開示株主構成」という⁸⁵）。

2024 年 11 月 21 日付けの「株式の取得（子会社化）に向けた基本合意書締結のお知らせ」における開示

（7）大株主及び持株比率	個人 20 名
--------------	---------

2025 年 2 月 20 日付け「V 社の簡易株式交換による完全子会社化に関するお知らせ」における開示（右欄）

⑫ 大株主及び持株比率 (2024 年 9 月 30 日現在)		24.9%	個人 20 名
		13.6%	
		9.4%	
		8.0%	
		5.7%	
		4.1%	
		4.0%	
		3.4%	
		1.9%	
		1.2%	

なお、簡易株式交換であり、この株式交換承認のための株主総会は開かれていない。

しかしながら、対象会社への質問及びフォレンジックの結果、2025 年 11 月 18 日付の V 社の株主名簿の写し（PDF ファイル）として、当時 2 種類のものが存在していたことが判明した。

まず、対象会社から株式交換時の株主名簿として提供された株主名簿として、S 氏が 32%、T 氏が 21%の株式を所有している合計 14 名の株主が記載されたものが存在した（以下、「V 社 14 名株主名簿」という。）

⁸⁵ なお、2024 年 11 月 21 日付けの適時開示の項目番号は「2」。

次に、フォレンジックの結果、20名の株主が記載された株主名簿も検出された（以下、「V社20名株主名簿」という。）。ここでは、S氏は8%の株主として記載されており、T氏の名前はなく、T姓の人物が8%の株主として記載されているのみである。

このV社20名株主名簿の真否について対象会社に照会し、関係者にも確認したところ、このような株主名簿に押印はされておらず、また、B副社長も、聞いたことのない氏名が多いと述べた。

また、V社20名株主名簿に株主として記載された氏名は、V社14名株主名簿の名前の「もじり」のような氏名が多い。

例えば、T■がTP■、T▲がTP▲、B副社長がB■■■■などである。

さらに、V社20名株主名簿は、やや押印がぼやけているものの、押印の位置や傾き等がV社14名株主名簿とほぼ同一であり、表の入れ替えによる偽造すら疑われるものであった。

そして、東京証券取引所に提出された株主名簿は、この「V社20名株主名簿」である（2025年2月13日付けのN氏から東証担当者への電子メールを確認した）。なお、2024年10月31日時点での株主はT氏とS氏で50%ずつである（法人税の申告書の別表を確認した。）

また、V社の財務調査報告書（2025年2月7日付け）を作成したΣ公認会計士事務所のβ公認会計士（以下、「β会計士」という。）にヒアリングしたところ、β会計士によれば、株主情報の入った財務調査報告書を対象会社に提出したところ、その数日後に株主情報を削除したバージョンも欲しいと言われて削除したものも送信したと述べている（これが、A前社長又はN氏からの依頼であったが記憶は曖昧とのことである）。フォレンジックの結果、β会計士は、2025年2月13日に、株主情報の入った財務調査報告書と株主情報が入っていない財務調査報告書をA前社長、N氏に送信している。上記の株主情報の入った財務調査報告書には、「株主I T氏 株主T S氏」と記載されており、少なくともV社20人株主名簿を前提にしたものとは考えられない（両名だけが記載されるということは両名が1位、2位株主ということが推測されるがV社20人株主名簿はそうになっていない）。また、β会計士の手元には、V社14名株主名簿が存在した。

さらに、東京証券取引所に照会したところ、V社14名株主名簿は受領していないとのことである。

3.12.2.2 V社のM&Aに関するその他の事項についての開示について

上記の株主に関する事実関係のほかにも、V社の株式交換に関する適時開示には、（以下、2025年2月20日付けの適時開示の「5. 本株式交換の当事会社の概要」の項目番号を示す）⑨従業員数、⑩主要取引先、⑭直近3年間の経営成績及び財政状態において誤りがあり、このうち、大株主及び持株比率、直近3年間の経営成績及び財政状態については、臨時報告書にも同様の記載誤りがあった。

(1) 「⑨ 従業員数」について

従業員数は 25 名と記載されていた。しかし、実際には V 社の従業員数は 2 名⁸⁶であり、著しい差異が認められた。

(2) ⑩主要取引先について

V 社の主要取引先としてパラマウントベッド株式会社、富士フイルムメディカル株式会社、ユニ・チャーム株式会社の 3 社が開示されていたが、特にユニ・チャーム株式会社については、直前事業年度における取引は無かった。また、代理店や卸業者経由でユニ・チャーム製品を仕入れたという実績も無かった。2025 年 4 月より V 社の代表者を務める H 氏の説明によれば、TM グループの関連企業ではユニ・チャーム株式会社との取引があるため、V 社でもユニ・チャーム株式会社との取引を将来開始できるかもしれないとの話を A 前社長にした記憶はあるが、2025 年 2 月の段階でユニ・チャームが主要取引先であるとの情報提供をした事実はないとのことであった。

(3) ⑭直近 3 年間の経営成績及び財政状態について

V 社の 2024 年 10 月期の経営成績について、適時開示及び臨時報告書での開示と、2024 年 10 月期の税務申告書に添付されていた損益計算書の数値には以下の乖離があった。

(単位：百万円)

	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益
2024 年 11 月 21 日 付の適時開示 ⁸⁷	900	100	115	115
2025 年 2 月 20 日 付の適時開示及び 臨時報告書	900	100	115	115
実際の決算数値	994	69	50	54

3.12.2.3 V 社の株主構成等の開示についての評価

まず、株主構成については、ZX 社の株主構成について前述したとおりであり、T 氏・S 氏の株式交換の対象会社の株主としての開示を避けようとしたことが窺われ、極めて不適切な開示である。仮に、V 社 14 名株主名簿を元にして適時開示をするとしても、「個人株主 20 名」という記載が「個人株主 14 名」になっただけであり、実質差異はないという考え方もあり得るが、前述の V 社に関する 2024 年 11 月 21 日付けの「株式の取得（子会社化）に向けた基本合意書締結のお知らせ」の適時開示の約 4 ヶ月前に T グループとの「パ

⁸⁶ 2025 年 2 月 20 日時点において、正社員 2 名のほか、TM グループの関連企業からの業務委託者 2 名を加えた合計 4 名での業務執行体制であった。

⁸⁷ 「株式の取得（子会社）に向けた基本合意書締結のお知らせ」の「2. 株式を取得する会社の概要」において開示された V 社の経営成績を引用

ートナーシップ基本契約」の締結が開示されており（2024 年 7 月 30 日）、V 社の株式交換の適時開示には、対象会社と V 社の関係として「当事会社の関係」欄に記載が必要な可能性もあったと思われるし、東証からのそのような指摘・質問を避けようとしたことも窺われ、不適切な行為であると評価せざるを得ない。

