

2023年3月7日

各位

会社名 株式会社アイ・アールジャパンホールディングス
代表者名 代表取締役社長・CEO 寺下史郎
(コード番号: 6035、東証プライム)
問合せ先 取締役 藤原 豊
経営企画部長
(TEL. 03-3519-6750)

第三者委員会の調査報告書受領に関するお知らせ

当社は、2022年11月14日付「第三者委員会設置に関するお知らせ」及び同年12月8日付「(開示事項の経過)第三者委員会委員の決定、委嘱事項(調査の対象・範囲)及び調査結果の開示時期に関するお知らせ」にて公表いたしましたとおり、当社から独立した中立・公正な外部専門家のみで構成された第三者委員会を設置し、調査を実施致しました。

本日、第三者委員会より調査報告書を受領いたしましたので、下記のとおりお知らせいたします。

記

1. 第三者委員会の調査結果

第三者委員会の調査結果につきましては、添付の「調査報告書(公表版)」をご覧ください。

なお、調査報告書(公表版)につきましては、プライバシー及び機密情報保護等の観点から部分的な非開示措置を施しております。

2. 今後の対応について

当社は、第三者委員会の調査結果及び提言を真摯に受け止め、当社体制の改善策を策定し、実行してまいります。具体的な改善策につきましては、今月中を目途に改めて公表させていただきます。

お客様をはじめ関係者の皆様には多大なご迷惑とご心配をおかけしておりますことを心よりお詫び申し上げます。

以上

株式会社アイ・アールジャパンホールディングス
取締役会 御中

調査報告書 (公表版)

2023年3月7日

第三者委員会

委員長 山口 利昭

副委員長 竹内 朗

委員 渡辺 徹

委員 戸澤 晃広

(公表版の作成要領)

当委員会は、2023年3月7日に株式会社アイ・アールジャパンホールディングスに提出した調査報告書を基礎として公表版を作成するに当たり、日本弁護士連合会が2010年7月15日に策定（同年12月17日に改訂）した「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」に準拠することを意識し、同社がステークホルダーに対して負っている説明責任を全うすることを意識しつつも、関係者のプライバシー及び顧客への守秘義務にも配慮し、双方の要請に基づく合理的な調整を図るという観点から、

1. 次の関係者を除く関係者の氏名・名称を匿名化する
 - ・株式会社アイ・アールジャパンホールディングス、株式会社アイ・アールジャパン、株式会社 IRJ ビジネスコンサルティングスタッフ及び株式会社 JOIB の現任の役員
 - ・株式会社アイ・アールジャパンホールディングス及び株式会社アイ・アールジャパンの元代表取締役副社長であった栗尾拓滋氏
 - ・公表版への実名表記について事前にご了承いただいた株式会社東京機械製作所
2. 当委員会が上記の観点からマスキングするのを相当と認めた箇所をマスキングする

という作成要領に基づくこととした。

目次

第1 調査の概要	5
1 当委員会の設置経緯	5
2 当委員会への委嘱事項等、調査スコープ及び対象期間	5
(1) 委嘱事項及び目的	5
(2) 調査スコープ	5
(3) 対象期間	6
3 当委員会の構成	6
4 調査の方法及び対象	7
(1) 関係資料の精査	7
(2) デジタルフォレンジック調査	7
(3) 関係者のヒアリング等及び現地調査	7
(4) 役職員アンケート	8
(5) 社内ホットライン	8
(6) 社外関係者ホットライン	8
5 調査期間	9
6 前提事項及び調査の限界	9
第2 IRJグループの概要等	10
1 IRJグループの概要	10
2 IRJグループのサービス概要	11
3 IRJグループの組織体制	13
第3 当委員会が検討したIRJグループの不適切行為の状況	14
1 不適切行為を検討するにあたっての視点	14
2 TKS案件	15
(1) 事案の概要	15
(2) 調査及び検討の対象	20
(3) 他のIRJ経営陣の認識及び立場	20
(4) 栗尾氏の認識及び立場	20
(5) TKSの認識及び立場	21
(6) AI社の認識及び立場	22
(7) 当委員会の評価	22
3 D社案件	28
(1) 案件の概要	28
(2) IRJ側の認識	40
(3) 顧客である会社(D社)側の認識	40




(4) 顧客である株主 (E3 社) 側の認識	40
(5) 当委員会の評価	41
4 M 社案件	46
(1) 案件の概要	46
(2) IRJ の認識	50
(3) 顧客である N 社の認識	50
(4) 顧客である M 社の認識	50
(5) 当委員会の評価	51
5 P 社案件	52
(1) 案件の概要	52
(2) 当委員会の評価	53
6 R 社案件	54
(1) 案件の概要	54
(2) 当委員会の評価	54
7 TKS 案件と D 社案件の不適切行為が行われた 2021 年の IRJ グループの状況	55
(1) 決算と株価の状況	55
(2) IRJ グループ内の状況	56
第 4 当委員会が検討した IRJ グループの内部統制及びコーポレート・ガバナンスの状況	60
1 IRJ グループの利益相反管理体制の状況	60
(1) IRJ グループが整備すべきであった利益相反管理体制	60
(2) IRJ グループにおける利益相反管理体制・運用の状況	65
(3) 問題点	70
2 これらの問題を招いたコーポレート・ガバナンスの状況	74
(1) 取締役会	74
(2) 監査等委員会	77
(3) 指名・報酬諮問委員会	78
(4) 栗尾氏のインサイダー問題発覚後における各会議体の変化	79
(5) 内部監査室	80
(6) その他	81
第 5 原因分析	83
1 PA/FA 業務における利益相反管理体制の不備の原因	83
(1) IRJ が受託する PA/FA 業務の急成長	83
(2) PA/FA 業務に特有の「利益相反リスク」への対応の遅れ	84
(3) コンダクト・リスクの軽視	85
2 TKS 案件と D 社案件に認められる組織上の問題点	88

(1) TKS 案件—情報共有機能の不備	88
(2) D 社案件—内部牽制機能の不備	88
3 情報共有機能の不備の原因—栗尾氏を情報共有機能の枠外に置いたこと	89
4 内部牽制機能の不備の原因—ガバナンス機関による牽制の不全	90
第 6 再発防止に向けた提言	92
1 TKS 案件と D 社案件についての真摯な総括	92
2 PA/FA 業務における利益相反管理体制の整備	92
3 統合的リスクマネジメント (ERM) の推進	93
4 存在意義への原点回帰	94
5 絶対的権力者である寺下氏に対する牽制	94
第 7 総括	96
1 すべての調査活動を終えて	96
2 当委員会による疑惑解明のためのプロセスについて—デジタルフォレンジック調査 の重み	96
3 当委員会における利益相反問題へのアプローチ	97
4 TKS 案件及び D 社案件に共通する IRJ 固有の問題点	97
5 IRJHD ガバナンスを構成する役職員のリテラシー	98
6 ガバナンス構築、内部統制整備の重要性	99
7 再発防止策を実施するための IRJ の土壌	100
8 IRJHD のビジネスモデルへの所感と提言	101
別紙 1	103
別紙 2	105
別紙 3	106
別紙 4	107
別紙 5	108
別紙 6	109
別紙 7	110

定義表

A1 社ら	A1 社及び A2 社の総称
EC 本部	IRJ エクイティ・コンサルティング本部
EP 契約	Equity Partner 契約
M 社契約	IRJ と M 社の間で締結した、2019 年 6 月 5 日付 ██████████ 業務契約
IRJ	株式会社アイ・アールジャパン
IRJBCS	株式会社 IRJ ビジネスコンサルティングスタッフ
IRJHD	株式会社アイ・アールジャパンホールディングス
IRJ グループ	IRJHD、IRJ、IRJBCS 及び JOIB により構成されるグループ
JOIB	株式会社 JOIB
OUTSIDERS-REPORT	2016 年 6 月創立の企業及び経済情報のサイト
SESC	証券取引等監視委員会
TKS	株式会社東京機械製作所
TKS 株式	TKS の株式
TKS 契約	TKS 第一契約、TKS 第二契約及び TKS 第三契約の総称
TKS 第一契約	IRJ が、TKS との間で 2021 年 9 月 7 日に締結したプロキシ・アドバイザー契約
TKS 第二契約	IRJ が TKS との間で締結した、2021 年 11 月 11 日付覚書
TKS 第三契約	IRJ が TKS との間で締結した、2021 年 12 月 14 日付プロキシ・アドバイザー契約
K 氏	K 氏 元 JOIB 投資銀行本部社員
石垣氏	石垣昭之輔氏 IRJ 取締役 JOIB 取締役

P 社契約	IRJ と P 社との間の、2020 年 3 月 26 日付 ■■■■■業務及び■■■■■ ■■■■■業務に関する契 約
P 社定時総会	2020 年 6 月の P 社の定時株主総会
C 弁護士	C 弁護士(●●法律事務所)
大西氏	大西一史氏 IRJHD 常勤監査等委員 IRJ 常勤監査等委員 JOIB 常勤監査等委員 IRJBCS の監査役
監督指針	金融商品取引業者等向けの総合的な監督指 針
北村氏	北村雄一郎氏 IRJ 代表取締役 JOIB 取締役
旧 IRJ	1984 年に設立された株式会社アイ・アー ルジャパン
旧 IRJHD	2007 年 10 月に設立された株式会社アイ・ ールジャパンホールディングス
金商業等府令	金融商品取引業等に関する内閣府令
金商法	金融商品取引法
栗尾氏	栗尾拓滋氏 元 IRJHD 代表取締役副社長兼 COO 元 IRJ 代表取締役副社長兼 COO
●●社公開買付け	●●社による N 社に対する公開買付価格を 1 株 4,000 円とする公開買付け（実施期 間：同月 19 日～同年 10 月 1 日）
社員	正社員、契約・嘱託社員、パート社員、出 向社員及び派遣社員
社内システム	IRJ 社内で用いられる顧客情報管理システ ム
●●氏	●●氏 2020 年 3 月に E3 社の取締役に選任

高野報告書	高野利雄氏を委員長とする調査委員会によって作成され、2022年8月30日にIRJHDに提出された調査報告書
●●社投資	N社グループの従業員が持株会経由で出資設立した●●社が、73%に相当する株式を保有し、●●社（●●社又はその子会社及び関連会社並びにそれらが投資助言を行うファンド。以下同じ）が残りの27%に相当する普通株式を保有する会社。N社の従業員を実質的な株主とする。
●●社投資公開買付け	●●社をスポンサーとした●●社投資による完全子会社化を目指した、公開買付価格を1株5,100円とする公開買付け（実施期間：同月24日～2020年2月4日）
E3社2021年契約	JOIBとE3社との間の2021年3月8日付   契約書
寺下氏	寺下史郎氏 IRJHD 代表取締役社長兼 CEO IRJ 取締役 JOIB 代表取締役社長
D社2020年契約	IRJとD社との間の2020年6月22日付  契約
D社2020年総会	2020年6月に開催されたD社の定時株主総会
D社2021年総会	2021年6月に開催されたD社の定時株主総会
当委員会	本件に関する事実関係の解明等を目的に、2022年12月8日に設立された、弁護士4名から構成される第三者委員会
H氏	H氏 元 IRJ 投資銀行第二本部社員

第1 調査の概要

1 当委員会の設置経緯

2022年11月10日、ダイヤモンド・オンラインにおいて、IRJHD（略語及び用語等については、定義表を参照。以下同じ）に関連する、「【スクープ】IR ジャパン衝撃の『買収提案書』入手、東京機械の買収防衛でマッチポンプ疑惑」と題する記事（以下「本件記事」という）が掲載された。本件記事のリード文は、以下のとおりである。

アイ・アールジャパンの元代表取締役副社長でインサイダー取引疑惑の渦中にある栗尾拓滋氏が2021年春ごろ、投資会社のA1社（A1社）代表と面会し、新聞輪転機メーカーの東京機械製作所の買収提案を行っていたことが、ダイヤモンド編集部取材で分かった。A1社は同年夏以降、東京機械株を買い増し、経営権争奪戦に発展したが、東京機械の防衛アドバイザーを務めたIRジャパンのトップが、実はA1社に東京機械の「乗っ取り」をけしかけていたという驚愕の事実が発覚した。

すなわち、IRJHD及びIRJ元代表取締役副社長の栗尾氏が、買収者であるA1社に対して、TKSの買収の提案をし、買収意思を惹起又は助長し、他方で、IRJが買収対象会社であるTKSからアドバイザー業務を受託した、という点でマッチポンプ^[1]ともみられる状況が生じたことが問題視された。

これを受け、IRJHDは、本件記事に関する事実関係の解明等を目的に、IRJグループから独立した中立及び公正な外部専門家のみで構成された第三者委員会を設置することとし、2022年12月8日、弁護士4名によって構成される第三者委員会(当委員会)を設置した。

2 当委員会への委嘱事項等、調査スコープ及び対象期間

(1) 委嘱事項及び目的

IRJHDは、当委員会に、

- ①本件記事の内容についての事実関係の解明
- ②栗尾氏又は他の役職員に類似の問題があるかについての事実関係の解明
- ③①又は②によって判明した問題の指摘とその原因の究明
- ④再発防止策の提言

を委嘱した。

当委員会は、上記委嘱事項に沿って、本件記事及び類似の問題に関する事実関係並びに当委員会が必要と認める事項を調査の上、原因分析を行い、再発防止策について提言することを目的とするものである。

(2) 調査スコープ

上記委嘱事項を踏まえ、当委員会として、初期検討を行い、調査の必要があると考えるに

¹ 本報告書におけるマッチポンプの意義につき、下記第3.2. (1)を参照。

至った IRJ グループの案件及びガバナンスの状況等を調査スコープと定め、調査を行った（以下「本調査」という）。

(3) 対象期間

本調査の対象期間は、2019年4月1日から2023年3月6日までである。

3 当委員会の構成

当委員会の構成は、下記のとおりである。

委員長	山口 利昭	弁護士・公認不正検査士（山口利昭法律事務所）
副委員長	竹内 朗	弁護士・公認不正検査士（プロアクト法律事務所）
委員	渡辺 徹	弁護士・公認不正検査士（弁護士法人北浜法律事務所）
委員	戸澤 晃広	弁護士（T&K 法律事務所）

上記各委員は、日弁連ガイドラインに準拠して選任され、いずれもこれまで IRJ グループとの間に利害関係を有しておらず、IRJ グループの株式も保有していない。

なお、渡辺徹委員は、IRJ が受託した株式会社関西スーパーマーケット（現：株式会社関西フードマーケット、以下「関西スーパーマーケット」という）とエイチ・ツー・オーリテイリンググループとの経営統合案件において、関西スーパーマーケットの特別委員会の委員長を務めた。しかし、同委員は IRJ との間において直接的な取引関係はないほか、かかる特別委員会との関係においても、IRJ が関西スーパーマーケットの財務アドバイザー及び第三者算定機関に選任されるにあたり、IRJ の独立性の程度、専門性及び実績等を確認した上でその選任を承認したのみであり、間接的な取引関係もないことから、同委員は IRJ からの独立性が認められ、今般同委員を選任するにあたり、中立性・公正性に問題がないことに加え、支配権争いや委任状争奪戦に関する同委員の専門性が第三者委員会の調査活動に寄与するものと判断した。

また、当委員会は、下記の弁護士を選任し、本調査の補助をさせた。なお、いずれの補助者も、IRJ グループとの間に利害関係を有しておらず、IRJ グループの株式も保有していない。

（プロアクト法律事務所）

池永朝昭 渡邊宙志 田中伸英 徳山佳祐 長田圭介 神田詠守

（弁護士法人北浜法律事務所）

谷口明史 中嶋隆則 東目拓也 覺道佳優 吉谷心太郎 谷口尚暉

（T&K 法律事務所）

瀬川哲弘 岡田侑子 成田凌 高原駿介 本郷達也

当委員会は、下記第 1.4. (2)「デジタルフォレンジック調査」及び(4)「役職員アンケート」の実施にあたり、株式会社 foxcale (以下「foxcale」という)に所属する専門家 3 名を補助者として選任し、デジタルフォレンジック調査及びアンケート調査の補助をさせた。なお、当委員会は、同補助者が、IRJ グループとの間に利害関係がないことを確認した。

4 調査の方法及び対象

(1) 関係資料の精査

当委員会は、本件記事等に関する社内調査において収集された資料の提供を受けたほか、IRJ グループの組織図、社内規程、各会議体等の議事録、各種契約書類その他当委員会が、本調査のために必要であると認めた資料等を幅広く収集し、その内容を精査した。

(2) デジタルフォレンジック調査

当委員会は、本調査において重要であると思料される IRJ グループの役職員(栗尾氏や IRJ グループの退職者を含む)合計 29 名について、デジタルフォレンジック調査を実施した。デジタルフォレンジック調査の詳細は、別紙 1 のとおりである。

なお、栗尾氏が、IRJHD 及び IRJ 在職中にインサイダー取引に関与したとの疑義^[2]に関し、2022 年 6 月 1 日、SESC は、IRJHD に対する強制調査を実施した。当委員会は、SESC が差押え済みのデータの取得を試みるも、同データの取得には至らなかった。

(3) 関係者のヒアリング等及び現地調査

当委員会は、2023 年 1 月 12 日から 2023 年 3 月 3 日まで、IRJ グループの役職員を始め、必要に応じて、IRJ グループの退職者や案件関係者等合計 27 人を対象に、合計 40 回のヒアリング(以下に述べるヒアリングも含む。)を実施した。

また、栗尾氏に対して、栗尾氏の代理人弁護士を經由して質問事項を送付し、書面による回答を得た。

さらに、TKS の役職員に対して、質問事項を送付し、書面による回答を得るとともに、ヒアリングを実施した。そして、TKS から事前に了承を得たので、当委員会は、調査報告書の公表版において同社名を匿名化せず実名で表記した。

加えて、D 社の役職員及びその代理人弁護士、D 社の株主の代理人弁護士に対して、質問事項を送付し、ヒアリングを実施した。

他方、A1 社に対して、A1 社の代理人弁護士を經由して質問事項を送付するも、回答はなされなかった。

また、当委員会は、霞が関に所在する IRJ 本社ビル、丸の内に所在する IRJ 及び JOIB の

² 当該疑義の調査等を目的として高野利雄氏を委員長とした調査委員会が発足しており、同委員会は、IRJHD に対し、2022 年 8 月 30 日付で調査報告書を提出している。

オフィスに赴いて、現地を調査した。

(4) 役職員アンケート

当委員会は、2023年1月10日から同月23日までの間、IRJグループの役職員全195名³を対象に、本件記事の内容及びそれに関連する情報に関するアンケート調査を実施した。その際、「回答者の氏名等については当委員会限りとし、IRJグループ及びIRJグループ関係者に開示しない」、「アンケート調査への回答により、回答者が、IRJグループから不利益処分を課されることはない」旨を周知した。その結果、対象者全195名から回答を受け、その内容を分析した。

質問の概要は、栗尾氏又はIRJグループ関係者がA1社と接触したことについて何らかの情報を持っているか、IRJがM&A取引、株主提案又は委任状勧誘等の会社経営権に関わる案件に関連して、IRJグループに属する会社が複数の当事者に関与したことがあるか、IRJグループの役職員若しくはその関係企業等を顧客との取引に関与させ、IRJグループの受領する報酬とは別に報酬又は手数料等を個人的に受領したり、又は不要な報酬等を第三者に対して支払わせたりしている疑いのある事例を知っているか、等である。

(5) 社内ホットライン

当委員会は、2023年1月10日から同年2月6日までの間、IRJグループの全役職員を対象として、本件記事の内容及びそれに関連する情報の申告を要請するために、当委員会専用のホットラインを設置した。その際、「ホットラインへの申告者の氏名等については当委員会限りとし、IRJグループ及びIRJグループ関係者に開示しない」、「ホットラインへの申告により、回答者が、IRJグループから不利益処分を課されることはない」旨を周知した。

その結果、上記期間中に申告はなかった。

(6) 社外関係者ホットライン

当委員会は、2023年1月10日から同年2月6日までの間、IRJグループの社外関係者を対象として、本件記事の内容及びそれに関連する情報の申告を要請するために、当委員会専用のホットラインを設置し、その旨をIRJHD、IRJ及びJOIBのホームページのトップページに掲載して開示した。その際、「ホットラインへの申告者の氏名等については当委員会限りとし、IRJグループ及びIRJグループ関係者に開示しない」旨を周知した。

その結果、上記期間中に3件の申告を得て、当委員会が必要であると認めた範囲で調査した。

³ 産休中及び長期休暇中の社員並びに退職者を除く。

5 調査期間

本調査の期間は、2022年12月8日から2023年3月6日までである。また、2022年12月9日から2023年3月6日まで、21回の委員会を開催した。

6 前提事項及び調査の限界

当委員会は、本報告書及び当委員会の調査結果が、上記第1.2.(1)の目的以外の目的のために用いられることを予定しておらず、IRJHDからの委嘱の範囲内においてIRJHDに対し負う責務のほかには、何らの責任を負うものではない。

また、本調査及び本報告書については、①限られた日時及び人的体制等の条件のもとで実施された強制権限のない任意の調査であり、関係者のヒアリング及び資料等の収集は、IRJグループ等の任意の協力を得ることができた範囲に限り実施されたものであるため、当委員会がアクセスすることのできなかつた資料又は事実の中に重要な点が存在し、かかる点が、本報告書に反映されておらず、その結果、本報告書における事実認定や評価に変更が生じ得る可能性があること、②本報告書における専門的な用語や説明には、IRJグループ内部のみで用いられる用語法等が含まれており、特に重大な支障がない限りそのまま用いている場合があることに、各留意されたい。

第2 IRJグループの概要等

1 IRJグループの概要

IRJグループの概要は、以下のとおりである。

IRJHD 代表取締役社長 CEO、IRJ 取締役及び JOIB 代表取締役社長の寺下氏が、2007 年 10 月、当時の株式会社アイ・アールジャパン（1984 年設立。旧 IRJ）の MBO を目的として、株式会社アイ・アールジャパンホールディングス（旧 IRJHD）を設立した。2008 年 4 月、旧 IRJHD が、株式会社アイ・アールジャパン^[4]に商号変更するとともに、旧 IRJ を吸収合併消滅会社、IRJ を吸収合併存続会社とする吸収合併を行い、現在に至る。IRJ は、IR コンサルティング及び SR コンサルティング^[5]を主要な事業内容としており、2012 年 3 月には、第一種金融商品取引業者として登録されている^[6]。

IRJHD は、IRJ を完全子会社とする純粋持株会社として 2015 年 2 月に設立され、現在は、東京証券取引所プライム市場に上場する株式会社である。

JOIB は、IRJHD の完全子会社として、支配権争奪、企業再編及び事業再編等の M&A に特化した FA 業務^[7]を行うことを目的に、2021 年 2 月 4 日に設立された株式会社である。

IRJBCS は、IR コンサルティング及び SR コンサルティングにおける上場企業との関係強化並びに投資銀行業務の拡大を目的として、2022 年 5 月 6 日に設立された株式会社であり、2022 年 7 月、IRJ を吸収分割会社、IRJBCS を吸収分割承継会社とする会社分割により、IRJ のバックオフィス業務を承継している。なお、IRJ 及び JOIB は、IRJHD の連結子会社である。

IRJグループの概要は、下記図のとおりである^[8]。

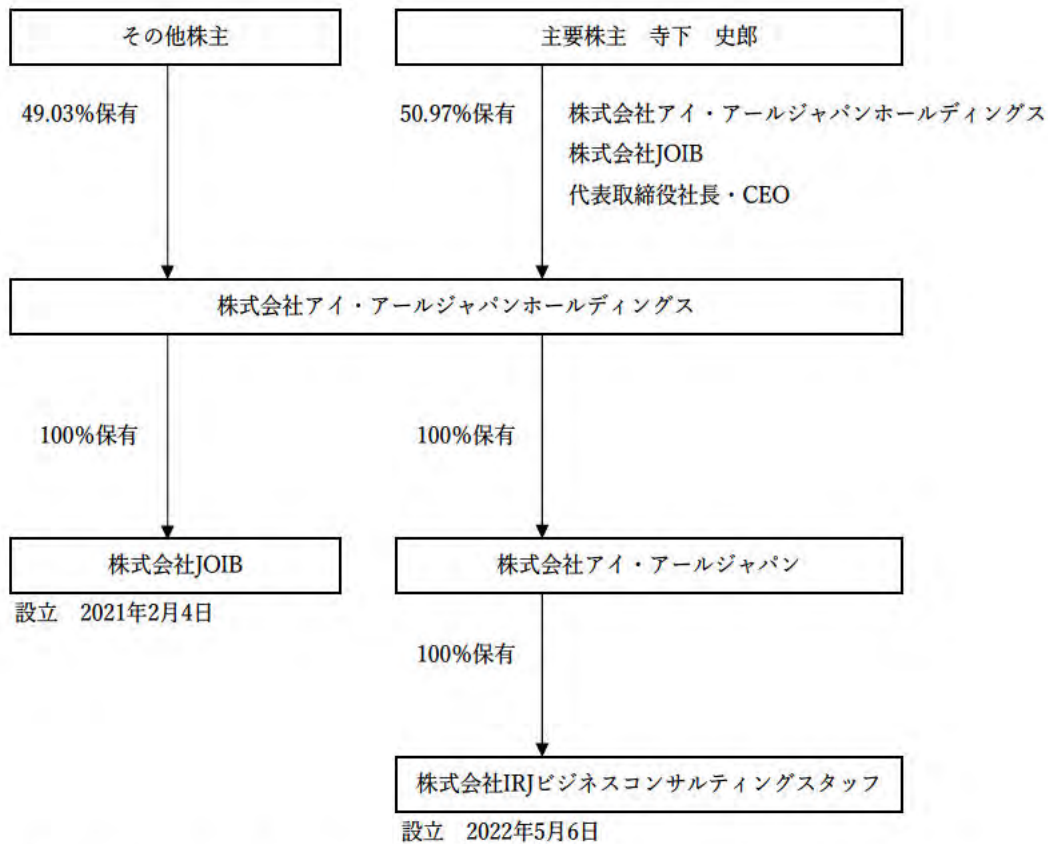
⁴ IRJ を指すが、便宜上正式名称で記載している。

⁵ 下記第 2.2 で定義する。

⁶ 関東財務局長（金商）第 2624 号。

⁷ 下記第 2.2 で定義する。

⁸ 寺下氏及びその他株主の IRJHD 株式の所有割合は、2022 年 3 月 31 日時点のものである。



2 IRJ グループのサービス概要

IRJ グループが提供する主なサービスは、以下のとおりである。これらの業務は、IRJ グループ内部においても明確に定義されるものではなく、業務の内容が重複する部分もあり、また主に IRJ グループにおける用法に基づいて記載しており、一般的な意味内容と異なることもある。

- ① Investor Relations コンサルティング業務（以下「IR コンサルティング」という）
決算説明会関連等の上場会社の投資家向け広報活動（IR 活動）を支援するサービス。主として、IRJ エクイティ・コンサルティング本部が担う。
- ② Shareholder Relations コンサルティング業務（以下「SR コンサルティング」という）
機関投資家判明調査、議決権賛否シミュレーション、アクティビストリスク分析、SR 支援、取締役会実効性評価及び証券代行業等。主として、IRJ エクイティ・コンサルティング本部が担う。
- ③ エクイティ・コンサルティング業務
SR コンサルティングを主に意味し、これに加え、敵対的買収リスク分析、企業価値向上アドバイザー、ストラテジックレビュー、B/S シミュレーション、ガバナンスコンサルティング、ESG コンサルティング等を含む。主として、IRJ エクイティ・コンサルテ

イング本部が担う。

④ Proxy Advisory 業務（以下「PA 業務」という）

エクイティ・コンサルティング業務による分析からさらに発展し、株主提案・委任状争奪等における全ての戦略立案と実行、臨時株主総会の招集と対応、委任状回収・集計等のエグゼキューションを行うもの。主として、IRJ エクイティ・コンサルティング本部、IRJ 投資銀行本部が担う。

⑤ Financial Advisory 業務（以下「FA 業務」といい、PA 業務とあわせて「PA/FA 業務」という）

敵対的 TOB 対応、自社株 TOB 対応、TOB 応諾シミュレーション、プレースメント・エージェント（第三者割当増資）、M&A 及び MBO の全ての戦略立案・エグゼキューション等。主として、IRJ 投資銀行本部、JOIB が担当する。なお、JOIB は、主に M&A 及び MBO の全ての戦略立案・エグゼキューション等を担う。

IRJ グループは、長年、株主判明調査等を中心とする SR コンサルティング業務を主軸としていたが、2019 年頃、主に敵対的買収対応や支配権争奪等の有事局面における業務であり、大型案件^[9]として位置づけられる PA/FA 業務へのニーズが急速に高まり、売上高が大きく増加し、全体の売上高に大型案件が占める割合が大幅に増加した。これを受け、IRJ グループは、PA/FA 業務を含む大型案件を取扱う投資銀行業務を拡大してきた。

また、上記①から⑤に加え、IRJ グループは、⑥ツールコンサルティング^[10]やリーガルドキュメンテーションサービス^[11]を提供する「ディスクロージャー・コンサルティング」及び⑦「Stock Watch^[12]」、「IR-Pro^[13]」、「アナリストネットワーク^[14]」等を WEB 上で提供する「データベース・その他」等のサービスも提供しており、その事業系統図は別紙 2^[15]のとおりであるが、中核的なサービスは、①から⑤である^[16]。

また、IRJ の兄弟会社となる JOIB は、IRJ 投資銀行部門と同様に、主に FA 業務を行っている。IRJ の投資銀行部門は、管掌する業務として、株主対応支援に関連する FA 業務が多いのに対し、JOIB はクロスボーダーを含めた純粋な M&A のアドバイザー業務を取り扱う。JOIB を設立する際、クロスボーダーや大型案件を手掛け得る会社となるように、これらの経験の深い●●氏を実質的なトップとして招聘した経緯もある。紛争性が強い案件、株主対

⁹ IRJ グループでは主に報酬が 5,000 万円以上の案件を大型案件と呼称する。

¹⁰ アニュアルレポート、統合報告書及び株主通信等、IR 活動において必要とする各種情報開示資料の企画及び作成支援をいう。

¹¹ 企業再編や M&A 時における各種英文開示書類の作成や和文資料の英訳等をいう。

¹² 大量保有報告書や国内及び海外公募投信における株式の組み入れ状況等を提供する IRJ グループのシステムをいう。

¹³ IR 活動を総合的にサポートする IRJ グループのシステムをいう。

¹⁴ IR 説明会への参加受付や参加者の管理等を上場企業が一括実施することが可能な IRJ グループのシステムをいう。

¹⁵ 2022 年 6 月 27 日付第 8 期有価証券報告書参照。

¹⁶ 2022 年 3 月期連結会計年度売上高のうち、①から⑤の売上高が 90%以上を占める。

応が絡む M&A 案件の場合には、IRJ のノウハウを活かすべく JOIB と IRJ で共同受任するケースもある。なお、JOIB は非金融商品取引業者として、金融商品取引業を行わない範囲で事業を行っている。

3 IRJ グループの組織体制

IRJ グループ各社の最新の組織概要は、別紙 3～6 のとおりである。

IRJ グループのうち、IRJHD、IRJ 及び JOIB は、取締役会及び監査等委員会設置会社であり、IRJBCS は、取締役会及び監査役設置会社である。

IRJHD は、会社法に基づく機関として、株主総会及び取締役のほか、取締役会、監査等委員会、会計監査人を設置する。また、任意の機関として、指名・報酬諮問委員会を設置し、大型案件の掘起こし及び経営幹部が情報を共有する会議体である営業会議、開示までの数値の確認を主とする会議体であるグループ予算・業績検討会議、営業社員間の営業関連の情報共有やインサイダー情報を含まない営業担当者の営業手法を共有する会議体である朝会を開催している。IRJHD の企業統治体制図は、別紙 7^[17]のとおりである。各機関の実質的な役割等は、下記第 4.2 を参照されたい。

IRJHD の現在の取締役は、5 名であり、うち 2 名が、監査等委員でない社内取締役であり、残りの 3 名が、監査等委員である社外取締役である。IRJ の現在の取締役は、8 名であり、うち 5 名が、監査等委員でない社内取締役、うち 1 名が、監査等委員である社内取締役、残りの 2 名が、監査等委員である社外取締役である。

¹⁷ 2022 年 9 月 27 日付コーポレート・ガバナンスに関する報告書参照。

第3 当委員会が検討した IRJ グループの不適切行為の状況

当委員会は、以下1に述べる視点から、2から6に述べる個別事案を調査し、問題点を検討した。

1 不適切行為を検討するにあたっての視点

本件記事では、IRJによるマッチポンプの疑惑が報道されている。IRJの代表取締役であった栗尾氏がA1社に接触した疑いがある一方で、IRJは、TKSとTKS契約を締結していることから、IRJは、当事者の利害対立が先鋭化する敵対的買収の案件において、両当事者に接触したもものとして、一種の利益相反の懸念が生じていたと評価し得る。そこで、当委員会が、IRJグループの不適切行為を検討するにあたっては、本件記事で取り上げられているTKS案件（下記第3.2.(1)で定義する）を初めとした各案件につき、金商法に基づく利益相反管理体制の観点から検討を行うことも考えられる。

