



2026年1月27日

各 位

株式会社クシム  
代表取締役 田原 弘貴  
(証券コード：2345 東証スタンダード市場)  
(お問合せ先) 取締役 田中 遼  
電話 03-6427-7380 (代表)

## 調査者からの調査報告書（最終報告）の受領について

当社は、2025年4月30日開催の臨時株主総会においてご承認頂いたとおり、神垣清水氏を会社法316条第2項に定める株式会社の業務及び財産を調査する者（以下「調査者」といいます。）に選任し、調査を行ってまいりました。

2026年1月21日に調査者による調査結果が当社に報告され、最終報告書を受領しましたので、下記のとおりお知らせいたします。

### 記

#### 1 最終報告に至る経緯

調査者は、2025年4月30日の臨時株主総会決議に基づき選任されました。優先的に調査すべき事項を選定して集中的な調査を行い、その結果を中間報告として当社株主総会に報告し、その後、必要な調査を十分に遂げて最終報告を行うという段取りで調査を進めることが当社株主の意向に叶うものと判断し、新経営陣の了承を得た上で、中間報告と最終報告に分割する形式を選択しています。

当社は、2025年8月27日付「調査者からの調査報告書（中間報告）の受領について」のとおり、調査の中間報告（以下「中間報告」といいます。）を受領しました。この度、2026年1月21日に調査者による調査結果が当社に報告され、最終報告書（以下「最終報告」といいます。）を受領しました。

最終報告は、中間報告の調査結果を維持・継承した上で、未調査項目を網羅したものです。両報告書は一体不可分のものとして構成されており、双方を通読することではじめて本調査の全容が明らかとなる位置付けとなっております。

#### 2 報告書の内容

調査結果については、添付の「中間報告書（公表版）」及び「最終報告書（公表版）」を御覧ください。

なお、中間報告書（公表版）及び最終報告書（公表版）は、個人情報及び秘密情報保護等の観点から、部分的な非開示措置を施した上で公表しております。

また、調査結果の概要及び当社の方針については、本日付「調査者からの調査報告書（最終報告）を受けた当社の方針について」のとおりです。

### 3 今後の対応

最終報告書では、旧経営陣の経営判断には、特定の利害関係者の利益を重視するあまり、当社の一般株主の利益の最大化を図るという取締役の本来的な責務を十分に果たしたとはいえない面があったといわざるを得ないとしています。

上記最終報告書の内容を踏まえて、旧経営陣及びA氏を中心とするシーケッジグループ関係者に対して、専門家と協議の上で行政機関や捜査機関等の関係機関への通報及び相談を通じ、当局と連携を図りながら、民事及び刑事の責任追求を検討してまいります。

なお、今後の対応の詳細については、本日付けで開示した「調査者からの調査報告書（最終報告）を受けた当社の方針について」において公表しております。法的手続きに関して開示すべき事項が発生した場合は、適時お知らせいたします。

以 上

株式会社クシム 御中

最 終 報 告 書

2026年1月21日

弁護士 神 垣 清 水

## 目次

第1	調査の依頼と調査者選任の経緯等.....	1
第2	最終報告に向けての調査事項の選定等.....	1
第3	調査方法と調査対象となる時系列整理.....	2
1	関係資料の精査 .....	2
2	関係者のヒアリング及び質問状の送付.....	2
第4	旧経営陣の経営判断に影響を及ぼしたと推認される A 氏について.....	2
1	A 氏に関する調査の要否 .....	2
2	シーケッジグループ及び A 氏について.....	3
3	A 氏を中心とするその他の企業集団について .....	3
4	当社の経営に対する A 氏の関与について.....	4
5	小括 .....	5
第5	ZEDHD における新株予約権の発行（調査の目的事項①） .....	5
1	新株予約権発行までの経過.....	5
(1)	10 月 25 日取締役会の状況等 .....	5
(2)	10 月 28 日取締役会の状況等 .....	7
(3)	新株予約権発行について.....	8
(4)	参考事項（ZEDHD 少数株主について） .....	8
2	検討 .....	9
(1)	新株予約権発行目的の当否について.....	9
(2)	買収防衛目的について.....	11
(3)	小括 .....	12
第6	接待交際費の計上（調査の目的事項③） .....	12
1	高額の支出について.....	12
2	シーケッジグループ又はやしま会関連の支出について.....	13
第7	シーケッジグループの代表者である A 氏の香港オフィスの家賃の負担（調査の目的事項④） .....	13
第8	2024 年 10 月期の決算遅延（調査の目的事項⑤） .....	14
第9	定時株主総会が当社定款の定めに違反して延期されたこと（調査の目的事項⑥） .....	15
第10	結論.....	16

## 第1 調査の依頼と調査者選任の経緯等

株式会社クシム（以下「当社」という。）の現在の代表取締役社長である田原弘貴氏（以下「田原氏」という。）ら当社株主3名は、2025年3月6日付け東京地方裁判所による臨時株主総会招集許可決定に基づき、同年4月30日、当社臨時株主総会（以下「臨時株主総会」という。）を招集・開催し、田原氏を含む取締役4名選任の件及び監査等委員である取締役2名選任の件のほか、以下の「調査の目的事項」記載の事項を調査させるため、弁護士神垣清水（以下「当職」という。）を会社法第316条第2項に定める株式会社の業務及び財産の状況を調査する者（以下「調査者」という。）に選任する件等の議案を株主提案し、当該株主提案はいずれも承認決議された。

臨時株主総会において、調査者による「調査の目的事項」として決議された事項は、①株式会社ZEDホールディングス（以下「ZEDHD」という。）における新株予約権の発行、②シーケッジグループ関連の暗号資産の購入による多額の評価損の計上、③接待交際費の計上、④シーケッジグループの代表者であるA氏（以下「A氏」という。）の香港オフィスの家賃の負担、⑤2024年10月期の決算遅延、⑥定時株主総会が当社定款の定めに違反して延期されたこと及び⑦2025年2月3日、当社が保有するZEDHDの株式全部を株式会社カイカフィナンシャルホールディングス（以下「CFHD」という。）に対する529百万円の債務に代物弁済（以下「本件代物弁済」という。）したことの妥当性及び法的責任の検討その他調査者が必要と認める一切の事項であり、調査者は、当社と協議の上、調査対象とする事実の範囲を決定するものとされた。

## 第2 最終報告に向けての調査事項の選定等

当職は、2025年8月26日付け中間報告書の提出後、最終報告に向けての調査事項につき、改めて、田原氏ら当社の現経営陣との協議を行った。

その結果、当初の「調査の目的事項」のうち、②シーケッジグループ関連の暗号資産の購入による多額の評価損の計上については、当社が組成した特別調査委員会によって調査実施済みであり、2025年3月31日付け調査報告書にてその調査結果の報告が行われており、重ねて調査を実施する必要はないものとの判断の下、当職の「調査の目的事項」から除外することとした。

そこで、当職は、最終報告に向けて、①ZEDHDにおける新株予約権の発行、③接待交際費の計上、④シーケッジグループの代表者であるA氏の香港オフィスの家賃の負担、⑤2024年10月期の決算遅延及び⑥定時株主総会が当社定款の定めに違反して延期されたことの5項目につき、下記の調査方法にて調査を行い、客観的に認定できる事実の範囲で最終報告を行うこととした。

なお、⑦本件代物弁済については、中間報告において、調査結果を報告済みであり、本最終報告までの間にその報告内容を変更すべき事情は生じていない。

当職は中間報告後の最終報告に向けての調査において、以下の補助者をして調査を補助させた。

シティユーワ法律事務所	弁護士	貞弘賢太郎
佐々木公認会計士事務所	公認会計士	佐々木洋平
村田茂也公認会計士事務所	公認会計士	村田 茂也
川中宏介公認会計士事務所	公認会計士	川中 宏介

### 第3 調査方法と調査対象となる時系列整理

#### 1 関係資料の精査

当職は、中間報告と同様に、上記の「調査の目的事項」に関連する可能性がある資料（各種議事録、各種契約書、ZEDHD 株価算定書、会計帳簿、録音データ等）を収集し、その内容を精査・検討した。

#### 2 関係者のヒアリング及び質問状の送付

当職は、「調査の目的事項」につき、田原氏及び当社関係者に対するヒアリングを行った。

また、当社前取締役会長中川博貴氏（以下「中川氏」という。）、同前代表取締役伊藤大介氏（以下「伊藤氏」という。）及び取締役松崎祐之氏（以下「松崎氏」という。）の代理人弁護士に対して2025年12月1日付け質問状を送付し、同弁護士から、同月15日付け回答書（以下「回答書」という。）を受領した。

また、当職は、上記弁護士に対して、中川氏からA氏に同氏宛ての質問状を交付するよう依頼したものの、同弁護士から、A氏宛ての質問状については、シークエッジグループに直接送付されるべきである旨の連絡を受けたことから、同月11日、シークエッジグループのホームページに記載された住所地に宛ててA氏宛ての質問状を送付したものの、回答期限とした同月24日までにA氏からの回答はなかった。

### 第4 旧経営陣の経営判断に影響を及ぼしたと推認されるA氏について

#### 1 A氏に関する調査の要否

前記調査事項には、直接的又は間接的に、当社取締役ではないA氏の存在が見え隠れし、当社の現代表取締役である田原氏は、当職によるヒアリングにおいて、同氏の代表取締役就任までの間の当社の経営につき、「中川氏、伊藤氏、松崎氏ら旧経営陣は、シークエッジグループの主宰者であるA氏の意向を踏まえながら、当社固有の利益よりもシークエッジグループの利益を優先する経営を行っていた。」旨述べていることを踏まえ、調査の前提として、A氏やシークエッジグループと当社の関係等について検討の必要があると考え、可能な限り幅広く収集した公表資料等を分析し、下記の調査結果を確認した。

## 2 シークエッジグループ及びA氏について

シークエッジグループが開設しているホームページによれば、vantage partners、実業之日本社、実業之日本総合研究所、ZENKOUKAI、善光総合研究所等の法人が、シークエッジグループの関連企業（Affiliated Companies）とされているものの、シークエッジグループの実態については必ずしも判然としない。

ただし、株式会社 High Voltage Capital（本店所在地：大阪府堺市南区竹城台三丁21番1。代表取締役I氏。以下「HV社」という。）によって東京地方裁判所に提起された田原氏及び当社を被告とする損害賠償請求訴訟（事件番号令和7年（ワ）第20678号）において、HV社は、シークエッジグループにつき、株式会社シークエッジ・ジャパン・ホールディングス（以下「シークエッジJHD」という。）を中核とする企業集団であると主張しているところ、当該主張については上記訴訟の当事者間に争いはない。

さらに、シークエッジJHDは、少なくとも2024年3月15日の時点において、A氏が100%の株式を保有していた会社であったと認められる上（同日付け株式会社ネクスグループのIR）、当社旧経営陣の下で望月真克氏（当時の当社取締役監査等委員。以下「望月氏」という。）を委員長とする社内調査委員会によって実施された社内調査においては、A氏のヒアリングも行われているところ、同委員会から当社に提出された2025年1月6日付け調査報告書において、A氏はシークエッジJHD取締役とされている。

また、実業之日本総合研究所のホームページには、A氏につき、シークエッジグループCEOである旨の記載もある。

これらを総合すると、シークエッジグループとは、A氏が支配するシークエッジJHDを中核とした企業集団と考えるのが相当である。

## 3 A氏を中心とするその他の企業集団について

中川氏は、2024年11月5日にA氏、中川氏、田原氏が参加したランチ会（中間報告書5頁参照）の終了後、同日午後6時頃から、田原氏とミーティングを行う中で、田原氏に対し、「A氏を中心とするやしまグループの意思決定に不満をもつのが意味不明」などと発言しており（当該発言につき、田原氏による録音データを確認済みである。）、当該発言からすると、A氏を中心とする企業集団として、「やしま」との名称を冠するグループがあったことがわかる。

この点、ネットを検索すると、やしま会なる企業集団がホームページを開設しており、同ホームページによれば、やしま会とは、その設立趣旨に賛同した複数の上場会社、金商法会社、社会福祉法人、未上場会社による企業集団であり、やしま事務代行合同会社（以下「やしま事務代行」という。）によって運営されていることがわかる。

さらに、やしま事務代行が開設しているホームページ等によれば、同社は、「やしま会会員各企業の管理部門業務を集約し、業務の効率化とコスト削減を実現」することを

目的として、複数の会社の合同出資によって設立された会社であり、管理部門業務のアウトソーシング（給与計算、社会保険手続き、経理、採用、人材教育、監査支援等）を事業内容としている。

また、やしま事務代行が会員向けに定期的にメール配信している会報によれば、やしま会には、当社のほか、CFHD（調査事項②の ZEDHD 新株予約権発行先であり、かつ、調査事項⑦の ZEDHD 株式の全部譲渡先）の親会社である CAICA DIGITAL（後記株式会社フィスコが筆頭株主）、実業之日本社（シークエッジグループのホームページにおいて、同グループの関連会社とされている会社（前記第 4・2 参照）、株式会社フィスコ（シークエッジ JHD が筆頭株主。以下「フィスコ」という。）、株式会社ネクスグループ（フィスコとの間で株式を相互保有。以下「ネクスグループ」という。）等が所属しているとのことである。実際、当社は、旧経営陣の下、やしま会に対し、会費及び特別会費として月額 1,855,000 円を支払って、やしま事務代行に事務代行を依頼し、同社のシステムも利用していた。

なお、やしま事務代行のホームページによれば、同社の所在地は東京都港区南青山五丁目 11 番 9 号であるところ、その住所地は、実業之日本社や CFHD の本店所在地と同じである。

さらに、ネクスグループの 2026 年 1 月 16 日付け「親会社及びその他の関係会社の異動に関するお知らせ」によれば、2025 年 8 月 29 日時点において、ネクスグループの親会社は、シークエッジ JHD であったとのことである。

これらの事情を総合すれば、中川氏の上記発言における「やしまグループ」とは、やしま会を指すものであり、当社、CFHD、フィスコ、ネクスグループ等の複数の企業が、A 氏を中心とするやしま会なる企業集団に所属し、互いに密接な関連を有する関係にあったと考えられる。

#### 4 当社の経営に対する A 氏の関与について

当社の経営に対する A 氏の関与について、田原氏は、当職に対し、「2 週間に 1 回の頻度で、定期的に、A 氏に対して当社の経営方針等について報告して、A 氏の見解を仰ぐための諮問会を開催していた。また、これとは別に、中川氏や伊藤氏らは、同じくらいの頻度で、Zaif についても、A 氏に対する諮問会を開催していた。」旨説明している。

これに対し、中川氏ら旧経営陣は、回答書において、「クシムの経営判断に当たって、A 氏に報告・相談をしていたという事実はない。」旨回答しており、田原氏と中川氏らの主張は対立している。

しかしながら、当社に残されている旧経営陣の中川氏や伊藤氏のスケジュールデータ、「クシム諮問会」と題するパワーポイントデータ、「A 氏ミーティング骨子」と題する word データ等の客観資料によっても、中川氏や伊藤氏ら当社旧経営陣は、それぞれ



