



2025 年 7 月 14 日

各 位

会 社 名 株式会社REVOLUTION
代表者名 代表取締役社長 砂川 優太郎
(コード番号 8894 東証スタンダード)
問合せ先 代表取締役社長 砂川 優太郎
(TEL. 03-6627-3487)

第三者委員会の調査報告書受領に関するお知らせ

当社が、2025 年 3 月 14 日付開示資料「第三者委員会の設置に関するお知らせ」及び 2025 年 4 月 1 日付開示資料「第三者委員会の委員の選任に関するお知らせ」にてお知らせいたしましたとおり、当社から独立した外部の有識者（弁護士等）で構成される第三者委員会を設置し、以下を目的とする同委員会による調査に全面的に協力をしてまいりました。

当社では、2025 年 7 月 11 日付開示資料「第三者委員会による調査報告書について」において、第三者委員会から、関係資料の精査、関係者へのヒアリング及びデジタルフォレンジック調査等を進めており、その調査結果の報告は 2025 年 7 月 11 日に行う見込みであるとの回答を得ていたものの、7 月 11 日の 18 時 00 分現在において第三者委員会より調査結果の報告を受けていない旨をお知らせしておりましたが、7 月 11 日の夜に、同委員会より調査報告書を受領いたしましたので、下記の通りお知らせいたします。

1. 第三者委員会の目的

第三者委員会は、以下の各事項についての調査及び検証を行いました。

- (1) 当社が 2024 年 10 月 23 日付けで導入を公表し、2025 年 3 月 11 日付けで廃止を公表した株主優待制度に関する事実経緯の解明
- (2) 当社が 2024 年 11 月 21 日付けで当時の代表取締役社長に発行を公表し、2025 年 3 月 11 日付けで同社長より放棄がなされた新株予約権に関する事実経緯の解明
- (3) その他第三者委員会が必要と認めた事項に関する事実経緯の解明
- (4) (確認された問題点に対する) 原因の分析並びに再発防止策の検討及び提言

2. 第三者委員会の調査報告書

第三者委員会の調査報告書につきましては、添付の開示用の「調査報告書」をご覧ください。なお、当該報告書につきましては、秘密情報及び個人情報の保護の観点から、個人名等、部分的な非開示措置を施しておりますことをご了承ください。

3. 2025 年 10 月期第 2 四半期（中間期）の決算発表日及び 2025 年 10 月期半期報告書の提出日について

当社は、2025 年 6 月 6 日付開示資料「2025 年 10 月期第 2 四半期（中間期）決算発表の延期及び同半期報告書の提出遅延（見込み）のお知らせ」にて 2025 年 10 月期第 2 四半期（中間期）の決算発表を延期し、発表予定日を未定とする旨をお知らせしておりましたが、その後、2025 年 6 月 16 日付開示資料「2025 年 10 月期半期報告書の提出期限延長申請に係る承認のお知らせ」にて、2025 年 10 月期半期報告書の提出期限について、第三者委員会の調査報告書の受領後、2025 年 10 月期半期報告書の作成、監査法人による期中レビュー手続を経て 2025 年 9 月 12 日に延長する旨をお知らせしております。

そのため、2025 年 10 月期第 2 四半期（中間期）の決算発表日について、現時点において、2025 年 9 月 12 日を予定しておりますが、今後、開示すべき事項が判明した場合には速やかにお知らせいたします。

なお、2025 年 7 月 6 日付開示資料「会計監査人からの契約解除及び辞任届受領に関するお知らせ」及び 2025 年 7 月 7 日付開示資料「一時的会計監査人の選任に関するお知らせ」にてお知らせしたとおり、應和監査法人が当社の会計監査人を辞任したため、当社では監査法人アリアを一時的会計監査人に選任しておりますが、期中レビュー手続を円滑に進めるため、前会計監査人の應和監査法人に加え、前々会計監査人の EY 新日本有限責任監査法人へのヒアリングを実施して引継ぎを行うこと、通常の期中レビュー手続とは別途となる第三者委員会とのコミュニケーション及び第三者委員会による調査結果報告書の検討等の手続を行い、2025 年 9 月 12 日を延長後の 2025 年 10 月期半期報告書の提出期限とするスケジュール及び 2025 年 9 月 12 日同日に 10 月期第 2 四半期（中間期）決算の発表を行うスケジュールについて、監査法人アリアから承諾をいただいております。

4. 今後の対応

当社は、第三者委員会の調査報告書の内容を真摯に受け止め、十分に検討の上、再発防止策の提言に沿って再発防止策の検討・策定等の必要な対応を早急に進めてまいります。具体的な再発防止策等については、決定次第、改めて公表いたします。

以 上

2025 年 7 月 11 日

株式会社 REVOLUTION 御中

調査報告書

株式会社 REVOLUTION 第三者委員会

委員長 名 取 俊 也



委 員 辺 誠 祐



委 員 茂田井純一



目次

第 1	調査の概要	1
1	調査に至る経緯	1
2	調査の目的	2
3	調査の体制	3
4	調査の期間	4
5	調査の方法	4
	(1) 客観資料の精査	4
	(2) フォレンジック調査	5
	(3) 関係者に対するヒアリング	5
6	調査の限界及び留意事項	5
第 2	REV 社の概要	6
1	企業概要	6
2	経営体制	6
3	組織体制	8
第 3	本調査により判明した事実	9
1	本株式交付に至る経緯	9
	(1) WeCapital 社子会社化の検討及び交渉	9
	(2) 逆アーンアウト条項及びロックアップ条項に関する検討及び交渉	9
	(3) 本株式交付比率の算定及び株式交付計画書の作成	12
	(4) 本株式交付に係る REV 社取締役会決議及び適時開示	13
	(5) 本株式譲渡契約の締結	13
	(6) 本株式交付に係る REV 社株主総会決議及び効力発生等	15
	(7) 本株式交付の会計上の処理	16
2	本株主優待の導入に至る経緯	18
	(1) 本株主優待の内容に係る検討	18
	(2) 本株主優待の導入に係る REV 社内での議論及び法的リスクの検討	20
	(3) 本株主優待の導入に係る REV 社取締役会決議及び適時開示	22
	(4) 本株主優待の実施に係る a 氏的意思	23
3	本新株予約権の発行に至る経緯	23
	(1) 本新株予約権の条件に係る検討	23
	(2) 本新株予約権に係る払込価額の評価	24
	(3) 本新株予約権の発行に係る REV 社取締役会決議及び適時開示	25
	(4) 本新株予約権の行使に係る a 氏的意思	27
4	本株主優待の特例措置の導入に至る経緯	27
	(1) 本株主優待の特例措置の検討	27

(2) 本株主優待の特例措置に係る REV 社内での議論.....	29
(3) 本株主優待の特例措置に係る REV 社取締役会決議及び適時開示.....	29
(4) 本株主優待の特例措置の実施に係る a 氏の意味.....	30
5 本株主優待の廃止及び本新株予約権の放棄に至る経緯	31
(1) WeCapital 社経営陣による REV 社株式の売却	31
(2) 本株主優待の廃止・本新株予約権の放棄・a 氏の辞任に向けた一連の経緯	35
第 4 判明した事実を踏まえた法的評価と問題点	41
1 本株主優待について	41
(1) 金商法上の問題点.....	41
(2) 会社法上の問題点.....	43
(3) 検討過程・手続面の問題点.....	47
2 本新株予約権について	57
(1) 金商法上の問題点.....	57
(2) 会社法上の問題点.....	58
(3) 検討過程・手続面の問題点.....	59
3 その他.....	61
(1) 本株式交付比率決定に係る問題点.....	61
(2) 本株式交付に係る会計処理の問題点.....	62
第 5 本事案を通じて確認された REV 社におけるガバナンス上の問題点	68
1 代表取締役社長としての業務執行の不適切性と意識の不足	68
(1) a 氏による拙速な経営判断	68
(2) 取締役会における審議・検討プロセスの軽視.....	68
(3) 内部統制への意識の希薄さ.....	69
2 取締役会及び監査等委員による監視・監督の不徹底	70
(1) REV 社のガバナンス上の問題点を指摘・改善できなかったこと	70
(2) 一部の取締役には監視・監督義務を負う取締役としての自覚が乏しかったこと	71
3 主要株主による経営判断への影響力の行使	73
第 6 当委員会による提言	76
1 中長期的な企業価値を見据えた経営の実践	76
2 取締役会及び監査等委員による監視・監督の実効性の確保	76
3 主要株主等との関係性の見直し	77
別紙 1	
別紙 2	
別紙 3	

第1 調査の概要

1 調査に至る経緯

株式会社REVOLUTION（以下「**REV社**」という。）は、2024年10月23日、毎年4月30日時点及び10月31日時点の株主名簿に記載又は記録された株主のうち、同一の株主番号で20単位（2,000株）以上を保有し、かつ、2回以上連続で記載又は記録された株主を対象にQUOカードPayを年12万円（半年ごとに各6万円）付与する株主優待制度（以下「**本株主優待**」という。）を導入した。また、REV社は、同年12月24日、本株主優待の特例措置として、同年10月31日時点の株主名簿に記載又は記録された株主に加え、2025年1月31日時点の株主名簿に記載又は記録された株主も本株主優待の対象とすることを公表した。

これに加え、REV社は、2024年11月21日、当時の同社代表取締役社長であるa氏を割当先として、第9回新株予約権（以下「**本新株予約権**」という。）を発行することを決定し、同年12月9日、同氏にこれを割り当てた。

しかし、その後、REV社は、2024年10月11日付けで同社が実施した株式交付（以下「**本株式交付**」という。）の対象者であるWeCapital株式会社（以下「**WeCapital社**」という。）の経営に継続関与する一部の者（以下「**本一部株式交付対象者**」という。）がREV社株式を市場で大量売却するなどしたことにより、優待対象者が急増し、当初見込んでいた財源では本株主優待を実施することができなくなったことを理由に、2025年3月11日、本株主優待を一度も実施することなく廃止するに至った。また、REV社は、同日、a氏が同社代表取締役を辞任し、本新株予約権を放棄した旨を公表した（以下、本株式交付から本株主優待の廃止、本新株予約権の放棄、a氏の辞任に至るまでの一連の経緯を指して「**本事案**」という。）。

本事案を受け、REV社に対しては、同社の株主をはじめとするステークホルダーから、本株主優待について、その導入を決定した際に実施するつもりがなかったにもかかわらず、株価を上昇させるためにこれを導入した可能性がある旨、本新株予約権について、a氏の辞任による放棄を前提として同氏にこれを割り当てた可能性がある旨の意見等が寄せられるようになった。そこで、同社は、監査等委員会の提言も踏まえ、本株主優待の導入及び本新株予約権の発行プロセスの適法性等を検証し、再発防止策を講じるためには、外部の専門家が客観的・中立的に本事案の調査を実施することが必要であると判断し、2025年4月1日、下記3の委員により構成される第三者委員会（以下「**当委員会**」という。）の設置を決定した。こうして、当委員会は、同日以降、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 調査の目的

本調査の目的は、以下のとおりである。

- (1) 本株主優待に関する事実経緯の解明
- (2) 本新株予約権に関する事実経緯の解明
- (3) その他当委員会が必要と認めた事項に関する事実経緯の解明
 - ① REV社によるWeCapital社に対する本株式交付に係る事項
 - ② REV社の筆頭株主である合同会社F01（以下「F01社」という。）の代表社員であるb氏によるREV社の経営に対する関与に係る事項
- (4) 上記(1)ないし(3)で判明した問題点の分析及びそれに対する提言

なお、「その他第三者委員会が必要と認めた事項」として、当委員会が上記(3)①及び②を本調査の目的とした理由は、以下のとおりである。

① WeCapital社に対する本株式交付について

上記1のとおり、REV社は、本株主優待の廃止の理由として、本一部株式交付対象者がその保有する同社株式を大量売却したことを公表した。この点について、同社は、2025年3月11日付け『株主優待制度の廃止に関するお知らせ』と題する適時開示の中で、「2024年10月11日付で株式交付を実施したWeCapital株式会社の株主のうち当社による連結子会社化以降もWeCapital株式会社の経営に継続関与する一部の当社株式交付対象者・・・との間で口頭で合意した当社株式の保有方針に関して重大な齟齬が生じたため、株主優待制度の廃止を余儀なくされた」と説明している。したがって、本株主優待を廃止するに至った背景事情を明らかにするためには、上記口頭の合意の有無を含む本株式交付に関する事実経緯を解明することが必要であると判断した。

また、下記第3の1(7)のとおり、REV社は、2024年8月29日当時、WeCapital社の取得価額を、その企業価値として算定された約150億円の過半数である約75億円と見積もり、これを基礎としてWeCapital社株式の譲渡人に対して交付するREV社株式数を決定するための株式交付比率（以下「**本株式交付比率**」という。）を定めたが、本株式交付のみなし取得日である同年9月30日には、REV社の株価が上記算定時から2倍近く上昇している一方で、株価上昇による本株式交付比率の調整が行われなかったため、約160億円分のREV社株式を上記譲渡人に交付しており、これに基づき会計上の処理が行われている。こうした経緯に鑑みれば、本株式交付比率の算定・決定プロセスが適切でなく、あるいは本株式交付比率を変更しなかったために本株式交付の対象者に対して想定以上のREV社株式を交付することとなり、結果的に、

本一部株式交付対象者による同社株式の売却を機に優待対象者が急増し、本株主優待を廃止するに至った可能性があると考えられる¹。

そこで、当委員会は、「その他第三者委員会が必要と認めた事項」として、本株式交付に関する事実経緯を解明するとともに、本株式交付比率の算定・決定プロセスが適切になされていたかを検証し、関連して、WeCapital社ののれんの金額及びのれん評価等に係る会計処理の適切性についても検証の対象に含めることとした。

② b氏によるREV社の経営に対する関与について

本調査では、REV社の筆頭株主たるF01社²の代表社員であるb氏³が、REV社の役員・従業員の立場にないにもかかわらず、同社において「会長」と呼ばれ、同社の重要な意思決定に実質的な影響を及ぼしていることを窺わせる事情が確認されており、当該事情が本事案の発生要因等に関係している可能性があると考えられる。

そこで、当委員会は、「その他第三者委員会が必要と認めた事項」として、b氏によるREV社の経営に対する関与と本事案に対する影響についても検証の対象に含めることとした。

3 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：名取 俊也（弁護士 ITN法律事務所、元最高検検事）

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 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。

西村 修一（弁護士 長島・大野・常松法律事務所）

天井 周平（弁護士 長島・大野・常松法律事務所）

湯浅 論（弁護士 長島・大野・常松法律事務所）

¹ 例えば、REV 社が、変動制株式交付比率を採用するなどして、本一部株式交付対象者との間で、本株式交付に当たって約 75 億円に相当する REV 社株式を交付することを合意していれば、交付する株式数を抑えることができたといえる。

² F01 社が保有する REV 社株式の発行済株式総数に対する割合は、本株式交付前の 2024 年 8 月 2 日時点では約 63%であり、本株式交付後の 2024 年 10 月 31 日時点では約 37%、本一部株式交付対象者が REV 社株式を売却した後である 2025 年 1 月 31 日時点では約 33%であった。

³ b 氏は、REV 社の株式を直接保有しているわけではないが、同社の筆頭株主たる F01 社の持分 35%を有していた。

今野恵一朗（弁護士 長島・大野・常松法律事務所）
初馬 眞人（弁護士 長島・大野・常松法律事務所）
金澤亮太郎（弁護士 長島・大野・常松法律事務所）
加瀬 豊（公認会計士 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実施するため、デジタルフォレンジック業者であるKLDDiscovery Ontrack株式会社に対し、電子データの保全業務及びデータレビュー環境の整備等に係る業務を委託し、本調査に関与させた。

なお、当委員会は、日本弁護士連合会が策定した「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」（2010年7月15日公表。同年12月17日改訂）に準拠して構成されたものであり、各委員及び調査補助者はREV社との利害関係を有しておらず、その運営、調査の実施、調査の手法、報告書の作成等についても、上記ガイドラインに準拠している。

4 調査の期間

本調査の期間は、2025年4月1日から2025年7月11日までである。

5 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 REV社の社内規程や議事録等の社内資料

取締役会規程、監査等委員会規程、組織及び業務分掌規程、職務権限規程、内部監査規程、稟議規程、経理規程、株式取扱規程、子会社管理規程、リスク管理規程等の本事案に関連するREV社の社内規程、同社の組織図、2023年10月13日以降の同社取締役会議事録及びその資料、2024年1月29日以降の同社監査等委員会議事録、同年8月7日以降の監査調書、同年10月期の経営者確認書等、同社の社内資料を精査した。

イ 本事案に関連する検討資料等

本株主優待に必要となる財源等を試算したシミュレーション資料、本株主優待の基準日における REV 社の株主名簿、本新株予約権の払込価額算定に当たっての検討資料等、本事案に関する同社の社内資料を精査した。

ウ 当委員会が必要と認めたその他の資料

上記イの資料のほか、本株式交付計画書、REV 社と WeCapital 社の株主が 2024 年 9 月 27 日付けで締結した株式譲渡契約書、本株式交付比率を決定するための検討資料等、当委員会が必要と認め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 記載の範囲の電子メール、Teams チャット、電子ファイル等を収集・保全し、これらの電子データ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 16,750 件を対象として精査を行った。また、別紙 1 記載の範囲で関係者間の LINE 及び Signal のデータを収集・保全し、これらについても精査の対象とした。

(3) 関係者に対するヒアリング

当委員会は、別紙 2 記載の関係者 15 名に対し、対面又はオンライン形式の方法で、延べ 18 回のヒアリングを実施した。

6 調査の限界及び留意事項

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。

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。

第2 REV社の概要

1 企業概要

REV社は、1986年3月、不動産の売買、賃貸借、仲介等を事業内容とする有限会社原弘産（以下「**原弘産**」という。）として設立され、1993年7月の組織変更により株式会社へと移行した。原弘産は、2001年9月には大阪証券取引所第2部への株式上場を果たし、その後、2013年7月の証券取引所の統合により、東京証券取引所（以下「**東証**」という。）第2部へと市場変更となった。

2018年9月、原弘産は、ケイマン諸島法に基づく免税有限責任会社であるEVO Fundに対して新株予約権を発行し、2019年5月にこれが行使されたことによりEVO Fundの子会社となった。これに伴い、原弘産は、同年11月、現在の商号である株式会社REVOLUTIONに商号を変更するとともに、事業の中心を地方における不動産の買取・再販事業へと移行させた。また、2022年4月には、東証の市場区分の見直しにより、東証スタンダード市場へと市場変更となった。

2023年8月25日、不動産の売買、賃貸借、仲介等を事業内容とするF01社は、REV社株式について公開買付け（以下「**本TOB**」という。）を開始し、同年10月2日、REV社株式の65%（4億2,000万株）を取得して同社の筆頭株主となった。これに伴い、REV社は、同年12月、本社を東京へ移転し、事業の中心を首都圏における不動産の買取・再販事業へと移行させた。

なお、本調査の目的と関連する本株式交付から本株主優待の廃止及び本新株予約権の放棄に至るまでのREV社の市場株価の推移は、別紙3のとおりである。

2 経営体制

F01社の子会社となる前（2023年1月27日付け定時株主総会から同年12月14日付け臨時株主総会までの間）、REV社の役員の体制は以下のとおりであった⁴。

代表取締役社長	c氏
代表取締役会長	d氏
取締役	e氏
取締役	f氏
監査等委員	g氏
監査等委員	h氏
監査等委員	i氏

⁴ 監査等委員は、3名とも社外取締役である。

もっとも、F01社の代表社員であるb氏は、2023年9月頃、同氏のかねてからの知人であったA社のj氏からa氏を紹介され⁵、本TOB完了後のREV社の経営体制の刷新に向け、同氏を同社取締役の候補者とするとし、同氏に対して同社取締役への就任を打診した。これに応じたa氏は、2023年9月、次期取締役候補となることを前提に、執行役員としてREV社に入社した。また、同様に、k氏も、b氏から打診を受け、同年10月に同社不動産投資事業本部次長として入社することとなり、その後同社取締役の候補者となった。

a氏は、REV社に入社後、b氏からの指示⁶の下、次期定時株主総会で選任する監査等委員である社外取締役の候補者を探しており、最終的にl氏、m氏及びn氏が候補者として選定された⁷。

2023年12月14日、REV社臨時株主総会が開催され、a氏とk氏が取締役として選任され、a氏が代表取締役社長に、k氏が取締役副社長に就任した⁸。その後、2024年1月29日、同社第38回定時株主総会が開催され、l氏、m氏及びn氏が、REV社の監査等委員である取締役として選任された⁹。これによりREV社における経営体制の刷新が完了し、以降、a氏が取締役を辞任する2025年3月11日までの間、以下の新体制の下で経営が進められることとなった。

代表取締役社長	a氏
取締役副社長	k氏
監査等委員	l氏
監査等委員	m氏
監査等委員	n氏

⁵ a氏は、米国留学中にj氏と知り合った。

⁶ a氏は、b氏から、監査等委員の候補者として、若くて経歴がよい人物を選定するようにとの趣旨の指示を受けた旨を供述している。

⁷ l氏とm氏は元々a氏と面識があった。なお、最終的に候補者として選定されるに際しては、b氏を含むF01社の代表社員との事前面談が行われていた。

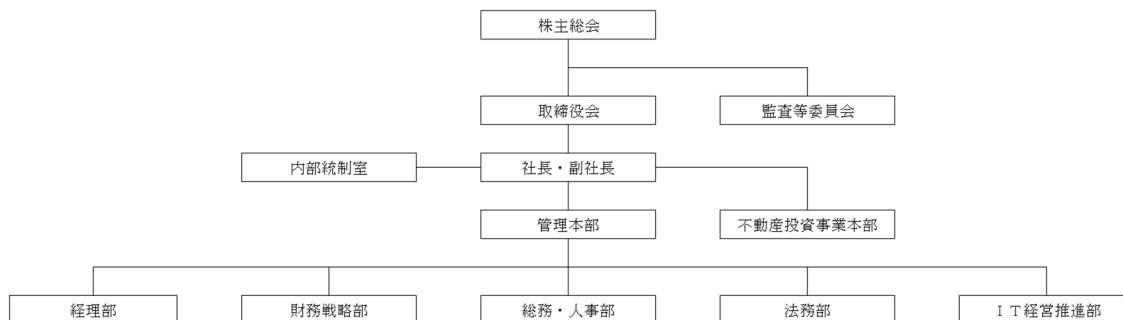
⁸ a氏、k氏と共に、o氏も、当初REV社の代表取締役の候補者として選定され、2023年にREV社に入社していたが、同年12月1日、b氏の意向を踏まえ、o氏は代表取締役候補から外れることとなり、REV社取締役に就任しなかった。こうした経緯を辿った理由について、b氏は、o氏が期待した成果を上げられていなかったことが理由である旨を供述している。なお、上記経営体制の刷新により、当時のREV社代表取締役会長であるd氏、当時の同社取締役であるe氏及びf氏は、同年12月14日の臨時株主総会の終結時に同社取締役を辞任したが、e氏は同社管理本部長として引き続き同社に在籍することとなった。また、当時の同社代表取締役社長であるc氏も代表取締役を辞任し、同社の取締役となった。

⁹ 上記定時株主総会の終結をもって、当時の監査等委員であるg氏、h氏及びi氏、並びに当時の取締役であるc氏がそれぞれ辞任した。

3 組織体制

本事案当時のREV社の組織体制の概要は、図1のとおりである¹⁰。

図1 REV社の主な組織体制



本事案当時におけるREV社の主要な組織体は、株主総会、取締役会及び監査等委員会である。取締役会は、主にTeamsによるオンライン会議で開催され、取締役会開催日、決議事項に関する事前の連絡¹¹及び質疑応答等の手段としては主にLINEが使用されていた¹²。監査等委員会も、主にTeamsによるオンライン会議で開催され、取締役会に上程された議案の適切性等について議論がなされていた。

また、REV社には、社長及び副社長直属の組織として内部統制室が置かれ、同室長を含む2名の従業員が所属している。同室は、主に事業部門における業務の適切性を事後的に判断するための内部監査を四半期ごとに実施しているほか、会計監査人及び監査等委員との間で同社の内部統制に係る会議を行っている。

上記のほか、本事案に関連するREV社の管理部門としては、管理本部長の下に設置された法務部があり、同社の事業に係る契約書のレビュー、外部法律事務所等とのやり取り、適時開示に係る東証とのやり取り等に係る業務を担当している。もともと、少なくとも本事案当時、同部に所属している従業員は1名のみであり、かつ、当該従業員は総務・人事部及びIT経営推進部とも兼務していた。

¹⁰ 本組織図は、REV社の組織の概要を示すために、REV社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。

¹¹ REV社では、取締役会の招集は、開催日の3日前までに取締役及び監査等委員に通知するものとされており（定款第22条第2項、取締役会規程第7条第1項）、緊急の必要のある場合に期間を短縮することができる（定款第22条第2項但書、取締役会規程第7条第1項但書）、取締役及び監査等委員の全員の同意があった場合には、招集手続を省略することができるとされている（定款第22条第3項、取締役会規程第7条第3項）。

¹² 取締役会では書面決議（会社法第370条）が行われることもあった。

第3 本調査により判明した事実

1 本株式交付に至る経緯

(1) WeCapital 子会社化の検討及び交渉

a 氏は、2024 年 5 月頃、不動産のクラウドファンディング事業を営んでいる企業との資本提携・M&A をするための相手方を探していたところ、j 氏から、WeCapital 社の代表取締役である p 氏を紹介され、同年 6 月以降、a 氏及び p 氏との間で、REV 社・WeCapital 社間の資本提携及び M&A の可能性を模索するための協議が開始されることになった。WeCapital 社は、その子会社に不動産のクラウドファンディングプラットフォームを提供するヤマワケエステート株式会社（以下「ヤマワケエステート社」という。）を有していた。

上記協議が開始された当初、a 氏、b 氏及び p 氏との間では、REV 社と WeCapital 社が相互の株式を 25%程度ずつ保有し合うことが検討されていたが、その後、REV 社が WeCapital 社の株式の 51%以上を保有することで株価の上昇が見込めること等を理由に、WeCapital 社を連結子会社とする M&A を行うことが合意されるに至った。また、WeCapital 社を子会社化する方法としては、当時、REV 社には WeCapital 社の株式取得の対価として交付する資金が不足していたことを理由に、REV 社の株式を WeCapital 社の株主に割り当てる株式交付を行うことが合意された。

株式交付に向けた WeCapital 社の企業価値評価については、2024 年 6 月下旬以降、主に a 氏及び p 氏の二者間で交渉が行われた。もっとも、a 氏は、p 氏との交渉の内容及び結果を、都度、b 氏に報告し、その方針について同氏の指示を受け、又は了承を得ていた¹³。例えば、p 氏は、当初、a 氏に対し、WeCapital 社の企業価値評価について、その直前の同社の第三者割当増資時の評価額を参考に約 200 億円を提示したところ、a 氏は、b 氏から、約 150 億円を下回るようにディスカウントするよう指示を受け、p 氏との間で交渉を行った。そして、同年 7 月上旬までには、a 氏及び p 氏の間において、WeCapital 社の企業価値を約 150 億円と評価することで合意が形成された。

(2) 逆アーンアウト条項及びロックアップ条項に関する検討及び交渉

a 氏は、2024 年 7 月 1 日、REV 社取締役らが参加する LINE グループ（以下「取締役

¹³ なお、b 氏は、2024 年 7 月下旬からしばらくの間、病気療養中であったため、a 氏からの長文の LINE について熟慮することができなかった旨を供述している。

役会 LINE グループ」という。) ¹⁴において、WeCapital 社の子会社化の計画を報告し、それ以降、同社に対する、財務・税務面及び法務面でのデュー・デリジェンス（以下「本 DD」という。）が実施された¹⁵。本 DD では、WeCapital 社の子会社化を中止すべきリスクとなる事項（ディールブレイカー）は確認されなかったものの、関係者間取引が多数存在することが指摘された。また、REV 社内においても、本 DD の結果を受け、主に WeCapital 社の事業計画の甘さや関係者間取引の多さについて懸念を示す取締役が存在した¹⁶。

このような本 DD の結果及び取締役の指摘を受け、a 氏は、2024 年 8 月以降、p 氏に対し、本株式交付に係る本一部株式交付対象者¹⁷との間の各株式譲渡契約（以下「本株式譲渡契約」という。）において、関係者間取引の解消に関する表明保証条項を規定するとともに、本株式交付後、WeCapital 社の株主ではなくなる同社の経営陣が事業計画に責任を持つことを担保するため、逆アーンアウト条項¹⁸及びロックアップ条項¹⁹を規定することを提案し、p 氏はこれを了承した。

