

2023年1月20日

各位

株式会社オウケイウェイヴ  
代表取締役 杉浦元  
(コード番号: 3808 名証ネクスト)  
問い合わせ先 経営管理部  
電話番号 03-6823-4306

### 第三者委員会による調査報告書の受領に関するお知らせ

当社は、2022年10月25日付「第三者委員会の設置に関するお知らせ」にて開示しましたとおり、社外の専門家で構成される第三者委員会（以下、「本委員会」といいます）を設置し、下記のとおり、調査（以下、「本調査」といいます）を進めていただいておりますが、本日、本委員会より調査報告書（以下、「本調査報告書」といいます）を受領いたしましたので、下記のとおりお知らせいたします。なお、プライバシー及び機密情報保護等の観点から、個人名及び会社名等につきましては、本委員会により部分的非開示処置がされております。

#### 記

##### 1. 本委員会設置の経緯

当社は、2021年12月10日、当社の既存事業の成長および新規事業の創出を目的とした国内外企業への投資のため、OK FUND L.P（以下、「OK FUND」といいます）を設立、当社がリミテッドパートナー（以下、「LP」といいます）として出資比率の99.95%を出資し、特定子会社化いたしました。ジェネラルパートナー（以下、「GP」といいます）である、A社が残りの0.05%を出資しております。2021年12月15日、当社は、OK FUNDを通じて、株式会社アップライツ（以下、「APR」といいます）の株式33万3,333株の第三者割当を引き受けることを決定し、同月20日、9億9,999万9,000円の投資を実行し、同社を会計上の連結子会社としました（以下、「本件投資」といいます）。

本件投資後、当社とAPRは、新規事業の立ち上げを協働して進めていたものの、2022年4月、当社のRaging Bull合同会社（以下、「RB社」といいます）への多額の投資が回収不能であることが発覚し、それが契機となって、両社の関係が悪化しました。同年8月29日に、APRは同社臨時株主総会決議により、海外企業に対して有する金銭返還請求権を対価としてOK FUNDを通じて、当社が保有するAPRの全ての株式を、APRが取得したとして、当社との資本関係および業務提携関係が終了した旨の通知を受領しました。

APRからの上記通知を受け、当社は、2022年9月13日、OK FUNDの解散を決定し、同月21日には、同年7月1日をもってAPRを当社グループの会計上の連結範囲から除外することを決定しました（以下、本件増資引受からAPRとの資本関係・業務提携関係解消に至るまでの一連の経緯を指して「本件事案」といいます）。当社では、海外企業に対して有する金銭返還請求権の発生経緯や、APRによる自己株取得に関する一方的な主張がされるに至った経緯等が不明であったことから、2022年9月1日付で社内調査委員会を設置して本調査を開始いたしました。その本調査の過程で、当社は、外部の専門家が客観的・中立的に本件事案の本調査を実施することが必要であると判断し、

2022年10月25日、本委員会の設置を決定し、本調査が開始されました。

## 2. 本調査の目的

本調査の目的は、以下のとおりです。

- (1) 本件事案に関する事実関係の確認ならびにこれらに関連するOK FUNDおよびAPRに対する当社の子会社管理・内部管理上の問題に関する調査・分析
- (2) 本件事案に類似する事案の有無の確認
- (3) 上記(1)で確認された事実関係を踏まえた、本件事案に係る過年度の会計処理および開示の適切性の検討ならびに連結財務諸表等への影響の有無の確認
- (4) OK FUNDおよびAPRの連結・子会社範囲の認定プロセスの適切性の確認
- (5) 原因分析および再発防止策の提言

## 3. 本調査の結果判明した事項および問題点

本調査で判明した事項および問題点の概要につきましては以下のとおりです。

- (1) OK FUND組成時における子会社管理および内部管理上の問題点
  - ① OK FUNDを組成する際に、当社がOK FUNDのようなファンドを子会社とした経験が過去になかったことや、20億円という投資コミットメントの総額からして、i氏とa氏との個人的な付き合いや、a氏の能力等に対するi氏の発言のみを根拠として判断しており、より客観的に、OK FUNDの組成時に、a氏の能力や適性等について十分な検討・評価がなされなかったこと
  - ② OK FUNDに関するLP契約の締結に際し、当社においては、i氏およびj氏以外の従業員がLP契約の内容の実質的な検討を行っていなかったと思われ、具体的にはOK FUNDを子会社化した後に、子会社を適切に管理するために、どのような情報・指標をOK FUNDのGPに報告させるか、どのような情報共有の場を設けるか、社内規程をどうするか、などを、子会社管理に関与する従業員がファンド実務に長けた弁護士の助言等も得ながら議論・検討し、その結果をLP契約締結の際の契約交渉に反映するなどの議論・検討が必要であったと考えられるが、そのような議論・検討がされず、重要な契約であるLP契約が締結され、OK FUNDが子会社化されたこと
- (2) 子会社化後の対応状況に係る子会社管理および内部管理上の問題点
  - ① 子会社管理のためにAPRのいかなる数値・指標を確認するか、また、APRにおける重要な意思決定についての情報共有や当社内における関与の仕組みをどのように構築するかなど、子会社化後の具体的な管理体制を見据えた議論・検討が必要であったと考えられるところ、そのような議論・検討を経た管理体制の構築がなされていないこと
  - ② 本件投資に際して、どのような情報・指標を現に報告させるかなどの点が、i氏およびj氏以外の従業員間で議論・検討されることはなく、子会社の具体的な管理体制が十分に構築されていないこと
  - ③ APRによる重要な資産の処分時に、当社がいかなる関与を果たすべきか、APRにいかなる情報共有を求めるべきかなどが議論・検討されぬままに、APRを子会社化した結果、APRによる海外企業への海外送金（以下、「本件海外送金」といいます）について、親会社として十分に覚知できず、管理規程が求める決裁手続も履践できなかったものと考えられ、APRを関係会社として適切に管理するための具体的な体制が構築されておらず、結果として、APRによる本件海外送金に対する管理機能を十分に発揮することができな

ったこと

- ④ OK FUNDおよびAPRを関係会社として適切に管理するための具体的な体制が構築されておらず、結果として、当社は、APRによる自己株式取得に対する管理機能を十分に発揮することができなかったこと、また、APRによる自己株式取得に関して、APRでは自己株式取得に関する取締役会決議がなされているが、当該取締役会の開催前に、i氏よりAPRの取締役を辞任する旨の辞任届出が提出されたため、当該取締役会にi氏は出席しておらず、APRの監査役であったj氏も出席していない。投資契約書において、APRに対して役員を派遣することが定められたのは、派遣する役員を通じて当社がAPRに対する管理機能を果たす目的であったにもかかわらず、i氏が直前に辞任し、また、j氏が出席しなかったことにより、当社のAPRに対する管理機能は更に機能しなかったといえること

(3) 本件事案に係る会計処理の適切性の検討および連結財務諸表等への影響

本調査においては、以下の観点で調査が実施されましたが、不適切な処理が行われたと明確にいえる状況は認められませんでした。(※)

- ① APRおよびOK FUNDの連結・子会社範囲の認定プロセスの適切性について
- ② a氏が関与していると考えられる企業との債権債務関係および会計処理
- ③ APRの取引先に対する長期預け金に係る貸倒引当金の計上に係る会計処理
- ④ APRの株式取得後におけるのれんの減損処理に係る会計処理

(4) 本件事案に係る開示の適切性

本調査においては、以下の観点で調査が実施されましたが、不適切な処理が行われたと明確にいえる状況は認められませんでした。(※)

- ① 適時開示の適切性
- ② 継続開示の適切性

(※) ただし、本調査では、次の4.に記載のとおり、本件事案の中心的・主体的に関与したと想定される人物からの事情聴取等ができていないため、今後の裁判等による事実の発覚等により会計処理に変更が生ずる可能性があります。

4. 本調査の結果疑義が認められた点について

本調査においては、やむを得ず断念した重要な調査方法が存在しております。本件事案の事実関係の解明のためには、i氏、j氏、a氏等から調査協力（ヒアリングやメールアドレスの取得等）が必須であると考えられていましたが、それに向けて最善と考える要請を行ったにもかかわらず、これらの者からの調査協力が得られませんでした。これは、本調査結果に重大な影響を与えており、事実関係の解明について限定的にならざるを得ない結果となっております。

もっとも、上記のような限定的な調査状況ではあるものの、本調査において、それぞれの判断過程の合理性に対する一定の疑義が、以下の事情により基礎づけられるとされています。

- ・ OK FUNDの組成に際し、取締役会において、多額の資金を運用するファンドのGPとしてのa氏の経験、能力、適性等について、社外役員等からの指摘があったにもかかわらず、i氏は、自らの友人であることを根拠としてa氏を安易に信頼し、その能力等について十分な調査や検討を行わなかったこと
- ・ OK FUNDの組成に際し、取締役会において、GPに対して支払う報酬について、社外役員等からの指摘があったにもかかわらず、i氏およびj氏は、LP契約の具体的内容について、取締役会および社内関係者の意見を徴するなどの手続を経おらず、また、外部弁護士のレ

ビュー手続等を経ていない可能性が否定できず、さらには、その結果として、不合理で高額な内容のパフォーマンスボーナスが規定されるなど、実際に締結されたLP契約の内容に問題点が認められること

- ・ 本件海外送金に関し、多額の資金を預ける相手先について、i氏およびj氏は、a氏の紹介であることを根拠に信用したものと思われ、その能力や信用等について何らかの調査を行った形跡はなく、また、APRが相手先との間で締結した契約の内容について、その重要性にかかわらず、当社の取締役会の意見を徴するなどの手続を経ていないこと
- ・ i氏は、RB社の問題が発覚した際、子会社であるAPRに対して状況を説明し、今後の対応策について協議を行うなど、APRとの間で密にコミュニケーションをとる必要があったにもかかわらず、そのような対応を取らず、そのことが、APRと同社の代表者の間の信頼関係に影響を与え、結果として、当社との事前協議を経ないAPRによる自己株式取得の要因の一つとなっていること、加えて、その自己株式取得の対価が、回収の見込みが立っていない本件海外送金であること
- ・ OK FUNDの実質的なGPであるa氏の会社によるAPRグループに係る株式価値算定書の内容が不合理で、当該株式価値評価が不当であった可能性があり、さらに、そのAPR出資時のAPRの株式価値の評価に際し、取締役会において、社外役員等からの指摘があったにもかかわらず、i氏およびj氏は、会計監査人による内容等の確認手続も行わなかった。むしろ、j氏は、OKWが取得したAPRグループに係る株価算定書に関して、実際には会計監査人には確認をしていないにもかかわらず、会計監査人に問題がないことを確認した旨の報告を行っており、社外役員に対して虚偽の説明を行った可能性が高いこと

#### 5. 今後の対応について

当社は、先般行われた社内調査に加え、本調査結果を受け、本件事案に関する責任追及を検討してまいります。また、当社は、2022年10月15日付で株式会社名古屋証券取引所より特設注意市場銘柄に指定されており、その解除に向けて、徹底した内部管理体制の改善に努めてまいります。

以 上

株式会社オウケイウェイヴ 御中

# 調査報告書

2023年1月20日

株式会社オウケイウェイヴ 第三者委員会

## 目次

第 1	調査の概要	4
1	調査に至る経緯	4
2	本調査の目的	5
3	本調査の体制	5
4	調査の期間	6
5	本調査の方法	6
6	本調査の限界及び留保事項	8
第 2	OKW の概要	9
1	企業概要	9
2	経営指標等	9
3	経営体制	10
4	組織体制	10
第 3	調査により判明した事実	11
1	OKW が C 社等 a 氏が関与する企業との取引に至る経緯	11
2	OK FUND 組成に係る事実関係	13
3	OK FUND を通じた B 社の株式取得に至るまでの事実関係	21
4	B 社との業務提携関係・資本関係が解消に至るまでの事実関係	29
5	OK FUND LP が清算に至った経緯	32
6	本件事案における問題点	34
第 4	判明した事実を踏まえた子会社管理及び内部管理上の問題点	34
1	OK FUND 組成時における子会社管理及び内部管理上の問題点	34
2	子会社化後の対応状況に係る子会社管理及び内部管理上の問題点	37
第 5	類似事案の有無について	41
1	実施した調査の方法	41
2	類似事案調査の結果	41
第 6	本件事案に係る会計処理の適切性の検討及び連結財務諸表等への影響	41
1	B 社及び OK FUND の連結・子会社範囲の認定プロセスの適切性について	42
2	a 氏が関与していると考えられる企業との債権債務関係及び会計処理	44
3	B 社の取引先に対する長期預け金に係る貸倒引当金の計上に係る会計処理	49
4	B 社の株式取得後におけるのれんの減損処理に係る会計処理	51
第 7	本件事案に係る開示の適切性について	53
1	適時開示の適切性	53
2	継続開示の適切性	54
第 8	原因分析	54
1	本件事案の問題点	54

2	i 氏及び j 氏の経営上の判断の過程に関する問題点 .....	55
3	i 氏及び j 氏が情報の共有を適切に行っていなかった問題 .....	56
4	i 氏及び j 氏による独断を許した内部統制システムの機能不全 .....	57
第9	再発防止策の提言 .....	58
1	はじめに .....	58
2	管理部門の充実 .....	58
3	モニタリング機能の強化 .....	59
4	取締役会の適切な運営を担保するための体制の構築 .....	59
5	契約締結ルールの特化等 .....	59
6	子会社管理及び内部管理上の問題点の改善 .....	60

## 第1 調査の概要

### 1 調査に至る経緯

株式会社オウケイウェイヴ（以下「OKW」という。）は、2021年12月10日、OKWの既存事業の成長及び新規事業の創出を目的とした国内外企業への投資のため、ケイマン諸島免税リミテッド・パートナーシップ法に基づき設立されたOK FUND L.P（以下「OK FUND」という。）に出資することを決定し、OKWがリミテッドパートナー（以下「LP」という。）として出資比率の99.95%を出資し、OK FUNDを特定子会社化した<sup>1</sup>。なお、ジェネラルパートナー（以下「GP」という。）であるA社（香港法に準拠して設立された法人）が残りの0.05%を出資している。

また、2021年12月15日、OKWは、OK FUNDを通じて、B社の株式33万3,333株の第三者割当を引き受けることを決定し、同月20日、9億9,999万9,000円の投資を実行して、同社を会計上の連結対象子会社とした（以下「本件投資」という。）<sup>2</sup>。なお、本件投資に関しては、OKWの財務アドバイザーとしてa氏が代表取締役を務めるC社（後に商号変更をしているが、本調査報告書においては、商号変更の前後を区別せずに「C社」と記載している。）が起用され、同社がB社の財務デューデリジェンス及び株式価値の算定を行っており、また、C社は、OK FUNDのGPであるA社の国内代理人を務めていた。

本件投資後、OKWとB社は、新規事業として、ファンコミュニティ事業の立ち上げを協働して進めていたものの、2022年4月、OKWによるD社への多額の投資が回収不能であることが発覚し、それが契機となって、両社の関係が悪化した<sup>3</sup>。そして、同年8月29日、OKWは、B社から、同月28日の同社臨時株主総会決議により、B社が香港のE社<sup>4</sup>及びシンガポールのF社<sup>5</sup>それぞれに対して有する金銭返還請求権を対価として、OK FUNDを通じてOKWが保有するB社の全ての株式をB社が取得したため、OKWとの資本関係及び業務提携関係が終了した旨の通知を受領した。また、当該取引において対価として想定されている金銭返還請求権とは、本件投資直後の2021年12月17日に、B社が、本件投資によって拠出された資金を用いて、E社に対し3億4,500万円を、F社に対し4億7,000万円をそれぞれ送金手続していたところ（以下「本件海外送金」という。）、かかる海外送金に基づき、B社が両社に対して有する債権であるというものであった。

B社からの上記通知を受け、OKWは、2022年9月13日、OK FUNDの解散を決定し、同月21日には、同年7月1日をもってB社をOKWグループの会計上の連結範囲から除外

<sup>1</sup> OK FUND自体は、2021年11月に設立されている。

<sup>2</sup> 本件投資によりOKWによるB社の議決権保有割合は52.6%となった。

<sup>3</sup> D社に対する投資を巡って、OKWは別途第三者委員会調査を実施しており、その詳細については、2022年6月10日付調査報告書及び同年9月20日付調査報告書を参照されたい。

<sup>4</sup> E社の代表者は、b氏である。

<sup>5</sup> F社の代表者は、c氏である。

することを決定した（以下、本件投資からB社との資本関係・業務提携関係解消に至るまでの一連の経緯を指して「**本件事案**」という。）。

その時点のOKWの経営陣において、本件海外送金の経緯や、B社により自己株式取得に関する一方的な主張がなされるに至った経緯等が不明であったことから、OKWは、本件事案の事実関係を把握するため、2022年9月1日付で社内調査委員会を設置して調査を開始した。そして、当該社内調査を実施する過程において、OKWは、外部の専門家が客観的・中立的に本件事案の調査を実施することが必要であると判断し、同年10月25日、下記3の体制の第三者委員会（以下「**当委員会**」という。）の設置を決定し、同日以降、当委員会は、下記2の事項を目的とした調査（以下「**本調査**」という。）を開始した。

## 2 本調査の目的

本調査の目的は、以下のとおりである。

- (1) 本件事案に関する事実関係の確認並びにこれらに関連するOK FUND及びB社に対するOKWの子会社管理・内部管理上の問題に関する調査・分析
- (2) 本件事案に類似する事案の有無の確認
- (3) 上記(1)で確認された事実関係を踏まえた、本件事案に係る過年度の会計処理及び開示の適切性の検討並びに連結財務諸表等への影響の有無の確認
- (4) OK FUND及びB社の連結・子会社範囲の認定プロセスの適切性の確認
- (5) 原因分析及び再発防止策の提言

## 3 本調査の体制

当委員会の構成は、以下のとおりである。

委員長：田原 一樹（弁護士 長島・大野・常松法律事務所）

委員：辺 誠祐（弁護士 長島・大野・常松法律事務所）

委員：茂田井 純一（公認会計士・税理士 株式会社アカウンティング・アシスト）

また、当委員会は、本調査を補助させるため、以下の者を調査補助者として本調査に関与させた。

入谷 淳（弁護士 長島・大野・常松法律事務所）

新納 亜美（弁護士 長島・大野・常松法律事務所）

町田 雄輝（弁護士 長島・大野・常松法律事務所）

今野 恵一朗（弁護士 長島・大野・常松法律事務所）

杉本 直之（弁護士 長島・大野・常松法律事務所）

加瀬 豊（公認会計士・税理士 株式会社アカウンティング・アシスト）

このほかに、当委員会は、下記 5(2)のフォレンジック調査を行うため、デジタルフォレンジック業者である株式会社 foxcale に対し、データの保全業務及びデータレビューの業務を委託し、本調査に関与させた。

#### 4 調査の期間

本調査の期間は、2022 年 10 月 25 日から 2023 年 1 月 20 日までである。

#### 5 本調査の方法

当委員会は、上記 4 の期間において、本調査の目的を達するために必要と考えられる以下の調査方法を実施した。

##### (1) 客観資料の精査

当委員会は、以下の客観資料を精査した。

##### ア OKW の社内規程や議事録等の社内資料

取締役会規程、監査役会規程、組織規程、職務権限規程、決裁管理規程、業務分掌規程、株式取扱規程、関係会社管理規程、投資先管理規程等の本件事案に関連する OKW の社内規程、OKW の組織図及びメンバー表、2021 年 7 月 1 日以降<sup>6</sup>の OKW 取締役会議事録及びその資料、監査役会決議議事録、コーポレートガバナンス委員会議事録、内部監査部門作成の内部監査報告書、2021 年 6 月期以降の各四半期分の監査法人からの監査結果説明書、2021 年 6 月期以降の各四半期における経営者確認書等、OKW の社内資料を精査した。

##### イ 本件事案に関連する契約書等

OKW、C 社及び a 氏との間の 2021 年 8 月 1 日付財務アドバイザー契約書（2022 年 4 月 26 日付の同契約に係る覚書を含む）、OKW と A 社との間の 2021 年 10 月 20 日付 FUND ADVISORY SERVICE AGREEMENT、OKW と C 社との間の 2021 年 11 月 15 日付財務アドバイザー契約書、OKW による A 社に対する各送金に係る社内決裁書面、2021 年 11 月 17 日付 “Certificate of Registration of Exempted Limited Partnership” と題する書面、同日付 “STATEMENT IN TERMS OF SECTION 9 OF THE EXEMPTED LIMITED PARTNERSHIP ACT (REVISED) (THE “ACT” )” と題する書面、2021 年 12 月 10 日付 OK FUND の SUMMARY OF TERMS、OK FUND 及び B 社との間の 2021 年 12 月 15 日付 AMENDED AND RESTATED AGREEMENT、OK FUND、OKW 及び A 社との間の 2021 年 12

---

<sup>6</sup> OKW、C 社及び a 氏との間の財務アドバイザー契約が締結されたのが 2021 年 8 月 1 日であったことから、当委員会は、OKW と C 社代表取締役の a 氏との関係が同年 7 月頃に始まったとの前提を置き、精査対象を限定した。なお、本調査開始後、2021 年 7 月 1 日付で、OKW、C 社及び G 社の間で締結された秘密保持契約が見つかった（第 3 の 1(2) 参照）が、当該秘密保持契約が当委員会で認識できた OKW と a 氏が関係する会社との最初の契約である。

月 15 日付 ESCROW AGREEMENT 及び SUBSCRIPTION AGREEMENT、OKW、B 社、OK FUND 及び B 社の代表取締役 d 氏との間の 2021 年 12 月 15 日付投資契約書及び当該契約締結に係る社内決裁書面、OKW 及び B 社の間の 2021 年 12 月 29 日付業務提携契約書及び当該契約締結にかかる社内決裁書面、OKW 及び H 社の間の 2022 年 1 月 22 日付提携アドバイザー契約書及び当該契約締結に係る社内決裁書面、OKW による 2022 年 1 月 28 日付 H 社に対する送金に係る社内決裁書類等の本件事案に関連する契約書等を精査した。

