

---

---

# AMT/NEWSLETTER

## Capital Markets

---

2025年6月

### 非上場会社による顧客兼投資家創出のための株式の自己募集

弁護士 野原 新平 / 弁護士 原田 寛司

#### Contents

---

- I. はじめに
- II. スキームの概要
- III. 主要な論点
- IV. 今後の展望

#### I. はじめに

2024年10月31日、非上場会社である株式会社カブ&ピース(「カブアンド」)がカブアンド種類株式の募集(「第1期募集」)に係る有価証券届出書を提出し、2025年6月20日に当該募集に基づいてカブアンド種類株式を発行した。

カブアンドは、「目指せ、国民総株主」をテーマに、日本国内における株式投資家を増やし、日本国経済を活性化させることをミッションに掲げ、その展開する電気やガスなどの生活インフラ関連事業の顧客に対してカブアンド種類株式を発行するものとしている。自社やそのグループの顧客に対して有価証券を発行する例はこれまでも少数ながら存在しているが、自社の顧客に対し、顧客兼投資家の創出を目的として、未上場段階で大規模かつ継続的に種類株式を発行する例は本邦初となる。

当事務所は、カブアンドのカウンセラーとして、案件の組成段階より、会社法、金融商品取引法(「金商法」)を含むあらゆる法的側面から総合的にサポートする機会を得た。本ニュースレターでは、本件のキャピタル・マーケット分野を担当した当職らの立場から、カブアンドによるカブアンド種類株式の募集のスキームや主要な論点を概説しつつ、今後の非上場会社による株式の募集の展望にも触れてみたい。

なお、本ニュースレターの日付現在において、2025年12月22日を払込期日とするカブアンド種類株式の募集(「第2期募集」)に係る有価証券届出書が提出されているが、本ニュースレターはカブアンド種類株式に対する投資を勧誘することを意図するものではないことを念の為付言しておく。

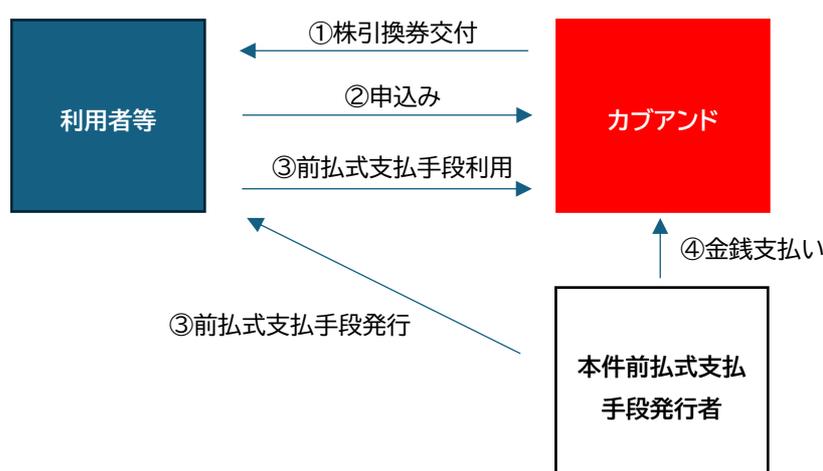
## II. スキームの概要

### 1. 自社の顧客に対してカブアンド種類株式を発行する仕組み

カブアンドがその顧客に対してカブアンド種類株式を発行する仕組みは、以下のとおりである。

- ① カブアンドは、自社の提供する電気、ガスその他のサービスの利用者、自社が不定期に開催するキャンペーンの応募者その他のカブアンドが定める所定の条件(「付与条件」)を充足した者(「利用者等」)に対し、サービスの利用金額などに応じた数の株引換券を付与する。株引換券は、カブアンドとの関係で1枚につき1円として扱われるポイントである。なお、株引換券の付与は、カブアンド種類株式の募集の申込期間内か否かにかかわらず、利用者等による付与条件の充足の都度行われる。
- ② カブアンド種類株式の募集の申込期間において、利用者等は、カブアンドのウェブサイトを通じて、申込株式数を指定してカブアンド種類株式の申込みを行う。
- ③ 申込期間の終了後、カブアンドは、利用者等からの申込みに係る株式数のうち、割当てを行うカブアンド種類株式数を決定し、当該決定を利用者等に通知する。割当ての対象となったカブアンド種類株式数に対応する株引換券は、所定の前払式支払手段発行会社(「本件前払式支払手段発行者」)と利用者等との間の事前の合意に基づき、本件前払式支払手段発行者が発行する前払式支払手段(「本件前払式支払手段」)に交換され、利用者等は、払込期日において、当該本件前払式支払手段をカブアンド種類株式の払込みに際して利用する。
- ④ 本件前払式支払手段発行者は、払込期日に、カブアンド、利用者等及び本件前払式支払手段発行者の間の事前の合意に基づき、本件前払式支払手段の利用に伴う精算金として、当該本件前払式支払手段相当額の金銭をカブアンドに支払う。当該金銭出資の履行に伴い、利用者等は株式受渡日にカブアンド種類株式を取得する。