2週に1回程度の頻度で、当社（隔週火曜日）及びZaif（隔週水曜日）につき、今後の事業戦略、当該事業戦略を踏まえた今後の事業計画、業績見通し、コストの詳細な内訳等のインサイダー取引規制上の重要事実該当し得る事実を含めて、経営状況の詳細をA氏に報告し、A氏の見解を仰いでいたことがうかがわれる。

そのほか、中川氏のスケジュールデータには、「フィスコ諮問会」、「MTG NCXX 相談」（注：ネクスグループの英文社名はNCXX Group Inc.である。）等の登録もあり、中川氏が、当社及びその子会社のみならず、やしま会等のA氏を中心とする企業集団に所属するフィスコやネクスグループに関する諮問会に参加していたこともうかがわれる。

## 5 小括

以上のとおり、当社は、中川氏、伊藤氏ら旧経営陣による経営が行われていた当時、A氏を中核とする「シークエッジグループ」又は「やしま会」と称する企業集団を構成する企業の一つであり、当社の経営方針の策定にあたっては、A氏の意向が少なからず影響し、また、当社の利益のみならず、上記企業集団全体の利益の実現を図るという側面があったことは否定し難い。

### 第5 ZEDHDにおける新株予約権の発行（調査の目的事項①）

#### 1 新株予約権発行までの経過

当社取締役会議事録等の関係資料によれば、当社において、CFHDに対するZEDHDの新株予約権発行は、以下のとおり、2024年10月25日開催の定時取締役会（以下「10月25日取締役会」という。）に協議事項として上程され、同月28日開催の臨時取締役会（以下「10月28日取締役会」という。）で承認決議されたと認められる。

##### （1）10月25日取締役会の状況等

###### ア 発行概要等

中川氏ら旧経営陣は、10月25日取締役会において、CFHDに対するZEDHDの新株予約権発行を協議事項として上程した。

その際、議長である伊藤氏から説明された発行概要は以下のとおりであり、CFHDによって全ての新株予約権が行使された場合には、当社のZEDHD株式保有率を84.39%から48.10%に低下させるものであった（その他、CFHDによって全ての新株予約権が行使された場合のZEDHDの株主比率の変動状況は図表1のとおりであった。）。

なお、10月25日取締役会における配付資料には、ZEDHD（当時の代表取締役は伊藤氏）の2024年10月18日付け臨時株主総会招集通知が含まれていたところ、当該招集通知は、新株予約権発行を議題として、同月29日（火）午前9時30分に臨時株主総会を招集する旨のものとなっていた。

【発行概要】

- 募集方法および割当先：第三者割当方法にて全ての新株予約権をCFHDに割り当てる。
- 新株予約権の割当日：2024年10月30日
- 割当個数：28,209個
- 払込金額：新株予約権と引換えに金銭の払込を要しない。
- 新株予約権の目的である株式の種類及び数：新株予約権1個につき、普通株式1株
- 行使価額：22,450円/個
- 目的となる借入債務残額（元本）：合計633,322,708円（①3年債286百万＋②10年債156百万＋③10年債（劣後）191百万）
- 行使可能期間：①2024年10月31日～2026年10月10日  
②2024年10月31日～2033年10月31日  
③2024年10月31日～2033年10月31日

図表1（全ての新株予約権が行使された場合の株主比率の変動）

株主	2024年10月25日時点	新株予約権行使後
クシム	84.39%	48.10%
その他の株主	15.61%	8.90%
CFHD	0%	43.00%

イ 取締役間での議論の状況等

10月25日取締役会において、伊藤氏は、上記発行概要によるCFHDに対する新株予約権発行の目的につき、ZEDHDのCFHDからの合計約633百万円の借入金の金利を0%とすることにある旨説明したほか、CFHDにZEDHDの株式を割り当てることによって、ZEDHDの子会社であるZaifの買収行為に対する防衛の一助にもなる旨説明し、後者の趣旨を踏まえ、CFHDに対する割当契約の中に、新株予約権の行使条件として、敵対的買収行為が認知できた段階で、CFHD及びZEDHD間で行使についての協議を行う旨の文言を加えることも検討していることを説明した。

さらに、望月氏から、CFHDに対する新株予約権発行の件につき、決議事項ではなく、協議事項とした理由につき、「前日に実施したUHY東京監査法人との協議を経て、監査等委員会において、伊藤氏、松崎氏とも意見交換をした上、合理的な説明ができるまで決議事項とするのは時期尚早という結論に至り、本日は協議事項とした。」旨の説明が行われた。

また、松崎氏から、新株予約権の発行によって、当社がZEDHDの経営権を失うことになるのではないかという懸念につき、「弁護士から、新株予約権行使後も、ZEDHDの役員に変更がなく、かつ、当社の株式保有比率がCFHDを上回ることから、ZEDHDがクシ

ムの実質支配下にある状況に変わりはないと解釈ができるとの見解を得た。また、ZEDHD と CFHD の間で割当契約を締結する際、新株予約権行使可能時期を契約締結から 1 年後とすることにより、CFHD による即時行使の懸念をカバーするよう調整する。」旨の説明が行われた。

これに対し、田原氏は、「買収防衛依頼先がカイカグループとなる合理的な理由及び Zaif の経営改善途上のタイミングで 43%の割当となる可能性のある新株予約権の発行に関して、金利メリットはあれど経済合理性としては欠けるのではないかといった点につき、引き続き、監査法人と協議の上、当社取締役会においても議論が尽くされるべき」旨述べて、2024 年 10 月 29 日開催予定の ZEDHD の臨時株主総会において、当社が、CFHD に対する新株予約権発行の議題に賛成することに強く反対する立場を表明した。

## (2) 10 月 28 日取締役会の状況等

### ア 開催の経緯

当社は、10 月 28 日取締役会において、CFHD に対する ZEDHD の新株予約権発行の件につき、賛成多数で承認決議を行ったが、その招集の手續の妥当性について、中川氏ら旧経営陣と田原氏の各主張に食い違いがある。

すなわち、当社取締役会規定第 7 条は、「取締役会の招集通知は、各取締役及び監査等委員に対し会日の 3 日以前にこれを発する。但し、緊急の場合はこれを短縮することができる。」と定めているところ、中川氏ら旧経営陣は、回答書において、「10 月 25 日取締役会において、議長から口頭にて全取締役に対して、一部議案につき継続審議とし、2024 年 10 月 28 日に臨時取締役会を開催する旨説明し、出席者の了解を得た。つまり、継続審議とされた議案について、同日に取締役会を開催して審議することについては、全取締役の承認があったものと考えている。」旨主張しているのに対し、田原氏は、「10 月 25 日取締役会において、10 月 28 日取締役会招集の話は出ておらず、10 月 28 日当日になって臨時取締役会を開催する旨のメールを受信した。」旨主張しており、両者の主張は対立している。

この点、確かに、10 月 25 日取締役会議事録には、議長から 10 月 28 日取締役会招集につき出席者に説明が行われるなどした旨の記載はないものの、臨時取締役会の招集は必要的記載事項ではなく、議事録に記載がない事実をもって、10 月 25 日取締役会において、10 月 28 日取締役会の招集についての説明がなかったと断じることはいかならない。

また、当職は、10 月 25 日取締役会における取締役らの発言の録音媒体の入手に至っておらず、結局、本調査において、10 月 28 日取締役会招集の経緯につき、中川氏ら旧経営陣と田原氏の主張のいずれが正であるかの認定を行うことはできないと判断した。

#### イ 10月28日取締役会における審議状況等

予め、監査等委員会が監査法人と協議の上で懸念事項として提示していた内容に対する旧経営陣の見解をまとめた別紙記載の資料の配付が行われ、議長を務めた伊藤氏から、CFHD に対する ZEDHD の新株予約権の発行概要の説明が行われた。その内容は、概ね、10月25日取締役会におけるものと同じであったものの、CFHD の新株予約権行使可能時期につき、CFHD との割当契約書において、契約日の1年後若しくは当社が敵対的買収行為を認知して CFHD に行使要請を行った場合とする条件を追加することが提案された。

#### ウ 10月28日取締役会における審議結果等

小川取締役から、「新株予約権が行使された場合、CFHD の議決権比率が 43%となる  
ところ、CFHD が、当社と CFHD 以外の株主（議決権比率合計 8.90%。以下、総じて「ZEDHD 少数株主」ということがある。）を全て取り込んだとしても、過半数を獲得できないような構成比率にしておかなくてよいのか。」との質問が行われ、伊藤氏から、「本件の目的にもある敵対的買収防衛を意図する場合、クシムの持分だけで過半数いくように設定してしまうと、防衛ができなくなってしまうため、仮に敵対的買収のようなことがあっても CAICA とクシムにつくその他株主の議決権行使により、この目的を果たせるようにするための構成比率としている。」旨の説明が行われた。

田原氏は、10月28日取締役会においても、「Zaif は経営改善を進めており、昨年と比較しても大きく成長していると感じている。買収防衛の重要性は個人としても認識しているが、このタイミングで CFHD の議決権比率を 43%とする新株予約権発行は時期尚早であり、当社の利益に反すると考える。」旨の反対意見を表明した。

以上の議論を経て、CFHD に対する ZEDHD 新株予約権発行についての決議が行われ、田原氏を除く他の出席取締役 4 名が賛成し（特別利害関係人となる中川氏及び伊藤氏は決議不参加）、10月29日開催の ZEDHD 臨時株主総会において、CFHD に対する新株予約権発行の議題に賛成することが承認可決された。

#### （3）新株予約権発行について

CFHD に対する新株予約権発行は、2024 年 10 月 31 日、10 月 28 日取締役会で報告された発行概要通りの内容で実行された。

#### （4）参考事項（ZEDHD 少数株主について）

前記第 4 で論じたとおり、当社は、中川氏ら旧経営陣による経営が行われていた当時、A 氏を中核とする「シーケエッジグループ」又は「やしま会」と称する企業集団を構成する企業の一つであったと考えられるところ、そのことを前提とすると、ZEDHD

少数株主の全部又は大部分は、中川氏ら旧経営陣に友好的な株主であったと考えられる。

すなわち、ZEDHD 少数株主のうち、主要な株主として、F 社（以下「F 社」という。）、G 社（以下「G 社」という。）、H 社（以下「H 社」という。）等が挙げられるところ、F 社は、A 氏や中川氏ら当社旧経営陣が参加していた Zaif 諮問会にも出席していたと考えられる G 氏（以下「G 氏」という。）が代表取締役を務める J 社（以下「J 社」という。）を無限責任組合員とする法人である上、2022 年 2 月頃まではネクスグループの主要株主でもあったものである。加えて、F 社は、G 社の業務執行組合員でもあり、ZEDHD 株主としての F 社及び G 社の議決権行使は、A 氏と親交を有すると考えられる G 氏の影響下にあったと考えられる。

さらに、H 社の代表取締役である H 氏（以下「H 氏」という。）は、J 社の 100%子会社である I 社（以下「I 社」という。）の代表取締役を兼任しており、H 氏と G 氏は友好関係にあったと考えられるところ、同社は、F 社、G 社、H 社以外の ZEDHD の少数株主である多数の投資事業組合の業務執行組合員となっていた。

このように、ZEDHD 少数株主としての議決権行使にあたって、G 氏や H 氏の影響下にあったと考えられる投資事業組合等の ZEDHD 株式保有率は少なくとも合計 5.82%に上っていたのであり、当社が A 氏を中核とする企業集団を構成する企業の一つであったことを前提とすると、中川氏ら旧経営陣による経営体制の下において、ZEDHD 少数株主の全部又は大部分は、その議決権行使にあたり、A 氏らの意向に沿った投票行動を取る友好的な株主であったと考えられる。

## 2 検討

### （１）新株予約権発行目的の可否について

中川氏ら旧経営陣は、当職に対し、CFHD に対する ZEDHD 新株予約権発行の主たる目的につき、回答書において以下のとおり、要するに、ZEDHD とカイカグループの連携強化及び ZEDHD の財務内容の改善が目的であった旨説明している。

「ZEDHD の各子会社の業績が厳しい中、カイカグループからの多額の借入金を抱えている状況にあり、2024 年 9 月期には債務超過の状態にあった。加えて、ZEDHD の各子会社は、カイカグループとクシムの間の資本提携関係の下で、カイカグループから、Zaif に対する人的支援、クシムソフトに対する営業支援、チューリングラムに対するコンサルティング業務発注などの様々な支援を受けて業務を行っている状況にあった。そこで、引き続き、ZEDHD の各子会社が、継続的にカイカグループから支援を受けることができるよう、カイカグループに ZEDHD の各子会社の業務に積極的にコミットしてもらうとともに、ZEDHD の借入金をエクイティに置き換えることで ZEDHD の財務内容の改善を図ることを目的として、ZEDHD 新株予約権を発行した。ZEDHD は、カイカグループに対す

る多額の負債を有し、債務超過の状態にあったため、クシムグループに対する信用の維持及び向上を図り、各子会社の事業を成長させていく上で、ZEDHD の財務状況の改善は、クシムグループの喫緊の経営課題だと考えていた。」

この点、確かに、10 月 28 日取締役会の配付資料には、「1. 株式会社 ZED ホールディングスにおける新株予約権発行の件」の「目的」として、「ZEDHD が CFHD との金銭消費貸借契約に基づく借入金について、金利を 0%とすることにより ZEDHD の株式への転換債となる新株予約権を付与することを目的としている。」と記載され、さらに、「本件の目的に関する補足」として、「新株予約権発行に際し、金利を 0%にすることで、返済期限までの金利負担が約 70 百万円減少すること、及び行使された場合については負債が資本に振り替わり、財務改善となる。」と記載されており、旧経営陣から、CFHD に対する ZEDHD 新株予約権発行が ZEDHD の財務内容の改善を目的とするものであったことの説明は行われていたと認められる。

しかしながら、10 月 25 日取締役会及び 10 月 28 日取締役会の各配付資料及び議事録のいずれにも、CFHD に対する ZEDHD 新株予約権発行につき、旧経営陣から、「継続的にカイカグループから支援を受けることができるよう、カイカグループに ZEDHD の各子会社の業務に積極的にコミットしてもらう」ことを目的とするものであるとの説明が行われた旨の記載はなく、その説明の当否が取締役会で議論された旨の記載もないことからすると、取締役会において、旧経営陣が上記のような説明まで行ったのかについては疑義がある。少なくとも、旧経営陣が当職に対して主張する新株予約権発行の目的は、新株予約権発行の賛同を決議した当社の取締役会の判断の基礎資料とはなっていない。

加えて、旧経営陣は、「ZEDHD の各子会社の業績が厳しかった」として、カイカグループからの継続的な支援を受ける必要があった旨説明しているものの、ZEDHD の子会社の中で唯一の事業子会社であった Zaif の業績は、当社が、カイカグループから買収して以降、2023 年 9 月期には約 17 億円を計上していた純損失を 2024 年 9 月期には約 3 億円にまで圧縮するなど大幅な改善を果たしていたものである。

そのような状況の中、Zaif の経営に失敗して、2023 年 9 月期に上記のような大幅な純損失を出すなどしていたカイカグループに支援ないし救済を求めることが合理的な経営判断であったといえるかについては疑問といわざるを得ない。

