



2020年9月30日

各 位

会社名 パ ス 株 式 会 社
代表者名 代表取締役 堀 主知ロバート
(コード番号 3840 東証二部)
問合せ先 管理本部長 塚田 岳士
(TEL. 03-6823-6664)

第三者割当による新株式及び第10回新株予約権の発行に関するお知らせ

当社は、2020年9月30日開催の取締役会において、下記のとおり、令和キャピタル有限責任事業組合（以下「令和キャピタル」といいます。）への第三者割当による新株式（以下「本新株式」といいます。）及び第10回新株予約権（以下「本新株予約権」といいます。）の発行を行うことについて決議いたしましたのでお知らせいたします。

記

1. 募集の概要

<本新株式の募集の概要>

| | |
|---------------------------|-------------------------------------|
| (1) 払 込 期 日 | 2020年10月16日 |
| (2) 発 行 新 株 式 数 | 普通株式2,189,800株 |
| (3) 発 行 価 額 | 1株につき金137円 |
| (4) 調 達 資 金 の 額 | 300,002,600円 |
| (5) 募集又は割当方法 (割 当 先) | 第三者割当の方法により、その全てを令和キャピタルに割り当てる。 |
| (6) そ の 他 | 上記各号については、金融商品取引法による届出の効力発生を条件とします。 |

<本新株予約権の募集の概要>

| | |
|--------------------------------|-----------------------------|
| (1) 払 込 期 日 | 2020年10月16日 |
| (2) 新 株 予 約 権 の 総 数 | 50,806個 |
| (3) 発 行 価 額 | 総額3,962,868円（新株予約権1個当たり78円） |
| (4) 当 該 発 行 に よ る 潜 在 株 式 数 | 5,080,600株 |
| (5) 調 達 資 金 の 額 | 700,005,068円 |

| | |
|-----------------------|--|
| | <p>(内訳)</p> <p>新株予約権発行分 3,962,868 円</p> <p>新株予約権行使分 696,042,200 円</p> <p>上記資金調達額は、本新株予約権の払込金の総額に、すべての新株予約権が行使されたと仮定して算出された金額の合計額です。新株予約権の権利行使期間内に行使が行われない場合及び当社が取得した新株予約権を消却した場合には、上記資金調達額は減少します。</p> |
| (6) 行使価額 | 1株当たり 137 円 |
| (7) 募集又は割当方法 (割当先) | 第三者割当の方法により、その全てを令和キャピタルに割り当てる。 |
| (8) その他 | <p>① 取得条項</p> <p>当社は、本新株予約権の割当日以降、東京証券取引所における当社普通株式の普通取引の終値が 20 取引日連続して、行使価額の 120%を上回った場合、当社は、当社取締役会が別途定める日（以下、「取得日」といいます。）の 2 週間前までに本新株予約権者に対する通知又は公告を行うことにより、当該取得日において本新株予約権 1 個につき金 78 円で、当該取得日に残存する本新株予約権の全部又は一部を取得することができます。また、2021 年 1 月末日以降は、東京証券取引所における当社普通株式の普通取引の終値が行使価額の 110%を超えた場合、当社は、取得日の 2 週間前までに本新株予約権者に対する通知又は公告を行うことにより、当該取得日において本新株予約権 1 個につき 78 円で、当該取得日に残存する本新株予約権の全部又は一部を取得することができるものとします。</p> <p>② 譲渡制限</p> <p>本新株予約権の譲渡については、当社取締役会の承認を要するものとします。</p> <p>③ その他</p> <p>前記各号については、金融商品取引法に基づく届出の効力発生を条件とします。</p> |

2. 募集の目的及び理由

(1) 資金調達の目的及び理由

(i) これまでの当社の経営戦略

当社グループでは企業価値向上を目的に、既存事業の成長拡大に向けた取り組みと新規事業の構築を推進してまいりました。通信販売事業においては、「女優肌」ファンデーションをはじめとしたエクスポーテ「EX:Beaute」ブランドの化粧品を中心に事業展開する当社連結子会社である株式会社マードゥレクス（住所：東京都渋谷区神宮前六丁目 17 番 11 号、代表取締役社長：八重樫宏志。以下「マードゥレクス社」といいます。）と、“美と健康”をテーマに美容・健康領域での旬な商品を企画・製造、仕入・販売する当社

連結子会社である株式会社ジヴァスタジオ（住所：東京都渋谷区神宮前六丁目17番11号、代表取締役社長：深野実。以下「ジヴァスタジオ社」といいます。）において、成長へ向けた様々な施策を講じてまいりました。

特にマードゥレクス社においては、販売促進を中心とする施策、中国における越境 EC での拡販及び新たに中国国内 EC・実店舗での展開へ向けたパートナー開拓を進めてまいりましたが、両社の売上高は2017年3月期が3,044百万円、2018年3月期は3,087百万円と伸び悩みが続きました。2019年3月期は3,615百万円と、クレンジング商品の販売が好調に推移したことにより17.1%の伸びが見られましたが、2020年3月期においては、取扱商品の縮小並びに短期的なコスト削減を目的とした広告宣伝費の削減及び新商品開発の抑制の結果、売上に大きくマイナスの影響があり、2,366百万円（前年同期比34.5%減）となりました。

今後の成長が著しいとの見通しで参入したブロックチェーン関連事業においては、ブロックチェーン技術を用いた新規事業の企画・提案・システム実装・導入・新規事業資金の調達手段としての ICO に関するコンサルティングの提供をめざしてまいりましたが、ブロックチェーン技術の導入へ向けた具体的アクションを起こすのは大手企業の一部に限られてきたことから、当社のターゲット層となる中堅企業では未だ様子見している状況であることも影響して当社のブロックチェーン関連事業は当初の見通しを大きく下回りました。

その結果、2020年2月14日に公表しました「当社のブロックチェーン関連事業からの撤退についてのお知らせ」に記載の通り、当社のブロックチェーン事業が市場プレゼンスを確立するには相当の期間を要するとの判断から当該事業から撤退をすることにいたしました。

また、当社グループにおいては、前連結会計年度において、営業損失546,216千円、親会社株主に帰属する当期純損失777,815千円、営業活動によるキャッシュ・フローの赤字345,698千円を計上し、2021年3月期第1四半期連結累計期間においても営業損失134,716千円、親会社株主に帰属する四半期純損失134,428千円を計上したことから、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況が存在しており、2020年9月4日付「2021年3月期第1四半期報告書」（以下「四半期報告書」といいます。）において、以下のとおり、継続企業の前提に関する事項を記載しております。

（継続企業の前提に関する事項）

当社は、四半期報告書に記載のとおり、2021年3月期第1四半期連結累計期間において、売上高472百万円（前年同期比24.0%減）となりました。

なお、新型コロナウイルス感染症の影響による売上高減少が見込まれることから、これまでの事業運営の見直しが不可欠となったことで、収益構造や抜本的な財務体質の改善を行っております。当該ウイルス感染症拡大が懸念される中で世界経済・日本経済の見通しは、今後の拡大ペースや終息時期も不透明であり、終息後も経済低迷が長期化しかねない状況であるため、当社グループの今後の業績や資金繰りに悪影響を与える可能性があります。

当該四半期報告書に記載された「継続企業の前提に関する重要事象について」のとおり、当社グループには、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせる事象又は状況が存在しております。

当社グループでは、当該事象または状況を解消するため、以下の施策を進め、当社グループの収益構造を抜本的に改革していくとともに、継続した財務基盤の強化を図ります。

①本業への集中

当社グループは、美と健康を事業領域として定め、当該事業に人的資源および資金を集中して成長を目指してまいります。M&Aによる投資機会があった場合にも、既存事業の成長につながるような関連多角化を行い、非関連多角化は、相当の収益性が見込める場合などに、投資機会を限定してまいります。

②店販チャンネル

当社が取り扱っている化粧品は、現在においても、店頭でお買い上げいただける機会が多い商品です。販売力のある店舗様への営業活動を強化するとともに、それらの店舗のお客様のニーズにマッチする商品を開発し、投入してまいります。

③定期便モデルの強化

スキンケア商品等の商品を、定期便によって継続的にご購入いただける仕組みを強化してまいります。そのために、そのような商流の構築に強く、投資資金のある事業者との提携も進めてまいります。

④リブランディング投資

当社の商品は、長期にわたりご愛顧いただいている根強いファンのお客様がいます。こうしたお客様との関係を大切にしながら、新たなお客様にも当社の商品をご利用いただけるよう、デジタルマーケティング等の手法を用いて、リブランディングを行ってまいります。

⑤経費削減

業務の効率化による販売費および一般管理費のさらなる削減や、その他の経費見直しを行ってまいります。また、広告および販促活動の効果を見極め、非効率な広告・販促投資を控えることにより、収益に悪影響を与えることのないコスト削減を行ってまいります。

⑥財務基盤の強化

手元流動性を確保して安定的な事業運営を行うとともに、中長期にわたる成長を見込んだ投資を行えるような財務基盤を確立するために、安定的な資金調達を行ってまいります。

以上のような対応策を実施していることから、継続企業の前提に関する重要な不確実性は認められないものと判断しております。

(ii) 今後の当社の成長戦略

① 既存事業の安定黒字化

当社グループの既存事業としてのマードゥレクス社の化粧品事業とジヴァスタジオ社の美容・健康関連事業においては、ジヴァスタジオ社は自社製品の扱いを増強することが利益率向上において重要であり、そのための自社新商品の開発を積極的に行っていく計画であります。

