

【表紙】

【提出書類】	有価証券届出書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2025年11月14日
【会社名】	パス株式会社
【英訳名】	PATH corporation
【代表者の役職氏名】	代表取締役 C E O 松尾 孝之
【本店の所在の場所】	東京都渋谷区神宮前六丁目17番11号
【電話番号】	03 (6823) 6664 (代表)
【事務連絡者氏名】	取締役 星 淳行
【最寄りの連絡場所】	東京都渋谷区神宮前六丁目17番11号
【電話番号】	03 (6823) 6664 (代表)
【事務連絡者氏名】	取締役 星 淳行
【届出の対象とした募集有価証券の種類】	新株予約権証券（行使価額修正条項付新株予約権付社債券等）及び新株予約権証券
【届出の対象とした募集金額】	<p>（第20回新株予約権）</p> <p>その他の者に対する割当 1,900,000円</p> <p>新株予約権の発行価額の総額に新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算した金額</p> <p>3,155,900,000円</p> <p>（第21回新株予約権）</p> <p>その他の者に対する割当 600,000円</p> <p>新株予約権の発行価額の総額に新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算した金額</p> <p>1,245,600,000円</p> <p>（注） 新株予約権の行使価額が修正又は調整された場合には、新株予約権の払込金額の総額に新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算した金額は増加又は減少する可能性があります。また、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、新株予約権の払込金額の総額に新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算した金額は減少する可能性があります。</p>
【安定操作に関する事項】	該当事項はありません。
【縦覧に供する場所】	株式会社東京証券取引所 （東京都中央区日本橋兜町2番1号）

第一部【証券情報】**第 1 【募集要項】****1 【新規発行新株予約権証券（第20回新株予約権証券）】****（ 1 ）【募集の条件】**

発行数	380,000個（新株予約権 1 個につき100株）
発行価額の総額	1,900,000円
発行価格	5 円（新株予約権の目的である株式 1 株当たり0.05円）
申込手数料	該当事項はありません。
申込単位	1 個
申込期間	2025年12月 1 日（月）
申込証拠金	該当事項はありません。
申込取扱場所	パス株式会社 管理本部 東京都渋谷区神宮前六丁目17番11号
払込期日	2025年12月 1 日（月）
割当日	2025年12月 1 日（月）
払込取扱場所	株式会社みずほ銀行 神谷町支店

（注）1．パス株式会社第20回新株予約権証券（以下「第20回新株予約権」といい、パス株式会社第21回新株予約権証券（以下「第21回新株予約権」といいます。）とあわせて、個別に又は総称して「本新株予約権」といいます。）については、2025年11月14日開催の当社取締役会において発行を決議しております。

2．申込み及び払込みの方法は、EVO FUND（ケイマン諸島、代表者：マイケル・ラーチ、リチャード・チゾム。以下「EVO FUND」といい、株式会社サスティナ（東京都渋谷区、代表者：代表取締役 中山明。以下「サスティナ」といいます。）と個別に又は総称して「割当予定先」といいます。）との間で第20回新株予約権の割当契約（以下「第20回新株予約権割当契約」といい、下記「2 新規発行新株予約権証券（第21回新株予約権証券）（1）募集の条件」で定義する第21回新株予約権買取契約とあわせて、個別に又は総称して「本買取契約」といいます。）を締結した上で、本有価証券届出書による届出の効力発生後にEVO FUNDとの間で総数引受契約を締結し、払込期日までに上記払込取扱場所へ発行価額の総額を払い込むものとします。