上記の仕組みを図示すると、以下のようになる。



### 2. カブアンド種類株式の内容

普通株式と異なり、カブアンド種類株式の内容には以下の特徴がある。これらは、「目指せ、国民総株主」のテーマのもとで上場前にカブアンド種類株式を有する株主(「カブアンド種類株主」)を増やす一方で、カブアンドの将来的な上場を

見据え、普通株主の議決権を確保し、重要な業務を円滑に執行できるようにするために設計されたものである。

- ① カブアンド種類株式に対する剰余金の配当は、普通株式と同額・同順位となる。したがって、カブアンド種類株式と普通株式とで平時の経済的利益は共通している(なお、カブアンドは、現時点において配当実施の可能性及び時期については未定としている。)。一方、カブアンド種類株主に対して残余財産は分配しない。したがって、(平時ではない)会社清算時においては普通株主のみが経済的利益を享受することとなる。
- ② カブアンド種類株主に議決権はない。したがって、役員を選解任やカブアンドの重要な意思決定については、普通株主の議決権のもとで行うこととなる。加えて、カブアンドは、その定款において、会社法 322 条 2 項に基づく定めを置いており、カブアンド種類株主に対して損害を及ぼすおそれがある株式の種類を追加、株式の内容の変更及び発行可能株式総数又は発行可能種類株式総数の増加を除き、カブアンド種類株主を構成員とする種類株主総会の決議を要しないこととしている。これにより、普通株主のみがカブアンドのガバナンスに関与する仕組みとしている。
- ③ カブアンド種類株式には、3 種類の取得条項が付いている。一つ目は、普通株式を対価とする取得条項で、上場申請を行うことが取締役会で承認されることを条件として取得日を決定できるものである。これにより、カブアンドは、上場申請後円滑にカブアンド種類株式を普通株式に転換することができる(転換比率は 1 対 1 である。)。二つ目は、対価なしの取得条項であり、カブアンド種類株主が反社会的勢力に該当する場合にカブアンド種類株式を無償で取得できるというものである。これにより、反社会的勢力がカブアンド種類株主に紛れ込んでしまった場合にこれを排除することができ、上場時及び上場後のガバナンスの安定性を確保できる。三つ目は、金銭を対価とする取得条項で、カブアンド種類株主である特定の利用者等をカブアンドのサービス等から強制的に退会させる場合やカブアンドがカブアンド種類株主に対してする通知又は催告への返答が 6 か月以上ない場合に、該当するカブアンド種類株式を払込金額相当額で取得できるというものである。これにより、カブアンドのサービスの利用規約に違反する者や利用者等であるものの連絡が付かない者からカブアンド種類株式を取得することができる。
- ④ 株式の併合又は分割を行うとき、募集株式又は募集新株予約権の割当てを受ける権利を与えるとき、株式又は新株予約権の無償割当てを行うとき、及び単独株式移転の際に株式移転完全親会社の株式を交付するときには、普通株式とカブアンド種類株式とで同時・同一割合・同種株式で行う。これは、両株式の価値の差を維持することにより平時における経済的利益はカブアンド種類株主と普通株主とで共通させつつ、普通株主のみがガバナンスに関与するという考え方を反映している。
- ⑤ カブアンド種類株式には譲渡制限が付されている。そのため、カブアンド種類株主がカブアンド種類株式を換金するためには、原則として上記③の一つ目の取得条項により、カブアンドの上場申請後にカブアンド種類株式が普通株式に転換され、普通株式が上場した後に市場で売却する他ない。これにより、カブアンド種類株主としては、カブアンドの上場前に短期的利益のためにカブアンド種類株式を換金することができず、中長期的視点でカブアンドの業績の向上及び将来的な上場を期待することになる。カブアンド種類株主はカブアンドの顧客であると同時に株主であり、かつカブアンドを応援するファンでもあるという仕組みを作るための設計となっている。