さらにいえば、ZEDHD の債務超過の主たる原因の一つは、活発な市場が存在せず実際の処分可能性の低いフィスココインを ZEDHD の子会社である web3c に簿価計上していたところ、それが減損されたことによるものであって（なお、証券取引等監視委員会は、2025 年 12 月、内閣総理大臣及び金融庁長官に対し、当社におけるフィスココイン評価損失過少計上等の事実につき、1200 万円の課徴金納付命令を発出するよう勧告している。）、ZEDHD の債務超過は事業子会社である Zaif の業績悪化によるものではない。

## (2) 買収防衛目的について

中川氏ら旧経営陣は、CFHD に対する ZEDHD 新株予約権発行につき、回答書において、敵対的買収防衛策として行ったものではないとしながらも、「当時、Zaif に対する M&A を検討していた会社が数社あり、当社としてはこれを謝絶していたが、その協議・交渉の中で、Zaif の買収を目的として当社を買収することを示唆する言動が見られたことから、当社に対する買収行為への防衛にも資する一面もあった。」旨回答している。

実際、10 月 28 日取締役会の配付資料にも、「株式会社 ZED ホールディングスにおける新株予約権発行の件」の「本件の目的に関する補足」として、「以前、東証プライムの上場会社がブロックチェーンやトークンビジネスを検討しており、チューリングラムと接点を持ったがビジネスには至ってはいないものの、後日その上場企業の代表が部下である CFO に対して、『Zaif をクシムから買収できないか?』『クシムが Zaif を売る気がなければ手頃なクシムの株を取得すればいいのでは?』という意思表示もあったことから、今般 Zaif を取りまく暗号資産市場の状況、アメリカ大統領選挙の動向、Zaif の業績を鑑み、今後も同様のことが起こる可能性もある。またクシムに安定株主がいない状況も踏まえると、クシムに対して敵対的な TOB がなされた場合に、Zaif を守るために備えておく必要がある。」と記載されており、CFHD に対する ZEDHD 新株予約権発行にあたり、旧経営陣において、当社に対する敵対的買収防衛の一助とする目的があったことは優に認定できるところである。

その上で、当職において違和感を覚えるのは、旧経営陣が敵対的買収からの防衛を図ろうとした会社は何かという点である。

すなわち、10 月 28 日取締役会の配付資料にも、過去に上場企業の代表者が「Zaif をクシムから買収できないか?」「クシムが Zaif を売る気がなければ手頃なクシムの株を取得すればいいのでは?」という意思を示したことが紹介され、10 月 28 日取締役会においても、伊藤氏が、「本件の目的にもある敵対的買収防衛を意図する場合、クシムの持分だけで過半数いくように設定してしまうと、防衛ができなくなってしまうため、仮に敵対的買収のようなことがあっても CAICA とクシムにつくその他株主の議決権行使により、この目的を果たせるようにするための構成比率としている。」旨説明していることからすると（当該説明の文脈からして、伊藤氏が、「CFHD とその他株主の議決権行使」によって防衛しようとした対象が ZEDHD 及びその 100%子会社の Zaif であったことは明らかである。）、旧経営陣が第一義的に敵対的買収からの防衛を図ろうとしたのは ZEDHD や Zaif であり、旧経営陣は、当社に対し、ZEDHD や Zaif（いずれも非公開会社であるから、ZEDHD や Zaif を直接買収することは不可能である。）の支配権を目的とする敵対的買収が行われることを警戒していたものと考えられる。

この点、確かに、旧経営陣の主張を善解すると、CFHD に対する新株予約権発行には、仮に、当社の経営権を第三者に奪われたとしても、いずれも A 氏を介して旧経営陣と友好関係にあった CFHD 及びその他 ZEDHD 少数株主によって、Zaif の過半数の株式が保有

されているという状態を作り出しておくことにより、第三者が Zaif の経営権取得を目的として当社の経営権奪取を図るインセンティブを低下させるという効果を期待することができ、間接的にはあるが、当社に対する敵対的買収防衛の一助となる面もあったといえる。

しかしながら、一般的に、買収防衛策とは株主価値を維持向上させるための施策であるところ、CFHD に対する ZEDHD 新株予約権発行は、これが実行された場合、ZEDHD に対する支配権の大幅な低下による当社の企業価値の毀損という重大な結果を生じさせるものである。

当社旧経営陣は、ZEDHD の支配権獲得を目的とした当社に対する敵対的買収防衛こそが、当社の株主価値の維持向上に資するものと主張するのであろうが、ZEDHD の支配権獲得を目的とした敵対的買収が行われた場合であっても、当該買収に応じて買収者に株式譲渡を行うかどうか（ZEDHD や Zaif を含む当社グループの経営を誰に委ねるか）は各株主の判断に委ねられるべきものであり、敵対的買収防衛の名の下に、当社の一般株主に、ZEDHD に対する支配権の大幅な低下という重大な不利益を強いることが取締役の経営判断として正しいものであったといえるのかは甚だ疑問といわざるを得ない。

### （３）小括

以上のとおり、CFHD に対する ZEDHD 新株予約権発行については、これが実行された場合、当社の一般株主に、ZEDHD に対する支配権の大幅な低下という重大な不利益を強いるものであったことからすると、旧経営陣の主張を前提としても、取締役としての善管注意義務を果たすものといえるのかについては疑問が残るといわざるを得ない。

## 第 6 接待交際費の計上（調査の目的事項③）

当職は、2022 年 10 月から 2024 年 11 月を対象期間として、当社から提出を受けた経費精算資料及び証憑の内容を精査し検討を行った。

接待交際費とは、交際費、接待費、機密費その他の費用で、法人が、その得意先、仕入先その他事業に関係のある者などに対する接待、供応、慰安、贈答その他これらに類する行為のために支出するものをいい（国税庁 No. 5265 交際費等の範囲と損金不算入額の計算）、その支出については会社がその目的に従い決定すべきものであるところ、当職による調査の限りでは、上記対象期間において、明らかに事業関連性に異常性を感じさせるような接待や贈答は不見当であった。

なお、接待交際費等としての妥当性を検討した支出の内容は、以下のとおりである。

### 1 高額の支出について

中川氏ら旧経営陣が、社外の人物と共に、複数の銀座のクラブにおいて飲食した際の



1 回あたり 20 万円ないし 30 万円程度の支出につき、接待交際費として計上されているものの、頻度及び金額のいずれについても、役員の接待交際費として著しく不適切といえるほどのものではない。

ただし、高額クラブの領収書の中には、宛名が空欄又は「上」様となっているものや、日付の記載がないものも含まれているところ、直ちに私的流用等の不正行為を疑わせるものではないものの、当社において、上場会社に求められる最低限の税務コンプライアンスが徹底されていなかったことを示すものとして指摘しておきたい。

## 2 シークエッジグループ又はやしま会関連の支出について

前記第 4・3 のとおり、当社は、旧経営陣の下、やしま会に対し、会費及び特別会費として月額 1,855,000 円を支払って、やしま事務代行に事務代行を依頼し、同社のシステムも利用していたところ、その金額は、不当といえるほどに高額とは断じ難いものの、当社内の予算検討資料（「2025\_10 期\_クシム G 予算\_v\_3\_1\_20241008\_アグレッシブ」と題するファイル）においても、「やしまコストの圧縮検討」というメモ書きがされており、やしま会に対する支払については、相応の損益インパクトがあるものとして、その金額を圧縮する必要性が検討されていた形跡が認められる。

そのほか、調査対象期間において、シークエッジ JHD の 100% 子会社である株式会社ヴァンテージパートナーズに対する支払、実業之日本総合研究所（シークエッジグループのホームページにおいて、同グループの関連企業（Affiliated Companies）とされている法人）に対する支払、中国問題グローバル研究所（シークエッジグループのホームページにおいて、同グループの関連企業（Affiliated Companies）とされている法人である実業之日本社の代表取締役社長が代表理事を務めている団体、やしま事務代行と同一の所在地、A 氏が同団体の理事を務めている）に対する支払が、当社の接待交際費として計上されており、A 氏やシークエッジグループと当社の関係を示唆するものといえるが、支払金額はいずれも高額ではなく、不適切な接待交際費の計上とまでは断じ難い。

## 第 7 シークエッジグループの代表者である A 氏の香港オフィスの家賃の負担（調査の目的事項④）

香港オフィスは、A 氏が 100% 株主であった香港法人 Digital Credence Technologies Limited.（2007 年 9 月 12 日に香港で設立され（当時の社名は ATTRACTOR LIMITED）、2010 年 1 月 18 日に SEQUEDGE INVESTMENT INTERNATIONAL LIMITED と商号変更され、クシムインサイト買収後に、Digital Credence Technologies Limited. と商号変更された。以下「DCT」という。）が賃借していた。

当社子会社であるクシムインサイトは、2024 年 6 月 28 日、A 氏との間で DCT の発行済

株式全てについて株式譲渡契約を締結し、同社株式全部を譲り受けて子会社化したことにより、DCTは当社グループ傘下となった。これにより以後、当社グループにおいて、香港オフィスの家賃を負担することになった。

当職は、2024年11月15日付で当社香港オフィスの駐在となった社内関係者（以下「駐在員」という。2025年10月に退職したが、それまで香港オフィス駐在であったとのことである。）にヒアリングを実施した。

駐在員によれば、香港オフィスの状況は以下のとおりであったとのことである。

香港オフィスは、香港の都心部にあり、家賃負担額は1か月あたり約250万円程度であったとのことである。

香港オフィスには複数の部屋があったが、駐在員は、1部屋のデスクを使用していて同オフィスの管理などをしており、他の部屋を使用することはほぼなかったようである。

また、香港オフィスには、シークエッジグループに関係する香港法人（例えば、ネクスグループの子会社であるNCXX International Limitedなど）の帳簿類、A氏が行っていたアパレル事業の在庫品である服や靴、A氏所有のワインや美術品保管用の大型木箱等が残置されており、在庫の入替ではなく、滞留在庫の置き場になっていた。

そして、駐在員が、駐在した当初から退職するまでの間、特に何らかの事業に使われることもなかったとのことである。駐在員は、2025年3月頃から2025年9月頃まで、本件代物弁済後の更なる譲渡によって親会社となったネクスグループとの間で、1週間に1回程度、定例会議として現地業務報告と暗号資産事業の展開について1時間程度打合せをしていたが、正式な事業計画の立案と実行を伴わないまま、香港オフィスは2025年12月に他所に移転したとのことである。なお、定例会議には、中川氏、伊藤氏及び松崎氏も参加していたとのことである。

上記のように、香港オフィスは、A氏や、シークエッジグループに関係する法人の事業に関連する滞留在庫や資料などの残置場所になっていたようであり、当社による利用はほとんどされていない状況であった。

当社によるDCT買収は、香港というブロックチェーンビジネスの中核都市への進出という目的もあったようであり、このこと自体が否定されるものではないが、その使用実態や業務内容からは当該香港オフィスの高額な家賃に見合う経済合理性があったとは認められない。

また、A氏や、シークエッジグループに関係する法人の事業に関連する滞留在庫や資料などの残置場所になっていたことも踏まえると、当社グループのみで家賃負担をすることも問題であり、株主に対する利益供与の観点からもその合理性が問われるべきものである。

#### 第8 2024年10月期の決算遅延（調査の目的事項⑤）

当社は、2024年12月20日、田原氏に対する情報漏洩、不適切行為への関与の有無等

についての社内調査が継続しており、また、当社及び当社子会社にかかる事案（①暗号資産の実在性及び評価、②社内調査委員会の調査結果が当期決算に与える影響、③経費支出の適切性）に関して、決算の確定に時間がかかる見通しとなったためとして、同日に予定していた2024年10月期の決算発表を延期することを適時開示した。

この点、中川氏ら旧経営陣が問題とした2024年11月5日開催のランチ会における田原氏の発言は、いずれもインサイダー情報の漏洩や当社役員規程13条に規定されている守秘義務に違反するものと評価できるほどの具体性をもつものではなく（中間報告書5～10頁）、上記社内調査の継続やその調査結果が決算に与える影響を理由として、決算発表を延期したことは結果的に不適切であったといわざるを得ない。

他方、当時の当社会計監査人である UHY 東京監査法人からヒアリングしたところによると、当時、2024年10月期決算にあたり、暗号資産の実在性及び評価並びに経費支出の適切性が問題となっていたところ、当社管理部門の人員不足等を原因として、決算の確定に時間を要していたことがうかがわれ、これを理由とする限りにおいて、決算発表の遅延はやむを得ないものであったと考えられる。

#### 第9 定時株主総会が当社定款の定めに違反して延期されたこと（調査の目的事項⑥）

当社は、定款において、事業年度終了後3か月以内に定時株主総会を開催することを定めており、2025年1月末までに定時株主総会を開催することが必要であったにもかかわらず、同月9日、社内情報漏洩疑惑に関する社内調査委員会による認定を踏まえた関係機関との対応が継続しており、また、当社及び当社子会社にかかる暗号資産の実在性及び評価並びに経費支出の適切性についての監査手続に要する期間等を慎重に検討した結果、第29回定時株主総会を同月末までに開催することは困難と判断したとして、その開催延期を適時開示した。

この点、前記第8においても指摘したとおり、田原氏の発言は、インサイダー情報の漏洩や当社役員規程13条に規定されている守秘義務に違反すると評価できるほどの具体性をもつものではなかったというべきであるから（中間報告書5～10頁）、社内調査委員会による調査結果等を理由とする定時株主総会の開催延期は結果的に不適切であったといわざるを得ない。

一方、確かに、前記第8のとおり、当時、当社及び子会社にかかる暗号資産の実在性及び評価並びに経費支出の適切性についての監査手続に時間を要していたことはうかがわれる。

しかしながら、上場会社の株主総会の実例として、決算遅延が生じた場合であっても、株主総会における計算書類の内容報告はあくまで報告事項であることを踏まえ、定款の定めに従って、定時株主総会を開催し、計算書類の報告を除いて、役員選任議案等の他の議案についての決議を行うことはある。

まして、当社においては、当時、田原氏が旧経営陣に対し、株主提案権の行使兼株主名

簿閲覧謄写請求をして、経営陣刷新を提案するなど、旧経営陣と田原氏の間で経営権争いが生じていたのであるから、当社経営の安定化のためにも、経営権争いの帰趨を決める株主総会は速やかに開催すべきであったとも考えられるのであるから、決算遅延を理由として定時株主総会開催を延期した旧経営陣の判断につき、取締役としての善管注意義務を果たすものであったといえるかは疑問が残る。

とはいえ、上場会社において、決算遅延が生じた場合に定時株主総会の開催を延期する例もある上、昨今、上場会社において経営権争いが生じた場合に、経営陣側が、予定されていた株主総会を中止し又は流会にする例が散見されるが、この場合の経営陣の法的責任について確定した裁判例はない。

したがって、当職において、第 29 回定時株主総会開催を延期した当社旧経営陣の判断につき、違法とまで断じることができず、旧経営陣の法的責任の有無・程度については、司法の判断に委ねることとする。

## 第 10 結論

当職による一連の調査において、特に問題とすべき調査事項は、やはり、本件代物弁済（CFHD に対する代物弁済としての ZEDHD 株式全部譲渡。中間報告書 10～22 頁）と CFHD に対する ZEDHD 新株予約権発行であったといえる。