また、マードゥレクス社の化粧品事業は、引き続き競合他社が増加しつつ、様々な新商品が市場に投入されている中、市場におけるポジショニングに鑑みて、極めて当たり前ではありますが、新規の顧客獲得による安定的な固定顧客の増加が非常に重要であり、そのために以下のような施策を計画しております。

- A) 前期行ったような既存製品に対して、短期的な収益改善を目的とした広告宣伝費の抑制ではなく、新規顧客獲得のためにマードゥレクス社のブランド価値の向上へ向けた投資及び広告宣伝費として YouTuber・メディアとのコネクションや SNS 広告の強化などを行ってまいります。
- B) 「Ex:Beaute」ブランドは成長に伸び悩みが見られることから、スキンケア商品の拡充を企図し

た、当社主力商品である「クッションファンデーション」の成功と同じくしてスキンケア商品を中心とした、新商品開発を行ってまいります。(※1)

- C) 消費者の生活シーンに合わせたメイクの提案を行っており、春夏秋冬の季節ごとに合わせたシーンでのポイントメイクからベースメイクに至るまで、季節商品を限定品として販売してまいります。
- D) 「Ex:Beaute」ブランドは、来年20周年を迎えるに当たり、新たなお客様と出会う為に、新商品の開発や更なるPR活動を行い、店頭什器の刷新等リブランディングに向けた取組みを進めてまいります。依って、幅広く多くのお客様に当社商品をご利用いただくこと、創業当初より長くご愛顧いただいているお客様に、定期便を利用してリピート販売を行い、継続的に顧客との絆を強固にすることは、当社グループの成長に資するものと考えております。

これらの投資金額規模やタイミングについては、企業価値向上に繋がる投資であるかを慎重かつ適切に判断し対応していくことで中期的に安定的な収益化を目指してまいります。

② 事業拡大のための投資及びM&A

マードゥレクス社は化粧品事業に19年、ジヴァスタジオ社は美容・健康関連事業に15年の経験を持ち、それぞれの事業領域での実績を踏まえた親和性の高い領域での新たな商材や事業モデルをM&Aにより取り込むことで当社グループの事業価値を高めていくことを目指します。

グループの企業価値向上と事業基盤強化を進め、競争力を高めるとともに、自然由来の成分に特化した有用成分を国内外の研究機関と共同開発を行う会社を設立もしくは資本参加をすべく、急ピッチで検討(※2)しております。

これらの相手先選定にはシナジー効果による企業価値の拡大を期待できるシナリオも描けるかがポイントとなり、当社の流通網への拡販/プロモーション、既存顧客への重ね売り(買収先の商材/サービスを既存の顧客へ販売)などを想定いたします。

(※1) 商品発売前のため、マーケティング上の企業機密として現時点では開示できませんが、発売後の適切な時期に適時開示を速やかに行ってまいります。

(※2) 現時点では多くの研究機関及び企業の選定の段階であり具体的には何も機関決定されておられません。

以上のとおり、既存事業の安定黒字化に向けた企業価値向上に繋がる事業展開と、当社の最先端技術におけるノウハウを生かした新たな商材を手掛ける事業領域への参入を目的として投資を行うための資金調達が必要であり、また、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況が存在していることから、手元流動性を確保して安定的な事業運営を行うとともに中長期にわたる成長を見込んだ投資を行えるような財務基盤を確立するために、速やかに安定的な資金を調達することが必要であると考えたことから、本新株式及び本新株予約権による資金調達を実施することといたしました。

(2) 資金調達の方法として本新株式及び本新株予約権を選定した理由

上記「(1) 資金調達の目的及び理由 (ii) 今後の当社の成長戦略」に記載した内容を進めるに当たり、既存株主への影響を抑えながら機動的な資金調達ができる方法を検討してまいりました。様々な調達方法

がある中、それぞれのメリット・デメリットを勘案した結果、本新株式と本新株予約権の発行を組み合わせ今回の資金調達スキームは、本新株式により、財務体質の強化及び事業成長のために、一定の額を速やかにかつ確実に調達できる方法であり直近の資金需要に対処するとともに、本新株予約権により割当先が当社に対して段階的に投資を行うことができるように配慮したものであります。加えて、当社及び当社既存の株主にとっても、本新株予約権は一度に大量の新株式を発行しないため、既存株式の希薄化が段階的に進む点で優位性があると判断して採用いたしました。

<他の資金調達方法と比較した場合の特徴>

A. 金融機関からの借入

金融機関からの間接金融による資金調達に関しては、現状の当社の業績・財務内容を踏まえれば、極めて困難と考えられます。また、必要な調達資金全額を借入金によって賄った場合の返済や金利は、短期的なキャッシュ・フローを悪化させる恐れがあります。

B. 第三者割当による新株発行のみの場合

第三者割当による新株発行のみの場合は、一度に新株式を発行して資金調達が完了させることができる反面、1株あたりの利益の希薄化が同時に発生し、新株予約権の発行と比べて株価への影響が大きくなる可能性があります。

C. 公募増資の方法による新株式発行

公募増資に関しては、調達金額に比べてコストが高く、当社の現在の業績の状況等を考慮すると必要な資金が調達できるかは不透明であり、実現可能性は低いと考えられることから、現時点における資金調達方法としては合理的でないと判断いたしました。

D. 私募社債の発行

引受先が見ついている場合は、短期間・低コストで比較的容易に発行が可能である一方、金利負担が発生することに加え、引受先を見つけることが困難であると判断いたしました。

なお、当社が重視した本新株予約権のメリット及びデメリットとなる要素は以下のとおりであります。

<メリットとなる要素>

- i 本新株予約権は、昨今その商品設計等について市場の公平性や既存株主への配慮といった観点からの懸念が示される行使価額修正条項付きのいわゆるMSCBやMSワラントとは異なり、行使価額及び割当株式数の双方が固定されていることから、既存株主の保有する株式価値の希薄化に配慮した内容となっていること。具体的には、上記の本新株予約権の主な特徴のとおり、本新株予約権は発行当初から行使価額は137円で固定されており、また、本新株予約権の目的となる株式の総数についても、発行当初から5,080,600株で固定されているため、将来的な市場株価の変動によって潜在株式数が変動することはないこと。
- ii 本新株予約権の行使は、その行使の時期（期間）が分散されるものと見込まれることから、短期間に大量の株式を発行する公募増資などと比べ、当社株式の需給関係への影響を一定程度軽減させることが期待できること。

<デメリットとなる要素>

- i 本新株予約権の行使が進んだ場合、5,080,600株の新株式が交付されるため、既存株式の希薄化が生じること。
- ii 本新株予約権の行使請求期間である、2020年10月16日から2021年10月15日までの1年間の期間内に、市場の動向等の要因により、本新株予約権の行使が十分に進まない可能性があり、その場合、新たな資金調達などを検討しなければならなくなること。

既存の株主の皆様には本新株式及び本新株予約権の発行により短期的には株式価値の希薄化が生じることとなりますが、既存事業の安定黒字化やM&Aによる事業拡大を実現することが、経営の安定及び当社の企業価値の向上につながることであり、中長期的な観点から見れば、既存株主の株式価値向上につながるものと認識しております。

(3) 本新株予約権の特徴

本新株予約権の主な特徴は、次のとおりとなります。

- i 本新株予約権は、発行当初から行使価額は137円で固定されており、行使価額修正条項付きのいわゆるMSCBやMSワラントとは異なり、将来的な市場株価の変動によって行使価額が変動することはありません。また、本新株予約権の目的となる株式の総数についても、発行当初から5,080,600株で固定されており、将来的な市場株価の変動によって潜在株式数が変動することはありません。なお、株式分割等の一定の事由が生じた場合には、行使価額及び割当株式数の双方が本新株予約権の発行要項に従って調整されます。
- ii 本新株予約権には、「1. 募集の概要(8) その他」欄に記載のとおり、東京証券取引所における当社普通株式の普通取引の終値が20取引日連続して行使価額の120%を上回った場合、及び、2021年1月末日以降は、東京証券取引所における当社普通株式の普通取引の終値が行使価額の110%を超えた場合、一定の手続きを経て、当社は本新株予約権の全部又は一部を取得することができる旨の取得条項が付されております。かかる取得条項により当社は、事業戦略の進捗次第で将来的に資金調達ニーズが後退した場合、又はより有利な他の資金調達手法が確保された場合には、その判断により取得条項に従い本新株予約権者の保有する本新株予約権の全部又は一部を発行価額相当額で取得することができ、本新株予約権の発行後も資本政策の柔軟性を確保することができます。
 なお、本新株予約権に買取請求権(取得条項)を設定することは、当社の資本政策の柔軟性を確保しておく観点からも、割当先の行使促進を促すという観点からも、当社にとっては有利であります。
- iii 本新株予約権には、「1. 募集の概要(8) その他」欄に記載のとおり、譲渡制限条項が規定されており、本新株予約権の譲渡については、当社の取締役会の承認を要するものとしております。