以上がカブアンド種類株式の内容の概説である。会社法上、種類株式の内容は柔軟に設計することが可能である一方、種類株式の発行後に内容を変更することは困難であることから、本件のように種類株式を活用した仕組みを導入する場合には、当該仕組みによって実現したいガバナンス及び利益配分の在り方についてよく吟味し、それを踏まえて種類株式の内容を設計することが肝要である。

### III. 主要な論点

本件全体のストラクチャリングにあたって検討した論点は金商業規制や景品表示法等を含め多岐にわたるが、カブアンド種類株式の募集についてのスキームに関する主要な論点を概説すると、以下のとおりである。

#### 1. 自己募集と勧誘

カブアンド種類株式の募集においては金商法上の引受人(金商法 2 条 6 項)は存在せず、もっぱら発行会社(カブアンド)自身による自己募集が行われる。これは、未上場株式についての投資勧誘を原則として禁止する日本証券業協会の「店頭有価証券に関する規則」との関係で、証券会社は原則として未上場株式であるカブアンド種類株式の募集において個人投資家に対して取得勧誘を行うことができず、カブアンド自身で取得勧誘を行う必要があることが理由である。なお、発行会社(カブアンド)自身による有価証券の募集は「金融商品取引業」の定義から除外されている(金商法 2 条 8 項 7 号)ため、カブアンドはカブアンド種類株式の募集(取得勧誘)を自ら行うことができる。また、カブアンドの代表取締役社長である前澤友作氏に株式を集め、同氏から定期的に譲渡を行うことは、同氏が有価証券の売買等を業として行っていると評価される可能性があるため、金商業ライセンスの観点から採用が難しいことも踏まえ、カブアンドが自己募集を行う形としている。

なお、通常の株式の募集においては証券会社を通じて行うこととなる取得勧誘をカブアンド自身が行うこととなるため、テレビコマercial、X(旧 twitter)、YouTube 等のメディアを通じた勧誘活動も直接カブアンドが行うことを可能としている。この点、本件においては、カブアンドによる取得勧誘の一環として前澤友作氏の知名度を活かしたマーケティング活動が可能であることはメリットの一つとも言える。

#### 2. 募集の継続と条件決定のタイミング

カブアンド種類株式はカブアンドのサービスの利用者等に対して交付されるが、当該サービスの勧誘などの際に、サービスの利用に伴いカブアンド種類株式に最終的に交換可能な株引換券を付与することも一つの要素としてアピールされることとなる。したがって、カブアンドによる自社サービスに関する情報発信は、カブアンド種類株式の取得勧誘にも該当する可能性があることから、カブアンドに関する情報発信を行う前に有価証券届出書を提出していなければならず(金商法 4 条 1 項)、かつサービスの勧誘を行う限り常にあらかじめ有価証券届出書が提出されている状態である必要がある。このような事情から、カブアンドはサービスの提供を開始する前の 2024 年 10 月 31 日の段階で有価証券届出書を提出し、サービスの勧誘を開始している。

一方、同じ種類の株式の募集であっても、払込期日が異なるのであれば別募集であって別の有価証券届出書の提出が必要となると考えられている(企業内容等開示ガイドライン B4-11 参照)ため、第 1 期募集の払込期日である 2025 年 6 月 20 日以降も募集を継続するためには、第 1 期募集に係る有価証券届出書とは別の有価証券届出書を提出する必要がある。カブアンドは、第 2 期募集に係る有価証券届出書について、第 1 期募集の条件決定日(条件決定については後述する。)と同日である 2025 年 4 月 25 日に提出しているが、これは以下の理由による。すなわち、まず、①第 1 期募集と第 2 期募集とで同じ種類の株式を募集することから、カブアンド種類株式の評価額(カブアンド種類株式の評価額については後述する。)は同日であればそれぞれの募集で異なることはないが、第 1 期募集の条件決定日と異なるタイミングで第 2 期募集の有価証券届出書を提出する場合、それぞれの募集について別々にカブアンド種類株式の評価額を算定する必要がある。かかるカブアンド種類株式の評価額を算定するコストや、第 1 期募集の条件決定時に第 2 期募集に係る有価証券届出書の訂正届出書を提出する必要性に鑑みると、第 1 期募集の条件決定日より前に第 2 期募集の有価証券届出書を提出する意義は乏しい。次に、②第 1 期募集の条件決定日後、有価証券届出書の効力発生前に同有価証券届出書の訂正届出書を提出すると、タイミングによっては効力発生が遅れ(企業内容等開示ガイドライン B8-4)、申込期間の訂