中間報告において詳論したとおり、中川氏ら旧経営陣と田原氏ら現経営陣との間の経営権争いの中で旧経営陣によって実行された本件代物弁済は、Zaif を含む当社の事業会社の全てを人的リソースごと他社に譲渡するものであり、事実上、当社を会社清算に等しい状況に陥らせるほどに当社の企業価値を毀損するものであったというべきである。

また、本報告書第 5 で論じた CFHD に対する ZEDHD 新株予約権発行についても、ZEDHD に対する当社の支配力を著しく低下させるものであって、旧経営陣の主張を考慮したとしても、当社の一般株主の利益を損なうものであったことは否定し難い。

一方、2024 年 11 月 5 日開催のランチ会において、A 氏が、ZEDHD の 100%子会社であった Zaif につき、「僕は事業側にいて、散々Zaif なんかもしんどいときに苦労したし、相応金使ってますから、会社にはめっちゃくちゃ金捨ててます。だからクシムで言ってますけど、あの前には、莫大な創業赤字があつて、あれが。だから事業側に立ってるから、事業側としては、せっかくここまで金かけてやって、必死で生かしてきた会社だからこう、あと 10 年、20 年、30 年、やっぱりやってほしいですよ。」などと述べて、Zaif の経営のために相当多額の資金を投入してきたこと等を熱弁していることからすると、A 氏と親交を有する中川氏ら当社旧経営陣は、別の第三者や当社旧経営陣と反目した田原氏らに、ZEDHD や Zaif を奪われることを警戒し、その防衛のために、上記新株予約権発行や本件代物弁済の実行に至ったのではないかとの疑いを禁じ得ない。

つまり、上記新株予約権発行や本件代物弁済の実行に至った旧経営陣の経営判断には、

特定の利害関係者の利益を重視するあまり、当社の一般株主の利益の最大化を図るという取締役の本来的な責務を十分に果たしたとはいえない面があったといわざるを得ない。当社において、一般株主の利益ではなく、特定の利害関係者の利益が重視されていたのではないかという疑問は、当社グループによる香港オフィスの家賃負担など、その他の場面でも問われるべきであろう。

田原氏ら現経営陣に対しては、一般株主をはじめとする全てのステークホルダーの利益の最大化を図ることこそが取締役の責務であることを肝に銘じながら当社の経営に当たることを求めて、本報告書の結びとする。

以上

株式会社クシム 御中

中 間 報 告 書

2025年8月26日

弁護士 神 垣 清 水

## 目次

第1	調査の依頼と調査者選任の経緯等 .....	1
第2	本中間報告に至る経緯等 .....	1
1	臨時株主総会前後の当社の状況等 .....	1
2	優先調査事項の選定と中間報告形式の選択 .....	2
第3	調査方法と調査対象となる事象の時系列整理 .....	3
1	関係資料の精査 .....	3
2	関係者のヒアリング及び質問書の送付 .....	3
第4	調査対象となる事象の時系列 .....	3
第5	社内情報漏洩疑惑 .....	5
1	田原氏が情報漏洩を行ったとされる会食の状況 .....	5
2	田原氏の株主提案とそれに対する旧経営陣の対応 .....	6
(1)	田原氏の株主提案 .....	6
(2)	旧経営陣の対応 .....	6
(3)	貸付金債権の返済請求 .....	6
3	社内調査委員会による調査結果とその公表 .....	7
(1)	社内調査委員会の調査方法等 .....	7
(2)	社内調査委員会による調査結果とその公表 .....	7
4	社内調査委員会による調査結果の誤りについて .....	8
(1)	事実誤認 .....	8
(2)	評価の誤り .....	8
5	小括 .....	10
第6	本件代物弁済 .....	10
1	CFHD からの債務返済要求の経緯等 .....	10
(1)	本件催告書①の差し入れ .....	10
(2)	本件催告書②の差し入れ .....	10
2	旧経営陣の対応 .....	11
(1)	修正合意書の締結 .....	11
(2)	臨時取締役での代物弁済の決議 .....	11
(3)	背景事情 .....	11
3	代物弁済に関する旧経営陣の弁明等 .....	12
(1)	2025 年 2 月 3 日開催の臨時取締役会 .....	12
(2)	CFHD との交渉経緯 .....	13
4	ZEDHD 株式譲渡をした代物弁済の妥当性について .....	13
(1)	本件修正合意書を締結したことについて .....	13
(2)	上記 4 項目の検討 .....	14

(3) 弁護士等の助言・指導の有無 .....	16
5 現金等による弁済ではなく ZEDHD 株式による弁済を選択したことについて .....	16
(1) ZEDHD 株式譲渡時の当社の資産状況について .....	16
(2) ZEDHD 株式による弁済を選択したことの評価 .....	18
第7 本件代物弁済に付随して実行された不合理な取引等 .....	20
1 新規貸付の実行 .....	20
2 上場株式の譲渡 .....	20
3 既存貸付金の返済期限延長 .....	21
4 当社の ZEDHD に対する債権の1円譲渡 .....	21
5 その他の人的リソース・物的リソースの流出 .....	22
第8 結論 .....	22



## 第1 調査の依頼と調査者選任の経緯等

株式会社クシム（以下「当社」という。）の現在の代表取締役社長である田原弘貴氏（以下「田原氏」という。）ら当社株主3名は、2025年3月6日付け東京地方裁判所による臨時株主総会招集許可決定に基づき、同年4月30日、当社臨時株主総会（以下「臨時株主総会」という。）を招集・開催し、田原氏を含む取締役4名選任の件及び監査等委員である取締役2名選任の件のほか、以下の「調査の目的事項」記載の事項を調査させるため、弁護士神垣清水（以下「当職」という。）を会社法第316条第2項に定める株式会社の業務及び財産の状況を調査する者（以下「調査者」という。）に選任する件等の議案を株主提案し、当該株主提案はいずれも承認決議された。

臨時株主総会において、調査者による「調査の目的事項」として決議された事項は、①株式会社 ZED ホールディングス（以下「ZEDHD」という。）における新株予約権の発行、②シークエッジグループ関連の暗号資産の購入による多額の評価損の計上、③接待交際費の計上及び④シークエッジグループの代表者である A 氏（以下「A 氏」という。）の香港オフィスの家賃の負担並びに⑤2024 年 10 月期末の決算遅延、⑥定時株主総会が当社定款の定め違反して延期されたこと及び⑦2025 年 2 月 3 日、当社が保有する ZEDHD の株式全部を株式会社カイカフィナンシャルホールディングス（以下「CFHD」という。）に対する 529 百万円の債務<sup>1</sup>に代物弁済<sup>2</sup>（以下「本件代物弁済」という。）したこと、の妥当性、及び法的責任の検討その他調査者が必要と認める一切の事項であり、調査者は、当社と協議の上、調査対象とする事実の範囲を決定するものとされた。

## 第2 本中間報告に至る経緯等

### 1 臨時株主総会前後の当社の状況等

臨時株主総会までの間、当社の経営に関する実質的な意思決定は、A 氏の意向を踏まえながら、前代表取締役社長伊藤大介氏（以下「伊藤氏」という。）を議長とし、前代表取締役会長中川博貴氏（以下「中川氏」という。）及び取締役松崎祐之氏（以下「松崎氏」という。）を構成員とする経営会議において行われ、取締役会においては、経営会議で決定された事項を上程し、形式的に審議、決議するにすぎなかった。（以下、伊藤氏、中川氏、松崎氏ら当該経営会議における主要な意思決定者を「旧経営陣」という。）

---

<sup>1</sup> 臨時株主総会議事録には「株式会社 CAICA DIGITAL に対する 529 百万円の債務」と記載されているものの、これは誤記であり、正しくは本文記載のとおりである。

<sup>2</sup> CFHD に対する ZEDHD 株式の譲渡は、厳密には民法 482 条の代物弁済として実施されたものではなく、当社と CFHD 間の 2025 年 2 月 3 日付け ZEDHD 株式譲渡契約に基づくものであり、当該譲渡契約に基づく当社の CFHD に対する債権と、CFHD に対する借入金債務約 529 百万円を対当額で相殺する旨の同日付け相殺合意書に基づいて CFHD に対する借入金債務約 529 百万円を消滅させたものであるが、当社及び CFHD のいずれの適時開示においても、ZEDHD 株式譲渡を「代物弁済」と表記しており、当職に対する調査委嘱事項においても同様の表記となっていることから、本報告書においても、CFHD に対する ZEDHD 株式の譲渡を「代物弁済」と表記する。

2023 年 1 月から当社の取締役役に就任していた田原氏は、代表取締役就任まで、当社の経営状況を正確に把握し、関与し得る立場になかったが、2025 年 2 月 3 日、当社の連結子会社であり、かつ、当社傘下の有力な事業会社を含む 5 社（株式会社クシムソフト（以下「クシムソフト」という。）、株式会社 Web3 テクノロジーズ（以下「Web3t」という。）、チューリングガム株式会社（以下「チューリングガム」という。）、株式会社 Zaif（以下「Zaif」という。）、Digital Credence Technologies Limited（以下「DCT」という。）の親会社であった ZEDHD の株式につき、代物弁済として、上記事業会社 5 社及びその人的・物的リソースごと CFHD に譲渡されたことを含め、種々の点で、旧経営陣によって不適切な経営が行われている疑いをもち、その対応策として旧経営陣に対する株主提案権行使を主張し、東京地方裁判所に対する株主総会招集許可の申立てを行うなどの法的措置を講じた。

そして、当社は、2025 年 4 月 30 日、田原氏が代表取締役役に就任したのを契機に、経営建直しに向けて、旧経営陣による経営実態を洗い出し、株主利益の確保に向けて本件調査の依頼に踏み切ったものである。

## 2 優先調査事項の選定と中間報告形式の選択

当社は、調査期間につき、選任日から起算して 3 か月（2025 年 7 月末まで）としたが、当職は、同年 5 月 26 日開催のキックオフ会議において、漸く下記補助者と共に、新経営陣から前記第 1 記載の「調査の目的事項」の趣旨説明を受け、調査方針等についての協議を行ったものであり、十分な調査期間が確保できないまま、いわば見切り発車的に調査を開始したことから、当職としては優先的に調査すべき事項を選定して集中的な調査を行い、その結果を中間報告として当社株主総会に報告し、その後、必要な調査を十分に遂げて最終報告を行うという段取りで調査を進めることが当社株主の意向に叶うものと判断し、新経営陣の了承を得た。

具体的には当社に重大かつ直接的な損害を与えたことが見込まれる本件代物弁済の妥当性等を最優先調査事項として選定することにしたが、本件代物弁済に至る経緯の中で、旧経営陣が殊更に問題視して、社内調査委員会による調査を実施した 2024 年 11 月 5 日開催のランチ会における田原氏の言動に関する件（以下「社内情報漏洩疑惑」という。）について、旧経営陣がそれを口実にして種々の不適切経営を行った疑いが存したため、同疑いを優先的に調査を実施することとした。

本中間報告は社内情報漏洩疑惑及び本件代物弁済についての現時点までの調査結果を報告するものであり、今後、最終報告までの間に、関係者から新たな資料が提出されるなどした場合、その内容如何によっては、本中間報告における事実認定や評価を変更する可能性があることを留保する。

なお、当職は、本中間報告までの調査につき、下記弁護士及び公認会計士を補助者に

選任して補助させた。

シティユーワ法律事務所	弁護士	貞弘賢太郎
シティユーワ法律事務所	弁護士	石神 脩平
佐々木公認会計士事務所	公認会計士	佐々木洋平
村田茂也公認会計士事務所	公認会計士	村田 茂也
川中宏介公認会計士事務所	公認会計士	川中 宏介

### 第3 調査方法と調査対象となる事象の時系列整理

#### 1 関係資料の精査

当職は、社内情報漏洩疑惑及び本件代物弁済に関連する可能性がある資料（各種議事録、各種契約書、ZEDHD 株価算定書、会計帳簿、録音データ等）を収集し、その内容を精査・検討した。

#### 2 関係者のヒアリング及び質問書の送付

当職は、現時点までの間に、優先調査事項全般につき、田原氏のヒアリングを行ったほか、社内情報漏洩疑惑につき、A 社代表取締役 B 氏（中華人民共和国出身の投資家。以下「B 氏」という。）のヒアリングを行い、本件代物弁済につき、当社の会計監査人であった UHY 東京監査法人のヒアリングを実施するとともに、ZEDHD の株価算定を実施した C 社へ質問書を送付し、文書での回答を得た。

一方、A 氏、中川氏及び伊藤氏に対し、内容証明郵便により、具体的な日時を指定して、当職によるヒアリングに応じてもらいたい旨の要請を行ったところ、2025 年 7 月 25 日に中川氏、伊藤氏からヒアリングに応ずる旨の回答があった。これにより、中川氏及び伊藤氏につき、同代理人弁護士立会いのもと、同年 7 月 30 日、8 月 6 日にヒアリングを実施し、同代理人弁護士から同年 8 月 9 日に電子メールにて、ヒアリングにおける補足的な回答を得た。

### 第4 調査対象となる事象の時系列

最優先調査事項である本件代物弁済が実行された前後までに生じた主要な出来事に関する時系列は以下のとおりである。なお、定義は本文記載のとおりである。

日付	主要な出来事
2023 年 9 月 21 日	・ 当社は、ZEDHD 株式の 84.38%を取得した。
2024 年 10 月 28 日 ～29 日	・ 当社は、CFHD への ZEDHD の新株予約権を発行した。
2024 年 11 月 5 日	・ 田原氏は、2024 年 11 月 5 日、東京都港区所在の中華料理店において、A 氏、中川氏らと会食した（ランチ会）。旧経営陣が、田原氏による社内情報漏洩があったと主張する会食である。
2024 年 11 月 21 日 ～25 日	・ 田原氏は、旧経営陣に対し、株主提案権の行使兼株主名簿閲覧謄写請求し、経営陣刷新を提案した。
2024 年 11 月 25 日	・ 当社は、当社 IR「取締役 1 名に対する辞任勧告の決議および社内調査委員会設置に関するお知らせ」を適時開示し、ランチ会において、田原氏による社内情報漏洩があったと主張し、田原氏に対する辞任勧告を行い、社内情報漏洩疑惑に関して社内調査委員会を設置した。
2024 年 11 月 26 日	・ CFHD は、当社に対して「貸付金債権の返済または保全措置について」（以下「本件催告書①」という。）を送付し、CFHD が当社及び ZEDHD に対して有する債権の期限の利益が喪失したことを理由に、一括返済等を要求した。
2024 年 12 月 20 日	・ 当社は、当社 IR「2024 年 10 月期決算発表の延期のお知らせ」を適時開示した。 ・ 当社は、当社の子会社チューリング等株式を ZEDHD に移転した。
2024 年 12 月 24 日	・ 当社は、当社 IR「取締役候補者に関するお知らせ」を適時開示し、田原氏が提案した旧経営陣刷新の提案に対して反対の意思表示をした。
2024 年 12 月 27 日	・ CFHD は、当社に対して「貸付金債権の返済について（催告）」（以下「本件催告書②」という。）を送付し、CFHD が当社及び ZEDHD に対して有する債権の期限の利益が喪失したことを理由に、一括返済等を要求した。
2025 年 1 月 9 日	・ 当社は、ZEDHD 及び CFHD との間で、同日付け修正合意書（以下「本件修正合意書」という。）を締結し、CFHD が当社及び ZEDHD に対して有する債権の弁済期限を、最大 10 年近く前倒しにする旨の合意をした。
2025 年 1 月 9 日	・ 当社は、当社 IR「社内調査委員会の調査報告書受領に関するお知らせ」を適時開示し、社内調査委員会の調査報告書を公表した。 ・ 当社は、当社 IR「第 29 回定時株主総会の延期に関するお知らせ」を適時開示し、2025 年 1 月開催予定であった定時株主総会の開催延