3. 調達する資金の額、使途及び支出予定時期

(1) 調達する資金の額(差引手取概算額)

| | | |
|-----|------------------|----------------|
| ① | 払込金額の総額 | 1,000,007,668円 |
| | (内訳) | |
| (ア) | 本新株式発行による 調達額 | 300,002,600円 |

| | |
|---------------|---------------|
| (イ) 本新株予約権の発行 | 3,962,868 円 |
| (ウ) 本新株予約権の行使 | 696,042,200 円 |
| ② 発行諸費用の概算額 | 17,000,000 円 |
| ③ 差引手取概算額 | 983,007,668 円 |

- (注) 1. 発行諸費用の概算額には、消費税等は含まれておりません。
2. 発行諸費用の概算額の内訳は、弁護士費用 8,000 千円、本新株予約権公正価値算定費用 1,500 千円、登記費用、司法書士報酬等のその他諸費用として 7,500 千円を予定しております。
3. 本新株予約権の権利行使期間内に行使が行われない場合には、上記払込金額の総額、発行諸費用の概算額及び差引手取概算額は減少いたします。
4. 登記費用につきましては、新株予約権の権利行使のタイミング、回数等の理由により、変動する可能性がございます。

(2) 調達する資金の具体的な用途

a. 本新株式の手取金の用途

| 具体的な用途 | 金額 (百万円) | 支出予定時期 |
|----------|----------|------------------------|
| ①借入金の返済 | 80 | 2020 年 10 月 |
| ②新製品開発費用 | 96 | 2020 年 10 月～2022 年 3 月 |
| ③新製品広告費用 | 124 | 2020 年 10 月～2022 年 3 月 |

b. 本新株予約権の手取金の用途

| 具体的な用途 | 金額 (百万円) | 支出予定時期 |
|-------------|----------|------------------------|
| ③新製品広告費用 | 116 | 2020 年 10 月～2022 年 3 月 |
| ④既存製品広告費用 | 140 | 2020 年 10 月～2022 年 3 月 |
| ⑤事業拡大のための投資 | 100 | 2020 年 10 月～2022 年 3 月 |
| ⑥運転資金 | 327 | 2020 年 10 月～2022 年 3 月 |

- (注) 1. 調達した資金につきましては、支出するまでの期間、銀行口座において安定的な資金管理をいたします。
2. 手取金の用途の優先順位は上記①から⑥までの記載順となります。
3. 資金用途の具体的な内容は、それぞれ以下のとおりとなります。

①借入金の返済

下記「6. 割当先の選定理由等 (2) 割当先を選定した理由」に記載のとおり、当社グループが令和キャピタル有限責任事業組合から 2020 年 7 月 21 日に借り入れた 80 百万円は、本新株式及び本新株予約権の発行により返済期を迎えることから、本新株式及び本新株予約権の発行による手取金のうち同額をその返済に充当することを見込んでおります。

②新製品開発費用

当社グループにとって、その中核をなす化粧品の通信販売事業における新たな成長の原動力となるよう

な新商品の開発を行い、顧客層高齢化に伴う次世代顧客獲得に向けた取り組みが必要であることから、マードックス社及びジヴァスタジオ社が新商品を開発するための研究費等として、96百万円を支出することを見込んでおります。

発売前のため詳細を開示出来ませんが、新商品開発、新規販路開発を計画しております。

具体的な内容は、新商品及び新たな販路を開始後速やかに開示いたします。

③新製品広告費用

上記②に記載の新商品の開発と併せ、当社グループは、「ブランド価値向上」を実現するにあたり顧客基盤の刷新、新たなターゲット年齢層の開拓と顧客基盤化、デジタルマーケティング等による効果的な販促施策の展開を予定しており、テレビショッピング、カタログ、Web及び店頭での販売のためSNSやYouTube等を通じた広告費用として240百万円を支出することを見込んでおります。

④既存製品広告費用

当社グループの既存製品である「クッションファンデーション」、夏季限定商品として前期3万個、今期4万個以上（前年対比140%）を安定的に出荷している「クールフィットパウダー」の両商品は、大手バラエティーショップを中心に500店を超える店舗数でプロモーション什器展開を行い、足元の売上を牽引しておりますが、これらの成功事例を、更なる継続的なものとするべくSNSやYouTube等を通じた広告が必要であり、その費用として140百万円を支出することを見込んでおります。

⑤事業拡大のための投資

当社グループは、美と健康に関わる新規の事業への投資を通じた事業の拡大を検討しており、他社の株式の取得及び新会社設立のための新規投資費用として100百万円を支出することを見込んでおります。対象先については、上記「2. 募集の目的及び理由（1）資金調達の目的及び理由（ii）今後の当社の成長戦略 ② 事業拡大のための投資及びM&A」に記載のとおり、自然由来の成分に特化した有用成分を国内外の研究機関と共同開発を行う会社を設立もしくは資本参加することを検討対象としておりますが、現時点では多くの研究機関及び企業の選定の段階であり具体的には機関決定されておられません。なお、当該投資に関しては現時点で決定した案件はなく、支出は各案件の進捗に応じて、段階的に行われることとなります。現時点で支出予定時期を具体的に想定することは困難ですが、具体的な資金使途が確定した場合は、適切に開示いたします。

また、手取金が2022年3月までに事業拡大のための投資資金として充当されない場合には、既存製品及び新製品を提供するための運転資金に充当いたします。

⑥運転資金

上記のほか、上記「2. 募集の目的及び理由（1）資金調達の目的及び理由（i）これまでの当社の経営戦略」に記載のとおり、当社グループにおいて継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況が存在していることも踏まえて、当社グループが安定した事業運営を継続していくための資金として、327百万円を支出することを見込んでおります。

4. 資金使途の合理性に関する考え方

本第三者割当によって調達する資金は、借入金の返済や運転資金のみならず、当社グループの基幹事業であります通信販売事業における商品開発や広告費に充当されるとともに、更なる事業成長のための投資を行うことで、当社グループの新たな基盤づくりに寄与するものであります。

財務基盤が更に安定することは勿論のこと、当社グループの企業価値の向上及び株主価値の向上に繋がるものであり、本件資金使途は合理的と考えております。

5. 発行の条件等の合理性

(1) 発行価額の算定根拠及びその具体的内容

a. 本新株式

本新株式の発行価額につきましては、本新株式に係る取締役会決議日の直前取引日(2020年9月29日)の株式会社東京証券取引所第二部市場における当社普通株式の終値147円に対して93.20%を乗じた金額の137円といたしました。

上記発行価額は、直近の市場価額に基づくものが合理的であると判断したこと及び、日本証券業協会「第三者割当増資の取扱いに関する指針」(平成22年4月1日付以下、「日証協指針」といいます。)によれば、第三者割当により株式の発行を行う場合には、その払込金額は原則として株式の発行に係る取締役会決議の直前日の価額(直前日における売買がない場合は、当該直前日から遡った直近日の価額)を基準として決定することとされているため、本新株式の発行価額を決定する際にも、本新株式に係る取締役会決議の直前営業日の終値を基準といたしました。

また、発行価額のディスカウント率については、当社と割当先との発行価額における交渉の結果、割当先が負う本新株式の価格下落リスク等を勘案して、日証協指針に準拠する10%を超えない範囲で、相応の率をディスカウントすることはやむを得ないと判断し、発行価額について割当先のディスカウントに対する要望を受け入れた結果によるものとなります。

当該発行価額は、直近の市場価格に基づくものが合理的であると判断したこと及び本新株式に係る取締役会決議日の直前1か月間の終値平均値147円に対して6.80%のディスカウント、当該直前営業日までの3か月間の終値平均値157円に対して12.74%のディスカウント、当該直前営業日までの6か月間の終値平均値159円に対して13.84%のディスカウントであり、日証協指針を勘案し、割当先と協議のうえ決定したものであり、特に有利な発行価額には該当しないものと判断いたしました。

本日開催の当社取締役会にて監査役3名(うち、社外監査役2名)が、本新株式の発行価額は日証協指針に準拠しているとともに、取締役会決議日の直前取引日における終値を基準に発行価額を決定したことについて、当該終値が直近の当社の株式価値を適正に反映しているとの会社の判断は妥当であるとする旨の意見も合わせて表明しております。

b. 本新株予約権

本新株予約権の発行価額の決定に際して、公正を期すために第三者評価機関である株式会社スチュアートマクラーレン(住所:東京都港区東麻布一丁目15番6号、代表者:代表取締役 小幡 治)に対して本新株予約権の発行価額の算定を依頼いたしました。同社は発行会社及び割当先の行動に関してそれぞれから聴取した事項を踏まえて発行会社の行動(基本的に割当先の権利行使を待つが、株価終値が20取引日連続して行使価格の120%を上回った場合、又は、2021年1月末日以降は110%を上回った場合には、期限前取得条項を発動すること。)並びに割当先の権利行使行動(随時行使を行う。)及び株式売却動向(1日当たりに売却可能な株式数の目安を、直近1年間にわたる発行会社普通株式の1日当たり平均売買出来高の10%である37,000株とする。)について合理的に想定される仮定を置くとともに、当社の株価(2020

年9月29日の終値)、当社株式の市場流動性、配当率(0%)、割引率(リスクフリーレート-0.2%)、ボラティリティ(62.5%)及び1日当たりの売却可能株式数(直近1年間にわたる発行会社普通株式の1日当たり平均売買出来高(約370,000株/日))等について一定の前提を置いて、権利行使価額(2020年9月29日の終値に対して6.80%のディスカウントである137円)、権利行使期間(2020年10月16日から2021年10月15日まで)その他の発行条件の下、一般的な価格算定モデルであるモンテカルロ・シミュレーションを用いて公正価値の算定を実施した結果、新株予約権1個の公正価値を78円(1株当たり0.78円)と算定いたしました。