正は原則として認められていないために(企業内容等開示ガイドライン B5-8 参照)、最悪の場合募集自体を中止する事態にもなりかねない。また、③第 1 期募集に係る有価証券届出書の効力発生後すなわち申込期間開始後については、訂正届出書を提出すると当該訂正届出書の内容を投資家に交付する目論見書に反映させなければならない(申込みを既に受け付けてしまっているものはやり直しとなる。)(金商法 15 条 4 項本文)ため、第 2 期募集を行うことの決定が第 1 期募集についての投資家の投資判断にとって重要な情報であり、第 1 期募集に係る訂正届出書を提出する必要があると考えられることに鑑みると、第 2 期募集に係る有価証券届出書は第 1 期募集に係る有価証券届出書の効力発生後から払込期日までの間にも提出することができない。さらに、④第 1 期募集の払込期日の時点で第 1 期募集に係る投資判断に必要な情報はすべて目論見書に記載されている必要があること(金商法 13 条 4 項)から、第 1 期募集に係る目論見書に第 2 期募集について記載しないままに、第 2 期募集に係る有価証券届出書を第 1 期募集の払込期日当日に提出することもできない。最後に、⑤カブアンドの場合、常に取得勧誘を行っていることになるというのは上記のとおりであるが、それゆえに第 1 期募集の完了(払込期日)から第 2 期募集の開始(有価証券届出書の提出)までに空白期間を設けることができないため、第 2 期募集に係る有価証券届出書は第 1 期募集の払込期日以前に提出する必要がある。上記①乃至⑤を勘案した結果、第 2 期募集に係る有価証券届出書の提出日は、第 1 期募集に係る条件決定日と同日としている。

カブアンド種類株式の発行価格は、後述のとおり有価証券届出書に見込額等を記載するにあたって同書提出前に評価機関からカブアンド種類株式の評価額を取得するのに加え、条件決定日付近でも改めて評価機関から評価額を取得したうえで、かかる評価額を勘案して決定される。これは、カブアンドは設立後第 1 期事業年度(2025 年 1 月期)が終了する前に第 1 期募集に係る有価証券届出書を提出しているため、当該有価証券届出書には財務諸表等の情報が含まれておらず、また設立後徐々に事業が拡大していくことが想定されるものの、上記のとおりサービス提供開始前に有価証券届出書を提出する必要があることから、有価証券届出書提出時点で第 1 期募集に係るカブアンド種類株式発行時点の会社の状況を評価することが難しいためである。カブアンドは第 1 期募集に係る有価証券届出書の提出により継続開示義務を負うこととなったが、投資判断に必要な情報をすべて開示し目論見書にも記載したうえで第 1 期募集の申込みを受け付ける必要があることから、有価証券届出書の企業情報として財務諸表等を含む第 1 期事業年度の有価証券報告書に対応した記載内容を盛り込むことができるようにするために、第 1 期募集の条件決定日は第 1 期事業年度(2025 年 1 月期)に係る有価証券報告書の提出と同日とし、申込期間は企業内容等開示ガイドライン B8-4 二に基づき条件決定日から中 3 営業日をもって効力発生した日からとした(同様に、第 2 期募集の条件決定日についても、第 2 期募集に係る有価証券届出書の企業情報として第 2 期事業年度の半期報告書に対応した記載を盛り込むため、半期報告書の提出日と同日を予定している。)。なお、第 1 期募集及び第 2 期募集のいずれについても、金商法 5 条 1 項但書、企業内容等開示府令 9 条の要件を満たさないため、発行価格を「未定」とすることはできず、当初有価証券届出書を提出する段階から発行価格の見込額又は想定発行価格の範囲を開示する必要があることから、当該発行価格の見込額又は想定発行価格の範囲についても提出日付近で取得する評価機関によるカブアンド種類株式の評価額を勘案して決定される。