しかし、金商法上の利益相反管理体制の整備については、法令に列挙された利益相反行為（金商法第41条の2等）を除き、プリンシプル・ベースで規制及び監督をすることが予定されており、利益相反管理体制の具体的内容は各業者の自主的な取組みに委ねられている。そのため、当委員会が、IRJのあるべき利益相反管理体制を規範化し、各案件におけるIRJの行動の適法性や妥当性を、いわば事後的に評価することは、困難であり、また適切ではない。また、IRJが、各案件で受託していたPA/FA業務に、金商法第36条第2項が適用されるか、すなわち、IRJが、PA/FA業務を行うに際し、同項に掲げられている利益相反管理体制整備義務を負うかは、不明確である。

他方、金融商品取引業者であるIRJ及びその役職員は、金商法第36条第1項に定める誠実公正義務を負っており、かかる義務は、顧客が契約を締結する前から課されるものである。

また、利益相反以外でも、投資銀行が顧客に対して負う義務として、信認義務が問題となることがある。信認義務に関して、森下哲郎著「M&A取引における投資銀行の責任」^[18]では、大要次のように説明される^[19]。

- 英米法において、信認関係とは、当事者の一方が相手の信頼を受け、その者の利益を念頭において行動、助言しなければならないという関係一般を指す。
- 信認関係における受認者が負う義務として、①自分自身を自己の利益が顧客の利益と対立するような立場に置かない義務、②顧客の支出によってその地位から利益を得ない義務、③顧客のみに向けられた忠実義務（a duty of undivided loyalty）であり、それゆえ、複数の顧客間での利益相反を回避し、当該顧客に関する全ての情報を提供する義務、④ある顧客から得た情報を他者の利益に使用しない義務といったものがある。
- 信認義務を負うかどうかは、顧客と銀行、投資銀行、証券会社といった関係から当然

¹⁸ 江藤憲治郎先生還暦記念「企業法の理論下巻」（商事法務 2007年）160頁から165頁。

¹⁹ 下線部は、当委員会による。

に導かれるものではなく、具体的に銀行がどのような役割を担っているのか、そうした役割が銀行が顧客の利益を銀行自身の利益に優先させてくれるとの合理的期待を顧客に抱かせるようなものであったか、そして、そうした期待の故に、顧客が自分自身の立場について自分で考察する程度を緩和しえたか、が問題である。

- ▶ 日本法との関係でも、専門家については、一般的に信認義務を課すべきであるとの見解が有力に主張されるようになってきている。

ここで、近年、IRJグループは、投資銀行業務としてのPA/FA業務を拡大しているところ、PA/FA業務は、その性質上、当事者の利害対立が特に先鋭化する案件を取り扱うものであることから、顧客の合理的期待や信頼を保護する必要性は高まる。そこで、当委員会としては、本調査における不適切行為の検討にあたっては、信認義務の観点も取り入れるべきであると判断した。

さらには、近時、コンダクト・リスクという概念が注目を集めており、金融庁が、2018年10月に公表した「コンプライアンス・リスク管理に関する検査・監督の考え方と進め方（コンプライアンス・リスク管理基本方針）」11頁から12頁では、次のように説明されている。

- ▶ 法令として規律が整備されていないものの、①社会規範に悖る行為、②商慣習や市場慣行に反する行為、③利用者の視点の欠如した行為等につながり、結果として企業価値が大きく毀損される場合が少なくない。
- ▶ コンダクト・リスクが生じる場合を幾つか類型化すれば、金融機関の役職員の行動等によって、①利用者保護に悪影響が生じる場合、②市場の公正・透明に悪影響を与える場合、③客観的に外部への悪影響が生じなくても、金融機関自身の風評に悪影響が生じ、それによってリスクが生じる場合等が考えられる。

上記のとおり、コンダクト・リスクには、法令や規則違反に限らず、社会規範からの逸脱や利用者視点の欠如、利用者保護への悪影響も含まれることからすると、コンダクト・リスク管理の観点からしても、顧客の「利益」保護とともに、顧客の「信頼」（信認義務という「合理的期待」を含む）をも保護する必要性があると考えられる。

そこで、当委員会では、顧客の利益・信頼を不当に害する行為を、不適切な行為であると考え、IRJグループが、そのような不適切な行為を行ったかを検討した。

なお、当委員会の不適切行為の検討にあたっては、IRJグループの問題点を検討対象としたものであり、役職員その他個人の法的責任に直接結びつくものとして検討したものではない。

2 TKS 案件

(1) 事案の概要

本件記事にて、TKS 契約に先立つ 2021 年春頃、当時 IRJ の代表取締役副社長であった栗尾氏が、AI 社に対し TKS の買収を提案しており（以下「**本件提案**」という）、その構図からして、「マッチポンプ」の疑惑がある旨が報じられた（以下「**TKS 案件**」という）。

ここで、「マッチポンプ」とは、一般に、「意図的に自分で問題を起こして自分でもみ消すこと。また、そうして不当な利益を得る人」と定義される^[20]。

そこで、本報告書において、「マッチポンプ」とは、IRJが、買収意思を持たない、又は買収意思が希薄である買収側に対して働きかけ、買収意思を惹起又は助長し、他方で、被買収側で、防衛アドバイス等の案件を獲得するというような、意図的に顧客の利益・信頼を犠牲にしつつ、自らのビジネスを創出する行為を指すものとする。

TKS 案件では、一連の行為により、IRJ が、TKS の利益・信頼を不当に害したかが問題となる。

以下、TKS 案件の事案の概要を述べる。

ア 栗尾氏の IRJHD 及び IRJ における立ち位置

栗尾氏は、2013 年当時、●●社のマネージングディレクターとして、IRJ に係る案件に関し、新たなファイナンススキームを提案の上、成功に導いたことを契機として、IRJ に招聘された。栗尾氏は入社後、IRJ については 2013 年 6 月から、IRJHD については 2015 年 2 月から、2022 年 6 月 3 日まで、それぞれ代表取締役副社長の地位にあった。

栗尾氏には、●●社在籍時代に培った人脈、ネットワークを有効に活用し、IRJ グループと経営幹部役員とのリレーションの構築（IRJHD においては、寺下氏の代理としての執行を担う役割）が期待されており、その役割柄、接待等の交際が多く、単独で営業活動を行うことが許容されていた。また、単独で営業活動を行って、IRJ の案件獲得につなげることが、栗尾氏の営業スタイルとして確立されていた。IRJ グループでは、営業社員が、何らかの方法で顧客にコンタクトした場合、社内ツールである「顧客コンタクト履歴」に訪問先、営業提案内容等を入力することとなっていたが、栗尾氏は、IRJ 入社後最初の数年以外は、営業活動を逐一顧客コンタクト履歴に自らは登録しないことが多かった。

イ A1 社からの問い合わせ

2020 年 11 月頃、IRJ は、顧客へ提供するサービスに関して、A1 社から提案の依頼を受け、■■■■業務の提案をした。しかし、IRJ における適性チェック及び与信チェック（以下適性チェック及び与信チェックを総称して、「取引先チェック」という）の結果、当該提案は、中止されることとなった。この点、藤原氏から若菜氏に対し、上記取引先チェックの結果を記載した電子メールが送信されていた。

2021 年 2 月にも、A1 社から、IRJ に対し、■■■■旨の問い合わせが来ているが、北村氏が、回答を見合わせた。なお、A1 社から一連の接触があったことは、一部の役員間で共有されたものの、社内全体で周知されたり、社内システム等に登録されることはなかった。もっとも、2020 年 11 月時点で、若菜氏が、取引先チェックの結果等を反映した

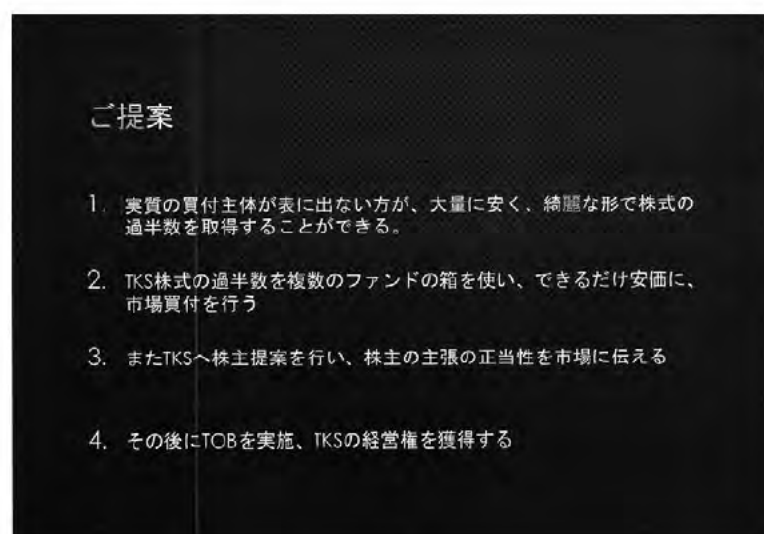
²⁰ 新村出編「広辞苑（第 7 版）」2766 頁参照。

エクセルシート（以下「取引先管理エクセル」という）にA1社とは取引を控える旨の登録をしていた。

ウ 本件提案書について

栗尾氏が、2021年3月25日から同年4月6日にかけて、「★案件¥東京機械¥6335_Tokyo_Kikai_Seisakusho_ご提案2.pdf」という名前のPDFファイルや、「★案件¥東京機械¥6335_Tokyo_Kikai_Seisakusho_ご提案2.pptx」という名前のパワーポイントファイルを、IRJより貸与されていたデスクトップPCで編集していたと思われるログが確認された。

本件記事で取り上げられている、2021年3月25日付パワーポイント（以下「本件提案書」という）を以下に示す。本件提案書には、IRJの関与を示す文字が存在せず、IRJが、取引先候補への業務提案等に使用するフォーマットも使用されていない。本件提案書には、買収の対象会社として、TKSの名前が明確に示されており、また、買収のスキームとして、複数のファンドが、5%未満ずつTKS株式を取得し、A1社が実施するTOBに応募するという、いわゆるウルフパック戦術と呼ばれる手法が記載されている。

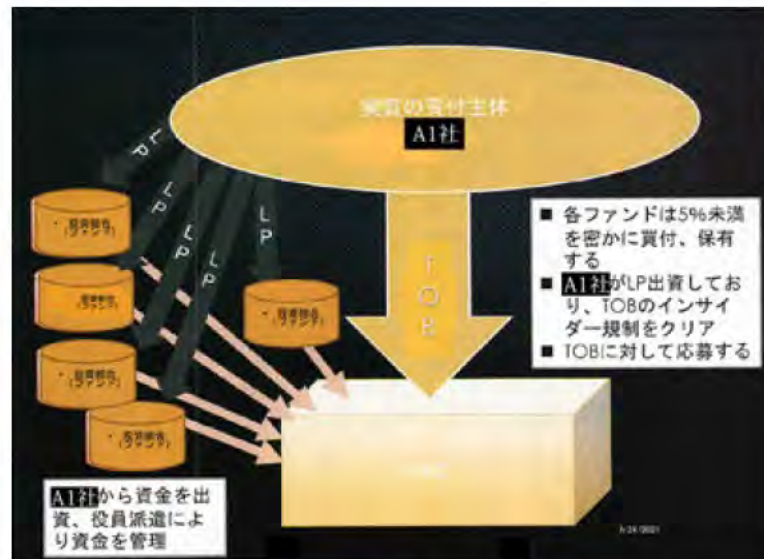


TOB実施の注意点

1. PBR1.0倍を大きく下回るTOBをかけた場合、会社（及びホワイトナイト）が対抗ビッドをかける思惑が発生し、株価がTOB価格を大きく上回る可能性が高い
 その場合、保有株を売却することでキャピタルゲインを得ればよい、ただしTOB実施期間中、TOB実施者は売却できない
2. 買付者が対象会社に、前触れなくTOBを実施すると、株式市場で強く批判される可能性が高い。その後の活動に制約がある。ファンドを通じて会社に提案を行うなど、ステップを踏むほうが得策

複数のファンドを使い5%未満を水面下で買付し、TOBに応募するほうが、確実であり、は安く支配権を得ることになる

3/24/2021



栗尾氏のスケジュール共有ツールには、当時 A1 社代表取締役であった A1 社元代表取締役との接触の記録が、2021 年 4 月 15 日及び同月 28 日に、公開される形で登録されており、その意思があれば、役職員は誰もが閲覧可能な状態であったが、栗尾氏は、本件提案をしたこと（A1 社元代表取締役と接触したこと）を、IRJ 内の顧客コンタクト履歴に記録しておらず、また、本件提案の事実を、IRJ の他の経営陣に報告及び共有していなかった。

エ A1 社らによる TKS 株の買付け

A1 社らは、2021 年 4 月 2 日（異動年月日）に、傘下にある A2 社において最初に^[21]TKS

²¹ TKS が、株主名簿管理人を通じて、株式会社証券保管振替機構に対して行った A2 社についての情報提供請求において、2021 年 1 月 26 日の時点で、A2 社による TKS 株式の取得数は、0 株であったことが判明している。そこで、ここでいう「最初に」とは、同日以降の時点で、A2 社が、最初に TKS 株式を取得した時点の意味する。以下同じ。

株式を 3,100 株保有し、以後 TKS 株式を買い増している。A2 社は、同年 7 月 20 日、A2 社が A1 社と共同して TKS 株式を 8.08%保有する旨の大量保有報告書を提出しており、翌日に提出した変更報告書において、TKS 株式の保有目的を「純投資」から「支配権の取得」に変更した。A1 社らは、同年 7 月 21 日時点において、株券等保有割合として 32.72%に相当する TKS 株式を保有するに至った。

なお、下記第 3.2. (6) のとおり、A1 社元代表取締役と思われる人物が、自身の SNS において、IR ジャパンの提案を受けた時点では、既に一定数の TKS 株式を保有していた旨の本投稿^[22]を行っている一方で、本東洋経済記事^[23]のインタビューでは、同年 3 月 30 日に最初に買い付けたと述べている。TKS 株式の異動年月日が同年 4 月 2 日となっていることは、株式の約定日と受渡日に一定の間隔があることからすれば、3 月 30 日に買い付けたとの A1 社元代表取締役の上記インタビュー内容に整合するものである。

オ TKS 契約の締結

TKS 契約の締結は、●●法律事務所の C 弁護士から、当時 IRJ 取締役投資銀行第一本部長であった北村氏への連絡が契機であった。すなわち、2021 年 8 月 24 日に、C 弁護士から北村氏宛に、TKS の敵対的買収に係る業務の協力依頼の架電があり、その後、北村氏から TKS に対し、C 弁護士から紹介を受けた旨の電子メールが送信されていた。北村氏から TKS 宛てに送信された電子メール (2021 年 8 月 27 日 20 時 58 分送信) において、TKS 契約に係る「戦略メモ」の要旨として、「他のホワイトナイト等が顕れた場合にはそちら側の FA 機会は事実上全て放棄して徹底的に貴社をサポート申し上げる契約となることが念頭でございますので (恐らくコンフリクト管理上、それらの仕事は受託が困難となる可能性が高いだろうと踏んでおります)」と記載されていた。

TKS 契約の締結及び業務の履行は、投資銀行第一本部の北村氏、●●氏、●●氏及び●●氏が担当しており、栗尾氏は、TKS 契約の担当者に含まれていなかった。

また、TKS 契約に関するコンフリクトチェックは、下記第 4.1. (2) .イで説明する一般的なフローに基づいて実施されることはなかった。すなわち、A1 社に関しては、2020 年 11 月頃、取引先チェックの結果、IRJ として A1 社との取引は控えるよう取引先管理エクセルに登録していたという経緯がある。そのため、一般的な契約書の審査は行ったものの、コンフリクトチェックを主として担当する藤原氏は、IRJ において、A1 社とのコンタクトは当然にないものと認識しており、本来実施すべき手順ではコンフリクトチェックを実施しなかった。その結果、TKS 契約に関するコンフリクトチェックでは、栗尾氏が、A1 社に本件提案をしていた事実は顕出されなかった。

TKS 契約は、TKS 第一契約が 2021 年 9 月 7 日に、TKS 第二契約が 2021 年 11 月 11 日に、TKS 第三契約が 2021 年 12 月 14 日にそれぞれ締結された。TKS 第一契約は、

²² 下記第 3.2. (6) で定義する。

²³ 下記第 3.2. (6) で定義する。

。TKS 第二契約は、
。TKS 第三契約は、

カ 買収行為の終結

その後、A1 社らによる買収行為は、2022 年 2 月に、A1 社らが、TKS 株式を複数の新聞社に売却することにより終結した。

(2) 調査及び検討の対象

当委員会は、TKS 案件について、以下の 4 点に関する事実関係を調査及び検討した。

- ① 栗尾氏が本件提案をしていたか
- ② 本件提案が IRJ の代表取締役の業務執行として行われたか
- ③ IRJ の栗尾氏以外の経営陣（以下「他の IRJ 経営陣」という）が、TKS 契約の締結に際し、マッチポンプの意思を有していたか、又は栗尾氏による本件提案を認識した上で TKS 契約を締結したか
- ④ IRJ の一連の行為はマッチポンプと評価されるか

なお、これらの点に関連する IRJ（他の IRJ 経営陣）、栗尾氏、TKS 及び A1 社の認識及び立場は以下のとおりである。

(3) 他の IRJ 経営陣の認識及び立場

他の IRJ 経営陣は、栗尾氏が、2021 年 3 月頃に本件提案をしていた可能性を、本件記事を通じて初めて認識したものであり、TKS 契約締結時点では認識していなかった、IRJ グループで用いられているスケジュール共有ツールにて、当時の栗尾氏のスケジュールを確認したところ、2021 年 4 月 15 日及び同月 28 日に、栗尾氏と A1 社代表取締役との接触の予定が、役職員であれば、誰もが閲覧可能な形で登録されていたが、他の IRJ 経営陣は、これを認識していなかった、A1 社への接触は、栗尾氏による個人的な行為であり、IRJ の業務とは関係ない、とする。

本件提案については、関係者のヒアリングでは、栗尾氏による本件提案書の作成や本件提案の事実を否定する者も一部いたが、「栗尾氏が、本件提案書を作成したと思う」「栗尾氏が、本件提案をしたと思う」旨供述する関係者が多数存在した。

(4) 栗尾氏の認識及び立場

当委員会は、栗尾氏の代理人弁護士を経由して、栗尾氏にコンタクトし、TKS 案件を中心

に書面にて質問を行い、栗尾氏から次のような書面回答を得た。

- ・知人の繋がりから紹介を受け、A1 社元代表取締役を知り、A1 社が、TKS 買収の意向を有していたことも知った。A1 社には、事業会社としての側面もあるため、IRJ の案件獲得に繋がり得ると考え、IRJ の事業のために、本件提案書を作成の上、A1 社元代表取締役と会った。A1 社元代表取締役と会った日は正確に記憶していないが、2021 年 4 月に面談の予定が記録されていたというのであれば、その日に会ったのだと思う
- ・A1 社元代表取締役と接触したのは、スケジュール共有ツールに予定が登録されている 2 回のみである
- ・営業活動の際には、常に IRJ の名刺を渡しており、A1 社元代表取締役との面談の際も、当然 IRJ の名刺を渡したと思う
- ・A1 社の意向からするに、IRJ の案件獲得に繋がり得ると考えたため、IRJ の事業のために、本件提案を行った
- ・A1 社元代表取締役に、本件提案書を渡したものの、そこに記載した 1 つ 1 つを説明することまではしなかった
- ・私は、とにかく面談を多く作って、IRJ の投資銀行業務につなげる営業手法を繰り返していたが、投資銀行案件は、成約率が非常に低いため、そのすべてを IRJ に報告及び共有するのは全く無駄であり、不必要であった。私は、A1 社が、TKS の買収に強い関心を持っていないと感じ、本件提案は、案件に発展しないまま終了したという認識でいたため、IRJ に報告も共有もしていなかった
- ・あくまでも説明用に簡単な紙でも用意しようと思ったに過ぎないことから、IRJ のフォーマットを使うという発想はなかった
- ・IRJ が、TKS と TKS 契約を締結するための交渉をしていることも、実際に TKS 契約を締結したことも、一切知らなかった。私が、IRJ が TKS の仕事を受けていたことを知ったのは、2021 年 12 月頃に出席した会議の時だったと思う

栗尾氏は、本件提案当時、IRJ 及び IRJHD の代表取締役のほかに、

を目的とする B 社（2013 年 3 月 21 日設立）の代表社員や

を目的とする●●社（2013 年 4 月 9 日設立）（以下 B 社と●●社とをあわせて「本件個人会社」という）の取締役を務めていた。

(5) TKS の認識及び立場

当委員会が、TKS の役職員に対しヒアリング及び TKS に対し書面での質問を行ったところ、TKS からは、ヒアリングでの口頭での回答及び書面での回答を得た。TKS は、TKS 契約の前後を問わず、栗尾氏が A1 社元代表取締役と接触していた事実を IRJ から告知されたこ

とはない^[24]、TKS 契約の締結前に栗尾氏が A1 社元代表取締役と接触していた事実を認識していれば、TKS 契約を締結することはなかった旨述べた。

(6) A1 社の認識及び立場

当委員会は、A1 社に対し、A1 社の代理人弁護士を経由して、当委員会の調査への協力を依頼するとともに、書面にて、TKS 案件に関する質問事項を送付したが、A1 社から回答はなされなかった。

もっとも、A1 社元代表取締役と思われる人物が、自身の SNS において、本件記事を添付する形で、「提案を受けたことは事実です」「IR ジャパンの提案を受けた時点では、既に一定数の東京機械株式を保有していました」「IR ジャパンの提案を採用することはありませんでした」等と記載した投稿（以下「**本投稿**」という）を行っている^[25]。

また、A1 社元代表取締役は、2021 年 10 月 18 日付東洋経済 ONLINE の記事（以下「**本東洋経済記事**」という）において、「東京機械に目をつけたのは 1 年近く前だ」「最初に買い付けたのは今年 3 月 30 日だ」等と述べている。

2021 年 8 月 27 日に行われた、TKS と A1 社との面談では、A1 社元代表取締役は、「御社のことは、株価が 250 円という割安感だった時から、1 年前よりウォッチしておりました」と述べた。

(7) 当委員会の評価

ア 調査及び検討の対象に関する認定

(ア) ①栗尾氏が本件提案をしていたか

栗尾氏は、本件提案書を作成の上、本件提案を行ったことを認めており、また、上記第 3.2.(1) .ウに記載した客観的事実や関係者のヒアリングの多数は、栗尾氏の供述と整合する。したがって、栗尾氏が、本件提案を行ったと認められる。

(イ) ②本件提案が IRJ の代表取締役の業務執行として行われたか

本件提案書には、IRJ の関与を示す文字及び商標等が存在しなかったこと、IRJ において、取引先候補への業務提案等の際に使用されるフォーマットが用いられていなかったことは、本件提案が IRJ の代表取締役の業務執行として行われたことを否定する方向に働く。また、栗尾氏は、A1 社元代表取締役との接触を顧客コンタクト履歴に登録していなかったこと、本件提案当時、本件個人会社の取締役をも務めていたことからすると、栗尾氏個人又は本件個人会社の利益追求を目的として、本件提案を行った可能性も考えられる。

もっとも、栗尾氏は、IRJ 内で、単独で営業活動を行うことが容認され、かつそれが栗尾

²⁴ 本件記事の公表後は、この限りでない。

²⁵ 本投稿は、2022 年 11 月 14 日に IRJ グループの役職員が発見したものである。しかし、本投稿は、既に削除されているため、投稿日時の確認には至らなかった。

氏の営業スタイルとして確立していたことから、IRJ入社後最初の数年以外は、営業活動の逐一を顧客コンタクト履歴に自らは登録しないことが多かったのであり、A1社元代表取締役との接触が、顧客コンタクト履歴に登録されていないことをもって、本件に限った特殊な対応である（A1社との接触をIRJに隠そうとしていた）との評価はできない。

また、本件提案書に、IRJのフォーマットが用いられていないことや、適法性が疑わしいウルフパック戦術による買収が提案されている点に関しても、栗尾氏のIRJ及びIRJHD内における立場に鑑みるに、接触の相手を、IRJに繋ぐことに主たる関心があったと思われるから、「A1社元代表取締役に、本件提案書を渡したものの、そこに記載した1つ1つを説明することまではしなかった」「あくまでも説明用に簡単な紙でも用意しようと思ったに過ぎない」とする栗尾氏の回答も、不合理なものとは言い難い。

さらに、栗尾氏のスケジュール共有ツールには、A1社元代表取締役との接触の予定が、役職員に公開される形で登録されており、A1社元代表取締役との接触を役職員に隠す意図があったとは認められないこと、栗尾氏がA1社元代表取締役に對しIRJの名刺を渡した旨回答していること、A1社元代表取締役と思われる人物が、自身のSNSにおいて、「IRJの提案を受けた」と投稿していること、デジタルフォレンジックの結果、栗尾氏がIRJの事業のため以外の目的で、本件提案をしたことを窺わせる証拠は発見されなかったこと等に鑑みると、栗尾氏の書面回答には相応の合理性と信憑性が認められ、栗尾氏による本件提案は、IRJの代表取締役の業務執行として行われた可能性が高いと認められる。

(ウ) ③他のIRJ経営陣が、TKS契約の締結に際し、マッチポンプの意思を有していたか、又は栗尾氏による本件提案を認識した上でTKS契約を締結したか

仮に、他のIRJ経営陣が、マッチポンプの意思を有していた場合、(栗尾氏を通じてA1社に對して本件提案を行ったことを前提として) マッチポンプを成立させるために、TKSに對し、積極的な営業活動を行うことが想定される。そして、確かに、北村氏からTKS宛に送信された電子メールでは、他のビジネスチャンスを逃してでも、積極的にTKS案件を獲得しようとする意思を読み取り得る。

しかし、そもそも、TKS契約は、第三者であるC弁護士からの紹介が契機となって、締結に至っている。また、かかるメールにつき、北村氏は、「当時、具体的なホワイトナイトの検討があったためではなく、プロキシ・アドバイザー業務の報酬■■■■円という金額の妥当性を説明する一助として付言しているものである」旨説明するところ、当該説明には、相応の合理性がある。

そして、デジタルフォレンジックの結果等を精査しても、他のIRJ経営陣が、TKS契約の締結に際し、マッチポンプの意思を有していたことを窺わせる客観的証拠は発見されず、関係者からのヒアリングにおいても、他のIRJ経営陣のマッチポンプの意思を窺わせる供述はなかった。

次に、他のIRJ経営陣が、栗尾氏による本件提案を認識した上で、TKS契約を締結したか

という点につき、栗尾氏のスケジュール共有ツールには、栗尾氏と A1 社元代表取締役との接触の記録が、公開される形で登録されており、その意思があれば役職員は閲覧可能な状態であったことは、他の IRJ 経営陣が、TKS 契約の締結時に、本件提案を認識していたことを肯定する方向に働く。

もともと、栗尾氏が、本件提案の事実を顧客コンタクト履歴に登録しておらず、役員も、栗尾氏の行動の逐一を把握していなかったこと、本件提案書に、会社の関与を示す文字及び商標等が存在せず、定型のフォーマットも用いられなかったこと、栗尾氏は、本件提案の事実を IRJ 社内でも報告及び共有しなかったと回答し、他の IRJ 経営陣も、栗尾氏から本件提案の事実を報告及び共有されることはなかったと供述していること、TKS 契約の担当者に、栗尾氏が含まれていないこと、TKS 契約の締結に際し、正式なコンフリクトチェックは行われず、A1 社元代表取締役と栗尾氏との接触は検知されなかったこと等からすると、他の IRJ 経営陣が、本件提案を認識した上で、TKS 契約を締結したとまでは認定し難い。

また、デジタルフォレンジック調査等によっても、他の IRJ 経営陣が、本件提案を認識した上で、TKS 契約を締結したことを窺わせる客観的証拠は発見されず、多数に上る関係者からのヒアリングにおいても、上記認識に結び付く供述は得られなかった。

したがって、他の IRJ 経営陣が、TKS 契約の締結に際し、マッチポンプの意思を有していたとは認められず、また、栗尾氏による本件提案を認識した上で、TKS 契約を締結したとも認められない。

なお、栗尾氏個人によるマッチポンプの可能性についても付言すると、栗尾氏は、上記第 3.2. (4) のとおり、A1 社に接触した時点で A1 社からの IRJ の案件獲得に繋がり得ると考えたため、IRJ の事業のために、本件提案を行ったと回答しており、この供述には合理性が認められること、A1 社への接触の事実を IRJ 社内でも共有していなかったこと、TKS 契約の締結に関して栗尾氏が関与していた形跡は認められなかったこと等からすると、栗尾氏個人についても、マッチポンプの意思を有していたとは認められない。

(エ) ④IRJ の一連の行為はマッチポンプと評価されるか

このように、他の IRJ 経営陣が、TKS 契約の締結に際し、マッチポンプの意思を有していたとは認められず、栗尾氏による本件提案を認識した上で、TKS 契約を締結したとも認められなかった。このため、TKS 案件に関し、IRJ が、意図的にマッチポンプを行っていたと認定することはできない。

もともと、その外形から見れば、マッチポンプを行っているかのような状況が生じていたことは否定できない。

すなわち、まず、本件提案書には、2021 年 3 月 25 日と記載されており、その直後である同年 4 月 2 日を異動年月日として、A1 社らが、TKS 株式を最初に取得していることからすると、本件提案が、A1 社の TKS 買収の意思を惹起した可能性を完全には否定することはできない。

栗尾氏は、A1 社元代表取締役と接触したのは、(A1 社らが、最初に TKS 株式を取得した 2021 年 4 月 2 日の後である) 2021 年 4 月 15 日及び同月 28 日の 2 回のみである旨回答している。

しかし、栗尾氏は、「アイ・アールジャパンに残っている私の予定では 4 月 15 日、28 日に A1 社元代表取締役との面会予定が記録されているということですから、会ったのはその時かもしれません」とも回答しており、栗尾氏は、本件提案の日時を明確に記憶していないとも思われること、本件提案書の日付からすると、栗尾氏の、「A1 社元代表取締役と接触したのは、2021 年 4 月 15 日及び同月 28 日の 2 回のみである」という回答の正確性は、慎重に検討すべきであり、本件提案書に記載されている同年 3 月 25 日に、栗尾氏が、本件提案を行った可能性も否定できない。

また、A1 社元代表取締役と思われる人物が、本投稿で「IR ジャパンの提案を受けた時点では、既に一定数の東京機械株式を保有していました」等と述べているが、これを裏付ける客観的事実があるわけではなく、本投稿によって、同年 3 月 25 日に本件提案がなされた可能性が否定されるものではない。

なお、A1 社元代表取締役は、本東洋経済記事において、「東京機械に目をつけたのは 1 年近く前だ」と述べ、また、2021 年 8 月 27 日に行われた、TKS と A1 社の接触において、A1 社元代表取締役は、「御社のことは、株価が 250 円という割安感だった時から、1 年前よりウォッチしておりました」と述べている。しかし、A1 社らが、実際に TKS 株式を最初に取得したのは、2021 年 4 月 2 日であったことからすると、本件提案によって TKS 買収の意思が具体化し、実際に買収行為に着手したとも考えられる。そのため、A1 社元代表取締役のこれらの供述は、本件提案が、TKS 買収の意思を惹起した可能性を直ちに否定するものではない。

仮に、2021 年 3 月 25 日に、栗尾氏による本件提案が行われておらず、又は A1 社が本件提案以前から TKS 買収意思を有しており、本件提案が、TKS 買収の意思を惹起してはいなかったとしても、本件提案書には、TKS の名称が名指しで記載されていること^[26]、同年 4 月 2 日に、A2 社が取得した TKS 株式は、3,100 株に過ぎなかったにもかかわらず、同年 7 月 20 日に、A2 社が、A1 社と共同して TKS 株式を 8.08% (705,600 株) 保有する大量保有報告書を提出しており、同月 21 日には、その保有目的を「純投資」から「支配権の取得」に変更する変更報告書を提出していたことからすると、少なくとも、本件提案が、A1 社の TKS 買収の意思を助長した可能性は相当程度認められる。

栗尾氏は、IRJ の代表取締役の業務執行として本件提案を行った可能性が高いことを踏まえ、IRJ の一連の行為を外形的客観的に見ると、IRJ は、IRJ として、一方で、買収側であ

²⁶ A1 社らが、2021 年 7 月 20 日に TKS 株式を 8.08% 保有する大量保有報告書を提出していること等からすると、本件提案書に記載されている「複数のファンドを使い 5% 未満を水面下で買付」という方策を A1 社らが採用したかどうかについて当委員会は明確な認定には至っていないが、当該方策は、大量保有報告制度の潜脱として適法性に疑義のある方策であることも考慮すると、これが採用されなかったとしても、本件提案が、A1 社の TKS 買収の意思を惹起又は助長した可能性は、否定されない。