次に、上記の従業員数、主要取引先及び決算数字についての適時開示の内容が事実と相違していた点については、従業員数をことさらに大きく見せようとしたり、有名企業と取引がある企業であるとみせようとしたことが窺われ、極めて不適切である。

また、上記の事実と異なる記載のうち、大株主及び決算数字については、対象会社が 2025 年 2 月 20 日に提出した臨時報告書にも記載があり、この記載も誤りであったことになる。上記の事項はいずれも「重要性」がないと即断することはできないことも適時開示と同様である。

3.12.2.4 V 社の株主構成等の開示についての役職員の認識

この点、A 前社長にヒアリングしたところ、そもそも、V 社は、当初 T グループの主要取引先という程度の認識であり、最終的な株主構成を認識したのは 2025 年 1 月から 2 月ころであるとのことである⁸⁸。株主名簿については、東証には、V 社 20 人株主名簿も V 社 14 名株主も提出している、V 社 20 人株主名簿は、株主の名前を出さないでくれと言われて提出したが（後述するとおり、N 氏を通じての趣旨であると思われる）、N 氏に対して「間違っている」、「倫理的にもおかしい」と言って、合っているのはこちらであると伝えて、V 社 14 名株主名簿を提出したと述べている。具体的には、V 社 20 人株主名簿は N 氏が「気を遣ってやりすぎちゃう」ので、「N さん正しいのを送ってくれ」といって V 社 14 名株主名簿を提出させたと述べている。また、β 会計士が作成した財務調査報告書が 2 種類あることについては記憶がないとのことであった⁸⁹。

また、上記の従業員数についての記載は N 氏が行ったものであり、取引先については（A 前社長の供述によれば）V 社はユニ・チャームの代理店をしていたので主要取引先としても違和感はないと述べている。

N 氏は、V 社 20 人株主名簿を受け取って（どのように誰から受け取ったかは記憶がはっきりしないようである）、東証に提出した、それが正しいものであると考えていた、その後、株主名簿管理人の三井住友信託銀行に V 社 14 人株主名簿を提出した記憶はあるが、V 社 20 人株主名簿から株主が変わったのかなと思ったと述べている。

また、決算数値の乖離の背景について N 氏に質問したところ、本調査委員会のヒアリングに対して N 氏は以下を述べた。

「V 社との基本合意書締結は 2024 年 11 月下旬だった。その適時開示に際して、10

⁸⁸ A 前社長に対する 2026 年 7 月 29 日のヒアリング結果。

⁸⁹ A 前社長に対する 2026 年 7 月 29 日のヒアリング結果。

月決算の V 社は、まだ確定していない決算数字だったが、見込値で 2024 年 10 月期の経営成績を開示するように A 前社長から指示を受けて開示した。その後、実際に決算が確定して出てきた数字は当初の見込値と異なってしまった。それで、どうしようかと A 前社長に指示を仰いだら、前回公表した数字で開示しておいてと言われたので、当初の数字のままで開示したという記憶がある。」

なお、V 社に関して開示が必要な事項について、N 氏が、必要事項を A 前社長に伝達しているメールも検出されている。

B 副社長は、ヒアリングにおいて、V 社 20 人株主名簿については見覚えがないと述べている。

この V 社 20 人株主名簿がどのように対象会社にもたらされたのかについては判明しておらず、K 氏が A 前社長及び N 氏に対して、2025 年 2 月 12 日 17 時 32 分に送信したメールでは、V 社 20 人株主名簿の PDF ファイルが添付され、「V 社様株主名簿の PDF 送付します。」と記載して送信しているメールが検出されており、K 氏は、はっきりとは覚えていないが、紙の株主名簿を PDF 化するように頼まれたのではないかと述べている。

3.12.2.5 V 社の株主構成等の開示についての役職員の責任

上記のとおり、V 社の株主構成について、T 氏及び S 氏の存在をなるべく隠ぺいしようという意図は窺われるものの、本件調査では、誰の主導でこれが行われたのかについては明らかにならなかった。

A 前社長によれば、自分がこの 20 名の株主名簿は正しいものではないと気がつき、東証に正しいものを送付させていたと述べるが、前述の通り東証は正しい名簿を受け取っていない。この点、少なくとも確認不足の点につき過失は免れないものと思われる。

株主構成以外の誤った記載については、それがどのようなプロセスをたどったのか、正確な経緯を再現することは難しいが、A 前社長も開示等の作業の近くにいたことは間違いがなく、正確を期すべく作業を行うべきであったところ、こちらについても少なくとも確認不足の点について過失は免れないものと思われる。

第 4 章 会計上の影響について

A 前社長が対象会社の代表取締役役に就任した 2024 年 6 月以降、実態に疑義のある売上取引が多数検出された。

2025 年 3 月期及び 2025 年 8 月期の連結売上高のうち、会計上の検討が必要となる可能

性がある一定の疑義が認定された売上高は以下の通りであった⁹⁰。

(単位：百万円)

	2025 年 3 月期	2025 年 8 月期 (5 ヶ月決算)
連結売上高 ⁹¹	1,974	1,305
うち、疑義ある金額		
(A) 給食事業の売上高（総額表示）	534	670
(B) 入院介護用品の販売支援事業に係る売上高	-	65
(C) コンサルティング売上	45	-
合計	579	735

(注 A) 総額表示された給食事業に係る売上高である。詳細は「3.6.2.6 給食事業における売上高の総額表示について」を参照。

(注 B) 入院介護用品の販売支援事業に係る売上高である。詳細は入院セット「3.6.3 入院介護用品の販売支援事業の実態と会計処理の疑義」を参照。

(注 C) V 社に対するコンサルティング売上高である。詳細は「3.8.4 取引 C (V 社に対するコンサルティング) について」を参照。

財務諸表の作成責任は経営者にあり、会計監査人は会社が作成した財務諸表を監査する責任を負う。本調査委員会は、適正な財務諸表とするための具体的な訂正内容を提示する立場にはなく、そのような事項は本調査委員会に対する委嘱事項にも含まれていない。

対象会社は、本調査報告書の指摘を踏まえ、適切な会計処理を行うべきである。その際には、各取引の実態に基づき、本人取引と代理人取引の区分、それに応じた総額表示又は純額表示の要否、営業取引への該当性及び損益計算書上の適切な表示区分その他について、会計基準に照らして適切に検討し、判断する必要がある。

第5章 原因分析

⁹⁰ なお、2026 年 8 月期の中間連結会計期間については、会計監査人の期中レビュー報告書は「結論不表明」であることにも鑑み、ここではさらなる検討を行っていない。