### 3. 現物出資規制

上記のとおり、カブアンド種類株式を発行するにあたっては、同株式の申込者である利用者等が保有する株引換券が本件前払式支払手段に交換され、利用者等が本件前払式支払手段を利用することにより、本件前払式支払手段発行者からカブアンドに金銭が払い込まれることによってカブアンド種類株式の払込みが行われることとなるが、これは、主にポイントのように株式を配布したいというカブアンドのニーズと現物出資規制の両方に対応したものである。すなわち、サービスの利用者等に対しては、当該利用者等の現実の出金を伴うことなくポイントとして株引換券を配布することがサービスのマーケティング上有用である一方、利用者等が配布された株引換券を直接カブアンド種類株式の払込みに利用する形とすると、金銭以外の財産を出資する場合(現物出資)に該当し、会社法 207 条の規定に基づき、原則として検査役の選任等の手続が必要となってしまう。これでは、継続的に株式の募集を行っていくにあたって都度検査役を選任することとなってしまう、手続が煩雑化する。

そこで、ポイントである株引換券を現物出資するのではなく、本件前払式支払手段発行者が発行する本件前払式支払

手段にいったん交換し、利用者等による本件前払式支払手段の利用、本件前払式支払手段発行者からカブアンドへの払込金の支払いまでを一連のプロセスとして事前にカブアンド、利用者等及び本件前払式支払手段発行者の間で合意しておくことで、金銭出資の履行として構成している。

## IV. 今後の展望

カブアンドによるカブアンド種類株式の募集は、非上場会社である発行会社が、そのサービスの利用者等に対して大規模かつ継続的に株式を発行することにより、未上場段階から発行会社の理念に共感する顧客兼投資家を獲得し、当該顧客兼投資家に対して発行会社の成長を創業者と共に体験させることができる仕組みを提供するものであり、今後の非上場会社による資本市場への進出の新技术を示したものと評価できる。今後、非上場会社であっても、類似の手法を採用することで、資本市場において株式を自己募集により発行し、顧客兼投資家を獲得するという動きが出てくることを期待したい。

一方、未上場段階で一般投資家に対して株式を募集する場合、金商法上の開示規制に基づいて有価証券届出書や目論見書において募集の対象となる有価証券に対して投資をすることに伴うリスク等を適切に開示することは必須であり、発行会社ごとに開示すべき事項についての詳細な分析や、公募のマーケット・プラクティスを踏まえた実践的な判断が必要となる。加えて、継続開示義務の履行に伴うコストや、株主管理に係るコスト等にも未上場段階から留意する必要性が生じることから、非上場会社にとってはコスト管理の問題が発生する。これについては、先例の蓄積によるドキュメンテーション等の効率化に加え、各種利害関係者における柔軟な対応が今後期待される。

また、会社の成長ストーリーの一つの過程として上場を見据えるのであれば、上場に向けた業務執行を普通株主の判断で行うことができる仕組みを構築することや、上場に必要の手続(上場時の投資家によるロックアップへの同意を含む。)について、あらかじめ証券会社と協働することが必要となる。上記 III. 1.に記載のとおり、取得勧誘を直接行う主体としては証券会社が本スキームに関与することは難しいものの、上場時の上場推薦証券会社となることも含め、非上場会社に対しカブアンドと類似の仕組みをパッケージでアドバイスする証券会社の登場も期待される場所である。

カブアンドによるカブアンド種類株式の募集をモデルケースの一つとして、今後非上場会社が資本市場に適切にアクセスすることによって、我が国の資本市場がより発展することを願っている。

以上

- 
- 
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
  
  - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。  
弁護士 野原 新平 ([shimpei.nohara@amt-law.com](mailto:shimpei.nohara@amt-law.com))  
弁護士 原田 寛司 ([kanji.harada@amt-law.com](mailto:kanji.harada@amt-law.com))
  
  - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
  
  - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。
  
  - AMT/NEWSLETTER Capital Markets 発行責任者  
弁護士 吉井一浩、福田直邦、野原新平