る A1 社に提案してその買収意思を惹起又は助長した可能性があり、他方で、A1 社による敵対的買収を受けた TKS から買収防衛に係る業務を受託している。

したがって、IRJ の栗尾氏を含む経営陣にマッチポンプの意図は認められなかったが、客観的には、IRJ の一連の行為により、マッチポンプと見られる外形が作られたと認められる。

イ TKS 案件における IRJ の不適切行為

本件のような敵対的買収の事案では、当事者間の利害が激しく対立するという特性があり、特に防衛側企業にとっては、適切なアドバイザーの選任が、極めて重要となる。そして、防衛側企業としては、アドバイザーが、過去に買収側企業に対し、防衛側企業の買収に関する提案を行ったことがないことを当然に期待した上で、アドバイザーに信頼を寄せることとなる。この点、TKS も、栗尾氏が、本件提案を行ったことを事前に告知されていたら、TKS 契約を締結することはなかったと明言している。

そのため、少なくとも、敵対的買収案件を取り扱うアドバイザーは、買収側に具体的な提案をした事実がある場合には、これを把握した上で、防衛側企業とアドバイザー契約を締結するに先立って、当該事実を告知し、防衛側企業に、これを認識した上で契約を締結するか否かを選択する機会を与えるべきである。

ところが、他の IRJ 経営陣は、栗尾氏による本件提案の事実を把握できておらず、これを TKS に告知できなかったことから、TKS は、IRJ が、A1 社に本件提案を行った事実があることを知った上で、IRJ とアドバイザー契約を締結するか否かを選択する機会を失ったといえる。

このような観点から見ると、IRJ が、TKS に対して本件提案の事実を告知せずに、TKS 契約を締結した行為は、顧客である TKS の利益・信頼を不当に害したものであり、不適切行為であったと認められる。

この結果をもたらした原因につき、複数の関係者が、栗尾氏の暴走が招いた事案であると述べ、栗尾氏個人の資質に原因を求めている。

しかし、当委員会は、次項に述べるような IRJ の利益相反管理体制の問題点もあってこのような事態を招いたものであり、まさに起きるべくして起きた事案であると考える。

ウ TKS 案件から見る IRJ の利益相反管理体制の問題点

TKS 案件から見る IRJ の体制の問題点として、以下が挙げられる。

(ア) 適性チェック及び与信チェックの不全

まず、IRJ では、社員が、コンタクトする相手として適切かどうかという点につき、コンフリクトチェック、取引先チェックを行い、取引先チェックについては、2017 年 10 月 17

日から 2021 年 7 月 21 日受付分までの間、取引先管理エクセルで管理をしており²⁷、藤原氏及び若菜氏が、取引先チェックによって、XXXXXXXXXXと判断した会社には、その旨を取引先管理エクセルに記録し、役職員は当該会社への接触が禁止されていた（以下「本件ルール 1」という）。

もともと、IRJにおいては、本件ルール 1 の遵守が徹底されていないばかりか、そもそも本件ルール 1 が、社内ルールとして明確に規定されていなかった。現に、A1 社は取引を控える旨が取引先管理エクセルに登録されていたにもかかわらず、それ以降^[28]に、IRJ の社員が、複数回 A1 社と接触していたことを示す顧客コンタクト履歴が確認された。この点、藤原氏は、「IRJ では、ある会社から大量保有報告書が提出されたら、機械的に電話をすることとなっていた。上記接触も、営業の電話を掛けたのだと思う」旨供述した。

IRJ では、本件ルール 1 が、接触先を管理及び制限する仕組みとして機能していなかったものといえる。

(イ) 顧客コンタクト履歴登録の不徹底

次に、IRJ では、営業社員が、何らかの方法で顧客にコンタクトした場合、社内ツールである顧客コンタクト履歴に訪問先、営業提案内容等を入力することとなっていた（以下「本件ルール 2」という）。

もともと、IRJ では、本件ルール 2 の遵守も徹底されておらず、現に藤原氏も、「顧客コンタクト履歴は、全社員がアクセス可能であることから、特に投資銀行部門の社員は、インサイダー等の情報漏えいを恐れて、会社とコンタクトしてもその旨を記録しないことが多かった」旨供述した。本件では、栗尾氏も、A1 社元代表取締役との接触を顧客コンタクト履歴に記録していなかった。本件ルール 1 と同様、本件ルール 2 は、接触先の管理及び制限という意味において、十分機能していなかったものといえる。

(ウ) 栗尾氏の監督の不徹底

また、本件ルール 1 及び本件ルール 2 を始めとする各種社内ルールの遵守が周知徹底されていなかった結果、IRJ の取締役は、栗尾氏の日常行動を把握していない状態であった。すなわち、IRJ は、栗尾氏に、代表取締役副社長という、会社を代表する肩書を与えておきながら、栗尾氏への監査監督を適切にすることなく、単独での営業活動を許容していた。

(エ) TKS 案件におけるコンフリクトチェックの不適切性

さらに、TKS 契約締結におけるコンフリクトチェックにも問題がある。すなわち、IRJ における案件一般において、コンフリクトチェックを担当する藤原氏は、TKS 契約の締結に際し、本件ルール 1 及び本件ルール 2 等の存在を前提に、2020 年 11 月に、A1 社との取引を控

²⁷ 現在、取引先管理エクセルは、●●と呼ばれるシステムに置き換えられている。

²⁸ 下記第 3.2. (7) .ウ. (エ) のとおり、TKS 第一契約締結後も、IRJ の社員が、A1 社に接触していた。

える旨を取引先管理エクセルに記録したのであるから、A1社と接触している社員はよもや存在しまいとの考えの下、TKS契約締結に際し、本来実施すべき手順ではコンフリクトチェックを実施しなかった。また、TKSとTKS契約を締結したことによりA1社との間でコンフリクトが発生していることは明確になったにもかかわらず、社内システム上、コンフリクトが発生していることが記録されたのは、TKS第一契約の締結から3週間以上経過した2021年9月30日になってからであった。現に、IRJの社員が、TKS契約締結後、A1社に接触していたことも明らかになっている。

上記のとおり、IRJにおいては、本件ルール1及び本件ルール2が徹底されておらず、それらに抵触する営業活動等が日常茶飯事で行われていたにもかかわらず、本件ルール1及び本件ルール2の仕組みそのものが漫然と信頼され、本来実施すべき手順でコンフリクトチェックが実施されなかった。

3 D社案件

(1) 案件の概要

D社案件は、2020年から2021年にかけての、D社の創業家株主の一部であるE1氏、E2氏、ないしE3社（以下総称して「E家側」ということがある）による、D社に対する株主提案に関し、D社2020年総会においては、IRJがD社から██████████業務を受託し、D社2021年総会においては、JOIBがE3社から██████████業務を受託した、というものである（以下「D社案件」という）^[29]。

ア 案件開始以前における当事者との関係性等

IRJは、D社案件が開始する以前において、D社及びE家側のいずれとの間にも一切の契約関係を有していなかったが、寺下氏は、2020年3月にE3社の取締役を選任された●●氏とは以前より面識があった。

イ D社2020年株主総会に関する事実経緯

(ア) IRJがD社の██████████となった経緯

D社の取締役会は、2019年6月の定時株主総会終了時点において、取締役（監査等委員である取締役を除く）6名、監査等委員である取締役3名の合計9名で構成され、取締役（監査等委員である取締役を除く）のうち3名（●●氏、E2氏及びF氏）がいわゆる創業家出身の取締役であったが、同年9月から10月頃、D社の海外子会社において現地税務当局に賄賂を支払った不祥事が発覚し、それを契機として、経営陣の交代について議論が行われる

²⁹ 当委員会の竹内朗副委員長は、D社が2020年3月13日に受領した調査報告書を作成した第三者委員会の委員に就任していた。また、戸澤晃広委員は、2020年4月頃にD社の関係者が関係する案件に関与していた。そこで、当委員会による調査の中立・公正に対する疑義を生ぜしめないため、両委員はD社案件に関する事実調査及びその評価には関与しなかった。

ようになった（なお、海外子会社において認識された不適切な金銭交付の疑いに関し、2020年3月13日に第三者委員会による調査報告書が提出されている）。かかる状況の下、2019年11月頃、●●法律事務所のG弁護士からIRJの石垣氏に対して連絡があり、G弁護士から石垣氏に対し、当時のD社の常務取締役総務部長であったF氏が紹介された。なお、IRJでは、同月25日に、D社について適性チェックが実施されている。

その後、IRJの石垣氏及びH氏は、同年12月5日、D社の●●氏、●●氏、●●氏、及びF氏と面談した。同日の面談に関する顧客コンタクト履歴には、法人関係情報として、
[REDACTED]

と記録された。石垣氏及びH氏は、同月23日にもF氏と面談し、同日の面談に関する顧客コンタクト履歴には、議事録として、「F氏と直近状況につき、意見交換。詳細割愛。定期的に面談していく予定」と記録された。

石垣氏及びH氏は、年明け以降も継続的にF氏やG弁護士との面談を実施し、IRJとD社との間で、D社2020年総会を見据えて[REDACTED]契約を締結することが協議された。石垣氏は、2020年4月6日、F氏に対し、[REDACTED]業務の見積書を提出した。当該時点においては、D社2020年総会でE家側から株主提案がなされるか否かは明らかにはなっていないものの、[REDACTED]

[REDACTED]E家側から株主提案がなされる可能性が具体的に認識されるに至った。そして、E1氏は、同月21日付で、D社に対し、定時株主総会での取締役選任について、D社のガバナンス体制の問題は、創業家が取締役に就任していることにあるとして、創業家メンバーが取締役から全員退任し、創業家メンバーでない取締役8名を選任することを目的とする株主提案を行った。

その直後である同月23日、D社は、コーポレート・ガバナンスの根幹にかかわる役員人事について、D社が設置した第三者委員会の調査報告書において、E1氏の経営介入がD社のガバナンス機能を大きく歪めてきた原因として厳しく指摘されていたにもかかわらず、同氏から再び不当な介入があったとして、同氏との間の名誉会長職の委嘱に係る契約を解除した。また、D社取締役会は、同年5月27日開催の取締役会において、第72回定時株主総会上程する取締役（監査等委員である取締役を除く）の候補者を決議するとともに、E1氏の株主提案に反対することを決議した。

その後、D社経営陣とE家側との間で、D社2020年総会の議案に関する委任状争奪戦が繰り広げられ、IRJは、D社の[REDACTED]として、[REDACTED]

[REDACTED]

種々の活動を行った。

なお、IRJは、同年4月上旬頃から、D社に対して本格的に[REDACTED]業務を提供するようになったが、D社の管理部門の担当者が多忙であったことや、業務スコープの変更の必要性が生じたこと等が原因で、D社とIRJとの間の契約締結は遅れ、D社2020年契約は、D社2020年総会の直前である2020年6月22日付で締結された。D社2020年契約の内容は、概要以下のとおりであった。

[REDACTED]	(1) [REDACTED] (2) [REDACTED] (3) [REDACTED] (4) [REDACTED] (5) [REDACTED] (6) [REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]

(イ) E家側からIRJへのアプローチ

[REDACTED]
[REDACTED]寺下氏は、D社から委託を受けていることを理由に、[REDACTED]の提供は不可である旨を回答していた。なお、●●氏から寺下氏への接触については、顧客コンタクト履歴の登録はされていない。

(ウ) D社2020年総会の結果

2020年6月26日にD社2020年総会が開催され、E家側の提案は全て否決されたが、会社提案についても、取締役候補者8名のうち、F氏、●●氏、及び●●氏の3名について選任が否決され、結果として、D社の創業家出身の取締役はD社2020年総会をもって全員退任することとなった。

なお、D社2020年総会后、F氏はD社の常務執行役員 総務部長 兼 デジタル戦略室長に、●●氏はD社の執行役員財務経理部長にそれぞれ就任した。

ウ D社2020年総会終結後の事実経緯、及びD社2021年総会に関する事実経緯

(ア) 2020年7月頃から同年12月頃までの間におけるIRJとD社及びE家側とのやり取り

D社2020年契約は、2020年6月30日の経過をもって、有効期間の満了により終了した(ただし、秘密保持義務は契約終了後から1年間有効に存続していた)。D社2020年総会の結果は、株主提案は全部否決されたものの、会社提案も一部否決されるというものであり、IRJとしてもD社経営陣としても、委任状争奪戦に完全に勝利したとの認識は有していなかった。そのような結果であったこともあり、D社2020年契約が終了してからしばらくの間は、D社とIRJとの間で特段のコミュニケーションは取られなかったが、2022年10月頃より、D社2020年総会でD社への[]を担当した石垣氏及びH氏に対し、F氏から「何かできることはないか」といった相談がなされるようになった。これに対し、石垣氏及びH氏は、同年10月6日と同月27日の2回にわたり、F氏とWEB会議を行い、同月28日付で、概要以下の内容の見積書を作成し、F氏に送付する等した。

[]	[]
[]	[]
[]	[]
[]	[]

上記見積りは、D社2021年総会における[]を対象とするものではなく、スポット的なサービスに止まるものであった。F氏は、スポットのサービスとしては費用の面で割高に感じたこともあり、このとき提案されたサービスについてIRJに依頼することはなかった。

その後、石垣氏及びH氏は、同年12月23日、IRJのオフィスにおいてF氏と面談し、E家側との関係やD社の株式の処理に関する意向を聞く等した。

さらに、石垣氏は、D社のリーガル・アドバイザーであるG弁護士との間でも継続的にやり取りをする関係にあった。石垣氏は、G弁護士に対し、D社の資本構成を抜本的に見直す方策として、MBOや第三者によるバイアウトの可能性について話す等していたが、G弁護士は、F氏は自ら保有するD社株式を売却する意向がないことを認識していたこともあり、IRJがD社2021年総会においてもD社の[]となることを当然の前提として考えていた。

一方、寺下氏は、2020年12月頃より、E3社の取締役である●●氏との間でやり取りを開始した。

(イ) 2021年1月頃から同年3月頃までの間におけるIRJ/JOIBとD社及びE家側とのやり取り

i E家側との初期的な協議

2021年1月13日、IRJから寺下氏、E氏側から●●氏が参加し、面談が実施された。

面談後の同月14日、寺下氏から●●氏に対し、電子メールに添付してメモ（以下「本件寺下メモ」という）が送付された。本件寺下メモには、D社の経営権を巡る問題解決への選択肢として、以下のような記載があった。

-
-
-
-
-
-
-

また、本件寺下メモの結びとして

との記載がなされていた。

寺下氏に対するメールでその旨が伝えられた。当該メールを見た石垣氏は、この時点で、IRJがE氏側の

ii D社とのやり取り

2021年1月以降に、石垣氏やH氏がF氏と直接面談したり、やり取りをした事実は確認されないが、石垣氏は、G弁護士とは継続的にやり取りを行っており、同月18日には、石垣氏、H氏、及びG弁護士の3名で面談を行った。石垣氏は、G弁護士に対し、寺下氏を中心としたE家側とのやり取りが進展するに従い、第三者によるD社のバイアウトを想定してE家側の

なってもらふことを望んでいることを伝えた上で、E家側につく等ということはやめてもらいたい旨を伝えていた。

他方、寺下氏は、2021年1月28日 [REDACTED]

[REDACTED]と面談し、[REDACTED]について意見交換を行う等した。 [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]しかしながら、その後 [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]寺下氏と●

●社長との面談は実現しなかった。

寺下氏、石垣氏及びH氏は、同年2月8日、 [REDACTED]F

氏宛ての文書の作成について議論し、寺下氏は、そうして調整した内容を手書きの書簡（以下「本件寺下書簡」という）に清書し、F氏の自宅宛てに郵送にて送付した。本件寺下書簡

には、D社の創業家間の争いの解決策として、以下の記載がなされていた。

- D社とF家、E家の両家が信頼できる第三者の新しい経営陣のもとでバリューアップする方策が得策と考える。そのためにF家、E家が充分納得する第三者にD社株式を譲渡する。すなわち第三者へのバイアウトによりD社を非公開化し、新しいD社としての企業発展を導く。

- 当社アイ・アールジャパンは、F家、E家の両家の中立・公平な [REDACTED]として、両家のご意見をまとめ、両家の要請を最大に尊重したバイアウトを計画し、実行を行う。

- [REDACTED]

[REDACTED]

また、本件寺下書簡には、当時の双方当事者からの [REDACTED]要請の状況について、以下の記載がなされていた。

- 法律事務所からの要請につきましては、当社石垣が定期的に連絡を取っている●●法律事務所のG先生より委任状争奪においての会社側 [REDACTED]の受託を要請されております。 [REDACTED]

[REDACTED]

しかし、F氏が本件寺下書簡に回答することはなかった。

その後、IRJと

同月 11 日には、契約内容について両社合意可能な状況となっていた。しかしながら、J 弁護士からの助言を得た寺下氏の指示により、また、契約審査等を通じて IRJ 内部においてなされた議論を踏まえ、契約主体を別法人に変更し、かつ、案件対応を行うチームも変更することで利益相反を回避する方法が執られることとなり、最終的に契約当事者が JOIB に変更された。そして、JOIB は、同月 8 日付にて、E3 社との間で、E3 社 2021 年契約を締結した（なお、実際に締結が完了したのは同月 18 日頃であり、契約書の日付はバックデートで作成されたものである）。E3 社 2021 年契約の内容は、概要以下のとおりであった。

	<p>①</p> <p>②</p> <p>③</p> <p>④</p> <p>⑤</p> <p>⑥</p> <p>①</p> <p>②</p> <p>③</p> <p>④</p>

	1. [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]
	2. [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]
	3. [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]

上記の [REDACTED] 業務のうち、 [REDACTED] 業務の実行時期を「主に 2021 年 3 月までを想定」と規定し、契約金 [REDACTED] 円について「 [REDACTED] 業務に対する報酬として」と規定したのは、当該契約金を 2021 年 3 月期の JOIB の売上に確実に計上することを企図したものであったといえ、実際にも、当該契約金の全額が JOIB の 2021 年 3 月期の売上に計上された。

また、 [REDACTED] 報酬については、約 [REDACTED] 円 [REDACTED] [REDACTED] として想定し、 [REDACTED] 円が、JOIB の 2022 年 3 月期の売上見込みとされた。

このように、 [REDACTED] 契約における報酬が、 [REDACTED] に設定されたのは、 [REDACTED] を提供することを前提とした報酬の取り決めがなされたことによる。もともと、下記第 3.3. (1) .ウ. (ウ) のとおり、2021 年 3 月下旬頃の時点で、JOIB が模索していた [REDACTED] については、(少なくとも当該時点においては) 実現可能性が低くなっており、 [REDACTED] の提供が JOIB の業務の中心となっていた。

他方、E3 社 2021 年契約の締結に向けたやり取りがなされていた頃、石垣氏が G 弁護士に対し、JOIB が E3 社と契約することになったことを伝えたところ、G 弁護士は怒りをあらわにし、石垣氏に対し、「そんなことが許されるのか。D 社としては IRJ に対する訴訟提起も検討することになる」等と申し向けた。また、G 弁護士は、石垣氏に対し、JOIB が E3 社と契約するというのであれば、最低限、石垣氏と H 氏はチームを外れてもらい、情報遮断と守秘義務の徹底を要請する旨を伝えた。

iv IRJ 及び JOIB における情報遮断措置の状況

JOIB が E3 社に対して ██████████ 業務を提供するに当たっては、利益相反を回避する観点から、D 社 2020 年総会において D 社への ██████████ を担当した石垣氏及び H 氏は E3 社に対する ██████████ には関与しないこととし、JOIB の寺下氏、I 氏及び K 氏の 3 名で新たなチームが立ち上げられた。もともと、2021 年 3 月 16 日、石垣氏及び H 氏も参加する形で、●●法律事務所において会議が実施されており、チーム変更が直ちに徹底されていたとはいえない。さらに、I 氏は、同年 3 月から 6 月の時期に、複数回、H 氏に D 社案件の相談（少なくとも、委任状勧誘に関する一般的な相談）を行っていた。

また、IRJ においては、情報遮断のため、D 社 2020 年総会に関する案件フォルダにはアクセス制限が設けられていた。ただし、寺下氏は、社長として全ての案件を監督すべき立場にあるとの理由により、全ての案件フォルダにアクセスできる状態であった。また、当時、IRJ の案件ファイルについては、当該プロジェクト関係者、寺下氏及び投資銀行部門に所属する役職員、並びに管理部門に所属する役職員がアクセス可能な設定となっていた。IRJ 役職員のうち、JOIB と兼任しているものについては、IRJ とは別の JOIB 専用の PC 及び携帯が付与されており、同一端末にて双方へアクセスはできない設定となっていたものの、I 氏は、IRJ の投資銀行部門と JOIB の投資銀行本部を兼任しており、IRJ 専用の PC を使用すれば、2020 年の D 社案件のプロジェクト・フォルダにアクセスすることが可能であった。加えて、K 氏は、同月 1 日付で IRJ に入社した後、同月 15 日付で JOIB に転籍しており、D 社案件を担当した時点では JOIB の専属であったものの、IRJ 在籍時に付与された IRJ の案件フォルダへのアクセス権限が継続しており、また、K 氏は当時、JOIB の案件だけでなく IRJ の案件も担当していたことから、引き続き IRJ の案件フォルダにアクセスすることが可能であった。したがって、E3 社に対する ██████████ 業務を担当した寺下氏、I 氏、及び K 氏の 3 名は、いずれも IRJ のサーバー上に存在する、D 社 2020 年総会に関する案件フォルダにアクセスすることが可能な状態であった。

さらに、当委員会がサーバー上のデータを保全して調査したところ、IRJ のサーバー上に、「PJ Pegasus」という名前のプロジェクト・フォルダが作成されており、同フォルダ内には、2020 年 3 月末日時点の D 社の株主情報が記録されたファイルと、2021 年 3 月末日時点の D 社の株主情報が記録されたファイルの両方が保存されていた。そして、IRJ の情報システム部内のフォルダ作成依頼の履歴及び操作ログより、①2021 年 3 月 3 日、H 氏が「PJ Heaven」という名前でフォルダを作成したこと、②同月 12 日、当該フォルダが「PJ Heaven(backup)」という名前に変更され、これとは別に新たに「PJ Heaven」という名前でフォルダが作成されたこと、③同月 25 日、H 氏が「PJ Heaven(backup)」のフォルダを「PJ Heaven」のフォルダ内に格納したこと、④同年 5 月 12 日、「PJ Heaven」のフォルダが「PJ Pegasus」という名前に変更されたことが確認された。IRJ 及び JOIB では、D 社 2020 年総会における ██████████ ██████████ 案件の PJ 名は PJ TNM 又は PJ Heaven とされており、PJ Pegasus は 2021 年における E3 社に対する ██████████ 案件を指すものであることにも照らすと、

本来、JOIBのサーバーのみで管理されるべき2021年3月末日時点のD社の株主情報が記録されたファイルが、IRJのサーバーでも保存されていたことになる。もっとも、寺下氏、I氏又はK氏がD社2020年総会に関する案件フォルダにアクセスし、D社2020年総会においてIRJがD社から取得した情報をE3社に対する[]の提供のために使用したかどうかという事実までは確認されなかった。

(ウ) 2021年3月下旬からD社2021年総会の終結までの事実経緯

2021年3月22日、F氏が代表取締役を務める●●社が、D社株式について大量保有報告書を提出し、●●社、L社及びF氏が共同保有者となり、株券等保有割合が合計14.21%（内訳は●●社：2.19%、L社：10.91%、F氏：1.12%）となったことが明らかとなった。L社は、F氏やE家側とは異なる、D社の創業家の一角を成す存在であり、[] F氏がL社の共同保有者となったことは、F氏側とE家側のパワーバランスを大きく変化させる重大な出来事であった。F氏がL社の共同保有者となったことは、F氏がD社の経営権を保持しようとする意図を明確に示すものであり、JOIBが模索していた第三者によるD社のパイアウトについては実現可能性が低くなった。

E3社は、同年4月13日付にて、D社の代表取締役である●●社長に対し、D社の前取締役のF氏及び●●氏は、D社2020年総会における取締役選任議案で否決されたにもかかわらず、その後も両者は執行役員を務め要職に就いていたこと、前取締役で前社長の●●氏も、2020年12月31日まで、[]に就いていたことから、現経営陣が、総会における株主の意思を完全に無視し、経営責任が問われているF氏、●●氏及び●●氏を経営に関わる要職に就けていたことは現経営陣の下でのガバナンスが全く機能していない等として、第73回定時株主総会において、取締役3名（[]）を選任することを目的とする株主提案書を送付した。

また、D社の株主であった●●社及び●●社は、[]を監査等委員である取締役として選任することを目的とする株主提案を行った。

さらに、D社の指名・報酬委員会は、2021年4月19日付にて、D社取締役会に対し、D社の監査等委員会が提案する[]は、監査等委員である取締役候補者として不適切であり、[]を監査等委員である取締役候補者として第73回定時株主総会に上程すべきとの意見を付した答申書を送付した。

そして、D社の取締役会は、同年5月21日の取締役会において、D社2021年総会に上程する取締役の候補者を決定し、D社取締役会としての意見を以下のとおり決定した。

	議案の決定者	候補者の氏名	意見
取締役（監査等委	[]	[]	[]

員である取締役 を除く) 選任議案			
監査等委員であ る取締役選任議 案			

その後、E家側は、会社提案の取締役（監査等委員である取締役を除く）候補者7名（
）^[30]の取締役選任議案及
び●●社及び●●社の株主提案の監査等委員である取締役候補者3名（
）の取締役選任議案に反対する意見を表明し、D社2021年総会に向けたキャンペーン
を展開した。そして、JOIBは、E3社の
として、
種々の活動を行った。ただし、D社2021年総会においては、F氏が
L社の共同保有者となったことにより、F氏側とE家側のパワーバランスが大きく変化して
いたことから、2020年のような大々的な委任状争奪戦は行われなかった。

同年6月29日にD社2021年総会が開催され、取締役（監査等委員である取締役を除く）
選任議案については、D社取締役会による提案が全て可決、E3社による提案が全て否決され
た。また、監査等委員である取締役選任議案については、D社監査等委員会による提案が全
て否決、●●社及び●●社による提案が全て可決された。

(エ) D社2021年総会終了後の関係性等

D社2021年総会終了後、E家側は新たな株主提案等は行っておらず、創業家間の対立は、
少なくとも表面上は沈静化したものと考えられる。

³⁰ このうち、
の5名は再任の取締役であり、D社2020年
総会においてIRJが
を提供した、D社の会社提案の取締役候補者であった者たちである。

(2) IRJ 側の認識

寺下氏は、J 弁護士の助言等も踏まえ、D 社 2020 年契約は 2020 年 6 月 30 日までで有効期間満了により終了しており、D 社との間で D 社 2021 年総会に向けた契約は存在しなかったため、JOIB が E3 社との間で E3 社 2021 年契約を締結した 2021 年 3 月の時点で、D 社は IRJ の顧客ではなかったと認識していた。そして、IRJ が D 社に対して負っている守秘義務の観点から、取得済みの情報が不正に利用されないよう情報遮断措置を徹底すれば、E3 社の ██████████ となることについて法的問題は生じないとの理解の下、IRJ とは別法人である JOIB が E3 社の ██████████ となることとし、担当者を総入れ替えすることで情報遮断を行うこととした。

他方、石垣氏は、寺下氏が E 家側からの依頼を受ける方針を打ち出した 2021 年 1 月以前においては、IRJ が引き続き D 社の ██████████ として活動することを想定しており、G 弁護士を通じて、D 社経営陣が D 社 2021 年総会においても IRJ に ██████████ 就任を要請する意向であることを認識していた。

加えて、寺下氏は、石垣氏からの報告により、石垣氏と G 弁護士との間で上記のようなやり取りをしていることを認識していたし、2021 年 1 月下旬から 2 月上旬にかけてなされた ●●氏とのやり取りを通じて、D 社経営陣が D 社 2021 年総会においても IRJ に ██████████ 就任を要請する意向であることを認識していた。

(3) 顧客である会社 (D 社) 側の認識

D 社経営陣及び F 氏は、IRJ との間で D 社 2021 年総会に向けた契約が締結されていないことは認識していたが、2020 年 10 月以降になされていた F 氏と石垣氏及び H 氏との間のやり取りは、IRJ が引き続き D 社の ██████████ として活動することを前提とするものであった。また、D 社のリーガル・アドバイザーである G 弁護士を通じて、D 社 2021 年総会に向けた ██████████ の提供が打診されていた。さらに、2021 年 1 月下旬から 2 月上旬にかけてなされた寺下氏と ██████████

(4) 顧客である株主 (E3 社) 側の認識

██████████
██████████
██████████
██████████
██████████
██████████

(5) 当委員会の評価

ア 顧客の利益・信頼を不当に害する行為の該当性

(ア) D社案件の利害対立の程度

D社案件の内容及び特性は、取締役の選任を巡る株主提案及び委任状勧誘の事案であり、会社の経営権に直接影響するものであった。また、案件を通じて執られた各種手続や当事者間のやり取り、一般への情報の公表を伴う形で行われたキャンペーン等は、大株主間の対立を直接反映したもので、利害対立の程度は極めて大きかったといえる。

(イ) D社2020年総会とD社2021年総会の実質的同一性

D社2020年総会とD社2021年総会は、いずれもD社の定時株主総会であり、株主総会単位で見れば1年間の時間的な隔りがある。また、D社2020年総会の結果、D社の創業家出身者はD社の取締役会に存在しなくなっており、「D社の現経営陣」と呼ぶ場合も、D社2020年総会の時点とD社2021年総会の時点で取締役会の構成は異なっている。さらに、D社2020年総会における提案株主はE1氏であったのに対し、D社2021年総会における提案株主は、E3社と、●●社及び●●社であり、また、監査等委員会による提案にD社の指名・報酬委員会が反対意見を述べる等、D社2020年総会とは異なる様相を呈していたことも認められる。

しかしながら、D社2021年総会におけるE3社の株主提案の理由において、D社2020年総会で退任することとなったF氏、●●氏及び●●氏が執行役員や●●としてD社の経営に関与し続けていたことを問題視しており、当時、F家側とE家側との対立が継続していたことが伺われることも踏まえると、D社2021年総会における基本的な対立構造は、D社2020年総会と同様、創業家株主間（とりわけ、F家側とE家側）の対立という点で共通していたといえる。また、2020年及び2021年当時、D社の主要な株主は、創業家やいわゆるアクティビストファンドであったことに照らすと、D社2020年総会とD社2021年総会におけるD社の株主構成は、相当な部分について共通しているといえるところ、両総会とも委任状争奪戦により株主への勧誘が行われたものであるから、委任状争奪に当たって活用される情報や戦略も相当程度重なり得るものであるといえる。

以上を踏まえると、D社2020年総会とD社2021年総会は、案件としての実質的同一性が認められる。

(ウ) D社の合理的期待及びD社とIRJとの信頼関係

D社2020年総会終了後のIRJとD社との関係性について見ると、D社2020年契約は、2020年6月30日の経過をもって有効期間の満了により終了しており、D社2020年契約に関連するIRJとD社との間の法的関係としては、1年間の秘密保持義務が継続していたのみである。

しかしながら、D社2020年総会でD社に対する●●を担当した石垣氏及びH

氏は、D社2020年総会の終了後もF氏との間でやり取りを継続しており、F氏からの要請に応じる形で、XXXXXXXXXXの見積書を提示する等していた。また、両氏は、同年12月24日にF氏と面談し、今後のE家側との関係やD社の株式の処理についてF氏の希望等を聞いていた。さらに、石垣氏は、D社のリーガル・アドバイザーであるG弁護士を通じて、D社2021年総会に向けてXXXXXXXXXXの要請を受けており、寺下氏も、石垣氏からの報告及び●●氏とのやり取りを通じて、D社がD社2021年総会に向けてIRJにXXXXXXXXXXを要請する意思があることを認識していた。

以上の事実関係を踏まえると、D社は、2021年1月頃においても、IRJが2021年の株主総会においてD社2020年契約と同様の役務提供をしてくれることを期待していたといえるし、IRJとしてもそれを認識していたのであって、かかる期待は、事実関係に照らして合理的なものであったと認められる。

加えて、D社は、D社2020年総会における委任状勧誘に当たり、XXXXXXXXXXをIRJに委ね、D社の株主に関する機微情報や委任状勧誘の戦略等の秘密情報をIRJに提供していた。D社は、IRJが翌年の株主総会において対立相手方である提案株主のXXXXXXXXXXとなる可能性があるのであれば、上記のような機微情報や秘密情報を無防備に開示しなかったと考えられる。換言すれば、D社は、少なくともD社2020年総会における委任状争奪と実質的に同一又は関連する案件において、IRJが対立相手方である提案株主側のXXXXXXXXXXとならないことを前提に機微情報や秘密情報を提供しているのであって、少なくとも、IRJが対立相手方である提案株主側のXXXXXXXXXXとならないとの期待は合理的なものであると認められる。