当該算定は、当社との取引関係のない独立した外部の第三者算定機関である株式会社スチュアートマクラーレンが公正な評価額に影響を及ぼす可能性のある行使価額、当社株式の市場売買高及び株価、権利行使期間、株価変動性、金利等の前提条件を考慮して、新株予約権の評価額の算定手法として一般的に用いられているモンテカルロ・シミュレーションを用いて公正価値を算定していることから、当該第三者算定機関の評価額は合理的な公正価格と考えられ、当社取締役会は、この評価を妥当として、本新株予約権1個の発行価額を金78円といたしました。また、本新株予約権の行使価額は、当社の業績動向、財務動向、株価動向(取締役会決議日の直前営業日までの1か月間、3か月間及び6か月間の終値平均株価等)を勘案するとともに、当社株式の流動性を鑑みると割当先がすべての本新株予約権を行使するには相当程度の期間にわたることなどを総合的に勘案し、割当先と協議した結果、当該発行に係る取締役会決議日の直前取引日(2020年9月29日)の株式会社東京証券取引所第二部市場における当社普通株式の普通取引の終値に対して6.80%のディスカウントの137円といたしました。

なお、本新株予約権の行使価額は、当該直前取引日までの1か月間の終値平均値147円に対して6.80%のディスカウント、当該直前取引日までの3か月間の終値平均値157円に対して12.74%のディスカウント、当該直前取引日までの6か月間の終値平均値159円に対して13.84%のディスカウントとなっております。

また、2020年9月30日開催の当社取締役会において監査役3名(うち社外監査役2名)全員が、本新株予約権の発行については、特に有利な条件での発行に該当せず、かつ適法である旨の意見を表明しております。当該意見は、払込金額の算定にあたり、当社との取引関係のない独立した外部の第三者算定機関である株式会社スチュアートマクラーレンが公正な評価額に影響を及ぼす可能性のある行使価額、当社株式の市場売買高及び株価、権利行使期間、株価変動性、金利等の前提条件を考慮して、新株予約権の評価額の算定手法として一般的に用いられているモンテカルロ・シミュレーションを用いて公正価値を算定していることから、当該第三者算定機関の評価額は合理的な公正価格と考えられ、発行価額も当該評価額と同額であることを判断の基礎としております。また、行使価額についても取締役会決議日の直前取引日における終値を参考に行使価額を決定したことについて、当該終値が直近の当社の株式価値を適正に反映しているとする旨の意見も合わせて表明しております。

(2) 発行数量及び株式の希薄化の規模が合理的であると判断した根拠

本新株式により発行される株式は2,189,800株(議決権の数は21,898個)及び本新株予約権のすべてが行使された場合に発行される株式数は5,080,600株(議決権の数は50,806個)であり、2020年8月31日現在の当社の発行済株式総数28,240,000株(自己株式及び単元未満株式を除いた株式に係る議決権の数は2020年3月31日現在の議決権数282,386個)に対して25.75%(議決権の総数に対する割合は25.75%)

の希薄化が発生いたします。

しかしながら、本新株式及び本新株予約権の発行による資金調達につきましては、既存事業の安定黒字化やM&Aによる事業拡大を実現することが、経営の安定及び当社の企業価値の向上につながることであり、中長期的な観点から見れば、既存株主の株式価値の向上につながるものと考えております。また、当社株式の直前1年間の1日当たりの平均出来高370,000株に対して、本新株式及び本新株予約権の行使により発行される株式数7,270,400株を本新株予約権の行使期間1年間（250取引日と仮定）で均等に株式を売却していくと仮定した場合、1日当たりの売却株式数は29,082株となり、当社株式の1年間の1日当たりの平均出来高の7.86%程度にとどまることから、当社株式の株価に与える影響は限定的かつ消化可能なものであり、流通市場へ大きな影響を与えるものではないと考えております。

以上のことから本新株式及び本新株予約権の発行による資金調達は、当社の企業価値及び株主価値の向上に寄与できるものであり、希薄化の程度を踏まえても、今回の募集規模は合理的であると判断しております。

6. 割当先の選定理由等

(1) 割当先の概要

| | |
|---------------------------|--|
| (1) 名 称 | 令和キャピタル有限責任事業組合 |
| (2) 所 在 地 | 東京都葛飾区東新小岩1-3-5-401 |
| (3) 設 立 根 拠 等 | 有限責任事業組合契約に関する法律 |
| (4) 組 成 目 的 | 有価証券の保有及び運用 経営コンサルティング事業 不動産等に関するコンサルティング事業 資金運用等に関するコンサルティング事業 |
| (5) 組 成 日 | 2019年12月2日 |
| (6) 出 資 の 総 額 | 2,000百万円 |
| (7) 出資者及びその出資比率 | 浅沼 潔 50% 井上 裕治 50% |
| (8) 業務執行組合員の概要 | |
| 代表者の役職・氏名 | 代表組合員 浅沼 潔 |
| 住 所 | 東京都葛飾区 |
| 職 業 | 個人事業主 |
| (9) 当社と割当先及び業務執行組合員との間の関係 | |
| 出 資 関 係 | 該当事項はありません。 |
| 人 事 関 係 | 該当事項はありません。 |
| 資 金 関 係 | 当社は割当先から資金の借入れを行っております。 |
| 取 引 関 係 | 該当事項はありません。 |

割当先、割当先の代表者及び出資者が暴力団等の反社会的勢力であるか否か、反社会的勢力と何らかの関係の有しているか否かについて、独立した第三者機関である株式会社セキュリティー&リサーチ（住所：

東京都港区赤坂2丁目8番11号、代表取締役 羽田寿次) に対して調査を委託し、調査結果を得ました。これにより、当社は、割当先、割当先の代表者及び出資者が反社会的勢力とは一切関係がないことを確認しており、その旨の確認書を株式会社東京証券取引所に提出しています。

(2) 割当先を選定した理由

当社は、2020年6月以降、次年度の事業計画を策定していく過程において、新たな成長投資を計画しており、これを実現するためには資金が必要であるところ、金融機関からの借入れ等も含め各種資金調達方法について検討してまいりました。そのような中で、同年5月19日及び6月18日の二度にわたり、令和キャピタル有限責任事業組合(以下「令和キャピタル」といいます。)の業務執行組合員である浅沼潔氏から、当社経営陣が当社取締役に就任する以前の他社における創業から上場、そしてそれ以降の経営実績を評価しており、当社代表取締役堀主知ロバートに対して、他社での化粧品、通販、EC事業及び経営全般の強みが、当社の成長に寄与することに関心を持った旨のSNSメッセージによる連絡を受けました。上記のとおり当社において資金調達の方法について検討を行っていたところ、2回目の連絡の際に令和キャピタルから、当社の成長性に期待しており投資を検討している旨及び再度のWEB面談を行いたい旨の意向が示されていたことから、同年6月30日に当社から令和キャピタルに対して資金調達についての検討を依頼し、令和キャピタルとの協議の結果、同年7月21日に同組合から運転資金として使用することを目的として80百万円の借入れ(年利3%、返済期限2021年1月12日)を行いました。なお、当該借入金には、当社が新株発行等による資金調達を行った場合には直ちに弁済期が到来する条件が付されております。加えて、同年8月から同組合との間で数回の個別面談を行い、当社既存株主の利益に十分に配慮しながら資金の調達ができる第三者割当による新株発行及び第三者割当による新株予約権発行による資金調達方法の提案を受けました。

令和キャピタルは、上場会社の有価証券投資を目的として組成されたLLPであります。令和キャピタルは、これまでアビックス株式会社(住所:神奈川県横浜市西区みなとみらい2-2-1-1、代表者:代表取締役社長 廣田武仁)や株式会社プラコー(住所:埼玉県さいたま市岩槻区笹久保新田550番地、代表者:代表取締役社長 黒澤秀男)等、種々の上場会社の株式への投資の実績を有しております。

当社は、資金調達に際して、純投資を目的として当社の事業モデル、経営方針、資金需要等の当社の状況を深く理解し尊重していただける割当先であること及び最終的に市場で売却することにより流動性向上に寄与していただけることを重視しており、また既存株主の利益への配慮を充分に行いたいというニーズをもっておりました。これらを勘案して検討を行った結果、最終的に本日開催の当社取締役会において、同組合を割当先として選定することが当社の企業価値及び株式価値の向上並びに既存株主の皆様の利益に資すると判断いたしました。

(3) 割当先の保有方針

本新株式及び本新株予約権について、当社と令和キャピタルとの間で、継続保有及び預託に関する取り決めはありません。また、同組合は、当社に対して、本新株予約権の行使により取得する当社株式の保有方針は純投資であり、原則として当社株式を長期間保有する意思がないこと、当社の経営に介入する意思や親会社となる意思がないこと及び可能な限り市場動向に配慮しながら取得した当社株式を売却していくことを表明しております。

なお、当社は令和キャピタルから、本新株式の払込期日から2年以内に本新株式の全部又は一部を譲渡した場合には、その内容を当社に対して書面により報告すること、当社が当該報告内容を株式会社東京証券取引所に報告すること、並びに当該報告内容が公衆の縦覧に供されることに同意することにつき、確約書を取得する予定であります。