こうした経緯を経て、REV 社と本一部株式交付対象者との間では、遅くとも 2024 年 8 月 30 日までの間に、本株式譲渡契約において、上記表明保証条項のほか、表 1 記載の逆アーンアウト条項（以下「本逆アーンアウト条項」という。）及びロックアップ条項（以下「本ロックアップ条項」という。）を規定することが合意された²⁰。

¹⁴ 取締役会 LINE グループは、a 氏が、REV 社代表取締役に就任以降、同社取締役（監査等委員である社外取締役を含む。）、執行役員 CFO、管理本部長及び社長秘書を参加者として構成された『REVO 取締役会』と題する LINE グループである。a 氏は、当該 LINE グループを、取締役会に上程する予定の議案に関する説明や、その他の経営方針に関する取締役間の連絡等のために利用していた。

¹⁵ REV 社は、財務・税務面の本 DD を B 社に対し、法務面の本 DD を C 法律事務所に対し、それぞれ委託した。

¹⁶ 例えば、n 氏は、2024 年 8 月 7 日、a 氏に対し、取締役会 LINE グループにおいて「関連当事者取引の部分含め、会社としての経営方針自体が結構攻めている...というか来期上場を検討しているとは考えづらい体制だなあと感じた」とのメッセージを送信した。これに対し、a 氏も「ちょっと私の方も今日の税務財務 DD の結果は少し不安が残りました」とコメントしている。

¹⁷ 具体的には、当時の WeCapital 社の代表取締役である p 氏のほか、取締役である r 氏、s 氏、t 氏、u 氏、v 氏、及び D 社である。なお、D 社は、p 氏、r 氏及び s 氏が設立し、r 氏及び s 氏が取締役を務める、M&A に関する仲介やアドバイザー業務、コンサルティング業務等を行う会社である。

¹⁸ 逆アーンアウト条項とは、一般に、M&A において、買収後に一定の業績条件が達成されなかった場合に、買主が売主に対して既に支払った買収代金の一部を返還請求できる条項のことを指す。

¹⁹ ロックアップ条項とは、一般に、M&A 等の後、株式の売却を一定期間制限する条項のことを指す。

²⁰ 本一部株式交付対象者以外の株式交付対象者（WeCapital 社の経営に関与しない同社の一般株主）との間では、上記のような表明保証条項、逆アーンアウト条項及びロックアップ条項が規定された株式譲渡契約は締結されなかった。

表 1 本株式譲渡契約における本逆アーンアウト条項及び本ロックアップ条項

<p>逆アーンアウト条項（本株式譲渡契約第3条第2項）</p>	<p>(1) 本交付株式²¹の供与については、下記の達成条件①及び②を充足するか否かによって調整が図られる²²。</p> <p>① 2025年9月期において、下記(ア)又は(イ)を満たすこと</p> <p>(ア) WeCapital社株式が期末までに米国NASDAQ市場に上場し、かつ同市場における期末時点での同社の時価総額²³が150億円²⁴を超過していること</p> <p>(イ) 同期における、日本会計基準に基づき算定された対象会社のEBITDAが6億円を超過していること</p> <p>② 2026年9月期において、下記(ア)又は(イ)を満たすこと</p> <p>(ア) WeCapital社株式が期末までに米国NASDAQ市場に上場し、かつ同市場における期末時点での同社の時価総額²⁵が150億円²⁶を超過していること</p> <p>(イ) 同期における、日本会計基準に基づき算定された対象会社のEBITDAが8億円を超過していること</p> <p>(2) 上記達成条件①又は②を充足しない場合、譲渡人は、不充足の条件につき、本交付株式の株式数の25%をREV社に返還しなければならない。また、上記達成条件①及び②のいずれも充足しない場合、譲渡人は、本交付株式の株式数の50%をREV社に返還しなければならない。</p>
<p>ロックアップ条項（本株式譲渡契約第9条第2項）</p>	<p>譲渡人は、本交付株式の譲渡について、以下の株式に関し、下記記載の時点まで譲渡、担保設定その他いかなる処分もしてはならない。</p> <p>(ア) 本交付株式の株式数の25%相当数 上記達成条件①を充足することが明らかになるまで</p> <p>(イ) 本交付株式の株式数の25%相当数 上記達成条件②を充足することが明らかになるまで</p>

²¹ WeCapital 社の株主が、同社の株式を譲渡する対価として取得する REV 社の株式をいう（本株式譲渡契約第3条第1項）。

²² なお、上記達成条件①及び②は並列条件であり、一方の条件の成就・未成就が他方の条件の成就・未成就に影響を及ぼすものではない（本株式譲渡契約第3条第2項第1号柱書）。

²³ 2025年9月1日から同月30日までの同社の時価総額の終値の平均額が150億円を超過している場合も含む（本株式譲渡契約第3条第2項第1号①(ア)）。

²⁴ 2025年9月末時点の為替レートを基準とする（本株式譲渡契約第3条第2項第1号①(ア)）。

²⁵ 2026年9月1日から同月30日までの同社の時価総額の終値の平均額が150億円を超過している場合も含む（本株式譲渡契約第3条第2項第1号②(ア)）。

²⁶ 2026年9月末時点の為替レートを基準とする（本株式譲渡契約第3条第2項第1号②(ア)）。

(3) 本株式交付比率の算定及び株式交付計画書の作成

本逆アーンアウト条項及び本ロックアップ条項の検討と併せ、2024 年 8 月以降、REV 社は本株式交付比率に係る検討を行い、B 社に対して本株式交付比率の算定を依頼した。これを受け、B 社は、同月 29 日、REV 社における本株式交付比率に係る意思決定の参考資料とするため、同社に対し、表 2 記載の内容を含む同日付け『株式交付比率算定報告書』（以下「**本株式交付比率算定報告書**」という。）を提出した。

表 2 本株式交付比率算定報告書の概要

	レンジ	算定方法
REV 社の 株式価値	24 円～24 円/1 株 (株式併合後 ²⁷ 240 円相当)	直近 3 か月 (2024 年 5 月 30 日から同年 8 月 29 日まで) における市場株価法
WeCapital 社の 株式価値	26 万 7,279 円～51 万 6,344 円 /1 株	DCF 法 ²⁸
株式交付比率	11,027～21,887	WeCapital 社の株式価値/REV 社の株式価値

REV 社は、上記(1)における p 氏との間の WeCapital 社の企業価値評価に関する合意内容及び B 社による本株式交付比率算定報告書の内容を踏まえ、2024 年 8 月 30 日、本株式交付の効力発生日を同年 10 月 11 日とした上、REV 社が本株式交付によって譲り受ける WeCapital 社株式の下限を 25,148 株とし、本株式交付比率を 1:12,429 とする(すなわち、WeCapital 社株式 1 株当たり REV 社株式 12,429 株を割り当てる)内容の同日付け『株式交付計画書』（以下「**本株式交付計画書**」という。）を作成した。これによれば、REV 社は、同計画書作成時点において、WeCapital 社株式の取得価額を約 75 億円²⁹と見積もっていたことになる。

なお、本株式交付計画書では、同計画書の作成から効力発生日までの間に一定の事

²⁷ REV 社は、2024 年 9 月 30 日の臨時株主総会及び普通株主による種類株主総会での決議に基づき、同年 10 月 21 日、同社株式 10 株を 1 株に併合する株式併合（以下「**本株式併合**」という。）を実施した。

²⁸ なお、本株式交付比率算定報告書においては、DCF 法における割引率として、実務上よく用いられる WACC（加重平均資本コスト）に代えて、AICPA（米国公認会計士協会）が公表しているベンチャーキャピタルの期待収益率（50～70%）が採用されている。

²⁹ 当時、本株式交付において REV 社が WeCapital 社の株主に譲渡する予定であった株式数は 312,564,492 株（＝25,148 株×12,429）であり、これに本株式交付比率算定報告書における REV 社の株式価値（24 円）を乗ずると、取得価額は 75 億 154 万 7,808 円となる。この取得価額に基づけば、WeCapital 社の企業価値は約 150 億円となり、上記(1)における p 氏との間の合意内容とも整合していた。

情³⁰が生じた場合には同計画書の内容を変更することができる旨の規定が定められていたが、本株式交付比率は、上記のとおり 1:12,429 と固定されており、いわゆる変動制株式交付比率³¹は採用されなかった。

(4) 本株式交付に係る REV 社取締役会決議及び適時開示

2024 年 8 月 30 日、REV 社の臨時取締役会において本株式交付計画書が決議された。当該取締役会では、監査等委員である l 氏及び n 氏から、WeCapital 社の企業価値評価が高額であること等に対して懸念が示され、a 氏が REV 社の代表取締役を辞任せず経営に専念することを前提に承認する旨の意見³²が述べられたが、a 氏は上記前提を了承する旨を述べ、結果として取締役全員の異議なく本株式交付計画書が承認可決された。

また、REV 社は、上記取締役会の後、2024 年 8 月 30 日付け『株式交付による WeCapital 株式会社の子会社化に関するお知らせ』と題する適時開示により、本株式交付を公表した。当該適時開示には、上記(2)において本一部株式交付対象者との間で合意された本逆アーンアウト条項及び本ロックアップ条項の内容のほか、本株式交付計画書に記載された本株式交付の要旨（効力発生日を含む日程、本株式交付比率及び本株式交付により REV 社が WeCapital 社に交付する株式数等を含む。）が記載された上、「この株式交付比率は、算定の基礎となる諸条件について重要な変更が生じた場合、当社及び We 社の株主との間の協議により変更することがあります」と記載されている。

(5) 本株式譲渡契約の締結

ア 本株式譲渡契約の内容

2024 年 9 月 27 日、REV 社及び本一部株式交付対象者との間で、それぞれ、本逆アーンアウト条項及び本ロックアップ条項を含む本株式譲渡契約が締結された。

他方で、本株式譲渡契約には、本一部株式交付対象者が本ロックアップ条項の対象となっていない 50%相当分の REV 社交付株式（以下「**本ロックアップ対象外株式**」

³⁰ 具体的には、「①天災地変その他の事由によって、甲もしくは乙の財産状態もしくは経営状態に重大な変動が生じた場合、または②本株式交付の実行に重大な支障となる事態もしくはその実行を著しく困難にする事態が生じた場合」と規定されている（本株式交付計画書第 8 条）。

³¹ 変動制株式交付比率とは、一般に、株式交付の公表又は株式譲渡契約の締結から株式交付の効力発生日までの親会社株式の株価変動リスクを回避するため、効力発生日の直前の株価を基に決定する株式交付比率をいう。

³² n 氏は、当時、WeCapital 社の取得価額が高いことや同社の内部統制が不十分であるとの印象から同社の子会社化には懸念を抱いていたが、本株式交付の後、適切な PMI（Post Merger Integration）により REV 社の 1 株当たりの利益が増えるのであれば問題ないと考え、a 氏が代表取締役として継続的に PMI に注力することを求める趣旨で上記意見を出した旨を供述している。

という。)を第三者に譲渡することを禁止又は制限する規定は定められていない。また、下記(7)のとおり、本株式譲渡契約の締結時点における REV 社の株価は、本株式交付比率算定報告書が提出された 2024 年 8 月 29 日時点から大幅に上昇していたが、本株式譲渡契約で規定された本一部株式交付対象者への REV 社交付株式数は、本株式交付計画書で規定された本株式交付比率(1:12,429)をそのまま使用して算定されたものであり、REV 社の株価を踏まえて交付株式数を調整する条項等は本株式譲渡契約には規定されていなかった³³。さらに、上記(4)のとおり、本株式交付計画書には同計画の内容を変更することができる旨の規定が定められており、上記(4)のとおり、同月 30 日付け適時開示には、算定の基礎となる条件について重要な変更が生じた場合に本株式交付比率が変更される可能性がある旨が言及されていたが、REV 社及び本一部株式交付対象者との間において、REV 社の株価の上昇を受けて本株式交付比率を変更する旨の協議又は交渉が行われたり、そのような協議等の必要性について a 氏が検討した事実は認められない。

この点について a 氏は、本株式交付計画書の公表後、REV 社の株価が大幅に上昇したことで WeCapital 社の取得価格が当初の想定を上回ることは認識していたものの、それによって会計上どのような影響が生じるかについては理解しておらず、また、本株式交付によって REV 社のキャッシュ・フローが減少するわけではないから問題ないと考え、本一部株式交付対象者との間で本株式交付比率を変更する協議等は行わなかった旨を供述している。

イ 本ロックアップ対象外株式の売却制限に係る合意の有無及びa氏の認識

上記アのとおり、本株式譲渡契約には、本一部株式交付対象者が本ロックアップ対象外株式を第三者に譲渡することを禁止又は制限する規定は定められていなかった。また、本株式譲渡契約時、少なくとも a 氏と p 氏の間では、本株式交付後の REV 社の株価向上及び事業拡大を図るといった程度の共通認識が醸成されていたことが窺えるものの、REV 社又は a 氏と本一部株式交付対象者との間において、本ロックアップ対象外株式の譲渡を禁止又は制限する旨の口頭での合意が存在した事実は認められない。むしろ、a 氏は、遅くとも本株式譲渡契約締結の時点において、将来、本一部株式交付対象者が本ロックアップ対象外株式を第三者に譲渡する可能性があることを認識していた。

なお、当委員会が実施したヒアリングにおいては、本ロックアップ対象外株式の処分を禁止又は制限する旨の口頭の合意はなかったという点で、a 氏と p 氏、r 氏及び s 氏の供述は一致している。ただし、p 氏、r 氏及び s 氏は、本株式交付によ

³³ なお、本一部株式交付対象者に該当しない WeCapital 社の一般株主に対しても、本株式交付比率に基づいた REV 社の振替株式が発行されている。

って取得した REV 社の株式は WeCapital 社の株式譲渡に対する対価であることから、本株式譲渡契約締結の時点において、将来、イグジットのために本ロックアップ対象外株式を売却することを想定しており、そのことを REV 社との交渉過程で a 氏に伝えていた旨を供述している。これに対し、a 氏は、本株式交付の時点では、p 氏らから REV 社株式を売却する意向であることは聞いていなかったが、本株式譲渡契約においては本ロックアップ対象外株式の売却を制限する規定がなかったことから、当該株式が将来的に第三者に譲渡される可能性があることは認識していた旨を供述している。

この点について、本調査では、本株式譲渡契約締結当時、p 氏らが a 氏に対して本ロックアップ対象外株式を売却する予定である旨を伝えていたことを裏付ける明確な客観資料の存在は確認されなかったが、以上の各供述を踏まえると、a 氏は、p 氏らがいつ、どの程度の数の株式を売却するかは認識していなかったとしても、本株式譲渡契約に本ロックアップ対象外株式の処分を禁止又は制限する規定がなかったことから、同契約上、p 氏らがこれを売却できることを認識していたものと認められる³⁴。

(6) 本株式交付に係る REV 社株主総会決議及び効力発生等

2024 年 9 月 30 日、REV 社臨時株主総会において本株式交付計画書が決議され、同社は、同日付け『臨時株主総会及び普通株主による種類株主総会の決議結果に関するお知らせ』と題する適時開示を行った。なお、上記株主総会において、a 氏から REV 社の株主に対し、本株式交付比率を決定した時点と比較して REV 社の株価が 2 倍近く上昇しているため、WeCapital 社の取得価格が本株式交付計画書作成当時の想定を上回る可能性があることは説明されなかった。

また、2024 年 10 月 8 日、REV 社と本一部株式交付対象者との間では、それぞれ、同日から 2 年間に於いて、本一部株式交付対象者が本株式交付により取得する REV 社株式の全部又は一部を譲渡した場合、直ちに譲渡を受けた者の氏名及び住所、譲渡株式数、譲渡日、譲渡価格、譲渡の理由、譲渡の方法等を、REV 社に対して、書面により通知する旨の確約書（以下「**本譲渡通知確約書**」という。）が締結された。

2024 年 10 月 11 日、本株式交付の効力が発生し、REV 社は、WeCapital 社の株主から同社株式合計 27,483 株（同社発行済株式総数の 54.66%）を取得し、その対価として REV 社株式合計 341,586,207 株を交付した。これにより、WeCapital 社は REV 社の

³⁴ なお、b 氏は、p 氏との間において、2024 年末までは REV 社株式を売却しないとの口頭の約束があった旨を供述している一方、p 氏は、b 氏との間において、そのような約束をした記憶はなく、REV 社株式を売却することは b 氏に対しても伝えていた旨を供述している。本調査では、b 氏と p 氏との間に、2024 年末までは、REV 社株式を売却しないとの合意があったことを裏付ける客観資料は確認されなかった。

連結子会社となった³⁵。

本株式交付により、WeCapital 社の主要株主が取得した REV 社株式数は表 3 のとおりである。

表 3 WeCapital 社の主要株式が本株式交付により取得した REV 社株式数

WeCapital 社の主要株主	本株式譲渡契約による REV 社株式割当数
D 社	35,671,230
t 氏	32,191,110
p 氏	22,682,925
s 氏	22,682,925
r 氏	22,682,925

(7) 本株式交付の会計上の処理

上記(3)のとおり、2024 年 8 月 29 日付けの B 社による本株式交付比率算定報告書では、REV 社の株式価値が同日までの同社の株価を基礎として 24 円と評価されており、REV 社は、これに基づき、WeCapital 社株式の取得価額を約 75 億円と見積もった上、本株式交付計画書における本株式交付比率を 1:12,429 と定めた。しかし、同月 30 日の本株式交付計画書の公表後、REV 社の株価は、表 4 のとおり上昇した。

表 4 本株式交付比率算定後の株価の推移

日付	始値	高値	安値	終値	75 日平均
2024 年 8 月 29 日 (本株式交付比率算定報告書提出日)	29 円	36 円	29 円	35 円	24 円
2024 年 9 月 27 日 (本株式譲渡契約締結日)	36 円	45 円	36 円	43 円	27 円
2024 年 9 月 30 日 (みなし取得日 ³⁶)	40 円	48 円	39 円	47 円	27 円
2024 年 10 月 11 日 (本株式交付効力発生日)	44 円	45 円	40 円	43 円	29 円

³⁵ REV 社は、本株式交付の効力発生日以前に WeCapital 社株式を 93 株保有しており、本株式交付により、WeCapital 社株式の持分比率は 54.84%となった。

³⁶ みなし取得日とは、一般に、連結決算作成において子会社等の取得等が決算日以外の日に行われた場合に、前後いずれかの決算日等に取引が行われたものとして会計処理を行うときの、当該取引が行われたとみなした日のことをいい、いつの時点をもみなし取得日とするかは、基本的に会社が任意で定めることができる。本株式交付については、2024 年 8 月 30 日付け適時開示において、同年 9 月 30 日をみなし取得日とする旨が公表されている。

そして、上記(5)のとおり、2024年8月30日以降、本株式交付計画書における本株式交付比率は変更されず、本株式譲渡契約においても上記本株式交付比率に基づきREV社交付株式数が定められたため、上記(6)のとおり、REV社は、WeCapital社の株主に対し、対価として合計341,586,207株のREV社株式を交付するに至った。

これを受けたREV社における本株式交付に係る会計上の処理は、下記①ないし③のとおりである。

① 取得時の処理

本株式交付の効力発生日は2024年10月11日であるが、連結会計上はみなし取得日を同年9月30日とし、同日の終値である47円に発行株式数341,586,207株を乗じた約160億5,400円を交付した株式の時価とした。なお、REV社は本株式交付前にWeCapital社の株式を93株保有していたため、当該株式の時価相当額である約5,400万円を加えた約161億800万円が取得原価となっている。

また、上記取得原価と受け入れた資産及び引き受けた負債との差額として、のれん159億7,100万円を計上した。なお、当該のれんは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、償却期間及び償却方法は未定であった。

② 決算時の処理

REV社が作成したWeCapital社に対するのれんの減損判定に係る資料（以下「**本減損判定シート**」という。）によれば、WeCapital社は2期連続営業赤字であること等から減損の兆候ありとして、減損損失計上の要否（減損の認識）について判定を行っている。減損の認識の判定においては、割引前見積キャッシュ・フロー（以下「**CF**」という。）の5年合計額とのれんの帳簿価額とを比較し、前者の方が多額であることから減損を認識する必要はないという結論としている。

③ 個別財務諸表上の処理

個別財務諸表においては、WeCapital社株式を関係会社株式として約161億1,300万円が計上されているが、決算時点においては減損処理を行わず、取得原価にて貸借対照表に計上されている。

2 本株主優待の導入に至る経緯

(1) 本株主優待の内容に係る検討

ア a氏によるシミュレーション

a氏は、遅くとも2024年9月上旬以降、p氏と相談しながら³⁷、同社の株主への利益還元策を講ずることができないかを検討していた³⁸。その過程で、a氏及びp氏は、REV社の2023年10月期の利益剰余金が約3億2,505万円のマイナスであり、配当による利益還元策を採用することができないと考えた³⁹ことから、株主優待制度の新設を検討することとした。

そこで、a氏は、遅くとも2024年10月5日までに、本株式交付後のREV社の株主及びその各保有株式数を前提として、本株主優待導入による株主数の増加と、これによって必要となる財源及び期待される株価の上昇を試算するためのシミュレーション（以下「**本株主優待シミュレーション**」という。）を行った。具体的には、一定の株式数（100株、300株、500株、1,000株、2,000株、3,000株、4,000株、5,000株）以上を保有する株主に対して一定の金額（3,000円、5,000円、1万円、1万5,000円、2万5,000円、3万円、5万円、10万円、12万円、12万5,000円、15万円、20万円、25万円、30万円、40万円、50万円）のQUOカードPay⁴⁰を付与すると仮定した場合の①株主1名当たりの利回り、②株主優待の対象となる総株主数、③郵送費用を含む総費用等を試算するためのエクセルファイルを作成した上、同月末時点のREV社の預貯金残高が約11億円になることを踏まえ、その財源に照らして実現可能な施策の案を検討した。また、上記エクセルファイルには、参考情報として、他社（合計7社）における株主優待制度の概要とその公表前後の株価の変化及び対象株主1名当たりの利回りが記載されていた。

a氏は、インターネットで株主優待を行った他社事例を調べたところ、株主優待

³⁷ p氏は、当時、REV社の株式を保有していたため、同社の株価が上昇することは自身にとってもメリットがあり、また、本株式交付によりWeCapital社がREV社の子会社になった以上、親会社であるREV社の株価向上に向けて施策を提案することは当然であると考え、a氏の相談に乗っていた旨を供述している。

³⁸ a氏及びp氏は、b氏からREV社の株価を上昇させる施策を検討するよう指示を受けた旨を供述している一方、b氏は、a氏及びp氏にREV社の株価を上昇させる施策を検討するよう指示を出した記憶はない旨を供述している。この点について、本調査では、b氏による上記指示があったことを裏付ける客観資料は確認されなかった。

³⁹ 会社法第461条第1項第8号参照。もともと、2024年10月期のREV社の単体決算上、「その他資本剰余金」が約15億円計上されていることから、実際には株主配当を実施することも可能であったと考えられる。

⁴⁰ QUOカードPayとは、株式会社クオカードがサービスを提供しているスマートフォン専用のデジタルギフトであり、利用可能な店舗等においてバーコードを表示することで、商品のサービスの代金の支払いに使用することができる。QUOカードPayによる支払い後、残高が不足している場合には、残りを現金で支払うことも可能である。

の導入によってその総費用が2倍以上に増えた事例は見当たらなかったこと等⁴¹を理由として、本株主優待シミュレーションにおいて、上記③の総費用が想定の2倍に上振れした場合であってもREV社の財源から支出が可能である案を採用することとした。また、p氏から、インパクトのある株主優待にすべきである旨の助言を受け⁴²、これを踏まえて上記①の利回りが10%を上回ることになる案を採用することとした。その結果、a氏は、本株主優待の内容として、保有株2,000株以上の株主に対し、1名当たり12万円分のQUOカードPayを与えることとすれば、①株主1名当たりの利回りは15.3%、②対象となる総株主数は1,141名、③総費用は1億3,692万円（2倍の上振れを想定した場合は2億7,384万円）となり、REV社の財源に照らして実現可能であり、かつREV社の株価の上昇を期待できると判断した。

なお、上記のとおり、本株主優待シミュレーションにおいて総費用が「2倍」に上振れしたとの仮定は、a氏が他社事例等を踏まえて設定したものであり、F01社及びWeCapital社の取締役を含むREV社の主要株主が株式を市場で売却せず、REV社の主要株主の持分比率は一定のまま、その他の株主数のみが増加する前提に基づいていた。また、a氏は、本株主優待シミュレーションにおいて、主要株主を除いた35%分のREV社株式を保有している一般株主の全てが優待を受けるために必要な単元株（2,000株）を保有したと仮定した場合の理論上の費用の最大値を21億円と試算していたが、この数値についても、主要株主がその持分を売却することは想定されていなかった上、全ての一般株主が市場を通じて等しく2,000株を保有する状態になるという上記仮定は現実的でないと考え、上記最大値は本株主優待の実現可能性に影響を与えないと判断した。すなわち、a氏は、主要株主の持分比率変動の可能性を捨象していたばかりか、一般株主が増加する可能性についても、上記総費用の「2倍」の限度でしか考慮していなかったことになる⁴³。

⁴¹ なお、a氏は、2倍以上の想定を置くことについて、知人の経営者に対して意見を求めて同意を得たと思うが、具体的に誰からどのような話を聞いたかは覚えていない旨を供述している。

⁴² なお、a氏は、p氏に対して、本株主優待シミュレーションを示して、本一部株式交付対象者がREV社株式を売却しないことが本株主優待の実施の前提となっていることを説明した旨を供述している一方、p氏は、本株主優待シミュレーションは、本一部株式交付対象者がREV社株式を売却することも考慮に入れて作成されたものであると思っていた旨を供述しており、本調査では、a氏がp氏に対して、本一部株式交付対象者がREV社株式を売却しないことが本株主優待の実施の前提となっていることを説明したことを裏付ける客観資料は確認されなかった。

⁴³ なお、a氏は、当委員会が実施したヒアリングに対して、当初、本株主優待シミュレーションでは総費用が2倍に上振れした場合（2.7億円）を想定していた旨を供述していたが、その後、当該供述を変遷させ、本株主優待の導入までの間に総費用が3倍に上振れした場合（4.1億円）のシミュレーションも実施していた旨を供述し、当委員会に対して、3倍の総費用が記載されたシミュレーションのエクセルファイルを提出した。しかし、当該エクセルファイルは作成日付が不明であり、本株主優待の導入後に作成された可能性も否定できない上、下記(2)アのとおり、a氏は、少なくとも本株主優待の導入時点では、他のREV社の取締役に対しても、「二倍程度に上振れすることを想定して、2.6億円を見込んでおります」と説明していたこと、また、a氏の変遷後の供述を裏付ける客観資料は確認できないこと等に鑑みれば、a氏が本株主優待の導入までの間に総費用が3倍に上振れした場合のシミュレーションを実施した事実は認められない。

その後、a氏は、遅くとも2024年10月22日までの間に、b氏に対し、REV社の株価を上げる施策の一つとして上記内容の本株主優待を提案し、本株主優待の導入によりREV社の株価が上昇する旨を説明した⁴⁴。これに対してb氏は、当初、本株主優待による多額の支出及び財源について懸念を示したものの、本株主優待によって同社の株価が上昇することに対しては好意的な反応を示し、結果的には本株主優待を導入することを了承した⁴⁵。

イ 本ロックアップ対象外株式の売却制限に係る合意の有無及びa氏の認識

上記1(5)イと同様、本株主優待シミュレーションの時点においても、本ロックアップ対象外株式の譲渡を禁止又は制限する旨の口頭の合意はなかったという点についてa氏とp氏、r氏及びs氏の供述は一致しており、これを覆す客観資料は確認できない。したがって、REV社と本一部株式交付対象者との間で当該合意が存在した事実は認められない。

また、上記1(5)のとおり、a氏は、本株式譲渡契約に本ロックアップ対象外株式の処分を禁止又は制限する規定がなかったことから、p氏らがこれを売却できることは認識していたものの、本株主優待の導入時点において、本株主優待が実施されるまでの間に、共に株価を上昇させようと話していたp氏らが当該株式を売却することはないと考え、上記アのとおり、p氏らによる当該株式売却の可能性を捨象して本株主優待シミュレーションを行っていた。