3．第20回新株予約権の募集は第三者割当の方法によります。

4．第20回新株予約権の振替機関の名称及び住所

株式会社証券保管振替機構

東京都中央区日本橋兜町 7 番 1 号

(2) 【新株予約権の内容等】

当該行使価額修正条項付 新株予約権付社債券等の 特質	<p>1. 第20回新株予約権の目的となる株式の総数は38,000,000株、割当株式数（別記「新株予約権の目的となる株式の数」欄に定義する。）は100株で確定しており、株価の上昇又は下落により行使価額（別記「新株予約権の行使時の払込金額」欄第2項に定義する。）が修正されても変化しない（但し、別記「新株予約権の目的となる株式の数」欄に記載のとおり、調整されることがある。）。なお、第20回新株予約権の行使価額は本欄第2項のとおり修正され、行使価額が修正された場合には、第20回新株予約権による資金調達額は増加又は減少する。</p> <p>2. 行使価額の修正基準</p> <p>(1) 行使価額は、第20回新株予約権の割当日の1取引日（株式会社東京証券取引所（以下「取引所」という。）において売買立会が行われる日をいう。以下同じ。）後に初回の修正がされ、割当日の2取引日後に2回目の修正がされ、以後3取引日が経過する毎に修正される（以下、かかる修正が行われる日を、個別に又は総称して「修正日」という。）。かかる修正条項に基づき行使価額が修正される場合、初回の修正においては、行使価額は、2025年11月14日において取引所が発表する当社普通株式の普通取引の終値の100%に相当する金額（但し、当該金額が下限行使価額（以下に定義する。）を下回る場合、下限行使価額とする。）に修正される。2回目以降の修正では、行使価額は、修正日に、修正日に先立つ3連続取引日（以下、2025年11月14日と個別に又は総称して「価格算定期間」という。）の各取引日（但し、終値が存在しない日を除く。）において取引所が発表する当社普通株式の普通取引の終値の単純平均値の100%に相当する金額の1円未満の端数を切り捨てた額（但し、当該金額が下限行使価額（以下に定義する。）を下回る場合、下限行使価額とする。）に修正される。但し、当該価格算定期間のいずれの取引日にも終値が存在しなかった場合には、行使価額の修正は行わない。また、価格算定期間内において別記「新株予約権の行使時の払込金額」欄第4項の規定に基づく調整の原因となる事由が発生した場合には、当該価格算定期間の各取引日において取引所が発表する当社普通株式の普通取引の終値は当該事由を勘案して合理的に調整される。</p> <p>(2) 本項第(1)号にかかわらず、当社普通株式に係る株主確定日等の直前取引日（当日を含む。）から当該株主確定日等（当日を含む。）までの、株式会社証券保管振替機構の事務上の理由により第20回新株予約権の行使ができない期間（以下「株主確定期間」という。但し、株式会社証券保管振替機構が当該期間を変更した場合は、変更後の期間とする。）及び当該株主確定期間の末日の1取引日後においては、行使価額の修正は行わないものとし、その場合、次に行使価額の修正が行われるのは当該株主確定期間の末日の2取引日後（当日を含む。）の日とし、当該日以降、3取引日が経過する毎に、本項第(1)号に準じて行使価額は修正される。</p> <p>3. 行使価額の修正頻度 本欄第2項の記載に従い修正される。</p> <p>4. 行使価額の下限 「下限行使価額」は、当初42円とする。但し、別記「新株予約権の行使時の払込金額」欄第4項の規定を準用して調整される。</p> <p>5. 割当株式数の上限 38,000,000株（2025年9月30日現在の発行済株式総数76,785,036株に対する割合は49.48%）</p> <p>6. 第20回新株予約権が全て行使された場合の資金調達額の下限（本欄第4項に記載の下限行使価額にて第20回新株予約権が全て行使された場合の資金調達額） 1,597,900,000円（但し、第20回新株予約権は行使されない可能性がある。）</p> <p>7. 第20回新株予約権の全部の取得を可能とする条項 第20回新株予約権には、第20回新株予約権の全部を取得することができる条項が設けられている（詳細は、別記「自己新株予約権の取得の事由及び取得の条件」欄を参照）。</p>
----------------------------------	--