(4) 割当先の払込みに要する財産の存在について確認した内容

当社は、割当先である令和キャピタルから、本新株式及び本新株予約権の払込金額の総額並びに本新株予約権の行使に要する資金は確保されている旨を令和キャピタルの2020年8月13日現在の預金通帳及び2020年8月末日時点の証券残高報告書を通じて確認しており、割当先が当該行使等に要する資金に対し現預金その他の流動資産を十分に保有していることを確認しております。なお、令和キャピタルの払込みに要する資金の原資は、業務執行組合員である浅沼潔氏からの借入によるものであります。

7. 発行後の大株主及び持株比率（議決権比率）

| 発行前（2020年9月29日現在） | | 発行後 | |
|---|--------|---|--------|
| O a k キャピタル株式会社 | 16.94% | 令和キャピタル有限責任事業組合 | 20.47% |
| 韓 震 | 6.37% | O a k キャピタル株式会社 | 13.47% |
| Blockchain Global Limited （常任代理人） 大山 圭哲 | 4.24% | 韓 震 | 5.06% |
| INTERACTIVE BROKERS LLC （常任代理人） インタラクティブ・ブローカーズ証券株式会社 | 1.76% | Blockchain Global Limited （常任代理人） 大山 圭哲 | 3.37% |
| 株式会社 SBI 証券 | 1.67% | INTERACTIVE BROKERS LLC （常任代理人） インタラクティブ・ブローカーズ証券株式会社 | 1.40% |
| 日本証券金融株式会社 | 1.29% | 株式会社 SBI 証券 | 1.33% |
| 濱野 晃浩 | 1.06% | 日本証券金融株式会社 | 1.02% |
| 依光 達郎 | 0.88% | 濱野 晃浩 | 0.84% |
| 野本 豊 | 0.86% | 依光 達郎 | 0.70% |

(注) 1. 発行前の持株比率は、2020年3月31日現在の株主名簿及び2020年9月29日までに提出された大量保有報告書に基づき記載しております。

2. 発行後の持株比率は、2020年3月31日現在の総議決権数（282,386個）に、本新株式による発行株式2,189,800株及び本新株予約権の目的となる株式の数5,080,600株により増加する議決権数72,704個を加えた数によって算出しております。

3. 発行後については、割当先が本新株予約権の全てを行使したものと仮定して記載しております。

4. 持株比率は、小数点以下第3位を切り捨てて表示しております。

8. 今後の見通し

第三者割当による本新株式及び本新株予約権の発行並びに本新株予約権の行使が当社の業績に与える影響については、現在精査中であり、今後、業績予想修正の必要性及び公表すべき事項が生じた場合には、速やかに開示いたします。

9. 企業行動規範上の手続きに関する事項

当社が本第三者割当により発行する株式数及び本新株予約権に係る潜在株式数は、それぞれ 2,189,800 株及び 5,080,600 株の合計 7,270,400 株となり、2020 年 8 月 31 日現在の発行済株式総数 28,240,000 株（議決権数 282,386 個）に対して、合計 25.75%（議決権比率 25.75%）の希薄化となり、希薄化率が 25% 以上となることから、東京証券取引所の定める有価証券上場規程第 432 条の規定に基づき、①経営者から一定程度独立した者による当該割当の必要性及び相当性に関する意見の入手又は②当該割当に係る株主総会決議などによる株主の意思確認手続のいずれかが必要となります。

そこで当社は、経営者から一定程度独立した者として、当社と利害関係がない公認会計士である寺田芳彦氏並びに公認会計士及び弁護士である坂本朋博氏及び社外監査役である福田優氏で構成される第三者委員会を組成し、大規模な第三者割当を行うことについての必要性及び相当性に関する意見を求め、以下の内容の意見書を 2020 年 9 月 29 日に入手しております。

なお、本第三者委員会の意見の概要は以下の通りです。

〈第三者委員会による意見書の概要〉

第 1. 結論

本新株式及び本新株予約権の割当（以下「本第三者割当」という。）は、必要性及び相当性があるものと考えられる。

第 2. 検討の内容

1. 必要性

貴社及び貴社の子会社（以下貴社と貴社子会社を総称して「貴社グループ」という。）では、企業価値向上を目的に、既存事業の成長拡大に向けた取り組みと新規事業の構築を推進してきたとのことである。通信販売事業においては、「女優肌」ファンデーションをはじめとしたエクスポーテ「EX:Beaute」ブランドの化粧品を中心に事業展開する貴社連結子会社であるマードゥレクス社と、“美と健康”をテーマに美容・健康領域での旬な商品を企画・製造、仕入・販売する貴社連結子会社であるジヴァスタジオ社において、成長へ向けた様々な施策を講じてきたとのことである。

特にマードゥレクス社においては、販売促進を中心とする施策、中国における越境 EC での拡販及び新たに中国国内 EC・実店舗での展開へ向けたパートナー開拓を進めてきたものの、両社の売上高は 2017 年 3 月期が 3,044 百万円、2018 年 3 月期は 3,087 百万円と伸び悩みが続いたとのことである。2019 年 3 月期は 3,615 百万円と、クレンジング商品の販売が好調に推移したことにより 17.1%の伸びが見られたものの、2020 年 3 月期においては、取扱商品の縮小並びに短期的なコスト削減を目的とした広告宣伝費の削減及び新商品開発の抑制の結果、売上に大きくマイナスの影響があり、2,366 百万円（前年同期比 34.5%減）となったとのことである。

このような状況において、貴社グループの経営戦略として、既存事業としてのマードゥレクス社

の化粧品事業とジヴァスタジオ社の美容・健康関連事業においては、ジヴァスタジオ社は自社製品の扱いを増強することが利益率向上において重要であり、そのための自社新商品の開発及び広告宣伝を積極的に行っていく計画であるとのことであり、また、既存製品に対しても、短期的な収益改善を目的とした広告宣伝費の抑制ではなく、新規顧客獲得のためにマードゥレクス社のブランド価値の向上へ向けた投資及び広告宣伝費として YouTuber・メディアとのコネクションやSNS広告の強化などを行っていく計画であるとのことである。

また、貴社グループにおいては、マードゥレクス社の化粧品事業及びジヴァスタジオ社の美容・健康関連事業の各事業領域での実績を踏まえた親和性の高い領域での新たな商材や事業モデルをM&Aにより取り込むことで貴社グループの事業価値を高めていくことを目指しているとのことであり、自然由来の成分に特化した有用成分を国内外の研究機関と共同開発を行う会社を設立もしくは資本参加をすべく検討を行っているとのことである。

一方、貴社グループにおいては、前連結会計年度において、営業損失 546,216 千円、親会社株主に帰属する当期純損失 777,815 千円、営業活動によるキャッシュ・フローの赤字 345,698 千円を計上し、2021年3月期第1四半期連結累計期間においても営業損失 134,716 千円、親会社株主に帰属する四半期純損失 134,428 千円を計上したことから、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況が存在しているとのことである。そのため、上記の経営戦略の遂行と並行して、手元流動性を確保して安定的な事業運営を行うとともに、中長期にわたる成長を見込んだ投資を行えるような財務基盤を確立するために、安定的な資金調達を検討していたとのことである。

これらの経営戦略に基づき、2020年6月以降、貴社が次年度の事業計画において計画している新たな成長投資を実現するための資金及び安定的な事業運営を行うための資金が必要であり、金融機関からの借入れ等も含め各種資金調達方法について検討してきたところ、令和キャピタルから、貴社経営陣が貴社取締役役に就任する以前の他社における創業から上場、そしてそれ以降の経営実績を評価しており、他社での化粧品、通販、EC事業及び経営全般の強みが、貴社の成長に寄与することに関心を持ったとの連絡を受けたことから、同年7月21日に同組合から運転資金として使用することを目的として80百万円の借入れ（年利3%、返済期限2021年1月12日）を行ったとのことである。加えて、同年8月から同組合との間で数回の個別面談を行い、貴社既存株主の利益に十分に配慮しながら資金の調達ができる第三者割当による新株発行及び第三者割当による新株予約権発行による資金調達方法の提案を受けたとのことである。

以上の状況の下で、本届出書「手取金の使途」に記載のとおり、新製品の開発及び広告宣伝並びに既存製品の広告宣伝による既存事業の安定黒字化に向けた企業価値向上に繋がる事業展開と、貴社の最先端技術におけるノウハウを生かした新たな商材を手掛ける事業領域への参入を行うための投資についての検討を行っており、それらの投資のために資金調達が必要であるとの貴社の説明に特段不合理な点は認められず、また、とりわけ現状の貴社の財務状態に照らして、安定的な事業運営を行うための運転資金確保は緊急性が高いものといえることから、貴社においては、本第三者割当を行う高度の必要性が認められるものと判断した。

2. 相当性

(ア) 他の資金調達手段との比較

貴社は、他の資金調達手段として、金融機関からの借入、第三者割当による新株発行のみを行う方法、公募増資の方法による新株式発行、私募社債の発行を検討したとのことである。上記「1. 必要性」記載の貴社の資金使途及び緊急性に鑑みれば、今般の資金調達は、相当程度の金額を確実に短期間で調達できることが望ましいものと考えられるところ、貴社はこれらの観点に基づき資金調達手段の比較検討を行ったものと認められる。