(2) 本株主優待の導入に係るREV社内での議論及び法的リスクの検討

ア REV社取締役役間の議論

2024年10月22日、a氏は、取締役会LINEグループにおいて、表5記載の内容を含む本株主優待の概要が記載された電子ファイルを送信するとともに、「こちらの株主優待を明日決議したいと思っております。現状の株主構成での費用は1.3億円になる見込みです。対象者が二倍程度に上振れすることを想定して、2.6億円を見込んでおります」と述べ、他の取締役に対して本株主優待の導入を提案した。なお、a氏は、同日に取締役会LINEグループにおいて上記提案を行うまでの間、少

⁴⁴ a氏は、本株主優待シミュレーションの結果を示した上記エクセルファイルをb氏に示した旨を供述しているが、b氏は、当該エクセルファイルを見た記憶はない旨を供述しており、本調査では、a氏が当該エクセルファイルをb氏に示したことを裏付ける客観資料は確認されなかった。

⁴⁵ b氏は、2024年10月22日、a氏との間のLINE上のやり取りにおいて、「やり過ぎでは無いか?」「この後に配当出すお金レボにあるか」(ママ)などと述べたものの、a氏の説明を受けて、「了解、無駄遣いせずあ大事に使おう」(ママ)と述べた上、a氏による「S高はまず確実か」との発言に対し、「素晴らしい」と返答している。

なくとも他の取締役に対し、本株主優待を提案したり、その内容を説明したりした事実は認められない。a氏は、他の取締役に対する情報共有の時期については明確に記憶していないが、少なくとも他の取締役に取締役会直前まで知らせないようにする意図はなかった旨を供述している。

表 5 本株主優待の条件及び内容

条件	内容
毎年4月30日時点及び10月31日時点の株主名簿に記載又は記録された株主のうち、同一株主番号で20単元（2,000株）以上のREV社株式を保有し、かつ2回連続で記載又は記録された株主	QUOカードPay 12万円 (年間総額 ⁴⁶⁾)

これを受け、監査等委員である1氏は、2024年10月23日、下記(3)の取締役会決議に先立ち、a氏に対し、株主配当ではなく株主優待を選択した理由等について質問したところ、a氏は、利益剰余金がマイナスであるため株主配当は実施できない旨、及び株主優待であれば大株主であっても年間12万円以上の付与が発生せず、特定の大株主に有利な設計にならない旨を説明した。また、同じく監査等委員であるn氏は、同日、a氏に対し、本株主優待で付与される金額はREV社の株価に対する利回りとして高い旨の意見を述べたところ⁴⁷、a氏は、本株主優待は少なくとも2回以上は継続して実施する予定であり、業績次第でその後の株主優待の金額については再度検討する旨を説明した。さらに、n氏が、本株主優待の対象者が拡大した場合に最大で必要となる金額について質問したところ、a氏は、最大で2.6億円を見込んでおり、現在11.1億円の現預金残高となることが見込まれていることから、今後1年以上の運転資金が確保されている旨を説明した⁴⁸。

なお、2024年10月23日当時、REV社取締役の間において、本一部株式交付対象者が本ロックアップ対象外株式を売却するなどした場合に本株主優待が実現可能であるか否かについての議論がなされた事実は認められない。

⁴⁶ 上記12万円は年間の優待総額であり、4月30日及び10月31日時点の株主名簿に2回連続で記載又は記録された対象株主に対し、半年ごとに6万円分のQUOカードPayを進呈することが予定されていた。

⁴⁷ なお、n氏は、上記意見に加え、本株主優待は利回りが異常値であるため、数%程度の適切な利回りに抑えた上で中長期的に継続するべきとの意見を述べた旨を供述する。一方で、a氏は、n氏から「異常値」や「中長期的に継続」といった点について指摘された記憶がない旨を供述している。

⁴⁸ なお、k氏及びm氏からは特段の意見や懸念の表明はなされなかった。この点についてk氏は、自身の役割は不動産を探し、購入して販売することであり、株主優待制度等について専門的な知見がなく、a氏の言っていることを信頼して、本株主優待の導入に賛成した旨を供述している。また、m氏は、本株主優待の導入については、株主が喜ぶのであれば良い話であると考えてa氏に一任し、a氏とn氏のやり取りには特段の異論を挟まずに賛成したが、結果としてはより慎重に検討すべきであった旨を供述している。

イ 法的リスクの検討

a氏は、2024年10月23日、下記(3)の取締役会決議に先立ち、当時の管理本部長であるe氏を通じて、E法律事務所に対し、本株主優待が「株主平等の原則」、「剰余金の配当」及び「株主への利益供与」の観点から法的リスクが存在しないかどうかを質問した。これに対し、同法律事務所からは、過剰な株主優待に該当しなければ問題ないものの、①本株主優待では株主名簿に2回連続で記載又は記録されるとの条件が課されていることから、株主優待を受けられない基準日株主が存在するという点で株主平等原則（会社法第109条）に反すると評価されるリスクがある旨、及び②QUOカードPayでの株主優待が現金性を帯びており、かつ年間12万円と高額であることから、本株主優待が利益供与（同法第120条）又は配当（同法第453条及び第454条）に該当すると評価されるリスクがある旨を指摘する意見を受領した。

これを受け、a氏は、本株主優待の法的リスクについて検討したものの、上記①については、本株主優待によって特定の主要株主が有利に扱われるわけではないこと、上記②については、REV社は前期と当期とを比較した場合、F01社による買収を経て経営体制が一新され、事実上の別会社となったことから、連続性がなく、利益剰余金の財源規制等には抵触しない旨判断し、予定どおり同日中に取締役会決議を行うこととした。

(3) 本株主優待の導入に係るREV社取締役会決議及び適時開示

上記(2)の議論及び検討を経て、REV社取締役会は、2024年10月23日、書面決議により表5記載の内容の本株主優待を決議し、取締役全員の異議なく承認可決された。なお、上記取締役会決議に関し、監査等委員であるl氏は、本株主優待が大株主優遇施策でなく、少数株主の利益になることから株主平等原則には違反しないと考えて賛成し、財源規制に違反する可能性については検討する時間がなかった旨を供述している。また、同じく監査等委員であるn氏は、a氏から、剰余金の関係で配当はできないものの、REV社は今後黒字経営を行うことが見込まれ、現在の損益計算書に照らすと財源規制に違反しない旨の説明を受けたため、それを受け入れてしまったが、振り返ると問題があった旨を供述している。

また、REV社は、2024年10月23日付け『株主優待制度の新設に関するお知らせ』と題する適時開示において本株主優待の導入を公表した上、翌24日には、同開示の補足説明として、「現在の株主構成を十分に考慮し、リスクシミュレーションを実施した上で、現時点の社内財源でも確実に配布可能な優待金額を設定しております。さらに、今後大幅な株主構成の変動があった場合でも問題なく対応できるよう、入念な

シミュレーションを行っております」との記載を含む開示を行った。

なお、本株主優待の導入に当たり、株主総会での決議は行われていない。

(4) 本株主優待の実施に係る a 氏的意思

a 氏は、当委員会が実施したヒアリングにおいて、本株主優待を導入した当時は、本株主優待を実施する意思を有しており、これを一度も実現することなく廃止するつもりはなかった旨を供述している。

この点、①上記(1)イのとおり、a 氏は、本株主優待導入時、本株式譲渡契約に本ロックアップ対象外株式の処分を禁止又は制限する規定がなかったことから、同契約上、p 氏らが本ロックアップ対象外株式を売却できることは認識していたものの、共に株価を上昇させようと話していた p 氏らが当該株式を売却することはないと考え、当該可能性を捨象したまま本株主優待シミュレーションを実施し、その結果から本株主優待が同社の財源に照らして実現可能であると判断して、他の取締役が本株主優待の実施を提案した。そして、②監査等委員である l 氏及び n 氏との間の上記(2)アのやり取りにおいても、本ロックアップ対象外株式の売却可能性については議論の対象となっておらず、a 氏から、上記シミュレーションの内容を踏まえて本株主優待が実現可能である旨が説明されている。また、③上記(2)イのとおり、a 氏は、取締役会決議に先立ち、本株主優待に法的リスクが存在しないかどうかを法律事務所に質問しており、その回答を受けて、法的に問題がなく実現が可能である旨を結論づけている。以上の事実を照らせば、a 氏の検討内容の当否は措くとしても、同氏の上記供述には信用性が認められる。

したがって、本株主優待の導入当時、a 氏が本株主優待を一度も実現することなく廃止する意思を有していたとは認められない。なお、2024 年 10 月 31 日時点の優待対象株主数は 2,965 名であり、これに基づけば、初回の株主優待の費用として見込まれる最大の金額は約 3.6 億円（通期）であったところ、当時の REV 社の預貯金残高は約 11 億 9,612 万円であったため、このタイミングでは実際に本株主優待が実施可能な財源が確保されていた。

3 本新株予約権の発行に至る経緯

(1) 本新株予約権の条件に係る検討

a 氏は、遅くとも 2024 年 9 月上旬以降、WeCapital 社との M&A を含むこれまでの REV 社の代表取締役としての自身の実績に鑑み、同社の株式又は新株予約権を取得することによって上記実績に見合った経済的利益を享受したいと考えるようになり、

同月9日、B社に対し、自身に対する新株予約権のスキームを検討するよう依頼した。

その後、a氏は、REV社が東証プライム市場への上場を果たすことを目標としつつ、B社からの助言等を踏まえて、行使条件としてREV社株価が1,000円⁴⁹を上回ること（以下「**本株価条件**」という。）を定め、かつ、強制行使条件として行使期間中にREV社の株価が150円を下回ること（以下「**本強制行使条件**」という。）を定めた新株予約権の試案を策定し、その実現に向けた準備を進めた。この準備の過程で、本新株予約権の行使条件には、本株価条件に加え、新株予約権者が権利行使時にREV社の役職員、同社子会社の取締役又はREV社が認める社外協力者であること（以下「**本在職条件**」という。）が定められることとなったが、同条件の追加はa氏が意図して行ったものではなかった⁵⁰。

また、a氏は、遅くとも2024年10月頃、p氏に対して本新株予約権の発行に関して相談し、これを受けたp氏は、a氏がREV社の業績向上に尽力していることを認め、それに見合う報酬が与えられるべきであると考え、これに賛同した。そこで、a氏及びp氏は、同月頃、b氏に対して本新株予約権をa氏へ発行することの必要性を説明したところ、b氏は、a氏が一生懸命に働いていることを認め⁵¹、2024年10月15日、本新株予約権の付与を了承した⁵²。

(2) 本新株予約権に係る払込価額の評価

a氏は、2024年11月12日、F社に対して本新株予約権の払込価額を評価するよう

⁴⁹ 2024年10月21日付けの本株式併合後の株価である。なお、a氏は、当時、REV社の株価が1,000円を上回ることにより、東証プライム市場の上場基準を満たすと考えていた。

⁵⁰ 当時のREV社管理本部長らは、2024年10月15日、a氏の指示に基づき、本新株予約権の有価証券届出書のドラフトを作成した。その際、当該ドラフトは、REV社が2023年5月1日付けで当時の同社役職員らに発行した第5回新株予約権に係る有価証券届出書をベースに作成されたところ、第5回新株予約権には、行使条件の一つとして本在職条件と同じ条件が記載されており、上記ドラフト時にも当該記載が維持された。その後、a氏は当該ドラフトをC法律事務所に送付し、そのレビューを依頼したが、当時、当該ドラフトに本在職条件が記載されていることは明確に認識しておらず、同法律事務所からも本在職条件に関するコメントはなされなかった。そのため、その後も本新株予約権の行使条件として本在職条件の記載が残ったまま、本新株予約権に係る準備が進められた。a氏は、2025年2月26日、東証から本在職条件について問合せを受けたことをきっかけに、本在職条件の存在を認識するに至った。

⁵¹ b氏は、当時、a氏が夜遅くまで一生懸命に働いていたことから、インセンティブとして本新株予約権を与えてもよいだろうと考え、その発行に賛成した旨を供述している。

⁵² a氏は、2024年10月15日、b氏との間のLINEのやり取りにおいて、同氏に対し、「半年以内に100円にすることを条件として有償をa宛てに発行」する予定であり、その意図は「役員がお金を払って有償S0で半年以内に100円にするという意気込みをアピール」することであると述べている（なお、上記発言における「100円」は本株式併合前の株価である。）。これに対してb氏は、「了解、頑張ってくれよー」と返信している。なお、a氏は、同年11月21日、本新株予約権の発行に係るREV社取締役会決議に先立ち、上記LINEにおいて、本新株予約権の最終的な行使条件と払込価額等の詳細をb氏に説明した上で「株価影響はかなりあると思います」、「ちなみに現状は日本一位です」と述べ、これに対してb氏は、「素晴らしい」、「株価対策頼むで」と返信している。

依頼し⁵³、同月 19 日には、当該評価に当たり、2025 年 10 月期で売上高 100 億円を達成すること（以下「**本売上高条件**」という。）を行使条件として追加することを依頼した⁵⁴。

これを受け、F 社は、2024 年 10 月 21 日から同年 11 月 20 日までの REV 社の株価の 1 か月平均（1 株当たり 506 円）を前提とし、モンテカルロ・シミュレーション⁵⁵を用いて本新株予約権の払込価額を 1 個当たり 583 円と評価し、同日、REV 社に対して当該評価結果を報告した。

なお、本新株予約権の発行要項及び引受契約上、本新株予約権を放棄することについての制限は存在しないため、新株予約権者である a 氏は、自ら単独で放棄の意思表示をすることにより本強制行使条件で課されている義務を免れることが可能であった。これに加え、上記(1)のとおり、本新株予約権の行使条件には本在職条件が含まれていたため、a 氏は、REV 社の役職員等でなくなることによっても、本強制行使条件の適用を免れることが可能となっていた。しかし、F 社は、上記評価に当たり、本強制行使条件を実効性のあるものと扱い、減額要因として加味して算出を行った。その結果として、本新株予約権の評価において、本新株予約権の行使条件のうち本株価条件及び本売上高条件、並びに本強制行使条件の存在を評価額に影響のある項目として織り込んでいる。なお、F 社は、本在職条件を満たさなくなるにより本強制行使条件の適用を免れることが可能となる点については、①a 氏が REV 社の役職員を辞任する兆候が窺えなかったこと、及び②辞任の可能性を定量的に見積もることができないこと等から、その存在を考慮しなかった⁵⁶。

(3) 本新株予約権の発行に係る REV 社取締役会決議及び適時開示

a 氏は、2024 年 11 月 16 日、取締役会 LINE グループにおいて、本新株予約権に関

⁵³ なお、上記(1)のとおり、a 氏は、当初、B 社との間で本新株予約権に係る初期的な検討を行っていたが、スケジュール上の問題等があり、F 社に対して算定を依頼することとした。

⁵⁴ 上記のとおり、a 氏は、株価が 1,000 円を上回ること東証プライム市場の上場基準を満たすと考えていたが、C 法律事務所から、当該基準の時価総額については流通株式以外の株式の評価額をも考慮して算定されることを指摘されたため、株価が 1,000 円を上回っても上場基準を満たさない場合にも備え、上記売上高の条件を追加することとした。

⁵⁵ モンテカルロ・シミュレーションとは、新株予約権を含む株式の取得を権利行使の目的とするオプションの評価に広く用いられている評価モデルである。

⁵⁶ この点について C 法律事務所は、2025 年 3 月 5 日、a 氏に対し、払込価額の妥当性は F 社がその評価に当たっていかなる前提を考慮していたかに左右されるため、当該評価の前提について F 社に確認することが望ましい旨を指摘した。これを受け、a 氏は、同月 6 日、F 社に対し、本新株予約権の払込価額の算定に当たって自身が辞職した場合に本新株予約権の権利行使ができなくなる可能性を考慮していたか否かを質問したところ、同社は、上記①及び②の理由により、当該可能性を考慮しなかった旨を回答した。また、同社は、a 氏に対し、公表されている他社事例においても、強制権利行使条項が付された新株予約権の払込価額評価に当たり、そうした可能性を考慮して価格算定が行われているわけではない旨を指摘した上で、a 氏が REV 社の役職員を辞任する可能性が 50%であったと仮定した場合、本新株予約権の払込価額は、1 個当たり 583 円ではなく、734 円となる旨を回答した。

する開示を行う予定である旨を説明し、これを決議するための「IR 用の」⁵⁷取締役会を同月 21 日に開催することを決定した。

2024 年 11 月 21 日に開催された REV 社臨時取締役会では、a 氏から、本新株予約権発行の目的について、同社の業績向上及び企業価値増大に対する意欲や士気を高めるとともに、経営における責任に緊張感を持つことにある旨の説明があり、また、l 氏及び n 氏からは、独立した第三者算定機関である F 社が、金融工学により一般的に認められた合理的な方法に基づき、本新株予約権の算定を行っていることや、その算定過程及び前提条件等に関して不合理な点は見当たらないことを踏まえると、本新株予約権の付与が a 氏に特に有利な条件での発行には該当せず、適法であるとの判断に至った旨の説明があった⁵⁸。その上で、同取締役会において、表 6 記載の内容の本新株予約権を発行することが取締役全員の異議なく承認可決された。これを受け、同社は、同日付け『有償ストックオプション（第 9 回新株予約権）の発行に関するお知らせ』と題する適時開示を行った。

なお、本新株予約権の発行に当たり、株主総会での決議は行われていない。

表 6 本新株予約権の内容

総数	33,644個
払込金額	本新株予約権1個につき583円
付与日	2024年12月9日
行使価額	普通株式1株につき506円
行使比率	新株予約権1個につき普通株式100株
行使期間	2024年12月10日から2025年12月31日まで
主な行使条件	<p>① 以下i及びiiを満たしている場合。</p> <p>i. 行使期間中に、一度でも東京証券取引所におけるREV社の普通株式の終値が1,000円以上となった場合（本株価条件）</p> <p>ii. 2025年10月期における累計売上高が100億円以上となった場合（本売上高条件）</p> <p>② 本新株予約権者は、本新株予約権の権利行使時においても、REV社の取締役、従業員及びREV社子会社の取締役、又はREV社が認める社外協力者である場合（本在職条件）。</p>

⁵⁷ a 氏は、上記取締役会 LINE グループにおいて、「年内株価 1000 円を目指しプライムへの申請要件を達成するべく、毎週 IR 用の取締役決議を取れればと思います」（ママ）と述べ、本新株予約権の発行に係る取締役会決議もこの一環であることを示している。

⁵⁸ なお、k 氏及び m 氏からは特段の意見や懸念の表明はなされなかった。この点について k 氏は、新株予約権等について専門的な知見がなく、他の取締役に任せていた旨を供述している。また、m 氏は、a 氏から本新株予約権の説明を受けたが、自身の専門外であることからその内容を理解できず、a 氏及び他の取締役の判断を尊重して賛成した旨を供述している。

強制行使条項	上記①にかかわらず、行使期間中において一度でも東京証券取引所におけるREV社の普通株式の終値が150円を下回った場合
--------	--

また、上記適時開示では、a 氏の本新株予約権の発行に係る払込み及び権利行使に係る資金の充当に関し、払込金額である合計 17 億 2,200 万 852 円のうち、17 億 2,200 万円を上限として、a 氏が A 社から借り入れて充当することとされていた。実際に、a 氏は、同社との間で 2024 年 11 月 21 日付け金銭消費貸借契約を締結し、本新株予約権の発行価額として同社から 1,961 万 4,452 円を借り入れ、これを原資として 2024 年 12 月 9 日に REV 社への払込みを完了した。

(4) 本新株予約権の行使に係る a 氏的意思

a 氏は、当委員会が実施したヒアリングにおいて、本新株予約権を発行した当時は、本新株予約権を行使する意思及び代表取締役の職を継続する意思を有しており、これを放棄するつもりはなかった旨を供述している。

この点、上記(1)ないし(3)のとおり、①a 氏は、自己の実績に見合った報酬を受領したいとの動機から本新株予約権の発行を希望し、東証プライム市場への上場を目標として本新株予約権の条件を検討していたこと、②自ら A 社から 1,961 万 4,452 円を借り入れて本新株予約権の発行に係る払込みを行っていること、③本在職条件の追加は同氏の意図したものではなかったこと、④本新株予約権の発行に当たり、B 社や F 社を起用してコストをかけながら準備をしていたこと等からすれば、a 氏の上記供述には信用性が認められる。

したがって、本新株予約権の発行当時、a 氏が後にこれを放棄する意思を有していた事実は認められない⁵⁹。

4 本株主優待の特例措置の導入に至る経緯

(1) 本株主優待の特例措置の検討

ア a 氏によるシミュレーション

REV 社は、2024 年 12 月 13 日、当初は同日に行うことを予定していた同年 10 月期の決算発表を、経理処理の遅延を理由に同月 20 日へと延期する旨を公表した。

⁵⁹ なお、a 氏は、2024 年 12 月 18 日、1 氏との LINE 上のやり取りにおいて、「辞めるわ、こんなところ。笑」と発言し、辞任を仄めかしているが、これに対して 1 氏が「1000 円目標は？」と尋ねたところ、「1000 円はなんとかしていかなきゃなあ。。。」「でもどのみち新株予約権は来年一年で切れるから、そこが辞め時やな」と返信しており、同日時点においても本新株予約権を放棄する意思を有していなかったことが窺える。

これにより、同月 13 日の REV 社の株価は下落した上⁶⁰、同月 20 日の決算発表において翌期の最終損益が 10 億円の赤字に陥る予想が開示されたことから、週明けの同月 23 日、株価が更に下落した⁶¹。

これを受け、a 氏は、これ以上の REV 社の株価の下落を防ぎ、株価を上昇させるため、遅くとも 2024 年 12 月 23 日、本株主優待の特例措置として、同年 10 月 31 日時点の株主名簿に記載又は記録された株主に加え、2025 年 1 月 31 日時点の株主名簿に記載又は記録された株主も本株主優待の対象とすることを検討した⁶²。当該特例措置により、2024 年 10 月 31 日時点の株主名簿には 2,000 株以上の保有株主として記載又は記録されていなかったが、2025 年 1 月 31 日時点及び同年 4 月 30 日時点の株主名簿に 2,000 株以上の保有株主として記載又は記録されている者は、新たに本株主優待の対象になることになった。

a 氏は、上記特例措置の検討に当たり、2025 年 1 月 31 日時点においても主要株主構成は変わらないであろうと考え、本一部株式交付対象者が REV 社株式を売却する予定であることを前提とした優待対象株主数の増加と必要となる財源のシミュレーションを改めて実施することなく、上記 2(1)アの本株主優待シミュレーションを流用し、上記特例措置を実施することに問題はないと結論づけた。その際、同氏は、2024 年 12 月 23 日の時点の株主名簿を確認することもなかった⁶³。

イ 本ロックアップ対象外株式の売却制限に係る合意の有無及びa氏の認識

上記 1(5)イ及び 2(1)イと同様、本株主優待の特例措置の検討時点においても、本ロックアップ対象外株式の譲渡を禁止又は制限する旨の口頭の合意はなかったという点について a 氏と p 氏、r 氏及び s 氏の供述は一致しており、これを覆す客観資料は確認できない。したがって、REV 社と本一部株式交付対象者との間で当該合意が存在した事実は認められない。

また、当時、a 氏において、p 氏らが将来的に本ロックアップ対象外株式を売却

⁶⁰ 2024 年 12 月 13 日の REV 社株式の始値は 615 円、終値は 553 円であり、62 円の下落となった。

⁶¹ 2024 年 12 月 23 日の REV 社株式の始値は 490 円、終値は 450 円であり、同月 20 日の終値である 590 円から 140 円の下落となった。

⁶² なお、a 氏は、上記特例措置の導入について、b 氏にその概要を説明した上、同氏の承認を得た旨を供述しているが、本調査においては、当該供述を裏付ける客観資料は確認されなかった。また、a 氏は、p 氏に対しても上記特例措置の内容について具体的な相談をしていた旨を供述しているが、p 氏は、具体的な施策の検討には関与していなかった旨を供述している。この点についても、本調査においては、a 氏の供述を裏付ける客観資料は確認されなかった。

⁶³ なお、a 氏が 2024 年 12 月 23 日時点における REV 社の株主名簿を確認するためには、振替機関に対して総株主通知の請求を行うための「正当な理由」が必要とされるが（社債、株式等の振替に関する法律第 15 条第 8 項）、「株主に対し、株主優待制度の実施その他振替株式の株主共通の利益のためにする行為をしようとするとき」には、総株主通知の請求を行う「正当な理由」が認められるため（総株主通知等の請求・情報提供請求における正当な理由についての解釈指針第一の一 1(3)）、当時、同氏が株主名簿を確認することは可能であったといえる。

する可能性があることを認識していたことも、上記 1(5)イ及び 2(1)イと同様である。ただし、下記 5(1)アのとおり、2024 年 12 月 4 日には、REV 社と p 氏、r 氏、s 氏、t 氏、u 氏及び v 氏との間で、同氏らが連結決算に関する情報以外にインサイダー情報を持っていないことを確認する確認書（以下「**本確認書**」という。）が締結されていたため、本株主優待の特例措置の検討時点において、a 氏は、WeCapital 社の上記取締役らが REV 社の決算発表後に同社株式を売却する予定であることをより明確かつ具体的に認識していた。

(2) 本株主優待の特例措置に係る REV 社内での議論

a 氏は、2024 年 12 月 23 日、同月から新たに REV 社の執行役員 CFO に就任した q 氏に対して本株主優待の特例措置の概要を説明した上、翌 24 日に取締役会で決議する予定である旨を述べたところ、同氏からは、慎重な検討を経るべきであり、拙速な実施は避けるべきである旨の意見を受けた。しかし、a 氏は、q 氏に対し、当該特例措置の公表によって株価の上昇が期待できる旨、及び本株主優待シミュレーションの結果に照らして財源に問題はない旨を説明し、結果的には a 氏の予定どおりに決議を行うこととなった。

また、a 氏は、2024 年 12 月 23 日、REV 社臨時監査等委員会に出席し、監査等委員に対して本株主優待の特例措置について説明したところ、n 氏から、当該特例措置では一時的な株価上昇の効果しか得られないのではないかという懸念が示された上、株主が大幅に増加した場合にも継続できるほどの財源があるのかとの質問を受けた。これに対して、a 氏は、今後も継続的な株主優待の実施を検討しており、一時的な効果では終わらない見込みである旨、及び余裕を持たせた形で財源を確保しており、F01 社及び WeCapital 社の取締役等の大株主の割合が高いことから、その他の株主の中で本株主優待の対象者が増加しても財源に影響はない旨を回答した⁶⁴。

(3) 本株主優待の特例措置に係る REV 社取締役会決議及び適時開示

上記(2)の議論を経て、REV 社取締役会は、2024 年 12 月 24 日、書面決議により本株主優待の特例措置を決議し、取締役全員の異議なく承認可決された。これにより、同日時点の本株主優待の条件及び内容は、表 7 記載のとおりとなった。

⁶⁴ なお、l 氏及び m 氏からは特段の意見や懸念の表明はなされなかった。この点について m 氏は、本株主優待の特例措置の導入に関して、a 氏及び n 氏の上記やり取りを十分に理解しないまま賛成してしまった旨を供述している。

表 7 本株主優待の条件及び内容（特例措置後）

	条件（①又は②のいずれかを満たす場合）	内容
①	2024年10月31日及び2025年4月30日時点の株主名簿に同一株主番号で記載又は記録された20単元（2,000株）以上のREV社株式を保有する株主	QUOカードPay 12万円 (年間総額 ⁶⁵)
②	2025年1月31日 ⁶⁶ 及び2025年4月30日時点の株主名簿に同一株主番号で記載又は記録された20単元（2,000株）以上のREV社株式を保有する株主	

これを受け、REV社は、2024年12月24日付け『初回の株主優待制度に関する特例措置の追加に関するお知らせ』と題する適時開示を行った。同適時開示においては、本株主優待の特例措置実施の理由について、「売却に伴う株主番号が変わるか否かが証券会社によって異なることが発覚したため、一部売却に伴って株主番号が変わらないと考え売却し優待から外れてしまった方のために例外的に初回の優待に関して特例措置を追加するものとなります」と記載されていた。また、財源については、「株主構成を鑑みた場合、追加の株主が増えた場合でも2024年10月期時点の現預金及び当期純利益で賄えることが試算できております」と記載されていた。