寺下氏は、F氏が本件寺下書簡に回答しなかったことをもって、D社はIRJのXXXXXXXXXXを必要としていないと結論づけている。しかしながら、寺下氏は、F氏が本件寺下書簡による提案に賛同する可能性は極めて低いことを認識していながら、本件寺下書簡を送付したというべきであって、F氏の本件寺下書簡への対応により、D社のIRJに対する合理的期待が失われたとはいえず、IRJは、D社の合理的期待を前提に自身の行動を決定すべきであった。

(エ) 小括

IRJ側の認識は、D社2020年契約は終了しているため、D社は既に顧客ではないから、情報管理さえ徹底すれば、E3社2021年契約の締結は、顧客の利益・信頼を不当に害することはないというものであった。

しかし、D社案件においては、F家とE家との間の極めて大きな利害対立が存在していたこと、D社2020年総会とD社2021年総会は案件として実質的同一性が認められること、2020年総会後もIRJとD社との間には信頼関係が継続しており、D社は、2021年1月頃においても、IRJが2021年の株主総会においてD社2020年契約と同様の役務提供をしてくれることを期待しており、かかる期待は合理的なものであったこと等、D社案件特有の経緯及

び事情に鑑みれば、D社2020年総会後も、IRJはD社を顧客として扱うことが適切であった。

E3社2021年契約の締結は、D社2021年総会においてIRJからD社2020年契約と同様の役務提供を受けることができなくなるという不利益な結果をもたらし、また、D社2020年総会における委任状争奪と実質的に同一又は関連する案件においては、少なくともIRJが対立相手方である提案株主側の■■■■■とならないというD社の合理的期待を裏切るものであった。したがって、E3社2021年契約の締結はIRJの顧客であるD社の利益・信頼を不当に害する可能性のある行為であったといえる。

他方■■■■■
■■■■■
■■■■■
■■■■■

イ IRJがD社の利益や信頼を害さないために行った措置

2021年E3社契約の締結に当たってIRJ内でなされた議論や措置等内容は、次のとおり、D社の利益や信頼を害さないために行う内容として不十分なものであった。

(ア) 受託に当たってIRJ内で行われた議論の状況

E3社2021年契約の締結に当たり、社内の適性チェックや与信チェックは実施されており、また、寺下氏は、JOIBがE3社から■■■■■を受託することに法的障害がないかをJ弁護士に相談し、D社2020年契約が既に終了していることから、直接的な利益相反の問題にはならない旨の回答を得ている。しかしながら、寺下氏は、自ら主導してE3社の■■■■■となることを決定した上で、E3社に対して契約書ドラフトを提示する直前に、社内の適性チェック及び与信チェック並びに契約締結プロセスに乗せているところ、そのような事実が先行した後に利益相反の検討を行い、場合によって受託を見送るといった判断がなされるようなことは、IRJグループにおいておよそ期待できない状況であった。

(イ) 取引中止の判断/検討の有無

D社案件において、顧客であるD社の利益・信頼を不当に害さないための選択肢としては、まず、E3社からの■■■■■を受託しないこと、あるいは、受託後であっても、D社の利益・信頼を不当に害する可能性を認識した時点で取引を中止することが考えられる。しかしながら、IRJ及びJOIBにおいては、D社2020年契約は終了しているため、D社は既に顧客ではないから、情報管理さえ徹底すれば、E3社2021年契約の締結は、顧客の利益・信頼を不当に害することはないとの整理に基づき、E3社からの■■■■■受託を決定しており、その後も、取引の中止について検討されることはなかった。

(ウ) 顧客の同意取得の判断/検討の有無

加えて、IRJは、JOIBがE3社の[]となるにあたり、D社の同意を求めておらず、そもそもD社の同意が必要となるのではないかということについて、検討することすらしなかった。

なお、D社2020年契約においては、他の案件に関する業務について、「D社は、本件以外の案件に関し、IRJ又はIRJの関係会社が、当該案件におけるD社の相手方当事者又は当該案件においてD社と競合関係にある者若しくはD社と利害対立の関係にある者に対して手数料を得て役務提供を行い、又は行う可能性があることを認識し、当該役務提供を行うことについてあらかじめ異議なく承諾する」旨の規定が存在し、JOIBがE3社の[]になることが当該規定による事前承諾に含まれるかが一応問題となるが、同契約においては「IR・SRコンサルティング」という包括的な業務を「本件」と定義していることに加え、D社2020年総会とD社2021年総会は、実質的には継続する同一案件と評価すべきことに照らすと、D社がD社2020年契約における上記規定により、D社2021年総会に当たりJOIBがE3社の[]となることを承諾していたと評価することはできない。

(エ) 情報遮断措置の有無

IRJ及びJOIBは、E3社への[]の提供に当たり、D社との関係での利益相反を回避する観点から、①契約主体を別法人のJOIBとし、②案件に対応するチームと担当者を完全に入れ替え、③情報遮断（チャイニーズ・ウォール）を行ったとのことである。

①IRJとJOIBの物理的なオフィスは同一フロア内ではあるが別室に分かれており、情報管理については別のネットワークサーバーを使用していた。もっとも、JOIBはIRJHDの100%子会社である上、IRJとJOIBを兼務している従業員が複数いるだけでなく、JOIB所属の従業員であってもIRJの案件を担当することもあり、IRJとJOIBが別法人であるとの一事をもって、実質的な主体が異なると判断することはできない。また、②D社2020年総会を担当した石垣氏及びH氏が完全にD社案件に関与しなくなったのは、E3社2021年契約の契約日付である2021年3月8日より後のことであり、両氏はそれまでに、[]との面談や会議にも複数回参加していたし、同月16日においても、石垣氏及びH氏は●●法律事務所との打合せに参加していたのであって、担当者を変更する時期が適切であったかについて疑問が残る。それだけでなく、I氏は、同年3月から6月の時期に、複数回、H氏にD社案件の相談（少なくとも、委任状勧誘に関する一般的な相談）を行っており、担当者の変更と新旧担当者間の口頭での情報交換の禁止についても徹底されていたとは言い難い。さらに、③E3社への[]提供を担当した寺下氏、I氏、K氏は、いずれも2020年のD社案件のプロジェクト・フォルダにアクセスすることが可能な状態にあり、IRJ側のサーバーにD社2021年総会に関するデータが保存されていたことにも照らすと、E3社への[]提供の担当者がIRJ側のサーバーにアクセスした可能性も否定はできない。以上を踏まえると、情報遮断としても徹底されていなかったといえる。

(オ) 小括

以上より、JOIBがE3社の[]となるにあたり、IRJがD社の利益や信頼を害さないために行った措置は適切であったとは言えず、JOIBがE3社の[]となった行為は、D社の利益・信頼を不当に害する不適切な行為であった。

ウ D社案件から見るIRJグループの問題点

(ア) 利益相反チェックプロセスの形骸化

[]を見据えたコミュニケーションとしては、寺下氏は、2020年12月頃に[]
[]
[]議論を行っていた。しかしながら、寺下氏と[]について顧客コンタクト履歴の登録は行われず[]
[]寺下氏は、同日には[]
[]契約書のドラフトを提示しており、その時点で、[]
[]等の重要な契約条件については、[]協議済みであった。IRJの管理部門は、適性チェック及び与信チェックを至急行うよう指示されており、十分な利益相反チェックを行うための時間的余裕が与えられていたとは言い難いし、顧客であるE家側との間の契約交渉が既に相当程度進展していた事実を照らすと、明確な法令違反がない限り、取引をストップすることは事実上困難であった可能性が高く、いわばなし崩し的に管理部門によるチェックを通過したものと見える。このように、案件の緊急性等を正当化理由として、管理部門による利益相反チェックプロセスが形骸化されていたことが問題点として指摘できる。

(イ) 顧客の信頼を保護する視点の欠如

寺下氏は、E3社2021年契約の締結に先立ち、J弁護士に対し、IRJがE3社との間で[]
[]契約を締結することに法的障害がないかについての助言を求め、J弁護士より、D社2020年契約は既に終了しており、直接的な利益相反の問題は生じないものの、IRJの守秘義務は継続しているため、情報管理を徹底することが案件受託の必須条件であるとの回答を得ている。

一般論として、ある取引が他の顧客の利益を害する可能性があったとしても、当該取引を行うことが直ちに禁止されるものではなく、顧客の利益を不当に害さないための適切な措置を執った上で当該取引を行うことが許容される場合は多くある。しかしながら、当委員会は、顧客の利益・信頼を不当に害さないことを企業の行動の適切性の判断基準としており、当該取引が違法の問題を生じさせないかという適法性の観点からの検討のみでは十分とはいえ、顧客の信頼を害さないことや自身のレピュテーション・リスクを踏まえ、適切性の

観点から取引の許容性を検討することが求められるべきと考える。

寺下氏が E3 社との間で [REDACTED] 契約を締結することを決めた後、IRJ 内で行われた議論は、適法性の観点からの検討に止まり、顧客の信頼を保護する適切性の観点が欠如していたことが問題点として指摘できる。

(ウ) 寺下氏に対する牽制機能の欠如

石垣氏及び H 氏といった、D 社 2020 年総会における D 社への [REDACTED] を担当したメンバーは、寺下氏が E 家側との協議を開始した初期の段階から一定の情報共有を受けていたと考えられ、石垣氏から寺下氏に対しても、D 社が D 社 2021 年総会において IRJ に [REDACTED] を要請する意向を有していることが共有されていたと考えられる。そうすると、寺下氏と石垣氏の間では、IRJ が E3 社の [REDACTED] となることの是非につき、顧客の信頼やレピュテーション・リスクも踏まえた議論を行いうる状況にはあったといえる。それにもかかわらず、寺下氏と石垣氏との間で実効性のある議論がなされた様子が窺われないし、また、E3 社 2021 年契約の直前に実施された社内プロセスや、寺下氏から相談を受けた J 弁護士の口からも、E3 社との取引を中止すべきとの意見が出された様子はない。これは、IRJ グループの絶対的権力者である寺下氏が主導する案件につき、社内の誰も、寺下氏の意向に反して取引の中止を提案できる土壌が存在しなかったことによるものと考えられ、寺下氏に対する牽制機能の欠如が問題点として指摘できる。

4 M 社案件

(1) 案件の概要

M 社案件は、2019 年から 2020 年にかけての、複数の買収者による N 社の買収案件に関し、IRJ は当初、買収者である M 社から [REDACTED] 業務を受託していたが、M 社による公開買付けが不成立により終了した後、[REDACTED] を主たる目的として、N 社から [REDACTED] 業務を受託した、というものである（以下「M 社案件」という）。

ア 案件開始以前における当事者との関係性等

イ M 社からの受託に関する事実経緯

同年 9 月 17 日、投資ファンドである●●社が、N 社に対し、公開買付価格を 1 株 5,000 円とする●●社公開買付けを実施すること等を内容とする法的拘束力のある提案書を提出した。

同年 9 月 27 日、M 社は、同年 8 月から 9 月にかけて、同社が保有する N 社の株式を売却し、特別利益として 29 億円を計上する予定であることを公表した。また、同日、N 社は、買収提案に対する対応の基本方針を決議し、●●社公開買付けに対する賛同意見を撤回し意見を留保し、また、●●社公開買付けに係る買収提案についても応諾しないことを決議した。

[Redacted text block]

ウ N 社からの受託に関する事実経緯

[Redacted text block]

[Redacted text block]

[Redacted text block]

N社契約の内容は、概要以下のとおりであった。

	1. [redacted] 2. [redacted] 3. [redacted] 4. [redacted]
	[redacted] [redacted] 1. [redacted] 2. [redacted] [redacted] 3. [redacted]
[redacted]	[redacted] [redacted]
[redacted]	[redacted]
[redacted]	[redacted]

N社契約の[redacted]業務に係る IRJ の担当者は、石垣氏、H 氏及び●●氏の 3 名体制であった。なお、石垣氏及び H 氏は、M 社契約の[redacted]業務に係る担当者でもあったが、[redacted]に鑑み、石垣氏がチームから外れることは選択肢にないと考えた。また、石垣氏と同じチームで業務をすることが多い H 氏をチームメンバーとして起用するに際し、「チームを変えた方が良いのではないか」という議論は、特になされなかった。また、M 社公開買付けは、N 社の同意を得ずに開始されたものであり、IRJ が保有していた N 社に関する情報は、基本的に公表情報のみであって、M 社から取得した情報を N 社契約のために用いることは想定されなかったため、「M 社の[redacted]就任時に得た情報を N 社の[redacted]として使用してもよいか」、という議論は特になされていなかった。

[redacted]
同月 22 日、N 社は、●●社投資公開買付けに賛同し、応募推奨することを決議し、公表した。また、同日、N 社は、●●社公開買付けに対し、反対することを決議し、公表した。

[redacted]
[redacted]
[redacted]
[redacted]
[redacted]

[Redacted text block]

2020年1月28日、●●社は、N社及び●●社投資の公表を受けて、●●社公開買付けに係る提案として、1株5,600円で実施する用意があることを公表した(その後も、●●社は、同年2月24日に1株6,000円に引き上げる提案をしている)。

●●社の公開買付価格の引き上げに対抗する形で、●●社投資は、●●社投資公開買付けの条件の変更を行い、同月9日に公開買付価格を1株5,700円、同年3月18日に公開買付価格を1株6,000円とする引き上げを行った。なお、●●社及びその共同保有者は、●●社投資との間で、自らが保有するN社株式を●●社投資公開買付けに応募する旨の応募契約を同月18日付で締結した。同月19日、N社は、●●社公開買付けの応募株券等が下限に達しなかったため、●●社公開買付けは不成立となり、終了した旨を公表した。

同年4月3日、●●社投資及びN社は、●●社投資公開買付けが86.55%の応募をもって成立したことを公表した。

(2) IRJの認識

IRJが、N社から [Redacted] の要請を受けた2019年10月の時点で、若菜氏は、M社契約の契約期間が残存しており、契約の拘束から解放されるには、契約を終了させる必要があること、M社契約に基づく秘密保持義務は、契約終了後1年間存続するものであることを認識の上、解約合意書や解約通知書の作成について議論していた。そのため、M社契約を終了させないままN社契約を締結することが、問題を生じさせる可能性があることは認識していたといえる。

(3) 顧客であるN社の認識

[Redacted text block]

(4) 顧客であるM社の認識

[Redacted text block]

(5) 当委員会の評価

まず、M社公開買付け終了後のIRJとM社との間の関係性について見ると、IRJ内において、2019年10月頃に、M社契約を終了する必要性について議論がなされたものの、最終的に契約を終了するための働きかけが行われた形跡は確認されなかった。そうすると、M社契約は、同年12月31日まで有効に存続していたこととなり、M社契約に基づくIRJの秘密保持義務は、契約終了から1年間、すなわち、2020年12月31日まで存続していたことになる。IRJが、N社契約を締結したのは2019年10月24日（契約書はIRJとN社の初回面談日である同年10月11日付とされた）であるから、IRJは、当事者の同意を得ることなく、同時期に、案件当事者の双方から■■■■業務を受託したのではないかが問題となる。

当委員会は、以下の理由により、M社案件において、実質的には双方代理的な関係は存在せず、IRJが顧客の利益・信頼を不当に害したとまでは言えないと判断する。

まず、M社契約は、形式的には同年12月31日まで存続することとなっていたが、M社公開買付けが同年8月24日に不成立となり、その後、M社が、同年9月27日までに、その保有するN社株式を全て売却したとの事実関係に照らせば、M社が、M社契約の有効期間内に、再びN社の買収を試みる可能性は、事実上なくなっていたといえる。M社としては、M社公開買付けの開始後、N社の市場株価が、M社公開買付けにおける公開買付価格（1株3,100円）を超える水準で推移し、また、●●社が、公開買付価格を1株4,000円とする●●社公開買付けを開始したことを受けて、公開買付価格を引き上げる選択肢もあったところ、公開買付価格を引き上げることはしなかったのであって、さらなるコストを投じてN社の買収を完遂することまではしないとの判断がなされたものと考えられる。

そうすると、M社がIRJに対し、同月3日付納品受領書及び同年10月8日付納品受領書を提出したことをもって、IRJがM社に対して提供すべき業務は終了しており、また、M社は、N社の買収に対して実質的な利害を有さなくなっていたといえるのであって、N社契約を締結することが、直ちにM社契約の違反を構成したり、双方代理的な問題を生じさせるものともいえない。

また、N社契約の目的は、もっぱら特定の株主への対応を念頭においた■■■■である。当時、M社以外の複数の買付者によるN社への買収提案が継続していたとはいえ、特定の株主への対応とM社公開買付けは、案件としての同一性がなく、その意味でも、双方代理的な問題を生じさせるものとはいえない。

さらに、IRJが、M社契約に基づく業務を通じて取得した秘密情報を、N社契約に基づく業務に流用し得たかという点について見ても、N社に対する■■■■の提供において、N社に関する情報の使用が問題となる場面は想定されないし、M社は、既にN社株式を売却して利害関係から離脱していたのであるから、M社に関する情報を使用する場面も想定し難い。

以上を踏まえると、IRJが、N社契約の締結及びN社契約に基づく[REDACTED]業務の提供により、顧客であるM社又はN社の利益・信頼を不当に害したとはいえない。

もつとも、IRJ内でも現に議論されていたように、N社契約の締結に先立ち、M社契約の解約等の措置がなされることが、顧客の利益保護の観点からは望ましかったと言ふべきである。

5 P社案件

(1) 案件の概要

P社案件は、P社定時総会におけるQ社によるP社に対する株主提案に関し、IRJが、P社から[REDACTED]業務を受託したが、それに先立ち、IRJが、Q社に対し、Q社の保有していたP社株式を第三者に売却する取引について営業提案を行っていた、というものである(以下「P社案件」という)。

ア 案件開始以前における当事者との関係性等

IRJは、P社案件が開始する前において、P社及びQ社のいずれとの間で何らの取引関係も有していなかった。

イ Q社に対する営業提案に関する事実経緯

[REDACTED]

ウ 2020年株主総会における事実経緯

[REDACTED]

P社契約の内容は、概要以下のとおりであった。

■	(1) ■
	(2) ■
	(3) ■
	(4) ■
■	■
■	■
■	■

その後、Q社は、同年4月20日付にて、P社に対し、①取締役7名選任の件、及び②補欠監査役2名選任の件を議案とする「株主提案権行使に係る請求書」を送付した。これに対し、P社は、同年6月1日、Q社の株主提案に対する反対意見を公表した。そして、P社経営陣とQ社との間で、P社定時総会の議案に関する委任状争奪戦が繰り広げられ、IRJは、P社の■として、P社による会社提案の可決及びQ社の株主提案の否決を目指して種々の活動を行った。しかしながら、P社は、同月24日、会社提案について十分な賛同が得られていないことを理由に、取締役の選任に係る会社提案を取り下げること決議した。そして、同月29日にP社定時総会が開催され、Q社による株主提案が、いずれも可決された。

(2) 当委員会の評価

まず、案件開始時点におけるIRJとQ社との間の関係性について見ると、IRJは、2019年5月にQ社を訪問し、Q社の保有するP社株式の取得を希望している第三者として●●社を紹介する等の営業活動を行っているが、P社株式の譲渡に係る取引が具体化するには至らず、IRJが、この件に関しQ社と業務委託契約を締結することもなかった。したがって、IRJとQ社との間には何らの契約関係も存在せず、IRJが、Q社に対して何らかの法的義務を負う関係も認められない。

また、IRJがQ社に接触した時点から、P社との間でP社契約を締結するまでの間に約10ヶ月の時間的な隔りがあることに加え、Q社による第三者へのP社株式の譲渡の案件と、Q社によるP社に対する株主提案及びそれに続く委任状争奪戦の案件は、対象となる当事者の構造や事実関係が全く異なり、案件としての同一性も認められない。

以上の事実を踏まえると、P社案件において、IRJが先行してQ社に上記の営業活動を行っていたことをP社に告知しなかったとしても、顧客であるP社の利益・信頼が不当に害

されたとはいえない。

6 R社案件

(1) 案件の概要

R社案件は、2022年3月に、S社がR社について大量保有報告書を提出したことを契機として、IRJが、S社及びR社の双方に対して、同時期に営業提案を行った、というものである（以下「R社案件」という）。

ア R社に対する営業提案に関する事実経緯

[REDACTED]

イ S社に対する営業提案に関する事実経緯

[REDACTED]

(2) 当委員会の評価

まず、営業提案中におけるIRJと各当事者との間の関係について見ると、IRJは、R社及びS社のいずれに対しても営業提案を行ったのみで、業務委託契約の締結には至らなかったものであるから、IRJと両社との間には何らの契約関係も存在せず、IRJが、R社又はS社に対して、何らかの法的義務を負う関係も認められない。したがって、IRJが、両社に対して同時に営業提案を行っていたとしても、直ちに顧客の利益・信頼が不当に害されることにはならない。

もっとも、R社案件のように、大量保有報告書の提出を契機として、株主側と会社側との双方に同時に営業をかけることを許容すると、その後、案件が敵対的買収のような利害対立の激しいものへと発展し、かつ、IRJが当事者双方に踏み込んだ[REDACTED]を提供している等相当程度関与を深めていた場合等には、顧客の一方又は双方の利益・信頼を不当に害する結果になる可能性が否定できない。このような営業手法は、それ自体が禁止されるべきものとまではいえないが、顧客の利益・信頼を不当に害する危険を相対的に高めるものであり、営業接触についての情報共有を徹底し、顧客の利益・信頼が不当に害されないための体制を整備した上で行うべきものといえる。

7 TKS 案件と D 社案件の不適切行為が行われた 2021 年の IRJ グループの状況

(1) 決算と株価の状況

2020 年 3 月期において、IRJHD は業績予想を 3 回にわたり上方修正した。同年 5 月 15 日には通期決算を発表し、売上高は前期比 59.1%増の 76 億 8,200 万円となり、翌 2021 年 3 月期の業績予想を売上高 85 億円から 90 億円とした。

2021 年 3 月期においても、IRJHD は業績予想を 2 回にわたり上方修正した（2020 年 7 月 31 日に売上高 90 億円から 95 億円、同年 10 月 30 日に売上高 97 億円）。これに伴うように、期初に 5,000 円台だった株価は急上昇を続け、2021 年 1 月 22 日には上場来高値 1 万 9,550 円を記録した。

しかし、同年 2 月 4 日正午に発表した第 3 四半期決算では、売上高 60 億 800 万円となり、業績予想に対して 36 億 9,200 万円の不足となった。株価は同月 3 日終値 1 万 8,090 円から同月 5 日終値 1 万 4,910 円まで急反落し、その後も下げ基調となった。

IRJHD はその後も案件の売上計上に努めたものの、期末を越えた同年 4 月 16 日 16 時になって業績予想を下方修正し、売上高を前回予想比 14.6%減の 82 億 8,000 万円とした。下方修正の理由は、「当社の連結子会社株式会社アイ・アールジャパンで手掛ける 50 百万以上の大型案件ならびに通常案件の進捗が当初計画から遅れたことにより、当期の売上高が減少」と説明された。株価は同日終値 1 万 6,890 円から翌営業日終値 1 万 3,880 円と急落した。

同年 5 月 10 日に IRJHD は通期決算を発表し、売上高は前年比 7.8%増の 82 億 8,400 万円となったが、翌 2022 年 3 月期の業績予想を売上高前期比 44.8%増の 120 億円とした。

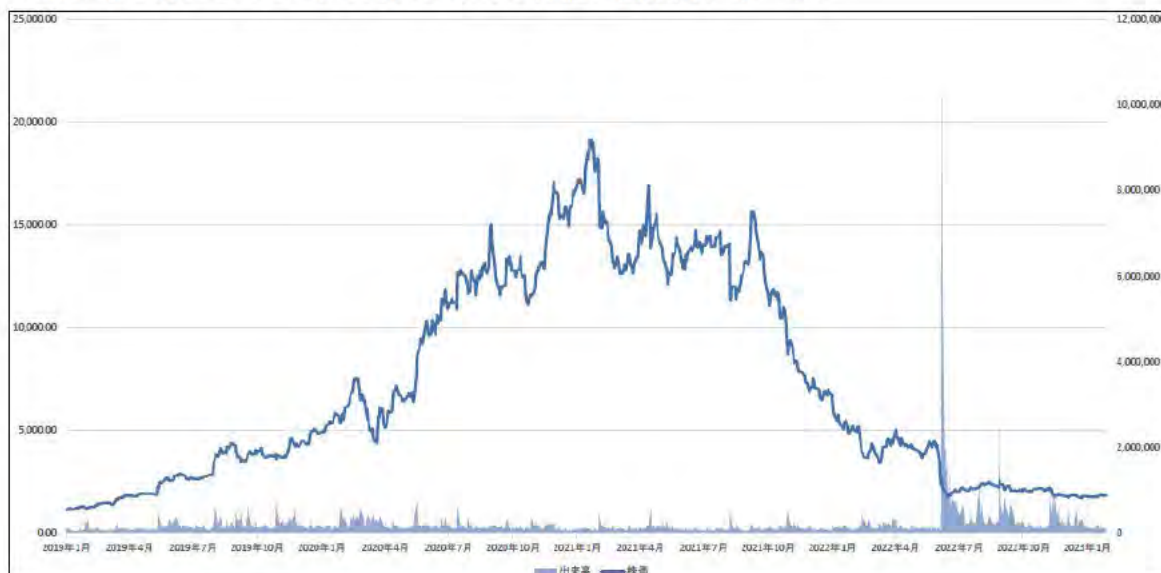
2022 年 3 月期において、IRJHD は業績予想を据え置いていたが、2022 年 2 月 10 日 16 時に発表した第 3 四半期決算では、売上高 61 億 1,600 万円となり、業績予想に対して 58 億 8,400 万円の不足となった。株価は同日終値 5,200 円から翌営業日終値 4,200 円（制限値幅一杯）と急落した。

IRJHD は、その後も案件の売上計上に努めたものの、期末直前の 2022 年 3 月 30 日になって業績予想を下方修正し、売上高を前回予想比 30%減の 84 億円とし、その経営責任を明確にするために役員報酬の減額（月額基本報酬の 20 から 15%を 1 年間）を発表した。下方修正の理由は、「連結子会社株式会社アイ・アールジャパンで手掛ける 50 百万以上の大型案件及び同じく連結子会社株式会社 JOIB が支援中の FA 案件のうち新規の通常及び大型プロジェクトのパイプライン約 23 億円及び既契約見込みの案件約 12 億円のうち約 9 億円が当期中に実現しなかったことに加えて、既契約大型プロジェクトの成功報酬型案件に、当初の想定を下回る報酬となる案件が約 3 億円あったことから、当期の連結売上高が減少」と説明された。

同年 5 月 13 日に IRJHD は、通期決算を発表し、売上高は前期比 1.4%増の 84 億 200 万円となり、翌 2023 年 3 月期の業績予想は、現時点で合理的な業績予想の算定が困難であるとして非公表とした。株価はこの頃には 4,000 円前後で推移した。

このように整理すると、2021年はIRJHDにとって、1月に上場来高値を付けた株価が大幅に下落し、これまで上方修正を繰り返してきた業績予想の下方修正を余儀なくされる等、これまでの好調から一転して厳しい経営環境にあったものと認められる。

<2019年1月から2023年1月にかけての株価・出来高チャート>



(2) IRJグループ内の状況

2021年（以下、本項では「同年」は省略する）2月4日、IRJHDは子会社JOIBを設立し、その旨を第3四半期決算発表と同時に開示した。

3月10日、IRJは、EP契約の提案に向けた勉強会を開催した。この勉強会は、判明調査の契約を締結している既存顧客の年間売上が概ね数百万円にとどまっていたのを業務の付加価値を上げることにより、2,000万円まで引き上げることを目的としており、顧客に提案する際の雛形として、寺下氏を名義人とする次のような文面の書面が配付された。

20●●年●月●付けで締結しております、機関投資家判明調査に係る「業務委託契約書」（以下、「判明調査契約」といいます。）の更改につきご検討いただくに際し、弊社の新たな「Equity Partner 契約」によるご支援体制につきご紹介させていただくとともに、以下の点につき、ご確認を賜りますよう、何卒よろしくお願い申し上げます。

1. 判明調査契約における弊社の義務は、機関投資家の判明調査及びその報告を行うものであり、貴社に対する敵対的なアプローチ（敵対的TOB、株主提案、プロキシ・ファイトを含むがこれらに限られない）がなされる場合に、
 - ① 必ず貴社サイドのFAとして貴社取締役会を防衛する
 - ② 敵対的アプローチを行う相手側サイドのFAにならない

ことをお約束するものではございません。

2. ただし、今回新たにご紹介申し上げます、「Equity Partner 契約」にご移行していただいた場合には、上記①、②の役割につきましても対応させていただくことが可能でございます。

3. 「Equity Partner 契約」とは、大再編時代における、アクティビストやストラテジック・バイヤー（国内外の事業会社）による敵対的買収や株主提案リスクを的確に把握するとともに、資本市場に関連する貴社の様々な課題を解決するためのソリューションを包括的にご支援させていただくことを目的としており、さらに、貴社に対する敵対的なアプローチがなされた場合には、貴社サイドFA となり、貴社取締役会をお守りすることを前提とした契約です。

<支援サービス例>

(略)

※Equity Partner 契約の年間契約金額は、貴社時価総額の 0.01%を目安といたします。

[ワードファイルのコメント：時価総額 2,000 万円未満 [原文ママ] の会社については最低 2,000 万円を提示]

(略)

この EP 契約について、当委員会が IRJ の役職員にヒアリングしたところ、この取組みは奏功しなかったと皆が口を揃えた。その理由については、「相手方に就くことを匂わせるような提案をすれば、顧客との信頼関係が損なわれてしまう」「有事を迎えている顧客には必要性を理解してもらえても、平時にある顧客には理解してもらえない」「このままの文面で顧客に持って行くことはできない」「実際に顧客に提案した社員はほとんどいなかったのではないか」といった声が多く聞かれた。寺下氏も、この取組みは上手くいかないだろうと感じていたと述べた。

当委員会がこの EP 契約に着目したのには理由がある。つまり、IRJ の既存顧客にとって、IRJ が敵対的アプローチの相手側サイドに就こうとすることは脅威であり、また信頼関係を損なわせる事態である。EP 契約と同時期に進行していた D 社案件では、会社側から株主側に乗り換えることが、会社側にとっては脅威であり、また信頼関係を損なわせることを、IRJ の役職員は十分に理解していたものと認められる。それでもなおかつ IRJ が D 社案件を進めたのは、当時の業績プレッシャーが影響したものと考えられる。

3 月 18 日頃、IRJ は、D 社案件について株主側と PA 契約及び FA 契約を締結し（日付は 3 月 10 日付にバックデートされた）、1 億 5,000 万円を 3 月分の JOIB の売上に計上した。

3月19日、IRJは、OUTSIDERS-REPORTのライターから、「B社」における栗尾氏の副業の疑惑に関する取材申込を受けた。藤原氏と若菜氏は、栗尾氏に疑惑について尋ねたが、栗尾氏はこの疑惑を否定し、その旨は寺下氏にも伝えられた。しかし、この取材を契機としてIRJの役職員が栗尾氏の行動に対して監視を強めることはなかった。

3月25日、栗尾氏が作成した本件提案書（TKSの買収を提案するもの）の日付がこの日とされていた。

3月30日、A2社がTKS株の取得を開始した。

3月31日、栗尾氏は、寺下氏に対して代表取締役副社長の辞意を伝えたが、寺下氏は慰留し、栗尾氏も慰留に応じた。

4月15日、栗尾氏のスケジュール共有ツールにてA1社元代表取締役との接触が記載されていた。

4月16日、IRJHDは業績予想の下方修正を開示した。ちなみに、SESCによる強制調査を招いた栗尾氏のインサイダー取引の嫌疑につき、この業績予想の下方修正に関する未公表のインサイダー情報を知った栗尾氏の知人がIRJHD株を取引したものではないかと報じる記事がある³¹。

4月17日頃、寺下氏は、T氏に対し、T氏がこれまで本部長として管掌してきたEC本部について、今後寺下氏が本部長となって直接管掌して挺入れする旨を伝えた。

4月28日、栗尾氏のスケジュール共有ツールにてA1社元代表取締役との接触が記載されていた。

5月10日、OUTSIDERS-REPORTが、『株主総会の用心棒』アイ・アールジャパンの“二重基準”（2）東証2部●●社攻防戦に不可解な『個人会社』介在 副社長の“役得”か」と題する記事を投稿した。しかし、この報道を契機としてIRJの役職員が、栗尾氏の行動に対して監視を強めることはなかった。