⁹¹ 2025 年 8 月期の有価証券報告書から抜粋

5.1 株価及び自己の経済的利益を過度に意識した経営

対象会社は2024年3月期に債務超過となり、2025年3月期の純資産の額によっては上場廃止となる状況にあった。さらに2024年3月末の対象会社の流通株式時価総額は10億円を切っており、上場維持基準への適合に向けた純資産の増加と株価上昇が経営上の喫緊の課題であった。そのような状況下で、A前社長は、当時の大株主からの強い依頼を受け2024年4月1日に対象会社に入社し、同年6月27日に対象会社の代表取締役社長に就任した。取締役の任期は2年であった。この時の対象会社の株価は187円だった。

A前社長は経営改善を強力に推し進めた。同年7月30日には、Tグループと、包括的なパートナーシップ契約を締結することを決定した。同年10月31日には、2025年3月期の連結業績について、従来の営業赤字7百万円、親会社に帰属する当期純損失48百万円という予想だったものを、営業黒字80百万円、親会社に帰属する当期純利益300百万円と黒字転換する予想を発表した。しかし、この黒字決算の背景には、V社などTMグループの関連企業などとの役務提供の実態について疑義があり、本調査においても合理的な説明がなされなかったコンサルティング取引の存在があった。

同年11月8日、対象会社の株価は近年の最高値である997円をつけた。A前社長は、株価を強く意識した経営を行っていた。A前社長自身、ストックオプションを大量に付与されており、株価を上げることはA前社長に経済的インセンティブもあった。同年11月12日、対象会社は中期経営計画を公表し、3年後の2028年3月期には売上高180億円、当期純利益20億円という高い経営目標を掲げた。この経営目標を達成するために、社内に管理系人材がほぼおらず管理体制が脆弱なまま、A前社長は自ら単独によるコンサルティング取引、そして2025年3月には1ヶ月間でV社の買収を含め3件の企業結合を矢継ぎ早に実行した。しかしながら、管理体制は依然脆弱なままであり2025年8月期の内部統制報告書において、開示すべき重要な不備があり、財務報告に係る内部統制は有効でない旨を開示することとなった。

中期経営計画の達成に向けて連結子会社化したV社では、本人取引としての実体が疑わしい給食事業の売上高が総額表示されるなど、会社の業績に大きな影響を及ぼしていた取引が行われていた。

その後、A前社長は同年6月5日、LINEで、対象会社役員ら限定された宛先ではあったと思われるが「明日の取締役会でもO氏に向けて話しますが、そもそも私は■の友人から紹介を受けた大株主達に依頼をされ、エクイティ報酬と引き換えに株価を上げにこの会社に来ただけです。その過程において、再建や拡大という作業が存在するだけです。」「中

経が前倒しで達成されたり株価がターゲットまで上がれば私は株式を売って辞めます。いつまでもいません。おそらくあと 1、2 期です。」「私はこの会社の株価を上げる目的で来ています。」というメッセージを送った。

これらの事情からすれば、本件では、対象会社の上場維持及び企業価値向上という会社としての課題と、A 前社長個人の株価上昇及びエクイティ報酬に関する経済的利益とが重なり合い、その結果、A 前社長において、短期的な株価上昇及び開示上の業績改善を過度に重視する経営姿勢が形成されたものと認められる。そのような経営姿勢が、役務提供実態に疑義のある取引、実質的な検討が不十分な M&A、実態と異なる開示、及び不透明な新株予約権取引を誘発又は助長したものと評価できる。

5.2 経営トップのコンプライアンス意識の欠如

上場企業の経営者が、株価を意識した経営を行うことは必要なことである。

しかしながら、法令遵守は、経営の前提である。特に、上場企業であれば、正常かつ公正な取引を通じて利益を上げ、適切な開示を行うことが強く求められる。

この点において、A 前社長は、法令遵守の意識が欠けていた。実態としての会社の利益獲得力を高めることへの意識は希薄で、開示上の業績を上げることに過度な関心をもっていた。対象会社は、役務提供の実態に疑義があるコンサルティングにより対価を受け取り、役務提供の実態に疑義がある給食事業などを取得した。そのような取引を行う一方で、結果的に事実と異なる開示が行われた。

A 前社長は、監査法人に対しても、実態と異なる説明をするなど、適切とはいえない姿勢であった。本調査委員会の調査に対しても、他の証拠から推認される事実と整合しないものと評価せざるを得ない説明などが少なからず含まれていた。

2026 年 8 月期（第 1 四半期）の決算においては対象会社からの資料提供の遅延や決算仕訳の誤り等により監査法人によるレビュー作業も遅延していた。そのため、決算短信の開示期限までに短信の提出が間に合わなくなるかもしれない状況に追い込まれていた。そこで東光監査法人は、監査法人として調書の体裁も含めてレビューが完了しない限り、レビュー報告書は発行できない旨を A 前社長に電子メールで伝えたところ、A 前社長は監査法人に対して、経営者としての説明責任を放棄し、決算・開示制度を蔑ろにするとも読み取れる以下の電子メールを送信した。

「私は開示は遅らせないですよ。」

オーナーじゃないので、遅れることが私の傷になるので開示します。そして私は辞めます。上場廃止になろうが知ったこっちゃあないんですよね。」【※後記改訂履歴部分における記載参照】

さらに、A 前社長は、会社の意思決定を記録する極めて重要な書類である取締役会議事録の事後的な改変に関与し、さらには、存在しない専門家意見が存在したかのような外観を有する偽装資料の作出や当該資料の外部への提出にも関与した事実が認められた。

これらのことを考えると、A 前社長は、上場会社の経営者として求められる誠実性・説明責任に欠けると評価せざるを得ない。

5.3 コンプライアンス体制の構築の軽視

V 社および ZX 社の株主に関する開示について述べたように、A 前社長以外の役員の説明を最大限斟酌したとしても、A 前社長の発言を軽信して開示をおろそかにしたという感否めない。

どのような理由があったとしても、開示のタイミングで一旦株主を移動するといった行為は許されないはずであり、むしろ A 前社長の発言を言い訳にしたとさえ評価されるべき事柄である。

したがって、一見して不自然な事柄に関しては、仮に誰かの承認があったといった情報があったとしても鵜呑みにせず、原則に立ち返って考える姿勢が重要である。

また、フォレンジックにより、A 前社長が手続きについて相談していた弁護士に対する暴言に近い発言、また監査法人に対する粗暴な対応などを見るに、A 前社長は、経営者として、外部の専門家を使うことについて基本的なルールが守れていなかったと言わざるを得ない。

もちろん、外部の専門家を是々非々で起用し、納得できないことについては再度確認をする必要はあるが、一定の常識ある対応をしない限り、正常な関係も築けず、親身になった回答も得られないことは理解すべきであろう。