	期を公表した。
2025 年 1 月 24 日	・当社は、ZEDHD に対し、10 年後を弁済期として 3 億 2,000 万円を貸し付けた。
2025 年 1 月 27 日	・田原氏は、旧経営陣に対して臨時株主総会招集請求書を送付した。 ・当社から Web3t に、株式会社 CAICA DIGITAL（以下「CAICA DIGITAL」という。）、株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という。）及び株式会社ネクスグループ（以下「ネクスグループ」という。）の株式が譲渡された。
2025 年 1 月 27 日 及び 2 月 3 日	・当社は、ZEDHD、Web3t 及びチューリングラムに対する既存の貸付合計 15 億 6,000 万円について、弁済期を約 10 年延長した。
2025 年 1 月 29 日	・田原氏は、東京地方裁判所に対して臨時株主総会招集許可申立てをした。
2025 年 1 月 31 日	・当社の定時株主総会の法定の開催期限であり、同日の経過をもって、当社の全ての代表取締役及び 1 名を除いた全ての取締役について任期が満了し、権利義務取締役となった。
2025 年 2 月 3 日	・旧経営陣は、本件代物弁済を実行し、その旨を適時開示した。
2025 年 2 月 12 日	・田原氏は、東京地方裁判所に対して仮取締役選任申立てを行った。
2025 年 3 月 12 日	・東京地方裁判所は、田原氏による臨時株主総会招集の許可決定を行った。
2025 年 4 月 1 日	・東京地方裁判所は、仮取締役選任決定を行った。
2025 年 4 月 30 日	・田原氏は、東京地方裁判所に許可を得て臨時株主総会を開催し、田原氏提案の各議案が約 99.9%の賛成を得て賛成可決され、経営陣が刷新された。

## 第 5 社内情報漏洩疑惑

### 1 田原氏が情報漏洩を行ったとされる会食の状況

田原氏は、2024 年 11 月 5 日、東京都港区所在の中華料理店において、A 氏、中川氏らと会食した（以下、当該会食を「ランチ会」という。）。

ランチ会は、田原氏が将来的な業務提携の可能性のある者として、B 氏及び C 氏（中華人民共和国出身の投資家。以下「C 氏」という。）を A 氏に紹介するとの趣旨で持ち掛け、B 氏及び C 氏が同席する中、約 2 時間にわたって推移した。

田原氏は、ランチ会において、A 氏及び中川氏に対し、「あくまでクシム主導として大きくしていきたいというところがあって、少し考えているところとしては、あくまで今って、グループとは支援関係が直接はない状態だと思っていて、そうした中で、少し

独立して事業をやっていくことっていうのはできないかな。」などと、当社の経営につき、シーケッジグループやその代表者である A 氏による実質的支配ないし影響から独立させるべきである旨を話したが、A 氏及び中川氏はこれを聞き入れなかった。

なお、ランチ会の直前の出来事として、2024 年 10 月 25 日及び同月 28 日の取締役会において、議長である伊藤氏から、ZEDHD の買収防衛策として、CFHD に対して新株予約権（議決権数は 28,208 株・42.35%）を発行することの提案がなされたのに対し、田原氏は、買収防衛先を CFHD とすることに合理的な理由があるのかといった点から異議を述べて反対したものの、賛成可決されたという経緯がある。

## 2 田原氏の株主提案とそれに対する旧経営陣の対応

### （1）田原氏の株主提案

田原氏は、当社の経営を洗い直し、その独立性を確保するために、ランチ会翌日の 2024 年 11 月 6 日、旧経営陣に対し、株主提案の前提となる個別株主通知の申し出をした上、同月 21 日付け内容証明郵便（同月 22 日当社到着）により、2025 年 1 月開催予定の当社定時株主総会において、旧経営陣を解任し、田原氏のほか新任者で取締役会を構成する株主提案を行った。

### （2）旧経営陣の対応

これに対し、中川氏らは、「田原氏が、B 氏及び C 氏が同席するランチ会において、当時未公表であった当社の社内情報に言及し、田原氏による社内情報漏洩疑惑が生じた。」として、2024 年 11 月 22 日、B 法律事務所 D 弁護士（以下「D 弁護士」という。）による田原氏のヒアリングを要請し、同月 25 日開催の取締役会において、田原氏に対する辞任勧告と、当時の取締役監査等委員望月真克氏（以下「望月氏」という。）を委員長とし、社外の弁護士 2 名を委員とする社内調査委員会（以下「社内調査委員会」という。）の設置を決議し、直ちに当該辞任勧告及び社内調査委員会の設置に関する IR を行った。その結果、田原氏と旧経営陣の対立関係が深刻化した。

### （3）貸付金債権の返済請求

本件代物弁済における当社からの ZEDHD 株式譲渡先である CFHD は、上記 IR に呼応するように、同月 26 日、当社に対し、「当社取締役（田原氏）に法令違反の可能性があることにより、今後、当社を取り巻く環境が変わり、CFHD から当社に対する貸付金債権約 5 億 2920 万 7635 円の回収可能性にも大きな影響があると認識した。」として、その全額返済等を求める本件催告書①を差し入れた。

### 3 社内調査委員会による調査結果とその公表

#### (1) 社内調査委員会の調査方法等

社内調査委員会は、「田原氏による社内情報漏洩、不適切行為（インサイダー取引規制違反を中心とする）への関与の有無の事実調査、及びその内容等に関する調査、発生原因の究明と分析、その他本委員会が必要と認めた事項」を調査スコープとして、関係資料の精査のほか、A 氏、中川氏、伊藤氏、田原氏、ランチ会後に A 氏及び中川氏を送迎した A 氏の運転手等のヒアリングなどの調査を行った。

なお、田原氏は、ランチ会の際、参加者の間で交わされた会話の一部始終を録音・保管（録音時間 2 時間 19 分 49 秒。以下「本件録音データ」という。）していたが、社内調査委員会が外部専門家のみで構成されず、社外取締役（監査等委員）であった望月氏が社内調査委員会の委員長を務めていたことなどから、社内調査委員会による調査の中立性・公平性に疑念を抱き、社内調査委員会に対し、本件録音データの存在を秘匿し、提出しなかった。

#### (2) 社内調査委員会による調査結果とその公表

##### ア 社内調査委員会による事実認定

社内調査委員会は、ランチ会の状況に関し、A 氏及び中川氏の供述を主たる根拠に、「1 時間程度の間は、A 氏と B 氏及び C 氏との間で中国経済情勢等に関する意見交換等が行われた」、「午後 1 時 10 分から 15 分頃、田原氏が、当社の経営方針等に関する話を切り出し、『当社はシーケエッジグループから独立した経営をすべきだと考えている。先日決議した ZEDHD のストックオプションの件、あれをカイカに割り当てるのは賛同できません。今進めているフィスコとの経営統合もあり得ないと思っているので賛同できません』と発言し、B 氏が『そう、それあり得ないよね。』などと田原氏の意見に賛同する旨の発言をした」と認定する。

##### イ 社内調査委員会による評価と結果報告

社内調査委員会は、上記事実認定に基づき、当社とフィスコの経営統合についての田原氏の発言は、金融商品取引法 166 条 2 項 1 号又は同法 167 条の重要事実該当するインサイダー情報の漏洩であり、ZEDHD における CFHD への新株予約権の発行に関する発言は、同法上の重要事実該当するインサイダー情報ではないものの、当社役員規程 13 条の「役員は、会社の機密を保持することはもとより、取締役会や監査等委員会等での討議の経緯・内容等を、職務上、必要な者以外に漏洩してはならない。」との規定に違反する（守秘義務違反）と評価して、2025 年 1 月 6 日、旧経営陣に調査報告書を提出し、旧経営陣は、同月 9 日、「社内調査委員会の調査報告書受領に関するお知らせ」と題する IR を行って、調査報告書（公表版）を公表した。

#### 4 社内調査委員会による調査結果の誤りについて

##### (1) 事実誤認

###### ア 録音データの精査

当職は、田原氏からランチ会での会話を録音した本件録音データの提出を受け、その内容を子細に検討した結果、ランチ会終了までの約2時間20分間、主なやり取りはA氏とB氏及びC氏によるものであり、田原氏は、開始から約1時間24分が経過した頃から約7分間にわたり、A氏らに対し、当社の経営に関する自らのビジョンを語っているが、「先日決議したZEDHDのストックオプションの件、あれをカイカに割り当てるのは賛同できません。」「今進めているフィスコとの経営統合もあり得ないと思っているので賛同できません。」とする発言は認められない。

付言すれば、田原氏は、ZEDHD及びフィスコの件にも若干言及しているが、その発言内容は、ZEDHDにつき、「Zaifっていうのもなにか、二人は知らない話だと思えますけど、カイカにDESをするみたいな話ではなくて、ちゃんと時価総額として、市場の評価としてTOBというか、されないようなタイプにしたいな、すべきだと思っていますし、その方向で何ていうか、事業を進めたいっていう気持ちが最近強くあって」というものに留まり、フィスコについても、「今、私個人として疑問だったり、すごい思っているところとしては、グループの資本政策みたいなところに、今、すごい疑問を感じてるところは結構あって、クシムがやっぱり大きくクリプトの世界で成長していくためには、そこのそういう資本政策とかからは、例えば、今、フィスコを買うとかいうところからはちょっと抜け出したい、抜け出したいというよりか、抜け出す必要が、やっぱりクシムを大きくしていくためには必要なんじゃないかっていうふうに思っているところですね。」というものに留まる。

###### イ B氏の発言内容

B氏発言に関し、本件録音データによると、「多分、田原さんは、考えていることは、こちらとしては、こういうビジネスがやっぱりウィン・ウィンでうまくいくことはいいなっていうのは、正直、思っています。だから、別に、今、私たちとのことじゃないんですけども、何かチャンスがあれば大きくしていきたいとは思いますが。」「と発言したにすぎないことが確認された。

社内調査報告書が、「B氏が『そう、それあり得ないよね。』などと口にし、以前からその種の話聞いていたかのような発言をした」と指摘する事実は存在しない。

##### (2) 評価の誤り

###### ア フィスコに関する発言に対する評価の誤り

社内調査委員会は、当社とフィスコとの経営統合の件（2024年9月24日開催の当



社取締役会において、当社がフィスコの株式を取得して子会社化する方針等が報告されていた。)に関するランチ会での田原氏の発言につき、金融商品取引法 166 条 2 項 1 号又は同法 167 条の重要事実該当するインサイダー情報の漏洩に当たるとの判断を示しているものの、その判断は、田原氏が、ランチ会において、「今進めているフィスコとの経営統合もあり得ないと思っているので賛同できません。」と具体的に発言したこと、更には第三者である B 氏に従前からこの事実を伝えていた疑いがあることを前提にするものである。

既述のとおり、田原氏は、当社の資本政策全般に関する問題提起を行う中で、「例えば、今、フィスコを買うとかいうところからはちょっと抜け出したいな。」という旨の言及をしたにすぎず、フィスコ株式を取得して子会社化する方針を殊更に取り上げて話題としたものではなく、「フィスコを買う」ということの意味やこれに関する当社内での議論の経過等を具体的に説明したわけでもない。この事実は、ランチ会に同席していた B 氏が、社内調査委員会による調査に対して回答した内容及び当職によるヒアリング調査、本件録音データによっても裏付けされる。

よって、インサイダー情報の漏洩に該当するとした社内調査委員会の評価は誤りであり、当社役員規程 13 条に規定されている守秘義務に違反する発言と評価できるほどの具体性をもつものと評価することもできないというべきである。

#### イ ZEDHD に関する発言に対する評価の誤り

社内調査委員会は、CFHD に対する ZEDHD の新株予約権発行の件（2024 年 10 月 28 日開催の当社臨時取締役会で決議の上、同月 29 日開催の ZEDHD 株主総会で決議）に関するランチ会での田原氏の発言につき、当社役員規程 13 条に規定されている守秘義務に違反する発言との判断を示しているが、その判断は、田原氏が、ランチ会において、「私は、先日決議した ZEDHD のストックオプションの件、あれをカイカに割り当てるのは賛同できません。」と発言したとの誤った事実認定を前提とするものである。

既述のとおり、本件録音データの検分の結果、田原氏が当社の取締役会又はその子会社であった ZEDHD の株主総会における決議の状況等を詳細に述べた事実は認められない。その発言は、「カイカに DES をするみたいな話ではなくて、ちゃんと時価総額として、市場の評価として TOB というか、されないようなタイプにしたいな、すべきだと思っています。」というものにすぎないのであり、「カイカに DES をするみたいな話」程度の発言をもって、当社役員規程 13 条に定められた「会社の機密」ないし「取締役会や監査等委員会等での討議の経緯・内容等」の漏洩に該当するといえるほどの具体性をもつものと評価することはできない。

## 5 小括

田原氏が、投資家である B 氏や C 氏が同席する場で、当社の経営方針についての議論を持ち掛けたことは、A 氏や中川氏をして、田原氏が B 氏や C 氏を後ろ盾としながら公然と旧経営陣の経営方針に異を唱え、B 氏らに当社の機密情報を提供しながら、B 氏らと連携して旧経営陣の追い出しを図ろうとしているのではないかと疑念を抱かせ、田原氏の発言を歪曲・誇張して認識させる結果となったと推認される。旧経営陣が、ランチ会当日中にフィスコとの経営統合を白紙撤回するという過剰反応を示し、さらに、その後、当社取締役会において、田原氏に対する辞職勧告を決議したことはその証左であろう。

しかしながら、本件録音データの内容等に照らせば、A 氏や中川氏からの説明に依拠して事実認定・評価を行った社内調査委員会の調査結果に誤りがあったことは明らかであるから、旧経営陣が、ランチ会における田原氏の言葉を針小棒大に評価して、「田原氏によって情報漏洩が継続的になされていた可能性が非常に高い」などと断じて、田原氏に対する辞任勧告を決議・公表し、さらに、社内調査委員会を設置した上、事実誤認が含まれる調査結果を公表するまでしたことは、誤った情報の発信によって、当社のレピュテーションを徒らに毀損する結果を招くものとなったというべきである。

## 第6 本件代物弁済

### 1 CFHD からの債務返済要求の経緯等

#### (1) 本件催告書①の差し入れ

2024 年 11 月 25 日、当社による田原氏に対する辞任勧告決議及び社内調査委員会の設置に関する IR が発表された翌 26 日、CFHD が、当社及び ZEDHD に対し、当社及び ZEDHD に対する各貸付金債権についての全額返済又は追加担保提供等を求める旨の本件催告書①を差し入れた。

