



2025年8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) 代表取締役 田原 弘貴
電話 03-6427-7380 (代表)

調査者からの調査報告書（中間報告）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。

2025年8月26日に調査者による調査結果が当社に報告され、中間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 調査結果の概要

（1）中間報告に至る経緯

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、中間報告形式を選択しています。

（2）中間報告書の内容

調査結果については、添付の「中間報告書（公表版）」をご覧ください。

なお、中間報告書（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。

2 今後の対応

中間報告書では、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としています。

また、本調査結果を踏まえ、関係各所への対応を継続して行うとともに、本事案における旧経営陣に対する責任追求についても検討を進めております。法的手続の内容については決定次第、速やかにお知らせいたします。

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¹に代物弁済²（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。）

¹ 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。

² 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、シークエ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、『当社はシーク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³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 社株式、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とにかく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。

³ 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⁴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。

⁴ 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 ⁵	単純合計 ⁶
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

⁵ 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。

⁶ 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 ⁷ 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

前記のとおり、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⁸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、弁済に充てることが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。

⁷ 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。

⁸ 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、チューリングラム、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、チューリングラム、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、チューリングムに対して 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、チューリングム、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⁹）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。

⁹ 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¹⁰、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。

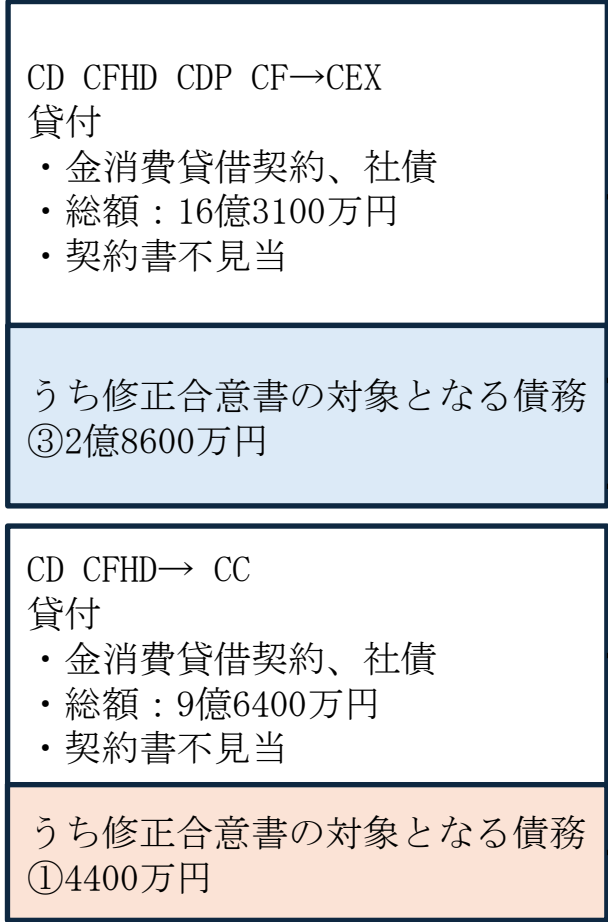
その結果、当社は、既存事業のほぼ全てを失い、企業価値・株主共同の利益を著しく毀損されたといえ、その結果の重大性に鑑みると、当社は、旧経営陣に対し、本件代物弁済につき、善管注意義務違反の責任追及を検討すべきである。