#### ウ 当委員会が本件に関連すると思料したその他の資料

OKW の総勘定元帳（2022 年 6 月期第 3 四半期、第 4 四半期、2023 年 6 月期第 1 四半期）、OKW の連結精算表（2022 年 6 月期第 3 四半期、第 4 四半期、2023 年 6 月期第 1 四半期）、OK FUND の総勘定元帳（2022 年 6 月期第 3 四半期、第 4 四半期）、B 社の総勘定元帳（2022 年 6 月期第 3 四半期、第 4 四半期）等、当委員会が本件事案に関連すると思料したその他の資料を精査した。

#### (2) フォレンジック調査

当委員会は、別紙 1 記載の範囲のメールアドレス等を収集・保全し、これらのメールアドレス等に対してデータベース化の処理を施した上で、当委員会の設定したキーワードによる絞り込みをかけた 40,734 件を対象として精査を行った。

#### (3) 役員・従業員に対するアンケート調査

当委員会は、本件事案と類似した事案の有無等に関する情報を収集することを目的として、2022 年 12 月現在の OKW 役員・従業員を対象として、別紙 2 のアンケート調査を行った。当該アンケート調査の回答率は約 91%であった。

#### (4) 関係者に対するヒアリング

当委員会は、別紙 3「ヒアリング対象者一覧」記載の関係者延べ 29 名に対するヒアリングを実施した。

#### (5) 関係者に対する書面照会

当委員会は、d 氏、I 社<sup>7</sup>の代表取締役 e 氏、OKW のコーポレートガバナンス委員であった f 氏、及び本件事案について OKW より当時相談を受けていた J 法律事務所に所属する g 弁護士に対して、本件事案に関する書面照会を行い、回答を得た<sup>8</sup>。

#### (6) 当委員会が実施を断念した調査方法

当委員会は、本件事案の事実関係の解明のためには、本件事案に関与していたと想

<sup>7</sup> I 社は、本件投資後に、B 社との間で報酬総額 1 億円とするメタバース業務構築コンサルティング契約を締結した会社である。詳細は第 3 の 3(5)で記載する。

<sup>8</sup> d 氏への書面照会は、本件事案の事実関係を確認することを目的として、d 氏へのヒアリングに先立って実施した。

定される人物らによる本調査への協力が必要不可欠であると考え、2022年11月15日、本件事案当時のOKWの役員5名、a氏、A社のh氏、c氏、e氏、b氏及びd氏ら計11名に対して本調査への協力を要請した。

もっとも、当委員会による上記要請に対し、本件事案当時のOKWの代表取締役であるi氏からは11月24日付で、本件事案当時のOKWの取締役CFO j氏からは同月25日付で、各人の代理人を通じて、「貴委員会の設置を決定した対象会社（注：OKW）の取締役らは、瑕疵ある株主総会に基づき選任されており、対象会社の業務執行に関する正当な権限を有しておりません。（中略）かかる対象会社から選任された貴委員会の本調査については、その権限及び中立性について疑義が生じるところです。したがって、通知人としては、本調査の聴取に応じることはできません…」などの書面回答があり、当委員会の調査への協力を拒否する意思が明確に示された。

また、h氏、c氏、a氏及びb氏については、当委員会からの2022年11月24日付の協力要請に回答がなかったことから、その後、同月30日付、及び同年12月16日付で、それぞれ再度の本調査への協力要請を行ったが、これらに対しても、同人らからの回答は得られなかった。そのため、当委員会は、同人らの協力を得て調査を実施することは不可能であると判断した。

以上の経緯により、当委員会は、i氏、j氏、a氏、h氏、c氏及びb氏から、本調査への協力を得ることができておらず、同人らに対するヒアリング等の調査をやむを得ず断念した<sup>9</sup>。

## 6 本調査の限界及び留保事項

本調査は、強制権限のない任意の調査であり、関係者に対するヒアリング及び資料等の収集は、任意の協力を得ることができた範囲で実施されたものに限定されている。

特に、上記5(6)のとおり、本調査においては、当委員会が実施を希望していたにもかかわらず、やむを得ず断念した重要な調査方法が存在する。とりわけ、当委員会としては、本件事案の事実関係の解明のためには、i氏、j氏、a氏等から調査協力を得ること（ヒアリングやメールデータの取得等）は必要不可欠であると考えていたものであり、当委員会として、それに向けて最善と考える要請を行ったにもかかわらず、これらの者からの調査協力が得られなかったことは、本調査に重大な影響を与えている。

また、本調査報告書の記載事項は、上記4の限られた調査期間の中で、当委員会が実施した上記5の調査方法の範囲内で判明したものに限定されており、本調査の過程でアクセスできなかった資料又は事実上重要な事情が存在したとしても、それらは本調査報告書に記載されていない。

---

<sup>9</sup> なお、当委員会は、OKWの依頼を受け、本件投資に係る法務デューデリジェンスの実施及び契約関係等の助言を行っていたK法律事務所に所属するk弁護士に対してヒアリングの要請を行ったが、特段の理由を示されることなく、同弁護士により拒否されたため、同弁護士についてもヒアリングの実施を断念している。

このように、本調査における事実の認定及びその評価には一定の限界があるのであって、当委員会として、実施することが可能であった範囲で、当委員会が必要と考える調査方法を実施し、それを通じて当委員会が相当であると考えた調査結果を本調査報告書にとりまとめているものの、本調査の結果の参照にあたっては、調査に対する上記のような重大な制約があったこと、追加作業の実施や新たな事実の発覚等によって本調査報告書の内容を修正・変更すべき場合があり得ること等について、細心の留意を要する。また、本調査報告書の内容は、裁判所及び監督官庁における将来の事実認定・法的評価の結果を保証するものでもない。

なお、本調査は、上記 2 に掲げた内容を目的とするものであり、本調査の過程で判明した他の事実の調査や本件事案に関する紛争の解決等を目的とするものではない。

## 第 2 OKW の概要

### 1 企業概要

OKW は、1999 年 7 月に設立され、Q&A 形式の情報交換コミュニティサイトの運営等を事業内容としており、2006 年 6 月には名古屋証券取引所セントレックス（現ネクスト市場）に株式を上場した。

2021 年 6 月、OKW は、会社分割により新設した L 社に対し、主力事業であるソリューション事業を承継した上で、同社の全ての株式を M 社が新設した N 社に対し譲渡しており、その際、管理部門を含む多くの人員が OKW から L 社に転籍するなどしたため、売上高や従業員数等が大幅に減少した。

### 2 経営指標等

OKW の 2020 年 6 月期以降の主な連結経営指標は以下のとおりである。

決算期	2020 年 6 月	2021 年 6 月	2022 年 6 月
現金及び預金（千円）	1,086,566	9,159,538	460,508
売上高（千円）	4,795,518	2,196,676	832,474
経常利益又は経常損失(△)（千円）	△996,949	△834,441	△1,634,115
純資産額（千円）	1,008,530	5,603,198	859,567
従業員数 <sup>10</sup> （人）	160	49	54

OKW は、上記 1 のとおり、2021 年 6 月に主力事業であったソリューション事業を譲渡しており、その譲渡対価の受取によって 2021 年 6 月末時点での現金及び預金の残高が急激に増加するとともに、従業員の転籍等によって従業員数が大幅に減少しており、

<sup>10</sup> 従業員数は OKW 単体の数値である。

また、主力事業を手放したことによって、2022年6月期には売上高が激減している。

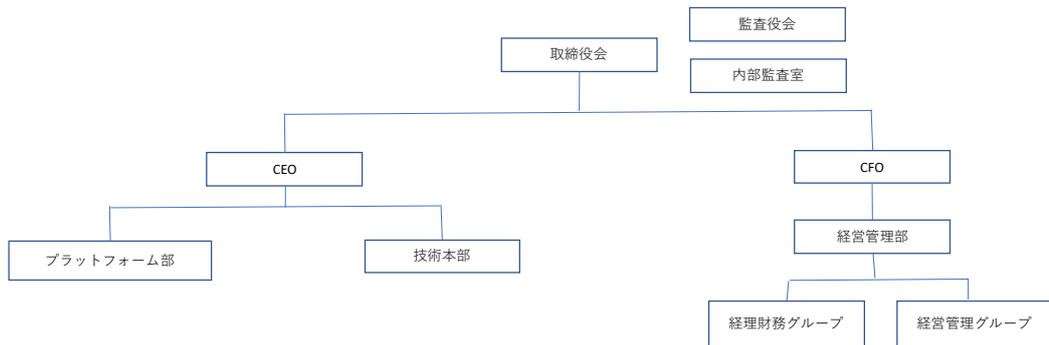
### 3 経営体制

2021年9月29日付の定時株主総会後から2022年8月25日付の臨時株主総会までの間のOKWの役員の体制は以下のとおりである。

代表取締役社長	i氏
取締役	j氏
社外取締役	l氏 <sup>11</sup>
社外取締役	m氏
常勤社外監査役	n氏 <sup>12</sup>
社外監査役	o氏
社外監査役	p氏

### 4 組織体制

本件事案当時のOKWの組織体制の概要は、以下の図のとおりである<sup>13</sup>。



上記組織体制図におけるCEOはi氏、CFOはj氏であった。j氏は、CFOとして経営管理部を統括するとともに、経営管理部部長を兼任し、さらには、経理財務グループマネージャー、経営管理グループマネージャー<sup>14</sup>、及び内部監査室室長も兼任していた。

<sup>11</sup> l氏は、2022年6月13日付で辞任している。

<sup>12</sup> n氏は、監査役会において常勤監査役に選定されているが、取締役会及び監査役会への出席、社内取締役との週1回の打合せ、並びに決算業務を委託していた外部コンサルティング会社が行う事業部門担当者へのオンラインでのヒアリングの立会いが主要な業務であった。

<sup>13</sup> 本組織図は、OKWの組織の概要を示すために、OKWが作成した組織図を当委員会において簡略化したものである。

<sup>14</sup> 2022年4月以降は、OKWに新たに入社したq氏が経理財務グループのマネージャーに就任している。

### 第3 調査により判明した事実

#### 1 OKWがC社等a氏が関与する企業との取引に至る経緯

##### (1) ソリューション事業の譲渡後のOKWの状況

第2の2のとおり、OKWは、2021年6月に主力事業を譲渡したことによって、当該譲渡直後である2021年6月末時点での現金残高が90億円を上回る一方、その後、2022年6月期の売上高及び経常利益が大幅に減少する状態となっていた。

そのような状況の中、i氏は、事業部門の部長らに対して、ソリューション事業の譲渡後、会社にキャッシュがある中で時価総額が低くなっており、アクティビストに狙われたり、買収のターゲットとなるリスクがあること等から、OKWの株価を上げる必要があるという趣旨の話をしていました。また、p氏は、i氏に対して、事業の譲渡後、OKWが買収されるリスクを指摘し、買収防衛策を検討するように進言しており、それに対し、i氏は、事業の譲渡で得た資金を用いて新規事業への進出を検討している旨を説明していたほか、l氏に対しては、基幹事業を譲渡したことから、先端IT系のベンチャーへの出資あるいは事業提携をしたいという考えを話していた。

このようなi氏の話を経ると、i氏は、OKWに潤沢な現金がある一方で、売上や利益等の規模が小さいままでは、アクティビストのターゲットとなったり、他社からの買収の対象となったりすることをリスクとして捉えており、潤沢な資金を用いてM&Aを行い新たな事業を自社に取り込むことで、売上や利益等の規模を増大させ、株価の上昇については時価総額の増加を目指していくことをOKWの重要な課題として捉えていたことが窺われる。

##### (2) a氏との取引の開始

このように、主力事業を失ったOKWにおいては、M&Aを行い新たな事業を自社に取り込むことが喫緊の検討課題とされていたところ、i氏は、学生時代からの友人であり、コンサルティング会社を経営する公認会計士・税理士であるa氏に対し、OKWの経営上の課題を話し、助言を求めたのではないかと推察される<sup>15</sup>。

2021年7月1日には、OKW、C社及びスタートアップ企業へのアドバイザリー業務を主要業務とするG社との間で秘密保持契約が締結されているが、i氏はG社に対し豊富な手元資金を用いてM&Aを行う意向を示しており、また、G社からM&Aの候補となる企業の紹介を受けることを前提として秘密保持契約が締結されていることからすると、遅くとも当該秘密保持契約が締結された2021年7月1日までには、i氏はa氏に対してOKWの課題解決のための取組みに関する相談を開始していたものと認められる。な

---

<sup>15</sup> i氏は、2021年7月31日に、「OKWAVEでやりたいこと」と題する電子メールをa氏に送付しており、その中で「インベスト事業においては」、「プラットフォーム事業とのシナジーがあるアイデアを事業化している企業に投資する」、「プラットフォーム事業の持つサービスをアイデアコンテストの形式で投資先を決定する」などと記載し、新たな投資に関する自身の考えを伝えている。

お、C社が当該秘密保持契約の当事者となっているのは、C社がOKW側で当該アドバイザー業務に関与することが見込まれていたからであると推察される。

### (3) a氏との財務アドバイザー契約締結の経緯

その後、2021年8月1日付で、OKW、C社及びa氏の間で財務アドバイザー契約書（以下「本件財務アドバイザー契約」という。）が締結されている。本件財務アドバイザー契約の締結に向けて、a氏とi氏及びj氏との間でどのような協議や交渉等が行われたか、契約締結の真の目的が何であったのかなどは不明であるが、本件財務アドバイザー契約上、OKWは、C社に対し、OKWの資本政策の立案及びM&Aの遂行に関する業務を委託するものと規定されていることからすると、少なくともi氏の意図としては、当時のOKWの課題の解決に向けて必要となるM&Aによる新規事業の取り込みに関して、a氏の助力を得ることを目的としていたものと推察される。

なお、本件財務アドバイザー契約締結に係るOKWにおける正式な社内手続は、契約書の締結日付より後の2021年9月25日に行われていることから、a氏が実際にいつから本件財務アドバイザー契約に基づく業務を開始したのかについては必ずしも明らかではない。もっとも、少なくとも契約書上は2021年8月1日付とされていることからすると、同月頃から、a氏は、本件財務アドバイザー契約の締結を前提として、OKWによるM&Aの検討等について本格的な助言を開始し、場合によってはOKWを代理してM&Aの交渉等に関与することになったものと推察される。

本件財務アドバイザー契約の締結に関する社内手続上の起案者は、経営管理部の従業員となっているものの、実際に契約交渉を行ったのはj氏であり、当該従業員はj氏の指示に従い、名目的に起案者となったに過ぎず、本件財務アドバイザー契約締結の目的や、C社によって現に提供される役務の具体的な内容等については全く知らされていなかった。なお、本件財務アドバイザー契約を含む本件事案に関連する一切の契約に関し、i氏及びj氏以外のOKWの従業員は、形式的にその起案者になる以外に、その契約交渉から契約締結に至るまで一切関与していない。また、OKWの職務権限規程別紙の職務権限決裁管理表上、諸契約の締結の決裁権者は担当執行役員とされているところ、本件事案当時は、j氏が担当執行役員であったため、j氏が自らその決裁を行っていた状況であり、契約の締結交渉等を担当していたと思われるi氏を除き、j氏以外の者による契約条項についての実質的なチェックは行われていなかった<sup>16</sup>。

本件財務アドバイザー契約締結以降、i氏が目指していたM&Aによる新規事業の取り込みに向けて、a氏の関与が本格化していったものと推察され、具体的なM&A候補の紹介等が始まったものと考えられる。

---

<sup>16</sup> B社への出資に関する投資契約書等の一部の契約書については、取締役会資料として取締役会においても提示されたが、具体的な契約条項の内容についての検討が取締役会で行われた形跡はない。

## 2 OK FUND 組成に係る事実関係

### (1) OK FUND 組成の経緯

当委員会が把握している限り、i 氏と j 氏との間の社内メッセージツールのやり取りで、最初に投資ファンドの組成に言及された時期は 2021 年 9 月 22 日であり、具体的には、i 氏から j 氏に対し「OK-Global-Active-Fund 概要」と題するファイルが送付されている。

そして、2021 年 9 月 26 日には、i 氏から OKW 社外取締役である m 氏に対し「OKWAVE Global Active Fund (仮称) の組成について」と題する PDF 形式のファイルが添付されたメールが送付されており、当該添付ファイル自体の内容は確認できていないものの、その内容としては、9 月 22 日に i 氏から j 氏に対して送付された「OK-Global-Active-Fund 概要」と題するファイルと同一のものではないかと推察される。

また、2021 年 9 月 29 日の OKW の定時株主総会の直前頃、i 氏から Corporate Venture Capital (以下「CVC」という。)を組成するという提案を受け、それがファンドについて初めて聞いたタイミングである旨の m 氏の供述が確認されているところ、同年 9 月 27 日に、「OKWAVE Global Active Fund (仮称) の組成について」と題するファイル (以下「9 月 27 日版ファンド説明資料」という。) <sup>17</sup>のアップデートされたバージョンが、i 氏から m 氏に対し打ち合わせ資料として送付されていることが確認されている。

なお、9 月 27 日版ファンド説明資料においては、ファンドの概要として、以下の記載がされている<sup>18</sup>。

ファンド名称	OKWAVE Global Active Fund (仮称)
投資対象業種	インターネット事業全般、もしくは事業を成長させる高度技術などを対象とする。以下のような内容を想定。 <ul style="list-style-type: none"><li>・新しい事業価値創造。次世代コミュニケーションの在り方を支える高度技術への投資 (スタートアップ～アーリーステージ)</li><li>・現在のコミュニケーションのあり方を進化させる技術、もしくは活用されたサービスへの投資 (アーリー～ミドルステージ)</li><li>・次世代・現在のコミュニケーションのあり方への応用が高いと思われるユーザーベースを抱える企業とのコラボレーションによる事業拡大投資 (ミドル～レイトステージ)</li></ul>

<sup>17</sup> 9 月 27 日版ファンド説明資料のプロパティ上、作成者は「C 社」、最終更新者は i 氏となっており、a 氏が作成したものに、i 氏が修正を加えたものであることが窺われる。

<sup>18</sup> 9 月 27 日版ファンド説明資料の「2. ファンドの概要」から一部を抜粋して記載したものである。

投資対象分野	ウェアラブルデバイス（高度機能等）、ホログラム、五感通信、IoT、データアナリティクス、高セキュリティ、ロボット、ドローン、エンターテインメントサービス、コミュニティサービス、C2C サービスなど
リミテッドパートナー	OKW
ゼネラルパートナー	A 社 <sup>19</sup>
投資規模	20 億円（オープン型：追加出資可能）
形態	ケイマン本籍のリミテッドパートナーファンド（私募ファンド）
取得割合	マイノリティ～連結持分法適用（子会社化は対象外）
報酬体系	アップフロントフィー3%～（組成時） アドミニストレーションフィー1%～（組成時） アクイジションフィー1%～（投資時） マネジメントフィー2%～（年間） パフォーマンスフィー10%～（累積年間利益に対して毎年） 清算解散フィー2%～（清算解散時）

以上のほかに、当委員会が入手した資料の中に OK FUND 組成の経緯に関する資料等は見当たらず、OK FUND 組成の経緯を知ると考えられる i 氏、a 氏及び j 氏のヒアリングを実施できなかったため、OK FUND 組成に至る経緯に関するこれ以上の詳細は不明であるが、2021 年 7 月から 8 月頃以降、i 氏が、OKW の豊富な手元資金を用いて M&A を実施し、新たな事業を OKW に取り込む構想について a 氏に助言を求める過程において、ファンドを組成し、ファンドを通して未上場の成長企業への投資を行うことが検討されるようになったことが窺われる。

なお、OKW による B 社に対する出資に関する話を持ち込まれたのは 2021 年 9 月 30 日である旨の d 氏の供述が確認されており、当該出資が具体化する前の段階で、OK FUND 組成の検討が開始されていたこととなる。

## (2) OK FUND 組成の実質的な GP を a 氏とする理由

i 氏からファンド組成の話聞いた際、①OKW が投資を行うのにファンドを組成する必要はない、②GP に対して支払う手数料がかなり高額である、③投資先の決定について OKW の社外役員の幅広い知見を利用することができるなどの理由から、OKW の取締役

<sup>19</sup> A 社は、a 氏が CEO を務める法人であり、9 月 27 日版ファンド説明資料には「香港及び中国への進出支援、香港法人及びオフショア法人の設立・管理、ファンドの組成・金融商品の案内・海外金融機関との連携による資本運用等の日本の個人及び法人の海外資産運用や保全を行っている。海外の金融機関・法律事務所・会計事務所との幅広いネットワークを有する。これまで数億円～数十億円の私募ファンドの組成及び事務管理を行っている。」との説明が記載されている。

会において、投資先を議論して判断すればよいと強く指摘した旨の m 氏の供述が確認されている。

また、上記指摘のうち、①ファンドを組成する必要がないとの点については、i 氏から、a 氏は、投資が期待どおりに進まなかった場合の軌道修正の仕方やファンドの管理等が得意であり、アジアを中心に投資の目利き力がある人物との人脈も豊富であり、また、これまでの付き合いから、その能力や人柄等を信頼しているため、a 氏（が運営する A 社）をファンドの GP としたい旨の説明があり、i 氏は a 氏を実質的な GP とすることを前提に a 氏と話しており、その前提を変えることは難しいのではないかとの印象を持った旨の m 氏の供述も確認されている。

2021 年 10 月 20 日に開催された OKW の取締役会において取締役会資料として提示された書面には、GP について、以下の記載が存在し、ファンドの管理を a 氏の役割として想定していたことが窺われる<sup>20</sup>。