新株予約権の目的となる株式の種類	当社普通株式（完全議決権株式であり、権利内容に何らの限定のない当社における標準となる株式である。なお、当社は1単元を100株とする単元株式制度を採用している。）
新株予約権の目的となる株式の数	<p>第20回新株予約権の目的である株式の総数は38,000,000株（第20回新株予約権1個当たり100株（以下、本「1 新規発行新株予約権証券（第20回新株予約権証券）」において「割当株式数」という。）とする。</p> <p>なお、当社が株式分割又は株式併合を行う場合、次の算式により割当株式数を調整するものとする。但し、かかる調整は、第20回新株予約権のうち、当該時点で行使されていない第20回新株予約権に係る割当株式数について行われ、調整の結果生じる1株未満の端数については、これを切り捨てるものとする。</p> <p style="text-align: center;">調整後割当株式数 = 調整前割当株式数 × 分割・併合の比率</p> <p>その他、割当株式数の調整を必要とする事由が生じたときは、当社は取締役会決議により、合理的な範囲で割当株式数を適宜調整するものとする。</p>
新株予約権の行使時の払込金額	<p>1．第20回新株予約権の行使に際して出資される財産の価額</p> <p>各第20回新株予約権の行使に際して出資される財産の価額は、行使価額に割当株式数を乗じた額とする。但し、これにより1円未満の端数が生じる場合は、これを切り捨てる。</p> <p>2．第20回新株予約権の行使により当社が当社普通株式を交付（当社普通株式を新たに発行し、又は当社の保有する当社普通株式を処分することをいう。以下同じ。）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、本「1 新規発行新株予約権証券（第20回新株予約権証券）」において「行使価額」という。）は、当初、83円（以下「当初行使価額」という。）とする。</p> <p>3．行使価額の修正</p> <p>(1) 行使価額は、第20回新株予約権の割当日の1取引日後（2025年12月2日）に初回の修正がされ、割当日の2取引日後に2回目の修正がされ、以後3取引日が経過する毎に修正される。かかる修正条項に基づき行使価額が修正される場合、初回の修正においては、行使価額は、2025年11月14日において取引所が発表する当社普通株式の普通取引の終値の100%に相当する金額（但し、当該金額が下限行使価額を下回る場合、下限行使価額とする。）に修正される。2回目以降の修正では、行使価額は、修正日に、修正日に先立つ3連続取引日である価格算定期間の各取引日（但し、終値が存在しない日を除く。）において取引所が発表する当社普通株式の普通取引の終値の単純平均値の100%に相当する金額の1円未満の端数を切り捨てた額（但し、当該金額が下限行使価額を下回る場合、下限行使価額とする。）に修正される。但し、当該価格算定期間のいずれの取引日にも終値が存在しなかった場合には、行使価額の修正は行わない。また、価格算定期間内において別記「新株予約権の行使時の払込金額」欄第4項の規定に基づく調整の原因となる事由が発生した場合には、当該価格算定期間の各取引日において取引所が発表する当社普通株式の普通取引の終値は当該事由を勘案して合理的に調整される。</p> <p>(2) 本項第(1)号にかかわらず、株主確定期間及び当該株主確定期間の末日の1取引日後においては、行使価額の修正は行わないものとし、その場合、次に行使価額の修正が行われるのは当該株主確定期間の末日の2取引日後（当日を含む。）の日とし、当該日以降、3取引日が経過する毎に、本項第(1)号に準じて行使価額は修正される。</p> <p>4．行使価額の調整</p> <p>(1) 当社は、第20回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普通株式が交付され、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、本「1 新規発行新株予約権証券（第20回新株予約権証券）」において「行使価額調整式」という。）をもって行使価額を調整する。</p> $\text{調整後行使価額} = \text{調整前行使価額} \times \frac{\text{既発行普通株式数} + \frac{\text{交付普通株式数} \times 1 \text{株当たりの払込金額}}{\text{時価}}}{\text{既発行普通株式数} + \text{交付普通株式数}}$

(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その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。

本項第(4)号 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交付する場合（但し、当社の発行した取得請求権付株式若しくは取得条項付株式の取得と引換えに交付する場合、当社普通株式の交付を請求できる新株予約権若しくは新株予約権付社債その他の証券若しくは権利の請求又は行使による場合又は当社の株式報酬制度に基づき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が設けられているときは、当該払込期間の最終日とする。以下同じ。）の翌日以降、また、募集のための株主割当日がある場合はその日の翌日以降これを適用する。

株式分割又は株式無償割当により当社普通株式を発行する場合、調整後行使価額は、株式分割のための基準日の翌日以降、当社普通株式の無償割当について普通株主に割当を受ける権利を与えるための基準日があるときはその翌日以降、当社普通株式の無償割当について普通株主に割当を受ける権利を与えるための基準日がないとき及び株主（普通株主を除く。）に当社普通株式の無償割当をするときは当該割当の効力発生日の翌日以降、それぞれこれを適用する。

取得請求権付株式であって、その取得と引換えに本項第(4)号 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旨の定めがあるものを発行する場合（無償割当の場合を含む。）又は本項第(4)号 に定める時価を下回る価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若しくは新株予約権付社債その他の証券若しくは権利を発行する場合（無償割当の場合を含むが、当社のストックオプション制度に基づき新株予約権を発行する場合及び第21回新株予約権の発行を除く。）、調整後行使価額は、発行される取得請求権付株式、新株予約権若しくは新株予約権付社債その他の証券又は権利の全てが当初の取得価額又は行使価額で請求又は行使されて当社普通株式が交付されたものとみなして行使価額調整式を準用して算出するものとし、払込期日（新株予約権又は新株予約権付社債の場合は割当日、無償割当の場合は効力発生日）の翌日以降これを適用する。但し、その権利の割当の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。上記にかかわらず、請求又は行使に際して交付される当社普通株式の対価が取得請求権付株式、新株予約権若しくは新株予約権付社債その他の証券又は権利が発行された時点で確定していない場合、調整後行使価額は、当該対価の確定時点で発行されている取得請求権付株式、新株予約権若しくは新株予約権付社債その他の証券又は権利の全てが当該対価の確定時点の条件で請求又は行使されて当社普通株式が交付されたものとみなして行使価額調整式を準用して算出するものとし、当該対価が確定した日の翌日以降、これを適用する。