以 上

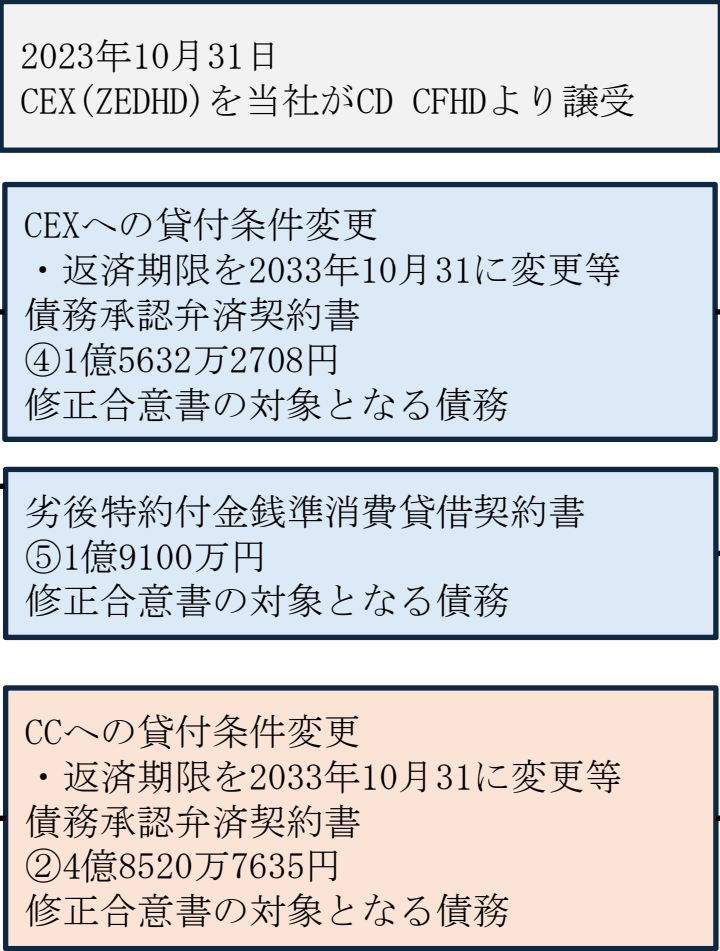
¹⁰ なお、当職に対して当時のメールアドレスを資料として提出していることからすれば、旧経営陣はメールアドレスを保持しているものと思料される。

別紙1 修正合意書の対象となる債務発生の際緯

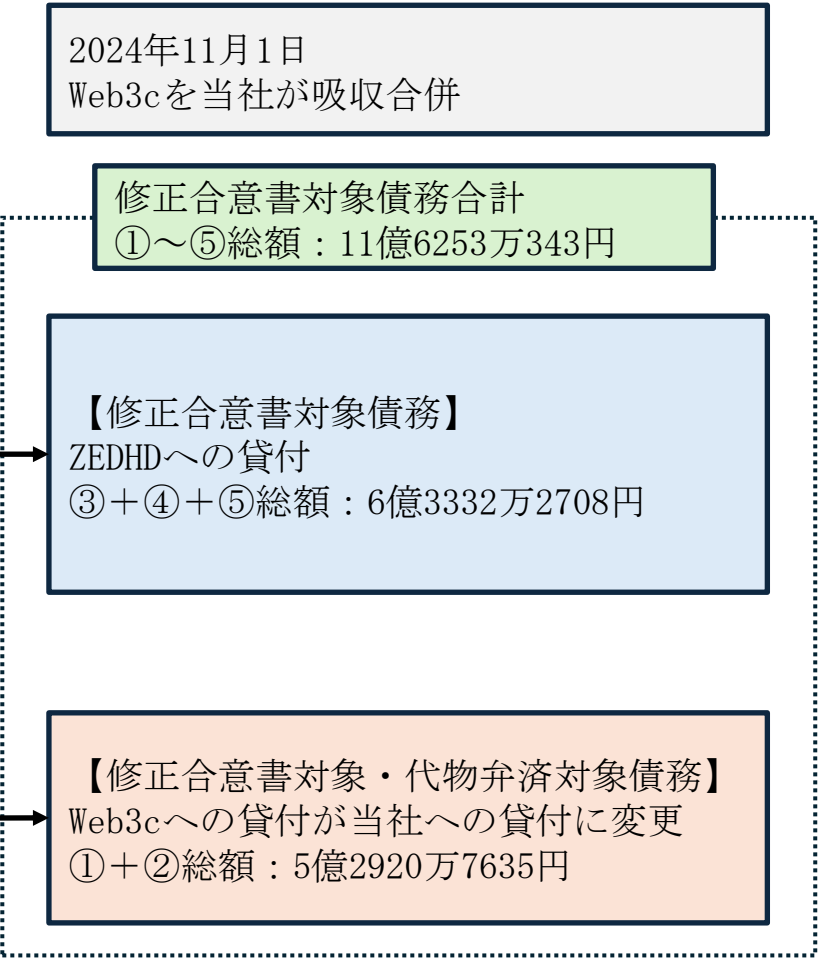
2023年10月以前(債務発生)



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
					当社計	529,207,635
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
					ZEDHD 計	633,322,708
					総合計	1,162,530,343

※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

F 氏

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
F 氏	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。
F 氏	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クジェーリング等も提案したが、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。
F 氏	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	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。

	議が必要である 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
F 氏	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

	<p>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。</p>
--	---