6月（日付不詳）、栗尾氏は、寺下氏に対して代表取締役副社長の辞意を再び伝えたが、

³¹ FACTA2022年8月号「崩れ始めた『IRJ』の神通力」

寺下氏は慰留し、栗尾氏も再び慰留に応じた。

6月14日、寺下氏はEC本部の組織改革を行い、自らがEC本部長に就いて直接管掌し、各社員の営業プロセスと提案内容を本部がチェックする、売上30%アップする等の施策を講じた。

6月30日、OUTSIDERS-REPORTが、『株主総会の用心棒』アイ・アールジャパンの“二重基準”(3) D社『創業一族の争い』でも跋扈 会社側から株主側へ寝返り」と題する記事を投稿した。

7月20日、A2社がTKS株に関して大量保有報告書を提出し、TKSの知るところとなった。

8月10日、T氏が取締役を辞任し、長年勤続したIRJを去った。

9月7日、IRJがTKSと、TKS第一契約を締結した。

11月2日、OUTSIDERS-REPORTが、『【ミニ情報】株主総会防衛のアイ・アールジャパン、『東京機械』攻防戦でも目に余る“二重基準”』と題する記事を投稿した。

11月11日、IRJがTKSと、TKS第二契約を締結した。

11月24日、寺下氏は、EC本部の上期目標が大幅未達(売上高37億円に対し16億円)となったことを受けて、冬の賞与査定について、業績連動報酬制度を全社員に導入し、達成率の低い社員については昨年冬の賞与の半額を下限として減額すると通告した。6月と11月の施策により、EC本部の職場環境は悪化し、2022年前半の大量退職につながった。

寺下氏がEC本部に講じた一連の施策について、寺下氏は当委員会のヒアリングに対し、「パフォーマンスに自信がない人が辞めていった」「辞めるべきローパーフォーマーが辞めてくれて経営としては良かった」「より強い会社になるために、弱い社員が淘汰されるのは仕方ない」等と述べた。

第4 当委員会が検討した IRJ グループの内部統制及びコーポレート・ガバナンスの状況

1 IRJ グループの利益相反管理体制の状況

(1) IRJ グループが整備すべきであった利益相反管理体制

IRJ グループが整備すべきであった利益相反管理体制とは、IRJ グループの業務内容及び金商法・会社法等の趣旨に照らして、当委員会が整備すべきであったと考える体制を述べるものであり、金商法・会社法その他の関係法令への抵触を指摘するものではない。

ア IRJ グループの構成

IRJ グループは、純粋持株会社である IRJHD と、事業会社である IRJ、JOIB 及び IRJBCS で構成されている。

IRJ グループにおいて、対外的に営業活動を行っているのは IRJ 及び JOIB であるが、JOIB 単体による営業活動から案件受託までに至るケースはほとんどなく、JOIB が受託している案件のほとんどが IRJ からの紹介案件であり、IRJ が、IRJ グループにおける営業活動及び案件獲得の中心となっている。

イ IRJ グループとして整備すべきであった内部統制システム

IRJHD、IRJ 及び JOIB は、いずれも監査等委員会設置会社であるため、会社法上、取締役会にて、法令遵守体制、情報の保存管理体制及び損失管理体制（リスクマネジメント体制）等を含む内部統制システムの基本方針を決定し（会社法第 399 条の 13 第 1 項第 1 号ハ、施行規則第 110 条の 4 第 2 項）、その上で、適切に内部統制システムを構築及び運用すべき義務を負う。そして、各会社の代表取締役及び業務執行取締役は、善管注意義務の一内容として、基本方針を踏まえ、担当する部門における内部統制システムを構築及び運用する義務を負い、また、他の取締役を含め取締役は、当該内部統制システムの運用の適切性を監督する義務を負っている。

さらに、IRJHD は、純粋持株会社としての立場から、IRJHD 自体の内部統制システムのみならず、「当該株式会社及びその子会社から成る企業集団の業務の適正を確保するために必要なものとして法務省令で定める体制」（会社法第 399 条の 13 第 1 項第 1 号ハ）、すなわち、IRJ グループの内部統制システムを整備する義務を負う。これは企業集団による経営の進展に伴い、株主にとって、当該会社のみならず、子会社を含めた業務の効率性及び実効性並びに適法性が重要なものとなっていることを踏まえて定められているものである。

このような観点からすれば、IRJ グループとしては、IRJ グループ全体における業務の適切性を確保するための内部統制システム、具体的には、IRJ、JOIB 及び IRJBCS の業務の内容、特性及び規模等を踏まえた内部統制システムを構築する必要がある。

この点、利益相反管理については、具体的な案件における契約締結前において、利益相反に該当しないかどうか、また、利益相反のおそれがある場合において、どのような対応を行

うかを検討する必要があるところ、IRJ が IRJ グループにおける営業活動及び案件獲得の中心となっていることに鑑みれば、IRJ グループとしての管理体制を検討する上では、IRJ における管理体制が主に問題となる。

そのため、以下では、IRJ における管理体制を中心に検討し、必要に応じて、IRJHD 及び JOIB の管理体制についても検討する。

ウ IRJ が整備すべきであった利益相反管理体制（金商法第 36 条の適用関係等）

（ア）IRJ における金商業登録の状況

IRJ は、2012 年に証券代行業の一部である有価証券等管理業（金商法第 2 条第 8 項第 17 号）の登録を受け、同業務を行っていたが、2019 年 5 月 7 日付の変更登録申請（以下「本件変更登録申請」という）により、新たに、金商法第 2 条第 8 項第 2 号のうち有価証券の売買の媒介、同項第 9 号のうち有価証券の募集若しくは売出しの取扱い又は私募若しくは特定投資家向け売付け勧誘等の取扱い^[32]（公募増資等の引受け、売出業務及び決済業務を除く）を業務として追加した。

IRJ が本件変更登録申請の際に関東財務局に提出した「内閣府令第 22 条第 2 項 変更内容及び理由を記載した書面」には、想定される業務として、「アドバイザー業務の一つとしての第三者割当増資のアレンジメントの他、2017 年 12 月に開始した TOKYO PRO Market 上場支援（J-Adviser）業務での上場時前後の増資アレンジメント」、「既存の大株主等による株式売却のアレンジメント」が記載されているように、IRJ は、既存業務とのシナジー効果を期待して上記新規業務の登録を行ったが、実際に、登録後、上記新規登録業務を行うことはほとんどなかった。

（イ）IRJ への金商法第 36 条の適用関係

i 付随業務としての PA/FA 業務

金商法上、第一種金融商品取引業を営む者には兼業規制が課されており、金融商品取引業以外に行うことができる業務は、付随業務（金商法第 35 条第 1 項各号）及び届出業務（同条第 2 項及び第 3 項）に限定され、それ以外の業務を行う場合には当局の承認を得なければならない（同条第 4 項）。この点、IRJ は、金商法第 35 条第 2 項に基づく届出業務として、宅地建物取引業法第 2 条第 2 号に規定する宅地建物取引業務（金商法第 35 条第 2 項第 4 号）を届け出ており、また、金商法第 35 条第 4 項に基づき株主名簿管理人業務の承認を受けている。したがって、登録を受けた金融商品取引業、届出業務としての宅地建物取引業務及び承認業務としての株主名簿管理人業務以外に IRJ が行うことができる業務は、金商法第 35 条第 1 項各号の付随業務に限定される。

そして、「証券代行業務及び有価証券の私募又は募集等の取扱等業務に係る業務方法書」

³² これらの業務は「有価証券関連業」に該当する（金商法第 28 条第 8 項第 1 号、同項 8 号）。

(2021年12月17日付改定)第15条によれば、IRJが行う付随業務(金商法第35条第1項)の範囲は「IRコンサルティング業務及びSRコンサルティング業務」、J-adviser業務及び有料職業紹介事業等(登録前より厚生労働省より許可を得ている、有料職業紹介事業「許可番号13-ユ-303368」は除く)であり、具体的には、①有価証券に関する顧客の代理、②有価証券に関連する情報の提供又は助言(金商法第2条第8項第11号に掲げる行為に該当するものを除く)、③他の事業者の事業の譲渡、合併、会社の分割、株式交換、株式移転若しくは株式交付に関する相談に応じ、又はこれらに関し仲介を行うこと、④他の事業者の経営に関する相談に応じること、とされている。かかる業務方法書の記載からは、PA/FA業務の位置づけが必ずしも明確であるとは言えないものの、上記第2.2で述べた通り、PA業務とは、株主提案及び委任状争奪戦におけるすべての戦略立案と実行、臨時株主総会の招集と対応、委任状の回収・集計等をいい、FA業務とは、敵対的TOB対応、自社株TOB対応、TOB応諾シミュレーション、プレースメント・エージェント(第三者割当増資アレンジメント)、M&A及びMBOのすべての戦略立案及びエクゼキューション等をいうとされていることから、PA/FA業務は上記②又は④に該当するため、PA/FA業務も付随業務に含まれる。

ii 誠実公正義務(金商法第36条第1項)

金商法上、金融商品取引業者等並びにその役員及び使用人は、顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならないとされている(金商法第36条第1項)。かかる義務は誠実公正義務と呼ばれており、金融商品取引業者等及びその役職員は、何が顧客にとって誠実かつ公正であるかを常に念頭に置き、状況に応じて誠実公正義務を踏まえた対応をしなければならないとされている。

かかる誠実公正義務の適用主体は「金融商品取引業者等並びにその役員及び使用人」となっているため、誠実公正義務については金融商品取引業者であるIRJ及びその役職員に対して適用される。また、誠実公正義務の対象業務の範囲については、金融商品取引業以外の業務、たとえば付随業務にも適用があると解されている^[33]。

iii 利益相反管理体制整備義務(金商法第36条第2項)

金商法上、特定金融商品取引業者等は、当該特定金融商品取引業者等又はその親金融機関等若しくは子金融機関等が行う取引に伴い、当該特定金融商品取引業者等又はその子金融機関等が行う金融商品関連業務に係る顧客の利益が不当に害されることのないよう、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品関連業務に関する情報を適正に管理し、かつ、当該金融商品関連業務の実施状況を適切に監視するための体制の整備その他必要な措置を講じなければならないとされている(金商法第36条第2項)。金商法第36条第2項について、同項の文言上は、「当該金融商品関連業務に関する情報を適正に管理し、かつ、当該金融商

³³ 金融財政事情研究会「注釈金融商品取引法改訂版 第2巻」329頁参照、松尾直彦「金融商品取引法[第6版]」436頁から437頁等参照。

品関連業務の実施状況を適切に監視するための体制の整備」と規定されているが、金商業等府令や監督指針の内容からしても、その実質は、いわゆる利益相反から生ずる顧客の不利益を念頭に置いて取引の管理を求めるものとなっており、同項は特定金融商品取引業者等に対して利益相反管理体制の整備を義務付けていると解されている³⁴。なお、利益相反管理体制の整備に関しては、監督指針IV-1-3 (1) において、顧客の利益を直接的に害するおそれのほか、レピュテーション・リスクが顕在化するおそれにも留意した経営管理が行われることが望ましいとされている。

なお、金商法第 36 条第 2 項に基づく利益相反管理体制整備義務の適用主体とされている特定金融商品取引業者等とは、「金融商品取引業者等のうち、有価証券関連業を行う金融商品取引業者（第一種金融商品取引業を行うことにつき第 29 条の登録を受けた者に限る）その他の政令で定める者」と定められている（金商法第 36 条第 3 項）。また、金商法第 36 条第 2 項に基づく保護の対象となる顧客の範囲は、「当該特定金融商品取引業者等又はその子金融機関等が行う金融商品関連業務に係る顧客」であり、金融商品関連業務には金融商品取引業に付随する業務も含まれる（金商業等府令第 70 条の 3）。

上記のとおり、金商法第 36 条第 2 項の文言は、「有価証券関連業を行う」とされ、実際に有価証券関連業を営んでいることは明示的には要求されておらず、また、保護の対象となる顧客の範囲に関しても、金商業等府令第 70 条の 3 の文言上は、付随業務に係る顧客も含まれるので、条文の自然な文言解釈としては、第一種金融商品取引業及び有価証券関連業の登録をしている IRJ が付随業務として行う PA/FA 業務についても、第 36 条第 2 項が適用され、利益相反管理体制の整備義務の対象となるようにも思われる。

他方、金商法第 36 条第 2 項における「有価証券関連業を行う」の意義（実際に同業務を営んでいることが必要か等）や、付随業務のみに係る顧客が金商法第 36 条第 2 項における保護の対象に含まれるかといった問題については、確定した解釈があるわけではない。この点、IRJ は、有価証券関連業の登録は行っているものの、現在は有価証券関連業を営んでいないことからすれば、かかる事実が重視され、IRJ は「有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業」に該当しないと評価される可能性、あるいは有価証券関連業との関連性が無い付随業務のみに係る顧客は、金商法第 36 条第 2 項における保護の対象に含まれないと評価される可能性はあると考えられ、IRJ が行う PA/FA 業務に、金商法第 36 条第 2 項が適用されるかについては、不明確な点があることは否めない。

しかしながら、①IRJ は本件変更登録申請時には、PA/FA 業務を含む既存業務とのシナジー効果を企図して有価証券関連業の登録を行ったこと、②たとえば、IRJ が敵対的買収における発行体へのアドバイザー業務を行う中で、発行体が株式や新株予約権の第三者割当等を行うことによって防衛を図る方法を選択した場合に、IRJ が当該第三者割当増資等の取扱いを行う等、PA/FA 業務と関連する形で有価証券関連業を行うことが想定されること等に

³⁴ 金融財政事情研究会「注釈金融商品取引法改訂版 第 2 巻」325 頁から 326 頁等参照。

鑑みれば、IRJが行っているPA/FA業務は「有価証券関連業」と関連性がある業務と評価できるのであって、当委員会としては、少なくとも、金商法第36条第2項が求める利益相反管理体制を整備しておくことが望ましいと考える。

(ウ) IRJが整備すべきであった体制

i 適切なリスク管理体制の整備

仮に、IRJに対して金商法第36条第2項の適用が無いとしても、IRJは、金融商品取引業者として何が顧客にとって誠実かつ公正であるかを常に念頭に置きながら行動すべき義務を負っており（金商法第36条第1項参照）、また、PA/FA業務と有価証券関連業との関連性に鑑みれば、PA/FA業務に係る顧客が利益相反から生ずる不利益を被らないよう適切に取引の管理を行うことが望ましいといえる。さらに、IRJは、会社法上、自らの業務の適正を確保するために、自社の業務の内容、特性及び規模等に応じ、内部統制システムを適切に構築及び運用する義務を負っている。

このような金商法及び会社法の趣旨に鑑みると、IRJは、自社の業務の内容、特性及び規模等を考慮して、業務上生じ得るリスクを洗い出した上で、適切なリスク管理体制を整備する必要があると考えられ、かつ、IRJの業務の特性に由来する利益相反リスクの存在に鑑みれば、本調査との関連では、特にリスク管理体制としての利益相反管理体制の整備が問題となる。

ii IRJが整備すべきであった利益相反管理体制

IRJには、自社の業務の内容、特性及び規模等に応じ、適切な利益相反管理体制を整備することが求められるところ、近年、IRJはPA/FA業務を多く受託しているが、PA/FA業務の中には、いわゆる敵対的買収案件や委任状争奪（株主提案）案件等、当事者間の利害対立が極めて激しい案件に関するアドバイザリー業務も含まれる。敵対的買収案件は、買収者が対象会社の経営陣や取締役会等の同意を得ずに買収を仕掛ける案件で、経営陣と買収者が対立している状況が前提となり、また、委任状争奪（株主提案）案件は、株主側が会社提案とは異なる議案を提案し、株主提案を可決させるために、株主総会における賛成票獲得を目指して委任状の争奪を会社の経営陣と争う案件に代表されるものであり、経営陣と株主側が対立している状況が前提となる。

このように、敵対的買収案件や委任状争奪（株主提案）案件等は当事者間の利害が極めて激しく対立するという特性を有している。しかも、IRJは、敵対的買収案件において、対象会社の経営陣にも買収者にもアドバイザリー業務を提供することを想定しており、また、委任状争奪（株主提案）案件において、対象会社の経営陣にも提案株主にもアドバイザリー業務を提供することを想定している。たとえば、IRJHDの2021年定時株主総会招集通知において、「大再編時代に圧倒的な実績を有する当社グループの支配権争奪ならびにアクティビスト対応に関連するPA・FAの要請は極めて高く、とりわけオフェンス側での受諾が急速に

増加することが見込まれます」と記載し、また、IRJHDの2022年定時総会招集通知においては、「企業支配権すなわち議決権の確保における圧倒的な実績をアドバンテージとし、オフェンス・ディフェンス両サイドから多種多様な企業再編をリードする役割を担ってまいります」と記載する等、ここ数年は、対象会社の経営陣側だけでなく、買収者側ないし提案株主側等に対してもアドバイザー業務を提供することを企図し、実行していた。

このようなIRJの業務の内容、特性及び規模等に鑑みれば、敵対的買収案件や委任状争奪（株主提案）案件等において、IRJが同時に当事者双方とアドバイザー契約を締結してしまうケースが想定し得るだけでなく、IRJが一方当事者に対しアドバイザー業務の提供をもちかけた後、又は実際にアドバイザー業務を提供した後に（かかる当事者との契約関係が終了した後に）、対立当事者に対して同一又は関連する案件においてアドバイザー業務を提供することも想定し得る。このように、時期を異にしているものの、近接した時期に当事者双方と同一又は関連案件において関係性を持つ場合についても、利益相反の問題は生じ得るし、かかる案件を受諾することによるレピュテーション・リスクやコンダクト・リスク等の問題が生じるおそれもある。

以上のとおり、IRJの行うPA/FA業務については、幅広く、かつ、深刻な利益相反、レピュテーション・リスク、コンダクト・リスク等の問題が生じるおそれがあるため、IRJは、PA/FA業務に関する利益相反等の各リスクを適切に管理する体制を整備するべきであったと考えられる。具体的には、PA/FA業務については、取引開始前に、利益相反の問題等を管理部門、営業部門、必要に応じて経営陣との間で十分協議する等、取引の可否等を慎重に検討することができる体制を整備する必要がある、また、適切な検討を行うために、顧客情報（顧客の基本情報、顧客との契約状況、営業担当者による顧客コンタクト履歴等）を適切に共有し管理する体制も整備する必要があると考えられる。

特に、取引開始前において社内での検討を適切に行うためには、①あらかじめ、利益相反のおそれのある取引を特定し、類型化する等利益相反のおそれのある取引を特定するための体制を整備した上で、②新規取引を開始する前に、適切に利益相反のおそれの有無を判断し、③利益相反のおそれがある場合に、取引の特性に応じ、適切な利益相反管理の方法を選択することができる体制を整備するべきであると考えられる。さらに、上記①から③を遂行するための④人的構成及び業務運営体制についても整備するべきであり、また、事後的に利益相反管理の適切性等を検証するために、⑤利益相反管理に関する記録の作成及び保存を行うべきであると考えられる。

(2) IRJグループにおける利益相反管理体制・運用の状況

ア 規程の整備状況

IRJHD、IRJ及びJOIBにおいては、利益相反管理に関する規程及びマニュアル等は策定さ

れておらず、また、利益相反を管理するための委員会も設置されていない^[35]。

その上で、実際には下記第 4.1. (2) .イで述べるとおり、藤原氏が中心となって、個別案件ごとに利益相反のおそれの有利益相反が問題となる場合に講じるべき措置等を検討している。

なお、以下では、主に IRJ の運用状況について述べ、必要に応じて IRJHD 及び JOIB に言及する。

イ 利益相反管理の事実上のフロー

(ア) 利益相反の契機

i 営業社員からの照会

IRJ において、エクイティ・コンサルティング本部のフロント社員や投資銀行本部の社員（以下あわせて「営業社員」という）は、顧客（又は顧客の紹介者等）から案件の話が持ち上がった際は、その場では案件の具体的な内容を聞かず、顧客（又は顧客の紹介者等）に対し、藤原氏へ電話又は電子メールで連絡をしてもらうように依頼する。

顧客（又は顧客の紹介者等）から藤原氏に、電話又は電子メールによる連絡があった場合、藤原氏は、顧客（又は顧客の紹介者等）から、当該案件に関する具体的な内容を直接ヒアリングし、案件の概要を把握する。

JOIB においても、基本的な流れは上記と同様であるが（なお、JOIB にはエクイティ・コンサルティング部門は無く、JOIB の投資銀行本部が営業を担当している）、現状、IRJ からの紹介案件が多くを占めており、また、受託件数も IRJ に比して僅少であることから、利益相反の有無が問題になることは少ない。

この点、藤原氏は、エクイティ・コンサルティング本部及び投資銀行本部といった営業部門に対して、PA/FA 業務については全件藤原氏に利益相反チェックを依頼するよう伝えているものの、営業部門の社員の入れ替わりが多いうえ、コロナ禍における研修不足もあり、営業部門への利益相反に関する周知が徹底できていないため、案件によっては藤原氏に利益相反に関する連絡がされずに取引が開始されることもある状況となっている。

ii 朝会及び戦略会議における案件共有

IRJ では、週に 1 回、午前 8 時から午前 9 時まで朝会を開催しており、主要役員及び営業担当の正社員は朝会に出席し（営業担当以外の正社員については、2020 年 4 月から 2022 年 1 月まではリモートでの参加、同年 2 月以降は不参加。なお、2022 年 11 月以降は JOIB の一部社員もオブザーバーとして参加）、個別案件の検討、獲得予定の案件及び営業提案予定の案件の共有等が行われていたが、個別案件の検討等については、情報管理の観点から、限定したメンバーで行うべきではないかとの話となり、朝会における個別案件の検討等は 2022

³⁵ なお、IRJ が本件変更登録申請を行った際、関東財務局から利益相反管理に関する規程やマニュアル等の策定、委員会の設置に関し特段指導はされていないとのことである。

年1月までで終了した。

IRJグループでは、2021年11月から、原則毎週月曜日に、寺下氏、北村氏、石垣氏、当時IRJ及びJOIBの取締役であった●●氏、藤原氏、IRJの投資銀行本部及びエクイティ・コンサルティング本部の各部長、並びにJOIBの常務執行役員等を主な出席者とする、戦略会議（2022年9月27日以降は営業会議。以下同じ）と呼ばれる会議が開催されている。朝会における個別案件の検討等は戦略会議に引き継がれ、2022年2月以降は、戦略会議において、大型案件の具体的な進捗状況の確認、現在営業提案中の大型案件の共有、エクイティ・コンサルティング本部が獲得した顧客を投資銀行本部又はJOIBへ引き継ぐための必要な情報共有が行われることとなった。このため、大型案件の場合は、利益相反取引の可能性が検討されるべき案件については、仮に藤原氏への利益相反チェック依頼が遅れていた場合であっても、藤原氏が同会議にて把握することが可能な状況となっている。

このように、藤原氏は、朝会及び戦略会議に参加する中で、利益相反が問題となりそうな案件を把握した場合、当該案件を利益相反管理の対象とすることが可能であった。

iii 若菜氏から藤原氏への報告

若菜氏は、IRJ及びJOIBにおける新規取引に関する契約書締結の際の取引先チェック、契約書審査を担当しているが、契約書審査等を行う際に利益相反の問題に気付いた場合には、あわせて、過去の契約書のデータが保存されているサーバー、社員の顧客コンタクト履歴等を確認し、藤原氏に報告している。

もっとも、若菜氏は、全案件について顧客コンタクト履歴等の確認を行っているわけではないが、利益相反取引の有無の検討が必要な事案であると判断した際は藤原氏への報告を行っている。

（イ）利益相反の有無の判断及び利益相反管理方法の選択

藤原氏は、第4.1.(2).イ.(ア)にて記載した契機において利益相反取引の有無の検討の必要性を認識した案件について、社内のシステムに登録されている社員の顧客コンタクト履歴や法人関係情報登録リスト、契約書のデータが保存されているサーバー等を確認するとともに、また、適宜、営業担当の役職員及び若菜氏に相談し、その上で、IRJの役員が、当該案件が顧客の利益を損なうような案件かどうかという観点から、利益相反の有無及び当該案件における利益相反管理措置を判断している。このように、藤原氏には、利益相反に関する判断に関し、最終的な意思決定権限が付与されていない。

上記において、利益相反取引ではないと判断した場合、藤原氏は、顧客（又は顧客の紹介者等）、担当の営業社員等に対し、当該案件が利益相反取引に該当しないためIRJ又はJOIBで受任可能である旨伝達する。

他方、利益相反取引に該当する又は該当する可能性があるかと判断した場合、IRJの役員が、部門の分離や情報の遮断等利益相反管理措置を講じて受託するか、又は案件を受託しない

かの判断をする。また、案件によっては、寺下氏及び投資銀行本部の役職員は、社内外の弁護士に対し利益相反に関する相談を行い、法的観点からの案件受託の可否、講じるべき利益相反管理方法等について協議している。

なお、情報の遮断等の利益相反管理措置を講じた上で案件を受託すると判断された場合において、実際に当該措置が講じられているかどうかの確認は行われていない。

ウ 利益相反管理に関する記録の作成及び保存

IRJ 及び JOIB は、利益相反取引の有無について検討した過程、結果について、利益相反取引に該当するおそれのある取引と特定した取引の内容、利益相反取引の有無に関する判断理由及び結果、講じた利益相反管理方法の内容等についての記録の作成及び保存を行っていない。

エ 顧客コンタクト履歴への登録

IRJ では、営業社員が、顧客に対し電話あるいは訪問により営業活動を行う等、何らかの方法で顧客にコンタクトした場合、社内ツールである顧客コンタクト履歴に訪問先、営業提案内容等を入力することとなっている。なお、JOIB においてはかかる社内ツールは存在しない。

ただし、顧客コンタクト履歴については、営業部門内で情報の共有を図り日々の営業活動を円滑に進めることを主目的として作成、利用されている営業目的の社内ツールの一つであるため、IRJ は登録方法を定めた規程及びマニュアル等を策定しておらず、過去からの慣行によって各営業担当者が各自の判断で登録を行っている。そして、特段その記載内容の正確性について営業部門内で検討、確認されることもなかったこともあり、営業担当者が適切に登録しているかを事後的にチェックすることも行われていない。

なお、PA 案件を受託する予定がある場合ないし受託した場合、「PA 案件発生中」のチェックボックスをクリックすることにより、顧客を含めた関係者についての顧客コンタクト履歴の画面の上部に「PA 案件中！連絡するには注意してください。」との注意喚起を緑色の文字で表示させることとなっているが（以下「PA フラグ」という）、PA フラグが立った時期、PA フラグを立たせた役職員等は事後的には分からず、また、PA フラグを外す時期についても明確に決まっていない。現に、TKS 案件は既に終了しているにもかかわらず、A1 社の顧客コンタクト履歴上は、2023 年 1 月時点でも、いまだに PA フラグが立ったままとなっている。

オ 受託審査委員会

IRJ には、IRJHD の独立社外取締役たる監査等委員のうち 1 名、IRJ の社外取締役たる監査等委員のうち 1 名、企画本部長、管理本部長を委員とする受託審査委員会が設置されている。

本件変更登録申請を行った際に関東財務局長に提出した概要書別紙では、「当社において利益相反関係が疑われる取引については、当社受託審査委員会において審査を行い、取引契約締結の可否を判断します」と記載され、また、受託審査委員会規程第4条によれば、「形式的に当会社と利益が相反する場合でなくとも実質的に当会社の利益に反する事態が事前に想起される案件」についても同委員会の審議及び決議対象となっている。

しかしながら、受託審査委員会は、上場審査の際に、IRJが行うライツ・オファリング等のファイナンス支援について、不公正取引のファイナンスに該当するか否かを精査するという観点から設立され、その審議及び決議対象は基本的にはライツ・オファリング、J-Adviser 案件及び第三者割当増資等（有価証券の募集若しくは売出しの取扱い又は私募若しくは特定投資家向け売付け勧誘等の取扱い）であり、顧客間の利益相反に関する判断を中心に取り扱う会議体とはなっておらず、過去に、同委員会において顧客間の利益相反に関する問題が議論されたことも無い^[36]。

なお、IRJHD 及び JOIB にも受託審査委員会があるが、IRJ と同様、顧客間の利益相反に関する判断を取り扱う会議体とはなっていない。

このように、受託審査委員会は顧客間の利益相反管理に関する会議体とはなっていない。

カ 研修等

利益相反管理に関する役職員への周知について、2019 年度には利益相反管理に関する研修を実施しているものの、PA/FA 業務といった現在の IRJ における主要な業務に応じた研修内容とはなっておらず、また、2020 年度以降は、栗尾氏のインサイダー問題が発覚するまで、利益相反管理に関する研修を全く実施していない^[37]。

キ 顧客情報管理

PA/FA 業務のような大型プロジェクト案件については、プロジェクトごとに IRJ 内のサーバー上にフォルダ（以下「PJ フォルダ」という）が作成される。PJ フォルダについては事前に情報システム部門に対する申請を受けて情報システム部が作成し、部門側の独断では作成できないルールとなっている。

そして、顧客から受領した資料等は各 PJ フォルダに格納されていくこととなるが、IRJ では、2022 年 8 月以前は、寺下氏、●●氏、投資銀行本部に所属する役職員は、すべての PJ フォルダを閲覧することが可能であった。2022 年 9 月以降は、一連の栗尾氏の問題を踏まえ、情報管理を強化することとなり、PJ フォルダについては当該プロジェクトを担当したメンバー及び管理部門の役職員しか閲覧できない仕様となっている。

³⁶ 本文で述べたとおり、IRJ の受託審査委員会においては、顧客間の利益相反の問題は検討対象となっていないが、募集の取り扱いの業務（第三者割当増資）等における会社と顧客との利益相反の問題等については議論されている。

³⁷ なお、今回の栗尾氏のインサイダー問題発覚後、2 回コンプライアンス研修を実施し、うち 1 回で利益相反取引管理に関する研修を実施しているとのことである。

また、IRJ と JOIB のサーバーについては、完全に分けて管理しており、他方会社のサーバー内にアクセスすることができない仕様となっているものの、IRJ と JOIB を兼務している役職員については、IRJ 専用、JOIB 専用の PC 及び携帯がそれぞれ付与されており、各専用端末からは当該会社のフォルダにアクセス可能な設定となっている。

(3) 問題点

上記第 4.1. (1) .ウ. (ウ) .ii の①ないし⑤について、上記第 4.1. (2) の IRJ グループの利益相反管理体制及び運用状況等をもとに、IRJ における体制整備状況を中心に検討する。

ア IRJ における体制整備

(ア) ①利益相反のおそれのある取引を特定するための体制の整備

IRJ は、PA/FA 業務を含め、自己の行う金融商品取引業務及び付随業務について、あらかじめ、利益相反のおそれのある取引の特定及び類型化を行っていない。この点、過去に何度か、管理部門が中心となって、利益相反のおそれのある取引の類型化、利益相反管理に関する規程の策定等を検討したことがあったが、類型化が困難なこと、他社に類例のない規程を策定する実務的な難しさ等から、規程の策定等を具現化できずにいる。

また、当該案件が利益相反のおそれのある取引に該当するか（利益相反のおそれのある取引の特定）についての判断基準、考慮要素及びプロセス等を定めた規程及びマニュアル等を策定していない。IRJ における利益相反管理については、案件の都度、エクイティ・コンサルティング本部及び投資銀行本部の役職員からの依頼、朝会及び戦略会議での共有等により、藤原氏が、当該案件は利益相反が問題となり得ると判断した案件について、社内のシステムに登録されている社員の顧客コンタクト履歴や法人関係情報登録リスト、契約書のデータが保存されているサーバー等を確認するとともに、また、適宜、営業担当の役職員及び若菜氏に相談し、その上で、IRJ の役員が、当該案件が顧客の利益を損なうような案件かどうかという観点から、利益相反の有無及び当該案件における利益相反管理措置を判断しているに過ぎない。このように藤原氏には、利益相反に関する判断に関し、最終的な意思決定権限が付与されていない。

さらに、IRJ には受託審査委員会が設けられているが、顧客間の利益相反について議論する委員会ではないため、IRJ においては利益相反のおそれのある取引の特定を議論する委員会は無い。

このように、IRJ における利益相反のおそれのある取引の特定は、規程等により制度化されたものではなく、また、利益相反のおそれのある取引の特定にあたり、IRJ の行う業務の内容、特性及び規模等を適切に反映できる体制となっていたとは評価できない。

なお、顧客コンタクト履歴について、IRJ は登録方法を定めた規程及びマニュアル等を策定しておらず過去からの慣行によって各営業担当者が各自の判断で登録を行っているに過ぎないこと、営業担当者が適切に登録しているかを事後的にチェックする体制も無いこ

とに鑑みれば、顧客コンタクト履歴が営業担当の営業実態を正確に反映しているとは評価できない。この点、利益相反のおそれのある取引を特定するにあたっては、顧客コンタクト履歴についても確認しているが、同履歴が営業実態を正確に反映していない以上、確認対象として適切とはいえず、また、顧客情報の共有及び管理の面からも問題であると言わざるを得ない。