5.4 経営監督機能の欠如

会社の取締役は、取締役会が候補を選任し、株主総会で承認される。代表取締役は、取締役会により選任される。

A 前社長には、国内上場企業の経営やファイナンスに関して一定の知見はあったと思われる。そこで、会社が危機的な状況にあった際に、A 前社長に一定の期待を寄せて、代表取締役としてのかじ取りをゆだねた当時の取締役会の判断は、理解できないわけではない。しかしながら、コンプライアンス意識といった、経営者としての基本的な資質についての適切な評価が十分であったかは疑問を呈されるところである。仮に、すぐに評価できない状況であったとしても、権限付与には一定の歯止めをかけて、慎重な監督をすべきであった。

特に、株式交換は、日常的な業務執行ではなく、会社の経営上、重要な意思決定である。上場市場において流通する株式を発行する取引であり、取締役が、善管注意義務を払ってその職務を行うことが求められる。取締役会において、十分な検討が行われてしかるべきであるところ、対象会社の取締役会においては、V 社の十分な検討が行われなかった。

例えば V 社の買収に際して、A 前社長は V 社の企業概要（正確な株主情報を含む）、事業の商流説明、株主との覚書など重要な契約行為などを取締役会に十分な説明をせず、株式交換契約の締結について取締役会の承認を書面決議で済ませた。重要な審議事項であったが、取締役には、足りない情報の説明を求め、審議するという姿勢が欠けていた。取締役会の経営監督機能が十分働くことなく、A 前社長が主導する株式交換取引が実行された。

また、期末付近に行われた役務提供の実体に疑義のあるコンサルティング契約、本人取引としての実体のない給食事業の売上高の総額計上の疑義など、会社の業績に大きな影響を及ぼしかねない取引が行われていた。取締役は、すべての取引について詳細な理解をすることが求められているわけではないとはいえ、会社の売上や利益に大きな影響を与える事業の適切性について、十分な注意を払うべきであったと評価せざるを得ない。

本来、監査等委員は経営者による業務執行の監督を行う要職であるところ、監査等委員のうち 1 名は [redacted] をつとめるなどしていたことも本調査委員会の調査のプロセスにおいて判明した。また、本調査委員会の調査のプロセスにおいて、一部の取締役は、調査を円滑に進めるために協力的とはいえない言動が繰り返し行われた。例えば、B 副社長からは、[redacted] [redacted] といった趣旨の発言もあった。本調査委員会はこれを受け入れず、最終的には B 副社長も記載事項の制約なく協力をするとの姿勢に変わったものの、すべての取締役がコンプライアンス意識の重要性について十分な認識を持っていたかという点においても、積極的に肯定できるものではな

い。

5.5 A 前社長への権限集中と内部統制の機能不全

経営者にコンプライアンス意識が欠如していたため、必要な内部統制が整備・運用されていなかった。内部統制が整備・運用されないことで、経営者自らが不正を行う土壌が作り出されていた。

また、取締役会による経営監督機能が十分に働かなかったため、経営者による内部統制の軽視に対し、適切な対応がとられなかった。

一般に、内部統制には経営者自身による無効化（マネジメント・オーバーライド）という固有の限界が存在する。しかしながら、内部統制を構成する各要素が健全に整備され、有機的に結び付き、一体として機能していれば、経営者不正に対しても一定の抑止効果を発揮することが期待される。

対象会社においてはM&Aの実務経験、コンサルティング実務経験に長けた人材がいないう中でA前社長はM&Aやコンサルティング業務を急速に推し進めたため、M&Aのディールの現場、コンサルティングの現場においては、A前社長一人がプレーヤーとして取引の開始からクロージングまでの実務を担い、そして、監査法人対応まで行っていた。対象会社においては、もともと法務部門、経理部門及び内部監査部門といった管理体制が脆弱だったこともあり、必ずしもA前社長が望んだものではないが、A前社長への実務権限の集中が一気に進んだ。そのような状況の中、密接な関係性を有する利害関係者が取引の相手先に加わることで、上述したような実態に疑念のある取引による財政状態及び経営成績のかさ上げや重要な資本取引等に関する不適切な開示に拍車がかかった。

2025年3月に複数のM&Aを同時に進めたこともあり、2025年8月期においては、役務提供の実態に疑義のある取引の検証や、適正な財務諸表の作成、開示書類の作成に向けた牽制機能が十分に働かなかった。

A前社長は、2025年10月に東光監査法人に宛てた電子メールの中で以下を語っていた。

「債務超過、現金全然ない、借金ある、上場廃止基準抵触してリミット10ヶ月しかないみたいな状態だったので、、

管理機能強化のために必要なコストを払うことができず、、市場参加者の救済に重きを置いて業績と財務再建に集中をせざるを得ない経営判断をしています。本来は再建してゆっくり伸びるものの、いきなり伸びたので会社の成長にこれまでの社内役員レベルじゃ

ついてこれなかったというのが現状かなと思います。」

A 前社長は管理体制の能力を明らかに超えた事業拡大を進める一方で、管理機能強化のためのコスト支払を躊躇し、管理系人材の拡充は遅れた。A 前社長が求める事業拡大のスピードに対応できなかった旧経営陣時代からの管理担当取締役は、パワハラとも社内で噂される A 前社長による圧力により精神的に追い込まれ、2025 年 8 月には出社できなくなり、辞任することになった。これにより更なる内部統制の弱体化と社内混乱が生じ、2025 年 8 月期の内部統制報告書において、開示すべき重要な不備があり、財務報告に係る内部統制は有効でない旨を開示することとなった。

これらの結果、対象会社の脆弱な内部統制では、経営者による不正を防止し、又は早期に発見する機能を果たさなかった。

5.6 TM グループとの過度に密接な関係性

取締役会が、十分な監督を行えなかった一因として、TM グループとの過度に密接な関係性が背景にあった。

対象会社グループは 2024 年 3 月末時点で 73 百万円の債務超過であったが、2024 年 5 月に TM グループに関係する会社が出資するファンドに第三者割当増資をすることで債務超過を解消した。その後、TM グループの関係者及び関連会社は、対象会社の株式買取を進めると共に、TM グループの関連会社であった V 社と ZX 社との株式交換を通じて対象会社株式の取得が増え、2026 年 2 月末には、TM グループ関係者及び関係する会社による対象会社に対する持株比率は実質的に約 4 割⁹²となっていた。

V 社と ZX 社の売上高の大半は TM グループに参画する医療・介護施設に対するものであったため、V 社と ZX 社の連結子会社化を機に実質的に TM グループに関連する売上高が急激に増加した。

また、TM グループの関連会社であった V 社と ZX 社の 2 社を株式交換で連結子会社化したことに伴って対象会社の純資産が 45 億円増加⁹³したこともあり、わずか 2 年間での対象会社グループの自己資本比率は 2024 年 3 月末の△8%から 2026 年 2 月末には 75%へと劇的に改善した。