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 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、取得日の翌日以降これを適用する。

本号 乃至 の各取引において、その権利の割当のための基準日が設定され、かつ、各取引の効力の発生が当該基準日以降の株主総会又は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は、本号 乃至 の定めにかかわらず、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取引の承認があった日までに第20回新株予約権を行使した第20回新株予約権に係る新株予約権者（以下「第20回新株予約権者」という。）に対しては、次の算式に従って当社普通株式の交付数を決定するものとする。

$$\text{株式数} = \frac{(\text{調整前行使価額} - \text{調整後行使価額}) \times \text{調整前行使価額により当該期間内に交付された株式数}}{\text{調整後行使価額}}$$

この場合に1株未満の端数が生じたときはこれを切り捨て、現金による調整は行わない。

	<p>(3) 行使価額調整式により算出された調整後行使価額と調整前行使価額との差額が0.1円未満にとどまる限りは、行使価額の調整はこれを行わない。但し、その後の行使価額の調整を必要とする事由が発生し行使価額を算出する場合は、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引いた額を使用する。</p> <p>(4) 行使価額調整式の計算については、次に定めるところによる。</p> <p>0.1円未満の端数を四捨五入する。</p> <p>行使価額調整式で使用する時価は、調整後行使価額を適用する日（但し、本項第(2)号の場合は基準日）に先立つ45取引日目に始まる30取引日の取引所における当社普通株式の普通取引の終値の平均値（当日付で終値のない日数を除く。）とする。この場合、平均値の計算は、円位未満小数第2位まで算出し、小数第2位を四捨五入する。</p> <p>行使価額調整式で使用する既発行普通株式数は、基準日がある場合はその日、また、基準日がない場合は、調整後行使価額を適用する日の1か月前の日における当社の発行済普通株式数から、当該日における当社の有する当社普通株式の数を控除した数とする。また、株式分割の場合には、行使価額調整式で使用する交付普通株式数は、基準日における当社の有する当社普通株式に割り当てられる当社普通株式数を含まないものとする。</p> <p>(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。</p> <p>株式の併合、当社を存続会社とする合併、当社を承継会社とする吸収分割、当社を完全親会社とする株式交換又は株式交付のために行使価額の調整を必要とするとき。</p> <p>その他当社の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。</p> <p>行使価額を調整すべき事由が2つ以上相接して発生し、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。</p> <p>(6) 本項第(2)号の規定にかかわらず、本項第(2)号に基づく調整後行使価額を初めて適用する日が本欄第3項に基づく行使価額の修正日と一致する場合には、当社は、必要な調整を行う。</p> <p>(7) 本欄第3項及び本項に定めるところにより行使価額の修正又は調整を行うときは、当社は、あらかじめ書面によりその旨並びにその事由、修正又は調整前行使価額、修正又は調整後行使価額及びその適用の日その他必要な事項を、適用の日の前日までに第20回新株予約権者に通知する。但し、本項第(2)号の場合その他適用の日の前日までに上記の通知を行うことができないときは、適用の日以降速やかにこれを行う。</p>
新株予約権の行使により株式を発行する場合の株式の発行価額の総額	<p>3,155,900,000円</p> <p>(注) 別記「新株予約権の行使時の払込金額」欄第3項又は第4項により、行使価額が修正又は調整された場合には、第20回新株予約権の行使により株式を発行する場合の株式の発行価額の総額は増加又は減少する可能性がある。第20回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第20回新株予約権を消却した場合には、第20回新株予約権の行使により株式を発行する場合の株式の発行価額の総額は減少する可能性がある。</p>