なお、本株主優待の特例措置の導入に当たり、株主総会での決議は行われていない。

(4) 本株主優待の特例措置の実施に係る a 氏の意味

a氏は、当委員会が実施したヒアリングにおいて、本株主優待の特例措置を導入した当時は、2025年1月31日時点においても主要株主構成は変わらないであろうと考えており、また、それを前提とすれば、本株主優待を実施できるだけのREV社の現預金残高があったため、上記特例措置を実施することに問題はないと結論づけたのであり、本株主優待を一度も実現することなく廃止するつもりはなかった旨を供述している。また、a氏は、主要株主構成は変わらないと考えた理由について、本一部株式交付対象者は、本ロックアップ条項の対象となっている株式（本株式交付によって割り当てられたREV社株式のうち50%）を売却できないところ、仮に本ロックアップ対象外株式を市場で大量に売却すると、REV社の株価が低下し、手元に残る上記50%分の株式について経済的に損をすることになるため、本ロックアップ対象外株式を売却することはないと思っていた旨を供述している。

この点、上記(1)イのとおり、a氏は、当時、本確認書の締結を通じ、本一部株式交

⁶⁵ なお、上記①及び②を共に満たす株主であっても、受けられる配当は、QUOカードPay12万円（年間総額）のみである。

⁶⁶ 上記②が、本株主優待の特例措置で追加された条件である。

付対象者が REV 社の決算発表後に同社株式を売却する予定であることを明確かつ具体的に認識していたことからすれば、本株主優待の実施までの間に当該売却によって優待対象株主数が大幅に増加することも容易に予想できたと考えられる。また、上記 2(1)アのとおり、a 氏は、遅くとも 2024 年 10 月 5 日に実施した本株主優待シミュレーションの際には、優待対象株主数は 1,141 名であり、費用として最大で 2.6 億円（通期）が必要になると想定していたものの、同年 11 月 20 日付け『初回株主優待進呈対象予定の株主数及び優待財源に関するお知らせ』と題する適時開示においては、同年 10 月 31 日時点の株主名簿に基づき、本株主優待の初回の対象株主数が最大 2,965 名であり、費用として 3.6 億円（通期）が必要となることが記載されている。すなわち、同年 11 月 20 日の時点で、初回の優待対象株主数の見込みが a 氏による当初の本株主優待シミュレーションから 2 倍以上となることが判明しており、このことからすれば、a 氏においては、2025 年 1 月 31 日までの間に更に優待対象株主が増加することも容易に予想できたといえる。

こうした事情に鑑みれば、当委員会としては、a 氏の上記供述の信用性を全面的に認めることには躊躇せざるを得ず、少なくとも本株主優待の特例措置の導入時点では、同氏が本株主優待を実施できなくなる可能性も認識しつつ、それを甘受していた（すなわち、仮に実施できなくなっても構わないと考えていた）可能性があることを完全には否定できないと考える。

しかしながら、本調査においては、a 氏が、特例措置の導入時点で上記のような主観状態にあったことを裏付ける客観資料は確認できず、また、2024 年 12 月 24 日時点の REV 社の現預金残高は約 11 億 4,886 万円であり、同年 11 月 20 日時点の見込み費用（3.6 億円）に照らせば財源に余裕があったとも考えられることから⁶⁷、同氏において、特例措置の導入時点で、本株主優待を一度も実施することなく廃止する意思を有していたとまでは認められない。

5 本株主優待の廃止及び本新株予約権の放棄に至る経緯

(1) WeCapital 社経営陣による REV 社株式の売却

ア 決算発表後の REV 社株式売却に向けた確認書の締結

p 氏は、遅くとも 2024 年 12 月上旬、本株主優待の特例措置の導入に先立ち、a 氏と b 氏に対し、自身の保有する REV 社株式のうち、本ロックアップ対象外株式を

⁶⁷ ただし、上記(1)アのとおり、a 氏は、2024 年 12 月時点の株主名簿を取り寄せていなかったため、本調査においては、2024 年 12 月 24 日時点における本株主優待の対象株主数及び必要費用を確認することができなかった。

売却したいと考えている旨、それに伴い、インサイダー情報を保持していないことを確認する書面を作成したい旨の意向を伝達した。

これを受け、2024年12月4日付けで、REV社と本一部株式交付対象者たるp氏、r氏、s氏、t氏、u氏及びv氏は、同氏らが保有するREV社株式につき、インサイダー情報（具体的には、同社及び同社の連結子会社についてREV社が同月13日開示予定の連結決算に関する情報を除き、金融商品取引法（以下「**金商法**」という。）第166条第2項に規定される、上場会社等に係る業務等に関する重要事実、及びREV社が金融商品取引所の有価証券上場規程により適時開示を義務付けられる情報）を保持していないこと、並びにREV社においても当該インサイダー情報を提供していないことを確認することを内容とする本確認書が作成された。

a氏は、翌12月5日に取締役会LINEグループに本確認書のドラフトを投稿し、本確認書を締結したいこと、及び本確認書は本株式交付の対象となったWeCapital社経営陣が、2025年の年明け以降に、いわゆる「知る前計画」に基づきREV社株式を売却するため、インサイダー情報を保持していないことを確認するものであることを各取締役へ説明した。当該投稿を受け、l氏は、「誰が誰にどのような経緯で売るかだけ教えてください」と売却者及び売却経緯を質問しており、これに対してa氏は、WeCapital社経営陣からは証券会社に売却を一任するイメージと聞いていること及び現時点で売却予定株数は未定であることを回答した。また、n氏は、「6名とも可能な限り多くの株式を売却しようとしているという理解であっていますか？」と、WeCapital社経営陣の株式売却意向について確認しており、これに対してa氏は、「株数はアーンアウト部分があるので、（ブロックトレードとはいえ）そこまで市場を崩すようなことはしないとのことですよ」と回答した⁶⁸。以上のl氏及びn氏とのやり取りを経て、a氏は、本確認書について取締役会を開催してまで締結の可否について決議をする必要はないと判断し、当日予定されていた取締役会をキャンセルした。

一方で、本確認書に関し、本一部株式交付対象者が将来的にREV社株式を売却することで本株主優待の対象となる株主数が増加する可能性について、当時、取締役間で議論された事実は認められない。

また、a氏は、本確認書の締結に関し、上記取締役への確認と並行してREV社執行役員CFOであるq氏及び当時の管理本部長であるe氏にも連絡し、本確認書の締結について意見を求めた。これに対し、e氏は、2024年12月5日、本確認書に基づく同社株式の売却が本株式譲渡契約の違反にならないかについては法務担当者を含め慎重に検討するべきであることを指摘しつつ、WeCapital社の経営状況が

⁶⁸ なお、k氏及びm氏からは本確認書についての質問や意見はなされなかった。

芳しくないことや当該時点で同社経営陣とb氏との関係性が悪化⁶⁹してきていることに鑑みると、同社経営陣が保有するREV社株式を全て売却する可能性もあるとの懸念を表明していた。a氏も当該指摘について同意していたが、こうした懸念の存在について、取締役会LINEグループで説明はなされなかった。

以上のやり取りを経て、本確認書は締結された⁷⁰。なお、本確認書の締結やREV社株式の売却に関し、a氏は、WeCapital社経営陣に対し、REV社の株価が下がるような極端な売却は行わないでほしい旨の要望こそ伝えていたものの、本ロックアップ対象外株式の売却を行わないことまで、WeCapital社経営陣との間で合意された事実は認められない。すなわち、REV社株式の売却意向について、p氏を含むWeCapital社経営陣の一部は、本確認書の締結時点では、売却予定株式数までは決めていなかったとしつつも、売却可能である本ロックアップ対象外株式については全て売却する可能性があることを前提に、本確認書を締結していた旨を述べており、本ロックアップ対象外株式を売却しないとの口頭での合意はなかった旨を供述している。これに加え、a氏も、p氏に対してはREV社が本株主優待を実施する予定であることを伝えていたため、その情報を知りながら同社の株式を売却すること、特に、同氏が保有する50%の株式を一括で売却することは、信義則の観点からないだろうと考えていた旨を供述するにとどまる。加えて、a氏は、時期こそ不明確であるものの、j氏、p氏、r氏、s氏が参加しているSignalのグループチャットで、「株主優待も知る前計画書を事前に共有してもらえていたら、増える株主数が事前にはわかったので対策の立てようがありました。売ることについては確かに聞いておりましたが、そこは一緒に株価形成していく中で、知る前計画の売却の部分を一切共有しないのも客観的にひどくないですか。約束と言うよりは仁義的な話になると思いますが」とメッセージを送信しており、WeCapital社経営陣が、REV社の株式を売るとは聞いていたことを認める連絡をしていた。以上を踏まえると、当時、本ロックアップ対象外株式を売却しないことについて、REV社とWeCapital社経営陣との間で合意されていた事実は認められない。

⁶⁹ 当初、b氏とp氏の関係性は良好であったものの、2024年10月26日頃に、p氏がb氏に対し、WeCapital社へのb氏の影響力は最小限にしたいこと等を話したこと等がきっかけで、両者の関係性は次第に悪化していった。また、b氏は、WeCapital社へ自身が利用できる部屋を設置するよう求めており、p氏らWeCapital社経営陣はこれに反対していたこともあり、関係性が悪化していた。

⁷⁰ なお、本調査では、本確認書の締結についてa氏から監査等委員らに対する情報共有が行われたことを窺わせる事情は確認されなかった。そのため、監査等委員らは本確認書が正式に締結されたことを認識していなかった可能性がある。もっとも、上記のとおり、a氏は、取締役会LINEグループにおいて本確認書のドラフトを共有した上、「特段問題なさそうであれば、本日の取締役会もリリースで結構です」と連絡しており、これに対して監査等委員らも異論を出さなかったために取締役会の開催がキャンセルされたことに鑑みると、監査等委員らは、少なくとも、WeCapital社経営陣がREV社株式を売却しようとしていることは認識していたと認められる。

イ WeCapital社経営陣によるREV社株式の売却

その後、2024年12月20日にREV社の決算発表が行われ、同月24日に本株主優待の特例措置が公表されて以降、本一部株式交付対象者（具体的には、WeCapital社経営陣のうち、少なくともp氏、r氏、s氏及びt氏、並びにD社）において保有するREV社株式が順次売却⁷¹された（以下「**本売却**」という。）。その結果、上記特例措置によって拡大された本株主優待の対象株主を決定する基準日であった2025年1月31日時点で、各氏が保有するREV社株式数は表8のとおり減少し、約711万株が市場に流通することとなった。

表8 本売却による本一部株式交付対象者のREV社株式数の変化⁷²

対象者	2024年10月末時点の 保有株式数	2025年1月末時点の 保有株式数	売却株式数
D社	3,567,123	1,783,623	1,783,500
t氏	3,310,021	1,609,621	1,700,400
p氏	2,359,202	1,134,202	1,225,000
r氏	2,339,472	1,137,272	1,202,200
s氏	2,336,472	1,134,272	1,202,200
合計	13,912,290	6,798,990	7,113,300

上記1(6)のとおり、REV社及び本一部株式交付対象者との間では、2024年10月8日付けで本譲渡通知確約書が締結されていたものの、本売却に関し、本一部株式交付対象者からREV社への書面による事後通知が行われた事実は認められなかった。しかし、a氏は、本売却の存在について遅くとも2025年1月23日の午前中に認識するに至ったため⁷³、q氏を通じて対象株式数を含む本売却の状況を正確に確認することとし、同月29日にp氏、r氏、s氏に関し、同年2月6日にt氏及びD社に関し、それぞれ振替口座簿記録事項通知報告書を取得したところ、各氏の売却状況について正確に把握するに至った。

⁷¹ 上記5(1)アのとおり、a氏が、REV社の株価が下がるような極端な売却は行わないでほしい旨の要望をp氏等に伝えていたことを踏まえ、p氏は、売却可能な株式を一度に全て売却するのではなく、いわゆるVWA P取引により順次緩やかに売却することとした旨を供述する。

⁷² なお、本表においては、2025年1月末時点の保有株式数が2024年10月末時点の保有株式数の半数以下となっている場合が確認できるが、これは、その本一部株式交付対象者が元々保有していたREV社株式分を含めて本売却を行ったことによるものであり、本ロックアップ条項において譲渡が制限された株式分が売却されたわけではない。本表は、REV社株主名簿及び振替口座簿記録事項通知報告書に基づき作成している。

⁷³ もっとも、a氏は、どのようにして本売却の存在を認識したかは記憶していない旨を供述しており、その経緯は明らかにならなかった。

なお、a氏は、上記株式売却の状況をREV社の他の取締役には報告していなかった。この点についてa氏は、2025年1月頃にはb氏との関係が悪化⁷⁴していたため、実質的には雑用のような業務を行っており、他の取締役に情報を共有できるような状態ではなかった旨を供述している。

本売却の影響もあり、最終的に、本株主優待の初回の対象株主数の最大値は9,930名、本株主優待の実施に必要な財源は約11.9億円となり、本株主優待導入時点の試算から、対象株主数は6,965名、必要な財源は約8.3億円増加することとなった。そして、2025年1月末時点でのREV社の預貯金残高は約2億8,000万円しかない状況であったため、追加で財源を確保しなければ本株主優待の実施が不可能である状況に陥った⁷⁵。

なお、上記のとおり、a氏は、遅くとも2025年1月23日午前中に本売却の存在を認識していたが、同日午後開催されたREV社の個人投資家向け会社説明会⁷⁶では、本株主優待を継続して実施する方針であり、その財源も確保できている旨を説明していた。具体的には、「これ（本株主優待）は継続していく方針なので、その点についてはご安心ください」、「実際のキャッシュフローベースの話ですと、弊社は少なくとも優待を出せるだけの営業利益とか企業の稼ぎといったところがありますので、その観点でもご安心いただけますと幸いです」、「キャッシュフロー的に1年出すのは全く問題ないというような状況でございます」と発言している。こうした発言をしたことについて、a氏は、当時、自分自身は本株主優待を実施できなくなるとは考えておらず、また、本一部株式交付者によるREV社株式の売却の影響について計算し直す時間的な余裕がなかったため、深く検討することのないまま発言していた旨を供述している。

(2) 本株主優待の廃止・本新株予約権の放棄・a氏の辞任に向けた一連の経緯

ア 2025年1月から2月初旬にかけてのa氏とb氏のやり取り

上記(1)イにおける本売却が判明する前の2025年1月15日、a氏とb氏とで話し合いの機会がもたれ、b氏からa氏へ、REV社の経営を任せられないこと、及び代表取締役を辞任するべきと考えていることが伝えられた。もともと、この時点で

⁷⁴ 下記(2)アを参照

⁷⁵ なお、REV社の2025年2月28日時点の現預金残高は約8億5,021万円であり、同年1月末時点から増加はしていたものの、本株主優待を1年間実施するために必要な財源としては不足していた。

⁷⁶ 上記説明会は、2024年1月29日に発足した新体制下でのREV社の事業内容や、a氏の人柄を投資家にアピールし、会社として信頼できることを示すことが主目的であったが、同説明会の準備を共同で進めていたIRコンサルタントからの指摘も踏まえ、本株主優待の財源について説明することも企図されていた。なお、上記説明会での説明資料は、当該IRコンサルタントが作成したものであるが、上記発言内容はa氏自身が準備し、自ら発言したものである。

は、b氏は、a氏が取締役として留任することは検討してもよい旨を伝えていた⁷⁷。

その後、上記(1)イのとおり、WeCapital 社経営陣による本売却が判明したため、a氏は、2025年2月5日頃、当該状況をb氏へ説明するに至った。

イ a氏の出社拒否

このような状況の中、a氏は、2025年2月10日、REV 社内の自身の執務室の荷物を全て引き払うとともに、q氏に対し、会社経費のうち自身のクレジットカードで処理をしていたものについて、精算しなければ訴訟を提起する旨を通知した上で、REV 社オフィスへの出社を拒否（以下「**本出社拒否**」という。）するに至った⁷⁸。当該事態を受け、q氏は、a氏に対し、出社して事情を説明するよう要請しつつ、a氏の業務用 Microsoft アカウントを一度停止した⁷⁹。これに対し、a氏は、アカウントの復旧を要請しつつ、精神的に苦しい状況にあるため、出社は難しいことをq氏へ連絡した。

こうした事態を受け、q氏は、取締役会 LINE グループにおいて、2025年2月12日に取締役会を行いたいことを通知した。もっとも、本出社拒否があったことや、当該取締役会で議論する内容については共有されていなかった。

ウ 本株主優待の廃止・本新株予約権の放棄・a氏の辞任に関する協議の実施

a氏は、本出社拒否のあった翌日の2025年2月11日頃、b氏に対し、本出社拒否について説明したい旨の連絡をw氏経由で行い、b氏、w氏、q氏及びa氏が参加して会議（以下「**本会議**」という。）が行われた。その際、q氏は、b氏及びw氏

⁷⁷ 本確認書の締結時点で、既にb氏とp氏の関係性は悪化していた状況にあったが、その後、時期こそ明らかでないものの、p氏がb氏に対し、REV 社の株価が下落したのは、b氏がREV 社で売上を上げられていないからである旨を指摘したことや、WeCapital 社の子会社であるヤマワケエステート社で組成していたヤマワケの一部案件において、償還不能となる事態が発生していたこと等を通じ、両者の関係性は決裂するに至っていた。また、a氏も、b氏の意向に沿った経営を行いつつも、自身の実績に見合った報酬を得ていないこと等に関して憤りを感じるようになり、本新株予約権の発行がp氏によるb氏への働きかけをきっかけとして実現したこと等もあって、p氏との関係性を次第に優先するようになったため、b氏とa氏の関係性も悪化していった。こうしたp氏やa氏との関係性の悪化を背景に、b氏は、2025年1月15日時点でa氏の辞任に言及していた。

⁷⁸ 本出社拒否を行った理由について、a氏は、2025年2月7日頃に、b氏、k氏及びq氏が、WeCapital 社の株式をa氏に買い取らせ、同社で発生している損失をa氏に肩代わりさせるとの趣旨の発言をしていたことを聞いたことから、b氏の怒りの矛先が自分へ向いており、自身の立場が危うくなると感じたため、このような行動に至った旨を供述している。一方で、本調査では、当該発言が実際になされていたとまでは認定することができず、また、b氏らもこれらの発言に及んだことを否定している。

⁷⁹ a氏のアカウントを停止した理由について、q氏は、当時、a氏は訴訟提起を示唆した上、精神的に追い込まれている様子でもあり、データを全て削除する可能性があったためである旨を供述している。

の事前の了承を得た上で、本株主優待を廃止すべきであると提言した⁸⁰。これに対し、a氏は、WeCapital社株式の3%程度を売却し、本株主優待の実施に必要な財源を確保することを提案した。これを受け、q氏から、買主候補がいるのかを確認したところ、a氏は特定の候補者名を挙げていたが、b氏において、当時のWeCapital社の業績⁸¹等に鑑み、当該株式売却は実現可能性が乏しいものと判断し⁸²、最終的に本株主優待の財源確保は現実的でなく、本株主優待は廃止するべきと意見し、a氏もこれに応じるに至った^{83, 84}。

併せて、本会議では、a氏の辞任についても協議されており、b氏が、a氏に対し、代表者を辞任すること、及び残務整理⁸⁵を行い必要な引継ぎを行うことを指示した^{86, 87}。その結果、a氏が2025年2月19日以降の時点でREV社の代表取締役を辞任するとの方針が固まったが、本会議の時点では、辞任時期についてそれ以上に明確に決まっていなかった^{88, 89}。本会議以降、a氏はREV社に出社せず、リモートワークで残務整理を行うこととなった。

なお、本新株予約権の放棄については、本会議で明示的に議論されたものではな

⁸⁰ 本会議で、q氏は、「今本当にまた失望したのが、優待のことをまだ払おうとしてるのがちょっと僕はすごいがっかりして。僕ら従業員にとって、会長が払わなくてよって本当救いだったんですよ。あの、お金が会社になくなって我々会社がどうなるか、今後が心配なので。会長が払わなくていいって、ほんと救いなんですね」と発言している。

⁸¹ 2025年4月30日付け『業績予想の修正に関するお知らせ』と題する適時開示では、2025年9月期のWeCapital社グループの業績計画の見直しを行い、売上高計画値を約452億2,400万円から約294億1,100万円へと修正する旨が記載されているところ、b氏は、本会議の時点で、WeCapital社グループの業績悪化を予想していた旨を供述している。

⁸² b氏は、a氏からの説明について、本当に株式を購入するのであれば、金額を含めた契約条件の詳細まで詰められているはずであるのに、そのような説明がなかったことから実現可能とは思えなかった旨を供述している。

⁸³ なお、2025年3月11日付け『株主優待制度の廃止に関するお知らせ』と題する適時開示では、q氏及びb氏は優待廃止に影響を与えていないとの説明が記載されている。この点について、q氏は、当該記載はb氏及びq氏がREV社の株式を売却した事実がないことを捉えて記載されたものであった旨を供述している。

⁸⁴ b氏は、本株主優待の廃止について、実際に廃止すれば株価が暴落し、自分自身が最も影響を受けることになるが、財源がない以上、廃止はやむを得なかったと思う旨を供述している。

⁸⁵ 本事案に関する適時開示について、東証担当者と調整を行うことやREV社での過去のM&A案件をk氏やq氏へ引き継ぐこと等が想定されていた。

⁸⁶ b氏は、「どこから借りてきて4.5億払うんやったらええで、ヤマワケの株もなんでお前がそないしてお前、勝手にお前、売る権利何にもあれへん。お前今日代表者解任やし取締役も解任するからお前。何の権利もないでお前。何もないよお前、そんない。あとの残務整理をやな、肅々とやって。それのみや。もうヤマワケの取締役も辞任せいや。せえへんのやったら今日で解任さす。辞任でええか」と発言し、a氏が「分かりました」と述べたため、「じゃあ辞任や、もう議題に出したるお前とp。p解任して、2人とも解任でええっていうたけど辞任にして」などと発言していた。

⁸⁷ a氏へ辞任を求めた理由について、b氏は、本株主優待以外にも、WeCapital社で償還不能なファンドが出てくるなど、REV社として解決すべき問題が複数発生していたにもかかわらず、a氏において十分な対応がなされなかったため、経営を任せられないと判断した旨を供述している。

⁸⁸ なお、代表者の異動等についての適時開示を本会議終了時点で行わなかった理由について、q氏は、a氏とは、静養しながらできる範囲で東証とコミュニケーションをとりながら残務処理を行い、可能なタイミングで辞任することで合意したものであり、本会議の場で正式に辞任したわけではなかったためである旨を供述している。

⁸⁹ その後の2025年2月19日、a氏は、q氏に対し、自身の辞任時期についてのb氏の意向を確認したところ、q氏からは、「俺に任せろ。勝手に動くな。と不機嫌に言われました。。。』との返信がなされた。

かったが、a氏がREV社代表取締役を辞任することとなった以上、本新株予約権も放棄することは当然の前提として扱われており、a氏とq氏とのその後のコミュニケーションも、その前提の下で進められていた。

本会議を受け、q氏は、取締役会 LINE グループに、「色々な経緯がありまして、12日に代表者を変更する取締役会を予定しておりましたが、aさんと話ができしつかり準備しての交代となることになりました」、「19日以降にaさんの代表者変更を行いますので、またご連絡をさせていただきます」と連絡した。当該連絡を受け、l氏からは、解任より辞任が望ましい旨の指摘こそなされたものの、他の取締役からは特段の意見は表明されなかった。また、この時点で、本株主優待の廃止やa氏による本新株予約権の放棄の方針について、l氏、m氏又はn氏が認識していた事実は認められない。

エ 本株主優待の廃止・本新株予約権の放棄・a氏の辞任に向けての各種対応

本会議の結果を踏まえ、2025年2月17日以降、a氏及びq氏は、本新株予約権の放棄の可否について、C法律事務所に確認しながら検討を進め、当初は辞任に先行して本新株予約権を放棄することを検討していたものの⁹⁰、本強制行使条件の発動を回避するとの観点から、最終的に、辞任に伴い、本新株予約権を放棄することとなった。

そして、2025年2月26日以降、a氏において、自身の代表取締役社長の辞任、本株主優待の廃止、本新株予約権の放棄に関する適時開示の実施に向け、東証担当者との間で電子メールでのやり取りを行った。適時開示文の各文案はa氏において作成することとなり⁹¹、その結果、a氏は、本株主優待の導入の経緯について、「株主優待の財源確保の為には一部株式交付対象者を含めた当社の主要株主が当社株式を売却しない前提であることを一部株式交付対象者に対して説明し了承されており、一部株式交付対象者が逆アーンアウトで残っている当社株式の価値を棄損させる行動をしないという前提及び判断にもとづいて株主優待制度の実施を

⁹⁰ 2025年2月20日、a氏は、q氏に対し、「株価が毎日下がって150円に近づいていくのがめっちゃくちゃ不安なのでなんとか辞任させてもらえないでしょうか。もちろん引継ぎとかはずっとさせていただきますので、」と連絡し、q氏は「放棄しましょう。大丈夫」、「辞任よりも先に」と返信した。q氏は、当該返信について、本新株予約権の放棄時期を引き延ばす意図はなく、a氏が当時精神的に弱っており、気持ちを落ち着かせるために送ったものである旨を供述している。

⁹¹ 2025年2月20日、q氏からa氏に対し、Teamsチャットで、外部法律事務所の弁護士とやり取りをしながら、適時開示の案文作成を進めるように連絡があり、翌21日にa氏から、そのような進め方で承知した旨の連絡がなされていた。それ以降、a氏からq氏に対し、Teamsチャット上で、自身の代表取締役社長の辞任、本株主優待の廃止、本新株予約権の放棄のそれぞれに関する適時開示案文が送付され、q氏の確認を経ながら適時開示案文の表現を調整していった。なお、a氏は、q氏から電話で文案の方針について指示を受け、それに沿って作成したにすぎない旨を供述するが、文案の詳細までq氏が指示したことを裏付ける客観資料は確認できなかった。

検討及び取締役会決議しました」と記載した⁹²。

以上の対応を進める中で、2025年3月6日、a氏は、取締役会 LINE グループに、同月10日に取締役会を実施したいこと、その際の議案として、代表取締役の変更決議とa氏の辞任理由に関する報告を議案としたいことを連絡した。その結果、同月10日12時30分から13時で取締役会を実施することとなったが、同月7日に、q氏から、当該時間で取締役会決議を行うと、東証の営業時間中に関係する適時開示を行わなければならない、その結果として、REV社株価が150円を下回り、a氏が本新株予約権を強制的に行使しなければならないのではないかと懸念が示された。そのため、a氏は、取締役会の実施時間を変更することとし、最終的に同月11日17時から18時で実施することとなった。また、q氏から、当初a氏が示した取締役会の議題に不足があるとの指摘がなされたことを受け、a氏は、当該取締役会の議題について、決議事項として①代表取締役の変更に関する決議、②a氏の退職後の業務委託契約に関する合意に関する決議⁹³、③辞任に伴う本新株予約権の放棄に関する決議及び④本株主優待の廃止に関する決議を、報告事項として⑤a氏の代表取締役の辞任理由に関する報告を予定していることを連絡した⁹⁴。

a氏は、2025年3月10日、REV社取締役に対し、押印済の辞任届と新株予約権放棄書を撮影した写真を電子メールで送付し、代表取締役社長を辞任すること及び本新株予約権を放棄する意向であることを一度表明した⁹⁵。しかし、同電子メールを送付後すぐに、REV社取締役に対し、これらの各事項について、取締役会で報告後に実施することとなった旨を連絡した。そのため、同日、a氏から、l氏、m氏及びn氏に対し、自らの辞任や新株予約権の放棄、及び本株主優待の廃止について、個別に説明する機会を設けた⁹⁶。また、同日、a氏とq氏から、b氏に対し、同月11日に本株主優待の廃止、本新株予約権の放棄及びa氏の代表取締役社長辞任

⁹² このような記載を行った理由についてa氏は、p氏らに対して本株主優待シミュレーションを示して説明したことから、その説明内容についてp氏らが了承したことを示す趣旨であり、当時の自身の認識と相違した記載ではない旨を供述している。