⁹² フォレンジック調査で顕出された電子メールに添付されていた資料に基づく

⁹³ V 社の株式交換により交付した対象会社の普通株式の時価は 21 億円、ZW 社の株式交換により交付した対象会社の普通株式の時価は 24 億円であった。

V 社はその売上高の全てを TM グループに係る法人に依拠し、自らの役務提供機能は限定的であるが、TM グループの関連企業との業務連携により高収益を得るビジネスモデルが作られていた。V 社の純資産は株式交換実行前の直近期において 1 億円以下であったが、V 社の旧株主（TM グループの役職員及び近親者）に対し、合計 21 億円以上の対象会社の株式を発行し、21 億円ののれんが計上された。株式交換にあたり、V 社の旧株主全員（TM グループの役職員および近親者）と覚書を締結した。覚書は、売上高・営業利益が計画を下回った場合に旧株主にペナルティを課すというものであったが、対象期間は 5 年間であった。V 社は自らの役務提供機能が限定的であるが故に、安定的な収益を得るためには TM グループとの関係性が命綱であり、この覚書がその役割を果たしていた。

このような状況のもと、対象会社の取締役は、2026 年 8 月現在 9 名であるが、TM グループと取引関係があったり、その縁で紹介された人物も一定数を占めている。

A 前社長は取締役会決議を経ることなく、TM グループの関連会社である U 社に第 3 回新株予約権 5,000 個を譲渡し、2025 年 5 月に U 社より ■ 円を得るなど、個人的取引も通じて TM グループとの密接な関係性を構築していた。

このような両社間の関係性をもとにした経営体制であれば、A 前社長の経営、とりわけ、TM グループとの取引について、十分な監督機能が発揮される素地はきわめて少なかったと評価せざるを得ない。

第 6 章 再発防止策の提言

6.1 経営体制の抜本的な見直し

今回発覚した不正は、経営者主導の不正であり、経営者主導の不正が行われた背景には取締役会の経営監督機能の欠如があった。

いわば、経営のピラミッドの頂点から崩れたものであり、コーポレート・ガバナンスが崩壊している。内部統制の一部の統制活動を見直すなどといった小手先の対策によって、再発の防止が図られるとは到底考えられない。

2026 年 5 月、本調査の実施中に、A 前社長は代表取締役を辞任し、C 取締役が代表取締役に就任した。しかしながら、C 取締役も、本人の説明を最大限考慮したとしても、ZX 社との株式交換直前における不自然な株主移動の事案に関して、A 前社長の発言を轻信した部分が否定できない。

コンプライアンス意識の高い経営トップ、独立社外取締役を中心とした経営監督機能の

実効性の高い取締役会により、健全な経営体制を構築することが不可欠である。

また、取締役会については、独立社外取締役を中心に、経営者に対して実効的な監督を行う体制を構築する必要がある。特に、M&A、資本政策、関連当事者取引、重要な収益取引、開示及び監査対応については、経営者の説明を受動的に受け入れるのではなく、独立した立場から必要な資料提出及び説明を求め、十分な審議を行う体制を整備すべきである。

さらに、監査等委員会についても、経営者及び主要な取引先・株主グループから独立した立場で監査・監督を行うことができる体制を確保する必要がある。監査等委員には、会計、法務、開示、内部統制及び上場会社ガバナンスに関する十分な知見を有する者を含めることが望ましい。また、監査等委員について、対象会社の実質的な意味で常勤し、社内の情報を機動的に収集しつつ、経営トップに対しての牽制機能を果たすことができる者を配置することも重要である。

6.2 文書・記録・対外提出資料の管理体制の再構築

本件では、取締役会議事録（通常開催、書面決議）、各種契約書、新株予約権関係書類、専門家意見書、監査法人・東証・信託銀行等に対する説明資料など、会社の意思決定及び対外説明の根拠となる重要書類について、作成過程、承認過程、保管状況及び対外提出状況が不明確なものが多数認められた。

特に、会社の意思決定を記録する取締役会議事録について、実際の審議・決議の時期、内容が整合しない疑いがあるものが多数存在したこと、また、存在しない専門家意見が存在したかのような外観を有する資料が作成・提出されたことは、会社の意思決定過程及び対外説明の信頼性を根本から損なうものであった。

対象会社は、重要書類について、作成者、承認者、作成日時、修正履歴、提出先、提出日時及び根拠資料を管理する体制を整備する必要がある。

特に、取締役会議事録については、通常開催であれば、開催後遅滞なく事務局が各取締役の確認を求め、確定版を管理する、また、書面決議の場合であれば、実際の提案日、同意取得日、決議成立日を正確に記録し、後日、実態と異なる日付又は内容の議事録が作成されることがないように、事務局による確認手続を設けるべきである。

また、監査法人、東証、金融機関、信託銀行その他の外部関係者に提出する資料については、代表取締役又は一部担当者の判断のみに委ねるのではなく、法務、経理、開示担

当、必要に応じて外部専門家による事前確認を経る体制を構築する必要がある。専門家意見書を引用又は添付する場合には、意見書の作成者、作成日、対象事項、前提条件及び提出範囲を明確にする必要がある。

さらに、重要書類の電子ファイルについては、アクセス権限、バージョン管理、変更履歴、保管場所及び削除権限を管理する等し、後日検証可能な状態を確保すべきである。対象会社は、文書・記録管理を単なる事務手続ではなく、上場会社の意思決定及び開示の信頼性を支える基盤として位置付け、実効的な管理体制を再構築する必要がある。

6.3 新株予約権の管理の厳格化

本事案では、第3回新株予約権及び第4回新株予約権をめぐり、譲渡、行使、行使価額、取締役会議決承認、対外説明資料及び関係書類の管理について重大な問題が認められた。新株予約権は、既存株主の利益や、役員・従業員のインセンティブ、さらには資本政策に直結する重要な制度である。

対象会社は、新株予約権の発行、譲渡、行使、行使価額の調整、取得その他の処理について、法務・経理・開示担当が関与する管理体制を構築し、新株予約権者、個数、行使価額、取締役会議決承認、対価支払、払込、対外提出資料等を一元的に管理すべきである。

特に行使価額の調整については、利益相反や少数株主への影響を慎重に検討し、独立社外取締役の関与の下、実質的な審議を経た上で実施すべきである。

6.4 Tグループとの関係の冷静な評価

V社とZX社の株式交換における株主の問題に関して、対象会社とTMグループの関係の法的な整理が十分できておらず、「なるべく名前が出ない方がよい」といった意識が醸成され、不適切な開示に至ったことから考えても、Tグループとの関係についても、決して、同グループとの取引自体が問題であったり、同グループの関係者が対象会社の株主となること自体が問題であるということではないので、何が問題なのかを十分整理し、問題なのであれば問題となる取引その他事実関係自体を改善し、問題がないのであれば、法令等で要求される開示に消極的になる必要はないはずである。