「GP である C 社（a 氏）は、

- ・ アセットマネジメントではなく、アドミニストレーションの役割を期待
- ・ 数十億円のファンド運営管理の経験が複数
- ・ OKWAVE（i 氏）が信頼してやり取りできる人物
- ・ 現在の投融資メンバー（i 氏・j 氏・p 氏）との面談実施
- ・ LP として一部参画していただくことも可能」

i 氏及び j 氏らが、未上場の成長企業等への投資事業を、OKW の事業として行うことを検討していたことからすれば、CVC として OK FUND を設立すること自体が不合理であったとは言い難い。もっとも、実際に OK FUND を通して行われた投資は B 社の子会社化のみであるという OK FUND の投資状況を踏まえると、OKW が直接子会社化することでも B 社の子会社化は実現可能であって、ファンドの管理業務は不要な業務であったと評価することもできなくはなく、ファンド管理の役割で a 氏を実質的な GP とする合理的な理由や、あえてファンドを通して B 社に出資すべき合理的な理由等が明確にあったとは断定できない状況にある。

### (3) OKW 取締役会における協議

2021 年 10 月 13 日に開催された OKW の取締役会において、事業投資の件として、ファンドの組成についての検討が行われた。

2021 年 10 月 13 日の取締役会では、社外取締役及び社外監査役より、①a 氏の実績やファンド管理能力等についての開示が不十分である、②ファンドの投資案件を選定

---

<sup>20</sup> 2021 年 10 月 12 日に開催されたコーポレートガバナンス委員会の議事録には、外部に報酬を支払ってまで CVC にするべき理由を問われた i 氏が、過去の投資においては管理が不十分だった面がありプロに助言を受けることが有用であると考えている旨を述べたと記載されている。

する手続をどうするか（ファンドの投資案件を選定する投融資委員会のメンバーとして、i 氏、j 氏及び a 氏の 3 名が想定されているが、第三者的な専門家を加えるべきではないかなどの意見）、③GP に対する報酬額を明示してほしいなどといった意見が出され、議論が行われた。

また、直接投資ではなくファンドを通じて投資する意味について、m 氏から質問が行われており、i 氏からは、a 氏には投資後の管理面での役割を期待している旨の説明がなされている。

結局、2021 年 10 月 13 日の取締役会は、ファンド設立について社外取締役の意見の一致が得られずに終了している。

その後の 2021 年 10 月 20 日、取締役会が改めて開催され、事業投資の件として、ファンド設立についての決議が行われており、同日の取締役会では、ファンドの設立に取締役全員が賛同し、承認可決された。

なお、2021 年 10 月 20 日の取締役会において提出されたと思われる取締役会資料では、ファンド投融資委員会のメンバーとして、i 氏、j 氏及び a 氏に加えて、p 氏が加わることが記載されており、また、上記のとおり、同資料には、a 氏についてファンドの管理面での役割を期待している旨の記載がなされている。

さらに、2021 年 10 月 20 日の取締役会においては、9 月 27 日版ファンド説明資料の修正版と思われる書面（以下「**10 月 20 日版ファンド説明資料**」という。）が提示されており、10 月 20 日版ファンド説明資料では、上記のファンド概要について、以下の記載がされている。

ファンド名称	OKWAVE Global Active Fund (仮称)
投資対象業種	<p>インターネット事業全般、もしくは事業を成長させる高度技術などを対象とする。以下のような内容を想定。</p> <p>1) 既存事業でのマネタイズポイント拡大のための投資</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ Q&amp;A コミュニティ事業のデータベースを活用できる企業とのコラボレーションによる事業拡大投資</li> </ul> <p>2) インターネットサービス事業拡大のための投資</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 特定ベースのユーザーベースを抱える企業とのコラボレーションによる広告事業・サブスクリプション事業拡大投資</li> <li>・ 知識・経験を持ったユーザーベースを抱える企業とのコラボレーションによる事業拡大投資</li> </ul> <p>3) 新技術・高度技術を持つ Tech 企業への投資</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ Q&amp;A の新しい形を支える新技術企業への投資</li> <li>・ コミュニケーション・データを安全に扱えるためのセキュリティ企業への投資</li> </ul>

投資対象分野	エンターテインメントサービス・コンサルティング関連サービス・人材関連サービス・C2C サービス・IoT・AI・データアナリティクス・セキュリティ・ウェアラブルデバイス・ホログラム・VR/AR・五感通信など
リミテッドパートナー	OKW
ゼネラルパートナー	A 社 <sup>21</sup>
投資規模	当初上限想定額 20 億円
形態	ケイマン本籍のリミテッドパートナーファンド（単独投資家プライベートファンド）
取得割合	マイノリティ～連結持分法適用（子会社化は対象外）
報酬体系	アップフロントフィー 1.5%（組成時） アドミニストレーションフィー 1.0%（組成時） アキュジションフィー 1.0%（投資時） マネジメントフィー 1.5%（年間） パフォーマンスフィー 10%（累積年間利益に対して毎年） 清算解散フィー 1.5%（清算解散時）

上記 9 月 27 日版ファンド説明資料と比較すると、投資対象業種及び投資対象分野が大幅に書き換えられているほか、報酬体系の記載に関し、いずれもフィーの料率の下限を意味すると思われる「～」の記載が削除され、アップフロントフィーが 1.5%、マネジメントフィーが 0.5%、清算解散フィーが 0.5%、それぞれ料率が引き下げられている。

このように、a 氏の役割について一応の説明が資料に記載されたこと、投融資委員会に社外監査役でありベンチャー投資の経験を有する p 氏が加わったこと、報酬の水準が下がっていること等により、2021 年 10 月 20 日の取締役会においては、取締役からファンドの組成について特に強い反対はなく、承認の決議が全会一致で行われた<sup>22</sup>。

なお、上記のとおり、9 月 27 日版ファンド説明資料及び 10 月 20 日版ファンド説明資料においては、取得割合として「マイノリティから連結持分法適用（子会社化は対象外）」と記載されているが、i 氏の説明は、ファンドを通じた子会社化を想定した内容であり、実際に B 社への出資で子会社化が行われたこととの食い違いについて、特に取締役会等で議論はなされなかった旨の取締役会に出席した社外役員の供述が確認されている。

<sup>21</sup> A 社について上記脚注 20 と同一の説明が記載されている。

<sup>22</sup> m 氏は、当初の案に比べてファンドのフィーの水準も下がっており、ベンチャー投資の経験を有する p 氏がファンドの設立に反対しなかったことから、最終的には承認した旨を供述している。

#### (4) ファンドアドバイザー契約の締結

ファンド設立についての取締役会決議が行われた2021年10月20日付で、OKWとA社間で、「FUND ADVISORY SERVICE AGREEMENT」（以下「ファンドアドバイザー契約」という。）が締結されており、同契約上、OKWは、A社に対して、アップフロントフィーとして投資額の1.5%、アドミニストレーションフィーとして投資額の1%を支払う旨が規定されている<sup>23</sup>。

そして、2021年10月25日付で、A社からOKWに対しアップフロントフィー（3,000万円）及びアドミニストレーションフィー（2,000万円）に係る請求書が発行されており、OKWは、2021年10月26日、A社に対して、5,000万円を送金する手続を実施している。なお、当該送金手続は、j氏の指示で経営管理部の従業員が行っているが、j氏が当該従業員に対し送金の趣旨や詳しい内容等を説明した状況は確認されていない。

#### (5) LP契約の締結

OK FUNDは、2021年11月17日付で設立され、ケイマン諸島において登録が行われている。この時点で、Initial Exempted Limited Partnership Agreementが締結されているが、同Agreementは、名称、目的、登録住所等の基本事項のみを定めたものに過ぎない。

その後、2021年12月10日にOKWとA社との間でAMENDED AND RESTATED AGREEMENT OF EXEMPTED LIMITED PARTNERSHIP OF OK FUND L.P.（以下「LP契約」という。）が締結されており<sup>24</sup>、OK FUNDの詳細な内容が規定されている。

なお、LP契約に基づき、2021年12月13日付で、OKWからOK FUNDのGPであるA社に対して10億円の送金が行われており、同年12月15日付で、OKWとB社、OK FUND及びd氏との間で投資契約書が締結されている。そして、同日にA社から9億9,999万9,000円がB社に送金され、翌16日にB社に着金している。

LP契約上、OK FUNDからGPに対して支払われる報酬及び費用は、以下のとおり規定されている<sup>25 26</sup>（LP契約第5条）。

---

<sup>23</sup> 但し、ファンド組成後、投資額の出資が完了した時点で、アップフロントフィー及びアドミニストレーションフィーはOKWに払い戻される旨が規定されている。

<sup>24</sup> 2021年12月10日付で、LP契約とともに、OKW、OK FUND及びA社との間のESCROW AGREEMENT（以下「エスクロー契約」という。）並びにOK FUND及びOKWの間のSUBSCRIPTION AGREEMENT（以下「サブスクリプション契約」という。）がそれぞれ締結されている。また、同日付で、「SUMMARY OF TERMS OK FUND L.P.」（以下「本タームシート」という。）が作成されている。なお、LP契約及びサブスクリプション契約はケイマン法を準拠法とし、またエスクロー契約は香港法を準拠法とするものであるが、本調査においては、その目的に照らしてケイマン法及び香港法の観点からの検討は行っていない。

<sup>25</sup> マネジメントフィー、パフォーマンスボーナス、及びエグジット&ディゾリューションフィー以外に、組成費用（Organization Expenses）、運営費用（Operating Expenses）及び組合費用（Partnership Expenses）について、それぞれ実際にかかった金額をOK FUNDが負担する旨が規定されている。

<sup>26</sup> 本タームシート上では、本文に記載のLP契約上のマネジメントフィー、パフォーマンスフィー、エグジット&ディゾリューションフィーに加え、アップフロントフィーとして投資コミットメント額の1.5%、アドミニストレーションフィーとして投資コミットメント額の1.0%、アクイジションフィーとして投資額の1%が、OK FUNDのGPとLP間で合意されている旨が規定されている。

マネジメントフィー	<ul style="list-style-type: none"> <li>2021年12月31日までのフィーについては初回クローリング日に、それ以降は毎年1月1日に、投資コミットメント金額の1.0%に相当する金額をマネジメントフィーとして支払う。</li> <li>1年に満たない期間に対するマネジメントフィーについては、日割り計算とする。</li> </ul>
パフォーマンスボーナス	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファンドの年次報告書 (Annual Report) の発行から30日以内に、ファンド純資産の年間増加分の10%か投資コミットメント金額の総額<sup>27</sup>の10%のいずれか高い方の金額に相当する金額をパフォーマンスボーナスとして支払う。</li> <li>1年に満たない期間に対するパフォーマンスボーナスについては、日割り計算とする。</li> </ul>
エグジット&ディゾリューションフィー	<ul style="list-style-type: none"> <li>ポートフォリオ出資のエグジット又はファンドの解散及び清算が決定された際に、ポートフォリオ出資の評価額の1.5%に相当する金額をエグジット&amp;ディゾリューションフィーとして支払う。</li> </ul>

上記パフォーマンスボーナスは、ファンド純資産の年間増加分の10%か、投資コミットメント額の10%のいずれか高い方の金額として設定されており、ファンドの運用成績がマイナスの場合であっても、投資コミットメント額の10%が毎年請求されることになる。パフォーマンスボーナスは、ファンドの運用成績が良好でファンドの純資産が増加した場合にGPに対して支払われる成功報酬であることが一般的であることから、運用成績がマイナスの場合であってもGPがファンドに対してパフォーマンスボーナスの請求をできるとすることは不合理であり、しかも投資コミットメント額の10%という高率（1年間でファンド純資産が2倍以上に増加しない限り、常に投資コミットメント額の10%がフィーとしてファンドから流出することになり、仮に運用成績のマイナスが続いた場合、遅くとも10年経過前にファンドに拠出された投資コミットメントの全額がGPへのフィーとして支払われることになる。）であることからすると、当該パフォーマンスボーナスの設定は不合理な内容であると評価せざるを得ない。

LP契約の締結に際し、OKW社内においてどのような検討が行われたのかについては明らかではない。OKWの取締役会において、10月20日版ファンド説明資料に記載された内容以外に、LP契約について検討は行われておらず、経営管理部の従業員もLP契約

<sup>27</sup> サブスクリプション契約及び本タームシート上、投資コミットメント金額の総額は、20億円とされている。

の内容に関して何らの検討も行っておらず、OKWにおいてLP契約の具体的な条項の内容に関して検討を行った可能性があるのは、i氏及びj氏に限られる。

また、j氏は、B社グループを含むM&A候補先に対する法務デューデリジェンス手続やB社と締結した投資契約書のレビュー等を外部の弁護士に依頼しており、当該外部弁護士との間でやり取りが行われた電子メールが確認されているが、LP契約に関して、外部の弁護士がレビューを実施したことを窺わせるメールデータ等は確認されていない。上記のとおり、パフォーマンスボーナスに関して不合理な内容の規定が置かれていることからすると、OKW側において、この種のファンド投資に精通した弁護士によるLP契約のレビュー等が行われた可能性は低いと考えられる<sup>28</sup>。

また、ファンドのパフォーマンスボーナスに関して、a氏とi氏及びj氏との間でのようなやり取りが行われたのかは不明であるが、10月20日版ファンド説明資料では、パフォーマンスボーナスは、累積年間利益に対して年率10%と記載がなされ、投資コミットメント額の10%に関する記載がないことからすると、i氏及びj氏が、10月20日版ファンド説明資料と同様の内容がLP契約上も規定されていると考え、LP契約におけるパフォーマンスボーナスに関する規定の内容を詳細には確認しなかった可能性も否定できない<sup>29</sup>。

以上のGPに対して支払われる報酬等に関する規定以外のLP契約上の主な内容として、GPは、OK FUNDを代理して、あるいは、OK FUND名義で、OK FUNDの目的を遂行するために必要な行為を行う権限を有するものとされている。但し、投資対象の選定に関しては、投資コミットメント額の過半数を有するLP（OKWが該当する。）の同意を条件として、GPが決定する旨が規定されている。取締役会説明資料等においては、投資対象の選定についての検討機関として投融資委員会が置かれる旨が記載されているが、LP契約上は特に言及がなされていない。

さらに、LP契約上、GPは、LPに対し、原則として、①監査済みの年次の財務諸表、投資対象の評価及びポートフォリオの状況を期末日後120日以内に、②四半期ごとの財務諸表（未監査）、投資対象の評価及びポートフォリオの状況を四半期末日後30日以内に、それぞれ提出するものとされているほか、LPのために年次総会<sup>30</sup>を開催するものとされている。

---

<sup>28</sup> また、本件事案においてOKWが取得したOK FUNDの持分は、金融商品取引法（以下「金商法」という。）第2条第8項第6号に規定される有価証券に該当すると考えられる。従って、OK FUNDのGPであるA社が、本邦の上場会社であるOKWに対して、OK FUND持分の自己募集や、OK FUNDの自己運用を行うに当たっては、適格機関投資家等特例業務の届出（金商法第63条第2項）等、金商法上適切な届出等を行う必要があったと考えられるが、OKW社内において、A社がこのような届出等を行っていたかについて検討がなされた形跡は見つかっていない（なお、2022年11月30日現在の金融庁が公表する公開情報において、A社がこれらの届出等を行っていることは確認できない。）。

<sup>29</sup> 下記5(2)のとおり、i氏及びj氏は、A社より本件キャピタルコールが送付された段にいたって、複数の外部弁護士に対してLP契約の解釈等の助言を求めていることも、上記可能性を窺わせる。

<sup>30</sup> LP契約上は、「The General Partner shall hold a general informational meeting for the Limited Partners each year.」と規定されている。

### 3 OK FUND を通じた B 社の株式取得に至るまでの事実関係

#### (1) B 社が OKW の投資対象となった経緯

d 氏は、B 社の設立サポートや業務上のアドバイス等を受けていた旧知の知人から、a 氏の紹介を受けており、上記 2(1)のとおり、2021 年 9 月 30 日に OKW から B 社に対する出資に関する案件を持ち込まれた旨の d 氏の供述が確認されている。

その後、d 氏と a 氏及び i 氏を交えた打合せが行われるなどして、OKW による B 社への出資に向けた協議が行われた。

なお、d 氏は、a 氏が OKW の代理人的な立場で当該協議に出席していたと認識しており、a 氏が「〇〇が i 氏の意向です。」「i 氏は、〇〇と言っています。」などと述べていた旨の d 氏の供述が確認されている。

そして、OKW による B 社への出資の話が進展し、2021 年 11 月 12 日付で、B 社及び d 氏が経営する O 社と OKW との間で機密保持契約が締結され、また、2021 年 11 月 15 日付で、OKW と C 社との間で、OKW が C 社に対して、B 社、O 社及び P 社（コンサート制作等を行っている d 氏が経営する会社。以下、B 社、O 社及び P 社を併せて「B 社グループ」という。）に対する財務デューデリジェンス並びに株式評価を行うことを委託する旨の財務アドバイザー契約書が締結されている。

#### (2) 財務デューデリジェンス及び法務デューデリジェンスの実施並びに株価算定書の取得

B 社グループを対象とした財務調査報告書<sup>31</sup>が、C 社により 2021 年 12 月 3 日付で作成されており、貸借対照表上の各科目の金額について、帳簿価額に対し、B 社グループの経理を担当している税理士への質問等の結果を踏まえた修正を加えた実態評価額が算定されている。

同財務調査報告書上では、B 社、O 社及び P 社の純資産額について、以下のとおり記載されている<sup>32</sup>。

単位：千円

	帳簿価額	実態評価額
B 社	13,108	▲2,125
O 社	25,513	21,017
P 社	1,972	1,770

<sup>31</sup> 財務調査報告書は、B 社、O 社及び P 社に加えて、d 氏が 100%株式を保有する Q 社の 4 社を対象としているが、Q 社は、2021 年 7 月に休眠届が出されており、休眠状態である旨の記載がある。

<sup>32</sup> Q 社の純資産額については、帳簿価額及び実態評価額とも 3,651 千円と記載されている。

また、OKW は、B 社グループを対象とした外部弁護士による 2021 年 12 月 3 日付法務デューデリジェンス報告書を取得しており、同報告書上、B 社グループが行っている事業に関して特段の法的問題点は見当たらなかった旨の結論が記載されている。

加えて、対象会社を B 社として、B 社が O 社及び P 社を 100%連結した場合の株式価値の算定を行った株式価値算定報告書（以下「本件株価算定書」という。）が、2021 年 12 月 6 日付で、C 社により作成されている<sup>33</sup>。

本件株価算定書においては、いわゆる DCF 法に基づく株式価値として、25 億 4,000 万円（1 株当たり株式価値：846 万 8,838 円<sup>34</sup>）との結果が記載されているが、この金額算定に関しては、本件株価算定書において以下の記載が確認されている。

- ・ 2030 年 12 月期までの 10 期分の事業計画に基づく予測数値<sup>35 36</sup>と、2031 年 12 月期以降の永久成長率を 3%<sup>37</sup>と仮定した数値を前提とした計算に基づき上記株式価値 25 億 4,000 万円が算定されており、永久成長率を 2%とした場合と永久成長率を 4%とした場合のレンジとして、株式価値のレンジは 24 億 3,100 万円（1 株当たり株式価値：810 万 3,984 円）から 27 億 5,300 万円（1 株当たり株式価値：917 万 8,240 円）であるとされている。
- ・ 利払い前・税引き前利益（EBIT）<sup>38</sup>に減価償却費を加算し、税金と運転資本増加額を差し引いた金額をフリーキャッシュフローとして用いる記載となっているが、実際の計算では、売上高から売上原価を差し引いた売上総利益を EBIT として計算に用いており、売上総利益に減価償却費を加算し、税金と運転資本増加額を差し引いた金額をフリーキャッシュフローとして用いている。
- ・ フリーキャッシュフロー算定の前提となる事業計画においては、売上高の増加にもかかわらず、販管費は、2022 年 12 月期から 2030 年 12 月期まで同一の金額が記載されている<sup>39</sup>。
- ・ 加重平均資本コスト（WACC）が 7.84%であるとされているのに対し、実際にキ

---

<sup>33</sup> ファンド資産の大半を占める投資であることや 10 億円という規模等を鑑みると、株式価値評価には客観性がより求められるため、独立第三者による評価を取得する方が望ましいといえる。

<sup>34</sup> B 社は 2021 年 12 月 15 日付の臨時株主総会において、1 対 999 の株式分割を行っているため、OK FUND 出資時の 1 株あたりの株価と比較するには、本件株価算定書に記載された株価を同じ比率で除する必要がある。

<sup>35</sup> 株価評価実務上、事業が確立している企業の場合、計画数値は 3 から 5 年程度の期間を用いることが一般的である。

<sup>36</sup> 2022 年 6 月期決算作成時点の、のれんの減損処理を検討した際に作成した資料では、各期間の想定営業利益はマイナスに見直されている。

<sup>37</sup> 株価評価実務上、企業の成長率は、最終的には所在国の GDP 成長率に収束するとの考えから、日本の GDP 成長率の予測値が上限とされることが多く、そのような実務に照らすと、永久成長率 3%はやや高いとも思われる。

<sup>38</sup> 一般的には、EBIT は、利息以外の営業外損益がなく、特別損益もない場合には営業利益と一致する。

<sup>39</sup> なお、実際の計算では販管費が考慮されていないため、事業計画において販管費が一定であることは、直接的には株式価値算定には無関係である。もっとも、事業計画上、売上の増加にもかかわらず、販管費が一定であるというのは明らかに不自然である。

キャッシュフローの割引に使われたディスカウントファクターは、約 2.993%の割引率に基づいて計算されているものと思われる。

- ・ 参考事例として、過去に非上場の音楽関係の企業の M&A が行われた際、当期純利益の 13.62 倍の株式価値とされたことを B 社に当てはめると、B 社の株式価値が約 15 億 1,800 万円（株価：506 万 591 円、発行済株式数 300 株）になることが記載されている。参考とされた事例では、株式価値 12 億 3,456 万 8,000 円とされた企業の株式 50.6%を取得するのに 10 億円が支払われている（取得株数のうち、約 1/4 は既存株主からの譲り受け、約 3/4 は第三者割当増資による取得がなされている。）<sup>40</sup>。