この時点における当社及び ZEDHD に対する貸付残高は、当社につき合計約 529 百万円、ZEDHD につき合計約 633 百万円であり、それぞれの貸付金債権（詳細は別紙 2 参照）の返済期限は、2026 年 10 月 10 日又は 2033 年 10 月 31 日とされ、いずれの債権の弁済期も未到来であった。（貸付金債権の発生経緯について、別紙 1 参照）

また、旧経営陣は、2024 年 12 月 20 日、当社の子会社クシムソフト、Web3t、チューリングム及び DCT の株式を ZEDHD に移転した。

#### (2) 本件催告書②の差し入れ

同年 12 月 27 日、CFHD は、当社取締役による法令違反の可能性から、当社の経営を

取り巻く環境が変わり、当社及び ZEDHD に対する貸付金債権の回収可能性に大きく影響があることを前記 IR で認識したとして、当社及び ZEDHD に対する貸付金債権の即時一括返済を催告する旨の本件催告書②を差し入れた。

その中で、CFHD は、①当社及び ZEDHD から本件催告書①に対して何ら連絡がないこと、②当社が 2024 年 12 月 20 日に予定されていた 2024 年 10 月期決算発表の遅延を発表したこと、③当社取締役の法令違反の可能性、④株式会社 Web3 キャピタル（以下「Web3c」という。）が当社と合併して消滅したことの 4 項目を期限の利益喪失事由として主張していた。

## 2 旧経営陣の対応

### （１）修正合意書の締結

2025 年 1 月 9 日、CFHD からの上記要求が取締役会に諮られ、その受け入れが賛成多数で可決され、当社は CFHD との間で本件修正合意書を締結し、CFHD から当社及び ZEDHD に対する貸付金債権の弁済期日は、いずれの貸付金債権についても同月 31 日に前倒し変更された。

### （２）臨時取締役での代物弁済の決議

旧経営陣は、2025 年 2 月 3 日、臨時取締役会（以下「2 月 3 日取締役会」という。）を開催し、CFHD に対する当社の借入金債務 529 百万円に対する代物弁済として、ZEDHD 株式全部を CFHD に譲渡する議題を賛成多数で可決した上（取締役会における個々の発言内容と質疑応答について、別紙 4 参照）、同日、ZEDHD 及びその連結子会社であるクシムソフト、Web3t、チューリングラム、Zaif 及び DCT の 5 社と共に CFHD に譲渡した。

参考までに、CFHD は、ZEDHD 株式を譲り受けると同時に、その全てをネクスグループに 529 百万円で譲渡し、現在、ネクスグループが ZEDHD の親会社とされている。

### （３）背景事情

これらの背景として、田原氏による株主提案権の行使や旧経営陣による定時株主総会の法定の開催期限までの不開催、これを受けた田原氏による株主総会招集許可申立ての事実を付記する。

すなわち、田原氏は、2024 年 11 月 21 日、2025 年開催予定の定時株主総会において経営陣の交代を求める株主提案権を行使し、中川氏及び伊藤氏ら旧経営陣と田原氏との間で経営支配権を巡る争いが発生した。その後、中川氏及び伊藤氏らが、法定の開催期限までに定時株主総会を開催しないという会社法違反の措置を取ったことを受けて（その結果、2025 年 1 月 31 日の任期満了以降も、中川氏及び伊藤氏ら旧経営陣は、権

利義務（代表）取締役として経営権を維持することとなった。）、田原氏は、同月 29 日、東京地方裁判所に対し、旧経営陣の退任及び新取締役の選任等の決議を目的とする株主総会招集許可を求める旨の申立てを行い、即日、これを旧経営陣に伝えた事実が先行する。

このような経緯からすれば、旧経営陣において、田原氏に経営権を奪われた場合に備えて、旧経営陣が当社の資産を社外に流出させることの一環として、本件代物弁済の実行を急がせたとの推測を禁じ得ない。

この点について、中川氏及び伊藤氏は、当職のヒアリングにおいて、2024 年 12 月から 2025 年 2 月当時の状況として、田原氏との経営権争いについて、拮抗しているというフィードバックを受けており、勝つための準備を進めていたと述べた。確かに、提供を受けた当時の票読みの資料は、旧経営陣と田原氏の票数は拮抗しているとの内容であった。しかしながら、そもそも当該票読み資料において、旧経営陣側に票をいれる可能性が高いと予測された株主について、当該投票行動を裏付ける根拠は十分なものとはいえない。また、当職が実施した当時の主要株主に対するメール質問によると、旧経営陣から自分たちに投票するように接触を受けたことはないとのことであり、旧経営陣が真剣にプロキシファイトに勝つための準備を進めていた様子はいかがわれない。

なお、同年 4 月 30 日、東京地方裁判所の許可を得た臨時株主総会において、田原氏提案の各議案が圧倒的な賛成票を得て可決され、田原氏が当社経営権を獲得している。

### 3 代物弁済に関する旧経営陣の弁明等

#### （1）2025 年 2 月 3 日開催の臨時取締役会

2025 年 2 月 3 日に開催された臨時取締役会で、議長であった伊藤氏は、CFHD との間で弁済期日の延長を求めて複数回にわたり交渉を重ねてきたが、田原氏の情報漏洩に基因する信用不安や、田原氏からの株主提案による経営体制変更の可能性に伴う返済リスクの懸念から、CFHD に弁済期日延長に応じてもらえず、本件修正合意書に基づく弁済期日での全額現金返済を求められ、当社としては上場維持及び企業存続を最優先とし、子会社株式の譲渡をもって弁済することとしたい旨説明したとしている。この点、伊藤氏が説明した CFHD との交渉経緯を裏付ける資料は取締役会議事録に添付されているものの、当該交渉記録は、取締役会招集通知の添付資料として添付されておらず、田原氏は、事前にも当日にも当該資料を見た記憶はないと述べる。そして、同日の取締役会の録音を検分した限りにおいては、当日、交渉経緯が机上配布されて説明された様子もいかがわれず、真実、交渉記録が取締役会資料として配付されていたとまでは認定できない。そして、取締役会においては、伊藤氏が取締役会資料に記載された事項を読み上げるにとどまり、交渉記録を仔細に検討した形跡はいかがわれない。

## (2) CFHD との交渉経緯

中川氏は、CFHD との交渉メモに基づき、2 月 3 日取締役会までの間、CFHD と 4 回<sup>3</sup>にわたって真摯な対面交渉を重ね、弁済期日の延長を求めたが受け入れられず、やむなく代物弁済することになったと説明するが、このメモの信用性を裏付ける交渉状況の録音データ、CFHD 側からの提示資料、CFHD との間で送受信された交渉メール等は提出されなかったことを踏まえると、旧経営陣と CFHD との間で債務弁済に関する真剣な交渉が行われたか否か判然とせず、上記交渉メモも後付けで作成されたのではないかの疑いを払拭できない。

ところで、旧経営陣は、ZEDHD の株式価値につき、2025 年 2 月 3 日付で C 社作成の株価算定書を取得しているが、当職からの質問に対する C 社からの回答文書によれば「本件の依頼は、カイカ社からの紹介案件であり、貴社・カイカ・ネクスの一体としての依頼であった」とのことで、子会社株式の譲渡価額の協議の根拠となる株価算定プロセスにおいて CFHD やネクスグループと利益相反関係にあるにもかかわらず一体として株価算定業務を委託している。

また、松崎氏は、2025 年 1 月 30 日時開催の C 社、ネクスグループの齋藤氏との事案概要説明ミーティングに出席し、利益相反関係にある最終売却先とともに一体として株価算定に関するプロセスに関与している。

この点について、中川氏及び伊藤氏は、当時、ZEDHD 株式の転売先として、ネクスグループが有力だと認識していた旨述べる一方で、松崎氏が同ミーティングに出席していることは認識していなかった、と供述する。しかしながら、松崎氏が中川氏及び伊藤氏と意思疎通せずにネクスグループとのミーティングに出席していたというのはにわかに措信し難いというほかない。

## 4 ZEDHD 株式譲渡をした代物弁済の妥当性について

### (1) 本件修正合意書を締結したことについて

ア 返済期限の大幅短縮は、当社にとって著しい不利益変更であったこと

本来、CFHD の当社に対する貸付金債権合計約 529 百万円のうち約 485 百万円の債権の弁済期日は 2033 年 10 月 31 日、その余の 44 百万円の債権の弁済期日も 2026 年 10 月 10 日であったものが、本件修正合意書により、その弁済期日をいずれも 2025 年 1 月 31 日に前倒し変更したものであり、斯様な大幅な返済期限の短縮は事実上の期限の利益の放棄に相当する不利益変更であり、著しく不合理な経営判断といわざるを得ない。

---

<sup>3</sup> 当職のヒアリングにおいて交渉回数は 4 回である旨を供述しているが、交渉メモには 3 回の交渉記録が記載されているに留まる。

イ 期限の利益喪失に関する CFHD の主張に合理性はなかったこと

CFHD は、本件催告書②において、期限の利益喪失を基礎付ける事情として 4 項目を挙げているところ、旧経営陣は、その全部又は一部につき、期限の利益喪失を基礎付ける事情に該当すると判断して期限の利益の放棄を認容している。

そもそも論として、当社と CFHD の間の債権債務発生根拠となった契約における期限の利益喪失条項は、他の一般的な契約におけるものと同様、取引の相手方の信用が著しく低下したことの徴表の類型を列挙したものであるところ（別紙 3 参照）、期限の利益喪失特約の効果については、形式的に期限の利益喪失事由が存在するように思われる場合であっても、個々の具体的事情から、相手方の信用の著しい低下を意味しない場合には、直ちに、期限の利益喪失特約の効果を生じることとはなく、期限の利益の喪失を主張する者において、「債権保全の客観的必要性」の存在を主張・立証する必要があるという考え方が通説である（鈴木禄也編集『新版注釈民法(17)債権(8)組合・終身定期金・和解・約款論他』（有斐閣、1993）332 頁〔鈴木録也＝山本豊〕）。

そして、下記の通り、CFHD が主張する期限の利益喪失を基礎付ける 4 項目については、「債権保全の客観的必要性」が認められる事情とはいえず、その主張に合理性はなかったといわざるを得ない。

## （2）上記 4 項目の検討

ア 当社及び ZEDHD から本件催告書①に対して何ら連絡がないとの指摘に関して

CFHD は、当社及び ZEDHD から本件催告書①に対して何ら連絡がないことが、バスケット条項で定める「その他本契約を継続し難い重大な事由が発生したとき」に該当すると主張するが、当社が長期間に渡って音信不通であったというのであればともかく、当時、当社と CFHD は同じ建物に入居しており、実際、2025 年 1 月頃には、当該建物内の会議室で CFHD と旧経営陣が債務弁済に関する協議を行っていたことなどからすれば、当社旧経営陣と CFHD 経営陣は、随时コミュニケーションをとり得る状態にあったと認められ、2024 年 11 月 26 日付けの本件催告書①の発出後、わずか 1 か月程度の間、当社からの返答がなかった程度の事実を殊更に取り上げて、当該条項に該当するとの主張は詭弁というほかなく、期限の利益を喪失させるに足るものではなかったと断言し得る。

イ 当社が 2024 年 12 月 20 日に予定されていた 2024 年 10 月期決算発表の遅延を発表したとの指摘に関して

CFHD は、2024 年 10 月期決算発表遅延の開示が、「信用資力の著しい低下があったとき又はこれに影響を及ぼす営業上の重要な変更があったとき」の条項に該当すると主張するが、当社は、漫然と決算発表を遅延させたのではなく、社内情報漏洩疑惑

に対する社内調査委員会による調査が継続しているほか、当社及び子会社にかかる①暗号資産の実在性及び評価、②社内調査委員会の調査結果が当期決算に与える影響、③経費支出の適切性の分析等が原因となって遅延に至ったことを隠すことなく開示したことを検分すると、遅延自体は決して不合理なものではなく、CFHD の主張は妥当性を欠くものと指摘できる。

#### ウ 当社取締役の法令違反の可能性に関して

CFHD は、当社取締役の法令違反の可能性が、バスケット条項である「その他本契約を継続しがたい重大な事由が発生したとき」に該当すると主張する。

CFHD の主張は、田原氏を名指しするものではないものの、同人を想定した主張であることは明らかであるが、田原氏は、当時、経営会議のメンバーではなく、当社の経営に関する実質的な意思決定に関与していなかったのであるから、仮に田原氏に情報漏洩等の法令違反があったとして、そのことで直ちに当社の返済能力に重大な疑念を生じさせるとすることは相当な飛躍があり、旧経営陣が田原氏に情報漏洩等の法令違反があると主張するとしても、当社の利益を図るべき取締役らの立場からすれば、社内調査委員会の調査結果を踏まえ、臨時株主総会を開催して田原氏を解任した上、CFHD に対し、当社の経営や返済能力に何ら問題はないことを説明する等の措置を講じるべきであり、無批判にそれを受け入れた旧経営陣の対応は不当というほかない。

ちなみに、CFHD の主張が、田原氏による株主提案を「今後クシムの経営を取り巻く環境の変化」と結び付け、当社の経営陣の交代により回収可能性に影響が出ること懸念したものであったと解しても、その懸念に具体的根拠はないばかりか、旧経営陣は、仮に経営陣交代となった場合にも、回収可能性に影響はないこと等を具体的にCFHD に説明し、訴訟も辞さないくらいの態度で交渉に臨むべきであったはずであり、この安易な応諾は取締役の善管注意義務に違反する対応であったとも認められる。

#### エ Web3c が当社と合併して消滅したことにに関して

CFHD は、Web3c が当社と合併して消滅したことをもって、「合併による消滅、資本の減少、営業の廃止もしくは変更又は解散の決議をしたとき」との条項に該当すると主張するが、Web3c が当社に合併したのは 2024 年 11 月 1 日であり、CFHD は当該合併に伴う債権者異議手続において異議を述べていない。会社法 799 条 4 項は債権者が異議を述べない場合は合併を承認したものと規定することに照らし、主張自体失当である。

### (3) 弁護士等の助言・指導の有無

CFHD に対する債務弁済期日の大幅な短縮が、当社にとって大きな不利益である以上、取締役の善管注意義務の履行として、旧経営陣がこの要求の当否、対応策等を弁護士等に相談することは必須であったというべきである。

中川氏及び伊藤氏は、当時の顧問弁護士であった E 弁護士（D 法律事務所所属。以下「E 弁護士」という。）に、適宜相談しながら CFHD との交渉を進めていた旨主張して、E 弁護士との間で送受信したメール履歴を提出したが、中川氏らから提出されたメールは、2025 年 1 月 8 日午後 5 時 43 分、松崎氏から E 弁護士に対し、「CFHD から年末に 1/7 付で借入の一括返済を求める催告書を受領しました。CFHD と交渉しまして、法的手続きはとらないのですが、借入の期間を 2025 年 1 月 31 日に変更し、以後 1 か月ごとの更新という条件であればということになっており、これ以上の交渉は厳しい状況です。そこで、修正合意書について、念のためご確認をお願いします。明日の取締役会にて借入条件の変更の決議となろうかと思えます。」旨記載して発信されたものにすぎない。