⁹³ 最終的に当該業務委託契約は締結されていない。

⁹⁴ この時点で、a氏以外取締役は初めて本株主優待の廃止及び本新株予約権の放棄について認識するに至った。

⁹⁵ このような電子メールを送付した経緯について、a氏は、業務委託契約書を締結しない限り代表取締役社長を辞めさせないとq氏から言われており、一方でまた、同契約書の内容が一方的かつa氏に非常に不合理な内容であったため、いつまでも辞められない状況が続くのではないかと危惧し、自身の辞任に向け先手を打つためだった旨を供述している。同契約書では、契約違反があった場合に、a氏がREV社へ10億円支払わなければならないこと等が規定されていた。最終的に、同契約書の締結要否については、2025年3月10日にa氏、b氏及びq氏の間で協議され、b氏が同契約書の締結は不要であると指摘していた。なお、当該電子メールの宛先には、東証担当者も含まれていた。

⁹⁶ l氏は、このときのa氏の説明について、適時開示書面に記載の内容程度の説明があったにとどまる旨を供述しており、n氏は、本株主優待の背景として東証プライム市場に上場するために、株価を1,000円以上にする必要があったところ、その必要がないのであれば本株主優待を導入することは不要であるという説明を受けた旨を供述している。このような説明にとどまった理由について、a氏は、上記業務委託契約書を巡るq氏とのやり取りを踏まえ、各取締役との会話内容が録音されている可能性があることを考慮し、必要最低限の内容しか話さないようにしたためだった旨を供述している。

を公表することを伝達した⁹⁷。

その後、翌3月11日16時30分、REV社は、本株主優待の廃止、本新株予約権の放棄及びa氏の代表取締役社長辞任に関する適時開示をそれぞれ実施した。もっとも、当該各開示に先立ち、それぞれについて決議する取締役会は開催されておらず、取締役会議事録の案が取締役会LINEグループにおいて共有されたのみであった。また、k氏、l氏、m氏及びn氏からは、取締役会を経ずに適時開示を実施したことについて、その日のうちに指摘がなされることはなかった⁹⁸。

⁹⁷ a氏は、当委員会における調査において、自身の辞任時期はb氏が決定したものである旨を供述しているが、当該供述を裏付ける事情は確認できなかった。

⁹⁸ n氏は、2025年3月12日に開催された臨時監査等委員会において、取締役会を実施していなかった経緯について問題視することを議論するとともに、同日17時に開催された取締役会においてその点を指摘した旨を供述している。しかし、同日の臨時監査等委員会議事録からは、n氏の指摘する議論がなされたことは確認できず、また臨時取締役会については議事録が存在しないため、n氏の供述どおりの事実があったと認定することはできない。一方で、各適時開示を行うに至った経緯を東証へ報告する書面を作成するに際しては、監査等委員である取締役から、本株主優待の実施、本新株予約権の放棄、及びa氏の代表取締役社長辞任に関する取締役会決議がなされていないことについて指摘がなされていた。

第4 判明した事実を踏まえた法的評価と問題点

1 本株主優待について

(1) 金商法上の問題点

金商法第158条は、「何人も、…有価証券等…の相場の変動を図る目的をもって、風説を流布し、偽計を用い…てはならない」と規定している（いわゆる風説の流布・偽計の禁止）⁹⁹。

上記第3の2(3)及び4(3)のとおり、REV社では、2024年10月23日に本株主優待の導入について、同年12月24日にその特例措置の導入について、それぞれ取締役会決議がなされ、開示が行われたものの、その後、本株主優待は一度も実施されないまま、2025年3月11日に廃止されるに至った。この点については、上記第3の2(1)及び4(1)のとおり、本株主優待及びその特例措置の導入には、それを開示することでREV社の株価を上げるという目的があった一方で、上記第3の5(1)イのとおり、本ロックアップ対象外株式の売却等という予測可能な事情を契機として優待対象株主が増加したことにより、追加の財源を確保しない限り、本株主優待を実施することができない状況に陥ったという経緯がある。こうした経緯に鑑みれば、本株主優待及びその特例措置の導入は、REV社の取締役が、現実的には実施できないことを認識しつつ、株価を上昇させる意図をもって決議・開示を行ったものとして、金商法が禁止する風説の流布・偽計に該当しないかが問題となる。

ここで、金商法第158条における「有価証券等…の相場の変動を図る目的」については、行為者自身が証券取引を行うかどうかを問わず、諸般の事情から行為者に上記目的が認められることで足りると解されている。そして、「風説の流布」に該当するためには、虚偽である必要はないものの、行為者がそれに合理的根拠のないことを認識しつつ、不特定多数の者に情報を伝達することが必要とされ、また、「偽計」とは、「風説」を含む広い概念であり、他人に誤解を生じさせるような詐欺的あるいは不公正な策略や手段と解されている¹⁰⁰。

以下、本株主優待の導入と特例措置の導入のそれぞれについて検討する。

ア 本株主優待の導入について

上記第3の2(1)アのとおり、本株主優待は、a氏が、p氏と相談しつつ、配当に

⁹⁹ 風説の流布・偽計による金商法違反の法定刑は、10年以下の拘禁刑若しくは1,000万円以下の罰金又はこれらの併科である（金商法第197条第1項第5号）。

¹⁰⁰ 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール4 不公正取引規制・課徴金・罰則』（商事法務、2011年）16-18頁

代わる株主還元策として導入を検討したものであり、REV 社の株価の上昇を図る目的、すなわち株価相場の変動を図る目的があったとはいえる。

もっとも、a 氏は、本株主優待の導入に当たり、本株式交付後の同社の株主数及びその各保有株式数を前提として、本株主優待による対象株主数の増加と必要とされる財源及び期待される株価の上昇を試算するシミュレーションを行い、2024 年 10 月末時点の同社の預貯金見込額が約 11 億円であることを踏まえ、その財源に照らして実現可能な施策として本株主優待の導入を判断したものであり、本株主優待の総費用が想定 2 倍に上振れした場合であっても、同社の財源から支出が可能であると考えていた。また、上記第 3 の 2(4)のとおり、a 氏を含む同社取締役は、当時、本一部株式交付対象者が将来的に本ロックアップ対象外株式を売却した場合に本株主優待の財源確保が困難となることは、本株式譲渡契約の内容から予測可能であり、少なくとも a 氏は当該売却の可能性を認識していたものの、その場合であっても、本株主優待の費用は 2 倍以内に収まるとの見通しをもって本株主優待の導入を決議しており、これを一度も実現することなく廃止する意思を有していたものとは認められない。

こうした事情に鑑みると、a 氏を含む同社取締役は、本ロックアップ対象外株式等の売却可能性を踏まえた検討が不十分であったと言わざるを得ないものの、本株主優待が実現不可能であることを前提としてこれを決議・開示したとはいえない。

したがって、本株主優待の導入及び公表は、合理的根拠のないことを認識した上で行われたものでも、詐欺的又は不公正な策略や手段として行われたものでもないから、風説の流布・偽計には該当しないと考えられる。

イ 本株主優待の特例措置の導入について

本株主優待の特例措置についても、上記第 3 の 4(1)アのとおり、2024 年 12 月の決算発表の延期及び最終損益予想の赤字転落に伴う REV 社株価の下落を受け、a 氏が、これ以上の株価の下落を防ぎ、株価を上昇させるために検討したものであり、開示による株価相場の変動を図る目的があったといえる。

また、上記第 3 の 4(4)のとおり、a 氏は、本確認書の締結を通じて p 氏らが REV 社の決算発表後に同社株式を売却する予定であることを明確かつ具体的に認識しており、かつ、2024 年 10 月 31 日時点の株主名簿に基づく本株主優待の対象株主数が本株主優待シミュレーションにおける当初の想定から 2 倍以上となっていることを認識しつつも、当該特例措置を導入したことに鑑みると、a 氏は、当該特例措置の導入時点では、本株主優待を実施できなくなる可能性も認識した上で、それを甘受していた可能性があることを完全には否定できない。そうすると、a 氏が、

当該特例措置の導入時点で本株主優待の実施につき合理的根拠がないと認識していた可能性についても、完全には否定できないことになる。

他方で、上記第3の4(4)のとおり、本調査においては、a氏が本株主優待の特例措置の導入時に上記のような主観状態にあったことを裏付ける客観資料は確認できていない。また、2024年12月24日時点のREV社の現預金残高は約11億4,886万円であり、同年11月20日時点の見込み費用が3.6億円であったことを踏まえれば、当該特例措置の導入時点では、本株主優待の実施に必要な財源が存在したとも考えられる。これらの事情に照らすと、a氏が、本株主優待の特例措置の導入時点で、本株主優待を一度も実施することなく廃止する意思を有していたとまでは認められない。

さらに、上記第3の4(2)のとおり、a氏以外のREV社取締役も、本確認書の締結を認識していたものの、2024年12月23日のREV社臨時監査等委員会では、F01社及びWeCapital社の取締役等の大株主の割合が高いことから、その他の株主の中で優待対象者が増加しても財源に影響はない旨のa氏による説明を前提に当該特例措置の導入が承認されており、これを受けてその後の取締役会でも書面決議がなされている。こうした経緯に鑑みれば、a氏以外のREV社取締役についても、p氏らによる同社株式の売却予定を踏まえた影響等について検討が不十分であったと言わざるを得ないものの、当時、本株主優待の実施につき合理的根拠がないことを認識していた事実は認められない。

したがって、本株主優待の特例措置の導入及び公表につき、a氏を含むREV社取締役が合理的根拠のないことを認識した上で行ったとまでは認められず、本株主優待の特例措置の導入及び公表は、詐欺的又は不公正な策略や手段として行われたものでもないから、風説の流布・偽計に該当するとまではいえないと考えられる。

(2) 会社法上の問題点

ア 現物配当の該当性

上記第3の2(2)アのとおり、本株主優待（本株主優待の特例措置の導入後の本株主優待を含む。以下本(2)において同じ。）は、一定の株式数以上を保有する株主に対して、一定の金額のQUOカードPayを無償で付与するものであった。このような本株主優待がREV社の財産を株主に配当する現物配当に該当する場合には、現物配当を実施するために会社法上要求されている株主総会決議（会社法第454条

第1項)¹⁰¹が行われていないこととなる。また、同法第454条第3項は、同条第1項第2号に掲げる事項（株主に対する配当財産の割当てに関する事項）については、株主の有する株式の数に応じて配当財産を割り当てることを内容とするものでなければならない旨を定めているところ、上記のとおり、本株主優待は、一定の株式数を継続して保有する株主に対して一定の金額のQUOカードPayを付与するものであり、株主の保有する株式数に比例してQUOカードPayを付与するものではないから、本株主優待が現物配当に該当する場合、同法第454条第3項に違反していた可能性がある。このように、会社法は株主への現物配当について手続等に関する規律を設けていることから、本株主優待が現物配当に該当するかが問題となる¹⁰²。

この点、株主優待は、必ずしも直ちに現物配当に該当すると評価されるものではないが、会社法における剰余金分配規制の趣旨が会社財産の株主への無制限な分配を防ぎ、会社債権者を保護することにあることに照らし、①配当の代替手段として、会社が優待を利用していると評価できるかどうか、②優待が会社財産の流出を伴うかどうか、伴う場合には配当と同視し得る性質及び金額であるかどうか¹⁰³、③優待の趣旨や目的が会社の製品・サービスの販売・利用促進や広告宣伝にあるかどうかといった点を総合的に考慮し、社会的相当性を欠くと認められる場合には、現物配当に該当すると解されている¹⁰⁴。

本事案においては、上記第3の2(1)のとおり、①本株主優待は、REV社の2023年10月期の利益剰余金がマイナスである状況の下、配当に代わる株主還元策として導入が検討されたものであり、配当の代替手段として利用されたものと評価できる。また、②本株主優待は、保有株2,000株以上の株主に対し1名当たり年間

¹⁰¹ 会社法第454条第1項は、株式会社は、剰余金の配当をしようとするときは、その都度、株主総会の決議により、同項各号に掲げる事項を定めなければならない旨を規定している。なお、同法第459条第1項は、一定の会計監査人設置会社は、剰余金の配当に係る一定の事項を取締役会で定めることができる旨を定款で定めることができる旨を規定しており、REV社定款第30条第1項には会社法第459条第1項に基づく規定が存在する。しかし、同法第459条第1項第4号但書では、現物配当であり、かつ、株主に対し金銭分配請求権を与えない場合が定款で定めることのできる取締役会の決議事項から除外されている。したがって、仮に本株主優待が現物配当に該当する場合、REV社は、株主総会において同法第454条第1項各号に掲げる事項を定める必要があったこととなる。

¹⁰² なお、本株主優待が現物配当に該当する場合には、会社法上の財源規制（会社法第461条第1項）も適用されることとなる。もっとも、上記第3の2(1)アのとおり、2024年10月期のREV社の単体決算上、「その他資本剰余金」が約15億円計上されていることから、本株主優待の廃止時における想定必要額が約11.9億円であったことを踏まえても、分配可能額を超える現物配当を行うものであったと評価される可能性は低いと考えられる。

¹⁰³ 配当とみなされる金額については明確な基準が存在しないが、会社財産の流出を伴う場合、その金額が高額であるほど、配当と同視される可能性が高くなる（加藤貴仁「株主優待制度についての覚書」黒沼悦郎・藤田友敬編『企業法の進路 江頭憲治郎先生古稀記念』（有斐閣、2017年）111-140頁）。

¹⁰⁴ 森本滋・弥永真生編『会社法コンメンタール第11巻 計算等(2)』（商事法務、2010年）131頁、松井秀樹「会社法下における株主優待制度」新堂幸司・山下友信編『会社法と商事法務』（商事法務、2008年）29頁、前掲・加藤111-140頁、弥永真生『会社法の実践トピックス 24』（日本評論社、2009年）29-41頁参照

12 万円分の QUO カード Pay を無償で付与するというものであり、会社財産の流出を伴う。そして、QUO カード Pay は、市井の店舗やレストラン等において商品やサービスの代金の支払に利用することができるデジタルギフトであり、現金に類似する性質を有している上、12 万円という金額は、東証スタンダード市場に上場している不動産業を営む REV 社以外の企業が株主優待として提供する金券の額面が高いものでも年間 2 万円であること等^{105, 106}に照らして非常に高額であることから、配当と同視し得る性質及び金額であったと評価できる。さらに、③QUO カード Pay は REV 社の事業と何らの関連性を有しないことから、これを優待の内容とすることで同社の商品やサービスの広告宣伝効果を期待したものともいえない。

以上の事情を総合的に考慮すると、本株主優待は、配当規制を定めた会社法の趣旨を潜脱するものとして社会的相当性を欠き、現物配当に該当するものであったと評価される可能性が否定できない。このような評価を前提とすると、上記のとおり、本株主優待が会社法上要求されている株主総会決議を経ずに導入されたことは、同法第 454 条第 1 項に違反していた可能性がある。また、上記のとおり、本株主優待は株主の有する株式の数に応じて配当財産を割り当てることを内容とするものではないことから、同法第 454 条第 3 項に違反していた可能性がある¹⁰⁷。

イ 株主平等原則違反の可能性

会社法第 109 条第 1 項は、「株式会社は、株主を、その有する株式の内容及び数に応じて、平等に取り扱わなければならない」と定めている（いわゆる株主平等原則）¹⁰⁸。本株主優待は、毎年 4 月 30 日時点及び 10 月 31 日時点の株主名簿（特例

¹⁰⁵ NET-IR「優待検索結果」(https://yutai.net-ir.ne.jp/search/?topics_keyword=&search_ext_col_11%5B%5D=7&search_ext_col_05=8050&search_ext_col_04%5B%5D=2)（優待の種類：金券、業種：不動産業、上場市場：東証スタンダードで検索）、最終アクセス日 2025 年 6 月 30 日）参照。例えば、ホームポジション株式会社は、8 月末日現在の株主名簿に記載された株主のうち、1,000 株（10 単位）以上の株式を有している株主に対して、2 万円分の QUO カードを提供している。また、株式会社明豊エンタープライズは、4 月末日及び 10 月末日現在の株主名簿に記載された株主のうち、1,000 株（10 単位）以上の株式を有している株主に対して、8,000 円分のデジタルギフトを提供している。

¹⁰⁶ また、安武妙子・永田京子「日本企業における株主優待実務の実態：サーベイ調査から」証券経済研究第 104 号（日本証券経済研究所、2018 年）71 頁では、上場会社 236 社の回答に基づく 2018 年のサーベイ調査において、株主優待として自社の社名が記載されていない金券を付与する場合の 1 株当たりの優待価値の平均値は 9.0 円（中央値は 8.8 円）であった一方、1 株当たりの配当額の平均値は 31.5 円（中央値は 19.0 円）であった旨の結果が報告されている。これに対し、本株主優待の 1 株当たりの優待価値は 60 円である（なお、REV 社では、少なくとも F01 社による買収以降、株主配当は実施されていない。）。

¹⁰⁷ もっとも、上記第 3 の 5(2)エのとおり、本株主優待は一度も実施されることなく廃止されたため、本株主優待の実施に伴う優待の効力の有無は問題にならないと考えられる。

¹⁰⁸ 株主平等原則に違反する株主総会決議及び取締役会決議並びに取締役の業務執行等は無効と解されている（最判昭和 45 年 11 月 24 日民集 24 卷 12 号 1963 頁（会社が、一般株主に対しては無配としながら、特定の大株主に対して無配直前の配当に見合う金額を基礎として、報酬名義で月額 8 万円、中元及び歳暮名義で各 5 万円を贈与する契約を締結した事案につき、株主平等原則に違反し契約は無効であると判断した事例））。

措置の導入後は、初回について 2025 年 1 月 31 日時点及び同年 4 月 30 日時点の株主名簿）に 2,000 株以上の保有株主として記載又は記録されている者を対象に優待を付与するものであるから、当該要件を満たす株主と満たさない株主との間では優待の有無による差異が生じることになり、株主平等原則に違反するかどうかが問題となる。

株主優待制度が株主平等原則に違反しないかについては様々な見解が存在するものの、株主平等原則の趣旨が衡平の観念にあることに鑑みれば、あらゆる形式的不平等がこれに反すると解することは相当ではなく、実質的には不平等な取扱いをしているといえない場合には、衡平の観念に合致する社会通念上合理的な範囲内にあるものとして許容されると解する見解が一般的である¹⁰⁹。その上で、①安定株主の確保や株式投資の促進等といった目的の必要性又は正当性が認められ、かつ、②付与する優待の性質や金額に照らして軽微であるなど、優待的取扱いの相当性が認められる株主優待である場合には、実質的には不平等な取扱いをしていないものとして株主平等原則に違反しないと解される¹¹⁰。

この点、上記第 3 の 2(1)のとおり、本株主優待は、REV 社において特定の株主を有利に取り扱う意図に基づくものではなく、同社の株価の上昇を目的として導入されたものであるところ、株価の上昇は本株主優待の対象とならない株主にとっても等しく享受できる恩恵であることからすると、当該目的は必ずしも不合理なものとはいえず、株主平等原則の趣旨である衡平の観念に照らして正当なものと評価できる。しかし、本株主優待で付与が予定されていた QUO カード Pay の金額は 1 名当たり 12 万円分であり、上記アのとおり一般的な株主優待に比して非常に高額であったことを踏まえれば、その優待的取扱いの程度は軽微であったとはいえない。特に、上記アのとおり、本株主優待が現物配当として本来は株主の有する株式の数に応じて割り当てられるべきものであったと評価される場合には、一定の基準日及び持株数の要件を満たす株主のみにこれを付与することで生じる株主間の差異は、衡平の観念に照らして相当性を欠くと考えられる¹¹¹。

したがって、本株主優待は、会社法第 109 条第 1 項に違反すると評価される可能性が否定できない。

¹⁰⁹ 例えば、落合誠一「株式平等の原則と株主優待制度」北沢正啓・浜田道代編『商法の争点 I』（有斐閣、1993 年）55 頁、相澤哲編著『一問一答 新・会社法〔改訂版〕』（商事法務、2009 年）55 頁参照

¹¹⁰ 北沢正啓『会社法〔第 6 版〕』（青林書院、2001 年）164 頁、小橋一郎『会社法〔改訂版〕』（成文堂、1991 年）78 頁、大隅健一郎・今井宏『会社法論 上巻〔第 3 版〕』（有斐閣、1991 年）337 頁。なお、最決平成 19 年 8 月 7 日民集 61 巻 5 号 2215 頁（買収防衛策としての新株予約権の発行（いわゆるポイズン・ピル）が株主平等原則に違反するかどうかについて、衡平の理念に照らし「相当性」が認められる場合には株主に対する差別的取扱いが許される旨を判示した事例）も参照。

¹¹¹ 前掲・弥永『会社法の実践トピックス 24』40 頁では、株主優待が現物配当であると性質決定される場合には株主平等原則に違反する旨の解釈が示されている。

ウ 利益供与の該当性

会社法第 120 条第 1 項は、「株式会社は、何人に対しても、…株主の権利の行使に関し、財産上の利益の供与…をしてはならない」と定めている（いわゆる利益供与の禁止）^{112, 113}。

本株主優待は、一定の基準を満たす株主に対し QUO カード Pay を無償で交付するものであるため、株主に対する利益供与に該当しないかが問題となる。

この点、会社法第 120 条第 1 項の趣旨は、株主の権利行使に影響を与える意図によって行われる会社財産の流出を防止することにあることからすると、株主優待による株主への財産上の利益供与について同項の違反を問うには、会社において、株主の権利行使に関して利益供与を行うとの意図（すなわち、株主の権利行使に影響を与えることの認識）が必要であると解される¹¹⁴。

本株主優待については、上記第 3 の 2(1)のとおり、REV 社の株価の上昇を目的として導入されたものであり、特定の株主を有利に取り扱う意図は認められないこと、また、当時、同社において特定の株主との対立事案が存在したことを窺わせる事情も確認できないことも踏まえると、本株主優待の導入に当たり、同社が株主の権利の行使に関して利益供与を行うとの意図を有していたとはいえない。

したがって、本株主優待は、会社法第 120 条第 1 項には違反しないと考えられる。

(3) 検討過程・手続面の問題点

ア 本株主優待の導入について

(ア) a氏による財源の確保に係る検討が不十分であったこと

上記(2)アのとおり、本株主優待は、一定の要件を満たした株主に年間 12 万円

¹¹² なお、株式会社が特定の株主に対して無償で財産上の利益供与をした場合、当該利益供与は、「株主の権利の行使に関し」てなされたものと推定される（会社法第 120 条第 2 項）。

¹¹³ 会社法第 120 条第 1 項の規定に違反して利益供与を行った場合、当該利益供与を受けた者は、会社に対してこれを返還する義務を負う（同条第 3 項）。また、かかる利益供与に関与した取締役は、供与した利益の価額に相当する額を連帯して会社に支払う義務を負う（同条第 4 項）ほか、法定刑として 3 年以下の拘禁刑又は 300 万円以下の罰金が定められている（同法第 970 条第 1 項）。

¹¹⁴ 例えば、鉄道会社が株主優待制度として株主に対し株式の数に応じて交付基準で定められた数の優待乗車券を交付していたところ、正規の交付数を超過して株主に優待乗車券を交付した事案について、財産上の利益の供与に当たることは明らかとしながらも、会社には株主の権利の行使に関してこれを行う意図はなかったと認定し、利益供与の禁止の違反に関する民事責任を認めなかった裁判例（高松高判平成 2 年 4 月 11 日金判 859 号 3 頁。いわゆる土佐電気鉄道事件）がある。また、同様に、株主の権利行使に関して利益供与を行う意図が会社になかったことを理由に会社法第 120 条第 1 項の違反を否定した裁判例として、東京高判平成 17 年 9 月 13 日資料版商事法務 327 号 76 頁がある。

分という高額な QUO カード Pay を付与するものであり、会社財産やステークホルダーの行動等に大きな影響を与えるものであったことからすれば、その導入に当たっては、予測可能なあらゆる事象を考慮に入れた上、実現可能な財源が確保できるかどうかについて、慎重な議論と合理的な検証を行うべきであったといえる。

しかし、上記第 3 の 2(1)アのとおり、本株主優待の導入に当たっては、遅くとも 2024 年 10 月 5 日、a 氏が本株主優待シミュレーションを行ったものの、当該シミュレーションにおいては、主要株主以外の一般株主が 2,000 株を超える保有株を売却する可能性や、WeCapital 社の取締役を含む本一部株式交付対象者が本ロックアップ対象外株式を市場で売却する可能性が十分には考慮されていなかった。そして、本ロックアップ対象外株式の売却可能性については、確かに、a 氏と p 氏の間では、本株式交付後の REV 社の株価向上及び事業拡大を図るといった共通認識が醸成されていたことが窺われるものの、①上記第 3 の 1(5)イのとおり、a 氏は、当時、2024 年 9 月 27 日付けの本株式譲渡契約の締結を通じ、本一部株式交付対象者が将来的に本ロックアップ対象外株式を譲渡する可能性を認識していたこと、②上記第 3 の 2(1)イのとおり、REV 社と本一部株式交付対象者との間で本ロックアップ対象外株式の譲渡を禁止又は制限する旨の口頭の合意が存在したとは認められないこと、③上記第 3 の 1(1)のとおり、本株式交付により本一部株式交付対象者が取得した REV 社株式は、同社による WeCapital 社の買収の対価として提供されたものであり、REV 社において当該対価として支出する資金を用意できないために本株式交付が行われたという経緯があったこと等に鑑みれば、p 氏らが WeCapital 社の支配権を実質的に譲渡したことの対価を回収しようとの意図で本ロックアップ対象外株式を譲渡しようとすることは、本株主優待の財源確保に係る検討において考慮すべき予測可能な事象であったと考えられる。

また、実際には、p 氏ら本一部株式交付者以外にも、多数の一般株主が株式を売却し、これによって本株主優待の対象者が増加するに至っていたという事実には照らすと、a 氏が行った本株主優待シミュレーションは、多数の一般株主が株式を売却する可能性や本ロックアップ対象外株式の売却可能性という考慮すべき事象を考慮せず、総費用が「2 倍」に上振れすることを想定するという、特に合理的な根拠を有するとは思われない検討にとどまった点において、財源確保に係る検討として不十分なものであったと言わざるを得ない。

(イ) a 氏による法的リスクの検討が不十分であったこと

上記(2)ア及びイのとおり、本株主優待は、少なくとも会社法上の配当規制及

び株主平等原則の観点から法的な問題を孕むものであったことから、この点についての検討が REV 社において適切かつ十分に行われていたかも問題となる。

この点、上記第 3 の 2(2)イのとおり、a 氏は、2024 年 10 月 23 日、本株主優待の法的リスクの有無を確認し、これに対して同法律事務所からは、過剰な株主優待でなければ問題ないものの、①本株主優待では株主名簿に 2 回連続で記載又は記録されるとの条件が課されていることから、株主平等原則に反すると評価されるリスクがある旨、及び②QUO カード Pay での株主優待が現金性を帯びており、かつ年間 12 万円と高額であることから、本株主優待が利益供与又は配当に該当すると評価されるリスクがある旨の意見を受領した。

a 氏は、上記意見を踏まえて本株主優待の法的リスクを検討したものの、上記①については、株主優待を行ったことで大きな問題に発展した他社事例が見当たらなかったことから、問題はない旨の判断をした。しかし、上記(2)アのとおり、本株主優待は、一定の要件を満たした株主に年間 12 万円分という高額な QUO カード Pay を付与するものであり、他社事例と比しても異質なものと見えることを踏まえると、あくまで本株主優待の特徴を踏まえた個別具体的な法的リスクの評価が必要であったと考えられる。

また、上記②について、a 氏は、REV 社は F01 社による買収により経営体制が刷新されて実質的に前期と当期の連続性がなく、財源規制等には抵触しないと考えたことや、年間 12 万円の優待金額は他社事例に比べて高額であるものの、総支出費用の観点では規模が大きいわけではないことから、問題はない旨の判断をした。しかし、F01 社による買収による経営体制の刷新はあったとしても、そのことにより本株主優待が現物配当に該当する場合の会社法上の財源規制等の適用の有無に影響がないことは明らかである上、上記(2)ア及びウのとおり、利益供与や現物配当の該当性については、優待の趣旨・目的や個々の株主に付与される優待の性質・金額等をも考慮した総合的な判断が必要となるのであるから、総支出費用の規模から問題ないと判断したことは早計であったと言わざるを得ない。

さらに、上記第 3 の 2(2)イのとおり、a 氏は本株主優待に関して法律事務所から法的リスクを指摘されていたにもかかわらず、弁護士を含む監査等委員に対して当該指摘を踏まえた問題提起をして相談をするなど、他の取締役との間で¹¹⁵十分な検討と議論が行われた形跡は確認できない。