金融機関からの間接金融による資金調達に関しては、現状の貴社の業績・財務内容を踏まえれば、極めて困難と考えられ、また、必要な調達資金全額を借入金によって賄った場合の返済や金利は、短期的なキャッシュ・フローを悪化させる恐れがあると考えたとのことである。

第三者割当による新株発行のみの場合は、一度に新株式を発行して資金調達を完了させることができる反面、1株あたりの利益の希薄化が同時に発生し、新株予約権の発行と比べて株価への影響が大きくなる可能性があると考えたとのことである。

公募増資に関しては、調達金額に比べてコストが高く、貴社の現在の業績の状況等を考慮すると必要な資金が調達できるかは不透明であり、実現可能性は低いと考えたとのことである。

私募社債については、金利負担が発生することに加え、引受先を見つけることが困難であると判断したとのことである。

以上の他の資金調達手段との比較については、各資金調達手段の特徴等を適切に把握したうえで比較検討を行ったものであり、その検討内容は相当なものであると考えられる。したがって、以上の他の資金調達手段を総合的に比較検討したうえで、貴社が本新株式の発行及び本新株予約権の発行を併用する本第三者割当による資金調達を選択したことについて、特段の不合理な点は認められず、相当性が認められるものと判断した。

(イ) 割当先の相当性について

令和キャピタルを割当先に選定することについて、貴社は、上記「1. 必要性」記載のとおり、令和キャピタルから運転資金として使用することを目的として80百万円の借入れにより資金調達の目的を達成したという実績があること及び令和キャピタルがこれまでアビックス株式会社や株式会社プラコー等、種々の上場会社の株式への投資の実績を有していることを確認したとのことである。

また、貴社は資金調達に際して、純投資を目的として貴社の事業モデル、経営方針、資金需要等の貴社の状況を深く理解し尊重する割当先であること及び最終的に市場で売却することにより流動性向上に寄与することを重視しており、また既存株主の利益への配慮を充分に行いたいというニーズをもっていたところ、令和キャピタルから、本新株予約権の行使により取得する貴社株式の保有方針は純投資であり、原則として貴社株式を長期間保有する意思がないこと、貴社の経営に介入する意思や親会社となる意思がないこと及び可能な限り市場動向に配慮しながら取得した貴社株式を売却していくことを表明したことから、貴社の割当先として適当であると判断したとのことである。

さらに、令和キャピタルの代表者及び出資者に関して外部機関に依頼した調査によっても、令和キャピタルの代表者及び出資者が反社会的勢力と関係がないことが確認されていること、令和キャピタルが保有する資産の状況についても2020年8月13日現在の預金通帳及び2020年8月末日

時点の証券残高報告書等の提出を受けることで本新株式の払込及び本新株予約権の行使等に要する資金に対し現預金その他の流動資産を十分に保有していることを確認しており、割当先の属性及び払込資金の確保の状況の観点からも、特段の問題がないと考えたとのことである。

以上の点を総合的に考慮したうえで、貴社が本第三者割当の割当先として令和キャピタルを選定したことについて、検討過程及びその検討内容に特段の不合理な点は認められず、相当性が認められるものと判断した。

(ウ) 発行条件の相当性について

a. 本新株式

本新株式の発行価額については、本新株式に係る取締役会決議日の直前取引日（2020年9月29日）の株式会社東京証券取引所第二部市場における貴社普通株式の終値147円に対して93.20%を乗じた金額の137円としたとのことである。

上記発行価額は、直近の市場価額に基づくものが合理的であると判断したこと及び、日証協指針によれば、第三者割当により株式の発行を行う場合には、その払込金額は原則として株式の発行に係る取締役会決議の直前日の価額（直前日における売買がない場合は、当該直前日から遡った直前日の価額）を基準として決定することとされていることを考慮して、本第三者割当の発行価額を決定する際にも、本新株式に係る取締役会決議日の直前営業日の終値を基準としたとのことである。

また、発行価額のディスカウント率については、貴社と令和キャピタルとの発行価額における交渉の結果、令和キャピタルが負う本新株式の価格下落リスク等を勘案して、日証協指針に準拠する10%を超えない範囲で、相応の率をディスカウントすることはやむを得ないと判断し、発行価額について割当先のディスカウントに対する要望を受け入れた結果によるものとのことである。

当委員会の知る限り、貴社の重要なインサイダー情報（本第三者割当及びその資金用途を除く。）は全て開示されており、貴社株価は、株式市場において合理的に形成されているものと考えられる。また、貴社株価の推移に鑑みると、直近において格別の大きな変動は見受けられず、直前取引日の株価を参照することが適切ではないと考えられる特段の事情はないものと思料される。

また、上記「1. 必要性」記載の貴社の資金調達の実現性及び緊急性に鑑みれば、令和キャピタルが提示するディスカウントを受け入れることがやむを得ないと判断に至ったことについても、仮に令和キャピタルの提示する条件を受け入れないとなれば他の資金調達手段による資金調達を検討する必要があり、これによって資金調達の時期が遅れることによって事業計画の実現に遅れが生じ、また、運転資金の確保に関して追加的なコスト負担が発生する懸念が現実的なものとして考えられることからすれば、特段の不合理な点は認められないものと判断した。

以上のことから、本新株式の発行条件については特に有利な発行価額には該当しないものと考えられ、また、その他の発行条件についても特段の不合理な点は認められないことから、本新株式の発行条件には相当性が認められるものと判断した。

b. 本新株予約権

本新株予約権の発行価額の決定に際して、貴社は、公正を期するために第三者評価機関である株式会社スチュアートマクラーレン（住所：東京都港区東麻布一丁目15番6号、代表者：代表取締役

小幡 治) に対して本新株予約権の発行価額の算定を依頼したとのことである。同社は貴社及び割当先の行動に関してそれぞれから聴取した事項を踏まえて貴社の行動（基本的に割当先の権利行使を待つが、株価終値が20取引日連続して行使価格の120%を上回った場合、又は、2021年1月以降は110%を上回った場合には、期限前取得条項を発動すること。）並びに割当先の権利行使行動（随時行使を行う。）及び株式売却動向（1日あたりに売却可能な株式数の目安を、直近1年間にわたる貴社普通株式の1日あたり平均売買出来高の10%である37,000株とする。）について合理的に想定される仮定を置くとともに、貴社の株価（2020年9月29日の終値の10%以内のディスカウント）、貴社株式の市場流動性、配当率（0%）、割引率（リスクフリーレート-0.2%）、ボラティリティ（62.5%）及び1日あたりの売却可能株式数（直近2年間にわたる発行会社普通株式の1日あたり平均売買出来高（約370,000株/日））等について一定の前提を置いて、権利行使価額（2020年9月29日の終値に対して6.80%のディスカウントである137円）、権利行使期間（2020年10月16日から2021年10月15日まで）その他の発行条件の下、一般的な価格算定モデルであるモンテカルロ・シミュレーションを用いて公正価値の算定を実施した結果、新株予約権1個の公正価値を78円（1株当たり0.78円）と算定したとのことである。

当該算定は、貴社との取引関係のない独立した外部の第三者算定機関である株式会社スチュアートマクラーレンが公正な評価額に影響を及ぼす可能性のある行使価額、貴社株式の市場売買高及び株価、権利行使期間、株価変動性、金利等の前提条件を考慮して、新株予約権の評価額の算定手法として一般的に用いられているモンテカルロ・シミュレーションを用いて公正価値を算定していることから、当該第三者算定機関の評価額は合理的な公正価格と考えられ、この評価を妥当として、本新株予約権1個の発行価額を金78円とすることについて、特段の不合理な点は認められず、特に有利な発行価額には該当しないものと判断した。

また、本新株予約権の行使価額は、貴社の業績動向、財務動向、株価動向（取締役会決議日の直前営業日までの1か月間、3か月間及び6か月間の終値平均株価等）を勘案するとともに、貴社株式の流動性を鑑みると令和キャピタルがすべての本新株予約権を行使するには相当程度の期間にわたることなどを総合的に勘案し、令和キャピタルと協議した結果、当該発行に係る取締役会決議日の直前取引日（2020年9月29日）の株式会社東京証券取引所第二部市場における貴社普通株式の普通取引の終値に対して6.80%のディスカウントの137円としたとのことである。

上記a.記載のとおり、本新株予約権の行使価額に関して直前取引日の貴社株価を参照すること、及び、令和キャピタルの提示したディスカウントを受け入れることがやむを得ないとの判断に至ったことについて、いずれも特段の不合理な点は認められないものと判断した。

以上のことから、本新株予約権の発行条件については特に有利な発行価額には該当しないものと考えられ、また、その他の発行条件についても特段の不合理な点は認められないことから、本新株予約権の発行条件について相当性が認められるものと判断した。

(エ) 希薄化の相当性について

貴社の既存株主は本件第三者割当により持株比率の希薄化という不利益を被ることになる。しかしながら、貴社の事業計画で既に示されているとおり、貴社の企業価値を向上させるためには、本届出書「手取金の使途」に記載のとおり、新製品の開発及び広告宣伝並びに既存製品の広告宣伝

による既存事業の安定収益化のための投資、並びに、企業価値向上に繋がる新規事業展開を手掛ける事業領域への参入を行うための投資を行うことが必要であり、そのための資金が必要になるという貴社の説明に特段の不合理な点は認められないものと判断した。