以上のとおり、IRJでは、あらかじめ、利益相反のおそれのある取引を特定し、類型化しておらず、また、利益相反のおそれのある取引の特定にあたり、IRJの行う業務の内容、特性及び規模等を適切に反映できる体制となっていないことに鑑みれば、IRJでは、利益相反のおそれのある取引を特定するための体制が整備されていないと認められる。

(イ) ②新規取引を開始する前に、適切に利益相反のおそれの有無を判断することができる体制の整備

IRJは、あらかじめ、利益相反のおそれのある取引の特定及び類型化を行っておらず、また、利益相反のおそれのある取引の特定に関する判断基準、考慮要素及びプロセスについて定めた規程等も策定していないため、利益相反のおそれのある取引の特定が制度化されていない。

藤原氏は、エクイティ・コンサルティング本部及び投資銀行本部といった営業部門に対して、PA/FA業務については全件藤原氏に利益相反チェックを依頼するよう伝えているものの、営業部門の社員の入れ替わりが多いうえ、コロナ禍における研修不足もあり、営業部門への利益相反に関する周知が徹底できていないため、案件によっては藤原氏に利益相反に関する連絡がされずに取引が開始されることもある状況となっている。

藤原氏への連絡の無い案件、あるいは、朝会及び戦略会議等で共有されているものの藤原氏が利益相反の問題に気付かなかった案件については、藤原氏の利益相反に関する確認を経ることなく、取引が開始されることとなる。

また、若菜氏は、新規取引に関する契約書締結の際の取引先チェック、契約書審査を担当しており、契約書審査等を行う際に利益相反の問題に気付いた場合には、過去の契約書のデータが保存されているサーバー、社員の顧客コンタクト履歴等を確認し、藤原氏に報告しているが、全案件について顧客コンタクト履歴等の確認を行っているわけではなく、あくまでも若菜氏が利益相反の問題に気付いた案件について藤原氏へ報告しているに過ぎない。

以上のような利益相反の確認プロセスに加え、IRJでは利益相反の確認が未了なままでは契約締結ができないという規程上の制約等は無いないことにも鑑みれば、適切な利益相反の確認がなされないままに、取引が開始される可能性は排斥できない。

以上からすれば、IRJでは、新規のPA/FA業務を受諾する前に、適切に利益相反のおそれの有無を判断することができる体制整備は不十分であると認められる。

なお、案件によっては、寺下氏及び投資銀行本部の役職員が、社内外の弁護士に対し、利益相反の問題の相談を行っている例があるが、あくまでも個別案件ごとに寺下氏らが利益

相反の問題を危惧した時に限り相談を行うにとどまり、また、その相談内容も案件受託によるレピュテーション・リスクを加味した内容とは必ずしもなっていないこと等に鑑みれば、組織的に利益相反のおそれの有無を判断することができる体制が整備されていたと評価することはできない（この点は下記第4.1.(3).ア.(ウ)においても同様である）。

(ウ) ③適切な利益相反管理の方法を選択することができる体制の整備

IRJは、利益相反管理の方法等を定めた規程及びマニュアル等を策定しておらず、問題のある案件が発生する都度、藤原氏が中心となって、利益相反管理の方法を決定している。また、IRJにおいては利益相反管理の方法について議論する会議体も無い。そもそも、IRJでは利益相反管理のおそれのある取引の特定及び類型化を行っておらず、利益相反管理の方法の選択についても制度化されていない。

なお、D社案件においては、E3社側の依頼を受けるにあたり、利益相反管理方法として、部門分離、情報遮断といった措置が取られたところ、E3社との取引においては寺下氏、I氏及びK氏が当該案件に携わっていたが、情報遮断措置としては不十分であった。

以上に鑑みれば、IRJでは、取引の特性に応じ、適切な利益相反管理の方法を選択することができる体制整備は不十分であると認められる。

(エ) ④人的構成及び業務運営体制

IRJは、近年、深刻な利益相反の問題が発生する可能性が高いPA/FA業務を多く受託しているが、IRJの経営陣は、利益相反のおそれのある取引の類型化を行っていないばかりか、利益相反のおそれのある取引の類型、主な取引例及び当該取引の特定のプロセス、利益相反管理の方法、利益相反管理体制並びに利益相反管理の対象となる会社の範囲を記載した利益相反管理方針等の規程及びマニュアル等を策定していない。

特に、2021年3月にD社案件のような利益相反の問題が顕在化した案件を経た後においても、経営陣は、利益相反のおそれのある取引の類型化、利益相反管理のプロセスの明確化等、利益相反管理についての議論をほとんど行っていない。

この点、過去に何度か、管理部門が中心となって、利益相反のおそれのある取引の類型化、利益相反管理に関する規程の策定等を検討したことがあったが、類型化が困難なこと、他社に類例のない規程を策定する実務的な難しさ等から、規程の策定等を具現化できずにいる。しかし、詳細な類型化ではなく、たとえば、取引形態ごとでのある程度大きな類型化（敵対的買収案件、委任状争奪案件において同時に当事者双方のアドバイザーに就くケースや、かかる案件において、時期を異にしているものの、近接した時期に当事者双方と同一又は関連案件において関係性を持つケース等）は可能と考えられ、さらに、利益相反のおそれのある取引の特定のプロセス（どの部門、どの担当者が判断するのか、最終的には誰（どの部門）の判断が優先するのか等）等を規定化することも可能と考えられることに鑑みても、経営陣が利益相反の問題と真摯に向き合い、検討していたとは評価できない。

これらの事実からすれば、IRJの経営陣は、規程策定の困難さや利益相反のおそれが生じることによる機会損失への懸念から、利益相反管理の実践に誠実にかつ率先垂範して取り組んでこなかったと認められる。

また、利益相反管理に関する役職員への周知についても、2019年度には利益相反管理に関する研修を実施しているものの、PA/FA業務といった現在のIRJにおける主要な業務に応じた研修内容とはなっておらず、また、2020年度以降、栗尾氏のインサイダー問題発覚までの間には利益相反管理に関する研修を全く実施していない。IRJにおいては社員の入れ替わりが激しいこと、近年PA/FA業務といった従来の業務とは異なる業務が増えていることに鑑みれば、新たな業務に応じた利益相反管理に関する研修を定期的実施するべきであったにもかかわらず、IRJでは2020年以降、栗尾氏のインサイダー問題発覚までの間において利益相反管理に関する研修を全く実施していないことからすれば、利益相反管理に関する役職員への周知徹底は不十分であったと認められる。

さらに、利益相反が問題となり得る案件はレピュテーション・リスクやコンダクト・リスクが生じるおそれもあるが、かかるリスクは一度発生するとその損害及び影響等を回復することは容易でないことに鑑みれば、当事者間の利害対立の程度、IRJの関与度合い等を踏まえ、案件によっては社外取締役等の社外の意見を踏まえた上で、慎重に受託の可否等を判断するべきと考えられる。しかしながら、社外取締役が構成員に含まれている受託審査委員会において、顧客間の利益相反に関する議論は一切なされていないこともあり、利益相反管理について社外取締役の意見等が全く反映されない体制となっている。

そして、顧客情報管理については、2022年8月以前は、寺下氏及び投資銀行本部に所属する役職員であれば、PA/FA業務に関するすべてのPJフォルダにアクセス可能な状況となっており、厳格な情報管理がなされていたとは評価できない。現に、D社案件においては、2020年にD社側で担当したメンバーと2021年にE3社側で担当したメンバーを分けているものの、E3社側で担当した寺下氏及びI氏は、2020年のD社案件のフォルダにアクセス可能な状況であったことからしても、本調査で認定している不適切行為がなされた当時の顧客情報管理には問題があったと評価せざるを得ない。

以上に鑑みれば、IRJにおける利益相反管理についての人的構成及び業務運営体制は不十分であると認められる。

(オ) ⑤利益相反管理に関する記録の作成及び保存

IRJは、利益相反について問題となった案件について、利益相反のおそれのある取引と特定した取引の内容、利益相反の有無に関する判断理由及び結果、講じた利益相反管理方法の内容等についての記録の作成及び保存を行っていない。

このように、IRJは利益相反管理に関する記録を適切に保存していないため、利益相反のおそれのある取引の特定、利益相反管理の方法の選択及び実施等について、事後的に検証を行うことができない態勢となっている。

(カ) 小括

以上のとおり、IRJは、PA/FA業務について、取引開始前に社内での取引の可否を慎重に検討することができる体制となっていないため、PA/FA業務に関する利益相反等の各リスクを適切に管理する体制が整備されていないと評価せざるを得ない。

イ JOIBにおける体制整備

JOIBにおける利益相反管理体制の問題についても、基本的には上記第4.1.(3).アと同様であるが、JOIB独自の問題として以下の問題が認められる。

JOIBは近年独自で営業活動を実施しているにもかかわらず、JOIBには顧客コンタクト履歴が無いため、顧客との間で契約を締結しない限り、営業活動を行った先については全く記録に残らないこととなっている。そのため、JOIBでは、新規取引について利益相反のおそれの有無を判断するにあたり、過去にJOIB独自で営業活動を行ったにとどまる先は確認対象から漏れることとなり、利益相反のおそれの有無を適切に判断することができる体制とはなっていない。

2 これらの問題を招いたコーポレート・ガバナンスの状況

(1) 取締役会

ア 概要

IRJグループ各社の定例の取締役会は、IRJHD、IRJ、JOIB及びIRJBCSの4社の取締役会が同日に同じ場所で同時進行で開催され、各社の役員は、自らが役員を務めない会社の取締役会にもオブザーバーとして参加している（新型コロナウイルス感染症の拡大後は一部役員がWEB会議形式による参加形態をとっている）。

開示された2018年1月以降の取締役会議事録によれば、取締役会は原則として毎月1回以上は開催されている（2022年3月期におけるIRJHD取締役会の開催実績は18回）。

2018年から2020年にかけては、IRJグループ各社（ただし、JOIBやIRCBCSは設立前なので含まれない）の取締役会議事録の多くはそれぞれの開催時間がわかれて記載されているものの、実態としては、それぞれの取締役会が明確に区別されて開催されていたわけではなく、一体として行われ、議題によっては、どの会社の決議又は報告事項かが明確に区別されずに行われているケースも存在した（なお、2022年以降の取締役会議事録においては、IRJグループ各社の取締役会がいずれも同一時間及び同一場所で開催されたことになっている例も見受けられる）。

取締役会の前には、事務局による事前の資料提供及び事前説明は一定程度行われているものの、取締役会1回あたりの開催時間については、IRJグループ全体で15分から50分程度であり、特に議題が月次業績報告のみの場合等は比較的短時間で終わる運用となっている。

IRJ グループの取締役会付議基準において、「当社の業務遂行において経営上重大な影響を及ぼすことが事前に想定される業務の受託若しくは取引の開始」は、取締役会への報告事項とされているところ、実際に取締役会において、個別案件の受注の可否又は是非に関して付議及び審議されることはなく、したがって、その参加者である IRJ グループ各社の取締役が、取締役会において、個別案件の受注前にその経緯の詳細について確認したり、情報提供を求めたりする機会はなく、当該案件を受注することに伴う IRJ グループの利益相反やレピュテーション・リスクの管理の観点からの検証は実施されていなかった。

なお、取締役会議事録及び当委員会のヒアリングによれば、一部の社外取締役（監査等委員）が事後的に個別案件についての情報提供を求めたり、また、寺下氏に対し IRJ グループのビジネスモデルの方向性及び基本方針（オフェンス側につくのか、ディフェンス側につくのか）や、利益相反やレピュテーション・リスクの管理体制の整備について問題提起をしたことも稀にあったが、かかる体制の整備及び構築について継続的な議案として審議されることはなく、また、現在においても、当該問題に対する IRJ グループの体制及び運用の見直しや規程又は規則類の見直し等の積極的な改善策又は方針を正式に取締役会で決議し、策定及び実施するには至っていない。

また、この点に関し、一部の社外取締役（監査等委員）から、取締役会の場において IRJ グループの利益相反やレピュテーション・リスクの管理の観点からの検証を実施することの難しさや、IRJ グループの体制に対する認識、過去の対応等に関して、以下の意見が述べられている。

- ・個別案件として付議されない以上は、受注の経緯や当該案件の受注の可否及び是非について確認したり、意見を述べる機会がない。
- ・他方で、そもそも IRJ グループにおける個別案件の数が多いことや、案件の特質上迅速な判断が求められることに加え、重大案件についてはその秘匿性の高さの問題もあり、個別案件の受注の可否及び是非について、都度取締役会の場で議論することは、必ずしもなじまないと考えられる。
- ・仮に、個別案件が取締役に付議されていたとしても、執行側で既に十分に検討されて付議されたものについて、タイミングにもよるが、（顧客との）サイニングの直前で、社外取締役の立場から、取締役会の場で反対意見を述べるのは難しい。
- ・エクイティ・コンサルティング部門と投資銀行部門でオフィスを物理的にわけたり、受託審査委員会を作ったり、JOIB を設立したり、社内外の弁護士にも相談する体制をとっていることで、一定の利益相反管理体制は整っていると感じており、それ以上に体制に大きな問題があるとまでは考えていなかった。
- ・過去外部メディアからのネガティブ報道がなされたり、株主総会の場でそれらに関する質問等がなされた際に、事後的ではあるものの、IRJ グループとしての対応方針や事実認識について執行側に質問したことはあるが、一定の説明がなされたこともあり、それ

以上の独自の調査を行ったり、より詳細な報告を求めたりすることはしなかった。

イ 栗尾氏のインサイダー問題発覚前

栗尾氏のインサイダー問題発覚前（より正確には、2022年10月31日に寺下氏がIRJの代表取締役の地位を辞任する前）、IRJHD、IRJ及びJOIBの取締役会の議長はいずれも寺下氏が務めていたが、かかる時期においても、寺下氏が独断で審議及び採決を進めていたわけではなく、取締役会において一定の議論はなされており、また、社外取締役（監査等委員）の助言等については、寺下氏がこれを積極的に取り入れることもあった。他方で、寺下氏はいわゆるカリスマ経営者であり、IRJグループのビジネスの拡大は寺下氏の経営センス及び経営戦略による部分が大きく、寺下氏がIRJHD株式の過半数以上を保有する実態も踏まえると、実情としては、寺下氏の最終的な経営判断に対して反対の見解を述べることはなかなか難しい側面があったという意見が社外取締役（監査等委員）も含む複数のヒアリング対象者からなされている（なお、IRJHDの2022年3月期の有価証券報告書においても、「事業等のリスク」として「特定の人物への依存」として、寺下氏が「当社グループの経営戦略の決定及び業務執行、株主総会での承認を必要とするすべての事項に大きな影響力を持っており、……当社グループの事業におけるブランド価値形成及びマーケティングにおいて重要な役割を果たしております」といった記載がなされている）。

また、個別案件を受注するか否かについては、取締役会の議題として付議されなかったものの、寺下氏が、他の取締役の助言及び監督を無視して独断専行した事例は見受けられず、むしろ、IRJグループの管理部門や社内外の弁護士に一定の照会をした上で、「受注することについて法的問題がないか」という点は特に意識をして検証していたことが認められる。他方で、「法的問題がない」という整理になった案件については、顧客の利益、信頼及びレピュテーション・リスクの観点からの十分な検証を行うことはなかった。

次に、栗尾氏についてであるが、同氏は代表取締役副社長就任後の数年間はIRJグループの業績拡大に貢献すべく精力的に業務を行っていたものの、新型コロナウイルス感染症が拡大し始めたころから、会社に出社せず、テレワークが多くなり、また、取締役会についても基本的にWEB会議の形態で参加しており、そのような理由もあり、他の取締役も栗尾氏の勤務実態の詳細を把握していなかった。

本調査における複数のヒアリング対象者からは、「栗尾氏が何をしているかわからなかった」等の発言が多くあり、また、そのような勤務実態が黙認されている理由についても、「寺下氏がいいといっており、寺下氏がいいといえ、それでよいという雰囲気であった」「栗尾氏については治外法権」等の発言も見受けられた。

また、栗尾氏は、取締役会において発言することはなく、その業務実態も不明であり、3ヶ月に1回以上の業務執行報告がなされていないと評価される状況であったが、この点について、取締役会において問題視又は問題提起された事実は特段認められなかった。

(2) 監査等委員会

ア 概要

(ア) 監査等委員会の開催実態

IRJHD、IRJ 及び JOIB (IRJBCS は監査役設置会社のため除く) の定例の監査等委員会は取締役会と同日に開催され、各監査等委員は、自らが監査等委員を務めない他の IRJ グループの監査等委員会にもオブザーバーとして参加している(監査等委員以外には、内部監査室長や監査等委員会事務局がオブザーバーとして参加している)。

開示された 2017 年 7 月以降の監査等委員会議事録によれば、監査等委員会は原則として毎月 1 回以上は開催されている(2022 年 3 月期における IRJHD 監査等委員会の開催実績は 19 回)。

監査等委員会においても、取締役会と同様に、IRJHD、IRJ 及び JOIB の監査等委員会が明確に区別されて開催されていたわけではなく、一体として行われ、議題によっては、どの会社の決議及び報告事項かが明確に区別されずに行われているケースも存在した。

1 回あたりの開催時間については、IRJHD、IRJ 及び JOIB 全体で、1 時間から 1 時間 30 分程度で行われることが多い。

監査等委員会においても、個別案件の受注の可否及び是非に関して付議及び審議されることはなく、したがって、その参加者である IRJ グループ各社の監査等委員が、監査等委員会において、個別案件の受注前にその経緯の詳細について確認したり、情報提供を求めたりする機会はなく、当該案件を受注することに伴う IRJ グループの利益相反やレピュテーション・リスクの管理の観点からの検証は実施されていなかった。

なお、一部の社外取締役(監査等委員)が一定の問題意識を有し事後的な情報提供や利益相反やレピュテーション・リスクの管理体制について一定の問題提起をしたことは上記第 4.2. (1) .アのとおりである。

(イ) 監査等委員会の補助及びサポート体制

監査等委員会事務局は、IRJHD、IRJ 及び JOIB で共通であり、2022 年 6 月以前は 1 名であったが、同月に 3 名体制となり、同年 11 月以降は 4 名体制となっている。

業務内容として、監査等委員会の運営、資料作成及び社内情報の共有等を行っている。なお、同事務局が 1 名体制だった同年 6 月以前においては、監査等委員からも事務局の補助及びサポート体制が不十分であることについて複数回指摘がなされていたが、現時点の体制においては、補助及びサポートが不十分である等の意見は特段見受けられない。

(ウ) 監査等委員会の活動実態

IRJHD、IRJ 及び JOIB の監査等委員会においては、每期監査計画を策定しており、主な業務として、重要会議(取締役会)への出席、取締役との意見交換、内部監査室との連携、会計監査人との連携、内部統制システムの監査、金融商品取引法関連の監査、期末監査等が予

定されている。

開示された監査調書及び監査結果報告書等によれば、いずれの会社においても基本的に監査計画に沿った監査を実施していることが伺える。

なお、監査等委員会においては、IRJHD、IRJ 及び JOIB の監査等委員が一同に会し、各社の取締役との面談及び意見交換（寺下氏及び栗尾氏は年 2 回、その他の役員は年 1 回）が定期的に行われていた。

そして、寺下氏との面談及び意見交換においては、IRJ グループのビジネスモデル及び求められる社会的役割等について一定の議論がなされることもあったが、利益相反やレピュテーション・リスクの管理に関して、会社として取るべき体制及び方針等に係る積極的かつ具体的な議論は特段なされていない。

イ 栗尾氏のインサイダー問題発覚前

監査等委員会の各委員は、栗尾氏の業務実態について一定の疑問を有し、問題意識は持っていたものの、監査等委員会事務局又は内部監査室を通じて、積極的に栗尾氏の行動把握に努め、より詳細な調査及び情報提供を求めたりすることはなく、また、この問題に関して、取締役会に対し正式に問題提起することや株主総会において栗尾氏の選解任や報酬に係る意見陳述権を行使するか否かについて検討することも特段なかった。

また、IRJHD、IRJ 及び JOIB の常勤監査等委員及び IRJBCS の監査役を兼任する大西氏は、IRJ グループの経営会議（現時点は廃止）等、執行側の会議体にも参加しており、その保有する社内情報は他の非常勤監査等委員に比し格段に多かったが、それらの会議体で議論されている内容を慎重に検証し、IRJ グループの抱える問題点や取得した情報を他の非常勤監査等委員に対し情報共有すること等は積極的に行っていなかった。

なお、栗尾氏との面談及び意見交換の場において、各監査等委員は、栗尾氏から直近の業務状況の概要について一定程度報告を受けるとともに、人材育成及び人材流出の問題や労働環境の見直し等について議論がなされることもあったが、面談の時間としてはそれ程長くなく（30 分から 1 時間程度）、また、一部の監査等委員からは、「雑談のような感覚であった」「栗尾氏もちゃんとした大学をでており、証券会社出身でもあるので、おかしなことはしないと思っていた」という意見もなされる等、当該面談及び意見交換の場は、一部形骸化していた側面も否定できず、栗尾氏の行動について懐疑的又は批判的な観点からの検証がなされることはなかった。

(3) 指名・報酬諮問委員会

ア 概要

IRJHD は、取締役会の諮問機関として、IRJHD 社外取締役（監査等委員）及び寺下氏の 4 名を構成員とする任意の指名・報酬諮問委員会を設置しており、2022 年 5 月以降に開催した委員会においては、社外取締役（監査等委員）である家森信善氏が、委員長を務めている

(IRJグループ各社において指名・報酬諮問委員会を設置しているのはIRJHDのみである)。

2018年以降年2回程の頻度で同委員会は開催されており、IRJグループ各社の取締役の選改任に関する基本方針の制定、変更及び廃止に関する審議及び検証や、報酬制度の構築に関する審議、個人別の報酬等内容等についての妥当性の審議を行い、取締役会に対して助言及び提言を行っている。なお、2023年3月期におけるIRJHDの指名・報酬諮問委員会は既に4回以上開催されている。

イ 栗尾氏のインサイダー問題発覚前

栗尾氏退任前の時期において、指名・報酬諮問委員会において、栗尾氏の業務実態を問題視したり、それを踏まえ、同氏が取締役として再任されるべきか、及び同氏の報酬の金額水準が適切であるかという点について、問題提起や議論が積極的になされた事実は認められない。この背景には、栗尾氏については一種の「治外法権」であり、寺下氏が黙認している以上、それを殊更問題視しないといった社内の雰囲気や、寺下氏から指名・報酬諮問委員会のメンバーに対して栗尾氏の業務実態について適切な説明及び情報共有がなされておらず、当該委員会において客観的な分析及び評価をするのが難しい状況にあったこと等が一因として考えられる(この点、高野報告書によれば、栗尾氏は2021年6月に一度辞意を表明しているものの、他の要職者の辞任のタイミングと重なるという理由で寺下氏が慰留した結果、辞任時期が1年遅れ、その後インサイダー問題等が発覚するに至っており、寺下氏も「栗尾氏の管理が不十分であったことについて、任命責任があると思っている」と述べていることが認められる)。

また、IRJHD、IRJ及びJOIBの3社の代表取締役を兼任していた寺下氏への権限集中に関するリスク及び問題についての積極的な議論も特段見受けられない。

(4) 栗尾氏のインサイダー問題発覚後における各会議体の変化

ア 取締役会の変化

本調査における複数のヒアリング対象者から、栗尾氏のインサイダー問題が起き、同氏が退任した後においては、「寺下氏が取締役会において他の役員の意見を聞く姿勢を前よりも持つようになった」という意見がなされている。

そして、2022年8月30日付で高野報告書が提出された後、取締役会の内外において、複数の取締役から、IRJHDがプライベート・カンパニーを脱却しパブリック・カンパニーとなるため、IRJグループにおいて寺下氏に権限が集中している状況を解消すべきである等といった提言がなされており、指名・報酬諮問委員会からの答申も踏まえ、最終的に、寺下氏が2022年10月31日にIRJの代表取締役を辞任するに至っている(なお、IRJHD及びJOIBの代表取締役、並びにIRJの取締役は留任し、IRJの取締役は2023年6月の定時株主総会で退任予定とされている)。

また、寺下氏がIRJの一取締役になって以降は、IRJの取締役会の議長は、新任代表取締

役である北村氏が務めており、IRJ 固有の議案については北村氏が主導及びリードする形で審議及び決議等がなされる実態に変わってきている。

もともと、現在においても、IRJ が単独で取締役会を開催する運用になったわけではなく、従前と同様に IRJ グループ全体での会議体の形がとられており、その中で IRJ についての議案については部分的に北村氏が議長を務める運用になったというものであり、また、寺下氏も取締役の立場では IRJ の取締役会に参加している状況に変わりはない。

イ 監査等委員会の変化

栗尾氏のインサイダー問題発覚後（遅くとも、本調査が実施される前後）からは、監査等委員間におけるより活発な情報提供が行われるようになった。特に、IRJHD、IRJ 及び JOIB の常勤監査等委員及び IRJBCS の監査役を兼任する大西氏から、非常勤の監査等委員に対し、より積極的な情報共有がなされるようになった。

また、複数の監査等委員において、IRJ グループの抱える利益相反やレピュテーション・リスクの管理体制についてもより強い問題意識を有するようになり、この観点からの発言及び議論も取締役会の内外の場を通じてなされるようになった。

ウ 指名・報酬諮問委員会の変化

栗尾氏退任後の 2022 年 9 月に開催された指名・報酬諮問委員会においては、IRJHD の取締役会からの諮問を受け、IRJ グループのガバナンス体制について検証、検討及び見直しをしていくことが積極的に議論されており^[38]、具体的には、寺下氏への権限集中を回避するため、寺下氏が IRJ の代表取締役を辞任（取締役としては 2023 年 6 月の定時株主総会まで留任）し、代わりに代表取締役社長として北村氏、取締役副社長として石垣氏を推薦すること等を IRJHD に対して答申した。

そして、当該答申を踏まえ、IRJHD より、2022 年 9 月 27 日付で新体制についてのプレスリリース（IRJHD 作成の 2022 年 9 月 27 日付「IRJ グループの情報管理体制等の改善策及びガバナンス体制の強化に関するお知らせ」及び「役員等の人事異動ならびに連結子会社等の役員等の人事異動に関するお知らせ」）が開示され、最終的に同年 11 月 1 日より、北村氏を IRJ の代表取締役社長とし、石垣氏を取締役副社長とする新体制がスタートしている。

(5) 内部監査室

ア 概要

IRJ グループ各社はそれぞれ内部監査室を設けているが、グループ各社がそれぞれ固有の内部監査人員を確保しているわけではなく、IRJHD のグループ内部監査室に所属する従業員 2 名（内部監査室長は IRJ グループにおいて約 6 年の内部監査業務の経験があり、内部監査

³⁸ 当該審議の場には、寺下氏は、利害関係を有するため加わっていない。

部員は 2022 年 11 月入社だが前職において約 10 年の内部監査業務の経験がある) が、IRJ グループ各社の内部監査室を兼任し、内部監査の対応行っており、両名とも内部監査室以外の部門との兼職はなく、専任である。

IRJHD のグループ内部監査室は、IRJHD 代表取締役直轄の組織であり、IRJ グループ各社の内部監査室もそれぞれの会社の代表取締役直轄の組織として組織上位置づけられている。

イ 活動実態

内部監査は、IRJ グループ各社を対象とし、全社的監査と部門監査にわかれており、業務の効率性や各種規程等を中心に、原則として年 1 回 (各部門ごと) 実施されている。監査結果は速やかに代表取締役社長に報告されるとともに、代表取締役社長から IRJ グループ各社の担当部門長に改善指示書が伝達され、担当部門長は内部監査室長に対し改善報告書を提出することとなっている。

開示された監査調書及び監査報告書等によれば、いずれの会社においても基本的に監査計画に沿った監査を実施していることが伺える。

具体的な指摘事項として、2018 年の内部監査において、スキャンデータの保存先がコンサル部門と投資銀行部門で同一になっていたことについて、利益相反リスクの指摘を行っており、それを受けて投資銀行部門は専用のスキャンデータ保存用のフォルダを策定し、あわせてスキャンを実施する複合機やプリントサーバーの設定を行う等して対応している。このような指摘がなされることもあるが、個別案件の受託に関する利益相反やレピュテーション・リスクの管理の問題については、そもそも内部監査の対象として取り上げることは想定されていないように思われ、したがってこの観点からの積極的な内部監査はなされておらず、また、その他ガバナンス体制全般に係る大きなリスクについての指摘は特段見受けられなかった。

(6) その他

ア グループコンプライアンス委員会

IRJ グループにおいては、グループコンプライアンス委員会という委員会を設けており、委員長 (コンプライアンス管掌役員である藤原氏)、副委員長 (IRJHD の管理本部長)、委員 (グループ内部監査室長、IRJ グループ各社の管理本部長及び監査等委員会事務局長) が基本的な構成員とされている。

同委員会は毎四半期決算終了後に開催され、また、迅速に対処すべき業務上のグループコンプライアンスに関する問題が発生した場合やグループコンプライアンスホットラインによる通報がなされた場合には、委員長の発議により臨時にグループコンプライアンス委員会を招集するとされている。

開示された議事録によれば、パワーハラスメントや従業員の職務懈怠に係る内部通報について審議されている事実は認められたが、同委員会において、個別案件の受託に関する利

益相反やレピュテーション・リスクの管理の問題に関する検証や、より大きなガバナンス体制全般に係る問題が付議され、審議された事実は認められない。

イ 内部通報制度の整備及び運用状況

IRJ グループは、「グループコンプライアンス管理規程」に基づきグループコンプライアンスホットライン制度（内部通報システム）を構築している。また、高野報告書における指摘を踏まえ、外部通報窓口（法律事務所）を設け、内部通報制度の説明動画を作成する等、従業員への周知に向けた取り組みを行っている。

2023年3月期の通報件数は4件程度であり、通報内容としては、パワーハラスメントや従業員の職務懈怠に関するもの等であり、個別案件の受託に関する利益相反やレピュテーション・リスクの管理の問題に関する通報や、その他ガバナンス体制に関する通報がなされたことはない。

第5 原因分析

1 PA/FA 業務における利益相反管理体制の不備の原因

当委員会は、TKS 案件と D 社案件について、IRJ には顧客の利益・信頼を不当に害する不適切行為があったと認定した。2つの案件の共通点は、いずれも会社側と株主側の利害対立が先鋭化する局面（TKS 案件は A1 社による敵対的買収、D 社案件は株主側による経営支配権争奪）において IRJ が受託した PA/FA 業務であったこと、そして、いずれの案件でも IRJ の利益相反管理体制の不備が認められたことである。

そこで、IRJ の PA/FA 業務において利益相反管理体制が十分に整備されてこなかった原因を分析する。

(1) IRJ が受託する PA/FA 業務の急成長

2020 年 6 月に IRJHD が公表した 2020 年 3 月期のアニュアルレポートには、次の表が示され、IRJ が受託した売上高 5,000 万円以上の大型 PA/FA 業務が、前期比で一桁増と急激に伸長していることがわかる。

大型プロジェクト[※]の契約件数及び売上金額の推移

	上期		下期		通期	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額
2019年3月期	5件	457	2件	133	7件	589
2020年3月期	7件	702	16件	2,537	23件	3,239
増減	2件	245	14件	2,405	16件	2,651

※売上高5,000万円以上のプロジェクト

大型プロジェクトの種類及び売上金額

プロジェクトの種類	2020年3月期	2019年3月期
企業支配権争奪PA・FA	910	70
アクティビスト対応PA・FA	1,514	195
MBO関連FA	705	273
その他大型SR	110	52
計	3,239	589

2021 年 6 月に IRJHD が公表した 2021 年 3 月期のアニュアルレポートには、次の図が示され、IRJ の業域が、従来の SR コンサルティングやエクイティ・コンサルティングから PA/FA 業務へと拡大していることがわかる。



日本の資本市場の環境変化という外的要因を絶好の機会と捉え、IRJはPA/FA業務まで業域を拡大し、業績を急成長させてきた。そして、さらなる機会を追求すべく、従来の会社側だけでなく、株主側（アクティビストを除く）からも案件を受託するという経営方針を採用した。

(2) PA/FA業務に特有の「利益相反リスク」への対応の遅れ

しかし、会社側と株主側の利害対立が先鋭化する局面において、IRJが一方当事者からPA/FA業務を受託して顧客とする場合には、IRJが他方当事者と何らかの関係性を持つことにより、顧客から「IRJが利益相反を働いた」と見られて強く非難されるという特有のリスク（利益相反リスク）が高まる。

実際に、TKS案件では、IRJの代表取締役副社長である栗尾氏が敵対的買収者であるA1社にTKSへの買収を提案していたという関係性が、顧客であるTKSから利益相反を働いたと見られて強く非難された。D社案件では、IRJグループであるJOIBが翌年の株主総会で敵方である株主側に就いたという関係性が、顧客である会社側から利益相反を働いたと見られて強く非難された。まさに、いずれの案件も利益相反リスクが顕在化した案件といえる。