したがって、a 氏が行った本株主優待の法的リスクの検討は、本株主優待の特徴を踏まえた個別具体的なものとなっておらず、考慮すべき要素を考慮してい

¹¹⁵ なお、a 氏は、当時の管理本部長である e 氏との間では、E 法律事務所からの意見を踏まえて法的リスクについて話し合ったものの、最終的には問題はないと自ら判断した旨を供述している。

ない点や、他の取締役に当該リスクを踏まえた相談をしなかった点において、不十分なものであったと評価せざるを得ない。

(ウ) 取締役会決議に至る取締役間の議論が不十分であったこと

上記(ア)のとおり、本株主優待は、そのもたらす会社財産等への影響の大きさに照らし、財源の確保を含む実現可能性について慎重な検証が求められるとともに、上記(イ)のとおり、法律事務所から法的リスクについて懸念がある旨の意見を受けていたのであるから、その点についても適切かつ十分な検討を行うべきであったといえる。こうした検討が本株主優待の REV 社における提案者である a 氏において不足していたことは上記(ア)及び(イ)のとおりであるが、本事実案では、本株主優待の導入に係る取締役会決議に至る取締役間の議論においても、不十分な点があったことが否定できない。

すなわち、上記第3の1(5)アのとおり、本株式譲渡契約は、REV 社取締役会の書面決議を経て2024年9月27日に締結されたのであるから、本株主優待の導入が決議された同年10月23日の時点では、a 氏以外の同社取締役も、当該契約の内容を通じて本ロックアップ対象外株式が売却される可能性を十分に認識することができたといえる。しかし、本株主優待の決議に至る過程では、この点を踏まえた財源の確保に関する議論が取締役間でなされた形跡は確認できない¹¹⁶。

また、本株主優待の法的リスクについては、上記(ア)のとおり、a 氏が他の取締役に対して法律事務所からの意見を踏まえた相談をしていなかったという問題はあるものの、株主平等原則違反、利益供与及び現物配当該当性といった法的リスクは、株主優待の導入に当たって問題となり得る典型的なリスクといえる上、本株主優待が年間12万円分のQUOカードPayという高額なものであったことからすれば、a 氏以外の取締役においても、当該法的リスクを想起し、決議に当たって議論すべきであったと考えられる。しかし、この点についても、取締役会決議に至るまでに取締役間で適切な議論がなされた形跡は確認できない¹¹⁷。

このように、本株主優待の導入に係る取締役会決議に至るまでの REV 社取締役における議論は、本一部株式交付対象者の REV 社株式の売却による優待対象者の増加及び本株主優待の導入に関する法的リスクを適切に検討しなかったと

¹¹⁶ 上記第3の2(2)アのとおり、本株主優待の導入に係る取締役会決議がなされる前には、LINE 等のやり取りにおいて、1 氏や n 氏から株主配当ではなく株主優待を選択した理由や、利回りの高さについて指摘はあったものの、本一部株式交付対象者が REV 社株式を売却し、優待対象者が想定以上に増加する可能性について指摘されたり、議論が行われたりすることはなかった。

¹¹⁷ 上記第3の2(3)のとおり、1 氏は、本株主優待が大株主優遇施策でなく、少数株主の利益になることから株主平等原則には違反しないと考えて賛成した旨を供述しており、少なくとも同氏は株主平等原則について一応の検討を行っていたことが窺われるが、この点について取締役間で議論された形跡は確認できなかった。

いう点で、不十分であったと言わざるを得ない。

なお、上記第3の2(2)アのとおり、a氏が本株主優待の導入に係る資料を取締役会 LINE グループに送信したのは、取締役会決議の前日である2024年10月22日であり、それ以前に同氏が他の取締役に対して本株主優待に関する情報を共有した事実は認められない。そのため、a氏による事前の情報共有が取締役会決議の直前となったことから、同氏以外の取締役において本株主優待の導入に係る問題点を十分に検討する時間が確保できなかった点は否定できない¹¹⁸。もっとも、上記のとおり、本株主優待に関しては、その実現可能性や法リスクについて慎重に検討すべき点が認められ、かつそのことは情報共有を受けた時点で容易に想起し得るものであったことからすれば、十分な検討時間を確保できない場合には、取締役会決議を延期するなどの対応をとることが望ましかったといえる。

イ 本株主優待の特例措置の導入について

(ア) a氏による財源の確保に係る検討が不十分であったこと

上記ア(ア)のとおり、本株主優待の導入に当たっては、会社財産等に与える影響の大きさに鑑み、実現可能な財源が確保できるかどうかについて慎重な議論と検証を行うべきであったと考えられ、この点は本株主優待の特例措置の導入に関しても同様であるといえる。ましてや、当該特例措置は、本株主優待の対象株主を拡大するものであるから、その実現可能性の検討に当たっては、本株主優待の導入以降に生じた事情の変化も考慮に入れた上で、対象株主の拡大による財源への影響を、より一層慎重に検証すべきであったと考えられる。

しかし、a氏は、上記第3の4(1)アのとおり、本株主優待の特例措置の導入に当たっても、2025年1月31日時点での主要株主構成は変わらないであろうと考えて、優待対象株主数の増加と必要となる財源のシミュレーションを改めて実施することなく、本株主優待の導入時のシミュレーションを流用し、当該特例措置を導入することに問題はないと結論づけた。

この点、本ロックアップ対象外株式の売却可能性が本株主優待の導入当時から予測可能な事象であり、財源確保に係る検討において考慮すべきものであったことは上記ア(ア)のとおりであるが、当該特例措置の導入時点では、上記第3の4(4)のとおり、a氏は、2024年12月4日付けの本確認書の締結を通じ、WeCapital 社取締役が本株主優待の実施までの間に REV 社株式を売却する可能

¹¹⁸ 実際に、監査等委員である1氏は、本株主優待が財源規制に違反する可能性については検討する時間がなかった旨を供述している。

性があることをより明確かつ具体的に認識しており、かつ、2024年10月31日時点の株主名簿に基づく優待対象株主数が本株主優待シミュレーションにおける当初の想定から2倍以上となっていることも認識していた。こうした事情に照らせば、上記特例措置の検討当時、たとえWeCapital社取締役が売却を予定している具体的な株式数が判明していなかったとしても、本ロックアップ対象外株式の全てが売却される可能性を考慮に入れたシミュレーションを行うべきであり、また、同年12月時点の株主名簿を取り寄せて優待対象株主数を改めて確認し、主要株主以外の一般株主が2,000株を超える保有株を売却することによる影響も考慮したシミュレーションを行うべきであったと考えられる。

したがって、a氏が本株主優待の特例措置の導入に当たって本株主優待シミュレーションを流用し、本ロックアップ対象外株式の売却可能性や主要株主以外の株主が2,000株を超える保有株を売却する可能性を考慮せずに問題ないと結論づけたことは、本確認書を通じて当該可能性がより明確かつ具体的になっていたこと等からすれば、財源確保に係る検討として著しく不十分なものであったと言わざるを得ない。

(イ) 取締役会決議に至る取締役間の議論が不十分であったこと

上記(ア)のとおり、本株主優待の特例措置の導入に当たっては、本ロックアップ対象外株式の全てが売却される可能性も考慮に入れた検討を行うべきであり、この点については、a氏以外の取締役においても同様であったと考えられる。

しかし、上記第3の5(1)アのとおり、a氏以外の取締役¹¹⁹は、2024年12月5日にa氏から本確認書のドラフトの共有を受け、WeCapital社取締役がREV社株式を売却する予定であることを認識していたにもかかわらず、大株主の構成に変化は生じない旨の同氏による説明に対して特段の疑念を差し挟むことなく、当該特例措置の導入に賛成した。この点、上記第3の4(2)のとおり、2024年12月23日の監査等委員会では、n氏からa氏に対し、株主が大幅に増加した場合にも継続できるほどの財源があるのかとの質問がなされ、これに対してa氏は、F01社及びWeCapital社の取締役等の大株主の割合が高いことから、その他の株主の中で本株主優待の対象者が増加しても財源に影響はない旨を回答し、これを受けたn氏も特例措置の導入に賛成するという経緯があった。しかし、a氏の上記回答は、WeCapital社の取締役が本ロックアップ対象外株式を売却する可能性を捨象したものであったのであるから、本確認書の存在を認識していたn氏

¹¹⁹ なお、上記第3の4(2)のとおり、当時のREV社の執行役員CFOであるq氏は、2024年12月23日、a氏に対し、本株主優待の特例措置について慎重な検討を経るべきであり、拙速な実施は避けるべきである旨の意見を述べていた。

を含む他の取締役は、当該売却可能性を踏まえた財源の確保についても指摘し、議論を行うべきであったといえる。

このように、本株主優待の特例措置に係る取締役間の議論についても、本ロックアップ対象外株式の全てが売却される可能性を考慮に入れた検討が行われていない点で、不十分であったと言わざるを得ない。

なお、上記第3の4(2)のとおり、a氏から他の取締役に本株主優待の特例措置の導入に係る説明がなされたのも、取締役会の書面決議の前日である2024年12月23日であり、同氏以外の取締役が十分な検討時間を確保できなかった可能性がある。もっとも、その場合には、上記ア(ウ)と同様、取締役会決議を延期するなどの選択肢も議論の俎上に載せることが望ましかったといえる¹²⁰。

(ウ) 本株主優待の特例措置に係る適時開示の内容が不適切であったこと

適時開示制度は、市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼を確保し、有価証券について適切な投資判断材料を与えるための制度であることに鑑みると、適時開示事由に該当する事実を決定するに至った経緯を記載する場合には、その経緯を正確に記載することが求められるといえる。

この点、上記第3の4(3)のとおり、REV社は、2024年12月24日付け『初回の株主優待制度に関する特例措置の追加に関するお知らせ』と題する適時開示を行ったところ、同適時開示においては、本株主優待の特例措置実施の理由について、「売却に伴う株主番号が変わるか否かが証券会社によって異なることが発覚したため、一部売却に伴って株主番号が変わらないと考え売却し優待から外れてしまった方のために例外的に初回の優待に関して特例措置を追加するものとなります」と記載されていた。

しかし、上記第3の4(1)のとおり、本株主優待の特例措置は、a氏が、2024年12月の決算発表の延期及び最終損益予想の赤字転落に伴うREV社株価の下落を受け、これ以上の株価の下落を防ぎ、株価を上昇させるために検討したものであり、その主目的は株価の上昇にあったものと認められる。一方、当該特例措置の導入に係る取締役会への議案上程や取締役会LINEグループにおいても、株主番号が変更されることによる株主への配慮等について言及し、議論された形跡は確認できない。

したがって、上記記載は、当該特例措置の導入の理由として客観的な事実に沿った記載とはなっていない可能性があり、このような記載を含む適時開示を公

¹²⁰ 上記第3の4(1)アのとおり、上記特例措置は、REV社の決算発表延期及び下方修正による株価の大幅下落に対する施策として考えられた側面があったため、当時、a氏には特例措置の発表を早く行いたいという時間的プレッシャーがあり、監査等委員はそうしたa氏の意向を付度して十分な議論を経ずに承認してしまった可能性も否定できない。

表したことは、適時開示制度の趣旨に鑑みて不適切であった可能性が否定できない。

ウ 本株主優待の廃止について

(ア) 本株主優待の廃止に係る取締役間の議論及び意思決定が不十分であったこと

上記ア(ア)のとおり、本株主優待は、他社事例と比しても高額な物品を株主に提供するものであったことに加え、REV 社も 2024 年 11 月 20 日に『初回株主優待進呈対象予定の株主数及び優待財源に関するお知らせ』と題する適時開示において本株主優待の財源は確保されている旨を補足的に説明するなど、株主を含むステークホルダーからの関心が大きい施策であった。そうすると、同社が、本株主優待を一度も実施しないまま廃止することは、同社のレピュテーションのみならず、株式市場の信頼性に重大な影響を与える判断であったといえる。このような点を踏まえると、本株主優待の廃止は、決定前に同社取締役間で十分な情報共有を行うとともに、追加財源の確保の可能性を踏まえた廃止の要否、廃止の理由及び対外的な説明内容等について議論した上で、意思決定を行うべき事項¹²¹であったといえる。

しかし、上記第 3 の 5(2) ウのとおり、a 氏は、2025 年 2 月 11 日頃、同氏のほか b 氏らが参加して行われた本会議において、一旦は、WeCapital 社株式の 3% 程度を売却し、本株主優待の実施に必要な財源を確保することを提案したものの、これが b 氏らから反対されるや、即座に、本株主優待の廃止を受け入れ、その後も、当該廃止について他の REV 社取締役には伝達せず、同年 3 月 10 日になって初めて、翌 11 日に開催予定の取締役会の議題を連絡する際に他の取締役に対して当該廃止を伝えた。また、a 氏は、同日、l 氏、m 氏及び n 氏に対して本株主優待の廃止等について個別に説明する機会を設けたが、同日付けの株主優待の廃止に係る適時開示に記載されている内容程度の説明等がなされたにすぎず、追

¹²¹ なお、株主優待の廃止は、会社法上の取締役会の決議事項（同法第 399 条の 13 第 4 項各号）には明示的に列挙されていないものの、同項書における「その他の重要な業務執行」に含まれるかどうかは問題となり得る。この点、「その他の重要な業務執行」への該当性について、法令上の基準は定められていないが、重要な業務執行の決定が取締役会の専決事項とされている趣旨が、会社の経営上の重要事項の決定について慎重な判断を求めるとともに、代表取締役の専横を防止することにあることに鑑みれば、上記のように会社のレピュテーションに重大な影響を及ぼす株主優待の廃止についても、「その他の重要な業務執行」に含まれると解される可能性は否定できない。この点について正面から論じた学説は見受けられないが、例えば、配当予想の修正に関しては、「株主の関心も非常に高く、株価に与える影響も少なくないため、その決定・変更は、『その他の重要な業務執行の決定』・・・に含まれると解するのが相当である」と述べる文献（山田和彦・倉橋雄作・中島正裕『取締役会付議事項の実務〔第 2 版〕』（商事法務、2016 年）105 頁）があり、本株主優待の廃止についても、同様の理由から取締役会決議事項であると解される余地があると考えられる。

加財源の確保の可能性を踏まえた廃止の要否、廃止の理由及び対外的な説明内容等について議論されたことは窺えない。さらに、最終的に同月 11 日の取締役会は開催されず、取締役会議事録の案が取締役会 LINE グループにおいて共有されたにすぎなかった。

このような経緯に鑑みると、本株主優待の廃止は、REV 社取締役において追加財源の確保の可能性を踏まえた廃止の要否、廃止の理由及び対外的な説明内容等について極めて不十分な議論しかなされなかったばかりか、正式に取締役会決議をもって意思決定が行われたものではなく、その意思決定プロセスは不適切であったと言わざるを得ない。

(イ) 本株主優待の廃止に係る適時開示の内容が不適切であったこと

上記イ(ウ)のとおり、適時開示において適時開示事由に該当する事実を決定するに至った経緯を記載する場合には、その経緯を正確に記載することが求められるといえる。

しかし、上記第 3 の 5(2)エのとおり、2025 年 3 月 11 日、REV 社は本株主優待の廃止に係る適時開示を行ったところ、当該適時開示には、「一部の当社株式交付対象者・・・との間で口頭で合意した当社株式の保有方針に関して重大な齟齬が生じた」、「株主優待の財源確保の為には一部株式交付対象者を含めた当社の主要株主が当社株式を売却しない前提であることを一部株式交付対象者に対して説明し了承されて [いた]」など、本一部株式交付対象者との間で REV 社株式を売却しない旨の合意があったことを前提に本株主優待を導入したことを意味する記載がなされている。

しかしながら、上記第 3 の 1(5)イ及び 2(1)イのとおり、REV 社と本一部株式交付対象者との間で、本ロックアップ対象外株式の譲渡を禁止又は制限する旨の口頭の合意が存在した事実は認められない。この点、a 氏は、本ロックアップ対象外株式を売却したとしても、p 氏らの手元には本ロックアップ条項の対象となっている REV 社株式が残るため、当該売却による株価の低下がもたらす手元の株式への経済的影響を考慮すると、現実的な可能性として、REV 社の株価に影響があるほどの数の本ロックアップ対象外株式を売却することはないと認識していた旨を供述しており、当該適時開示の記載は、少なくとも a 氏の主観的な認識に基づく記載であり、客観的な事実に沿った記載にはなっていなかった¹²²。

また、上記第 3 の 5(1)イのとおり、最終的に本株主優待の初回の対象株主数

¹²² なお、上記第 3 の 5(2)エのとおり、当該適時開示の文案は主に a 氏が作成し、q 氏の確認を経ながら表現を調整したものであり、WeCapital 社取締役にて事実確認を行ったり、適時開示の記載について REV 社取締役間で議論を行ったりすることもなかった。

は、本株主優待導入時点の試算から対象株主数は 6,965 名増加しているところ、本ロックアップ対象外株式の売却数（7,113,300 株）と本株主優待の必要株式数（2,000 株）を踏まえると、主要株主以外の一般株主による株式の売却も、本株主優待の対象株主数の増加に相当に寄与していると認められる。しかし、当該適時開示ではこの点に関する記載がなく、本株主優待の廃止の経緯として不十分な記載であったといえる。

さらに、上記第 3 の 5(2)エのとおり、本株主優待の廃止に係る取締役会決議は行われなかったにもかかわらず、当該適時開示では、「当社は本日、株主優待制度の廃止について取締役会で決議いたしました」と記載されており、この点は虚偽であると言わざるを得ない。

したがって、当該適時開示には、客観的な事実に沿った記載とはなっていないと評価せざるを得ない部分や不十分な部分が含まれており、このような適時開示を公表したことは、適時開示制度の趣旨に鑑みて不適切であったと考えられる。

なお、東証の定める有価証券上場規程では、上場会社は、同規程に基づき適時開示を行っ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こととされているが（同規程第 416 条第 1 項）¹²³、本報告書作成時点においても、REV 社は、本株主優待の廃止に関し、そのような変更又は訂正の開示を行っていない。また、上場会社は、その運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす事項を決定した場合には、直ちにその内容を開示しなければならないこととされている（有価証券上場規程第 402 条(1)at）。そして、実際の開示すべき時期については、取締役会決議などの形式的な側面にとらわれることなく、実態的に判断することが求められ、上場会社自らの意思による決定事実については、会社の業務執行を実質的に決定する機関による決議・決定が行われた時点での開示が必要となる¹²⁴。

この点、上記第 3 の 5(2)ウのとおり、本株主優待の廃止は、2025 年 2 月 11 日頃、a 氏や b 氏らが参加して行われた本会議において事実上決定されていたことから、同月 3 月 11 日における適時開示は、その時期についても適切ではなかったのではないかが問題となる。

もっとも、本事案においては、上記のとおり、2025 年 2 月 11 日頃の本会議では本株主優待を廃止すべきとの結論に至っていたが、本会議は REV 社の業務執行の意思決定機関とは言い難く、また、a 氏は、その後、同年 3 月 10 日、本

¹²³ なお、上場会社の有価証券上場規程に基づかず任意に TDnet を利用して開示を行った場合でも（いわゆる任意開示）、その内容について変更又は訂正すべき事項が生じた場合には、当該内容を開示することが求められる（東証『会社情報適時開示ガイドブック（2025 年 4 月版）』29 頁）。

¹²⁴ 東証『会社情報適時開示ガイドブック（2025 年 4 月版）』27 頁

株主優待の廃止について REV 社取締役会の議題とすることを提案しており、本株主優待の廃止については取締役会決議をもって最終的に決定するとの方針であったことが窺える。上記第 3 の 5(2)エのとおり、本株主優待の廃止に係る取締役会決議は行われなかったものの、理論上は本株主優待の廃止が取締役会において否決される可能性もあったことも併せ考えれば、REV 社が、同年 2 月 11 日頃、本会議において本株主優待を廃止すべきとの結論に至った時点で適時開示を行わなかったことについては、不適切とまではいえないと考えられる。

2 本新株予約権について

(1) 金商法上の問題点

REV 社では、上記第 3 の 3(3)及び 5(2)エのとおり、2024 年 11 月 21 日、本新株予約権の発行について取締役会決議がなされ、この点についての開示が行われたものの、その後、2025 年 3 月、a 氏が、代表取締役社長を辞任するとともに本新株予約権を放棄するに至っている。このような経過に鑑みれば、本新株予約権の発行及び開示も、a 氏の将来的な辞任による放棄を前提としつつ株価上昇のために進められたものとして、金商法第 158 条で禁止される風説の流布・偽計に該当しないかが問題となる。

上記 1(1)のとおり、「風説」に該当するには、行為者がそれに合理的根拠のないことを認識していることが必要とされ、「偽計」とは、他人に誤解を生じさせるような詐欺的あるいは不公正な策略や手段と解されている。

この点、上記第 3 の 3(3)のとおり、a 氏は、2024 年 11 月 21 日の取締役会において、本新株予約権の目的が REV 社の業績向上及び企業価値増大に対する意欲や士気を高めること等にある旨を説明しているものの、当該取締役会を「IR 用」と称していたこと等からすれば、本新株予約権の発行を開示することによって同社の株価が上昇することを期待していたことは否めない。一方で、上記第 3 の 3(4)のとおり、①a 氏は、代表取締役としての自らの実績に相応しい経済的利益を享受したいとの思いから本新株予約権の発行に係る検討と準備を開始しており、また、②その過程では、スキームの検討について B 社に、払込価額の算定について F 社に、法的な検討について C 法律事務所に、それぞれ依頼するなど、コストも掛けながら新株予約権の行使を前提とした現実的な検討がなされていたことが窺われる。さらに、③a 氏が取締役を辞任し、従業員等としても在籍しないことによって本強制行使条件の発動を免れる要因となった本在職条件は、同氏が意図して追加した条件ではなかった。これに加え、④a 氏の辞任及び本新株予約権の放棄は、上記第 3 の 5 のとおり、本一部株式交付対象者による REV 社株式の売却等により本株主優待の実施が困難となったことや、

b氏の辞任勧告等の外的要因を主たる契機として決定されたことを併せ考えると、本新株予約権に関する取締役会決議や開示の時点で、a氏による将来的な権利放棄が前提とされていたとは認め難い。

したがって、本新株予約権の発行や公表は、合理的根拠のないことを認識した上で行われたものでも、詐欺的又は不公正な策略や手段として行われたものでもないから、風説の流布・偽計には該当しないと考えられる。

(2) 会社法上の問題点

上記第3の3(3)のとおり、REV社は、取締役会決議に基づいて本新株予約権を発行しており、株主総会決議は経ていない。会社法は、公開会社が新株予約権引受者にとって「特に有利な金額」（同法第238条第3項第2号）で新株予約権を発行する場合（いわゆる有利発行）、募集事項の決定について株主総会の特別決議を経なければならない旨を定めていることから（同法第240条第1項、第309条第2項第6号）¹²⁵、本新株予約権についても、株主総会決議が必要な有利発行に該当しないかが問題となる。

会社法上、有利発行該当性に関する基準は明示されていないが、裁判例では、「特に有利な金額」とは、「公正な払込金額よりも特に低い価額」を意味し、ここにいう「公正な払込金額」とは、「現在の株価、行使価額、行使期間、金利、株価変動率等の要素をもとにオプション評価理論に基づき算出された募集新株予約権の発行時点における価額」であると解されている¹²⁶。したがって、有利発行該当性を判断するに当たっては、払込金額の算定に当たり、考慮されるべき要素が適切に考慮されていたかを検証する必要がある。また、裁判例では、市場価格の10%程度のディスカウントであれば有利発行に該当しないと判断している事例が多く¹²⁷、実務上も、新株予約権者が負う価格下落リスクや発行条件の内容等の個別事情を考慮しつつも、10%のディスカウントにとどめることが一応の基準となっている¹²⁸。

本事案において、REV社は、上記第3の3(2)のとおり、F社に対して本新株予約権の払込価額の評価を依頼し、これに応じて同社が算定した評価額と同じ金額（1個当たり583円）を払込価額として決定した。そして、上記第3の3(1)のとおり、本新株予約権には、行使期間中に一度でもREV社の普通株式の終値が150円を下回った場合、直ちに本新株予約権を行使しなければならない旨の本強制行使条件が定めら

¹²⁵ なお、「特に有利な金額」に該当するにもかかわらず、株主総会の特別決議なしに新株予約権が発行された場合であっても、当該瑕疵は当該新株予約権発行の無効事由には当たらないと解されている（最判昭和46年7月16日判時641号97頁参照）。

¹²⁶ 東京地決平成18年6月30日判タ1220号110頁

¹²⁷ 太田洋・山本憲光・柴田寛子『新株予約権ハンドブック〔第5版〕』（商事法務、2022年）465頁

¹²⁸ 日本証券業協会『第三者割当増資の取扱に関する指針』（2010年4月）1(1)、東証『会社情報適時開示ガイドブック』（2025年4月版）77頁参照

れていたところ、F社による上記算定では、当該条件は新株予約権者であるa氏に義務を課す不利益な内容のものとして、評価額を低くする要素として考慮されていた。

一方で、本新株予約権の発行要項及び引受契約には、本新株予約権の放棄についての制限がないため、新株予約権者であるa氏は、自ら単独で放棄の意思表示をすることで、本強制行使条件で課されている義務を免れることが可能であった¹²⁹。このように、本強制行使条件は義務としての実効性が確保されていなかったにもかかわらず、F社による上記算定では、本在職条件による本強制行使条件の無効化の効果が考慮されていなかった。したがって、本新株予約権の評価額は、本強制行使条件による減額効果を考慮せずに算定していれば、より高額となっていたのではないかという疑問が生じる。

この点、上記第3の3(2)のとおり、2025年3月、a氏がF社に対して本強制行使条件の有無による評価額への影響を質問しており、同社からはa氏の辞任確率が50%の場合は1個当たり734円、辞任確率が100%の場合は1個当たり884円になる旨の回答を得ている。しかし、そもそも強制行使条件はその実効性が無効化されていたことからすると、その減額効果は考慮せずに最大値である辞任確率100%の評価額を使用すべきであったと考えられ、当初評価額である1個当たり583円は本来の価格より301円少額であり、本新株予約権全体で約1,000万円過少であった可能性が考えられる¹³⁰。これは当初評価額による新株予約権の払込額が2,000万円弱であったことに鑑みると、約34%低い価格である。

このように、本新株予約権について本強制行使条件の義務としての実効性が確保されていなかったことからすれば、実務上、10%を超えるディスカウントは有利発行に該当すると考えられていることも踏まえると、本新株予約権は「公正な払込金額よりも特に低い価額」によって発行されたものとして、有利発行に該当する可能性があると考えられる。

(3) 検討過程・手続面の問題点

ア 本新株予約権の発行について

本新株予約権の発行に関しては、上記(2)のとおり、本強制行使条件上の義務が無効化されていたことから有利発行に該当すると考えられるところ、REV社におけ

¹²⁹ なお、上記第3の3(2)のとおり、本新株予約権には、行使条件として、新株予約権者が権利行使時においてもREV社取締役等の地位にあることを求める本在職条件が定められていたため、a氏としては、同社取締役を辞任することによっても本強制行使条件で課されている義務を免れることが可能であった。

¹³⁰ a氏との質疑において、F社は「評価額が下がる最大の要因は、2025年度12月期の売上高100億という相当高いハードルを課す売上高条件である」と、本強制行使条件の影響が大きいわけではない旨のコメントをしている。

る払込価額の決定段階では、上記の論点が明示的に議論された形跡は確認できないため、その検討・決定過程の適切性に疑問が生じ得るところではある。もっとも、上記第3の3(1)及び(2)のとおり、a氏は、2024年9月頃から11月頃にかけて、B社、F社及びC法律事務所の助言を受けつつ、行使条件や払込価額を含む発行要項の内容等を仔細に検討していた上、新株予約権の払込価格は、第三者評価を受けた場合にはそれに従って決定することが実務上も一般的であるといえる。こうした事情に鑑みれば、上記のような外部専門家からも特段の懸念や指摘等が示されない状況下で、a氏を含むREV社取締役が上記論点の検討を行わなかったとしても、直ちに不適切であると断ずることはできない。ただし、本新株予約権には、本強制行使条件という、評価額を低下させ得る要素として考慮すべきかどうかの検討を要する条件が入っていたことや、これに加えて在職条件が併存するという実務上も類を見ないケースであったことを考慮すると、その点を踏まえた上で、外部専門家に対して積極的に有利発行該当性を問い合わせるなど、より慎重な対応はあり得たと考えられる。