従って、Tグループとの関係について、何が問題なのか、何をしてはいけないのかを十分検討、整理の上、曖昧な理解のもとに不適切な開示などに至らないようにする必要がある。

6.5 収益構造の抜本的な見直し

役務提供に疑義のある取引は、取引そのものが不正ないし違法というわけではないものの、契約書や請求書といった書類だけで、取引実態を把握することはできず、不正な表示につながりやすい。

こういった取引は、上場会社が行うべき適切な取引ではない。上場会社は、公正かつ透明な取引を行うことが期待されている。対象会社は、役務提供に疑義のある取引により利益を計上するのではなく、市場競争力に基づく収益構造へ転換しなければならない。

上場会社は、株主の実質的な公平性を確保し、大株主以外の少数株主に十分な配慮を払う必要がある。TM グループに過度に依存し、対象会社において、取引条件の主体性が欠けている状況は、取引の透明性ならびに少数株主への配慮が行き届かないおそれがあると評価されてもおかしくない。

公正かつ透明な収益構造を構築すべく、抜本的な見直しをする必要がある。

6.6 内部統制体制の抜本的な再構築

本事案は、経営者による内部統制の無効化が一因であった。内部統制を構成する各要素を有機的に機能させれば、完全ではないにせよ、経営者による不適切な業務執行に対して一定の牽制効果が期待できる。

対象会社においては、個別の規程や承認手続を形式的に見直すだけでなく、法務部門、経理部門及び内部監査部門といった管理部門を強化し、有機的な牽制機能を整備し運用する必要がある。また、重要な取引や開示については、経営者の判断のみに委ねることなく、その妥当性を検証する体制を整備すべきである。

また、関連当事者取引及び実質関連当事者取引を把握するため、役員、主要株主、取引先、関係会社、実質的な支配関係・協調関係を含めた情報収集及び管理体制を整備すべきである。

内部通報制度についても、経営者から独立した通報窓口を確保し、経営者による内部統制の無効化にも対応できる牽制及び監視の仕組みを整備するなど、内部統制全体を抜本的に再構築する必要がある。

対象会社は、これらの内部統制を単なる書面上の制度にとどめるのではなく、実際に運

用し、定期的に有効性を検証する必要がある。

第7章 結語

本事案は、単純な、粉飾や不適切な開示といった事案とは性質の異なる側面をもった事案であった。

本件の中心的な論点の一つとして、第4回新株予約権及び第3回新株予約権をめぐり一連の問題がある。新株予約権は、既存株主の利益、役員・従業員のインセンティブ、資本政策に直結する重要な制度である。それにもかかわらず、本件では、その行使価額、譲渡・行使手続、取締役会承認、对外説明資料、専門家意見等に関して、上場会社として求められる正確な記録管理がなされておらず、実質的な審議が十分になされていたとはいえない状況も見受けられた。

とりわけ、新株予約権の行使、譲渡をめぐり一連の問題は、対象会社の資本政策であると同時に、A前社長個人の経済的利益にも直結するものであった。そのため、本件における新株予約権をめぐり問題は、単なる手続不備にとどまらず、上場会社の経営者が、自らの経済的利害を伴う重要な資本取引について、どのように公正性・透明性を確保すべきであったかという、より根本的な問題を含んでいる。

また、本件では、V社及びZX社との株式交換、役務提供の実態に疑義のあるコンサルティング取引、本人取引としての実体に疑義がある給食事業等を通じて、実際に現金の流入又は企業結合の外形を伴う取引が行われていた。しかし、その背後では、取引実態、株主構成、関連当事者性、収益認識、事業計画の合理性、旧株主との覚書、取締役会承認及び適時開示等について、上場会社として当然に求められる検証が著しく不足していた。

経営の立て直しを委ねられた経営者が、企業価値の向上を目指し、法的・会計的に許容される範囲を見極めながら取引を行うこと自体は、経営者の職責である。しかしながら、本件においては、短期的な株価上昇及び開示上の業績改善を過度に意識するあまり、取引実態の検証、法令・取引所規則の遵守、取締役会における実質的審議、監査法人への誠実な説明、投資者に対する正確な開示といった、上場会社として守るべき基本的な規律が軽視された。

同時にまた、この事案を、一人の異質な経営者の暴走として整理するのではなく、なぜこのような不正が行われることを許してしまったのか、また、会社が依頼者となって行う不正調査の在り方という制度的・枠組的な課題が突き付けられたと感じている。

本調査委員会は、対象会社が本報告書で指摘した事実及び原因を真摯に受け止め、再発防止策を実効的に実施し、上場会社としてのガバナンス、内部統制、開示体制及び資本政策の公正性を再構築することを強く求める。

重大なコンプライアンス違反や会計不正を起こさないためには、経営者の意識が重要である。制度的・枠組的な対応が進み、重大なコンプライアンス違反や会計不正が起きない企業風土が広がることを切に願っている。

以上

別添（A 前社長事情説明書）

事情説明

当社は 2026 年 2 月末に大型の MA ディールを検討しており、そのために必要な資金の融資を YE 銀行に依頼をしていました。

2026 年 2 月初旬に融資が前向きに進んでいる連絡が銀行担当者からあり、審査部からのリクエストとして、コベナント条項に”返済完了まで A が代表取締役を務めること”を入れるという可能性が高いとのことでした。

また、その後、A に連帯保証をしてほしいというリクエストを追加で受けました。その際に質権担保はしないので YE 銀行及び YH 証券の私個人口座に融資額と同等以上又はそれに準ずる見合い資産を入れてほしい、これによって融資審査が通るという連絡が入りました。取締役陣とも相談し、最終的には月末の取締役会決議において”私個人の資産にどんなことがあっても被害がないことを条件に連帯保証を私に受けてもらいたい”という依頼が取締役会決議事案に載ることになりました。(①)

同時に私自身が個人資産を YE 銀行と YI 証券に融資額分入れ、レビューされること (②) になったため、かき集めることを急ぎ行いました。しかしながら不足金が発生したので私に付与されている SO も認識して欲しいとお願いしたところ、第 4 回 (③)、第 5 回どちらの SO を行使し、YI 証券に入ってくることを確認させて欲しいと言われ、第 4 回の方がリーズナブルであったため第 4 回を行使することとしました。(④) とはいえ、手持ち現金も少なく、資金不足に陥ったので、私が代表に就任する際 (*) に確約されている報酬債権 (⑤、⑥、⑦) の残りを使用(又は放棄)することで払い込みとみなして頂き、それでも足りない分だけを現金で払い込むということで何とか融資実行決議までに見合い資産を準備する旨を幹部陣には伝え、会社のためにやり切る覚悟を持ちました。旧経営者との契約によると確定されている残存報酬債権は約 3000 万円ほどであることを確認し (8)、それと残りは現金を使って第 4 回を行使することとしました。(**)