そして、このようなPA/FA業務に特有の利益相反リスクは、従来のSRコンサルティングやエクイティ・コンサルティング業務には存在しなかった新たなリスクである。したがって、IRJがPA/FA業務に業域を拡大しようとする際には、先手を打って利益相反リスクに対する周到なリスク・アセスメントを行い、利益相反リスクを統制できるだけの十分なマネジメント体制を整備しておくべきであった。

しかし、実際には、IRJが受託するPA/FA業務が一気に増大し、受託した業務を遂行するのに手一杯となり、利益相反リスクに対するアセスメントとマネジメントの対応が後手に回ってしまった。

これを統合的リスクマネジメント（ERM：Enterprise Risk Management）の観点から見ると、あらゆる業務には「機会」と「リスク」が表裏一体として内在しており、「機会」が増大する際には、これに伴って「リスク」への対応も高度化することで受容リスクを低減する必要があったが、IRJでは外的要因の急激な変化により、PA/FA業務の「機会」だけが一気

に増大してしまい、これに伴うべき「リスク」への対応が置き去りにされ、受容リスクが許容範囲を超えてしまったものと考えられる。

(3) コンダクト・リスクの軽視

IRJ の PA/FA 業務における利益相反リスクのアセスメントとマネジメントが後手に回ってしまったことのもう一つの要因として、いわゆる「コンダクト・リスク」が軽視されてきたことが挙げられる。

コンダクト・リスクという用語について、金融庁が 2018 年 10 月に公表した「コンプライアンス・リスク管理に関する検査・監督の考え方と進め方（コンプライアンス・リスク管理基本方針）」11-12 頁では、次のように説明されている。

- ▶ 法令として規律が整備されていないものの、①社会規範に悖る行為、②商慣習や市場慣行に反する行為、③利用者の視点の欠如した行為等につながり、結果として企業価値が大きく毀損される場合が少なくない
- ▶ コンダクト・リスクが生じる場合を幾つか類型化すれば、金融機関の役職員の行動等によって、①利用者保護に悪影響が生じる場合、②市場の公正・透明に悪影響を与える場合、③客観的に外部への悪影響が生じなくても、金融機関自身の風評に悪影響が生じ、それによってリスクが生じる場合等が考えられる

この説明の中から、3つの視点を使って、IRJ のこれまでの行動（コンダクト）に当てはめて検討する。

ア 利用者視点の欠如、利用者保護への悪影響

当委員会は、TKS 案件と D 社案件において顧客として IRJ に PA/FA 業務を委託した両社に対して詳細なヒアリングを行い、利用者としての肉声に直接接触したことにより、IRJ の行動は、利用者の視点の欠如しており、利用者保護に悪影響を与えるものであるという十分な心証を得た。

会社側と株主側の利害対立が先鋭化する局面において、IRJ に案件を委託してくる顧客の信頼の基礎はどこにあるのか、顧客の合理的期待とはどのようなものか、を汲み取ろうとし、それを行動（コンダクト）に反映させようとする姿勢が、IRJ には欠けていた。

また、IRJ が 2021 年 3 月 10 日に勉強会を開いた「Equity Partner 契約」は、利害対立が先鋭化する場面で場合によっては相手方に就くことを匂わせて契約を獲得し、顧客の年間売上を数百万円から業務の付加価値を上げることにより、2,000 万円まで引き上げようとするものであった。この取組みは奏功しなかったとはいえ、明らかに利用者視点や利用者保護に反するこのような取組みが、IRJ 経営陣の承認を得て実際に進められようとしたこと自体に、IRJ の利用者軽視の経営姿勢が垣間見える。

イ 市場の公正・透明への悪影響

IRJ が手掛けてきた敵対的買収や経営支配権争奪における PA/FA 業務は、IRJ が先駆者として市場を切り拓いてきた分野であり、その利益相反管理のあり方については、商慣習や市場慣行が十分に形成されてきたとは言い難い。だからこそ、IRJ は PA/FA 業務における利益相反管理のあり方について、先駆者として個別案件ごとに試行錯誤を繰り返しながら取り組んできた経緯がある。

しかし、当委員会が不適切行為と認定した TKS 案件と D 社案件のような顧客の利益・信頼を不当に害する行為が行われることは、PA/FA 市場の公正・透明に対する顧客や社会の信頼を損ない、市場の健全な発展に悪影響を与えるものである。

IRJ は、PA/FA 市場における先駆者として、その利益相反管理のあり方についても、自らが切り拓いてきた市場の公正・透明をどのように確保するかという高い目線に立ち、真摯に向き合って実務対応を切り拓くことが求められていたが、IRJ にはそのような自覚が足りなかった。

ウ レピュテーション（風評）への悪影響

IRJHD が高野利雄氏を委員長として 2021 年 6 月に設置した調査委員会とは別に、当委員会を設置することを余儀なくされたのは、ダイヤモンド・オンラインが 2022 年 11 月 10 日に、本件記事を配信したからである。本件記事のリード文は次のとおりである。

アイ・アールジャパンの元代表取締役副社長でインサイダー取引疑惑の渦中にある栗尾拓滋氏が 2021 年春ごろ、投資会社の A1 社（A1 社）代表と面会し、新聞輪転機メーカーの東京機械製作所の買収提案を行っていたことが、ダイヤモンド編集部取材で分かった。A1 社は同年夏以降、東京機械株を買増し、経営権争奪戦に発展したが、東京機械の防衛アドバイザーを務めた IR ジャパンのトップが、実は A1 社に東京機械の「乗っ取り」をけしかけていたという驚愕の事実が発覚した。

ダイヤモンド・オンラインは、これに先立つ同年 9 月 5 日には、「【スクープ】●●社から 20 億円、●●社から 8 億円！ IR ジャパンの『皮算用』が内部資料で判明」と題する記事を配信した。翌 6 日には、「【スクープ】●●社、●●社…IR ジャパンが経営陣と株主の紛争で荒稼ぎした『企業名と金額』」と題する記事を配信した。後者の記事では、「IR ジャパンが関与した『大型案件』リスト」として、顧客 20 社からいくらの報酬額を得たかが、「金額は推定。取材を基にダイヤモンド編集部作成」との注記入りで掲載された。この 2 本の記事の内容は、IRJ グループの内部情報や顧客情報が社外に大量に漏洩していることを推認させるものであった。

そもそも、IRJHD のレピュテーションは、2022 年 6 月 1 日の SESC によるインサイダー取引嫌疑での強制調査と、これをスクープした同月 6 日のダイヤモンド・オンラインの記事により大きく毀損した。株価は、同月 6 日から 8 日まで 3 日連続で制限値幅一杯のストップ安となり、同月 3 日の 4,270 円から同月 8 日の 2,370 円まで一気に下落し、その後は現在まで 2,000 円前後で推移している。

このように、IRJグループは、レピュテーション・リスクの直撃を受け、企業価値が大きく毀損したものと認められる。

当委員会は、2022年11月28日にIRJの役員が社内で認識を共有するために作成した「マッチポンプ報道を受けた当社としての検討ポイント（メモ）」と題する書面を確認した。このメモは、顧客の反応として次のようにまとめている。

- ✓ 今回のダイヤモンドの報道は、6月の強制調査報道に比べれば露出が地味であるためか、顧客によっては全く意に介さない先もある。ただし、根深い懸念を持っている企業も散見されており予断は許さない状況。（当初は記事に気づいていなかった企業においても、他証券・他信託などの競合他社からの情報提供や、社外役員から事後的に指摘を受けるなどにより記事の存在を認識し始めており、内容の深刻さが徐々に伝播し始めた感がある）
- ✓ 特に、6月のインサイダー嫌疑が栗尾氏個人に焦点が当たっていたことに対して、マッチポンプ疑惑は、「会社の体質（自ら火を付けて自ら消すことで収益を稼ごうとする企業体質）」自体に懸念が持たれており、当社からのプレスリリースが事実認定を第三者委員会に委ねて積極的に反証をしていないことも相俟って、「アイ・アールジャパンは本当に信頼できるのか」「アイ・アールジャパンに機微な相談ごとを持ち込んでも大丈夫なのか」という心配の声が聞かれる。
- ✓ そのほか、「IRJと果たして共闘することができるのか」、「当社の実害が容易に想像できてしまうためリアルに心配である」、「個人的には取引を継続したいが会社の中の懸念の声を説得しきれないかもしれない」、「なぜ問題がこれだけ拡がって誰も責任をとらないのか」、「社外取締役から取引を辞めるべきだという声が強くなる」、「そもそもあの買収提案書はどこから漏れた情報なのか」などの不安の声が寄せられている。（新体制始動に伴って胡蝶蘭等を送ってくださった距離感の近いお客様からも取引継続が困難となる可能性を示唆されるなど、一見すると静だが地味に水面下で不信感が広がっている印象）

このメモを見る限り、IRJのレピュテーションは、2022年6月のインサイダー取引嫌疑の記事だけではなく、同年9月の社内情報の大量漏洩を推認させる記事、そして同年11月のマッチポンプ疑惑の記事のいずれからも、大きなダメージを受けたといえる。

しかし、IRJのレピュテーションに対するこれまでの行動（コンダクト）は、外部メディアからの批判的な指摘に対しては好戦的に対応し、損害賠償請求訴訟を提起して勝訴する等、一面的な対応が目立ち、メディアからの指摘を真摯に受けとめて吟味し、自省と改善につなげるという姿勢に乏しかったといえる。

また、2021年6月から寺下氏がエクイティ・コンサルティング本部を直接管掌するようになり、極端な成果主義を導入し、冬の賞与も半額を下限として減額する等の苛烈な施策を

講じたことで、同本部の職場環境が急激に悪化し、翌 2022 年前半には大量の退職者を出すことになった。そのことが、社内情報が社外に大量に漏洩し、これを入手したメディアが批判的に報道し、その報道を見た顧客が IRJ への不信感を強め、レピュテーションが毀損するという悪循環を生んだものといえる。

このような IRJ の行動（コンダクト）は、IRJ のレピュテーションに悪影響を与えるものであったといえる。

エ 小括

3つの視点を使って、IRJ のこれまでの行動（コンダクト）の問題点を見てきた。このようなコンダクト・リスクを軽視してきたことが、IRJ の PA/FA 業務における利益相反リスクのアセスメントとマネジメントが後手に回ってしまったことの一つの要因と考えられる。

2 TKS 案件と D 社案件に認められる組織上の問題点

当委員会は、TKS 案件と D 社案件について、IRJ には顧客の利益・信頼を不当に害する不適切行為があったと認定した。2つの案件の相違点を整理し、それぞれに認められる組織上の問題点を分析する。

(1) TKS 案件—情報共有機能の不備

TKS 案件では、IRJ の利益相反管理プロセスにおいて、「栗尾氏が 2021 年 3 月ないし 4 月に A1 社に接触して TKS の買収を提案した」という重要な情報が、栗尾氏から共有されなかった。

そこで、IRJ は、TKS からの案件受託に際して利益相反リスクは何ら問題ないものと判断し、案件受託に至った。

もし仮に、「栗尾氏が 2021 年 3 月ないし 4 月に A1 社に接触して TKS の買収を提案した」という重要な情報が共有されていたとしたら、IRJ の利益相反管理プロセスにおいて、その情報は利益相反管理において重大な意味を持つものと判断され、その情報を受託に先立って TKS に告知し、それでもなお IRJ に案件を委託するかどうかという選択権を TKS に付与するという利益相反管理措置を講じるべきであると判断され、実際にもそのような利益相反管理措置が講じられていた可能性が高い。

したがって、TKS 案件から認められる組織上の問題点は、「栗尾氏が 2021 年 3 月ないし 4 月に A1 社に接触して TKS の買収を提案した」という、利益相反管理において重大な意味を持つ情報が、IRJ の利益相反管理プロセスに共有されなかったという「情報共有機能の不備」である。

(2) D 社案件—内部牽制機能の不備

これに対し、D 社案件では、IRJ の利益相反管理プロセスにおいて、「会社側が 2021 年総

会も引き続き IRJ に PA 業務を委託したい意向を持っている」という重要な情報が、石垣氏から寺下氏を始めとする IRJ 役員らに共有されていた。

そこで、本来であれば、その情報は利益相反管理において重大な意味を持つものと判断され、「それでもなお敵方である株主側から案件を受託してよいのか」「会社側から強い非難を受けるのではないのか」「翌年に敵方に寝返ったという社会的非難を受けるのではないのか」「既存顧客からの信頼を損なうのではないのか」「当社のレピュテーションが毀損するのではないのか」といった観点から、深く実質的な議論がなされるべきであった。

もし仮に、こうした深く実質的な議論がなされていれば、①株主側から受託しない、②会社側の同意を得る、③部門分離と情報遮断を徹底する、といういずれかの利益相反管理措置を講じるべきであると判断され、実際にもいずれかの利益相反管理措置が講じられていた可能性が高い。

しかし、実際には、こうした深く実質的な議論はなされなかった。というのは、寺下氏が 2021 年は株主側から受託するという強い意向を固めて案件を主導していたため（その背景には強い業績プレッシャーがあったとみられる）、利益相反管理プロセスに関与した周囲の IRJ 役員らは、誰も寺下氏の意向に反してこうした深い実質的な議論を投げ掛けることができなかつたからである。そこでなされたのは、会社側との契約期間は終了している、JOIB で受託して情報遮断すれば問題ない、という浅い形式的な議論にとどまった。そして、その議論の浅さが、部門分離と情報遮断という利益相反管理措置が徹底されず、なし崩しにされるという結果を招いた。

したがって、D 社案件から認められる組織上の問題点は、「会社側が 2021 年総会も引き続き IRJ に PA 業務を委託したい意向を持っている」という、利益相反管理において重大な意味を持つ情報が、IRJ の利益相反管理プロセスに共有されたにもかかわらず、誰も寺下氏の意向に反して深く実質的な議論を投げ掛けることができなかつたという「内部牽制機能の不備」である。

3 情報共有機能の不備の原因—栗尾氏を情報共有機能の枠外に置いたこと

TKS 案件から認められる組織上の問題点は、「栗尾氏が 2021 年 3 月ないし 4 月に A1 社に接触して TKS の買収を提案した」という、利益相反管理において重大な意味を持つ情報が、IRJ の利益相反管理プロセスに共有されなかつたという「情報共有機能の不備」である。

この不備をもたらした原因は、栗尾氏が利益相反管理における情報共有機能の枠外に置かれていたから、つまり情報を共有してもしなくても誰も見ていなかったからである。

実際に、栗尾氏は 2021 年 4 月 15 日と 28 日に A1 社元代表取締役と接触する予定をスケジュール共有ツールに公開して共有していたが、IRJ 役員らは、誰もこれに気づかなかつた。そして、個別案件の進捗について役員間で機微情報を共有する場でも、栗尾氏は報告を求められず、取締役会への 3 ヶ月に 1 回の業務報告すら求められていなかった。こうした栗尾氏の不作為を、IRJ 役員らは許していた。

さらにいえば、IRJ 役員らは、栗尾氏の業務に対して「無関心」であった。当委員会が栗尾氏のスケジュール共有ツールの予定や社用車運行履歴を検証したところ、IRJ の業務についての記録が相当数見られたが、当委員会のヒアリングに対し、IRJ 役員らは「栗尾氏は何をしていたか分からない」「IRJ の仕事はほとんどしていなかったのではないか」と口を揃えた。

そして、IRJ 役員らが栗尾氏の業務に無関心を装わざるを得なくなったのは、栗尾氏の業務や接待交際費について苦情や懸念を述べても、寺下氏が「私から言っておく」等と引き取るのみで、是正や改善につながるものがなく、「寺下預り」のような形になっていたからである。

なお、同年 3 月 19 日、IRJ は、OUTSIDERS-REPORT というネットメディアのライターから、B 社における栗尾氏の副業の疑惑に関する取材申込を受けた。藤原氏と若菜氏は、栗尾氏に疑惑について尋ねたが、栗尾氏はこの疑惑を否定し、その旨は寺下氏にも伝えられた。

同年 5 月 10 日、OUTSIDERS-REPORT が、『株主総会の用心棒』アイ・アールジャパンの“二重基準” (2) 東証 2 部 ●●社攻防戦に不可解な『個人会社』介在 副社長の“役得”か」と題する記事を投稿した。

しかし、この取材と報道を契機として IRJ の役職員が栗尾氏の行動に対して監視を強めることはなかった。もしこの間に IRJ が栗尾氏に対する監視を強めていれば、同年 4 月 15 日と 28 日に栗尾氏が A1 社元代表取締役と面談する予定に気づくことができ、TKS 案件における不適切行為は避けられた可能性がある。

以上のとおり、「栗尾氏が 2021 年 3 月ないし 4 月に A1 社に接触して TKS の買収を提案した」という、利益相反管理において重大な意味を持つ情報が、IRJ の利益相反管理プロセスに共有されなかったのは、栗尾氏が共有しなかったことに加え、栗尾氏を情報共有機能の枠外に置いていた IRJ の側にも大きな原因があったと考えられる。

4 内部牽制機能の不備の原因—ガバナンス機関による牽制の不全

D 社案件から認められる組織上の問題点は、「会社側が 2021 年総会も引き続き IRJ に PA 業務を委託したい意向を持っている」という、利益相反管理において重大な意味を持つ情報が、IRJ の利益相反管理プロセスに共有されたにもかかわらず、誰も寺下氏の意向に反して深く実質的な議論を投げ掛けることができなかったという「内部牽制機能の不備」である。

この不備をもたらした原因は、寺下氏が IRJHD の株式の過半数を保有する支配株主であり、代表取締役社長 CEO という「絶対的権力者」であって、寺下氏の部下に当たる業務執行取締役による内部牽制機能には自ずと限界があるからである。

このような絶対的権力者である業務執行トップに対する内部牽制機能の不備を補完する役割を担うのは、取締役会、社外取締役を中心とした監査等委員会、常勤監査等委員といったガバナンス機関による牽制である。

もっとも、個別案件に対する利益相反管理という IRJ の日常的な業務執行について、取締

役会や監査等委員会がリアルタイムでモニタリングして牽制を効かせることは、不可能であり非現実的である。

それでも、取締役会や監査等委員会は、日本の資本市場の環境変化という外的要因、IRJのPA/FA業務の急成長ぶり、外部メディアの報道状況といったあらゆる情報を収集し、IRJにおいて「利益相反リスク」が増大していることを機敏に感知し、コンダクト・リスクの観点も踏まえた利益相反リスク管理の「基本方針」を策定し、その基本方針に基づいた実務への実装を業務執行機関に指示し、その具体的な構築・運用状況を業務執行取締役や常勤監査等委員にリアルタイムでモニタリングさせて報告を受けることはできたはずであり、あるべき利益相反管理体制を執行側に整備させるという形で、取締役会や監査等委員会としては、個別案件に対しても然るべき牽制機能を果たすことができたはずである。

そうしていれば、D社案件において、寺下氏が浅い形式的な議論だけで押し切って過度な利益相反リスクを取ろうとした時に、他の業務執行取締役や常勤監査等委員は、整備された利益相反管理体制に基づいてこれを抑止し、コンダクト・リスクも踏まえた深く実質的な議論のプロセスに引き戻し、適切な利益相反管理措置を講じることに着地させることができたはずである。

このように、あるべきリスク管理体制を整備させ、業務執行取締役や常勤監査等委員に武器や腕力を与えてエンパワーメントすることで、業務執行トップの専横を抑止することは、ガバナンス機関が牽制機能を発揮するために重要である。ましてや、寺下氏という絶対的権力者を抱えるIRJグループにとっては、絶対的に重要である。

したがって、個別案件にまで目が届かなかったことは、取締役会や監査等委員会がD社案件に対して然るべき牽制機能を果たせなかったことの言い訳にはならないと、当委員会は考える。

以上のとおり、「会社側が2021年総会も引き続きIRJにPA業務を委託したい意向を持っている」という、利益相反管理において重大な意味を持つ情報が、IRJの利益相反管理プロセスに共有されたにもかかわらず、誰も寺下氏の意向に反して深く実質的な議論を投げ掛けることができなかったのは、取締役会、社外取締役を中心とした監査等委員会、常勤監査等委員といったガバナンス機関による牽制の不全に原因があったと考えられる。

第6 再発防止に向けた提言

前項の原因分析を踏まえて、IRJグループが今後の再発防止に取り組むことに向けた当委員会からの提言を、以下に述べる。

1 TKS 案件と D 社案件についての真摯な総括

まず最初に求められるのは、当委員会が TKS 案件と D 社案件について、顧客の利益・信頼を不当に害する不適切行為であると認定したことについて、社外取締役を含む取締役会メンバーが真摯に向き合って総括していただくことである。

TKS 案件については、情報を共有しなかった栗尾氏が悪いと非難したくなるかも知れない。D 社案件については、利益相反といわれまいように理論武装をしてきたという自負があるかも知れない。それでも、「独立した中立・公正な外部専門家」として IRJHD が自ら選任した第三者委員会が客観的な調査に基づいて下した判断に対しては、真摯に向き合い、その意味を深く読みとっていただきたい。

そのことが、今後の再発防止、ステークホルダー（顧客、株主、投資家、役職員ら）からの信頼回復、企業価値再生の出発点になるものとする。「進歩とは反省の厳しさに正比例する」という本田宗一郎氏の名言を胸に刻んでいただきたい。

2 PA/FA 業務における利益相反管理体制の整備

会社側と株主側の利害対立が先鋭化する局面において IRJ が受託する PA/FA 業務に特有の「利益相反リスク」に対する管理体制を整備する必要がある。

そのためには、まず取締役会において、日本の資本市場の環境変化という外的要因、IRJ の PA/FA 業務の急成長ぶり、外部メディアの報道状況といったあらゆる情報を収集し、IRJ において整備すべき利益相反リスク管理の「基本方針」を取締役会で策定する。

その基本方針に基づいて、利益相反リスクを取る際の判断軸と判断プロセスを明文化した利益相反管理規程を策定し、運用を始める。その際は、過去に取り扱った自社事例から法則性を導き出す、今後想定される利益相反状況を類型化する、同種・隣接業種における先行事例から学ぶ等も考えられる。

その際に大事なものは、利益相反リスク管理を強めるほど機会損失を生む、というトレードオフの関係にあるので、利益相反リスクは、ただ回避するだけでなく、洗練されたプロセスを踏んで健全にリスクテイク（回避/低減/転嫁/受容）することである。そして、強い業績プレッシャーがかかった状況でもリスクテイクの判断がブレない体制を作ること、なるべく明確で一義的な判断軸を立てることである。

本調査において浮き彫りになった問題点から看取されるポイントは、

- ・社内にある顧客コンタクト履歴その他一切の情報を一元的に集約・共有し、判断材料に供すること
- ・業績プレッシャーへの対抗軸としてコンダクト・リスクの3要素（利用者視点、市場の

公正・透明、レピュテーション)を組み込むこと

- ・業績プレッシャーから隔離された外部ステークホルダーの目線を堅持する人材(社外取締役や弁護士に限らない)を取り込むこと
- ・利益相反管理措置を講じて受託すると決めた案件については、その措置が確実に講じられていることまで見届けること
- ・利益相反リスク管理の最終権限者は、1線(事業部門)でなく2線(管理部門)に置くこと、最終権限者の決定を1線や経営陣が覆すことのないよう、その権限を規程に明記しておくこと
- ・重大なリスクテイクをしようという際には、時間を要しても臨時取締役会を招集して十分に審議すること、その時間すら与えられない案件は縁がなかったと見送ること

等である。

これまでの案件受託の経緯を見ると、顧客が困っていて今すぐにでも助けを求めていることを正当化理由として、周到な判断プロセスを避けてきた傾向がある。しかし、目の前の顧客の利益・信頼を不当に害しないための判断プロセスであることを思い出せば、そのような正当化は封じられるはずである。

そして、基本方針と管理規程の整備運用状況については、3ラインモデルの2線(管理部門)による現業となるので、3線(内部監査部門)や常勤監査等委員がリアルタイムのモニタリングを行う。

3 統合的リスクマネジメント(ERM)の推進

IRJが手掛けている事業分野は、資本市場の動向、機関投資家の動向、各国当局の規制動向、日本企業のコーポレート・ガバナンスの動向等に即して、市場のニーズが動的に変化し、IRJもそのニーズに即応した業務の開発・提供を顧客から求められ続ける、という特性がある。そこで、PA/FA業務がそうであったように、今後も外的要因から「機会」が一気に増大し、「リスク」管理が置き去りにされてしまうおそれがある。

だからこそ、機会とリスクを表裏一体とみる統合的リスクマネジメント(ERM)を推進し、「機会」が増大する際には、「リスク」管理にも経営資源を集中的に投入して一気に高度化するという行動様式を身に付ける必要がある。

その際は、コンダクト・リスクについてもしっかりと取り込み、IRJの行動(コンダクト)が、利用者視点、市場の公正及び透明、レピュテーションという観点からどのような影響を受けるのかについて、アセスメントを十分に行う体制を整備することが求められる。

こうした観点から見ると、現在の2線(管理部門)と3線(内部監査部門)に対する経営資源の配分は不足しているきらいがあり、その適正化について取締役会で議論すべきである。

4 存在意義への原点回帰

IRJ グループは「信頼・誇り・夢」を社是に掲げ、「公正な資本市場の発展に貢献する集団」「常に戦う集団」「グローバルな資本市場で最も『礼（思いやり）』を重んじる集団」という行動規範を掲げる企業である。そして、IRJ グループの役職員には、「Power of Equity（議決権の力、株式の力）」で日本企業の企業価値向上に貢献したい、という気概が溢れている。

IRJ グループの役職員が、自らの存在意義を問い直し、社是や行動規範に原点回帰し、それが役職員の行動（コンダクト）に反映されることは、コンダクト・リスク（利用者視点、市場の公正及び透明、レピュテーション）の重視とも重なり合うはずである。

IRJ の役職員には、PA/FA 市場を切り拓いてきた先駆者、業界のトップリーダーとしての誇りを自覚し、市場の公正及び透明を確保するために、正々堂々と愚直に行動することを願いたい。

5 絶対的権力者である寺下氏に対する牽制

第 3.7 で見たように、IRJHD の株価は、2019 年頃から大きく上昇したが、2021 年 1 月の上場来高値をピークに大きく下落し、現在は 2019 年頃の水準に戻っている。そして、2021 年の間に、TKS 案件や D 社案件をはじめ、多くの問題事象が起きている。それは、2021 年 1 月に高みを見たが、その後業績や株価が不振となり、寺下氏が強い業績プレッシャーを受けたことが影響したものと考えられる。

IRJHD の株式の過半数を保有する支配株主であり、代表取締役社長 CEO という「絶対的権力者」である寺下氏に対し、その部下に当たる業務執行取締役が内部牽制を働かせるには自ずと限界があるから、取締役会、社外取締役を中心とした監査等委員会、常勤監査等委員といったガバナンス機関による牽制が、絶対的に重要である。

社外取締役は、今回指摘された問題事象や寺下氏の行動について、改めて検証し評価することが必要であり、関係者に対する然るべき処分の是非についても検討する必要がある。

そして、社外取締役は、これまでのガバナンス機関による牽制が不全であった部分について、早急に改善に着手し、その進捗状況を株主及び投資家にしっかりと説明すべきである。次の定時株主総会は今年 6 月に迫っている。

とりわけ、社内に常勤してガバナンス機関の要となり、社外取締役に対する適時適切な情報共有の要となる常勤監査等委員については、直ちにその機能強化を図るべきである。社外取締役に適時適切にリスク情報が共有されることは、ガバナンス機関による牽制の生命線となる。

寺下氏に対する権限集中を避けるために、組織の下層に対する権限移譲を進めることも検討されてよい。また、IRJHD の取締役会議長を社外取締役にすることも検討されてよい。さらに、指名委員会等設置会社に移行することで、指名委員会が決定した役員指名案が取締役会で覆されないという役員指名ガバナンス強化を図ることも検討されてよい。

加えて、ポスト寺下氏を見据えたサクセッションプラン（後継者育成計画）を発動し、次代を担う経営人材に厚みを持たせる取組みについても、時間を要する取組みであることから、指名・報酬諮問委員会において早急に着手することが検討されてよい。

第7 総括

1 すべての調査活動を終えて

最後に、当委員会が調査報告書をまとめるにあたり、IRJグループの役職員及びステークホルダーの方々に申し上げておきたいことを総括として付言しておく。

2 当委員会による疑惑解明のためのプロセスについてーデジタルフォレンジック調査の重み

当委員会は、委嘱事項と真摯に向き合い、日弁連ガイドラインに完全に準拠した調査を進めてきた。とりわけダイヤモンド・オンラインに掲載されたIRJのマッチポンプ疑惑については、多様な視点から事実を検証し、疑惑に対する認定事実とその評価を示した。

当委員会による調査の特徴は、不正行為の発生・発覚を所与の前提とするのではなく、マッチポンプ疑惑が浮上したことについて、当該疑惑を裏付ける証拠、又は疑惑を否定する証拠を見つけ出し、組織として顧客の利益を顧みないような商売が行われていたのか、その真偽を解明することにあつた。

疑惑解明の過程において栗尾氏による書面回答が得られたことにより、当委員会はA1社への提案行為が栗尾氏によって実際に行われていたこと、A1社への提案行為は会社の職務の一環として行われた可能性が高いことについて心証を得た。その結果、IRJHDの代表取締役副社長の地位にある者により、業務として行われた可能性の高いA1社への提案行為が認められる以上、IRJグループがマッチポンプを組織ぐるみで実行していたのではないかと疑念が高まることとなった。

そこで、当委員会としてはIRJグループのコーポレート・ガバナンスや内部統制に関する仕組み、その運用状況等の検証により、組織ぐるみによるマッチポンプが行われていることへの合理的な疑いを払拭できないか模索した。しかし、コーポレート・ガバナンスにせよ、内部統制にせよ、既に述べたような構造的な不備がIRJに認められたため、詳細なデジタルフォレンジック調査による証拠を検証することを重視し、その検証の結果として「組織ぐるみで行われていたものではない」との心証を得るに至った。

つまり、「組織ぐるみで行われていないこと」の心証を得るために、当委員会はデジタルフォレンジック調査によるデータの分析結果を大いに活用した。当委員会が疑惑を解明するために、関係者へのヒアリングだけでなく、デジタルフォレンジック調査にも依拠せざるを得なかったことを、まず述べておきたい。また、IRJグループは、デジタルフォレンジック調査の必要性について理解を示し、関連デバイスの提供等、当委員会の活動への全面的な協力を惜しまなかったことについてもここで触れておきたい。

外形的にはマッチポンプが行われたように見えるが、組織ぐるみで行われていたものではないとの当委員会の評価結果は、このようなプロセスによって形成された。

3 当委員会における利益相反問題へのアプローチ

当委員会は、IRJ グループがマッチポンプを行っていたかどうか、他の案件も含めて検証することを委嘱されていたのであるが、その検証にあたって「規制の対象となる利益相反行為」に関する明確な枠組みを示し、その枠組みへのあてはめを行うことはしなかった。

何より「規制の対象となる利益相反行為」の概念は極めて曖昧であり、自社にとってどのような行為が利益相反行為に該当するのか、また、そのためにどのような利益相反管理体制をとればよいのか、その判断は各社の自主的判断に委ねられるところが大きいと考えたからである。

したがって、不適切行為への事前規制に用いられるような利益相反行為の類型にこだわらず、各事案を詳細に分析した上で、金商法第 36 条第 2 項の趣旨（顧客、投資家の利益を損なう行動をプリンシプル・ベースによって規制することにより、市場の健全性・公正性を確保するという趣旨）を斟酌しながら、IRJHD の社会的信用の低下に影響を及ぼすほどに顧客の信頼・合理的期待を裏切る（顧客の利益・信頼を不当に害する）かどうかを、事後的に検証する姿勢を貫いた。なお、このような利益相反問題へのアプローチは、当委員会が複数の有識者から意見を拝聴し、また金融商品取引法関連の参考文献を調査研究したうえで採用したものである。

このような検証姿勢のもとで、TKS 案件においては前項のような認定に至り、また、D 社案件を含む類似案件の検証においても同様のアプローチで臨んだ。

4 TKS 案件及び D 社案件に共通する IRJ 固有の問題点

IRJ グループ関係者の中には「栗尾氏が特異な地位にある役員であったため、彼が IRJ グループから去った以上、もはや世間からマッチポンプ等と疑われるような事件は発生しないだろう」と述べる者もいた。しかし、当委員会が問題視した TKS 案件と D 社案件には共通の問題点がある。それはいずれも「寺下案件」ということである。

D 社案件は、IRJHD の業績目標の達成が困難となりつつあった 2021 年初頭以降、寺下氏が先頭に立って IRJ の立ち位置を変えたものであり（会社側支援から株主側支援へと転換）、IRJ グループ関係者が「利益相反や守秘義務の視点から問題ないだろうか。」と疑問を感じていたとしても、寺下氏が主導している案件である以上は誰も寺下氏の方針に異議を唱えなかった。「問題はあるかもしれないが、最後は寺下さんの経営判断だ。」といった証言も見られた。