### (3) 投融資委員会

B 社の出資に関して、2021 年 11 月 26 日及び 12 月 6 日の合計 2 回投融資委員会が開催された旨の投融資委員会の委員である p 氏の供述が確認されているが、同年 11 月 26 日の投融資委員会については議事録が見当たらず、そこで何が議論されたのかは明らかではない。議事録<sup>41</sup>が存在する同年 12 月 6 日の投融資委員会においては、i 氏が、説明資料に基づき B 社への投資に関する説明を行い、d 氏も途中から参加している。また、p 氏が d 氏に対し OKW の子会社になることについての質問を行い、d 氏から自身のリスクをとって覚悟をもって取り組みたい旨の説明がなされた。これらのやり取りに関し、投融資委員会において B 社の事業計画についての詳細な議論が行われておらず、提示された B 社への投資額に関する株価算定資料によると、類似会社比準方式で見た場合、B 社の株価算定が保守的に行われていることが窺われたことから、特に問題は感じなかった旨の p 氏の供述が確認されている。

投融資委員会において、その他どのような議論が行われたのかについては必ずしも明らかではないが、議事録上、2021 年 12 月 6 日の投融資委員会において B 社への投資が承認されている。

### (4) 取締役会における検討

2021 年 12 月 10 日の OKW の取締役会において、B 社との資本業務提携について協議が行われており、i 氏より、OKW の現在の B2B 事業に加えて B2C 事業のサブスクリプションモデルを追加していくこと、B 社は著作権を持ち提携できる土台があること等、B 社との資本業務提携を行うことの意義等について説明がなされている。

B 社との資本業務提携に関し、OKW とのシナジーについては明確でないものの、著作権の管理による収益が見込まれることを考慮すれば悪い話ではないと考えた旨の m 氏

<sup>40</sup> なお、一般的に類似会社比準方式の事例を用いる場合は、複数の会社の事例を使用して個別事案に特有の事象の影響を排除することが多い。

<sup>41</sup> 2021 年 12 月 6 日の投融資委員会の議事録は、j 氏から、i 氏、p 氏及び a 氏に宛てた電子メールに添付された PDF ファイルのもののみが見つかっており、当該 PDF ファイルのファイル名には「DRAFT」の記載が含まれており、押印等がなされたものではない。

の供述が確認されており、資本業務提携自体について、取締役会において反対等の意見は示されなかった。なお、ファンドを通じてB社の株式を取得することが前提とされていたが、議事録の記載及び出席社外役員の記憶を含め、その点が取締役会において議論となった形跡は見当たらない。

一方、B社の株価算定に関して、ファンドの実質的なGPであるa氏が経営するC社が実施していることについて独立性の観点で問題がないのか、株価算定の前提となった事業計画における売上の伸びは達成可能なものか、10億円という出資額の評価が妥当であるのかなどの点について、n氏から質問がなされており、また、それらの点について会計監査人に確認すべきとのo氏の意見も示されている。なお、投資額を10億円としたことについて、本件株価算定書上の評価額が25億4,000万円とされていることとの関係で当該金額がどのように導かれたのかについては、取締役会での説明はなく、投資額が10億円に決まった経緯は明らかではない<sup>42</sup>。

その後、2021年12月15日の取締役会において、B社との資本業務提携に関して、j氏より、会計監査人に確認したところ、企業価値算定方法及び利益計画の内容に問題はないとの報告が行われており、同日の取締役会において、B社との資本業務提携が承認された。

なお、本調査において、当時OKWの会計監査人であったR監査法人は、2021年12月の時点で、本件株価算定書の提示を受けたことはなく、また、B社の株価算定に関してj氏から確認を求められた事実はない旨の認識を示しており、j氏は、取締役会において虚偽の説明をしたことが窺われる<sup>43</sup>。

B社への出資に関しては、上記2(5)のとおり、2021年12月13日に、OKWからOK FUNDのGPであるA社に対し10億円の送金となされ、同月16日に、A社から送金された9億9,999万9,000円がB社に着金した。

この結果、OKWは、B社の発行済株式633,333株のうち、52.6%に当たる333,333株を取得して子会社化した旨を2021年12月15日に公表した。

## (5) B社の株式取得に関連した契約

B社の株式取得及びB社との資本業務提携に関連して、以下の契約が締結された。

### ① 投資契約

OKWによるOK FUNDを通じたB社の株式の取得に関連して、2021年12月15日付で、OKW、OK FUND、B社及びd氏の4者間で投資契約書が締結されている（以下「**本件投資契約書**」という。）。

<sup>42</sup> 実際には、B社の株式33万3,333株を1株3,000円で取得しており、出資額は9億9,999万9,000円である。

<sup>43</sup> なお、R監査法人は、2022年1月の時点で監査手続として2021年12月15日の取締役会議事録を確認しており、j氏が取締役会で虚偽の説明を行ったことを認識しているが、以前にも同様のことがあったため、その点についての特段の指摘を社外取締役や監査役等に対し行っていない。

本件投資契約書においては、OKW がその役員・従業員の中から B 社の取締役 1 名を指名する権利を有することや、d 氏が B 社の過半数の取締役を指名できること等が規定されている。なお、本件投資契約書については、OKW 側（j 氏）、B 社側（d 氏）ともに外部の弁護士のレビューを経た上で締結がなされている。B 社は 2022 年 1 月 31 日の臨時株主総会において、i 氏を取締役、j 氏を監査役にそれぞれ選任している<sup>44</sup>。

## ② 業務提携契約

2021 年 12 月 29 日付で、OKW と B 社との間で業務提携契約書が締結されているが、「Q&A コミュニティサイト、コンテンツの共同開発と展開を目的として広範な業務を提携する」との目的が規定される程度で、具体的な業務提携の内容についての記載は見受けられない。

## ③ 提携アドバイザー契約

OKW は、2022 年 1 月 22 日付で、a 氏が CEO を務める香港所在の会社である H 社との間で、B 社グループとの業務提携及び株式取得に関する業務の委託を内容とする提携アドバイザー契約書（以下「**本件提携アドバイザー契約**」という。）を締結している。OKW による OK FUND を通じた B 社の株式の取得、及び OKW と B 社との業務提携契約の締結は、共に 2021 年 12 月に完了しているにもかかわらず、2022 年 1 月になって本件提携アドバイザー契約が締結されている理由や経緯等は不明である。また、本件提携アドバイザー契約に基づき、2022 年 1 月 28 日に OKW から H 社に対し 1 億円の報酬が支払われているが、H 社が何らかの業務を実行した証拠や、当該報酬相当の対価を OKW が受け取った状況等は、少なくとも本調査においては確認することができなかった。

## ④ B 社が締結した契約

B 社と C 社との間では、C 社が B 社の企業価値向上に関わる財務アドバイザー業務を提供するものとして、2021 年 12 月 8 日付で財務アドバイザー契約（以下「**本件財務アドバイザー契約（B 社）**」という。）が締結されており、期間 5 年で総額 1 億円の報酬が支払われることが規定されている<sup>45</sup>。また、同日付で B 社と I 社との間でメタバース業務構築コンサルティング契約書（以下「**本件メタバース業務構築コンサルティング契約**」という。）が締結されており、報酬総額は 1 億円とされている<sup>46</sup>。なお、I 社と C 社の本店所在地は同一の住所である。本件財務アドバイザー契約（B 社）及び本件メタバース業務構築コンサルティング契約の締結は、OKW からの出資を受ける条件であ

<sup>44</sup> 2022 年 1 月 31 日の臨時株主総会では d 氏が指名するもう 1 名の取締役が選任され、B 社は、その時点で取締役 3 名により構成される取締役会設置会社となった。

<sup>45</sup> 報酬については、月額 183 万 3,334 円を支払う規定となっている。

<sup>46</sup> 報酬については、2021 年 12 月 20 日までに 7,000 万円、2022 年 6 月 30 日までに 3,000 万円を支払う規定となっている。

り、OKW から出資を受けた約 10 億円のうち 2 億円をそれらの契約の報酬として支払うように a 氏から言われた旨の d 氏の供述が確認されている。

そして、d 氏は、M&A の仲介手数料として出資額の 2 割程度は相場であろうと考えて、これらの契約の締結及び報酬の支払いに応じた。なお、本件メタバース業務構築コンサルティング契約に関し、B 社は、メタバース関係のビジネスに関する助言や人材の紹介等を受けるなどしており、実際に役務の提供を受けている旨の d 氏の供述が確認されている。

#### (6) OKW と B 社グループの協業の検討

OKW が B 社に出資することが、OKW の事業部門の担当者に初めに伝わったのは、2021 年 12 月 3 日であり、i 氏、j 氏、プラットフォーム部部長の r 氏、及び技術本部本部部長の s 氏の 4 人の打合せが行われた際、i 氏及び j 氏から口頭で説明がなされたものであった。その際、i 氏からは、B 社への出資は決定事項である旨の説明があり、r 氏及び s 氏が B 社への出資の是非について意見を求められること等はなかった。但し、この時点では、i 氏より、B 社の関係するアーティストを活用したコンテンツの構想に関して話がなされた程度で、具体的な協業の内容についての話はなく、s 氏としては、B 社を子会社化することで B 社の利益を OKW の連結決算の中に取り込むことが主な目的であろうと感じていた。

OKW では、ソリューション事業の譲渡後、自社内でも新規事業のアイデアを募集しており、その中で、技術本部開発部に所属していた t 氏から、OKW の主力事業である Q&A サイトとインフルエンサーのファンビジネスを組み合わせたサービスの企画が出されていた。そして、2021 年 12 月に、i 氏から、t 氏及びプラットフォーム部新規事業グループの u 氏に対し、t 氏の企画に近いビジネスを実施可能な相手へ投資する旨の話があり、その後、2021 年 12 月末頃から、t 氏及び u 氏が中心となって、B 社との間での協業の内容の検討が開始された。

そして、これらの検討と B 社との協議の結果、OKW が B 社から紹介を受けたアーティストのファンコミュニティサイトを WEB 上に立ち上げ、いわゆるファンクラブと同様、ファンコミュニティサイト上で有料の会員となった場合に、アーティストの独自コンテンツを見ることができるなどの特典を付与したり、あるいは、当該ファンサイトを通じてコンサートのチケットを販売したりすることなどを B 社との協業として行う方針が固まった。なお、OKW では、この新しいビジネスのプロダクトについて、「ステラ」という名称を付していた。

B 社との協業についての打合せは、2022 年 3 月頃までは毎週のように行われていたが、2022 年 3 月頃にステラの具体的な内容がある程度固まってからは、OKW 側でのシステム開発の作業が中心となり、d 氏を交えた打合せは毎月 1 回の開催となった。

ステラに関しては、2022 年 9 月頃にプロダクトをリリースする予定で OKW において開発が進められ、同年 8 月の時点では概ねシステム開発が完了していたが、結局、B 社

との資本・業務提携が解消されることとなったため、実際にステラがビジネスとして展開されることはなかった。

なお、B社との協業に関して、i氏は積極的に推進したい旨の意向を示しており、2022年3月頃までは、OKWとB社の打合せにも出席することが多かった一方、d氏は、OKWの新規事業に対して、B社として協力できることがあれば協力するというようなスタンスだった。また、OKWでは、2022年1月から同年4月までは、B社を含むOKWグループ全体の予算や実績等が記載された取締役会用の資料が作成されており、当該資料の作成に必要な限度で、j氏から担当の従業員等に対してB社に関する一定の会計情報の提供もなされていた<sup>47</sup>。

#### (7) B社からの海外への送金について

上記2(5)のとおり、2021年12月16日、OKWからOK FUNDを通じた出資として、9億9,999万9,000円がB社に着金したが、翌12月17日<sup>48</sup>、本件海外送金として、B社より、香港所在のE社に対して3億4,500万円、シンガポール所在のF社に対して4億7,000万円の送金手続がそれぞれ行われており、OKWからの出資金のうち、合計で8億1,500万円が海外の口座に送金された。

本件海外送金について、B社はa氏からの指示に基づいて行ったものであるとのd氏の供述が確認されているところ、その要旨は、以下のとおりである。

- ・ d氏は、a氏より、B社がOKWから出資を受けるに際し、出資金約10億円のうち、7億円程度はOKWの海外での事業展開に使うために海外の会社に預けることが前提になっている旨を伝えられていた。
- ・ d氏は、a氏より、C社との本件財務アドバイザー契約（B社）の締結と1億円の報酬の支払い、I社との本件メタバース業務構築コンサルティング契約の締結と1億円の報酬の支払いについても、OKWからの出資の前提となっている旨を言われていたことから、OKWの出資金のうち、d氏が自らの判断で用途を決定することができるのは1億円程度であるとの認識であった。
- ・ d氏としては、B社グループの国内事業は順調であり、特に多額の資金を必要とする状況になかったことから、a氏の提示した話を了承した。
- ・ 実際に行われた海外送金の額は8億1,500万円であり、a氏から聞いていた7億円程度よりも増加しているが、d氏としては、親会社であるOKWの意向であるとa氏から言われ、親会社の方針には従わざるを得ないと判断した。

<sup>47</sup> B社の予算や実績等の数値は、j氏の指示に基づき、OKW経営管理部経理財務グループ所属のv氏において見込み額が記載されており、B社の正確な数値が現に反映されていたとまではいえない（但し、2022年3月16日の取締役会資料における月次報告のB社の数値に関しては、B社から取得した試算表に基づき記載した旨のv氏の供述が確認された。）。

<sup>48</sup> なお、銀行に対する外国送金依頼書は12月17日付であるが、銀行が作成した外国送金・本支店間外貨送金計算書上の取扱日は12月21日付である。

- ・ d氏は、a氏より、OKWの海外事業に充てるものであり、コロナ禍で思うように動けない中で、まずは資金を移動させておきたいという説明を受けた。

本件海外送金について、B社は、2021年12月15日、E社及びF社との間で、それぞれLoan Agreement（貸付契約）を締結したが、同月23日付には、それぞれ「Agreement for Termination of Loan Agreement and Provision of Consulting Service」を締結しており、当初締結したLoan Agreementを解約した上で、B社が、E社及びF社がB社の海外ビジネス等に関する支援業務等を行う旨の契約を締結した（以下、2021年12月23日付で、B社がE社及びF社とそれぞれ締結したAgreement for Termination of Loan Agreement and Provision of Consulting Serviceを「**12月23日付コンサル契約**」と総称する。なお、B社がE社及びF社とそれぞれ締結した契約の内容は、金額やサービス提供地域等を除き、ほぼ同一の内容であり、スペルミスも一致している。）。12月23日付コンサル契約では、B社が貸し付けた金銭のうち、それぞれ2,400万円については、サービスフィー10年分（月額20万円）に充当され、残額については預け金とした上で、B社の書面による同意を条件として、サービスの提供に関連して発生した費用に当該預け金を充当する旨が、それぞれ規定されている。

12月23日付コンサル契約に関するd氏の供述の要旨は以下のとおりである。

- ・ a氏から、OKWの要望として、監査対策のために必要なので署名をして欲しいと要請され、内容を確認することなく署名した。
- ・ B社が、E社及びF社から何らかの役務の提供を受けた事実はない。
- ・ B社は、2022年5月13日に、E社から約2,585万円、F社から約133万円の送金を受けているが、当該送金は、B社における国内事業に必要となる資金繰りを安定化させることが必要となったことから、a氏にE社及びF社から必要となる金額の返金を依頼したところ、E社及びF社から送金が行われたものである。

本件海外送金に関して、E社及びF社は、それぞれ、2021年12月末日時点及び2022年3月末日時点におけるB社に対する債務残高を報告しており、その内容は、12月23日付コンサル契約の内容に沿ったものであった。すなわち、E社は、2021年12月末日時点において、発生費用（サービスフィー1か月分）20万円、未発生費用2,380万円、預かり金（費用への未充当）3億2,100万円としており、F社は、2021年12月末日において、発生費用（サービスフィー1か月分）20万円、未発生費用2,380万円、預かり金（費用への未充当）4億4,600万円としている。

#### **(8) 本件海外送金に関するOKW取締役会における検討**

本件海外送金についてのOKWでの検討としては、2022年1月に、j氏から、常勤監査役であるn氏に対し、海外の投資先への投資に充当するための資金であり、エージェン

トに事前にまとまった資金がある方が交渉に有利である旨の報告・説明がなされたことから、j氏に対し、事後的でもよいので、子会社であるB社が多額の資金を海外に送金したことについて取締役会に上程すべきであると進言をした旨のn氏の供述が確認されている。また、実際、2022年2月10日の取締役会では、本件海外送金についての報告が行われている。

2022年2月10日に開催された取締役会の説明資料には、E社及びF社が紹介され、「準備資金があることが交渉材料となるため、香港へ3.2億円、シンガポールへ約4.4億円のデポジット」との記載がなされている。

但し、本件海外送金に関して取締役会でどのような説明が行われたのかについて、当時の社外役員の記憶は一致しておらず<sup>49</sup>、取締役会における説明の内容は明らかではない。もっとも、B社からの送金が既に実施済みである旨の説明を受けた旨を述べる社外役員は存在しない。また、報告事項として取り上げられたのみであり、子会社であるB社による本件海外送金の是非についての議論が行われた様子も窺われない。

上記(7)のとおり、B社とE社及びF社との間では、12月23日付コンサル契約が締結されており、本件海外送金について、契約上は、B社がE社及びF社からコンサルティングを受ける報酬の前払い及びコンサルティングに関連して発生する費用に充当するための預け金となっており、j氏がn氏に対して行ったとされる海外投資に用いる旨の説明とは整合していない。また、長期間にわたるコンサルティング費用の前払い、さらには、将来発生する可能性のある費用に充当するための多額の預け金という12月23日付コンサル契約の内容は、合理的な契約内容とはいえないとの評価もあり得、契約上の記載とは異なる合意（投資に充当する旨の合意）がE社及びF社とa氏やi氏らとの間でなされていた可能性もあるが、これらの者の供述が得られておらず、この点の事実を認定することはできない。

#### 4 B社との業務提携関係・資本関係が解消に至るまでの事実関係

##### (1) D社による資金運用問題の公表

OKWは、D社に資金の運用を委託していたところ、D社が契約で定められた投資運用を行っておらず、D社に対する債権49億円余りが取立不能となる恐れが生じ、2022年4月19日付でその事実を、同年5月6日付でD社の名称等をそれぞれ公表した。

親会社であるOKWに多額の債権の取立不能のおそれが生じたことを知り、d氏はi氏に対して説明を求めたが、i氏からは公表されている以上の情報を得ることはできなかった。d氏は、親会社であるOKWが危機的な状況に陥っており、同時に子会社であるB

<sup>49</sup> 投資先への投資に充当する資金との説明があったと述べる者もいれば、アニメの制作委員会への出資に使われる資金との説明があったと述べる者もあり、一度にまとまった資金を送金するとの話ではなく投資先が見つかったら送金するという話であったと述べる者もいる。

社にとっても大きな影響が生じているにもかかわらず、i 氏から対応策や今後の方針等についての説明がなかったことから、不安を持ち、a 氏に相談するようになった。

## (2) d 氏から OKW に対する提案

a 氏との相談を経た d 氏は、2022 年 6 月 1 日付で、「D 社の件を踏まえた今後の対応について」と題する書面（以下「6 月 1 日付書面」という。）を d 氏名で i 氏宛に提示した。

6 月 1 日付書面では、2 つの対応策（プラン A とプラン B）が記載されており、プラン A では、OKW の現取締役全員の辞任及び B 社が指定する役員の選任、経営全般の決定権の B 社への移管、OKW の既存事業の売却又は停止、第三者割当増資による資金調達、及び株式交換による B 社の 100%子会社化等の提案がなされている。また、プラン B では、OKW が保有する B 社の株式の d 氏又は B 社への無償譲渡又は B 社が指定する先への低価格譲渡による B 社の OKW グループからの離脱が提案されていた。なお、OKW が保有する B 社の株式の B 社への譲渡に関しては、a 氏より、本件投資契約書の規定に基づき、OK FUND と交渉することによって可能であるとの助言を受けた旨の d 氏の供述が確認されている。

6 月 1 日付書面を受けて、i 氏及び j 氏において、どのような検討を行ったのかについては、両人が外部の弁護士に助言を求めていることは認められるものの、それ以外の検討の状況については明らかではない。その後、2022 年 6 月 7 日付で、i 氏名義の回答書が B 社宛に送付されており、当該回答書において、i 氏は、B 社からの提案を採用することはできない旨を回答している。

さらに、2022 年 6 月 15 日付で、d 氏及び a 氏の連名で、OKW の取締役会、監査役会、取締役各位及び監査役各位を宛先とした書面（以下「6 月 15 日付書面」という。）が作成され、OKW に送付されている。当該書面には、①6 月 1 日付書面を送付した経緯及び i 氏から 2022 年 6 月 7 日に提案を採用できない旨の回答を受領したこと、②C 社と共同で提案する相手先に対して OKW の発行済株式数の 51%相当の第三者割当増資を行うことを提案すること（及び当該提案内容について i 氏及び j 氏に連絡したところ、資金調達に関する専任アドバイザーである第三者を紹介され、当該第三者と協議を行ったものの、当該第三者については問題があること）、③OK FUND において GP に対する未精算報酬及び GP による立替経費として合計 3 億 7,700 万円余りがあり、当該未精算報酬等の支払いと連結財務諸表への反映を要請すること等が記載されている。

なお、2022 年 6 月以降、OKW に対して連絡をする場合、OKW が選任した外部弁護士を窓口とすることとされ、i 氏及び j 氏と直接連絡することがなかなかできない状態となった旨の d 氏の供述が確認されており、6 月 15 日付書面も、OKW に郵送されている。また、d 氏が電子メールのアドレスを知っている OKW の社外役員に対しては、電子メールに添付する方式で個別に 6 月 15 日付書面が送付された。

6 月 15 日付書面を受けて i 氏及び j 氏がどのような検討を行ったのかについては明

らかではない<sup>50</sup>。そして、6月15日付書面に記載された提案について、OKW側から提案を受け入れるという回答はなされず、その後は、i氏及びj氏とd氏との間では、D社の問題を受けたOKWの対応策や資金調達等に関する協議ができない状態となった。