しかしながら、その方法がそもそも可能か? について管理人である信託銀行に問い合わせたところ、可能である回答を受けたので、行使請求書を管理に回覧し従来の行使価格である 140 円で行使を行いました。(9) 行使請求書は信託に登録を受けた当社の限られた人しか承認ができません。その中には報酬債権契約を巻いた旧経営者もありました。また、RSU 等の付与や買収先の SO の付与も受けており、これらの報酬を活用して行使を実行し、YI 証券に融資実行までに必要な見合い資産を入れることができました。

その後、3月になり、司法書士から総務に問い合わせがありました。資本金増加額が合わないということで私と話したいということでした。司法書士の話ではまだ報酬債権が認識されていないのでそれをしないとおかしい数字になるとの連絡でした。よって、金額が一致するまで登記の保留となっております。私が急ぎ報酬債権の確認をしたところ、会社として正式に認識していないこと、RSUのベスト時期も変更されていること(10,11,12)、旧経営者も個人で補償できる資金が今はない事、買収先のSOは受増益認識をしないことになったことなど私の確定報酬債権は喪失又は今使えない状態になったことをこの時に認識しました。

すぐにγ法律事務所に相談したところ、その場合は会社法的に行使無効で預り金扱いとなり、残金を支払った後に有効として治癒されるだろうという助言を受けました。

当社CFO及び幹部陣及び監査法人に情報共有を行いましたところ、取り扱いに関して検討するとのことでした。

ここでの私のプロセスの大きなミスは報酬債権の確認及び使用承認を取締役会で取っておくべきだったということです。深く反省しております。

指摘にあるような第4回SOの発行を機関決定無しで行った(13)、勝手に行使価格修正を行った、という事実はございません。

【注：上記「事情説明書」とあわせて送付された資料の概略は以下のとおり】

① 取締役会議事録(2026年2月26日)

内容：YE銀行からの借入契約締結及びPP社株式取得資金の調達に関する決議

② YE銀行とYH証券との情報共有について／同意書(2018年10月18日)

内容：銀行及び証券会社間での個人情報・資産情報の共有に関する同意書

③ 第4回新株予約権割当契約書(2024年10月2日)

内容：第4回新株予約権の割当契約書。対象会社・A前社長間。

④ 新株予約権(ストックオプション)行使価額調整連絡票(2025年12月8日)

内容：第4回新株予約権の行使価額を179円から140円へ調整した旨の三井住友信託銀行宛通知

⑤ 内定通知書(オファーレター)(2024年3月1日)

内容：対象会社(N氏名義)書面であり、A前社長の採用条件を記載。

基本報酬・成果報酬(SO・ワラント等)に関する基本的な内容の合意

⑥ 確約書（代表取締役就任等）（2024 年 3 月 11 日）

内容：対象会社、O 氏、N 氏、A 前社長間の代表取締役就任に関する確約書

⑦ 確定報酬に関する契約書（2024 年 3 月 25 日）

内容：対象会社から A 前社長宛の未実現の報酬（ワラント等）の代替として、最大約 8,491 万円の株式又は現金報酬を支払う旨を定めた契約書

8 覚書（証券口座担保に関するもの）（2024 年 10 月 28 日）

内容：A 前社長個人、O 氏個人間。確定報酬契約に基づく確定報酬の担保設定

9 新株予約権行使請求書（2026 年 2 月 13 日）

内容：140 円行使請求書

10 RSU 付与証明書（2025 年 4 月 1 日）

内容：RSU（譲渡制限付株式ユニット）42,000 個の付与を証明する書類

11 RSU 付与証明書（2025 年 6 月 6 日）

内容：RSU（譲渡制限付株式ユニット）42,000 個の付与に関する書類

12 RSU 付与証明書（2025 年 6 月 26 日）

内容：RSU（譲渡制限付株式ユニット）10,000 個の付与に関する書類

13 取締役会議事録（2024 年 9 月 17 日）

内容：第 4 回新株予約権（ストックオプション）の発行決議

* 取締役会議事録（2024 年 6 月 27 日）

内容：A 前社長の代表取締役就任決議等

** 新株予約権行使状況明細表（2026 年 2 月 13 日）

内容：第 4 回新株予約権の行使結果を示す信託銀行資料

※これらの他に、追加資料として、5 円行使請求書に「5 円」に「A」の訂正印で「140 円」との記載がある新株予約権行使請求書（2026 年 2 月 13 日）等を受領

以上

(改訂履歴等) (2026 年 8 月 3 日から開示版提出の同月 7 日までの間の改訂)

注記

最終報告書を 2026 年 8 月 3 日に対象会社に交付した後、開示版作成までの作業等については以下のとおりである。

1. 誤記の訂正を行った（調査意見の意見・結論に関わる修正はない。）。
2. 本文中に、一部【※後記改訂履歴部分における記載参照】と追記した。また、従業員保護の観点から 1 カ所記述を修正した（結論に影響はない。）。
3. 2026 年 8 月 3 日以降に確認できた事実を追記した（脚注 26 の末尾）。
4. 対象会社役員から、以下の意見が寄せられた（内容は本調査委員会が要約したもの。追記(※)したものを除き、本調査委員会は内容の当否については判断しない。）。

(1) A 前社長からの意見

① 【第 3 回新株予約権について】

- ・ 3.2.5 の γ 法律事務所 α 弁護士名義のメール改変、偽装問題について、A 前社長は偽造に関与していない。(i) A 前社長の PC には画像処理ソフトはインストールされていない。(ii) A 前社長の PC は当時プリンタとも接続されておらず、社内の共有フォルダへのアクセス権もないので（なお、3.2.4.6 についてもこのアクセス権がない点をいいたい。）、メール以外でファイル共有はできない。一方、(iii) N 氏は A 前社長のメールフォルダに直接アクセス可能であった。「そのような偽装書類が存在する管理監督責任が A 前社長にある」や「A 前社長が部下にミスをしないようなプレッシャーを過度に与えていたため、改変資料が存在している」というような本質的にガバナンス責任が A 前社長にあるということが分かる表現であれば正しい。
- ・ N 氏へのパワハラ認定は、N 氏のヒアリングを一方的に採用している点において不十分であり、むしろ最後まで N 氏を庇っていたのは A 前社長である。

② 【業務執行責任とガバナンス責任の不明瞭な記載】

- ・ 3.7.1.6 小括における、21 億円に上る取得原価の価値について、これは本来担当役員とその株価算定機関で価値について評価し、それを上司である A 前社長が確認し、取締役会で最終承認するのが正当なプロセスである。
- ・ そこで、担当役員と ZX 社との関係性と責任について言及すべきである。