なお、本新株予約権の発行に係る取締役決議に関しては、上記第3の3(3)のとおり、a氏は、LINEでの連絡という簡易な方法ではあるものの、取締役会開催の5日前である2024年11月16日、決議事項及び開示予定事項として本新株予約権に関する概要を他の取締役に共有した上、その後、同月21日の取締役会（開催時間は約20分）において、F社による評価額の合理性を含め、本新株予約権の発行要項が議論・決議されている¹³¹。代表取締役社長であるa氏に対する報酬という重要な議題である以上、より長期的に検討すべき事項であったとはいえるが、当該手続自体に特段の問題は窺われず、また、同日付けの適時開示についても、その時期及び内容を含め、不適切な点は確認されなかった。

イ 本新株予約権の放棄について

一般に、新株予約権の放棄は、新株予約権者の意思に基づいて行われるものであり、必ずしもこれを発行した会社において社内の議論や意思決定が求められる性質のものではない。もっとも、REV社は、a氏による本新株予約権の放棄に関して、2025年3月11日に『新株予約権の放棄に関するお知らせ』と題する適時開示を行っているところ、当該適時開示では、「当社取締役会において慎重に議論を重ねた結果、当該権利放棄・消滅を受け入れることが妥当と判断いたしました」と記載されている。

¹³¹ なお、会社法上、取締役会決議について「特別の利害関係を有する取締役」（いわゆる特別利害関係人）は、当該決議に参加することができないと定められており（同法第369条第2項）、a氏は、本新株予約権の発行に係る決議について特別利害関係人に該当すると考えられるが、2024年11月21日の取締役会ではこれを理由に当該決議に参加していないため、この点でも問題は確認されなかった。

しかし、上記第3の5(2)ウのとおり、a氏がREV社代表取締役を辞任することは、2025年2月11日頃にa氏及びb氏らの間で実質的に決定され、遅くとも同月17日以降、辞任に伴い本新株予約権を放棄することを前提とした検討が進められていたにもかかわらず、他の取締役に対しては、放棄に係る適時開示の前日である同年3月10日頃までの間、これに関して説明する機会が設けられなかった。また、同日に行われたa氏からl氏、m氏及びn氏への個別の説明においても、辞任に伴い本新株予約権を放棄する旨の方針等が簡潔に伝えられるにとどまり、詳細な説明がなされず、取締役会も開催されなかった。このような状況下、本新株予約権の放棄に関して行われた上記適時開示は、「当社取締役会において慎重に議論を重ねた」と記載されている点で客観的な事実に沿ったものとはいえ、このような開示を行ったことは不適切であったと言わざるを得ない。

3 その他

(1) 本株式交付比率決定に係る問題点

上記第3の1のとおり、REV社は、本株式交付比率を算定した2024年8月29日時点では、WeCapital社の取得価額を約75億円と見積もった上、同日時点のREV社の株価の6か月平均を基準として本株式交付比率を1:12,429と定め、いわゆる変動制株式交付比率は採用しなかった。そして、表4のとおり、同日以降のREV社の株価は大幅に上昇していたが、本株式交付計画書における本株式交付比率は変更されず、本株式譲渡契約においても上記本株式交付比率に基づき同社の交付株式数が定められ、同社の株価を踏まえて交付株式数を調整する条項等は規定されていなかった。その結果、REV社は、みなし取得日である同年9月30日時点の同社の株価（終値）を基準とした場合、WeCapital社を当初の見積もりの2倍以上に当たる約161億円で取得するに至っている。

この点、上記第3の1(5)のとおり、a氏は、本株式交付比率を決定した段階では、REV社の株価が大幅に上昇することを予想しておらず、変動制株式交付比率を採用するかについての検討を行っていなかった。また、a氏は、本株式交付計画書の公表後、REV社の株価が上昇した段階においては、WeCapital社の取得価額が当初の想定を上回ることを認識していたが、それがもたらす会計上の影響を理解していなかった上、WeCapital社株式の取得対価が現金でないことを理由に取得価額が上昇しても問題ではないと考え、本株式交付比率を変更したり、本株式譲渡契約に交付株式の調整条項を設けたりするための協議又は交渉をWeCapital社の株主との間で行わなかったばかりか、そうした協議等を行う必要性すら検討していなかった。

確かに、株式交付比率は、実務上、株式交付が対外的に公表された（株式交付計画

書の作成・決議）時点に決定されることが多く、変動制株式交付比率を採用することは必ずしも一般的とはいえない。また、株式交付の公表後に投資家が当該株式交付を肯定的に捉えた結果、交付株式の株価が上昇することは、株式市場の原理からして自然な現象であるといえる。

しかし、本事案においては、本株式交付計画書の公表後、REV 社の株価が約 2 倍にまで上昇し、a 氏もそれを認識していた上、本株式交付計画書には同計画の内容を変更することができる旨の規定が定められており、また、2024 年 8 月 30 日付けの適時開示には、算定の基礎となる条件について重要な変更が生じた場合に本株式交付比率が変更される可能性がある旨が言及されていた。

このような事実を踏まえると、たとえ a 氏が会計上の影響を理解していなかったとしても、REV 社の財務戦略部に検討を指示したり、外部専門家に助言を求めたりするなどして、株価の上昇に伴う影響を検証し、本株式交付比率の変更や調整条項に係る検討を行うべきであったと考えられる。また、取得対価が現金ではないため株価上昇は会社財産の流出には直接的には結びつかないものの、仮に交付比率の見直しを行っていれば新規株式発行数を減少させることができ、これを通じて既存株主の持分希薄化防止を通じて利益が保護できたことを鑑みても、交付比率変更の検討・交渉は行うべきであったと考えられる。

さらに、REV 社の株価が上昇し、WeCapital 社の取得価格が当初の想定を上回る可能性があるということは、本株式交付計画書を承認する REV 社の株主にとって重要な情報であるといえる。しかし、上記第 3 の 1(6)のとおり、a 氏は、2024 年 9 月 30 日の株主総会において、この点に関する説明を行っておらず、株主に対して判断材料を提供し、株主が適切な判断を行うという観点から、不適切であったと考えられる。

このように、本株式交付比率の決定に関しては、株価の上昇に伴う影響や WeCapital 社の株主との協議等の必要性を検討しなかった点、及び当該影響について株主総会で説明しなかった点において、a 氏の対応に不適切な点があったことは否定できない。

(2) 本株式交付に係る会計処理の問題点

ア 取得時の処理について

企業結合に関する会計基準第 24 項では、「市場価格のある取得企業等の株式が取得の対価として交付される場合には、取得の対価となる財の時価は、原則として、企業結合日における株価を基礎にして算定する」と規定されており、企業結合会計基準及び事業分離等会計基準に関する適用指針第 38 項においても「支払対価として取得企業の株式が交付された場合の取得の対価は、原則として、当該株式の企業

結合日における時価により算定する」と規定されている。

この点、本株式交付の効力発生日は 2024 年 10 月 11 日であるため、原則的には同日の終値を用いるべきと考えられるが、一方で、同適用指針第 117 項において、「株式交換日が株式交換完全子会社の決算日以外の日である場合には、連結会計基準に従い、株式交換日の前後いずれかの決算日（みなし取得日）に株式交換が行われたものとみなして会計処理することができる。この場合、第 38 項の企業結合日をみなし取得日と読み替える」とあり¹³²、みなし取得日である 2024 年 9 月 30 日の終値である 47 円を基礎として取得原価を算出している会社の処理については、特に指摘すべき事項はない。

ただし、上記第 3 の 1(7)のとおり、本株式交付計画書作成時点の 2024 年 8 月 30 日からみなし取得日である同年 9 月 30 日までの間に REV 社の株価が 24 円から 47 円へと約 2 倍に急上昇しており、その一方で本株式交付比率の調整が行われず同計画書記載どおりの株式数を交付したことから、基準どおりに会計処理を行った結果、取得原価は当初想定した約 75 億円を大幅に上回る約 160 億円となっている。

また、のれんの概算計上額についても、上記取得原価を基礎として受け入れた資産及び引き受けた負債の額を踏まえて算出されているため、特に指摘すべき事項はない。

イ 決算時の処理について

(ア) 減損の兆候

固定資産の減損に係る会計基準の適用指針第 76 項には、「例えば、株式の交換による企業結合において、被取得企業の時価総額を超えて多額のプレミアムの支払われたため、取得原価のうちのれんやのれん以外の無形資産に配分された金額が相対的に多額になるとときには、減損の兆候があると判定される場合もある」との記載がある。

本件においては、取得原価である約 161 億 800 万円のうち、のれんは約 159 億 7,100 万円であり、取得原価の 99.1%とその大半を占めている。したがって、2024 年 10 月期有価証券報告書「企業結合等関係注記」に記載されているように期末ののれん計上額は暫定的なものであるとはいえ、取得原価の配分がされた後も一定程度以上の高い比率を占めると推察され、当該条項に当てはまるものと考

¹³² 企業結合会計基準及び事業分離等会計基準に関する適用指針には、株式交付に係る会計処理が直接は明示されていない。しかし、同適用指針第 2 項において、本指針は代表的な組織再編の形式ごとに会計処理を提示している旨の記載がある上、株式交付は対価として取得企業の株式が発行される点において株式交換と共通していることから、本株式交付についても株式交換に関する規定に準じて処理することが適切であると考えた。

えられる。そのため、会社側は「2期連続した営業赤字」をその根拠として減損の兆候ありと判断したものの、これ以外にもその根拠が考えられ、減損の兆候ありとした会社の判断については、特に指摘すべき事項はない。

(イ) 減損の認識の判定

上記第3の1(7)のとおり、本減損判定シートによれば、2025年9月期から2029年9月期までの5年間の予測フリー・キャッシュ・フロー（以下「FCF」という。）に基づき減損の認識の判定を行っている（なお、5期目である2029年9月期は2028年9月期と同額の前提となっている）。その結果、5年間の予測FCF合計は、約223億7,100万円となり、これがのれん計上額約159億7,100万円を上回っていることから減損の認識は不要との結論に至っている。

ただし、当委員会が実施したREV社の経理担当者であるx氏へのヒアリングにおいては、同氏から、本減損判定シート作成後、検討を経て前提数値を修正した結果、7年程度で回収できるという結論としたが、当時、a氏による本株式交付に関する情報共有が直前であったこと等により決算業務が多忙であったため、本減損判定シートにその修正過程を織り込んだ最終版は作成していない旨の回答を得ている。結果として、本減損判定シートが減損の認識の判定の最終的な資料となっていないため、以下ではREV社へのヒアリング結果を加味して検討することとした。

① 基礎となる事業計画の適切性

判定の基礎となった割引前CFは、WeCapital社作成の事業計画に基づき算出した5年間の予測FCFを用いている。例えば、初年度である2025年9月期の予測FCF約16億6,400万円は、同期における予想営業利益約25億8,600万円を基礎とし、法人税等や運転資本の増減を加味して算出している。

一方で、2024年12月20日に開示された2024年10月期決算短信「1経営成績等の概況(4)今後の見通し」においては、クラウドファンディング事業の2025年9月期の見通しについて「営業収益62,477百万円、営業利益2,586百万円と記載しておりましたが、・・・2024年12月20日現在の業績予測については売上高45,224百万円、営業利益1,234百万円となっております」と、営業利益想定額を当初想定額の47.7%である約12億3,400万円まで減額している。この点を考慮すると、本減損判定シートにおける予測FCFは修正前の営業利益を用いていることから、減額修正後の営業利益を基礎とした数値へ修正する必要があるものと推察される。

この点、当委員会が実施したx氏へのヒアリングにおいては、同氏から、予

算実績差異分析を踏まえ2025年9月期は修正を行ったものの、それ以後の期は当初計画どおりとすることを監査法人と合意し、当該数値に基づき判定を行った旨の回答を得たが、2026年9月期以降の予測FCFを見直し不要とした合理的な論拠までは回答を得られなかった。ただし、本調査の過程において、同氏が今回のヒアリングを受けて作成した推測値は確認している。

② 予測FCFにおける法人税等の取り扱い

本減損判定シートの予測FCFは営業利益想定額から営業利益に対する法人税等想定額を控除した額を基に算出している。一方、固定資産の減損に係る会計基準ニ4. (5)においては、「将来キャッシュ・フローには、利息の支払額並びに法人税等の支払額及び還付額を含めない」とあり、本来は法人税支払額考慮前営業利益を用いるものと考えられる。この点を考慮すると、本減損判定シートにおける予測FCFは、法人税等考慮前の営業利益を基礎とした数値へ修正する必要があったものと考えられる。

③ 割引前CFの見積期間

本減損判定シートによれば、割引前CFは5年間の予測FCF金額を集計しているが、当委員会が実施したx氏へのヒアリングにおいては、同氏から、のれんの償却期間は10年で行うとすることを監査法人と合意できしており、前提数値の修正等に関する監査法人との議論を踏まえて検討した結果、最終的には償却予定期間である10年より短い7年程度で回収できるため減損損失の認識は不要であるとの結論に至った旨の回答を得ている。

なお、2024年10月期有価証券報告書の企業結合等関係注記においては、のれんの償却期間及び償却方法は未定となっており、10年の妥当性については不詳である。

④ 事業計画数値の達成可能性

上記第3の1(3)のとおり、株式交付に係るWeCapital社の株式の評価はDCF法により行われているが、その際に採用された割引率は、一般的に用いられるWACC（加重平均資本コスト）ではなく、ベンチャーキャピタルが採用している期待収益率を参考に50%から70%という非常に高い割引率を採用している。当該割引率については、2018年5月にAICPA¹³³から公表された評価ガイダンスを出典としており、その数値について一定の根拠はあると考えられる。しかしその一方で、このように高い割引率を採用したということは、当時からWeCapital社の計画数値の達成可能性に相当程度の不確実性・ボラティリティを認識し

¹³³ American Institute of Certified Public Accountants: 米国公認会計士協会

ていたものとも推察される。

ここで、固定資産の減損に係る会計基準24. (3)によれば、「将来キャッシュ・フローの見積金額は、生起する可能性の最も高い単一の金額又は生起する複数の将来キャッシュ・フローをそれぞれの確率で加重平均した金額とする」とされている。

当該将来CF算定に当たっては、会社が機関決定した事業計画数値を基礎とし、達成可能性に応じて必要な調整を加味することが一般的であるが、本減損判定シートにおいては、WeCapital社作成の事業計画数値を特に調整することなくそのまま使用していることから、生起する可能性の最も高い将来CFと言いつけるものではない可能性は否定できない。

⑤ 持分比率を考慮していないこと

本減損判定シートにおいては、5年間の予測CFの合計値223億7,100万円を用いて減損の認識の判定を行っているが、当該数値はWeCapital社グループ全体のCFであり、REV社の持分である54.84%を考慮していない数値である。一方で、のれんはWeCapital社グループ全体の超過収益力等のうちREV社持分相当額のみが資産計上されているため、両者を単純に比較するのではなく、持分比率考慮後の数値同士で比較を行うべきである。

この点、当委員会が実施したx氏へのヒアリングにおいては、同氏から、最終的には当該持分比率を考慮して試算を行い、その結果7年程度で回収できる判断となったとの回答を得ているが、具体的な根拠数値については確認できなかった。ただし、本調査の過程において、同氏が今回のヒアリングを受けて作成した推測値は確認している。

⑥ 比較対象がのれんのみであること

本減損判定シートによれば、WeCapital社グループに係る固定資産はのれん以外に有形固定資産4,900万円、のれん以外の無形固定資産1億600万円が存在している。本来はこれらを同一資産グループに属するものとして合算し減損の判定を行うべきであったが、減損の認識の判定に当たり割引前CFと比較しているのはのれんのみのものであった。のれん以外の固定資産の合計額が相対的に少額であるため最終的な結論への影響は小さいであろうと推察はするが、本来は全体の合計額で減損の判定を行うべきであったと考えられる。

上記のとおり、REV社は本減損判定シートを使用して減損損失計上の要否について検討は行っていないものの、上記①から⑥に記載した事項について最終的な判断を確認できる資料が作成されていないため、減損不要とした会社判断の妥当

性を詳細には検証することができなかった。

当委員会が実施したREV社へのヒアリングによれば、一定の手順を踏んで検証し減損損失認識は不要と判断したとのことであったが、決算時点において上記①から⑥に記載した事項の前提の置き方次第では、減損損失を計上すべきという結論に至っていた可能性は否定しきれない。

ウ 個別財務諸表上の処理について

WeCapital 社株式は 2024 年 9 月末時点では未上場であるが、このような会社の株式は、金融商品に関する会計基準第 21 項において「発行会社の財政状態の悪化により実質価額が著しく低下したときは、相当の減額をなし、評価差額は当期の損失として処理しなければならない」と規定されている。ただし、金融商品会計に関する実務指針第 285 項では、「なお、市場価格のない株式等であっても、子会社や関連会社等の株式については、実質価額が著しく低下したとしても、事業計画等入手して回復可能性を判定できることもあるため、回復可能性が十分な証拠によって裏付けられる場合には、期末において相当の減額をしないことも認められるとした」とされている。

本件では、個別財務諸表に計上された関係会社株式約 161 億 1,300 万円に対し、企業結合日における WeCapital 社の純資産は、約 12 億 7,700 万円（資産約 332 億 300 万円、負債約 319 億 2,500 万円）であり、企業価値の大半はのれんであると推察される。仮に当該のれんが大幅に評価を下げた場合、実質価額が著しく低下したと判断され、減損処理が必要となる可能性がある。

この点、当委員会が実施した x 氏へのヒアリングにおいては、同氏から、関係会社株式の評価に関する検討資料は作成していないものの、関連会社株式の評価は連結決算上ののれんの評価と実質的に同様であり、当減損判定シートにより減損損失の認識が不要と判断したことから、個別決算上も関係会社株式の減損は不要と判断した旨の回答を得た。すなわち、のれんの評価を連結決算で行い減損損失を認識する必要なしと判断した結果、個別財務諸表における関係会社株式の実質価額は取得時から大幅に下落していないこととなるため、関係会社株式の減損の必要性はないと判断したとのことであった。

しかし、上記(イ)のとおり、REV 社作成の本減損判定シートについては、その前提の置き方次第では減損損失を計上すべきという結論になっていた可能性があるため、その場合、個別決算書においても関係会社株式に減損処理を行う必要があった可能性がある。

第5 本事案を通じて確認されたREV社におけるガバナンス上の問題点

1 代表取締役社長としての業務執行の不適切性と意識の不足

(1) a氏による拙速な経営判断

上場会社の代表取締役社長は、株主からの信任を背景に企業経営の舵取りを行い、持続的な成長と中長期的な企業価値の実現に向けて中心的な役割を担う存在である。

「会社は社長の器以上にはならない」とも言われるように、誰が経営のトップに立つかによって企業価値は大きく左右されるものであり¹³⁴、上場会社の代表取締役社長は、短期的な株価上昇を過度に意識するのではなく、中長期的な目線で持続可能な企業成長・株価上昇を目指した経営を実践する必要がある。

この点、上記第4の1(3)、2(3)及び3(1)のとおり、a氏においては、本株式交付の実施、本株主優待及びその特例措置の導入並びに本新株予約権の廃止のそれぞれに関し、その検討過程に不十分な点があったことが指摘できる。特に本株主優待の特例措置の導入は、本株主優待をただの一度も実施することなく廃止せざるを得なくなった主要な原因であると評し得るところ、当該施策の導入は、上記第4の1(3)イのとおり、決算発表の延期や翌期業績の大幅な赤字予想の発表等を踏まえたREV社株価の急落に対し、何としても株価を維持・上昇させるとの短期的な視点から、株価刺激策として、検討開始からわずか1日程度で実施を決定したもので、著しく検討が不足しており、中長期的な企業成長との視点を欠いた場当たり的で拙速な経営判断であったと言わざるを得ない。

(2) 取締役会における審議・検討プロセスの軽視

取締役会は、代表取締役社長等の執行側による業務執行の決定及び取締役の職務の執行の監督等を行う重要な機関であり、取締役会がこのような役割を十全に果たし、取締役会において実質的な議論が行われるためには、取締役に対し事前に十分な情報提供を行うことが重要である。特に、社外取締役は社内の事前検討等に参加していないことが多いこと等を踏まえると、取締役会において社外取締役を含む取締役間で実質的な議論が行われるためには、執行側において取締役会事務局等を活用しながら、事前に十分な準備を行った上、取締役会の数日前に事前に資料を共有したり、取締役会の前に議案の説明を行ったりするなど、取締役間のコミュニケーションの

¹³⁴ 経済産業省『コーポレートガバナンス・システムに関する実務指針』（2022年7月19日、以下「CGSガイドライン」という。）41頁参照

充実を図るための取組みを行うべきである¹³⁵。

この点、本調査では、a 氏において、取締役会における慎重な審議・判断のプロセスの重要性や取締役会事務局の機能等を軽視していたと言わざるを得ない状況が確認された。すなわち、REV 社の取締役会規程では、「取締役会の招集については、開催日の 3 日前までに各取締役及び各監査等委員である各取締役に対してその通知をする」と定められているにもかかわらず（同規程第 7 条第 1 項）、本事案では、上記第 4 の 1(3)及び 2(3)のとおり、本株主優待に係る一連の取締役会決議や、本新株予約権の放棄に係る取締役会決議内容の検討に当たり、a 氏から他の取締役に対する議案及び資料等の共有は、前日等の直前になるまで行われておらず、取締役会に対する事前の資料の共有や議案の説明が十分に行われていなかった¹³⁶。このように、本事案においては、そもそも上記規程が遵守されていない状況にあったが、本株主優待や本新株予約権については、REV 社のレピュテーション等にも重大な影響を与え得る重要施策であったことに鑑みれば、上記規程における「開催日の 3 日前」の定めにかかわらず、a 氏において、他の取締役に対し事前に十分な情報共有を行い、コミュニケーションを図ることが望ましかったといえる。

また、REV 社の取締役会規程では、「取締役会に事務局を置き、財務戦略部がこれに当たる」と規定されているものの（同規程第 14 条）、実際には a 氏自らが招集通知や会議資料を LINE で共有したり、財務戦略部長である x 氏に対して本株式交付の対象会社名を適時開示の直前に伝えたりするなどの状況が確認されており、事務局を通じた取締役会の円滑かつ適切な運営はおよそ履践されておらず、また、a 氏において、それを実践しようとの意欲も窺われない状況にあったといえる¹³⁷。

(3) 内部統制への意識の希薄さ

会社法上、監査等委員会設置会社においては、内部統制システムの整備決定が取締役会の職務として定められている（同法第 399 条の 13 第 1 項第 1 号ハ）。内部統制システムの整備は、適切なコンプライアンスの確保とリスクテイクの裏付けとなり得るものであり、取締役会は当該体制を適切に構築し、内部監査部門を活用しつつ、

¹³⁵ CGS ガイドライン 23 頁参照

¹³⁶ 上記規程では、招集通知の期間について、「緊急の必要あるときは、この期間を短縮することができる」と定められているところ（同規程第 7 条第 1 項但書）、本株主優待の特例措置に関しては、2024 年 12 月 23 日の決算発表による株価の下落を踏まえて、a 氏がその導入を決意したという経緯に照らし、「緊急の必要」があったと評価することも不可能ではないものの、その他の施策については、取締役会の前日になって初めて情報共有をする合理的な理由は確認できないといえる。

¹³⁷ x 氏は、a 氏には最終的に管理部門がなんとかしてくれるだろうという意識で管理部門に対する十分な確認や情報共有もなく物事を進める傾向があり、取締役会決議事項に関する連絡が前日になってようやくなされるといった異常な事態が繰り返し起きていた旨を供述している。

その運用状況を監督すべきであるとされている¹³⁸。そのため、取締役は、内部監査部門との間で適切にコミュニケーションを図り、内部監査部門が実効的な機能を発揮できる体制を実質的に構築することが重要であると考えられる。

この点、a氏は、REV社で内部監査の計画立案、実施、報告に関する一切の事項等を管掌していた¹³⁹同社内部統制室に対しても、本事案やその法的リスク等に係る情報を適時に共有していなかった。そして、その結果として、同室による内部監査や内部統制に関するレビュー等において本事案に係る指摘がなされることもなかった¹⁴⁰。

このような状況を踏まえ、内部統制室長のy氏は、REV社では内部統制の統括責任者であるべき経営者が内部統制を蔑ろにしているとの認識を有していた旨を供述しており、これらの事情を踏まえると、a氏においては、REV社の内部統制に対する意識も希薄だったと言わざるを得ない。

2 取締役会及び監査等委員による監視・監督の不徹底

(1) REV社のガバナンス上の問題点を指摘・改善できなかったこと

会社法上、取締役会は会社の業務執行を監督する地位にあり（同法第399条の13条第1項第2号）、このような地位にある取締役会の構成員である個々の取締役は、他の取締役が法令等に違反することなく適正に職務を行うことについて監視・監督する義務を負っている¹⁴¹。ここで、取締役会による「監督」とは、単に経営陣の業務執行にブレーキを掛けたり、不祥事を発見することだけではなく、適切なリスクテイクを後押ししたり、社内の経営改革を後押しすることも含むものと考えられている¹⁴²。取締役会及び各取締役においては、このような適切なリスクテイク等を支える環境整備を行うことを自らの主要な役割・責務の一つと捉え、例えば、経営陣から実施しようとする施策の提案等を受ける際には、健全な企業家精神に基づくものとしてこれを歓迎する一方、当該提案に関する説明責任が尽くされるよう、そうした提案につき独立した客観的な立場から多角的かつ十分な検討を行うべきである¹⁴³。

¹³⁸ 東証『コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～』（2021年6月11日、以下「CGC」という。）原則4-3④参照

¹³⁹ 「組織及び業務分掌規程」別紙2

¹⁴⁰ なお、内部統制室は、監査等委員と3か月ごとに意見交換会を開催しており、2025年1月16日の意見交換会では、a氏の業務執行における改善点として「余裕のあるM&Aスケジュール」や「前広な情報提供」等を要請していた。上記要請は、2025年1月20日、内部統制室からa氏に上記意見交換会の議事録が送付される形で伝えられるなど、内部統制室として、a氏の業務執行の改善を図ろうとしていたが、最終的に改善には至らなかった。

¹⁴¹ 岩原紳作編『会社法コンメンタール7 機関(1)』（商事法務、2013年）426-427頁、最判昭和48年5月22日民集27巻5号655頁参照

¹⁴² CGSガイドライン11頁参照

¹⁴³ CGC原則4-2

さらに、社外取締役には、とりわけ経営陣から独立した立場で業務執行の監督を行うことが期待されており、そのような監督を行うに当たっては、少数株主を含む全ての株主に共通する株主共同の利益を代弁するような立場にある者としてその職務を全うすることも期待されている¹⁴⁴。このような観点から、社外取締役は、経営陣に対して遠慮せず、忸度なく発言・行動することを常に心がけるべきであり¹⁴⁵、経営陣に説明責任を果たさせるため、例えば、経営陣の方針が社内だけでの論理に陥っていないか、社内の常識だけで判断されていないかといった観点から、自らの知見に基づき気が付く点があるのであれば、質問を投げかけるなどの行動に出るべきである¹⁴⁶。

以上の取締役会による監督の意義及び各取締役が果たすべき監視・監督義務、なかでも社外取締役に期待される役割等を踏まえれば、REV社の監査等委員を含む各取締役は、代表取締役であるa氏による適正な業務執行を可能とする環境整備のため、会社のガバナンス上の問題点を認識した際には、忌憚のない意見を出すなどして、適正な体制の構築に向けて行動すべきであったといえる。

しかしながら、本事案において、REV社取締役らが、本株主優待や本新株予約権について取締役会決議に至るまでに十分な議論を尽くしていなかったことは上記第4のとおりである。確かに、上記1のとおり、a氏が取締役会における審議を軽視していたために、a氏以外の取締役が決議事項の検討に十分な時間を確保しにくい状況にあったことは否定できないが、一方で、a氏以外の取締役が当該状況の改善に向けた適切な対応を行ったことも認められない。そのため、とりわけ社外取締役たる監査等委員の1氏、m氏及びn氏については、会社から独立した客観的な立場から、また、株主の共同利益を代表するような立場から、忸度せずにREV社の問題点を指摘し、経営陣に説明を尽くさせたり、経営体制の刷新を提案したりするなどの役割が期待される立場であったにもかかわらず、このような行動を十分にとれていなかったといえ、取締役としての監視・監督義務を尽くすという観点からは、不十分であったことを否定し難い。