但し、2022年6月期決算に関して、2022年7月から8月にOKWの会計監査人による子会社B社への監査手続が行われているところ、d氏は、当該監査への対応について協力しており、例えば、監査対応に関してd氏とj氏との間でメールのやり取りが行われるなど、d氏とOKWとの関係が断絶していた訳ではなかった。もっとも、i氏は、d氏から2022年7月13日開催のB社の取締役会への出席を要請されたものの、出席を断るなどd氏との接触を避けていた様子が窺われる。

なお、2022年7月のOKWの会計監査人によるB社への監査の際、本件海外送金についての監査に関して、d氏は、会計監査人及びn氏に対し、B社による本件海外送金はd氏が自らの意思に基づき行った旨の説明を行っている。但し、このような説明をしたのは、a氏から本件海外送金についてはd氏が実務を行ったことにして欲しいと依頼されたからである旨のd氏の供述が確認されており、実際、d氏は、n氏に対し、E社及びF社について従前からの面識はなく、OKW及びa氏に言われるがままに、その指示に従い送金してしまったものであると打ち明ける電子メールを送信している。

また、上記3(6)のとおり、ステラという名称で進んでいたB社とOKWの協業による新規事業については、D社の問題が発覚後も、i氏はu氏らに対し継続する旨の意向を示しており、プロダクトの開発が進められていた。実際、u氏らとd氏とのステラの進捗に関する打合せは、2022年6月29日にも開催されている。当該打合せは、同年7月28日にも開催が予定され、u氏は打合せ用の資料を準備していたが、d氏から監査対応で時間が取れないとの連絡があったことから、打合せは開催されず、それ以降、打合せは行われなかった。

### (3) 業務提携・資本提携関係の解消

上記(2)のとおり、2022年6月以降、d氏はi氏及びj氏と直接連絡をすることがなかなかできなくなり、D社への債権取立不能問題を踏まえた対応策や方針等について信頼できる内容の説明が得られないことへの不安を抱え、また、2022年7月以降、慣れないOKWの会計監査人への監査対応に忙殺され、さらには、a氏の要請に従い相手先の実体も確認しないままに行った本件海外送金に関して、自分が対応することができない多額の海外預け金債権を保有していることへの不安等から、親会社であるOKWとの関係を解消することを決断した。

そして、d氏は、外部弁護士とも相談し、OK FUNDの実質的なGPであるa氏と協議を行い、本件海外送金に基づいてB社がE社及びF社に対して有する債権を対価として、

---

<sup>50</sup> i氏及びj氏から、自前で資金調達を行うのでd氏からの提案を断った旨の説明を受けた旨のm氏の供述が確認されている。

B社がOK FUNDから、OK FUNDが保有するB社の株式を取得することを合意した<sup>51</sup>。

なお、B社では、2022年8月25日に開催された取締役会において、OK FUNDから自己株式を取得する旨の決議がなされており<sup>52</sup>、同月28日に開催された臨時株主総会において、OK FUNDから自己株式を取得する旨の決議が行われている<sup>53</sup>。

#### (4) OKWにおける経営陣の交替

B社の取締役会においてB社がOK FUNDから自己株式を取得することについての決議が行われた2022年8月25日、OKWでは臨時株主総会が開催されており、当該株主総会において、i氏及びj氏が取締役を解任されて、現OKW代表取締役であるw氏ら5名が新たな取締役として選任された。

w氏がOKWの代表取締役に就任して以降、OKWでは、w氏が中心となってB社に関する対応を行っている。w氏は、B社による自己株式取得について、その有効性を認めたものではないものの、同年8月25日以降、B社との連絡ができなくなり、決算書等の入手もできなくなったことから、連結決算の対象から外す旨の判断を行い、その旨を同年9月21日に公表している。

## 5 OK FUND LPが清算に至った経緯

### (1) OK FUND GPからのキャピタルコール

上記4(2)のとおり、6月15日付書面において、a氏は、OK FUNDにはGPに対する未清算の報酬及び立替経費が存在する旨、また、当該未精算の金額をOKWからGPに支払要請する旨を記載していたが、その後の2022年6月29日、OK FUNDのGPであるA社より、OK FUNDに対する追加出資として2億8,934万2,488円を支払うように要求するキャピタルコール（以下「本件キャピタルコール」という。）がOKWに送付された。

本件キャピタルコールでは、パフォーマンスフィー及びマネジメントフィー、さらには、未払分に対する年率48%で計算した遅延損害金を併せ、各種フィーの2022年7月31日時点における残高が合計2億7,512万2,918円、同日時点のファンド経費の残高が年率48%で計算した遅延損害金を併せ1,421万9,569円である旨が記載されており、2022年8月28日までに合計2億8,934万2,488円をOK FUNDのGPであるA社の口座に送金することが要求されている。

なお、6月15日付書面において未精算の金額が3億7,700万円余りとされていたのに対し、本件キャピタルコールにおける追加出資要請額が2億9,000万円弱とされており、8,700万円程度の差があるが、この差については、6月15日付書面では、OK FUND

<sup>51</sup> B社とOK FUND間の株式譲渡契約は、2022年8月2日に締結されている。

<sup>52</sup> 2022年8月25日、取締役会の開催前に、i氏よりB社の取締役を辞任する旨の辞任届が提出されており、同日の取締役会にi氏は出席していない。また、B社の監査役であったj氏も出席していない。

<sup>53</sup> 但し、OKWはB社が決議した自己株式取得の有効性を認めていないため、現状も同社株式を継続保有しているという認識を有している。

が解散することを前提として GP の報酬を計算している旨が記載されていることから、6 月 15 日付書面に記載された金額については、エグジット&ディゾリューションフィーが含まれていることが要因の一つであると推察される。しかしながら、6 月 15 日付書面には、GP への未精算報酬について内訳の記載がないため、6 月 15 日付書面の金額と本件キャピタルコールの金額に差が生じた理由については必ずしも明らかではない。

## (2) OK FUND の GP 報酬等の支払いについての i 氏らの対応

6 月 15 日付書面を受領後、i 氏及び j 氏は外部弁護士に対して、OK FUND に関する GP 報酬等の支払いのタイミング等に関して助言を求めており、a 氏から要求された OK FUND の GP 報酬等に関する支払義務の有無について検討を行っていたことが窺われる。

a 氏から要求された OK FUND に関わる GP 報酬等の支払いに関して、i 氏及び j 氏がどのような検討及び協議を行ったのかについては明らかではない。但し、2022 年 6 月頃、d 氏、i 氏及び a 氏が同席する場で、i 氏が a 氏に対して「このような金額は払えない」などと支払いを拒否したところ、a 氏が「業務を行っている以上払わないのはおかしい」などと反論していた旨の d 氏の供述が確認されており、この問題を契機として、i 氏らと a 氏との間の信頼関係が消失したものと推察される。

## (3) OK FUND の清算について

その後、本件キャピタルコールに基づく追加出資の要請に応じないまま、2022 年 8 月 25 日の臨時株主総会において、i 氏及び j 氏は OKW の取締役を解任され、その後は、w 氏が中心となって OK FUND に関する対応を行っている。

2022 年 9 月 8 日、OKW は、A 社に対し、OK FUND が保有する B 社の株式を B 社に譲渡する旨を合意したことについて、LP 契約上、ファンドが保有する投資対象の資産を処分するに際しては、投資コミットメント額の過半数を有する LP、すなわち、OKW の同意が必要であるにもかかわらず、OKW に対する説明や協議等を全く行うことなく、GP の一存でファンドの投資対象である B 社の株式を処分したものであって、GP としての義務に違反したものであること等を理由として、LP 契約の規定に基づき、LP 契約を解除する旨を通知した。

それに対し、A 社の代理人弁護士より、2022 年 10 月 7 日付で、OKW の主張に対する反論の書面が送付されており、キャピタルコールに応じていない債務不履行状態の LP がファンドを解散することはできない旨が主張されているものの、GP として自主的に OK FUND を解散することが妥当であると判断している旨が記載されている。

OKW においては、2022 年 9 月 12 日に開催された OKW の取締役会において、OK FUND 解散についての協議が行われており、同日は、継続協議となったが、翌 9 月 13 日に、書面決議により OK FUND 解散及びその旨の開示を行うことについて承認が行われた。そして、同日付で、OK FUND の清算を決定した旨を公表している。

## 6 本件事案における問題点

上記 1 から 5 の事実を照らし、本件事案における問題が何であったのかについて検討する<sup>54</sup>。

まずもって、主力事業を譲渡したことに伴い、多額の資金を有する一方で、売上や利益等の規模が極めて縮小してしまったことから、M&A によって新たな事業を自社に取り込み、売上や利益等の規模を拡大しようとする事自体は不合理ではなく、また、そのために、CVC を組成しようとする事自体も、問題であるとは評価できない。また、B 社との関係についても、ステラという協業のプロジェクトが進んでおり、D 社の問題がなければ、ステラのプロジェクトが OKW の収益に貢献していた可能性を否定できないこと等を考慮すると、OKW の B 社に対する出資自体が不合理であったとまではいえない。

一方、OKW において生じた可能性のある損害という観点では、①B 社グループに係る本件株価算定書の内容が不合理であり、B 社への出資時の B 社の株式価値の評価が不当であった可能性があること、②高額なパフォーマンスボーナスが規定された LP 契約を締結し、当該契約に基づき高額な報酬の請求を受けていること<sup>55</sup>、③親会社である OKW がほとんど関与しないまま、B 社より、資本業務関係の解消を強行され、その対価とされた本件海外送金に係る預け金債権について回収の見通しが立っていない状況にあることが本件事案における主な問題点として挙げられる。これら問題点が OKW において発生した原因については、第 8 において検討することとする。

## 第 4 判明した事実を踏まえた子会社管理及び内部管理上の問題点

### 1 OK FUND 組成時における子会社管理及び内部管理上の問題点

第 3 の 2 で認定したとおり、OKW は、OK FUND の実質的な GP を a 氏に任せることを前提に、OK FUND に係る LP 契約を締結した。下記(1)のとおり、OK FUND の業務については GP が OK FUND を代理するなどして行われるため、OK FUND に対して、OKW が適切な子会社管理を行うためには、GP の行為を適切にモニタリングする仕組みを設けることが重要となる。そのためには、LP 契約締結時において、①a 氏から適切な報告がなされることを担保するために、a 氏の能力や適性等の評価を適切に行い、また、②LP 契約においてモニタリングの仕組みを適切に規定することが重要となる。

<sup>54</sup> 本件事案に関する会計処理の適切性については第 6、上場会社としての開示関連の対応の適切性については第 7 において、それぞれ検討するが、いずれも OKW において不適切な処理が行われたと明確に定める状況は認められていない。

<sup>55</sup> その他、a 氏が CEO を務める H 社に対して支払われた本件提携アドバイザー契約に基づく 1 億円の報酬は、役務提供の実態が明確ではないが、本調査では、それが明確に不合理なものであると認定できるだけの事実は明確にはなっていない。

## (1) 実質的な GP を a 氏に決定した際の検討状況に係る問題点

LP 契約上、GP は、OK FUND を代理して、あるいは、OK FUND 名義で、OK FUND の目的を遂行するため、契約の締結等の必要な行為を行う権限を有するものとされている一方、投資対象の選定に関しては、投資コミットメント額の過半数を有する LP (OKW が該当する。) の同意を条件として、GP が決定すること等が規定されている。すなわち、OKW が OK FUND を子会社として適切に管理するにあたっては、GP が OK FUND の利益を追及して適切に業務を遂行していること、GP が投資対象の選定に関して LP の同意を得ること等の LP 契約上の義務を適切に履行していること、そして、それら GP による業務遂行状況が OKW に適切に報告されることが、重要な前提条件となる。したがって、OKW としては、上記前提条件が適切に果たされることを確認するという意味で、実質的な GP である a 氏の実力や適性等の検討・評価を、LP 契約締結時に適切に行う必要があったといえる。

この点について、取締役会においては、i 氏から、a 氏は投資が期待どおりに進まなかった場合の軌道修正の仕方やファンドの管理等が得意であり、アジアを中心に投資の目利き力がある人物との人脈も豊富であり、また、これまでの付き合いから a 氏の実力や人柄等を信頼している旨の説明がなされている。当該説明内容が真実であったかについては、a 氏らに対するヒアリング等が実施できておらず当委員会として判断することはできない。もっとも、OKW が、OK FUND のようなファンドを子会社とした経験が過去になかったことや、20 億円という投資コミットメントの総額等に鑑みると、i 氏と a 氏との個人的な付き合いや、a 氏の実力等に対する i 氏の発言のみを根拠とするのではなく、より客観的に、LP 契約締結当時において、a 氏の実力や適性等を検討すべきであったとの評価はあり得るところであり、OK FUND の組成時に、OKW において、a 氏の実力や適性等について十分な検討・評価がなされなかったことは、子会社管理及び内部管理上の問題点として挙げられる。

## (2) LP 契約締結時の検討状況に係る問題点

LP 契約の内容は、OKW の OK FUND に対する権利義務関係を規定するものであるから、OKW が OK FUND に対する適切な子会社管理を行うためには、LP 契約の内容を精査し、適切な条項を規定するとともに、LP 契約締結時までには、当該条項の内容を前提とした子会社管理及び内部管理のための仕組みを構築するための方策を検討することが重要であった。

本件においては、第 3 の 2(5) で認定したとおり、LP 契約の締結に際し、OKW 社内においてどのような検討が行われたのかについては必ずしも明らかでないが、少なくとも OKW の取締役会においては、10 月 20 日版ファンド説明資料に記載された内容以外に、LP 契約について検討は行われていない。また、その他取締役会以外の OKW 社内の検討過程においても、i 氏及び j 氏に限って、その条項等の内容を検討した可能性は残るものの、それ以外の役員や経営管理部の従業員等は LP 契約の内容に関して何ら検討

を行っておらず、また、この種のファンド投資に精通した外部弁護士による事前のレビュー等が行われた可能性も低い。

このように、LP 契約の締結に際し、OKW においては、i 氏及び j 氏以外の従業員が LP 契約の内容の実質的な検討を行っていなかったことが窺える。しかしながら、OKW が、OK FUND のようなファンドを子会社とした経験が過去になかったことや、20 億円という投資コミットメントの総額等に鑑みると、親会社たる OKW としては、OK FUND を子会社化した後に、OK FUND 及びそれを通じて出資することになる子会社を適切に管理するために、どのような情報・指標を OK FUND の GP に報告させるか、どのような情報共有の場を設けるか、子会社管理に関する社内規程<sup>56</sup>をどのように実際の運用に落とし込んでいくかなどを、i 氏及び j 氏だけでなく、子会社管理に関与する従業員がファンド実務に長けた弁護士の助言等も得ながら議論・検討し、その結果を LP 契約締結の際の契約交渉に反映するなど、子会社化後の具体的な管理体制を見据えた議論・検討が必要であったと考えられる。それにもかかわらず、OKW において、そのような具体的な議論・検討がなされることなく、重大な契約であるはずの LP 契約が締結され OK FUND が子会社化されたことは、LP 契約締結時の子会社管理及び内部管理上の問題点として挙げられる。

また、上記検討過程を経て実際に締結された LP 契約には、①パフォーマンスボーナスの設定が不合理な内容であったこと、②取締役会説明資料等においては、投資対象の選定についての検討機関として投融資委員会が置かれる旨が記載されているが、LP 契約上は特に言及がなされていないことを含め、重要な点において LP 契約の内容と本チームシートの内容に齟齬があること等、種々の問題が認められる。

とりわけ、OK FUND は、OKW の特定子会社として連結の対象となるのみならず、少なくとも OKW においては、OK FUND を通じて重要な子会社への出資を行うことが想定されていたのであるから、OK FUND の運営状況については、適切なタイミングで適切な内容の報告が行われる必要があり、また、OK FUND の重要な意思決定に関しては、ケイマン法に基づく免税リミテッド・パートナーシップとして可能な範囲で、OKW が事前にチェックできる仕組みを構築することが子会社及び内部管理の観点から重要であったと考えられるが、それが十分に検討された上、LP 契約に盛り込まれなかったことは問題といえる。

以上のとおり、OKW において重要な契約である LP 契約に対する社内での検討が十分でないまま、LP 契約が締結されてしまったことは、子会社管理及び内部管理上の問題点として挙げられる。

---

<sup>56</sup> OKW においては、下記 2(1)のとおり、子会社管理を目的として、関係会社管理規程が定められている。

## 2 子会社化後の対応状況に係る子会社管理及び内部管理上の問題点

### (1) OKW の管理規程の定め及び管理の状況

OKW においては、子会社管理を目的として、関係会社管理規程<sup>57</sup>（以下「**管理規程**」という。）が定められている。管理規程上、OKW は、その関係会社に対して、経営内容の把握・検討等の管理業務を行わなければならないこと等が定められており、取締役会及び経営管理部経営管理グループにおいて、関係会社に対する適切な管理・指導・育成を行うことが求められている<sup>58</sup>。

この点について、OKW が、OK FUND を通じて、B 社を会計上の連結対象子会社とした以上は、OKW が OK FUND の LP であったとしても、OKW は、OK FUND 及び B 社の双方に対して、管理規程に照らした対応をとることを求められ、両社の実質的運営者である a 氏及び d 氏に対し、親会社への情報共有の必要性と管理規程に基づく承認・報告を求める具体的項目を伝達することで、それを通じた管理業務を行うことが適切であったといえる。

そこで、本件投資後の状況をみるに、OKW では、2022 年 1 月から同年 4 月<sup>59</sup>までは、B 社を含む OKW グループ全体の予算や実績等が記載された取締役会用の資料が作成され、月次報告等のルーティーンの業務において報告がなされるなど、取締役会を中心に、B 社に対する一定の管理機能を一応働かせようとしていたことが窺われるといえる。

しかしながら、上記取締役会用の資料等は、OKW の過去の運用に照らして形式的に必要な数値等が記載されたものにすぎず、B 社を子会社化した際に、管理のために必要な数値・指標が何かなどの議論・検討が、OKW の役員及び従業員間でなされて決定されたものではない。上記 1 (2) で指摘したことと同様に、OKW では、ファンドを通じて子会社を取得した経験がなかったことを踏まえると、子会社管理のために B 社のいかなる数値・指標を確認するか、また、B 社における重要な意思決定についての情報共有や OKW 内における関与の仕組みをどのように構築するかなど、子会社化後の具体的な管理体制を見据えた議論・検討が必要であったと考えられるところ、OKW においては、そのような議論・検討を経た管理体制の構築がなされていなかったものであり、子会社管理及び内部管理上の問題点として挙げられる。そして、このような管理体制が構築されなかった結果として、本件事案の重要な局面である①OK FUND による本件投資、②B 社による本件海外送金、並びに③B 社による自己株式取得及び OK FUND による株式売却に際し、OKW による関係会社に対する管理が十分に機能しなかったという問題点が認められ

<sup>57</sup> 2003 年 7 月 1 日施行（その後の改訂あり）。

<sup>58</sup> 2019 年 6 月 28 日に策定された経済産業省が定める「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」第 4.4 項は、「親会社の取締役会は、グループ全体の内部統制システムの構築に関する基本方針を決定し、子会社を含めたその構築・運用状況を監視・監督する責務を負う」と記載している。OKW にとって子会社に該当する OK FUND 及び B 社の重要事項に関し、OKW の取締役会の決裁等が必要であること等を定める管理規程に基づき、OKW が一定の管理機能を働かせようとするのは、上記記載の趣旨にも沿うものと考えられる。

<sup>59</sup> 2022 年 5 月以降、OKW の取締役会において月次報告は提出されないこととなった。

ると考えるため、(2)以下で個別に検討する。

## (2) OK FUND による本件投資の問題点

管理規程第8条においては、関係会社が重要な資産の取得、処分、管理、貸借等の重要事項（以下「**重要事項**」という。）の決定を行う際には、OKW が定める職務権限決裁管理表に基づき、経営管理部経営管理グループマネージャー、部長及び事業部長・本部長・担当執行役員の承認並びに取締役会の決裁を経なければならないことが定められている。また、LP 契約上、OKW は、OK FUND の投資対象の選定に関する同意権を有していた。

これらの定めからすれば、OK FUND による本件投資については、その投資額からして、OKW において上記一連の経営管理部経営管理グループ内での承認及び取締役会の決裁を経て、本件投資に係る同意を行う必要性があったということになると考えられる。

この点について、OK FUND による本件投資に至る経緯は、第3の3(1)から(5)で認定したとおりであるところ、経営管理部経営管理グループマネージャー、部長及び担当役員を兼ねる j 氏が本件投資を承認しており<sup>60</sup>、かつ、2021年10月15日付取締役会において B 社との業務提携が承認されていることから、管理規程に基づく手続自体は一応履践されていると評価できる。

もっとも、上記(1)のとおり、OKW においては、OK FUND の本件投資に際して、どのような情報・指標を現に報告させるかなどの点が、i 氏及び j 氏以外の従業員間で議論・検討されることはなく、OK FUND 子会社化後の具体的な管理体制は十分に構築されていなかった。

そのため、上記のとおり、管理規程上の手続自体は履践されているものの、10億円もの投資額等、本件投資の重要事項について、OKW が決定した経緯等が明らかでない状況にある。

また、上記のとおり、職務権限決裁管理表は、関係会社の重要事項の決定に関して、取締役会における決裁の前提として、経営管理部経営管理グループマネージャー、部長及び事業部長・本部長・担当執行役員の承認が必要と定めていたが、本件投資に際しては、j 氏が担当役員、経営管理部部長、経営管理グループマネージャーを兼ねていたこと（なお、担当執行役員、事業部長、本部長は置かれていない。）から、同一人による承認だけで、その手続が履践されている。しかしながら、上記規程の趣旨は、複数の役職者の承認を必要とすることで、OKW による慎重な判断を担保しようとするところにあると考えられるところ、それが同一人に帰すことは、規程の趣旨を没却するものであったし、仮にそれが同一人に帰すことがやむを得ないとしても、その手続の趣旨が没却されないよう、どういった管理体制が講じられるべきかという点について具体的に議論・検討されることが適切であったと考えられる。それにもかかわらず、上記のとおり、OKW