つまり、旧経営陣は、本件修正合意書の締結の前日夕方に至り、初めて、CFHD からの要求を受け入れ、弁済期日を大幅に前倒しすることを E 弁護士に報告したにすぎない。要するに、弁済期日の前倒しを所与の前提とし、本件修正合意書のドラフトの「念のための確認」を求めただけであり、上記メールは、CFHD からの要求の当否や対抗策を E 弁護士に相談したものではない。むしろ、本件修正合意書締結の直前まで、旧経営陣が E 弁護士に、本件催告書②における CFHD からの要求について何の相談もしていなかったことを示すものといえる。

その他、旧経営陣からは、CFHD からの要求の当否や対抗策につき、弁護士等の専門家に相談したことをうかがわせる資料は提出されなかった。

## 5 現金等による弁済ではなく ZEDHD 株式による弁済を選択したことについて

### (1) ZEDHD 株式譲渡時の当社の資産状況について

#### ア 現金預金の内訳及びキャッシュ・フローの状況

2025 年 1 月末時点での当社グループの連結精算表等の詳細な資料は不見当であった<sup>4</sup>が、2024 年 10 月末時点における当社グループの現金預金の内訳は下表のとおりであり（単位：千円）、当社は、単体で約 615 百万円の預金残高を有し、当社グループ全体の信託財産を除く現預金残高は合計約 1,551 百万円であった。

---

<sup>4</sup> 検討する前提としての会計資料につき、ZEDHD 配下法人の資料が当社に残されておらず、限定的な資料もしくは代物弁済直前ではない資料をもとに検討を行っている。



会社名	現金	当座預金	普通預金	信託預金 <sup>5</sup>	単純合計 <sup>6</sup>
当社	—	—	615,239	—	615,239
クシムインサイト	—	—	24,148	—	24,148
クシムソフト	—	—	138,811	—	138,811
チューリングラム	—	—	60,132	—	60,132
Web3t	—	—	1,433	—	1,433
ZEDHD	—	—	11,288	—	11,288
Zaif	—	—	408,594	6,775,000	7,183,594
Web3c	—	—	280,838	—	280,838
DCT	320	6,091	4,451	—	10,863
合計	320	6,091	1,544,938	6,775,000	8,326,349

また、当社のキャッシュ・フロー月次推移によると、現金及び現金同等物の残高は下表のとおりであり（単位：千円）、2025年1月末時点における当社の現金及び現金同等物残高は約376百万円であったと認められる上、そもそも、同月末時点の現金及び現金同等物残高は、同月中に実行された当社からZEDHDへの現金貸付(320百万円)等による影響で前月比減となっているところ、2024年12月末時点において、当社は約756百万円の現金及び現金同等物残高を有していたと認められる。

年	2024年		2025年			
月	11月度	12月度	1月度	2月度	3月度	4月度
現金及び 現金同等物	825,846	756,452	<u>376,644</u>	347,445	315,657	240,326

#### イ 有価証券の保有状況

2025年1月末時点での当社グループの投資有価証券の明細等の資料は不見当であったが、田原氏によれば、当時において、資金化可能である上場株式8億円相当の投資有価証券を保有していたと認識しているとのことである。

2024年10月末の当社の税務申告書に添付された勘定科目内訳書によれば、当時、当社は、ZEDHD株式以外の代表的な上場株式としてCAICA DIGITAL、フィスコ、ネク

<sup>5</sup> 顧客資産である暗号資産を、信託銀行などに信託財産として預け入れ、万一交換業者が倒産しても返還されるようにする制度にて使用される勘定科目である。信託銀行などで法的分離された口座・保管を通じて管理されるため、預金口座のように自由に出入金することはできず、また他の債務の弁済に充てることも困難となる。

<sup>6</sup> 連結上の内部取引消去は考慮していない単純合計である。

スグループの各株式を保有していたところ、その株数及び時価評価額は下表のとおりであり、2025 年 1 月 31 日終値による評価額は合計約 755 百万円であった。

銘柄（証券コード）	2024 年 10 月 31 日 株式数 （株）	2025 年 1 月 31 日終値 <sup>7</sup> による評価額 （千円）
CAICA DIGITAL（2315）	6,584,956	375,912
フィスコ（3807）	679,500	127,066
ネクスグループ（6634）	2,125,094	252,886
合計		755,865

## （2）ZEDHD 株式による弁済を選択したことの評価

前記のと通りの現預金残高や有価証券の保有状況からすると、CFHD に対する借入金債務の弁済につき、現金での弁済を行うか、若しくは、上場株式を売却・現金化して CFHD に対する弁済の原資とし、又は、当該上場株式による代物弁済を行うことも可能であったと考えられる。

この点、中川氏らは、当職によるヒアリングにおいて、現金による弁済につき、「Zaif にある現預金は、信託預金の 67 億円以外も財務健全性<sup>8</sup>の観点から、最大で 6～8 億円置いておかなければならないものであり、弁済に充てられる金銭はなかった。Zaif には新株予約権の対価として支払われた資金等もあったが、資金使途が決まっていたため、弁済に充てることはできなかった。他の子会社の預金については、運転資金であるので、運転資金以外の使途で使用する、親会社として補填しなければならないので、弁済に充てることはできなかった。そのため、弁済に充てることのできる現預金は存在しなかった。」などと述べて、現金による弁済は困難であった旨主張し、保有する有価証券を弁済に充てることについては、「上場株式の売却については、インサイダー取引にあたるため、現金化することはできなかった。また、カイカからも現金化できないので不要であると言われていたため、弁済に用いることはできなかった。」などと述べて、現金化及び当該上場株式による代物弁済のいずれも困難であった旨主張している。

<sup>7</sup> 2025 年 1 月 31 日時点調整後終値は、それぞれ(株)CAICA DIGITAL：57 円、(株)フィスコ：187 円、(株)ネクスグループ：119 円である。

<sup>8</sup> 暗号資産交換業における「財務健全性指数」(Financial Soundness Index)とは、日本の業界団体である一般社団法人 日本暗号資産等取引業協会 (JVCEA) の定める指標であり、財務健全性指数 (%) = 固定化されていない自己資本 ÷ (市場リスク相当額 + 取引先リスク相当額 + 基礎的リスク相当額) × 100 という計算式で算出する。暗号資産交換業者は、100%を下回らないことが求められており、財務健全性指数が 100%未満になると、改善措置を速やかに講じ、協会などに報告する必要がある。

しかしながら、いうまでもなく、新株予約権等の資金使途については合理的理由があれば変更することは可能である。さらに、財務健全性指数は 100%を下回っても直ちに免許等が剥奪されるわけではなく、財務健全性指数を改善するために必要な措置をとることになるというものにすぎない。いずれにしても、旧経営陣が主張する当該理由は、当社グループのほぼ全ての事業の譲渡及びこれによって当然に生じる継続企業の前提を危うくするという結果を生じさせてまで、優先すべき事柄であるとはいえない。そもそも、本件代物弁済は、Zaif を含む当社グループのほぼ全ての事業を譲渡するものであり、Zaif を譲渡するのであれば、当社が当社資金をもって Zaif の財務健全性指数を維持する必要など無く、そのための資金を保持する必要性も無いはずである。そうであるのに、財務健全性指数を維持するための資金であるとの理由で資金使途を変更せずに、財務健全性指数を維持すべき暗号資産交換業自体を譲渡するなどというのは本末転倒であると思われる。

また、旧経営陣は、当時の取締役会資料を見ても、また、現時点でも、新株予約権等の資金を弁済原資をとすることによって、Zaif の財務健全性指数がどの程度低下するか具体的な説明をしていない。かえって、2025 年 1 月 24 日以前の Zaif の財務健全性指数は半年前から 200%を超え続けていたところ、弁済原資を Zaif から拠出させるというのであればともかく、当社の現預金を弁済原資としたところで Zaif の財務健全性指数が直ちに 100%を下回るような事態になるとはおおよそ考えにくい。

次に、「上場株式の売却については、インサイダー取引にあたるため、現金化することはできなかった。」との主張についても、具体的に何がインサイダー情報であったかについても特定されていないし、CFHD が、換価性の高い上場株式ではなく、ZEDHD 株式の譲受を優先したことも不可解といわざるを得ない。

そもそも、中川氏・伊藤氏ら旧経営陣の主張において決定的に欠如しているのは、保有する現預金や有価証券による弁済ではなく、ZEDHD 株式による代物弁済という方法を選択した場合、当社傘下の主力事業会社である Web3t、チューリングム、Zaif 等が、その人的リソースごと CFHD に譲渡されてしまい、当社には収益性のある事業が残らず、事実上、会社清算に等しい状況に陥るということに対する視点である。

当社の株主らにしてみれば、Web3t、チューリングム、Zaif 等の事業会社による収益に期待して当社に出資していたにもかかわらず、これらの事業会社の全てが人的リソースごと他社に譲渡されてしまうというのは甚大な不利益にほかならない。

それにもかかわらず、旧経営陣は、中川氏提出の CFHD との交渉メモによれば、2025 年 1 月下旬頃に CFHD から ZEDHD 株式による代物弁済を提案されてから 2 週間も経過しない 2025 年 2 月 3 日開催の取締役会において、ZEDHD 株式の譲渡を決議して、これを即日実行したものであり、その事実経過に鑑みれば、旧経営陣が、当社株主の利益の最大化に向けて、十分な情報収集・分析、交渉等を行って善管注意義務を果たしたといえるかは甚だ疑問である。

実際に、当社は、2025 年 7 月 15 日、会計監査人から、「当中間連結会計期間に発生した臨時的な経営交代の過程で主要な子会社や資産が譲渡等された結果、事業や人材等を喪失し」たこと等を理由に、財務諸表に継続企業の前提に関する注記（GC 注記）がされた。なお、GC 注記に関連し、UHY 東京監査法人は、ヒアリングにおいて、2025 年 2 月 3 日に旧経営陣から本件代物弁済の実行の事実について報告を受けた際、旧経営陣に対して本件代物弁済によって事業が喪失してしまうことから GC 注記の検討が必要になる旨を説明した、と述べている。

## 第 7 本件代物弁済に付随して実行された不合理な取引等

代物弁済としての ZEDHD 株式譲渡が、当社の企業価値を大きく損なうものであったことは既述のとおりであるが、ZEDHD 株式譲渡に先立って、以下の取引が行われていたことも考慮すると、旧経営陣による一連の対応はますます不可解といわざるを得ないことを指摘しておきたい。

### 1 新規貸付の実行

旧経営陣は、2025 年 1 月 24 日、当社から ZEDHD に 320 百万円を貸し付けたほか、当社の子会社である株式会社クシムインサイト（以下「クシムインサイト」という。）からクシムソフトに 50 百万円、Web3t に 40 百万円を新規に貸し付けた（いずれも利率 2.0%、返済期限を約 10 年後の 2034 年 12 月ないし 2035 年 1 月とする無担保貸付）。

これらの新規貸付の総額は 410 百万円に上るところ、中川氏らは、当社の関連会社間の正当な資金移動であったかのように主張しているものの、利率 2%で 10 年後償還の貸付は正味現在価値を大きく減じるものであって、しかも、無担保での貸付であり、当社の企業価値を毀損するものというべきである。

加えて、上記各貸付実行からわずか 10 日後の 2025 年 2 月 3 日には、ZEDHD 株式が、クシムソフト及び Web3t もろとも、CFHD を経由してネクスグループに譲渡されたことからすると、上記貸付は当社の資金を社外に流出させて当社の企業価値を毀損するための準備行為であったとの疑いを禁じ得ない。

### 2 上場株式の譲渡

旧経営陣は、2025 年 1 月 24 日、Web3t に対し、当社が保有していた上場株式（前記第 6・5（1）イ参照）を譲渡代金 832 百万円で譲渡したところ、うち 800 百万については直ちに支払を受けるのではなく、返済期限を約 10 年後、利率を 2.0%とする、無担保での準消費貸借契約を締結した。

この準消費貸借契約についても、利率 2%で 10 年後償還、無担保という条件の準消費

貸借契約に経済合理性があるとはおよそいい難い上、その締結からわずか10日後にはZEDHD株式譲渡に伴って、上記上場株式の譲渡先であるWeb3tがCFHDを経由してネクスグループに譲渡されたことからすると、この株式譲渡についても、当社の資産を社外に流出させて当社の企業価値を毀損するための準備行為であったとの疑いを禁じ得ない。

### 3 既存貸付金の返済期限延長

2025年1月24日時点において、当社は、ZEDHDに対して合計650百万円、チューリンガムに対して110百万円の貸付残高を有し、クシムインサイトは、DCTに対して20百万円の貸付残高を有していたところ、旧経営陣は、同日、上記各貸付の返済期限を大幅に延長して2034年ないし2035年に後ろ倒しした。また、クシムインサイトは、クシムソフトに対して70百万円のアート購入代金債権を有していたところ、これについても、返済期限を2035年1月26日とし、元利金一括返済とする金銭消費貸借契約を締結して弁済期を後ろ倒しした。

これらの貸付金等の返済期限を大幅に後ろ倒しする合理的な理由はおよそ見当たらない上、その10日後には、貸付先のZEDHD、チューリンガム、DCT、クシムソフトのいずれもが、ZEDHD株式譲渡に伴って、ネクスグループに譲渡されていることからすると、上記各貸付金の返済期限の大幅な後ろ倒しについても、当社の企業価値を毀損するための一連の準備行為の一環として行われたことが疑われる。

### 4 当社のZEDHDに対する債権の1円譲渡

2025年2月3日時点において、当社は、ZEDHDに対する10.28億円の貸付残高を有していたが、旧経営陣は、同日、当該貸付債権をCFHDに1円で売却している。この事実に関し、同日開催された臨時取締役会の付議資料には、「カイカFHDから譲り受けたZEDHD向けの債権（1円で譲り受けた額面10.28億円<sup>9</sup>）について債権譲渡をすること」との記載があるが、取締役会議事録及び録音を確認する限り、当該譲渡に関する審議が十分に実施され、取締役会決議された形跡が見当である。

たとえ、当社が、ZEDHDに対する10.28億円の貸付債権を1円で譲り受けたとしても、同じく1円でCFHDに譲渡しなければならない合理的理由はおよそ見当たらず、当社の企業価値を毀損するための一連の準備行為の一環として行われたことが疑われる。

---

<sup>9</sup> 債権譲渡契約書によると、CAICA DIGITALから7.3億円の債権を1円で、CFHDから4.89億円の債権を1円で譲り受けている。その後、CFHDからの債権譲渡金額は、覚書によって、4.89億円から2.98億円に減額修正されている。

## 5 その他の人的リソース・物的リソースの流出

加えて、旧経営陣は、株主総会を延長した以降の期間において、当社の人的・物的リソースを、ネクスグループに移転させる等した。

すなわち、当社の各部門の人員は転籍・退職・契約切替により順次流出し、臨時株主総会で経営陣の交代が確定した 2025 年 4 月 30 日時点の当社の連結の従業員数は 0 名となり、従業員全員がネクスグループに移動している。

また、当社の会計システムやストレージの管理者権限も、ネクスグループに切り替えられ、会計データ、一部の請求書・契約書等の証憑、メールアドレス<sup>10</sup>、各種ウェブサービスのアカウント（クラウドに保存されていた営業資料等）も喪失した。