(2) 一部の取締役には監視・監督義務を負う取締役としての自覚が乏しかったこと

上記(1)のとおり、各取締役が他の取締役の業務執行を監視・監督する義務を負っている以上、個々の取締役によって精通している分野が異なり、ある事柄に対する知見の豊富さ等に差異があるとしても、自身の専門外であるからといって監視・監督義務を免れるものではなく、各取締役がその責務を果たすべく、他の取締役の職務執行の適正を監視・監督すべきである。また、そのような監視・監督を行うための基礎的

¹⁴⁴ 経済産業省『社外取締役の在り方に関する実務指針(社外取締役ガイドライン)』(2020年7月31日、以下「社外取締役ガイドライン」という。) 15頁

¹⁴⁵ 社外取締役ガイドライン 21頁

¹⁴⁶ CGS ガイドライン 59頁

な知見が不足している場合には、これを補うための研鑽に努める必要がある。

なお、社外取締役としての資質等に関し、各社外取締役には、会社経営の経験者としての目線からの意見が期待される場合や、特定の事業分野等に関する専門知的な知見に基づく意見が期待される場合など、様々な場合があると思われる。他方で、社外取締役には、ベースとなる資質として、財務・会計・法務を含め、企業経営に関する基礎的な知識・知見を有していることなど、全上場会社・全社外取締役に共通する、いわばミニマム・スタンダードとして必要な最低限のリテラシーが求められている¹⁴⁷。そのため、例えば、リスク管理やコンプライアンスの観点からは、社会課題の変化に応じて頻繁に変更されるハードローやソフトローについて知識をアップデートするために主体的に研修を受講するなど、不断の自己研鑽を行う努力も求められているといえる¹⁴⁸。

この点、REV社においては、k氏、l氏、m氏及びn氏が取締役として選任され、取締役会に出席して決議を行うなどしていた。また、l氏、m氏及びn氏は、社外取締役であるとともに、監査等委員として監査等委員会も開催するなどしていた。そして、本株主優待及びその特例措置の導入並びに本新株予約権の発行については、主として、M&A案件等の経験を有する弁護士であるl氏及び証券会社でのM&Aアドバイザー業務等の経験を有するn氏が専門的な知見を有する取締役であり、上記第4のとおり、一部の指摘については不十分な点があったことは否定できないものの、他の取締役に比して積極的に検討・議論を行い、a氏への意見、指摘等も行ってきたといえる。

他方、不動産の購入販売等を主たる業務とするk氏は、本株主優待の導入について、専門的な知見がなく、a氏の言っていることを信賴していることを理由に賛成したり、本新株予約権の発行についても、同様に専門的な知見がないため他の取締役に任せなどしており、a氏の業務執行を監視・監督しようとする姿勢に乏しかったと指摘せざるを得ない。

また、デザイン関連業務を専門とするm氏は、専門外の事項については、自身の知見の乏しさ等を理由に、a氏の提案の意義や適正性について十分に理解しないまま決議に応じたり、他2名の監査等委員の判断に委ねる側面が強かった。こういった側面は、例えば、2024年7月にWeCapital社の子会社化に関する説明を受けた際、ヤマワケエステート社の実質利回り等について指摘する一方、不動産投資関係については門外漢である自身としては、a氏の好きなようにすればよいと思う旨の意見を述べたり、本株主優待の導入についても、a氏とn氏のやり取りを傍観するのみで、株主が喜ぶのであれば良い話であると安易に考えて賛成したり、本新株予約権については、a氏から説明を受けたが、内容が理解できないまま、a氏の言うとおりに賛成するなどしている点からも認められる。

¹⁴⁷ CGS ガイドライン 62、63 頁

¹⁴⁸ 社外取締役ガイドライン 45 頁

上記のとおり各取締役が監視・義務を負っている以上、専門性のある取締役の説明等を信頼することが許容される場合があるとしても、施策の具体的内容や、これに伴う種々のリスクについての理解に努める姿勢が見受けられない点は、監視・監督義務を負う取締役としての自覚に乏しいと言わざるを得ず、REV社のガバナンス上の問題の一つとして指摘できる。

3 主要株主による経営判断への影響力の行使

会社法上、株式会社ではいわゆる「所有と経営の分離」の原則が採用されており、株主が株主総会を通じて一定の重要事項を決定するほか、取締役を選任してこれに経営を委嘱することで、経営の健全性と合理性を確保しようとしている（同法第326条第1項、第331条第2項、第402条第5項参照）。もっとも、株主は会社の実質的な主権者であり、会社の重要なステークホルダーであるから、会社は株主利益の最大化を目的として経営を行うことが原則であり、株主総会の場以外においても取締役が株主との建設的な対話を通じてその関心に注意を払うことは重要といえる。

そして、このことは、上場会社においても何ら変わるところはない。株主と平素から建設的な対話を行い、具体的な経営戦略や経営計画等に対する理解を得るとともに、懸念があれば適切に対応を講じることは、経営の正統性の基盤を強化し、持続的な成長に向けた取組みに邁進する上で極めて有益である¹⁴⁹。一方で、そうした建設的な対話を超えて、株主が、上場会社の取締役会における意思決定の独立性を阻害し、又は自身の影響力を行使して経営に過度に関与することは、実質的に見て役員と同様の経営関与と評し得るものである。株主はあくまで有限責任のみを負い、会社及び他の株主に対する任務懈怠責任（会社法第423条第1項、第429条第1項）を直接に問われない地位にある以上、株主が経営に過度に関与することは、所有と経営の分離の原則の趣旨に照らし、上場会社と株主との関係性として健全とはいえないと考えられる¹⁵⁰。

この点、b氏は、本株主優待の導入や本新株予約権の発行に関し、a氏以外のREV社取締役に自らの意向を直接伝えたことはなく、同社取締役会に参加して経営の意思決定に加わることもなければ、「会長」やオブザーバーとして出席するなどして取締役会や監査等委員会の場で同社の取締役に圧力をかけたりしたこともなかったものであり、株主たるF01社の代表社員としての立場を超えて、REV社取締役会における意思決定の独立性を阻害していたとまではいえない¹⁵¹。

一方で、b氏は、上記第2の2のとおり、j氏から紹介されたa氏を代表取締役候補者とし、当初代表取締役候補であったo氏を候補者選定の公表後に代表取締役候補から外す

¹⁴⁹ CGC 基本原則 5、CGS ガイドライン 60 頁

¹⁵⁰ 経済産業省『グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針』（2019年6月28日）127頁参照

¹⁵¹ 本調査では、b氏の意向を踏まえてa氏が取締役会に上程した議案が他の取締役の反対を受けて取り下げられるなど、b氏の意向に沿わない会社の意思決定が行われたことも確認されている。

などしてREV社の経営体制を刷新するなど、同社の経営に対し、単なる一株主の代表社員ではとどまらない影響力を有していた^{152, 153}。このほかにも、b氏は、REV社において何らの役職にも就いていないにもかかわらず、同社の役員及び従業員から「会長」と呼ばれ¹⁵⁴、実際に同社の「名誉会長」又は「会長」の肩書が印刷された名刺がa氏の指示の下で作成されていた¹⁵⁵。また、b氏は、月に3回ないし10回程度の頻度¹⁵⁶で同社のオフィスを訪問していたところ、その際には当該オフィスの一画にある特定の個室を使用しており¹⁵⁷、当該個室は同社の役員及び従業員から「会長室」と呼ばれていた¹⁵⁸。加えて、b氏は、特にa氏との間では、REV社の経営に関する事項について、LINE等を用いてほぼ毎日のようにやり取りをするなど、緊密にコミュニケーションをとっており、a氏における経営方針の検討に関与し続けていた¹⁵⁹。

このような状況を踏まえ、a氏は、b氏の意向は絶対であり、同氏の意向を無視したり、承認を得ることなくREV社としての経営判断を行うことはできないと認識していた旨を供述しており¹⁶⁰、実際に各種施策を取締役会に上程するに当たっては、基本的に同氏の事前の承認を得ていたことが認められる。また、監査等委員である社外取締役も、上

¹⁵² F01社は、2023年5月、b氏や当時のREV社の代表取締役であるc氏らがREV社の買収のみを目的として設立した合同会社であるところ、不動産売買業の経験が豊富なb氏は、c氏から、REV社の不動産事業経営について助言をしてほしい旨を依頼されていた。また、2024年6月27日には、REV社とF01社との間で、REV社への経営指導業務、金融機関の紹介業務、投資物件の調査検討業務等をF01社に委託することを内容とする業務委託契約（以下「本業務委託契約」という。）が締結されており、こうした経緯から、b氏は、本TOBの完了以降、REV社の経営に関与するようになり、その経営関与は、本株式交付によってF01社のREV社持株比率が約37%まで低下した後も継続して行われていた。

¹⁵³ なお、k氏は、他のF01社の関係者がREV社の経営に関与することはなかった旨を供述している。

¹⁵⁴ b氏は、他の会社で会長職に就いていたことがあったため、REV社でも最初から「会長」と呼ばれるようになったが、自分からそう呼ぶように指示したことはない旨を供述している。

¹⁵⁵ a氏は、2023年10月16日付けの電子メールにおいて、e氏及びo氏に対し、b氏からREV社名義の名刺を作成してほしい旨の依頼を受けたため、「名誉会長」の肩書で名刺を発行することを相談している。また、a氏は、2024年10月6日付けの電子メールにおいて、外部業者に対し、「会長」の肩書でb氏の名刺を300部発注している。

¹⁵⁶ 2024年であれば、1月及び2月に各6回、3月及び4月に各5回、5月に10回、6月に3回、7月及び8月に各4回、9月に8回、10月に7回、11月に10回、12月に6回、REV社に訪問している。

¹⁵⁷ b氏は、不動産物件の売主や仲介業者、金融機関との面談等のために上記個室を使用していた旨を供述している。なお、b氏が当該個室を使用していない場合、他の役員及び従業員が会議等で当該個室を使用することもあった。

¹⁵⁸ 社内の文書では、遅くとも2023年11月2日時点で「会長室」という名称が使用されている。また、同年12月頃には、a氏がb氏をCCに入れて外部業者との間で「b会長室」を含めた同社オフィス内のレイアウト変更に関する電子メールでのやり取りをしており、2024年1月時点のレイアウト図面には「会長室」と明記されている。

¹⁵⁹ ただし、上記のとおり、REV社とF01社との間では、2024年6月27日付けで本業務委託契約が締結されているため、b氏によるa氏とのコミュニケーションやREV社の経営への関与は、株主としての立場のみから行われていたものとまではいえない。

¹⁶⁰ 本調査では、b氏とa氏が参加していた会議の録音データにおいて、b氏が、a氏に対する発言ではないものの、「もう頭きとるから、こいつもう殺してもうたる」などと強い口調で威圧的な表現を用いていたことも確認されており、こうした状況も、b氏の意向を無視できないとa氏において感じていた一要因となっていたと考えられる。

記のようにa氏がb氏の意向を無視できないと感じていた様子を度々目にしており¹⁶¹、それに加えて自身らも、業務を遂行するに際してb氏の意向を無視することはできないと感じていた旨を供述している¹⁶²。

特に、本事案との関係では、上記第3の5(2)のとおり、2025年2月11日頃に開催された本会議の録音データから、b氏が本株主優待の廃止をa氏に指示したことが窺われるとともに、「お前今日代表者解任やし取締役も解任するからお前。何の権利もないでお前。何もないよお前、そんないう。あとの残務整理をやな、粛々とやって。そのみや。もうヤマワケの取締役も辞任せいや。せえへんのやったら今日で解任さす。辞任でええか。」などと強い口調でa氏に代表取締役の辞任を迫っていることも確認できる。そして、その後REV社では、実際に本新株予約権の放棄を含めて、b氏による指示内容に沿うように対応が進められていたと認められる^{163, 164}。

これらの事情に鑑みると、b氏は、a氏を含むREV社取締役に対して強い影響力を有していたと考えられ、特に本事案のうち、本株主優待の廃止、a氏の代表取締役辞任及び本新株予約権の放棄に関しては、上場会社と株主との間の建設的な対話を超えて、REV社の経営に過度に関与していたと評し得るものであり、b氏とREV社との関係性は、上場会社と株主との関係性として健全とはいえなかった側面があることは否定できない。

¹⁶¹ m氏は、a氏がb氏の意見は絶対であると考えて行動していたように思う旨を供述している。また、n氏は、取締役会において、a氏が「大変なんですよ」とか「僕の状況もわかってもらえると助かります」などと発言していたことから、議案に関し、b氏の意向が反映されていると考えていた旨を供述している。

¹⁶² 例えば、監査等委員のうち一名は、a氏を通してb氏のプレッシャーを感じており、b氏の意見を一定程度尊重しなければ「事故が起きる」という意識があった旨を供述している。

¹⁶³ なお、b氏はREV社の筆頭株主であるF01社の代表社員であることから、a氏からb氏への本株主優待の廃止や本新株予約権の放棄に関する情報の伝達が、金商法上のフェア・ディスクロージャー・ルールの対象となり、REV社は、当該伝達と同時に本株主優待の廃止や本新株予約権の放棄に関する情報を公表しなければならなかったかどうか（同法第27条の36第1項）も問題となり得る。この点、本株主優待の廃止や本新株予約権の放棄に関する情報は、上場会社であるREV社の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であって、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすものであり、上記ルール上の「重要情報」に該当する可能性は否定できない。もっとも、b氏への当該情報伝達に上記ルールが適用されるためには、当該情報伝達がREV社の「投資者に対する広報に係る業務に関して」行われたことが要件となる（同項第2号、金融商品取引法第二章の六の規定による重要情報の公表に関する内閣府令第7条第1号）、上記のとおり、REV社とF01社との間では、2024年6月27日付け本業務委託契約が締結されていることを踏まえると、当該情報伝達は、F01社によるREV社への経営指導のために行われたものであり、「投資者に対する広報に係る業務に関して」行われたものではないとの評価があり得る（『金融商品取引法第27条の36の規定に関する留意事項について（フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン）』に対するパブリックコメントの結果等について）（2018年2月6日公表）22番参照）。

¹⁶⁴ 上記第3の5(2)のとおり、本株主優待の廃止、a氏の代表取締役辞任及び本新株予約権の放棄に関しては、2025年3月11日付けの適時開示に先立ち、a氏から他の取締役に対して情報共有がなされ、各取締役に反対の意向がないこと自体は確認されている。しかし、b氏がこれらについて指示した本会議には、そもそもa氏以外の取締役が参加していなかったものであり、その後、上記適時開示に際しても、各事項について正式な取締役会決議が経られていなかった。

第6 当委員会による提言

1 中長期的な企業価値を見据えた経営の実践

上記第3のとおり、本事案においてREV社が行った本株式交付、本株主優待及びその特例措置の導入並びに本新株予約権の交付は、半年以内という極めて短期間に実施されたものであり、各施策のいずれも、REV社の株価をいかに上昇させるかとの考えを背景に、実施・導入が検討されていたものであった。そして、本事案では、REV社の決算発表の延期や翌期業績の大幅な赤字予想の発表等を踏まえたREV社株価の急落に対し、株価刺激策として、検討開始からわずか1日程度で実施を決定した本株主優待の特例措置が、最終的にREV社において本株主優待を実施不可能な状況に陥らせ、本株主優待の廃止に繋がったものと評価できる。

上場会社が、自社株式の株価の上昇を目指し、各種経営判断を行い、経営方針を策定することそれ自体は何ら問題ではない。しかし、企業本来の事業の成長により、株価の上昇を目指すというのではなく、株価刺激策に頼るなど、短期的な株価上昇を過度に意識し、偏重することは、拙速な経営判断を招くとともに、企業価値の上昇に直結せず、かえって株価の低迷を招くおそれがあることもまた否定できないのであって、本事案における本株主優待の特例措置の導入は、まさにその典型といえるものであった。

そこで、REV社においては、今後、経営方針の決定・経営判断の実践に当たり、短期的な視点に囚われすぎず、また、株価刺激策といった一時的な策に頼るのではなく、持続的な成長や社会的責任を重視した、地に足のついた経営が実践されるべきであり、中長期的な目線で企業の成長を実現できるよう、企業としての経営方針を今一度見直すことが必要であるといえる¹⁶⁵。

2 取締役会及び監査等委員による監視・監督の実効性の確保

上記第4の1(3)、2(3)、第5の1及び2のとおり、REV社では、取締役会における審議・検討プロセスが十分に経られないままに、重要な経営判断が行われていた。その背景には、こうした慎重な審議・検討プロセスをa氏が軽視していたことや、取締役会や社外取締役もこうしたガバナンス上の不備を改善させることができず、一部の取締役に至っては監視・監督機能を有する存在としての自覚すらも欠いていたことがあったといえる。

そこで、今後のREV社取締役会においては、まず、取締役へ事前に十分な情報提供を

¹⁶⁵ 企業としての経営方針の転換を実現するに当たっては、既存の経営体制を再構築することも検討に値する。もっとも、本事案でREV社の経営判断の中心を担ったa氏は既にREV社の代表取締役を辞任していることから、経営方針の見直しは今後実現しやすい状況にあると思われる。

行うようにするとともに、上程される議案に関する検討時間を十分に確保するための体制を確保することが必要であると考えられる。そのために、取締役会の事務局機能を強化するとともに、取締役会規程を改めて見直し、規程に沿った運用を徹底するようにすべきである。

加えて、取締役自身が、取締役会の監視・監督機能の重要性と共に自身の職責を自覚し、議案の適否について真摯に検討した上、目的意識を持って、業界に関する知見、会社の経営資源の状況、同業他社の状況、業績の進捗状況等、様々な情報の収集に努める必要がある。

また、REV社では、取締役会の実効性評価機関は設置されていなかったが、当該機関があれば、審議・検討プロセスが軽視されていた取締役会の運営を問題視し、状況の改善を図ることができていた可能性もある。そのため、取締役会の実効性評価機関の設置も検討に値するものであり、少なくとも、取締役会自体が、実効性評価を定期的実施することが望ましいと考える。同様に、監査等委員会も、取締役の職務執行の監督を担う重要な組織であるところ、REV社には、常勤監査等委員が設置されておらず、その結果として、監査等委員である取締役がREV社内の情報に接しにくい状況にあったことは否めない。そのため、REV社取締役会の監督機能が、一定の水準に達するまでの間、常勤の監査等委員を設置することも検討に値すると考えられる。

3 主要株主等との関係性の見直し

上記第5の3のとおり、REV社では、本事案の一部において、主要株主が、REV社に対して有した影響力を行使しながら、REV社の経営に過度に関与していたと評し得る状況にあった。

上場会社には、少数株主含め多数のステークホルダーが存在しており、こうしたステークホルダーとの適切な協働を欠いては、その持続的な成長を実現することは困難である。上記第5の3でも述べたとおり、株主は、実質的な主権者として、会社の重要なステークホルダーと位置付けられるのであるから、株主総会の場以外においても取締役が株主との対話を通じてその関心に注意を払うことは重要であるが、建設的な対話を超えた過度の関与に対しては、是正の必要があると考えられる。

そこで、REV社においては、今後、上記1及び2で記載した事項の実践を通じ、上場会社として備えるべきガバナンス体制を強化するとともに、主要株主との間で建設的な対話と適切な関係性を構築していくことが必要であると考えられる。

一方で、b氏に関しては、現時点でも、REV社の経営に一定程度関与している上、同社の事業運営に貢献していることも否定できない。そうした現状も踏まえると、REV社においては、今後、株主総会での賛同が得られることを前提として、主要株主自身が取締役に就任し、取締役としての法的な権限と責任をもって、経営に主体的に関与していく

ことも、選択肢の一つとして否定されるべきものではないと考えられる。もっとも、そのような経営体制を採用するのであれば、少数株主の利益の保護を十分に図ることができる体制を構築することが必要であり、例えば知識と経験が豊富な独立社外取締役を取締役会構成員の過半数になるように選任するなどして、執行側の取締役と独立社外取締役の影響力のバランスを適切に維持するとともに、その職務環境の整備にも十分に配慮していくことが必要であるといえる。

以 上

フォレンジック調査の対象一覧

氏名	種類	期間
a 氏	会社メール	2023 年 9 月 10 日から 2025 年 3 月 31 日
	会社 Teams	2023 年 9 月 10 日から 2025 年 3 月 31 日
	One Drive	2023 年 9 月 10 日から 2025 年 3 月 31 日
	LINE ¹⁶⁶	保全時に確認可能であった全期間
	Signal	保全時に確認可能であった全期間
k 氏	会社メール	2023 年 10 月 10 日から 2025 年 3 月 31 日
	会社 Teams	2023 年 10 月 10 日から 2025 年 3 月 31 日
	One Drive	2023 年 10 月 10 日から 2025 年 3 月 31 日
l 氏	会社メール	2024 年 1 月 25 日から 2025 年 3 月 31 日
	会社 Teams	2024 年 1 月 25 日から 2025 年 3 月 31 日
	One Drive	2024 年 1 月 25 日から 2025 年 3 月 31 日
	LINE	保全時に確認可能であった全期間
m 氏	会社メール	2024 年 1 月 25 日から 2025 年 3 月 31 日
	会社 Teams	2024 年 1 月 25 日から 2025 年 3 月 31 日
	One Drive	2024 年 1 月 25 日から 2025 年 3 月 31 日
n 氏	会社メール	2024 年 1 月 25 日から 2025 年 3 月 31 日
	会社 Teams	2024 年 1 月 25 日から 2025 年 3 月 31 日
	One Drive	2024 年 1 月 25 日から 2025 年 3 月 31 日
e 氏	会社メール	2023 年 8 月 1 日から 2024 年 12 月 31 日
	会社 Teams	2023 年 8 月 1 日から 2024 年 12 月 31 日
	One Drive	2023 年 8 月 1 日から 2024 年 12 月 31 日

¹⁶⁶ 本事案に関連するものとして本人又は当委員会が指定した関係者・グループに限る。以下、LINE 及び Signal について同じ。

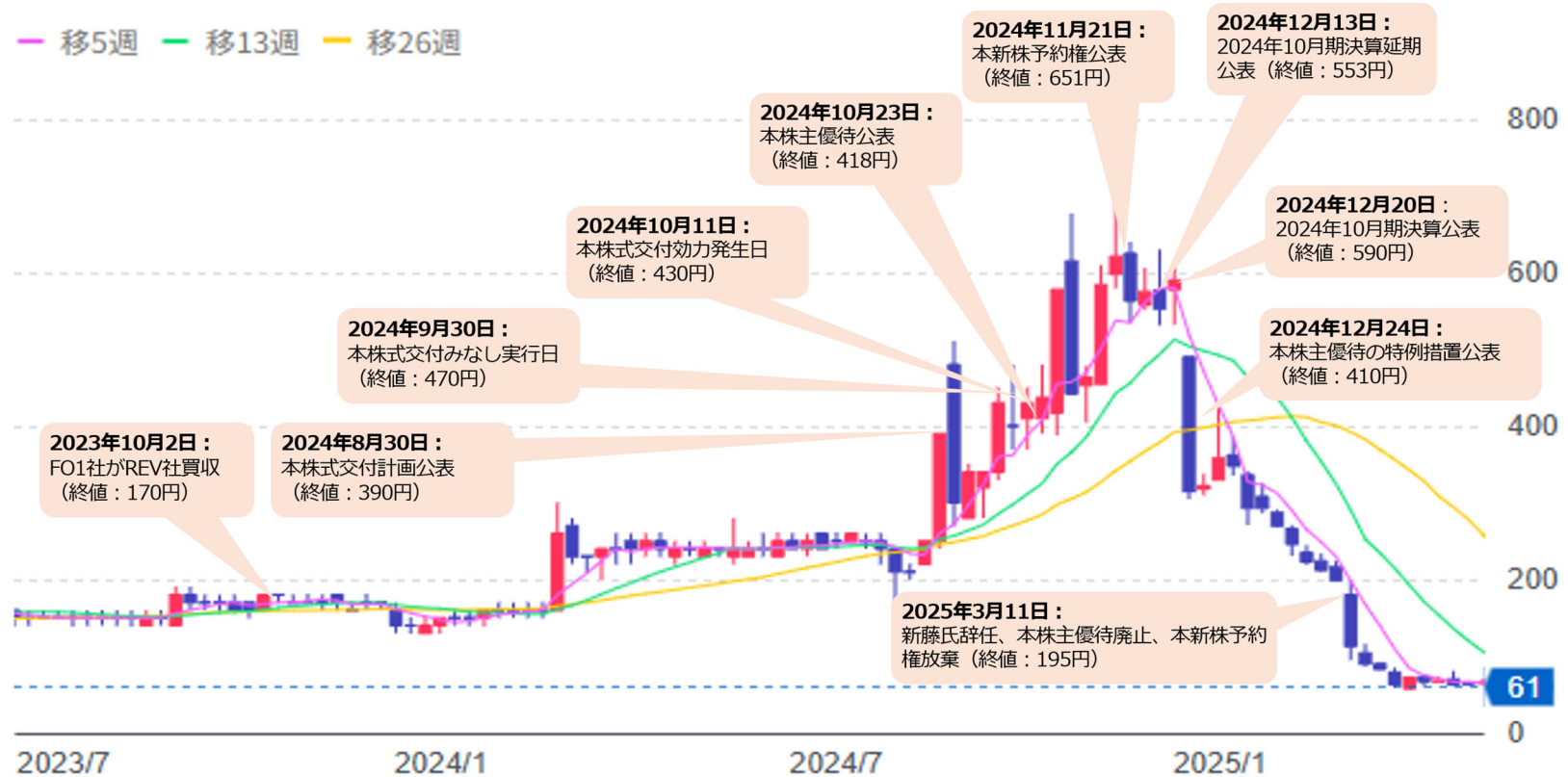
q 氏	会社メール	2024 年 11 月 20 日から 2025 年 3 月 31 日
	会社 Teams	2024 年 11 月 20 日から 2025 年 3 月 31 日
	One Drive	2024 年 11 月 20 日から 2025 年 3 月 31 日
	モバイル端末情報	2024 年 11 月 20 日から 2025 年 3 月 31 日
	LINE	保全時に確認可能であった全期間
b 氏	会社メール	2024 年 6 月 12 日から 2025 年 3 月 31 日
	会社 Teams	2024 年 6 月 12 日から 2025 年 3 月 31 日
	One Drive	2024 年 6 月 12 日から 2025 年 3 月 31 日

ヒアリング対象者一覧

ヒアリング日	氏名	所属会社・役職
2025 年 4 月 15 日 (火)	e 氏	株式会社 REVOLUTION 元管理本部長
2025 年 4 月 22 日 (火)	l 氏	株式会社 REVOLUTION 取締役 (監査等委員)
2025 年 4 月 24 日 (木)	a 氏	株式会社 REVOLUTION 元代表取締役社長
2025 年 4 月 30 日 (水)	a 氏	株式会社 REVOLUTION 元代表取締役社長
2025 年 5 月 7 日 (水)	m 氏	株式会社 REVOLUTION 取締役 (監査等委員)
2025 年 5 月 8 日 (木)	n 氏	株式会社 REVOLUTION 取締役 (監査等委員)
2025 年 5 月 12 日 (月)	z 氏	G 事務所 代表
2025 年 5 月 22 日 (木)	r 氏	WeCapital 株式会社 元取締役
2025 年 5 月 23 日 (金)	s 氏	WeCapital 株式会社 取締役
2025 年 5 月 28 日 (水)	k 氏	株式会社 REVOLUTION 代表取締役社長
2025 年 5 月 29 日 (木)	q 氏	株式会社 REVOLUTION 執行役員 CFO
2025 年 6 月 5 日 (木)	y 氏	株式会社 REVOLUTION 内部統制室長
2025 年 6 月 12 日 (木)	p 氏	WeCapital 株式会社 元代表取締役社長

ヒアリング日	氏名	所属会社・役職
2025 年 6 月 23 日 (月)	a 氏	株式会社 REVOLUTION 元代表取締役社長
2025 年 6 月 24 日 (火)	b 氏	合同会社 F01 代表社員
2025 年 6 月 30 日 (月)	x 氏	株式会社 REVOLUTION 財務戦略部長
2025 年 7 月 2 日 (水)	aa 会計士	H 監査法人 公認会計士
2025 年 7 月 7 日 (月)	a 氏	株式会社 REVOLUTION 元代表取締役社長

本事案における REV 社株価の推移*



* Yahoo!ファイナンス「(株)REVOLUTIONの株価チャート」(<https://finance.yahoo.co.jp/quote/8894.T/chart> (最終アクセス日 2025年7月10日)) を加工して作成