<sup>60</sup> 当時、担当執行役員、事業部長、本部長は置かれていない。

では、i 氏及び j 氏以外の従業員において、このような議論・検討はなされておらず、結果として、j 氏のみ判断で、上記承認手続が履践されることになってしまった<sup>61</sup>。

このように、OKW においては、OK FUND を関係会社として適切に管理するための具体的な体制が構築されておらず、結果として、OKW は、OK FUND の業務運営に対する管理機能を十分に発揮することができていなかったといえ、このことは子会社管理及び内部管理上の問題点として挙げられる。

### (3) B 社による本件海外送金の問題点

上記(1)のとおり、OKW は、管理規程第 8 条に基づき、関係会社が重要事項の決定を行う際には、OKW が定める職務権限決裁管理表に基づき、経営管理部経営管理グループマネージャー、部長及び事業部長・本部長・担当執行役員の承認並びに取締役会の決裁を経なければならない。B 社による本件海外送金についても、その高額の送金額に照らせば、当該規程に基づき上記一連の経営管理部経営管理グループ内での承認及び取締役会の決裁を経ることになると考えられる。

もっとも、本件において、B 社による本件海外送金に至る経緯は、第 3 の 3(6)及び(7)で認定したとおりであり、n 氏が、j 氏に対し、子会社である B 社が多額の資金を海外に送金したことについて、事後的でもよいから取締役会に上程すべきであるとの進言をしたことから、2022 年 2 月 10 日の OKW の取締役会において、本件海外送金についての報告こそ行われたものの、管理規程が求める取締役会の承認手続は履践されておらず、管理規程に違反する状態が認められる<sup>62</sup>。

このような問題が生じた背景として、上記(1)のとおり、OKW においては、OK FUND を通じて B 社を子会社化するに際して、B 社のいかなる数値・指標を確認するか、また、B 社における重要な意思決定についての情報共有や OKW 内における関与の仕組みをどのように構築するかなどの点が、i 氏及び j 氏以外の従業員間で議論・検討されることはなく、B 社子会社化後の管理体制は十分に構築されていなかった。そのため、OKW においては、B 社による重要な資産の処分等（ここでは高額の送金）時に、OKW がいかなる関与を果たすべきか、B 社にいかなる情報共有を求めるべきかなどが議論・検討されぬままに、B 社を子会社化した結果、B 社による本件海外送金について、親会社として十分に覚知できず、管理規程が求める決裁手続も履践できなかったものといえる。

このように、OKW においては、B 社を関係会社として適切に管理するための具体的な体制が構築されておらず、結果として、OKW は、B 社による本件海外送金に対する管理機能を十分に発揮することができなかったといえ、このことは子会社管理及び内部管

<sup>61</sup> j 氏のヒアリングが実施できなかったため、子会社管理の点について、j 氏においてどの程度検討が行われていたかは、定かではない。

<sup>62</sup> j 氏及び i 氏のヒアリングが実施できなかったため、本件海外送金の点について、両名において、どの程度の情報を得ており、どのような判断を行っていたかは、定かではない。

理上の問題点として挙げられる。

#### (4) B社による自己株式取得の問題点

上記(1)のとおり、OKWは、管理規程第8条に基づき、関係会社が重要事項の決定を行う際には、OKWが定める職務権限決裁管理表に基づき、経営管理部経営管理グループマネージャー、部長及び事業部長・本部長・担当執行役員の承認並びに取締役会の決裁を経なければならない。B社による自己株式の取得についても、B社がE社及びF社に対して有する債権を対価として、B社がOK FUNDから、OK FUNDが保有するB社の株式を取得したものであるところ、当該規程に基づき上記一連の経営管理部経営管理グループ内での承認及び取締役会の決裁を経ることになると考えられる。

また、LP契約上、GPは、LPの同意に基づき、投資対象案件の選定等を行うことが定められているところ、OK FUNDがB社の株式を売却するに当たって、LPであるOKWの同意が必要であったと考えられる。

もっとも、本件において、B社による自己株式取得に至る経緯は、第3の4で認定したとおりであり、d氏とOK FUNDの実質的なGPであるa氏との協議により、その手続は進められており、OKWにおいて、①B社による自己株式取得及び②OK FUNDによるB社の株式の売却の決定に関する検討は、管理規程が求める取締役会の決定やLPとしての同意手続を含め、一切なされておらず、管理規程及びLP契約に違反する状態が認められる。

このような問題が生じた背景として、上記(1)のとおり、OKWにおいては、OK FUNDを通じてB社を子会社化するに際して、B社のいかなる数値・指標を確認するか、また、B社における重要な意思決定についての情報共有やOKW内における関与の仕組みをどのように構築するかなどの点が、i氏及びj氏以外の従業員間で議論・検討されることはなく、B社子会社化後の管理体制は十分に構築されていなかった。そのため、OKWにおいては、B社による重要な資産の処分等(ここでは保有する債権の処分)、及びOK FUNDによる重要な資産の処分(ここではB社の株式の処分)時に、OKWがいかなる関与を果たすべきか、B社及びOK FUNDにいかなる情報共有を求めるべきかなどが議論・検討されぬままに、OK FUNDを通じてB社を子会社化した結果、B社による自己株式取得について、親会社として十分に覚知できず、管理規程及びLP契約が求める手続も履践できなかったものといえる。

このように、OKWにおいては、OK FUND及びB社を関係会社として適切に管理するための具体的な体制が構築されておらず、結果として、OKWは、B社による自己株式取得に対する管理機能を十分に発揮することができなかったといえ、このことは子会社管理及び内部管理上の問題点として挙げられる。

なお、B社による自己株式取得に関して、B社では自己株式取得に関する取締役会決議がなされているが、当該取締役会の開催前に、i氏よりB社の取締役を辞任する旨の

届出が提出されたため、当該取締役会に i 氏は出席しておらず、B 社の監査役であった j 氏も出席していない。投資契約書において、B 社に対して役員を派遣することが定められたのは、派遣する役員を通じて OKW が B 社に対する管理機能を果たす目的であったにもかかわらず、i 氏が直前に辞任し、また、j 氏が出席しなかったことにより、OKW の B 社に対する管理機能は更に機能しなかったものといえ、子会社管理及び内部管理上の問題点として挙げられる。

## 第 5 類似事案の有無について

### 1 実施した調査の方法

当委員会は、本件事案の類似事案の有無を確認するため、第 1 の 5(1)の OKW の総勘定元帳（2022 年 6 月期、2023 年 6 月期第 1 四半期）における 1,000 万円以上の出金の内容の確認、第 1 の 5(3)の役員・従業員に対するアンケート調査によって収集した情報の精査、アンケート回答者へのヒアリング及びヒアリング対象者からの資料の収集・精査等を実施した。

### 2 類似事案調査の結果

上記 1 の方法による調査の結果、未だ公表されていない OKW による不適切な投資案件の疑い、不透明・不審な多額の金銭のやり取り、不審な業務委託等の契約等、本件事案と類似の事案の存在は確認されなかった。

なお、本類似事案調査において、当委員会は、i 氏及び j 氏の旧経営陣の下で締結された M&A のコンサルティング契約等が不適切な投資に関連している可能性があるとの情報に接したが<sup>63</sup>、M&A による収益事業の獲得を目指していた当時の OKW の状況に照らし M&A コンサルティング契約等を締結すること自体は不合理ではないこと、これらのコンサルティング契約等の内容が OKW に特に不利であるなどの不合理なものではなかったこと、契約の相手方の事業実体に疑義を生じさせる事実関係等は確認されなかったこと等の事情から、これらの契約が不適切な投資に関連するものであるとの認定には至らなかった<sup>64</sup>。

## 第 6 本件事案に係る会計処理の適切性の検討及び連結財務諸表等への影響

第 1 の 6 のとおり、本調査においては i 氏、j 氏及び a 氏等、本件事案に中心的・主体的に関与したと想定される人物からの事情の聴取及び資料の提供を受けること

<sup>63</sup> 具体的には、S 社とのコンサルティング契約、T 社とのコンサルティング契約、及び G 社との顧問契約について、疑義を指摘する意見が確認された。

<sup>64</sup> なお、OKW においては、これらの M&A コンサルティング契約等に基づき、複数の投資案件が検討されていたが、投資実行に至ったものは確認されなかった。

ができなかった。

そのため、会計処理を検討するにあたって、その前提となる取引実態について、本調査で得られた資料及び証言を基に一定の仮説・条件を加味して考えざるを得ず、明確にその会計処理の適切性を結論づけることが困難な取引が複数存在している。なお、今後、裁判及び監督官庁による事実認定・法的評価、追加作業の実施や新たな事実の発覚等により、当該仮説・条件を変更すべき場合には、会計処理に変更の必要が生じる可能性が存在する点には注意されたい。

以下では、B社及びOK FUNDの連結・子会社範囲の認定プロセスの適切性を確認・検討した上で、本件事案に係る過年度の会計処理の適切性の検討及び連結財務諸表等への影響の有無の確認を行う。

## 1 B社及びOK FUNDの連結・子会社範囲の認定プロセスの適切性について

### (1) OKWが行った処理

第3の2(5)のとおり、OKWからOK FUNDのGPであるA社に対し2021年12月13日に10億円の送金が行われ、また同月16日にB社への第三者割当増資引受による出資払込がなされることで、OKWは、B社の議決権の過半数の株式をOK FUNDを通じて間接的に保有した。上記事実を踏まえ、OKWは2022年6月期第2四半期末日を目なし取得日としてOK FUND及びB社グループを連結対象とした。

その後、第3の4のとおり、D社に係る問題によりOKWに多額の取立不能債権発生のおそれが生じたことを契機に関係性に変化が生じてはいたものの、2022年6月29日まではステラの進捗に関する打ち合わせが開催されるなど、OKWとB社は一定の関係を維持していた。しかし、同年8月25日開催のOKWの臨時株主総会によりi氏及びj氏がOKWの取締役を解任されたこと、同日付でi氏がB社の取締役を辞任したこと等を受け、B社は同月28日に開催されたB社の臨時株主総会において、OK FUNDから自己株式を取得する旨の決議を行った。

上記決議に対し、OKW側は自己株式取得の有効性を認めておらず、現時点においてもB社の株式を引き続き保有しているという認識を有している一方で、B社及びd氏との間で連絡が取れず会計情報の提出も拒否されている状況等に鑑み、B社を「実質的に支配できていないことが明らかである」ことを理由として、自己株式取得決議がなされた2023年6月期第1四半期以降、同社を連結範囲に含めないこととした。

なおOK FUNDについては、2022年9月12日開催のOKWの取締役会において清算決議を行っているが、引き続き2023年6月期第1四半期以降も連結範囲に含めている。

### (2) OKWが行った処理に関する検討

#### ① OK FUNDの連結子会社化

OKWはOK FUNDのLPであるところ、主に業務執行を行うGPはA社ではあるが、

OKW の投資コミットメント金額は 1,999 百万円であり、OK FUND の投資コミットメント総額 (2,000 百万円) のほぼ全てである 99.95% となっている。「投資事業組合に対する支配力及び影響力基準の適用に関する実務上の取扱い」Q13(1)によれば、「出資額 (又は資金調達額) の総額の半分を超える多くの額を拠出している場合や投資事業から生ずる利益又は損失の半分を超える多くの額を享受又は負担する場合等には、(中略) 当該投資事業組合は当該出資者の子会社に該当する」とあり、OK FUND もこれに該当するものと考えられる。

また LP 契約上、投資対象の選定に関しては投資コミットメント金額の過半数を有する LP の同意を条件とするなど、OK FUND の重要な意思決定には OKW の意向が実質的に反映されるような設計になっている。

これらを鑑みると、少なくとも組成時点の OK FUND の関連書類上、OK FUND は OKW の意向を踏まえて運営する設計となっていたことに加えて、実質的に OKW の事業目的のために組成されたファンドであると考えられるため、OK FUND を連結対象とした OKW の判断は適切なものであったと考える。

## ② B 社グループの連結子会社化

OKW は、連結子会社である OK FUND を通じて B 社の議決権の過半数を間接的に保有することになったものであることから、これに伴い B 社グループを連結対象とした OKW の判断は適切なものであったと考える。

なお、B 社の増資と同時に OK FUND、B 社及び d 氏との間で締結された投資契約書上、d 氏が自身を含む B 社の取締役の過半数を指名できる権利を有するものと規定されているが、そのような権利を d 氏に付与した当初の目的は、あくまでエンターテイメント業界に知見のある d 氏及び B 社の他の業務執行取締役を通じて円滑に事業を進めるためと推察され、d 氏に B 社の支配権を付与することを目的としたものではなかったものと考えられる。また、i 氏及び j 氏も、それぞれ取締役及び監査役に就任の上、B 社の取締役会に少なくとも 2022 年 4 月頃までは出席していたこと、d 氏も少なくとも同年 6 月末頃までは OKW との協業に具体的に取り組んでいたこと、OKW が最終的に議決権の過半数を間接的に保有するという事実には変わりはないこと等から、同契約の存在が連結範囲の検討に影響を与えるほどのものではなかったと考えられる。

## ③ 連結除外

OKW は B 社が決議した自己株式取得の有効性を認めていないため、現状も同社株式を継続保有しているという認識を有しているものの、B 社及び d 氏と連絡が取れず会計情報の提出も拒否されている状態が継続していることから、子会社としての経営支配及び連結決算が現実的に行えない状況にある。これらの事情を踏まえると、「支

配力基準に関する子会社となる要件を形式的に満たしていても、実質的に支配していないことが明らかである場合には子会社に該当しない」（連結財務諸表における子会社及び関連会社の範囲の決定に関する監査上の留意点についての Q&A）ことを理由として、B 社を連結対象から除外した OKW の判断は適切なものであったと考えられる。

また、仮に B 社が子会社であるとした場合でも、連結財務諸表に関する会計基準（企業会計基準第 22 号）では、原則として全ての子会社を連結の範囲に含める（同基準第 13 項）とされてはいるものの、「連結することにより利害関係者の判断を著しく誤らせるおそれのある企業」は連結の範囲に含めない（同基準第 14 項）とされており、連結対象に含めることでかえって不正確な決算情報が作成されるおそれもある現状を踏まえると、実務上の対応として連結対象から除外するという OKW の判断は適切であったものと考えられる。

一方、OK FUND については、実質的に支配できない状態である点は B 社と類似してはいるものの、GP である A 社の代理人弁護士を通じた意思疎通ができていて、今後発生する費用は OK FUND に係る各契約書から概ね把握でき、連結範囲に含めたままとする方が利害関係者の判断に資すること、GP の代理人弁護士とは OK FUND を清算する方向で合意が取れていること等から、その清算まで OK FUND を連結対象として維持する旨の OKW の判断は適切であったものと考えられる。

## 2 a 氏が関与していると考えられる企業との債権債務関係及び会計処理

### (1) OK FUND に関連する費用

#### ① OKW が行った会計処理

OK FUND に関しては、OK FUND からその GP である A 社に対し以下に述べるとおりの数種類のフィーが支払われ、費用処理されている。これらのフィーは、OKW の 2022 年 6 月期第 3 四半期及び第 4 四半期において、GP である A 社が作成した OK FUND の会計帳簿（以下「OK FUND 会計帳簿」という。）を基礎資料として連結決算処理が行われている。なお、2022 年 6 月期第 4 四半期連結決算作成時点で OKW が取得した OK FUND 会計帳簿では、2022 年 6 月期第 3 四半期時点で計上されていた費用について追加計上及び金額訂正が行われているが、OKW の連結決算上これらは 2022 年 6 月期第 4 四半期会計期間の費用として処理されている。

また、2022 年 6 月期第 4 四半期連結決算作成中の 2022 年 6 月 29 日に、GP である A 社から本件キャピタルコールが送付され、ファンド費用（289,342 千円）に係る出資の履行が請求されている。当該請求に対し OKW は内容を精査し、ケイマン法に詳しい弁護士等と相談した上で、明らかに不当なものを除外した金額について、2022 年 6 月期第 4 四半期会計期間及び 2023 年 6 月期第 1 四半期会計期間においてそれぞれ費用計上している。

- ・ アップフロントフィー及びアドミニストレーションフィー

第3の2(4)のとおり、OK FUNDの設立にあたり、ファンドアドバイザー契約に基づくアップフロントフィー(30,000千円)及びアドミニストレーションフィー(20,000千円)の合計50,000千円が、2021年10月26日にOKWよりA社へ送金されている。これらの費用に関し、OK FUND会計帳簿上、アップフロントフィーは2022年6月期第3四半期に、アドミニストレーションフィーは2022年6月期第4四半期にそれぞれ費用計上されており、OKWの連結決算上もこれに合わせた費用認識がなされている。

- ・ アクイジションフィー

A社からOK FUNDに対する2022年1月24日付請求書に従って、アクイジションフィーとして、B社の株式の取得価額(999,999千円)の1%である9,999千円がOK FUNDからA社に対し支払われている。当該費用は、OK FUND会計帳簿上、2022年6月期第3四半期に費用処理されており、OKWの連結決算上もこれに合わせて費用として計上されている。

- ・ マネジメントフィー

第3の2(5)のとおり、LP契約に基づき、OK FUNDからA社に対して支払われた費用である。2022年6月期第3四半期会計期間においては、A社から取得したOK FUND会計帳簿に基づき、OKWの連結決算上、7,397千円を計上している。

一方、2022年6月期第4四半期にA社から取得したOK FUND会計帳簿では、2022年6月期第3四半期のマネジメントフィーの計上額が10,510千円に修正された上、2022年1月1日付で10,510千円が計上されていた。LP契約上で規定された金額と、当該計上額が異なるという理由から、OKWは独自に計算を行い2022年6月期第3四半期及び第4四半期のマネジメントフィーの理論値を算出したうえで、四半期ごとに計上すべきと考えた4,997千円に2022年6月期第3四半期の修正を加味した3,797千円を、2022年6月期第4四半期会計期間において計上している。また、2023年6月期第1四半期会計期間において、OKWの連結決算上、OKWが四半期ごとに計上すべきと考える4,997千円をマネジメントフィーとして計上している。

- ・ パフォーマンスボーナス及び遅延損害金

第3の5(1)のとおり、2022年6月29日付で、OK FUNDのGPであるA社から請求された本件キャピタルコール(289,342千円)にはパフォーマンスボーナス及び遅延損害金が含まれていた。かかる通知を受け、OKWは、パフォーマンスボーナスとして、ファンド純資産の年間増加分の10%か、投資コミットメント額の10%の

いずれか高い方の金額を支払うという不合理な条件となっており、また、遅延損害金も年利 48%<sup>65</sup>という非常に高い金利により算出された金額が請求対象となっていたことから、ケイマン法に精通した弁護士等に相談の上、不当に高額であると判断した金額を除外した金額を、連結決算上 2022 年 6 月期第 4 四半期会計期間及び 2023 年 6 月期第 1 四半期会計期間においてそれぞれ費用計上している。

以上を踏まえた主な OK FUND に関連する費用の内容と OKW の各四半期会計期間における連結決算上の計上額は、下表のとおりである。

(単位：千円)

	2021/12 (2Q)	2022/3 (3Q)	2022/6 (4Q)	2022/9 (1Q)
アップフロントフィー	-	30,000	-	-
アドミニストレーションフィー	-	-	20,000	-
アキュイジションフィー	-	9,999	-	-
マネジメントフィー	-	7,397	3,797	4,997
パフォーマンスボーナス	-	-	111,998	49,975
遅延損害金	-	-	7,009	2,483
合計	-	47,397	142,806	57,455

## ② OKW が行った処理に関する検討

### ・ アップフロントフィー及びアドミニストレーションフィー

10 月 20 日版ファンド説明資料によれば、これらの費用は「組成時」の費用として記載されていること、OK FUND の登録は 2021 年 11 月に行われていること等からすれば、2022 年 6 月期第 3 四半期に費用計上したアップフロントフィーについては、その会計処理に特に指摘すべき事項は見受けられない。

一方、アドミニストレーションフィーは、2022 年 6 月期第 3 四半期に取得した OK FUND 会計帳簿と 2022 年 6 月期第 4 四半期で取得した OK FUND 会計帳簿との間で整合性が取れていないことから、当該費用の帰属時期について疑問が生じる。

本調査においては、A 社の CEO である a 氏並びに i 氏及び j 氏へのヒアリング

<sup>65</sup> なお、LP 契約上、遅延損害金は LIBOR6 か月金利に 6%を加えた利率と規定されている (LP 契約第 4.3 条(c))。

が実施できなかったため、ファンドアドバイザー契約上、アドミニストレーションフィーの支払の対価として予定されていた役務の内容及び当該会計処理の理由を確認することができなかったこと、ファンドアドバイザー契約上も、当該役務の内容が明確に定義されておらず、フォレンジックを通じた調査においても当該フィーを計上すべき時期に関する明確な情報は得られなかったこと等から、確定的な判断は困難であるものの、アドミニストレーションフィーが、10月20日版ファンド説明資料に記載されたとおり、OK FUNDの組成時の費用と評価すべき性格のものであった場合には、その費用計上を行うべき時期は2022年6月期第4四半期会計期間ではなく2022年6月期第3四半期会計期間であった可能性があると考え

- ・ アクイジションフィー

アクイジションフィーについては、本タームシートに記載があるのみであり、LP契約を含め、OK FUNDに関連する契約書には明確な規定は存在しない。本タームシートの法的有効性には疑義があるところであるが<sup>66</sup>、他方で、本タームシート上、アクイジションフィーとしてポートフォリオ出資額の1.0%に相当する額を支払うこととされており、フィーの名称及び金額はB社の株式取得に係るものと推察されるうえ、B社の株式の取得時期と同時期に当該内容に従って支払・費用処理が行われていることを踏まえれば、当該費用は両当事者の間の一定の合意に基づき支払われたものとの評価もあり得るところであり、当該評価を前提とすれば、その会計処理については一定の合理性が認められ、不適切であったとまでは断定できないと考える。