さらに、とりわけ現状の貴社の財務状態に照らして、安定的な事業運営を行うための運転資金確保は緊急性が高く、仮に本第三者割当による資金調達を行うことができない場合には、貴社の財務基盤が不安定な状態が続くこととなり、債務超過による上場廃止等のリスクが顕在化する可能性も否定できないものと考えられる。

以上のことから、本件第三者割当について、本第三者割当により調達された資金による本届出書「手取金の使途」に記載のと通りの投資を行い、また、貴社の運転資金に充当することにより、貴社の企業価値向上及び貴社の財務基盤の強化を通じて既存株主における希薄化という不利益を上回るメリットがあると考えており、この観点からも、本第三者割当増資による希薄化を生じさせることについて特段の不合理な点は認められず、相当性が認められるものと判断した。

以上の点を総合的に鑑みて、当委員会は、本第三者割当増資は、必要性及び相当性があるものと考えられるとの結論に至ったものである。

10. 最近3年間の業績及びエクイティ・ファイナンスの状況

(1) 最近3年間の業績（連結）

| | 2018年3月期 | 2019年3月期 | 2020年3月期 |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|
| 連結売上高 | 3,412,353千円 | 3,678,558千円 | 2,483,937千円 |
| 連結営業利益 | 19,510千円 | 5,079千円 | △546,216千円 |
| 連結経常利益 | 49,752千円 | 5,448千円 | △873,094千円 |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | △11,937千円 | 157,486千円 | △777,815千円 |
| 1株当たり連結当期純利益 | △0.59円 | 5.58円 | △27.54円 |
| 1株当たり配当金 | — | — | — |
| 1株当たり連結純資産 | 61.83円 | 53.86円 | 26.32円 |

(2) 現時点における発行済株式数及び潜在株式数の状況（2020年9月30日現在）

| | 株式数 | 発行済株式数に対する比率 |
|-------------------------|-------------|--------------|
| 発行済株式数 | 28,240,000株 | 100% |
| 現時点の転換価額（行使価額）における潜在株式数 | 5,080,600株 | 17.99% |
| 下限値の転換価額（行使価額）における潜在株式数 | —株 | —% |
| 上限値の転換価額（行使価額）における潜在株式数 | —株 | —% |

(3) 最近の株価の状況

① 最近3年間の状況

| | 2018年3月期 | 2019年3月期 | 2020年3月期 |
|-----|----------|----------|----------|
| 始 値 | 119 円 | 155 円 | 152 円 |
| 高 値 | 250 円 | 389 円 | 188 円 |
| 安 値 | 88 円 | 126 円 | 93 円 |
| 終 値 | 154 円 | 149 円 | 123 円 |

② 最近6か月間の状況

| | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 始 値 | 119 円 | 148 円 | 170 円 | 180 円 | 159 円 | 146 円 |
| 高 値 | 186 円 | 179 円 | 237 円 | 180 円 | 172 円 | 155 円 |
| 安 値 | 108 円 | 144 円 | 137 円 | 150 円 | 138 円 | 140 円 |
| 終 値 | 151 円 | 170 円 | 180 円 | 159 円 | 147 円 | 147 円 |

※ 9月につきましては、29日までの情報になります。

③ 発行決議日の前営業日における株価

| | 2020年9月29日 |
|-----|------------|
| 始 値 | 144 円 |
| 高 値 | 148 円 |
| 安 値 | 141 円 |
| 終 値 | 147 円 |

(4) 最近3年間のエクイティ・ファイナンスの状況

該当事項はありません。

(別紙1)

パス株式会社
第三者割当による募集株式の発行要項

- | | |
|---------------------|---|
| 1. 募集株式の種類及び数 | 普通株式 2,189,800 株 |
| 2. 払込金額 | 1株当たり 金137円 |
| 3. 払込金額の総額 | 金300,002,600円 |
| 4. 増加する資本金及び資本準備金の額 | 資本金 金150,001,300円 資本準備金 金150,001,300円 |
| 5. 申込期日 | 2020年10月16日 |
| 6. 払込期日 | 2020年10月16日 |
| 7. 募集の方法及び割当株式数 | 第三者割当の方法により、令和キャピタル有限責任事業組合に2,189,800株を割り当てる。 |
| 8. 払込取扱場所 | 株式会社みずほ銀行 神谷町支店 |
| 9. その他 | ①上記各項については、金融商品取引法による届出の効力発生を条件とする。 ②その他第三者割当による株式の発行に関し必要な事項は、当社代表取締役社長に一任する。 |

(別紙2)

パス株式会社
第10回新株予約権発行要項

1. 新株予約権の名称 パス株式会社第10回新株予約権 (以下、「本新株予約権」という。)
2. 本新株予約権の払込金額の総額 金3,962,868円
3. 申込期日 2020年10月16日
4. 割当日及び払込期日 2020年10月16日
5. 募集の方法及び割当先 第三者割当の方法により、令和キャピタル有限責任事業組合に50,806個を割り当てる。
6. 本新株予約権の目的である株式の種類及び数又はその数の算定方法
 - (1) 本新株予約権の目的である株式の種類は当社普通株式とし、その総数は5,080,600株とする(本新株予約権1個当たりの目的である株式の数(以下、「割当株式数」という。)は100株とする。)。但し、本項第(2)号及び第(3)号により割当株式数が調整される場合には、本新株予約権の目的である株式の総数は調整後割当株式数に応じて調整されるものとする。
 - (2) 当社が第10項の規定に従って行使価額(第9項第(2)号に定義する。)の調整を行う場合には、割当株式数は次の算式により調整されるものとする。但し、調整の結果生じる1株未満の端数は切り捨てるものとする。なお、かかる算式における調整前行使価額及び調整後行使価額は、第10項に定める調整前行使価額及び調整後行使価額とする。
$$\text{調整後割当株式数} = \frac{\text{調整前割当株式数} \times \text{調整前行使価額}}{\text{調整後行使価額}}$$
 - (3) 調整後割当株式数の適用日は、当該調整事由にかかる第10項第(2)号及び第(5)号による行使価額の調整に関し、各号に定める調整後行使価額を適用する日と同日とする。
 - (4) 割当株式数の調整を行うときは、当社は、調整後割当株式数の適用開始日の前日までに、本新株予約権者に対し、かかる調整を行う旨並びにその事由、調整前割当株式数、調整後割当株式数及びその適用開始日その他必要な事項を書面で通知する。但し、適用開始日の前日までに上記通知を行うことができない場合には、適用開始日以降速やかにこれを行う。
7. 本新株予約権の総数 50,806個(新株予約権1個につき目的となる株式数は100株)
8. 各本新株予約権の払込金額 本新株予約権1個につき金78円
9. 本新株予約権の行使に際して出資される財産の価額又はその算定方法
 - (1) 各本新株予約権の行使に際して出資される財産は金銭とし、その価額は、行使価額に割当株式数を乗じた額とする。また、その計算の結果生じた1円未満の端数は切り上げるものとする。
 - (2) 本新株予約権の行使により当社が当社普通株式を交付する場合における株式1株当たりの出資される財産の価額(以下、「行使価額」という。)は、金137円とする。但し、行使価額は第10項の規定に従って調整されるものとする。
10. 行使価額の調整
 - (1) 当社は、本新株予約権の割当日後、本項第(2)号に掲げる各事由により当社の発行済普通株式数に変更を生じる場合又は変更を生じる可能性がある場合は、次に定める算式(以下、「行使価額調整式」という。)をもって行使価額を調整する。

$$\text{調整後行使価額} = \text{調整前行使価額} \times \frac{\text{既発行普通株式数} + \frac{\text{交付普通株式数} \times \text{1株当たり払込金額}}{\text{1株当たりの時価}}}{\text{既発行普通株式数} + \text{交付普通株式数}}$$

- (2) 行使価額調整式により行使価額の調整を行う場合及び調整後行使価額の適用時期については、次に定めるところによる。
 - ①本項第(4)号②に定める時価を下回る払込金額をもって当社普通株式を新たに発行し、又は当社の

有する当社普通株式を処分する場合（無償割当てによる場合を含む。）（但し、新株予約権（新株予約権付社債に付されたものを含む。）の行使、取得請求権付株式又は取得条項付株式の取得、その他当社普通株式の交付を請求できる権利の行使によって当社普通株式を交付する場合、及び会社分割、株式交換又は合併により当社普通株式を交付する場合を除く。）

調整後行使価額は、払込期日（募集に際して払込期間を定めた場合はその最終日とし、無償割当ての場合はその効力発生日とする。）以降、又はかかる発行若しくは処分につき株主に割当てを受ける権利を与えるための基準日がある場合はその日の翌日以降これを適用する。

②株式分割により当社普通株式を発行する場合

調整後の行使価額は、当社普通株式の分割のための基準日の翌日以降これを適用する。

③本項第(4)号②に定める時価を下回る払込金額をもって当社普通株式を交付する定めのある取得請求権付株式又は本項第(4)号②に定める時価を下回る払込金額をもって当社普通株式の交付を請求できる新株予約権（新株予約権付社債に付されたものを含む。）を発行又は付与する場合