また、旧経営陣は、2025 年 3 月 21 日、当社所有のパソコンを、ネクスグループの子会社である株式会社ネクスに譲渡している。

## 第8 結論

現時点までの調査を前提として本件代物弁済に至る経緯を客観的に考察するに、旧経営陣は、2024 年 12 月 20 日に ZEDHD に当社子会社 4 社の各株式を譲渡した直後の 2025 年 1 月 9 日、CFHD に対する債務の弁済期限を 10 年近く前倒しする本件修正合意書の締結に安易に応じた後、わずか数週間のうちに、ZEDHD 又はその傘下となった子会社に多額の貸付や上場株式の譲渡を行う等して、いわば当社の資産の大部分を ZEDHD に集約した上、本件代物弁済を実行して、ZEDHD を CFHD に譲渡したものである。

その結果、当社は、既存事業のほぼ全てを失い、企業価値・株主共同の利益を著しく毀損されたといえ、その結果の重大性に鑑みると、当社は、旧経営陣に対し、本件代物弁済につき、善管注意義務違反の責任追及を検討すべきである。

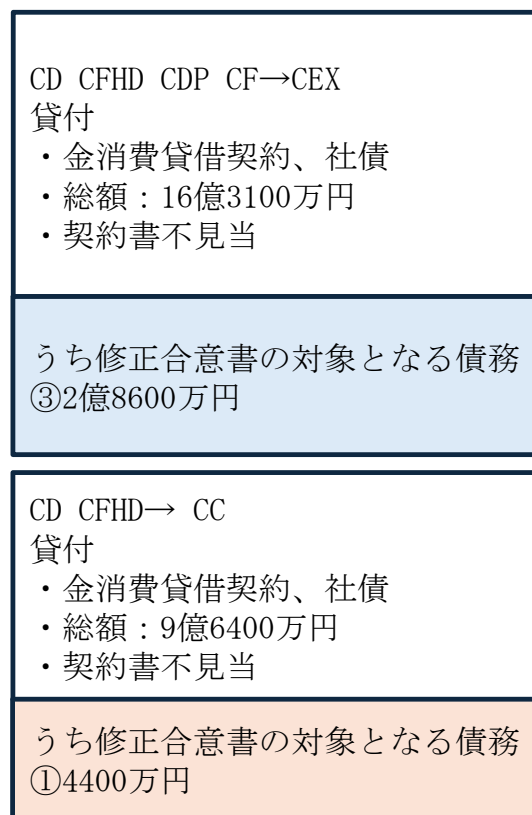
以 上

---

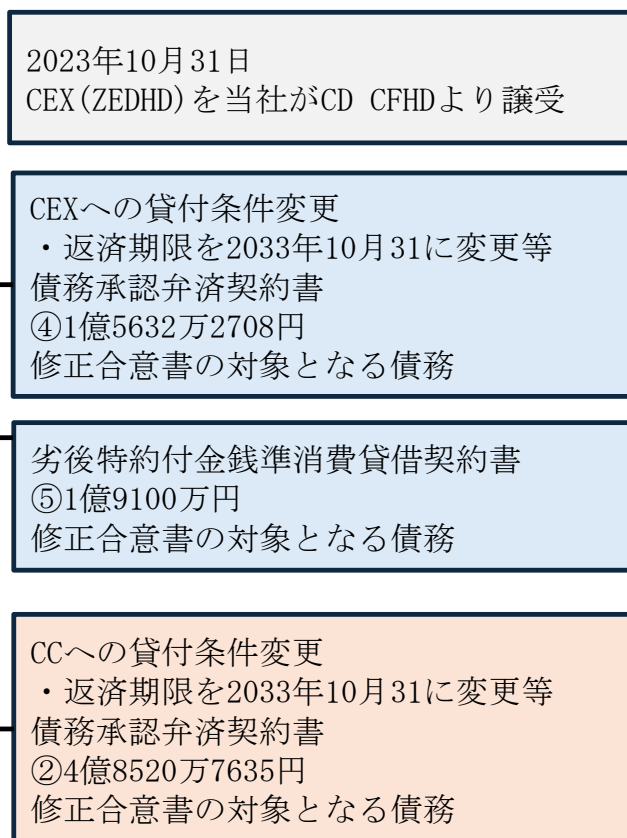
<sup>10</sup> なお、当職に対して当時のメールアドレスを資料として提出していることからすれば、旧経営陣はメールアドレスを保持しているものと思料される。

## 別紙1 修正合意書の対象となる債務発生経緯

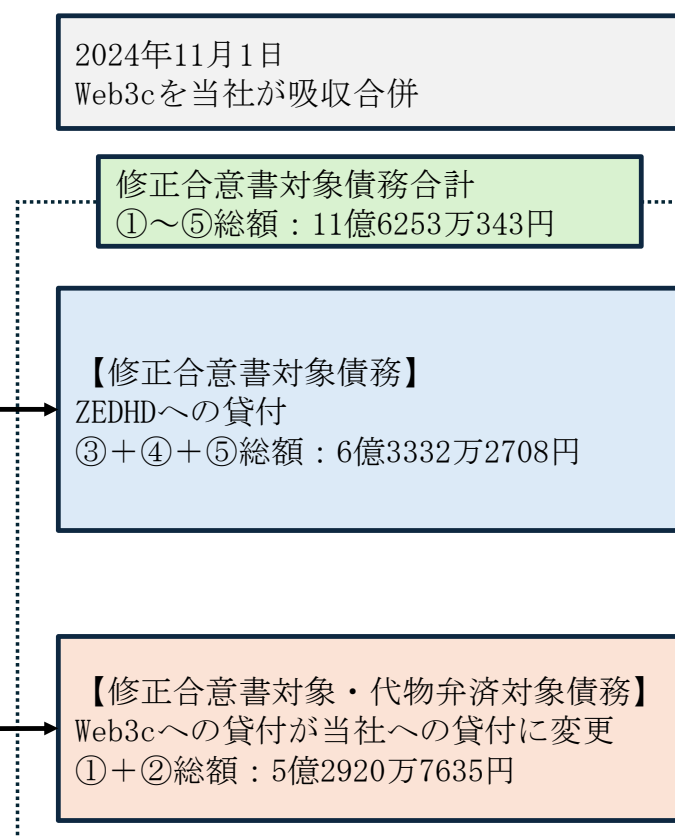
### 2023年10月以前(債務発生)



### 2023年10月・11月(債務変更等)



### 2024年11月(当社への債務移転)



CD：(株)CAICA DIGITAL / CDP：(株)CAICAデジタルパートナーズ / CF：(株)カイカファイナンス / CFHD：(株)カイカフィナンシャルホールディングス

CEX：(株)カイカエクスチェンジホールディングス / CC：(株)カイカキャピタル

修正合意書対象債務の発生時点ではCDP、CF、CFHD、CEX、CCはCDのグループ会社であり、CEX、CCは2023年10月に当社へのCEX株式譲渡により当社グループに移転した。CEXは譲渡後に(株)ZEDホールディングスに名称変更を行い、CCは(株)Web3キャピタルに名称変更した上で2024年11月に当社に吸収合併されている。

別紙2 修正合意書の対象債務内訳

2025年1月17日時点（単位：円）

借主	契約日	契約書名	契約時金額	金利	返済期限	残高
当社	2023/10/11	金銭消費貸借契約書	44,000,000	2.00%	2026/10/10	44,000,000
当社	2023/10/30	債務承認弁済契約書	485,207,635	2.00%	2033/10/31	485,207,635
					<b>当社計</b>	<b>529,207,635</b>
ZEDHD	2023/10/11	金銭消費貸借契約書	286,000,000	2.00%	2026/10/10	286,000,000
ZEDHD	2023/10/30	債務承認弁済契約書	156,322,708	2.00%	2033/10/31	156,322,708
ZEDHD	2023/10/30	劣後特約付金銭準消費貸借契約書	191,000,000	1.00%	2033/10/31	191,000,000
					<b>ZEDHD 計</b>	<b>633,322,708</b>
					<b>総合計</b>	<b>1,162,530,343</b>

※当社の債務合計 529,207,635 円は代物弁済の対象とされた債務である。



### 別紙 3 期限の利益喪失事由

#### 第 9 条 (期限の利益の喪失)

乙について次の各号の事由が一つでも発生した場合には、甲からの通知催告がなくても、乙は当然に期限の利益を失い、直ちに元利金全額を支払う。

- (1) 本契約に基づく債務の一つについてでもその履行を遅滞し、又は違約したとき
- (2) 債務の全部又は一部の履行が不能であるとき又は乙がその債務の全部又は一部の履行を拒絶する意思を明確に表示したとき
- (3) 監督官庁より営業の取消し、停止等の処分を受けたとき
- (4) 営業を停止したとき
- (5) 支払停止もしくは支払不能の状態に陥ったとき、自ら振り出しもしくは引き受けた手形もしくは小切手が不渡りとなったとき又は銀行取引停止処分を受けたとき
- (6) 信用資力の著しい低下があったとき又はこれに影響を及ぼす営業上の重要な変更があったとき
- (7) 第三者により差押え、仮差押え、仮処分その他強制執行もしくは担保権の実行としての競売又は公租公課の滞納処分その他これらに準じる手続が開始されたとき
- (8) 破産手続、民事再生手続、会社更生手続もしくは特別清算手続開始の申立てがあったとき又は債務整理の通知がされたとき
- (9) 合併による消滅、資本の減少、営業の廃止もしくは変更又は解散の決議をしたとき
- (10) 乙が合併、株式交換、株式移転又は乙の株主が全決議権の 2 分の 1 を超えて変動した場合など、乙の支配権に変動があったとき
- (11) 本契約に基づく債務に限らず、甲に対する他の債務の一つでも期限に返済しなかったとき、又は期限の利益を喪失したとき。
- (12) 甲に対する債務に限らず、乙が第三者との間で負っている債務の一つでも期限に返済しなかったとき、又は期限の利益を喪失したとき。
- (13) その他本契約を継続しがたい重大な事由が発生したとき

別紙 4 取締役会における個々の発言内容と質疑応答

質問者	質問内容	回答者	回答内容
小川取締役	本件代物弁済における ZEDHD の価値向上の経緯を踏まえた評価は適正か。	松崎取締役	E 社と第三者評価機関である C 社の 2 社より株式価値算定評価書を受領し、当該評価額を算定したことから、適正な価格であると認識している。
		中川取締役	当該価値算定において、財務状況、資産、キャッシュフローを総合的に検討するものであるが、2025 年 1 月末時点での ZEDHD の純資産は 10 億円以上の債務超過であり、同社子会社各社を連結した後も純資産は債務超過である。 また当社監査法人の見解としては、ZEDHD と傘下のチューリングラム、Zaif の収益向上を前提とした計画値は、これまでの実績から各社の事業計画において信憑性がないものと考えている。 そこで、今回第三者機関に改めて算定してもらい、現状の純資産及び実績による株価価値だけではなく、将来の収益性等を公正に算定した評価書のもとで、CFHD と交渉した結果の評価額であるから、適正価格であると認識している。
小川取締役	本件手続きにおいて認識されたリスクはあるか。	伊藤取締役	本件代物弁済に応じないとした場合、CFHD による資産差し押さえといった強制執行や、CFHD による破産申し立て等の法的手続きの実行が想定される。 その際は、開示事項にもなり、信用失墜、事業や収益基盤の崩壊から当社の株式の毀損につながり、上場維持または企業存続において大きな影響となりうるリスクであると認識している。
望月取締役	CFHD は現金での返済を求めてきたのか。	松崎取締役	CFHD は、現金一括での返済を要求しており、他の代物弁済も認めていなかったところ、ZEDHD 株式での代物弁済に関しては、買い手の見込みもあることから、検討の余地ありという見解であった。

		伊藤取締役	CFHD には期限の利益の延長及び分割返済を含むリスケジュール等も提案したが、CFHD としては債権回収が最優先という考えから、それら提案事項には一切応じないとする強硬な姿勢が示された。
小川取締役	融資を受け、その資金をもって返済するといった方法も検討されたか。	伊藤取締役	過去にも融資を依頼した経緯があり、その際、単体では赤字状態が継続していることから難しく、連結においても暗号資産にかかるビジネスに対して、金融機関としては、評価が厳しいということから、融資を受ける選択肢そのものが困難である。
田原取締役	今回の代物弁済において、ZEDHD 株式の当社保有分の何パーセントを譲渡することになるか。	松崎取締役	ZEDHD 株式の当社保有分の全てを譲渡することになる。
田原取締役	全ての当社保有分株式を弁済に充てた結果、事業が無くなる状態となり、暗号資産ビジネスにかかる成長を期待した株主に対してどのような説明をするつもりか。株主代表訴訟といったリスクについてどのように考えているか。	伊藤取締役	債権者からの一括返済要求に応じなかった場合の、債権者による破産申し立て等の手続きに伴う事業継続への懸念・リスクも見据えたうえでの判断を要するので、株主への説明に向けては慎重に今回の判断を行う必要があると考えている。 また、クシム及びクシムインサイトが持てる資産として、10 数億円の債務が無くなる中、一定の事業資金は残っている状態であることから、それを活用した M&A を含むビジネスを進めていく一案もある。
田原取締役	事案の重要性から、この場での決議は時期尚早で、さらに十分な審議が必要である	伊藤取締役	CFHD からの借入に対して、期限の利益が既に切れているためである。

	と考えるが、本日決議する理由は何か。		
田原取締役	現状においてなくなってしまう事業にかわる事業の計画はないのか。	伊藤取締役	これまでも行ってきたように、M&A による事業展開は方向性として検討している。
田原取締役	CFHD に代物弁済にて譲渡した ZEDHD の株式のその後の売却先は把握しているか。	伊藤取締役 中川取締役	把握していない。

また、本取締役会においては、下表のような、提言・意見が述べられた。

発言者	内容
小川取締役	株主への説明と事業計画に関する取締役会への速やかな提示について、改めて要望する。
中川取締役	CFHD との交渉の折には、これまで株主より応援という形で集まった資金に関しては、その資金使途通りに活用することに細心の注意を払った結果、CFHD が要求する金額の一括返済は到底困難な要求であるとの結論に至った。 その状況下において、当社にとって最も合理的な判断となりうる選択肢を探し、交渉を重ねた結果、代物弁済という選択に至った。
中川取締役	弁護士からの指導でもあるが、債権者からの債権回収の申し立てにおいて、株主との利害関係のみならず、債権者との調整も取締役や経営者は義務として求められるところであり、仮に債権者と交渉し適正な合意形成を行わなかった場合も、取締役としての責任放棄になり得る。 合意形成が可能な条件があり、さらにその条件に対して合理的な理由なく拒否した場合に生じるリスクが認識されているにもかかわらず、中長期的にそのリスクが顕在化するような強気の交渉や判断を強行して採択した結果、深刻的な財務ダメージ、社会的レピュテーションの失墜、さらには破産申し立てといった事態にもなり得ることから、本件に関してはその対応方法において、検討しつくしたと考えている。 2019 年にクシムおよびクシムインサイトの役員、経営陣に就任以降、当時赤字で何とかしなければという状態だった中、5 カ月間必死に考え抜き、クシムソフト社に出会った経緯を踏まえて、当時の状況と現状に大きな違いはなく、逆境を打

	開した経験を活かし、改めて事業方針を策定し、しっかりと説明責任を果たして ゴーイングコンサーンを維持していく。
--	--