- ・ マネジメントフィー

A社のCEOであるa氏並びにi氏及びj氏へのヒアリングが実施できなかったことから、OKWが取得したOK FUND会計帳簿に計上された金額の計算根拠及び2022年6月期第4四半期時点で修正がなされた事実について、その理由及び趣旨を確認することはできなかった。しかし、マネジメントフィーはLP契約に規定された費用項目であり、OKWの連結決算上は、当該規定に基づき日割計算した金額を各四半期において計上していることから、その会計処理には一定の合理性が認められ、不適切であったとまでは断定できないと考える。

- ・ パフォーマンスボーナス及び遅延損害金

---

<sup>66</sup> 本タームシート上、LP契約の記載が優先する旨が明記されており、当事者間において別段の合意がない限りは、あくまでもOKWとA社との間の協議内容を記載した参考資料に過ぎないとの評価が妥当と考えられる。

当委員会では、パフォーマンスボーナス及び遅延損害金に係る LP 契約の規定の合理性や妥当な水準等について意見を述べるものではないものの、OKW において、これらが明らかに不合理な条件により請求されているものと認識した上で、専門家の意見を踏まえて計上額を検討したプロセス及びその結果行われた会計処理には、一定の合理性が認められ、不適切であったとまでは断定できないと考える。

但し、今後の裁判所等の判断等により、これらが LP 契約に基づき支払うべき費用と判断された場合、2022 年 6 月期第 4 四半期に計上した費用のうち、2022 年 6 月期第 3 四半期に係るものについては 2022 年 6 月期第 3 四半期会計期間に計上する方が望ましいと評価すべき可能性がある。もっとも、このような場合でも、OKW の 2022 年 6 月期第 4 四半期会計期間において 2022 年 6 月期第 4 四半期までの累計費用が計上されていることから、2022 年 6 月期連結会計年度における年間損益及び期末純資産への影響はないと考えられる。

## (2) その他の費用

### ① OKW が行った会計処理

#### ・ H 社への費用

第 3 の 2(5)のとおり、2022 年 1 月 22 日に H 社と締結した本件提携アドバイザー契約に基づき、OKW は、H 社に対して、B 社グループとの業務提携及び B 社の株式の取得に関する業務報酬として、同月 27 日付で 102,000 千円を支払ったものであり、B 社の株式取得日の属する 2022 年 6 月期第 2 四半期末において、OKW の個別決算上、未払認識し営業外費用に費用計上している。

#### ・ C 社への費用

第 3 の 3(5)のとおり、B 社と C 社との間で締結された、本件財務アドバイザー契約 (B 社) に基づき、総額 1 億円を 5 年の契約期間で除した 1,666 千円を毎月 C 社に支払い、支払報酬として販管費に費用計上している。

#### ・ I 社への費用

B 社と I 社の間で締結された本件メタバース業務構築コンサルティング契約に基づき、B 社は、I 社に対して、2021 年 12 月 17 日に 77,000 千円、2022 年 5 月 17 日に 33,000 千円をそれぞれ送金しているが、これらは長期前払費用 (1 年以内に期間が到来するものは前払費用に振替) に計上した上で、2022 年 1 月以降、月額 1,666 千円を販管費に費用計上している。

### ② OKW が行った処理に関する検討

#### ・ H 社への費用

第3の2(5)のとおり、H社がOKWに対し何らかの業務を実行した証拠は見当たらず、事後的に契約が締結されていることもあいまって、本件提携アドバイザー契約及び同契約に基づくH社への費用については、それを支払ったことの合理性に疑義が認められるところではある。もっとも、本調査においては、本件提携アドバイザー契約の締結に際して協議・交渉を行ったi氏及びj氏へのヒアリングが行えなかったことから、契約締結に至る経緯や委託業務の具体的内容、役務提供の有無等の事実関係を確認できておらず、他方で、少なくとも外見上は法人間で正式な契約書を締結して支払まで行われており、同契約の目的であるB社との資本業務提携は実現されていること等を踏まえると、当委員会として、OKWの会計処理が不適切であったとまでは断定できない。

・ C社への費用

第3の3(5)のとおり、d氏において、C社との本件財務アドバイザー契約(B社)はOKWからの出資を受ける条件と考えると締結したものであることから、出資が完了した2022年6月期に一括して費用計上すべきと考えることもできる。

他方で、契約期間を5年とする有効な契約書が存在していることや、C社がB社の決算業務を行っている旨のd氏の供述を踏まえれば、C社が継続的にB社に役務を提供しているとも考えられるため、契約期間にわたって月額費用処理している現状の会計処理には一定の合理性が認められ、不適切であったとまでは断定できないと考える。

・ I社への費用

第3の2(5)のとおり、I社との本件メタバース業務構築コンサルティング契約に関しては、I社の本店所在地がC社と同一であることや、OKWからの出資を受ける条件と考えると締結したものではあること等から、I社への費用については、それを支払ったことへの合理性に疑義が認められるところではある。

他方で、B社は、I社から、ビジネスに関する助言や人材の紹介を実際に受けるなどして、I社による役務の提供行為が存在する旨をd氏が供述していること等を踏まえれば、同契約の契約期間である5年にわたって月割費用処理しているOKWの現状の会計処理には一定の合理性が認められ、不適切であったとまでは断定できないと考える。

### 3 B社の取引先に対する長期預け金に係る貸倒引当金の計上に係る会計処理

#### (1) OKWの会計処理

第3の3(7)のとおり、B社に第三者割当増資の資金(999,999千円)が振り込まれた翌日の2021年12月17日に、B社からE社に345,000千円、F社に470,000千円

がそれぞれ送金されている。当該送金は、当初は貸付契約に基づく貸付金として送金されたものであったが、12月23日付コンサル契約を締結することにより、それぞれ、24,000千円については、サービスフィー10年分（月額200千円）に充当され、残額については預け金とする旨が合意されている。12月23日付コンサル契約の締結に基づき、B社側ではサービスフィーは長期前払費用（1年以内に期間が到来する部分は前払費用へ振替）に計上し、残額を長期預け金に計上している（E社321,000千円、F社446,000千円）。なお、前払費用に計上したサービスフィーは、B社の会計帳簿上、2022年6月期第3四半期及び第4四半期において、毎月各20万円を販管費として計上している。

その後、2022年6月期第4四半期決算作成時において両社への預け金につき回収可能性に疑義が生じたため、B社は、2022年5月13日に行われた一部返金額（両社合計40,851千円）を控除した預け金残高（両社合計726,148千円）に対し50%相当の363,074千円の貸倒引当金をB社の会計帳簿上特別損失として計上した。

さらに、2023年6月期第1四半期においてB社グループを連結範囲から除外したことに伴い、連結決算上、期首時点で2022年6月期第4四半期に計上した引当金考慮後の長期預け金を含んだB社グループの連結純資産額（309,088千円）により投資有価証券として計上したが、期末時点においてB社の保有する預け金の保全状況がさらに悪化し、その全額が回収不能になったと判断し、当該債権評価を通じてOKFUNDの保有するB社の株式の価値が毀損したとの評価から、同額の投資有価証券評価損を特別損失として計上した。

以上の結果として、2023年6月期第1四半期末時点で本件海外送金に係る資産計上額はゼロとなっている。

## (2) OKWの会計処理に関する検討

B社は2021年12月末及び2022年3月末における預け金残高について、E社及びF社からサイン入りの確認状を入手しており、当該確認状に記載された金額はB社の会計帳簿における計上額と一致していた。

しかし、2022年6月期第4四半期はE社及びF社発行の確認状が入手できなかった上、B社としては両社の状況が分からない状態となっていた。なお、会計監査人が監査手続の一環として発送した残高確認状は返信されているが、E社からは残高を二重線で削除した上で「The outstanding balance of our receivable/payable cannot be disclosed as it is confidential information」と回答を拒否され、F社からは「The deposit amount is slightly different, but almost same as our record」との回答がなされている。

上記事実を踏まえると、2022年6月期第4四半期時点において両社との関係性が変化し、また回収可能性を判断する情報の提供は拒否されたことから、貸倒引当金を

計上すべき額を合理的に算出できない状態となっていたことは否めない。他方で、2022年6月期第4四半期時点では会計監査人の確認状への返信があり両社とのコンタクトが全く取れない状態ではなかったことや、2022年5月に両社から一部返金がされた事実もあること等の事情からすれば、両社に全く資力がないとまではいえなかったように見受けられる。

これらを考え併せると、本来であれば、引当金計上額算定には各社の財政状態や預け金の保全状況などから回収可能性を検討する必要があるところ、上記のように、検討に必要な情報を十分に入手できない状況であったことから、OKWが、結果として、預け金計上額合計の約50%を貸倒引当金として計上したことについては、その引当計上額に明確な金額的根拠は得られなかったものの、実務慣行までを含めて考えると、当委員会として、OKWの会計処理が不適切であったとまでは断定できないと考える。

2023年6月期第1四半期においては、本件海外送金に係る関係当事者間の関係悪化が進んだことに加え、一連の自己株式取得に対する事実認識の相違から預け金の権利者についてOKWとB社とで認識の相違が生じている状況も含めて考えると、回収は相当に困難が伴うものと考えられる。また、このような状況下では、仮に回収が可能だとしても債権回収には相当程度の費用を要すると推察されることから、OKWが、2022年6月期第4四半期において引当計上した残額に貸倒引当金の追加計上を加味して保有するB社の株式に評価減を計上したことには、一定の合理性があると考えられる。

#### 4 B社の株式取得後におけるのれんの減損処理に係る会計処理

##### (1) OKWの会計処理

OKWは、2021年12月16日にOK FUNDを通じてB社の株式の過半数を取得したことにより、2022年6月期第2四半期末時点でB社グループを連結対象としている。これに伴い、B社の株式の取得対価である999,999千円から取得時純資産相当額を控除した460,654千円を「のれん」としてOKWの貸借対照表に計上している。

当該のれんは、2022年6月期第3四半期及び第4四半期において、11,516千円ずつ償却し販管費に計上した上で、2022年6月期第4四半期決算においてB社連結上の純資産が大幅に減少したことを理由に、未償却残高である437,621千円全額を減損処理し特別損失計上したことで、2022年6月期第4四半期期末時点での貸借対照表計上額はゼロとなっている。なお、各四半期の償却費は10年間の定額法により算出されている。

##### (2) OKWの会計処理に関する検討

###### ① 取得時の処理

企業結合に関する会計基準上、「取得原価は被取得企業から受け入れた資産及び負債のうち企業結合日時点において識別可能なものの企業結合日時点の時価を基礎として、当該資産及び負債に対して企業結合日以後1年以内に配分する（第28項）」とされている。そのため、第三者割当増資に係る払込対価とB社の純資産との差額は、のれん等の適切な科目で処理されるべきである。

このように、企業結合に関する会計基準上は、のれん以外にも適切な科目を使用することが求められているところ、B社は権利ビジネスを行っていたことから、取得により生じた差額の一部又は全部について、のれん以外の譲渡可能な無形資産として識別すべき部分があった可能性はある。

一方で、無形資産の識別は「企業結合日後1年以内に配分する」とされているため、取得時点である2022年6月期第2四半期末においては、暫定的な会計処理を行うこと自体に支障はない。OKWも2022年6月期第3四半期報告書において「のれんの金額は、当第3四半期連結会計期間末において取得原価の配分が完了していないため、暫定的に算定された金額であります」と記載していることに加え、本調査において、前任監査人であるR監査法人から、「期末本決算時点で改めて検証するつもりであったため、四半期決算時点では全額のをれんとした」との回答を得たことも踏まれば、取得時に差額の全額のをれんとして計上したOKWの会計処理は適切な処理であったものと考えられる。

## ② のれんの償却

企業結合会計に関する会計基準上、「のれんは、資産に計上し、20年以内のその効果の及ぶ期間にわたって、定額法その他の合理的な方法により規則的に償却する」（第32項）と規定されているところ、OKWの設定した償却期間（10年）は、この範囲内に収まっている。また、B社の株式取得時にOKWが取得した本件株価算定書では、10年間の事業計画を基に株価算定を行っていることとも整合性が取れている。そのため、のれんの償却処理について、OKWの会計処理は適切な処理であったものと考えられる。

## ③ のれんの減損処理

B社グループは、OKWの連結グループ加入後、2四半期連続で赤字基調であったことに加え、E社及びF社に対する預け金に対し363,074千円の貸倒引当金を計上したこともあり、減損の兆候があったものと考えられる。また、2022年6月期第4四半期決算時点でOKWが減損の検討を行った資料によれば、将来のB社グループにおける見込キャッシュフローの合計はマイナスとなっていることから、減損損失を認識すべき状態にあったものと考えられる。さらに見込キャッシュフローがマイナスであることから、未償却残高の全てを減損処理したことも問題ないと考えられる。した

がって、OKW の会計処理は適切な処理であったものと考えられる。

## 第 7 本件事案に係る開示の適切性について

### 1 適時開示の適切性

本件事案に関連して、名古屋証券取引所における規則に基づく適時開示義務に違反することが明らかな開示の欠落や遅延等は確認されなかった。また、本件事案に関連した開示内容に重大な誤りや欠落等も確認されなかった。

なお、2021 年 10 月 20 日の取締役会において OK FUND の設立を OKW が決議した時点で、「子会社等の異動を伴う…持分の…取得」の決定があったとして、上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則第 2 条 (1) q<sup>67</sup>に基づき、適時開示が必要であったのではないかについて検討したが、以下の事情が認められる本件では、同日時点で適時開示を行わないとの判断も不合理でなく、名古屋証券取引所の規則違反には該当しないと評価した。

- ・ 2021 年 10 月 20 日の取締役会においては、その議事録に、「本件は名証へも相談し始めており、本決議をもってまず準備を進めていく段階であるため、開示についてはさらに内容が決まってから行う旨の説明がなされた。」との j 氏の発言が記載されているとおり、OK FUND を設立すること自体は決定されていたものの、設立後の具体的な出資額等の詳細までは決定していなかったこと。
- ・ 2021 年 12 月 10 日付の取締役会資料に、「CVC については 10 月の決議後に 11 月 17 日付で、当社と GP がそれぞれ 1 ドルずつの出資により『OK FUND L.P.』を設立いたしました。」との説明が記載されていることからすると、同年 10 月 20 日の取締役会決議時点で、OKW が、その設立時に 1 ドル出資し、設立予定のファンド持分の 50%を保有して子会社とすることは決定されていた可能性があるが、設立時の 1 ドルの出資が、上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則第 2 条 (1) q における軽微基準を定める上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則の取扱い 1 (1) e (g)<sup>68</sup>の「子会社等となる会社の…出資の額が上場会社の資本金の 100 分の 10 に相当する額未満」であることは明らかであり、また同取扱い 1 (1) e のその他の軽微基準にも該当するといえること。
- ・ OK FUND に対する 10 億円の出資を決定した 2021 年 12 月 10 日の時点では、「特定子会社の異動に関するお知らせ」と題するプレスリリースにより、OK FUND を特定子会社化した旨が開示されていること。

<sup>67</sup> 現行の有価証券上場規程 402 条 (1) s。

<sup>68</sup> 現行の有価証券上場規程施行規則 401 条 (5) g。

## 2 継続開示の適切性

### (1) 有価証券報告書及び四半期報告書の記載

本件投資以降に提出された有価証券報告書及び四半期報告書において、本件事案に関連して金商法及びそれに関連する政令・規則上の開示義務に違反することが明らかである重要事項に係る誤りや欠落等は見られなかった。

### (2) 決算短信の記載

本件投資以降に提出された決算短信において、本件事案に関連して名古屋証券取引所における規則上の開示義務に違反することが明らかである重要事項に係る誤りや欠落等は見られなかった。

## 第8 原因分析

### 1 本件事案の問題点

第6及び第7において検討したとおり、本調査においては、本件事案に関して、不適切な会計処理が行われたとまで明確にいえる事案は見つかっておらず、上場会社としての開示関連の規制に関しても、不適切な処理は認められていない。

しかしながら、本件事案において、高額な報酬が規定されたLP契約が締結され、また、不透明な内容の本件海外送金が行われ、結果としてその回収に疑義が生じているなど、OKWに経済的な損害が発生している点は、OKWの役員及び株主にとって看過できない重大な問題であると評価できる。

すなわち、本件事案は、主力事業を譲渡したことに伴い、多額の資金を有する一方で、売上・利益の規模が縮小してしまったことを背景に、OKWにおいて、M&Aによって新たな事業を自社に取り込み、売上・利益の規模を拡大することを企図したi氏及びj氏が、社外役員及び他の従業員に対し、情報を適切かつ十分に共有することなく一連の対応を行った結果、OKWが、以下で列挙する状況に陥った事案と評価することができる<sup>69</sup>  
<sup>70</sup>。

- ① B社グループに係る本件株価算定書の内容が不合理であり、B社への出資時のB社の株式価値の評価が不当であった可能性があること。

<sup>69</sup> 本調査においては、本件提携アドバイザー契約に基づきa氏が代表を務めるH社に対して支払われた1億円の報酬の支払いについて、その合理性に疑義の余地がある事実関係も確認されたが、それが明確に不合理なものであると認定できるだけの事実は確認されなかったため、本文では①から③の事情にのみ言及している。

<sup>70</sup> 本文に記載の状況の下で、OKWがOK FUNDを組成したこと自体は必ずしも不合理な経営判断であったとはいえず、また、B社への出資自体についても、ステラという協業のプロジェクトが進んでおり、D社の問題がなければ、当該プロジェクトがOKWの収益に貢献していた可能性も否定できないこと等を考慮すると、不合理な経営判断であったとまでは評価されるものではないと考える。

- ② 高額なパフォーマンスボーナスが規定された LP 契約を締結し、当該契約に基づき高額な報酬の請求を受けていること。
- ③ 親会社である OKW がほとんど関与しないまま、B 社より、資本業務関係の解消を強行され、その対価とされた本件海外送金に係る預け金債権について回収の見通しが立っていない状況にあること。

そして、本調査で確認された事実関係を総合すると、上記状況を招いた直接的な原因は、(本調査において i 氏及び j 氏に対するヒアリング等を実施できておらず両名の主張を確認できていないという点に留意する必要があるものの) 本件事案に係る i 氏及び j 氏による経営判断過程において、その合理性に一定の疑義(履践すべき手続が必ずしも十分ではなかった可能性や判断の根拠となる資料の収集が不十分であった可能性等があること)が認められる点であると指摘できる。そして、このような i 氏及び j 氏による経営上の判断過程における問題を OKW が抑止できなかったという意味での本件事案の原因として、i 氏及び j 氏が本件投資及びその後の一連の対応に係る情報の共有を適切に行っていなかったという問題点、OKW の内部統制(子会社管理に関するものを含む。)を無効化することで契約締結等についての適切なチェックが行われなかったという問題点、及び OKW における子会社管理及び内部管理上の問題点を指摘できる。

OKW における子会社管理及び内部管理上の問題点については第 4 で検討したところであるから、以下では、それ以外の点について検討する。

## 2 i 氏及び j 氏の経営上の判断の過程に関する問題点

本件事案当時の OKW の経営者であった i 氏及び j 氏については、本件事案に係る経営判断の過程において、その合理性に一定の疑義が認められると指摘せざるを得ず、そのことが本件の直接的な原因であったといえる。かかる判断過程の合理性に対する疑義については、本調査で認められた以下の事情により基礎づけられる。

- ・ OK FUND の組成に際し、取締役会において、多額の資金を運用するファンドの GP としての a 氏の経験、能力、適性等について、社外役員等からの指摘があったにもかかわらず、i 氏は、自らの友人であることを根拠として a 氏を安易に信頼し、その能力等について十分な調査や検討を行わなかった。
- ・ OK FUND の組成に際し、取締役会において、GP に対して支払う報酬について、社外役員等からの指摘があったにもかかわらず、i 氏及び j 氏は、LP 契約の具体的内容について、取締役会及び社内関係者の意見を徴するなどの手続や、外部弁護士のリビュー手続等を経ておらず、さらには、その結果として、不合理な内容のパフォーマンスボーナスが規定されるなど、実際に締結された LP 契約の内容に問題点が認められる。

- ・ 本件海外送金に関し、多額の資金を預ける相手先について、i 氏及び j 氏は、a 氏の紹介であることを根拠に信用したものと思われ、その能力や信用等について何らかの調査を行った形跡はなく、また、B 社が相手先との間で締結した契約の内容について、その重要性にかかわらず、OKW の取締役会の意見を徴するなどの手続を経ていない。
- ・ i 氏は、D 社の問題が発覚した際、子会社である B 社に対して状況を説明し、今後の対応策について協議を行うなど、B 社との間で密にコミュニケーションをとる必要があったにもかかわらず、そのような対応を取らず、そのことが、B 社と d 氏との間の信頼関係に影響を与え、結果として、OKW との事前協議を経ない B 社による自己株式取得の要因の一つとなっている。
- ・ B 社出資時の B 社の株式価値の評価に際し、取締役会において、社外役員等からの指摘にもかかわらず、i 氏及び j 氏は、会計監査人による内容等の確認手続も行わなかった。むしろ、j 氏は、B 社グループに係る本件株価算定書に関して、実際には会計監査人には確認をしていないにもかかわらず、会計監査人に問題がないことを確認した旨の報告を行っており、社外役員に対して虚偽の説明を行った可能性が高い。

### 3 i 氏及び j 氏が情報の共有を適切に行っていなかった問題

#### (1) 従業員等と情報を共有しなかったこと

i 氏及び j 氏は、本件事案に関連する一切の契約交渉やその内容の検討等について、両名の判断のみで進めていた。例えば、B 社出資時の B 社の株式価値の評価に際しても、その内容について、経営管理部に事前に共有し、チェック等の手続を行う機会を与えなかった。また、第 3 の 1 (3) で認定したとおり、社内の決裁手続が必要となる際には、その体裁を整えるために、契約締結の交渉や協議等に全く関与していない従業員を名目的に起案者とし、かつ、これらの従業員に対して契約の趣旨や目的等を説明せず、契約の内容を精査させる機会も与えていなかった。