調整後行使価額は、取得請求権付株式の全部に係る取得請求権又は新株予約権の全部が当初の条件で行使されたものとみなして行使価額調整式を適用して算出するものとし、払込期日（新株予約権の場合は割当日）以降又は（無償割当ての場合は）効力発生日以降これを適用する。但し、株主に割当てを受ける権利を与えるための基準日がある場合には、その日の翌日以降これを適用する。

④当社の発行した取得条項付株式又は取得条項付新株予約権（新株予約権付社債に付されたものを含む。）の取得と引換えに本項第(4)号②に定める時価を下回る価額をもって当社普通株式を交付する場合

調整後行使価額は、取得日の翌日以降にこれを適用する。

⑤本号①ないし③の場合において、基準日が設定され、かつ効力の発生が当該基準日以降の株主総会、取締役会その他当社の機関の承認を条件としているときには、本号①ないし③にかかわらず、調整後行使価額は、当該承認があった日の翌日以降これを適用する。この場合において、当該基準日の翌日から当該承認があった日まで本新株予約権の行使請求をした新株予約権者に対しては、次の算出方法により、当社普通株式を交付する。

$$\text{株式数} = \frac{\left[\begin{array}{cc} \text{調整前} & \text{調整後} \\ \text{行使価額} & \text{行使価額} \end{array} \right] \times \text{調整前行使価額により当該期間内に交付された普通株式数}}{\text{調整後行使価額}}$$

この場合、1株未満の端数を生じたときはこれを切り捨てるものとする。

(3) 行使価額調整式により算出された調整後の行使価額と調整前の行使価額との差額が1円未満にとどまる場合は、行使価額の調整は行わない。但し、その後に行使価額の調整を必要とする事由が発生し、行使価額を調整する場合には、行使価額調整式中の調整前行使価額に代えて調整前行使価額からこの差額を差し引いた額を使用する。

(4) ①行使価額調整式の計算については、円位未満小数第3位まで算出し、小数第3位を切り捨てるものとする。

②行使価額調整式で使用する時価は、調整後行使価額が初めて適用される日に先立つ45取引日目に始まる30取引日（終値のない日数を除く。）の東京証券取引所における当社普通株式の普通取引の終値の単純平均値とする。この場合、平均値の計算は、円位未満小数第3位まで算出し、その小数第3位を切り捨てるものとする。

③行使価額調整式で使用する既発行普通株式数は、株主に割当てを受ける権利を与えるための基準日がある場合はその日、また、かかる基準日がない場合は、調整後行使価額を初めて適用する日の1ヶ月前の日における当社の発行済普通株式の総数から、当該日において当社の保有する当社普通株式を控除した数とする。また、本項第(2)号⑤の場合には、行使価額調整式で使用する交付株式数は、基準日において当社が保有する当社普通株式に割当てられる当社の普通株式数を含まないものとする。

(5) 本項第(2)号の行使価額の調整を必要とする場合以外にも、次に掲げる場合には、当社は、必要な行使価額の調整を行う。

①株式の併合、資本の減少、会社分割、株式移転、株式交換又は合併のために行使価額の調整を必要とするとき。

- ②その他当社の発行済普通株式数の変更又は変更の可能性が生じる事由の発生により行使価額の調整を必要とするとき。
- ③行使価額を調整すべき複数の事由が相接して発生し、一方の事由に基づく調整後行使価額の算出にあたり使用すべき時価につき、他方の事由による影響を考慮する必要があるとき。
- (6) 行使価額の調整を行うときは、当社は、調整後行使価額の適用開始日の前日までに、本新株予約権者に対し、かかる調整を行う旨並びにその事由、調整前行使価額、調整後行使価額及びその適用開始日その他必要な事項を書面で通知する。但し、本項第(2)号⑤に定める場合その他適用開始日の前日までに上記通知を行うことができない場合には、適用開始日以降速やかにこれを行う。
11. 本新株予約権の行使期間
2020年10月16日から2021年10月15日までとする。
12. その他の本新株予約権の行使の条件
各本新株予約権の一部行使はできない。
13. 本新株予約権の取得事由
本新株予約権の割当日以降、東京証券取引所における当社普通株式の普通取引の終値が20取引日連続して、当該各取引日に適用のある行使価額（本要項第9項第(2)号に定める行使価額とする。但し、行使価額が第10項によって調整された場合は調整後の行使価額とする。）の120%を超えた場合、当社は、当社取締役会が別途定める日（以下、本項において「取得日」という。）の2週間前までに本新株予約権者に対する通知又は公告を行うことにより、当該取得日において本新株予約権1個につき金78円で、当該取得日に残存する本新株予約権の全部又は一部を取得することができる。なお、本新株予約権の一部の取得をする場合には、抽選その他の合理的な方法として当社取締役会が決定する方法により行うものとする。また、2021年1月末日以降は、東京証券取引所における当社普通株式の普通取引の終値が行使価額の110%を超えた場合、当社は、取得日の2週間前までに本新株予約権者に対する通知又は公告を行うことにより、当該取得日において本新株予約権1個につき金78円で、当該取得日に残存する本新株予約権の全部又は一部を取得することができるものとする。
14. 新株予約権の譲渡制限
本新株予約権の譲渡については、当社取締役会の承認を要するものとする。
15. 新株予約権証券の発行
当社は、本新株予約権にかかる新株予約権証券を発行しない。
16. 新株予約権の行使により株式を発行する場合における増加する資本金及び資本準備金に関する事項
本新株予約権の行使により当社普通株式を発行する場合において増加する資本金の額は、会社計算規則第17条第1項の規定に従い算出される資本金等増加限度額の2分の1の金額とし（計算の結果1円未満の端数を生じる場合はその端数を切り上げた額とする。）、当該資本金等増加限度額から増加する資本金の額を減じた額を増加する資本準備金の額とする。
17. 新株予約権の行使請求の方法
(1) 本新株予約権を行使しようとする本新株予約権者は、当社の定める行使請求書に、必要事項を記載してこれに記名捺印したうえ、第11項に定める行使期間中に第18項記載の行使請求受付場所に提出しなければならないものとする。
(2) 本新株予約権を行使しようとする本新株予約権者は、前号の行使請求書の提出に加えて、本新株予約権の行使に際して出資の目的とされる金銭の全額を現金にて第19項に定める払込取扱場所の当社が指定する口座に振り込むものとする。
(3) 本新株予約権の行使の効力は、行使請求に要する書類が第18項に定める行使請求受付場所に到着し、かつ当該本新株予約権の行使に際して出資の目的とされる金銭の全額が第19項に定める払込取扱場所の口座に入金された日に発生する。
18. 行使請求受付場所
パス株式会社 管理本部
19. 払込取扱場所
株式会社みずほ銀行 神谷町支店
20. 当社が、合併（合併により当社が消滅する場合に限る。）、吸収分割、新設分割、株式交換又は株式移転をする場合の本新株予約権の取扱い

当社が、合併（合併により当社が消滅する場合に限る。）、吸収分割、新設分割、株式交換又は株式移転（以下、総称して「組織再編成行為」という。）をする場合、当該組織再編成行為の効力発生の時点において残存する本新株予約権（以下、「残存新株予約権」という。）を有する本新株予約権者に対し、会社法第236条第1項第8号のイないしホに掲げる株式会社（以下、総称して「再編成対象会社」という。）の新株予約権を、次の条件にて交付するものとする。この場合においては、残存新株予約権は消滅するものとする。但し、以下の条件に沿って再編成対象会社の新株予約権を交付する旨を、吸収合併契約、新設合併契約、吸収分割契約、新設分割計画、株式交換契約又は株式移転計画において定めた場合に限るものとする。

①交付する再編成対象会社の新株予約権の数

残存新株予約権の新株予約権者が保有する残存新株予約権の数を基準に、組織再編成行為の条件等を勘案して合理的に決定される数とする。

②新株予約権の目的である再編成対象会社の株式の種類

再編成対象会社の普通株式とする。

③新株予約権の目的である再編成対象会社の株式の数

組織再編成行為の条件等を勘案して合理的に決定される数とする。

④新株予約権を行使することのできる期間

第11項に定める本新株予約権を行使することができる期間の開始日と組織再編成行為の効力が生ずる日のいずれか遅い日から、第11項に定める本新株予約権を行使することができる期間の満了日までとする。

⑤新株予約権の行使により株式を発行する場合における増加する資本金及び資本準備金に関する事項
第16項に準じて決定する。

⑥新株予約権の行使に際して出資される財産の価額

第9項に定める行使価額を基準に組織再編成行為の条件等を勘案して合理的に決定される価額に、交付する新株予約権1個当たりの目的である再編成対象会社の株式の数を乗じて得られる価額とする。

⑦その他の新株予約権の行使条件、新株予約権の取得事由及び取得条件

第12項及び第13項に準じて決定する。

⑧譲渡による新株予約権の取得の制限

新株予約権の譲渡による取得については、再編成対象会社の取締役会の承認を要するものとする。

⑨新株予約権を行使した新株予約権者に交付する株式の数に1株に満たない端数がある場合には、これを切り捨てるものとする。

21. その他

- (1) 会社法その他の法律の改正等、本要項の規定中読み替えその他の措置が必要となる場合には、当社は必要な措置を講じる。
- (2) 上記各項については、金融商品取引法による届出の効力発生を条件とする。
- (3) その他本新株予約権発行に関し必要な事項は、当社代表取締役社長に一任する。

以上