また、内部統制の面から見ると、そもそも JOIB を設立した趣旨からすれば、JOIB は「利益相反管理措置」として用いられることを念頭に置いた法人ではなかったため、JOIB には親会社役員との兼任数が多く、情報遮断にも問題が生じていたことが判明した。しかし、そのような不十分な利益相反管理体制に、誰も苦言を呈する者はいなかった。

さらに、コーポレート・ガバナンスの面から見ると、個別案件に関する議論が取締役会ではほとんどなされないことから、社外取締役の中には「D 社案件」の存在すら知らず、また、

どこに問題があるのか、よく理解していない者もいた。個別案件の問題点を取締役会に報告する体制も存在しなかった。D社案件の寺下氏の「経営判断」に誰も踏み込まず、また異論を唱えられなかったといえよう。

一方、TKS案件については寺下氏が主導していた案件とは言えない。しかし、TKS案件が世間を騒がせた要因は、栗尾氏をめぐるブラックボックスにおける一連の行動にある。IRJHD 経営陣の多くが「栗尾氏は何をしているかわからない」「副社長の業務執行を誰も把握していないのはおかしいのではないか」と感じていたことは、ヒアリングから認識することができた。しかし、経営陣において「栗尾氏は寺下氏が連れてきた人だから」との理由で無関心を装い、また「栗尾氏の行動には問題があるのではないか、と寺下氏に伝えても『私から言っておく』との返事だけで済まされた」との理由で納得する様子が窺われた。そのような状況により、IRJグループ関係者は栗尾氏問題に触れることができなかった。

つまり、栗尾氏の行動に関係者は疑問を感じつつも無関心を装う、これ以上の口出しはしない、というのが現実であった。「寺下氏の思いがこもった経営判断には不可侵」というのが、D社案件とTKS案件に通底する問題であり、その意味において、いずれも「寺下案件」と言える。よって、栗尾氏が去ったからといって、IRJグループに問題案件が再発しないという保証はない。

5 IRJHD ガバナンスを構成する役職員のリテラシー

当委員会は、約3ヶ月にわたり、多くの現役役職員、そして退職した役職員にヒアリングを行い、またデジタルフォレンジック調査によって役職員間におけるメールでのやり取りを検証した。その結論として、当委員会はIRJグループの役職員にはコーポレート・ガバナンスや内部統制、ファイナンスに造詣の深い者が多いことを理解した。

しかしながら、栗尾氏による取締役会への定期的な業務執行報告がなされないという、会社法の趣旨に抵触する状況が放置されている状況にもかかわらず、IRJグループの役職員は、これを指摘していない。当委員会は、これまで述べてきたとおり、栗尾氏のA1社に対する提案行為をあらかじめ認識していた者はいなかった、との結論に至ったが、ガバナンスや内部統制に造詣のある方々が、会社法の趣旨に抵触する状況に関心を寄せていなかったことについては、組織として重大な不備があると言わざるを得ない。つまり、IRJグループの役職員には、不適切行為に係るリスクへの感覚が希薄であることよりも、たとえ不適切行為に係るリスクを認識したとしても、手を挙げてこれを指摘することができないという点に大いに問題があると判断した。

この度は、たまたまTKS事案、D社事案として「寺下案件」が浮上したが、IRJのコーポレート・ガバナンスが現状のままでは、再び形を変えて「寺下案件」が表面化することが危惧される。もちろん、寺下氏も日頃から独断で物事を決めていたものではなく、管理部門やグループ会社のトップの話に耳を傾けて冷静に事業を遂行していることは否定しない。ただ、IRJHDの経営環境が著しく変化する場面、たとえば直近の業績次第では業績予想の修正

が必要となるような有事の局面、証券市場の規制手法の変化によって、ビジネス戦略を大きく転換させるような局面において、再び「寺下案件」が浮上することが懸念される。

当委員会が、本報告書において IRJ のコーポレート・ガバナンスや内部統制について詳細に検討し、その問題点を指摘し、再発防止の提言を行っているのも、栗尾氏が IRJHD から去ったことで不適切行為に係るリスクが低減されるのではなく、次なる「寺下案件」への対応を真摯に検討する必要があると考えたからである。IRJ グループにおける役員は、問題行為に関する情報が届くことによって「おかしい」と気づくりテラシーを備えているものと認識している。ただ、これを声に出して「おかしい」と言える環境が求められる。

6 ガバナンス構築、内部統制整備の重要性

なお、IRJ グループにおいてコーポレート・ガバナンスや内部統制の整備に真摯に取り組んでいただきたい理由について、二点ほど述べておきたい。

ひとつは、IRJHD が第三者委員会を設置してまで対処せざるを得なくなったマッチポンプ疑惑を解明する過程において、各社の利益相反管理体制の整備・運用にあたって不十分な点が垣間見えたことは、IRJ グループにとって重大な問題と評価せざるを得ないということである。

そもそもマッチポンプ疑惑がダイヤモンド・オンラインに掲載された際、その疑惑を否定するためには、IRJ からみれば栗尾氏の行動は「暴走行為（単独行為）」であり、IRJ グループとは無関係の行為だと合理的に説明することが求められていたはずである。少なくとも信頼を裏切られた TKS に対して合理的な説明が可能であったとすれば、純粋に日弁連ガイドラインに準拠した第三者委員会を設置するまでには至らなかったのではないだろうか。

つまり、IRJ が利益相反管理に関する内部統制を構築・運用していれば（また内部統制の実践状況が記録・保存されていれば）、自浄作用をもって第三者に合理的な説明ができた可能性がある。とりわけ、IRJ グループの内部統制上の不備が認められたことから、栗尾氏の行動が IRJHD の業務行為として行われたことを否定することができなかった。したがって経営陣がマッチポンプへの認識を持っていなかったことについて、中立公正な第三者によるデジタルフォレンジック調査をもって解明せざるを得ない状況に至ったのである。

顧客の利益保護に向けた内部統制の仕組みを作り、運用することが、今回のような IRJ の有事において大いに役立つことを認識して頂きたい。

そしてもうひとつが、内部統制の実効性を確保するためのガバナンスの重要性である。

これまで述べてきたとおり、IRJ グループにおいて寺下氏の権力は絶大なものであり、その牽引力で IRJ の地位が築かれたことは否定できない事実である。そのような IRJ グループの組織風土の中で、今後様々な内部統制の見直しが行われたとしても、何よりも内部統制の最終責任者は CEO である寺下氏自身である。したがって、見直された内部統制が社内力学によって無視・無効化されること、見直しに伴う現場の問題点が経営陣まで報告されないことも、弊害として想定される。これは、どんなに寺下氏が他の経営陣の意見を尊重しようと

しても、課題克服は難しい。

そこで、現場の課題を吸い上げ、社内力学によって内部統制が形骸化しないよう、社外取締役を中心とした取締役会がモニタリングを行い、取締役会の全ての構成員が問題を把握し、必要があれば中長期的な企業価値向上の視点から再発防止に向けた施策の実効性を確保する必要がある。

今後の再発が IRJ に与える重みを考えた場合、内部統制の構築・運用の適正性を確保するためのガバナンス改革が必要と考える。当委員会の委嘱事項に鑑みて、これ以上の経営判断には踏み込まないが、当委員会の報告内容は、IRJ が「嵐を避けるための隠れ蓑」として受容する程度のものではないと心得て頂きたい。

7 再発防止策を実施するための IRJ の土壌

自ら MBO によって会社のオーナーとなり、数々の成功体験を重ねてきた絶対的権力者のもとで、その経営の軌道修正を意思決定プロセスに組み込むことは大変難しい。ましてや、IRJ は IR 及び SR 分野における独立系事業者としてオンリーワンに近い存在であり、多くの上場会社にとっては「有事になれば IRJ に頼らざるを得ない」のであるから、たとえレピュテーション・リスクが顕在化したとしても、それが売上低迷に繋がるものではない、とも言えそうである。もう一步進めて言うならば、大手金融機関の系列ではなし得ないようなレピュテーション・リスクを背負って新たな分野を開拓することができる事業者だからこそ、ここまで業績を伸ばしてきたのであり、その副作用として一定のリスクが顕在化することもやむを得ないと割り切ることもできるかもしれない。

しかし、IRJHD のような上場会社におけるレピュテーション・リスクの顕在化は（顧客が IRJ との取引を中止する、監督官庁が規制に乗り出す等）競争上のハンデを背負うだけにとどまらず、そもそも競争参加資格を失うことにも繋がる可能性がある。

当委員会が内部統制やコーポレート・ガバナンスの問題点として挙げたところは、そもそも作るべきものが作られていない、つまり「不作為」を問題行為と評価するものであり、当委員会の提言内容に真摯に向き合うことで、今後の IRJ グループにおける不適切な行動を防止し得る可能性がある。

ただし、形だけのガバナンス、内部統制の構築のみに注力し、その運用面を軽視する結果として同種の問題が浮上した場合には、内部統制にせよ、コーポレート・ガバナンスにせよ、作っているにもかかわらず、作られたルールを無視していた、軽視していたという IRJ グループの「後ろ向きの姿勢」が、これまで以上にグループ全体の社会的信用を喪失させることにつながるであろう。

なお、IRJHD は東証プライムに上場する会社であり、そこには約 49% を保有する一般株主が存在する。このような支配株主が存在する上場会社において、社外取締役には少数株主保護のために尽力することが求められている。オーナー経営者によるリスクテイクが失敗をもたらす場合、それはすべてオーナー経営者の損失になるのではなく、少数株主の損失にも

なりうるのである。だからこそ少数株主保護のためのリスクマネジメントに十分配慮することが、とりわけ社外取締役には期待されている。

IRJグループが金商法第36条第2項の趣旨に沿ったリスクマネジメントを実行する際に、当委員会がコンダクト・リスクにも留意すべきと考えるのは、IRJグループにはコーポレート・ガバナンスやリスクマネジメントへの造詣の深い社外取締役が存在し、彼らによる少数株主保護の役割にも十分に期待できるからである。

8 IRJHD のビジネスモデルへの所感と提言

いま、IRJグループは正念場にあると考える。平時における株主判明調査の受託、プロキシシー・ファイト（委任状争奪戦）の支援等、これまで日本に存在しなかったビジネスモデルを一から築いてきたことについては、IRJグループには多大な功績が認められる。近時、著名な M&A アドバイザー事業者は、大手金融機関やコンサルタント事業者に統合されたこともあり、独立系の事業者としてはオンリーワンに近い地位にあるとも評価し得る。

しかし一方では、そのビジネスモデルの持つグレーゾーンの部分（利益相反問題等は典型であろう）には、規模が大きくなるにしたがって、世間の関心が集まることになる。会社と顧客との信頼関係を毀損しかねない問題に直面することも、今後増えることが予想される。もう少し小さな組織であれば、「疑惑」のみをもって世間から批判される可能性は乏しかったように思われる。

この正念場において、IRJHD は独立系の上場会社としての存在意義を改めて見直すべきである。IRJグループの成長の歴史において、「そんなことをしても大丈夫か」と他社から批判されつつも、顧客の利益を第一に考えて事業を進め、結果として成功を収めたビジネスもある。そのような成功事例は、顧客からの信頼を得るためには多少の批判も厭わない、トップが過半数の株式を保有する企業だからこそ社員が失敗を恐れずに自由に新規ビジネスにまい進できる、といった風土のもとで築かれてきたものと言えよう。また、そのような IRJHD の存在意義は、多くの顧客からの信頼によって支えられてきたのである。

このような成長過程をたどってきた IRJHD の存在意義は、新しいビジネスにチャレンジする独立系の上場会社であり続ける限りにおいて欠かせないものである。しかし、2022年に社内で発覚したインサイダー取引問題、そして今回のマッチポンプ疑惑を経験する中で、顧客の信頼を失うことが、どれほどの競争上のハンデをもたらすものか、IRJグループの役職員全てが痛感したはずである。

上場会社として、株主に約束した業績目標に追われる中で、IRJHD はその存在意義を失いかけていたのではないだろうか。その存在意義に共感してきた多くの顧客との信頼関係を忘れかけているのではないだろうか。

いまこそ IRJグループには「健全なリスクテイク」が求められている。今回の事例をグループ全体の無形資産と捉えるか、それとも一過性の損失と捉えるかは、原因分析で述べたよ

うに TKS 案件、D 社案件への真摯な総括にかかっているものとする。

当委員会が「利益相反問題」を法適合性の視点だけでなく、レピュテーション・リスクの視点から取り上げたことを重く受け止めて頂きたい。

以上

別紙 1

デジタルフォレンジック調査の概要

1 調査目的

当委員会の委託を受けた foxcale は、本件事案の調査を実施するため、デジタルフォレンジック調査を行った。

2 調査手法

(1) 電子データの保全

foxcale は、当委員会が策定したデジタルフォレンジック調査の方針・指示に基づき、調査対象者が業務上使用する貸与 PC、スマートフォン、タブレット端末等に含まれるメールアドレス及びファイルデータ（以下「電子データ」という）を保全するとともに、IRJ が VDI サーバーからダウンロードした電子データを受領した³⁹。また、foxcale はデジタルフォレンジック調査を効率的に実施する観点から、2022 年 6 月 6 日に設置された調査委員会において利用された電子データ（以下「過去調査データ」という）を入手し、調査において利用した。さらに、foxcale は SKYSEA のログデータを受領し、必要に応じて IRJ がログデータから復元した調査対象者の送信メールアドレスを受領した⁴⁰。

保全及び受領の対象としたのは、IRJ グループの役職員 29 名であり、特に重要性が高いと考えられる電子データについて、解析処理を行い、レビュー対象とした。

なお、foxcale は、IRJ 及び JOIB のファイルサーバーに保管されているプロジェクト・フォルダのうち、特定のプロジェクト・フォルダについても IRJ より受領した。

(2) 電子データの調査

保全及び受領した電子データについては、専用ソフトウェアにてデータベース化処理を施した上で、調査用レビュープラットフォームへのアップロード作業を行った。

アップロードしたデータに対して、当委員会が設定したキーワード等を用いて絞り込みを行い、その結果得られた 51,432 件の電子データのレビューを行った。レビュー体制については、当委員会が策定したレビュープロトコル（レビューアー向け指示書）に従って、foxcale による一次レビューを実施した。

一次レビューにおいて重要と判断されたデータ 244 件を対象として、当委員会による二次レビューを実施した。

当委員会による二次レビューの結果、詳細検討が必要とされたデータについては、当委員

³⁹ 調査開始時点で SESC により押収済みの機器については、データ保全が実施できなかった。

⁴⁰ IRJ は SKYSEA を利用しており、SKYSEA のログから送信メールアドレスを復元することが可能である。そのため、一部の送信メールアドレスについては、ログデータに存在する送信メールアドレスの復元を IRJ に依頼し、受領するものとした。

会によりヒアリング等の追加調査が行われた。

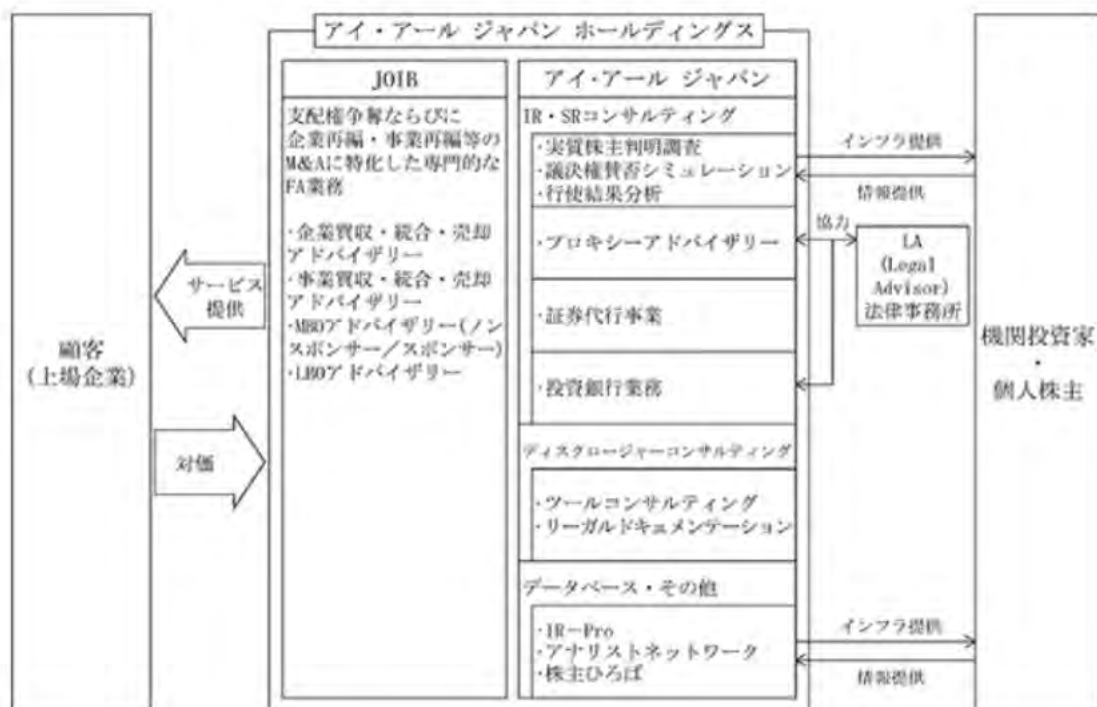
(3) プロジェクト・フォルダの調査

プロジェクト・フォルダについては、フォルダに格納されているファイルリストを受領し、foxcale が特定のファイルを抽出の上で、当委員会に提出した。

当委員会による検討の結果、必要と認められたファイルやフォルダについては、foxcale により作業ログの分析等などの追加調査が行われた。

以 上

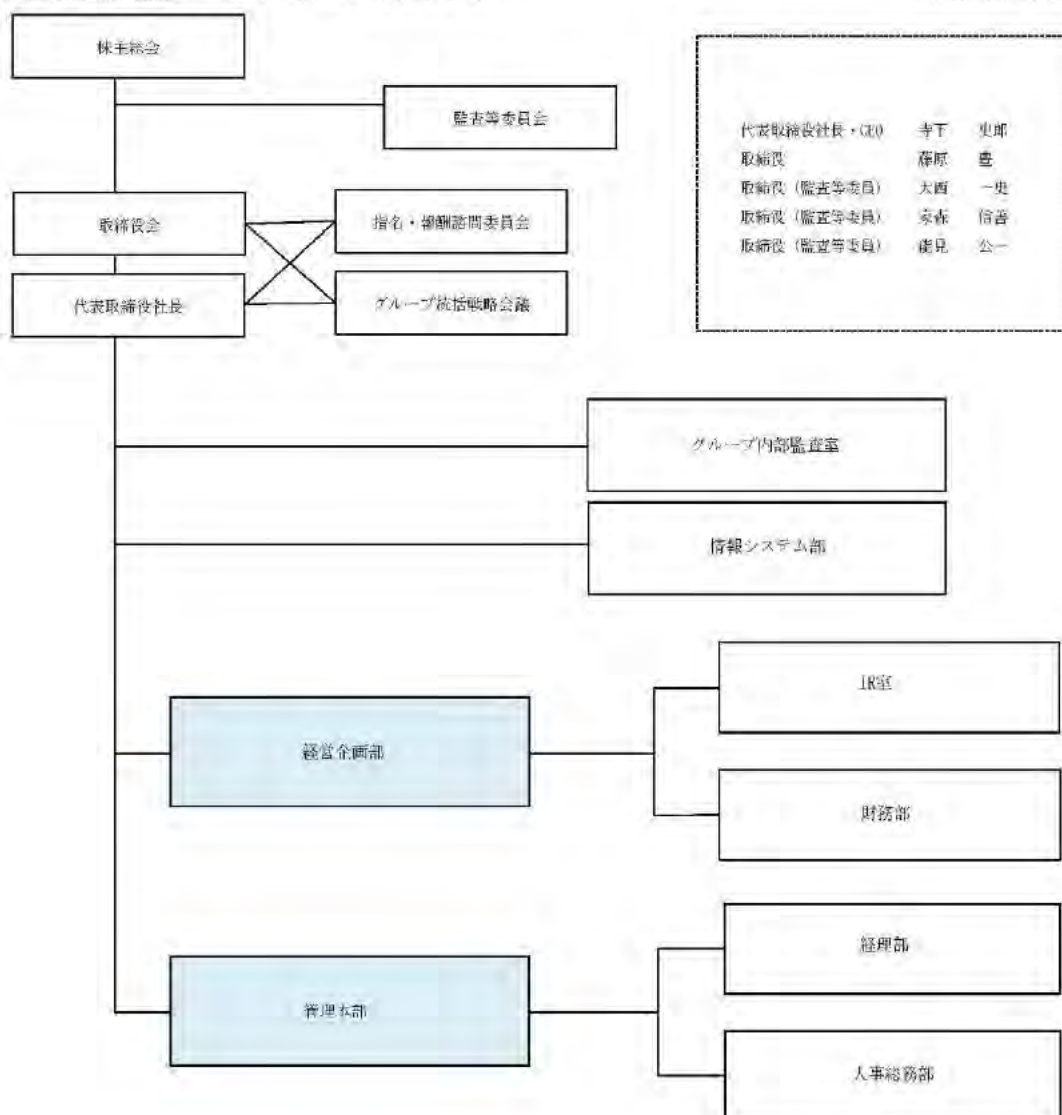
別紙2



別紙3

組織概要図 (株式会社アイ・アール・ジャパンホールディングス)

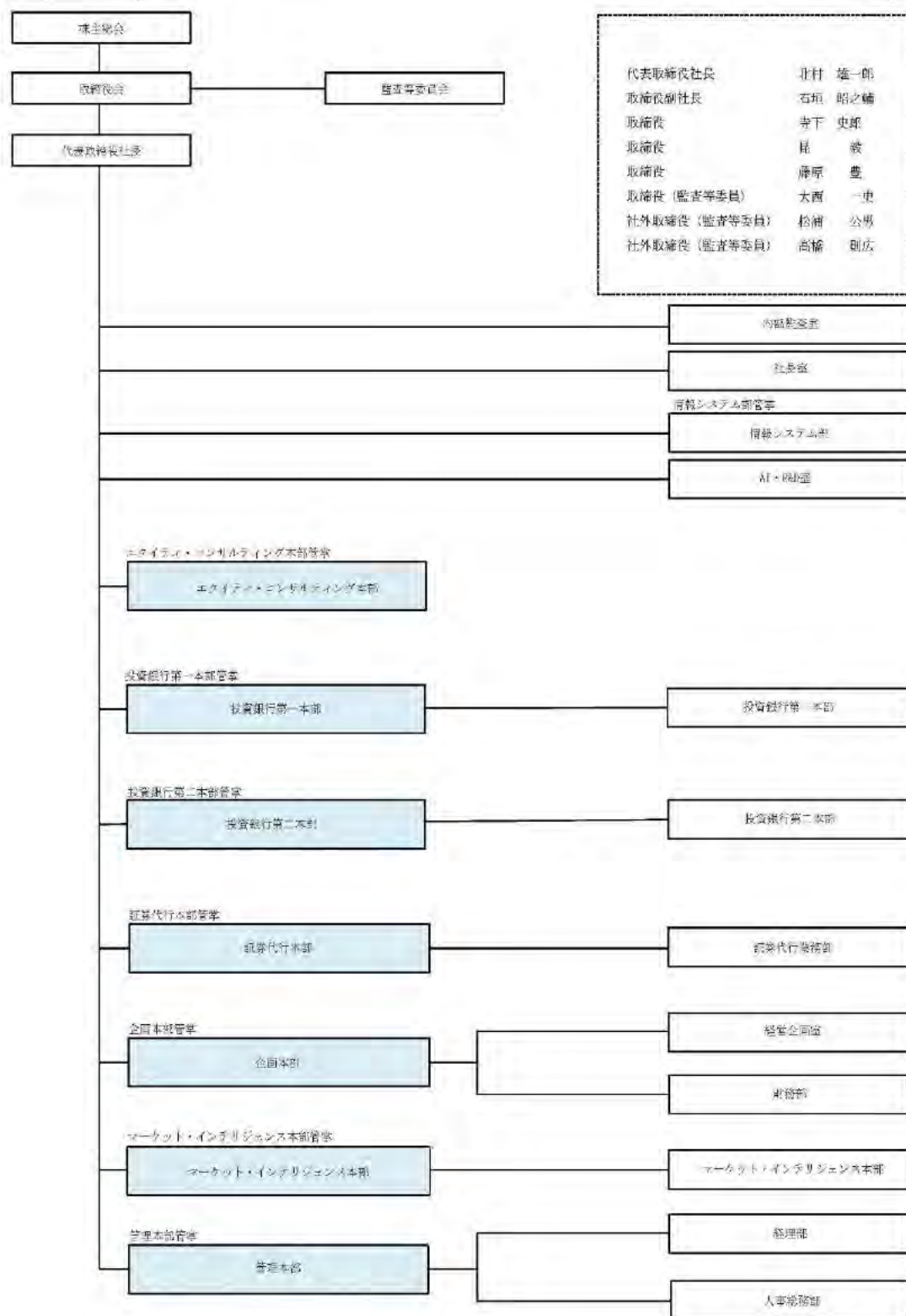
2022年11月1日現在



別紙 4

組織概要図（株式会社アイ・リアル・ジャパン）

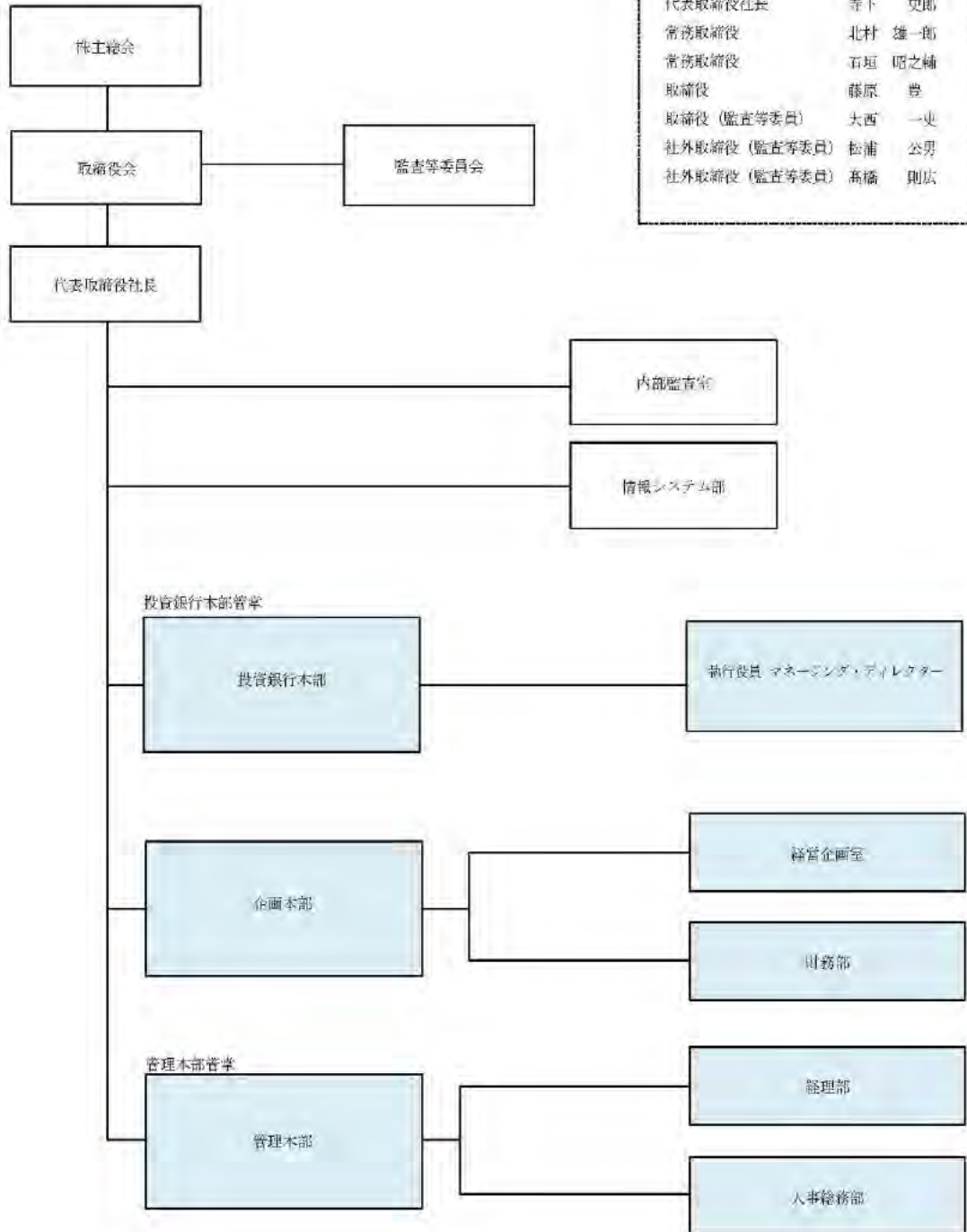
2022年11月1日現在



別紙 5

組織概要図 (株式会社JOLB)

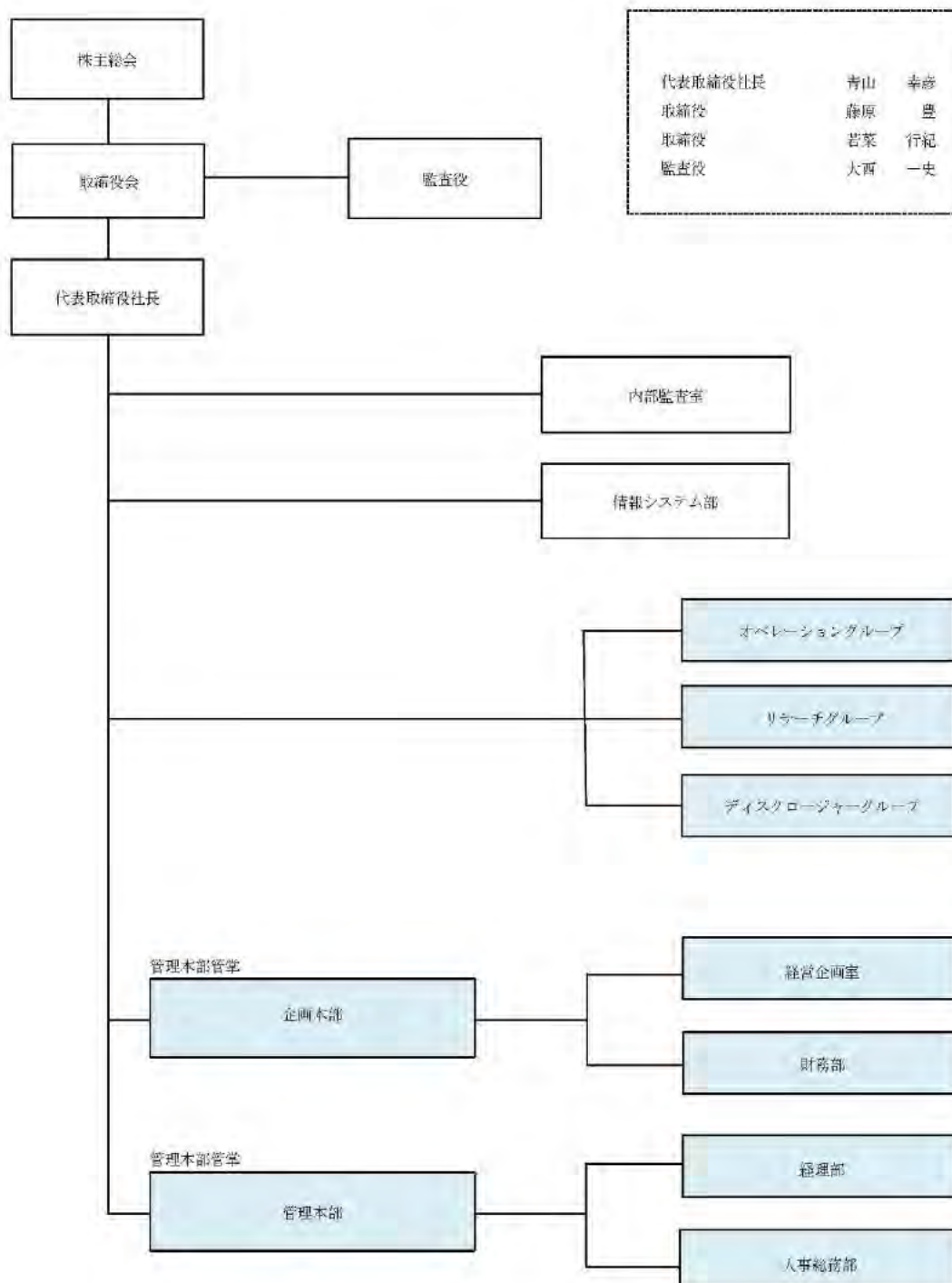
2022年11月1日現在



別紙 6

組織概要図 (株式会社IRJビジネスコンソルティウムスタッフ)

2022年11月1日現在



別紙7