この結果として、これら名目的に起案者とされた従業員等は、契約内容の不合理性に気付く契機となり得る情報に接することができず、その問題等を社内で指摘することはできない状況にあった。

#### (2) 取締役会へ提供される情報が i 氏及び j 氏の一存で決定されていたこと

本件事案当時の OKW の取締役会においては、事務局としての機能を担う人員が配置されていなかったこと等から、本件事案に関連する情報をどの範囲で取締役会（すなわち、社外役員）に提供するかは、i 氏及び j 氏が決めていた。

そして、第 3 の 2 (3) 及び第 3 の 3 (4) で認定したとおり、OKW の取締役会においては、取締役会に提供された情報を前提として、i 氏及び j 氏の提案に対する批判的な質疑もされていたことが窺われるから、本件事案についての十分な情報が提供

されていた場合には、上記 1 で指摘した問題の発生を回避することができた可能性があると考えられる。

例えば、第 3 の 2 (3) で認定したとおり、OK FUND の組成に関しては、取締役会において GP に対する報酬の点が議論に上がっていたのであるから、i 氏及び j 氏が LP 契約に定められることになる GP の報酬について、取締役会に報告していれば、上記 1 の①LP 契約の不合理性という問題がその過程で是正された可能性があるといえる。また、本件海外送金についても、B 社と送金先との間で締結される契約の内容を含めて、事前に取締役会に報告されていれば、OKW において適切に認識・管理されていた可能性があったといえる。

#### 4 i 氏及び j 氏による独断を許した内部統制システムの機能不全

##### (1) 経営者による内部統制（決裁手続）の無効化

上記 1 のとおり、本件事案においては、i 氏及び j 氏によって、OKW の社内の決裁手続が無効化されていた。すなわち、OKW の社内規程上、諸契約の締結は起案者が起案したものを部長等が承認し、最終的に担当執行役員が決裁するものとされていたが、経営管理部においては j 氏が担当役員と部長を兼任していたため、承認のプロセスが実質的に機能しない状態となっていた。そして、契約締結の交渉や協議等に全く関与していない従業員を名目的に起案者とし、実際の起案を i 氏及び j 氏が行うことで、起案と決裁を実質的に同一の者が行う状態となり、結局のところ、本件に関連した契約締結に関しては、起案者レベル及び承認者レベルでのチェックが機能しない状況となっており、経営者の行為を牽制するための内部統制（決裁手続）の機能が無効化されていた。

##### (2) 内部統制の有効性に関するモニタリングの不存在

上記(1)のとおり、本件事案の当時、経営管理部においては、j 氏が担当役員であると同時に部長職も兼ねており、承認と決裁を同一の者が行う事で、実質的に決裁システムのチェックが機能しないという内部統制上の問題が存在していた。しかしながら、当該問題について監査役又は内部監査部門から指摘がなされることはなく、内部統制の有効性について適切なモニタリングが行われていなかった。

また、そもそも、内部監査室の室長についても、j 氏が兼任しており、執行と監査を同一者が担当する状態となっていたことからすると、内部統制の有効性について内部監査部門による適切なモニタリングを期待することができない状況にあったといえる。

内部統制の有効性をモニタリングする仕組みが社内存在しなかったことによって、i 氏及び j 氏による内部統制の無効化が容易になり、かつ、継続したものといえる。

## 第9 再発防止策の提言

### 1 はじめに

第8のとおり、本件事案における問題の直接的な原因としては、当時の経営者であった i 氏及び j 氏による経営判断過程の合理性に一定の疑義が認められる点が指摘できる。そして、両名が情報共有を適切に行わなかったこと、及び OKW の内部統制システムが機能不全に陥っていたことから、OKW は、上記 i 氏及び j 氏による疑義のある経営上の判断を抑止することができない状況にあった。

このような原因分析からすると、本件事案当時の経営者であった i 氏及び j 氏が既に退任している現状においては、本件事案の直接的な原因自体への対応は一定の手当てが既になされているものとも評価し得る。しかしながら、今後、OKW の経営陣において同様の問題ある対応がなされたときに、OKW がそれを抑止できるための仕組みを適切に整備・構築するとの観点から、当委員会として、以下の再発防止策を提言する。

### 2 管理部門の充実

本件事案当時、j 氏が経営管理部門の担当役員と経営管理部部長、経営管理グループマネージャー、経理財務グループマネージャー、及び内部監査室室長を兼任するという状況にあった。そして、このような j 氏による兼任状況が生じた背景には、ソリューション事業の譲渡によって会社の規模が大幅に縮小し、OKW の管理部門の人員が大幅に減少していたことが指摘できる。

管理部門は、いわゆる第二線として、経理・財務・法務・人事等の重要な機能を果たしながら、現場で行われている業務を統制する重要な機能を有する部門であって、管理部門を充実させることは、会社の内部統制を有効に機能させるためには必要不可欠である。

したがって、今後、OKW においては、管理部門に資金等のリソースを割き、その組織を充実させ、機能を強化させることが必要となる。もちろん、事業部門と異なり、売上と直接的に関連する訳ではない管理部門の充実化に際しては、会社規模やリスクの程度等も踏まえて行う必要があるが、OKW においては、少なくとも本件事案と同種のリスクについては、適切に対応する必要性が極めて高い問題であると認識し、管理部門を充実化する必要がある。

また、ここでの管理部門の充実とは、人的リソースの拡充に限ったものではなく、管理部門の内部統制の強化も含まれる。特に、本調査で認められた問題点に鑑みれば、重要な契約の締結や経営上の判断等に関する決裁手続に係る内部統制を強化する必要性は高いといえる。

なお、上場企業として多数のステークホルダーに対して責任を有する以上、会社リソースの限界等は、上記の観点からの管理部門の充実を図ることができない理由となるものではない。

### 3 モニタリング機能の強化

本件事案当時、OKWにおいては、決裁システムのチェックが実質的に機能しないという内部統制上の問題が存在したにもかかわらず、内部統制の有効性についてのモニタリングが適切に行われていなかったことから、上記問題が見過ごされていた。

そこで、OKWにおいては、いわゆる第三線としてのモニタリング機能・監査機能の強化が検討されるべきである。例えば、経営陣から一定程度独立性をもった内部監査部門が、監査役と協同して、内部統制の有効性についてチェックを行うなど、OKWの実情に応じる形で、モニタリング・監査の仕組みを構築し強化することが必要である。そして、本件事案の問題点を踏まえると、当該モニタリング・監査の過程においては、単に社内規程に従った運用が行われているか否かを確認するだけでなく、内部牽制が機能する組織体制となっているか、経営者によって内部統制の機能が実質的に無効化されていないかなども、チェックされるべきといえる。

### 4 取締役会の適切な運営を担保するための体制の構築

第8の3(2)のとおり、本件事案当時のOKWの取締役会においては、事務局としての機能を担う人員が配置されていなかったこと等から、i氏及びj氏が、取締役会に上程する情報を、その一存で決定することができており、そのことが、本件事案における問題の発生をOKWが抑止できなかった原因の一つとなっていた。

そこで、今後のOKWの取締役会においては、取締役会に上程される議題・報告事項に関して、これらを所管する担当取締役及び従業員から適切な情報を吸い上げた上で、その内容が適時・適切に社外役員を含む取締役会に提供されるよう、取締役会の事務局機能を担う人員を配置し、当該事務局が社外役員との間で綿密なコミュニケーションを取ることで、社外役員への適時・適切な情報共有が行われる体制を構築することが望ましい。

なお、2022年8月25日の臨時株主総会において選任されたw氏を代表取締役とする新経営陣は、取締役会における意思決定を透明化するための施策として、取締役会に、各部門の部長3名をオブザーバーとして参加させたり、取締役会への月次の報告について各部門の部長に取り纏めを担当させたりしている。これらの改革は、本項で提案する再発防止策と同じ発想に基づくものといえ、今後も引き続き適切に運用されていくことが期待される。

### 5 契約締結ルールの明確化等

本件事案においては、多額のパフォーマンスボーナスの支払義務等、OKWにとって一定の問題点を含むLP契約が締結されている。このような契約については、外部の専門家である弁護士の事前チェックを経ていれば、その問題点が指摘され相手方と交渉等がなされることで、締結には至らなかったか、あるいは、合理的な内容に修正されてい

た可能性が高いといえる。

OKW の社内規程上、決裁の手續等は定められているものの、外部の専門家によるチェックについては、その手續が明確には規定されてない。少なくとも、一定の重要な契約については、外部の専門家である弁護士の確認を経ることや、弁護士の確認を経たことについて客観的な資料を残しておくこと等を社内ルールとして明確化しておくことが望ましい。

なお、今後、OKW においては、資金調達や M&A による業容の拡大等の施策が必要となるものと想定されるが、その際には経営者の人的なつながりや人間関係等に基づいて判断が行われることがないように、利害関係を有しない社外役員や独立したアドバイザー等による客観的な評価とチェックを経た上で、最終的な判断が行われることが望ましいという点も付言する。

## 6 子会社管理及び内部管理上の問題点の改善

本件事案においては、子会社化後の具体的な管理体制を見据えた議論・検討が十分になされないままに、OK FUND 及び B 社が子会社化され、OKW が両社に対する管理機能を適切に発揮できていなかった。

そのため、今後、OKW が M&A 等を通じて子会社の取得等を検討する際には、その管理体制を適切に社内で議論した上で、それを踏まえた管理体制をグループ一体となって整備・構築することが重要となる。例えば、子会社による重要な資産の処分等の際に、親会社である OKW がどのような役割を果たすべきか、子会社に対しどのような情報の提供を求めるべきかなどについて、改めて、OKW の現状に即して適切に議論し、その内容を、管理規程等のグループ会社間のルールに落とし込んでいくことが肝要といえる。なお、OKW においては、一応は関係会社管理規程が制定され、子会社による重要な資産の処分等の際にとられるべき手續についてもルール化されていたが、実際にそのルールが定められた趣旨に沿った運用ができる体制が整備されておらず、実際の運用もルール通りに行われていなかったことを鑑みれば、管理規程等のルールについては、実際にそのルールに準拠した運用ができる体制が構築されているか、また、実際にルール通りに運用が行われているかについて、内部監査部門等による適切なモニタリングが継続的に行われる必要があるといえる。

以 上

名前	種類	メールアドレス	期間
i 氏	会社メール	—	2021年7月1日～2022年11月17日
	会社 Teams	—	2021年7月1日～2022年8月29日
	メール	—	2021年7月1日～2022年7月25日
j 氏	会社メール	—	2021年7月1日～2022年11月17日
	会社 Teams	—	2021年7月1日～2022年10月14日
	メール	—	2021年7月1日～2022年7月25日
n 氏	メール	—	2021年7月1日～2022年12月19日
m 氏	メール	—	2021年7月1日～2022年9月29日
o 氏	メール	—	2021年7月1日～2022年9月29日
p 氏	メール	—	2021年7月1日～2022年12月26日
l 氏	メール	—	2021年7月1日～2022年6月13日
r 氏	会社メール	—	2021年7月1日～2022年11月17日
	会社 Teams	—	2021年7月1日～2022年11月17日
s 氏	会社メール	—	2021年7月1日～2022年11月17日
	会社 Teams	—	2021年7月1日～2022年11月17日
v 氏	会社メール	—	2021年7月1日～2022年11月17日
	会社 Teams	—	2021年7月1日～2022年11月17日

## アンケート

株式会社オウケイウェイヴ 第三者委員会 御中

2022 年 12 月 日

役職・肩書

---

氏名

---

Q1-1

あなたは、OK Fund L.P を通じた B 社への投資に関連する一連の事実関係について、当委員会に伝えておきたい事実や情報等がありますか。以下の選択肢について、選択しなかった番号を削除し、選択した番号を残す形でご回答ください。

1 : はい

2 : いいえ

Q1-2 (Q1-1 で「1 : はい」を選択した方のみお答えください)

Q1-1 でご回答いただいた情報等について、できる限り具体的にご記載ください。

Q2-1

あなたは、貴社による D 社への投資案件、及び B 社への投資案件以外に、支払根拠が不明確な高額のアドバイザリー契約等がコンサルティング会社等との間で締結されている、投資目的が不明確であるなど、未だ公表されていない貴社による不適切な投資案件の疑いがある事案に関与した、又はこれを見聞きしたことはありますか。以下の選択肢について、選択しなかった番号を削除し、選択した番号を残す形でご回答ください。

1：はい

2：いいえ

Q2-2 (Q2-1 で「1：はい」を選択した方のみお答えください)

Q2-1 でご回答いただいた事案について、当該投資案件の時期、投資先の会社名又は個人名、投資金額の規模、当該投資に関与した社内外の人物の氏名及び関与の態様等、当該事案に関連してご存じの事項をできる限り具体的にご記載ください。

Q3-1

あなたは、貴社による他社への送金又は他社から貴社への入金に関し、支払先が怪しい、支払根拠が不明確であるなど、不透明・不審な金銭のやり取りに関与したこと、又は見聞きしたことがありますか。以下の選択肢について、選択しなかった番号を削除し、選択した番号を残す形でご回答ください。

1：はい

2：いいえ

**Q3-2 (Q3-1で「1：はい」を選択した方のみお答えください)**

Q3-1でご回答いただいた送金又は入金について、その送金又は入金の時期、金額、相手方、当該送金又は入金が不審であると感じた理由等について、できる限り具体的にご記載下さい。

Q4-1

あなたは、コンサルティング会社等、貴社の外部委託先に関し、委託先の会社からの業務提供の実体がない、業務内容に対する報酬額が過大である、内容を把握しないまま契約書の起案者となるよう上司から指示されるなど、不審な業務委託等の契約の締結に関与したこと、又は見聞きしたことがありますか。以下の選択肢について、選択しなかった番号を削除し、選択した番号を残す形でご回答ください。

1：はい

2：いいえ

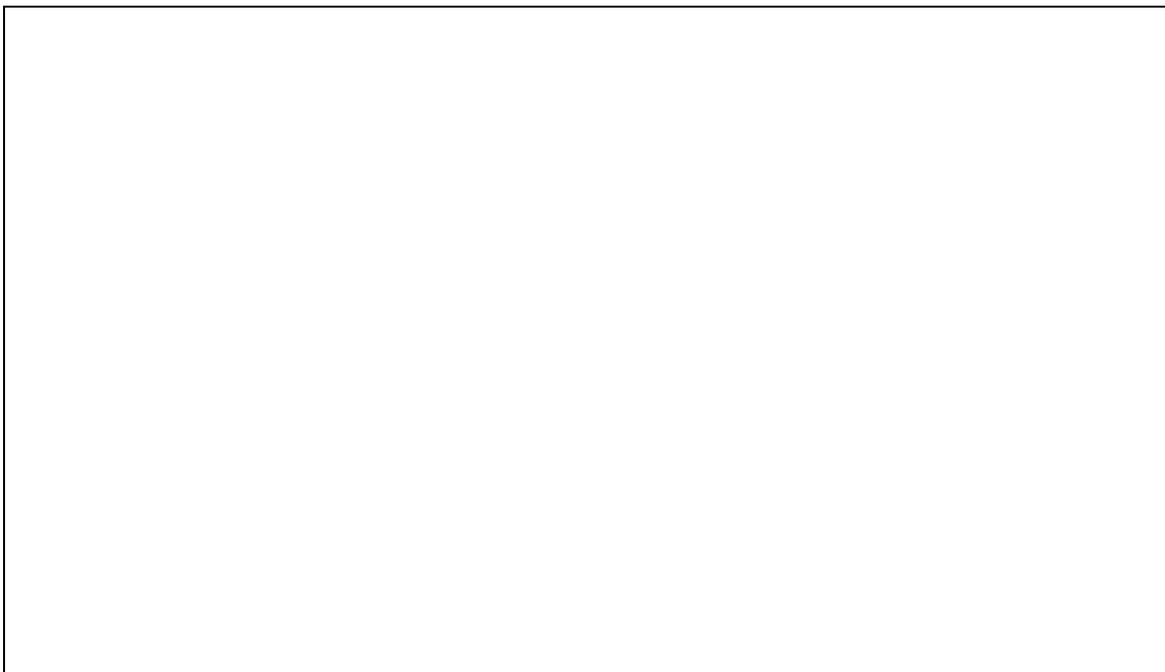
Q4-2 (Q4-1で「1：はい」を選択した方のみお答えください)

Q4-1 でご回答いただいた契約について、その契約の締結時期、相手方、報酬金額、当該契約に関与した社内外の人物の氏名及び関与の態様、不審であると感じた理由等、当該契約に関連してご存じの事項をできる限り具体的にご記載ください。

--

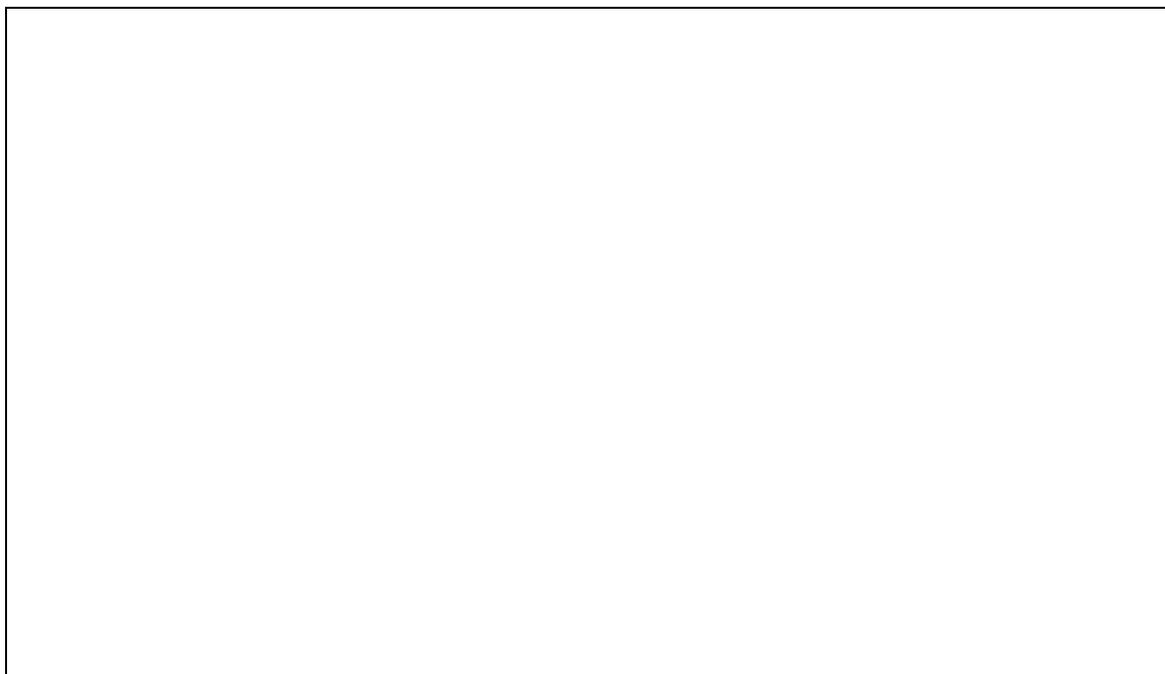
Q5

日常業務の過程で、貴社の内部管理・内部統制に問題を感じたり、貴社による子会社管理に問題を感じたりするなどしていれば、その内容を、できる限り具体的にご教示ください。



Q6

Q1～Q5 までの回答内容のほか、当委員会に知っておいて欲しい情報がございましたら、ご記載下さい。



以 上

## ヒアリング対象者一覧

ヒアリング日	氏名	所属会社・役職
2022年11月2日(水)	x 会計士	U社 代表社員 公認会計士
2022年11月9日(水)	y 会計士 z 会計士	V 公認会計士事務所 公認会計士 W 公認会計士事務所 公認会計士
2022年11月22日(火)	v 氏	株式会社オウケイウェイヴ 経営管理部 経理財務グループ
	s 氏	株式会社オウケイウェイヴ 技術本部 本部長
	u 氏	株式会社オウケイウェイヴ プラットフォーム事業部 新規事業グループ
2022年11月24日(木)	p 氏	株式会社オウケイウェイヴ 社外監査役
2022年11月25日(金)	t 氏	株式会社オウケイウェイヴ 従業員
	r 氏	株式会社オウケイウェイヴ プラットフォーム部 部長
2022年12月2日(金)	x 会計士	U社 代表社員 公認会計士
2022年12月6日(火)	m 氏	株式会社オウケイウェイヴ 元社外取締役
2022年12月7日(水)	n 氏	株式会社オウケイウェイヴ 監査役
2022年12月8日(木)	o 氏	株式会社オウケイウェイヴ 元社外監査役
	l 氏	株式会社オウケイウェイヴ 元社外取締役
2022年12月13日(火)	w 氏	株式会社オウケイウェイヴ 代表取締役
	aa 会計士 bb 会計士 cc 会計士	R 監査法人 公認会計士
2022年12月15日(木)	s 氏	株式会社オウケイウェイヴ 技術本部 本部長
	r 氏	株式会社オウケイウェイヴ プラットフォーム部 部長

ヒアリング日	氏名	所属会社・役職
2022年12月16日(金)	v氏	株式会社オウケイウェイヴ 経営管理部 経理財務グループ
	dd氏	株式会社オウケイウェイヴ 経営管理部
2022年12月20日(火)	y 会計士 z 会計士 x 会計士	V 公認会計士事務所 公認会計士 W 公認会計士事務所 公認会計士 U社 代表社員 公認会計士
2022年12月23日(金)	d氏	B社 代表取締役
	ee氏	G社 代表取締役
2023年1月6日(金)	v氏	株式会社オウケイウェイヴ 経営管理部 経理財務グループ
	x 会計士	U社 代表社員 公認会計士

以上