③ 【補足資料提供】

- ・ V 社の臨時報告書の記載ミスについて、N 氏から A 前社長への LINE メッセージで N 氏の判断で影響がないと思えば問題ないだろうと考えていると読み取れるものがある。第 3 回ストックオプションについて A 前社長が譲渡と認識していた

ことを前提とする LINE のやりとりがある。

④ 【経済的利益について】

- ・ A 前社長は、V 社及び ZX 社の M&A を通じて個人の経済利益を追求するメリットはない。第 4 回のストックオプション行使については、金融機関から、7.5 億円の連帯保証を依頼され、かつ見合い資産の提供を促され、会社のために自身を切り詰めている。A 前社長は創業者でもなく、頼まれた以上はという使命感のみで会社のために個人の命を差し出している。

⑤ 【5.2 経営トップのコンプライアンス意識の欠如について】

- ・ この部分は監査法人との意見の相違が大きかったため、強い発言となってしまった。

(※本調査委員会からの追記)

上記のうち、①については、対象会社に確認したところ、(iii)につき、N 氏は、当時 Microsoft 365 の社内の管理者権限を持っており、A 前社長のメールボックスの管理権を自分に付与する等すれば、A 前社長のメールを見ることがシステム上は可能であることは確認できた。なお、(i)及び(ii)については明らかにならなかった。また、本調査委員会も、γ法律事務所α弁護士名義のメール改変、偽装問題について、行為者を特定し断言するものではない。

また、④について、対象会社が PP 社株式取得のために YE 銀行から融資を受けるにあたり、A 前社長が個人として対象会社の債務について連帯保証を行うことが融資条件となったことが、2026 年 2 月 26 日付取締役会議事録「第 1 号議案 YE 銀行からの借入れ契約締結の件」において確認できることは、3.1.3.1 で述べたとおりである。

(2) B 副社長からの意見

- ・ 3.8.2.2 及び 3.8.2.3 の利益相反取引については、ZX 社と対象会社との契約締結日は 2024 年 7 月 1 日であり、B 副社長が社外取締役役に就任したのは、その直前の同年 6 月 27 日であるところ、就任前に既に契約について決議がなされているものと考えていた。また、同年 7 月 30 日の取締役会で、ZX 社と対象会社との契約についても説明している。議事録に記載がないのは、記載漏れである。

(3) C 取締役・B 副社長・G 氏からの意見

(「3.6.5 V 社ののれんの評価について」)「覚書」に定める協力義務・補償義務の対象

期間（5年間）は、あくまで当該義務の存続期間を画するものにすぎず、V社の給食事業自体の有効な存続期間を意味するものではない。

また、当該「覚書」については既に免責事由が生じ、現在は一切の義務及び負担から免責されているが、免責後も、V社の給食事業に関する取引は、取引条件及び取引規模に変更なく安定的に継続している。この事実は、当該事業の収益性が「覚書」の存在に依存するものではないことを裏付けている。

（※調査委員会からの追記）

「3.6.5 V社ののれんの評価について」末尾の評価に関し、覚書が事業の存続のための必須の条件と評価するものではないことを念のため付言する。

以上

第3回新株予約権

別紙 3.2.1.1

(別紙3.12.1.1は省略)

発行決議日		2022年8月17日									
割当日		2022年9月5日		2024年6月27日				2024年7月4日			
No.	予約権者	予約権(個)	予約株数	異動個数	異動株数	個数残高	株数残高	異動個数	異動株数	個数残高	株数残高
1		200	20,000	0	0	200	20,000	0	0	200	20,000
2		100	10,000	0	0	100	10,000	0	0	100	10,000
3		4,000	400,000	-2,204	-220,400	1,796	179,600	0	0	1,796	179,600
4		1,142	114,200	-628	-62,800	514	51,400	0	0	514	51,400
5		1,142	114,200	-628	-62,800	514	51,400	0	0	514	51,400
6		10	1,000	0	0	10	1,000	0	0	10	1,000
7		100	10,000	0	0	100	10,000	-100	-10,000	0	0
8		5	500	0	0	5	500	0	0	5	500
9	A前社長			3,460	346,000	3,460	346,000	0	0	3,460	346,000
10								100	10,000	100	10,000
11											
12											
13											
残高		6,699	669,900	0	0	6,699	669,900	0	0	6,699	669,900

		2024年7月30日		2024年7月30日				2025年1月22日				2025年3月28日				2025年4月15日				
No.	予約権者	予約権(個)	予約株数	異動個数	異動株数	個数残高	株数残高	異動個数	異動株数	個数残高	株数残高	異動個数	異動株数	個数残高	株数残高	異動個数	異動株数	個数残高	株数残高	
1	A前社長(総引受)	6,699	669,900	-203	-20,300	6,496	649,600	-300	-30,000	6,196	619,600			6,196	619,600	-5,000	-500,000	1,196	119,600	
2				98	9,800	98	9,800			98	9,800	-98	-9,800	0	0					
3				100	10,000	100	10,000			100	10,000			100	10,000			100	10,000	
4				5	500	5	500			5	500			5	500			5	500	
5								300	30,000	300	30,000			300	30,000	5,000	500,000	5,300	530,000	
6												98	9,800	98	9,800			98	9,800	
7																				
8																				
残高		6,699	669,900	0	0	6,699	669,900	0	0	6,699	669,900	0	0	6,699	669,900	0	0	6,699	669,900	

		2025年6月30日				(行使) 2025年7月2日				(行使) 2025年9月11日				(行使) 2025年9月17日				(行使) 2025年9月30日			
No	予約権者	異動個数	異動株数	個数残高	株数残高	行使個数	行使株数	個数残高	株数残高	行使個数	行使株数	個数残高	株数残高	行使個数	行使株数	個数残高	株数残高	行使個数	行使株数	個数残高	株数残高
1	A前社長			1,196	119,600	-1,196	-119,600	0	0												
2																					
3				100	10,000	-100	-10,000	0	0												
4				5	500			5	500	-5	-500	0	0								
5		-5,000	-500,000	300	30,000			300	30,000			300	30,000			300	30,000			300	30,000
6				98	9,800			98	9,800			98	9,800	-98	-9,800	0	0				
7		2,500	250,000	2,500	250,000			2,500	250,000			2,500	250,000			2,500	250,000	-2,500	-250,000	0	0
8		2,500	250,000	2,500	250,000			2,500	250,000			2,500	250,000			2,500	250,000	-2,500	-250,000	0	0
残高		0	0	6,699	669,900	-1,296	-129,600	5,403	540,300	-5	-500	5,398	539,800	-98	-9,800	5,300	530,000	-5,000	-500,000	300	30,000