新株予約権の行使により株式を発行する場合の株式の発行価格及び資本組入額	<p>1. 新株予約権の行使により株式を発行する場合の株式1株の発行価格 第20回新株予約権の行使により交付する当社普通株式1株の発行価格は、行使請求に係る第20回新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の総額に、行使請求に係る第20回新株予約権の発行価額の総額を加えた額を、別記「新株予約権の目的となる株式の数」欄記載の第20回新株予約権の目的である株式の総数で除した額とする。</p> <p>2. 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 第20回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円未満の端数が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。</p>
新株予約権の行使期間	2025年12月2日から2028年6月2日までとする。
新株予約権の行使請求の受付場所、取次場所及び払込取扱場所	<p>1. 第20回新株予約権の行使請求の受付場所 株式会社アイ・アール ジャパン</p> <p>2. 行使請求の取次場所 該当事項なし。</p> <p>3. 行使請求の払込取扱場所 株式会社みずほ銀行 神谷町支店</p>
新株予約権の行使の条件	第20回新株予約権の一部行使はできない。
自己新株予約権の取得の事由及び取得の条件	<p>1. 当社は、第20回新株予約権の取得が必要と当社取締役会が決議した場合は、第1回無担保普通社債（私債）（以下「本社債」という。）を当社が全て償還した日の翌日以降、会社法第273条及び第274条の規定に従って、当社取締役会が定めた第20回新株予約権を取得する日（以下「取得日」という。）の11取引日以上前に第20回新株予約権者又は第20回新株予約権者の関係会社に通知することにより（但し、通知が当該日の16時までに第20回新株予約権者又は第20回新株予約権者の関係会社に到達しなかった場合、かかる通知は翌取引日に行われたものとして取り扱われる。）、第20回新株予約権1個当たりの払込金額と同額（対象となる第20回新株予約権の個数を乗じて1円未満の端数が生じたときはこれを四捨五入する。）で、当該取得日に残存する第20回新株予約権の全部又は一部を取得することができる。第20回新株予約権の一部を取得する場合には、抽選その他の合理的な方法により行うものとする。</p> <p>2. 別記「新株予約権の行使期間」欄で定める第20回新株予約権の行使期間の末日において第20回新株予約権が残存している場合には、当社は、当該末日に残存する第20回新株予約権の全てを第20回新株予約権1個当たりの払込金額と同額（対象となる第20回新株予約権の個数を乗じて1円未満の端数が生じたときはこれを四捨五入する。）で取得する。</p>
新株予約権の譲渡に関する事項	第20回新株予約権には譲渡制限は付されていない。但し、第20回新株予約権割当契約において、第20回新株予約権の譲渡の際に当社取締役会の承認が必要である旨が定められる予定である。
代用払込みにに関する事項	該当事項なし。
組織再編成行為に伴う新株予約権の交付に関する事項	該当事項なし。

（注）1. 行使価額修正条項付新株予約権付社債券等の発行により資金調達をしようとする理由

当社は、下記「(1) 資金調達の目的」に記載のとおり、目的のための資金調達を行う手法として、様々な資金調達方法を比較・検討してまいりましたが、下記「(4) 本スキームの特徴」及び「(5) 他の資金調達方法」に記載のとおり、各種資金調達方法には各々メリット及びデメリットがある中で、第三者割当の方法による本新株予約権及び本社債の発行に係る資金調達方法（以下、本新株予約権及び本社債の発行並びに本買取契約の締結を総称して「本第三者割当」といい、本新株予約権及び本社債の発行並びに本新株予約権の行使による資金調達を「本スキーム」といいます。）が現在の当社の資金ニーズを満たす最も適切な資金調達手法であることから、本スキームによるデメリットも考慮した上で、総合的に判断し本スキームを採用することを決定しました。なお、本スキームにより現在及び将来における当社発行済株式数の増加が想定されますが、当該発行済株式数の増加が当社株主に及ぼす影響につきましては、下記「第3 第三者割当の場合の特記事項 3 発行条件に関する事項 (2) 発行数量及び株式の希薄化の規模の合理性に関する考え方」の記載をご参照ください。

(1) 資金調達の目的

当社は、「この地球（ほし）の未来を、笑顔で満たす。」のパーパスの下、「100年先も、ヒトと地球に、美と健康を。」をミッションに掲げ、コスメ事業、ビューティ&ウエルネス事業、再生医療関連事業、サスティナブル事業、A I・テクノロジー事業、マーケット・エクспанション事業およびインベストメント事業を行い、持続的な成長と企業価値の最大化を目指しております。

しかしながら、前期においてもグループ全体としては依然として赤字計上が継続しており、早期に強固な収益体質の確立を目指すことが急務であると認識しております。そのような中、当社は、2024年11月26日付「第三者割当による新株式の発行（現物出資（デット・エクイティ・スワップ及び不動産））、第16回乃至第19回新株予約権の発行並びに新株予約権の買取契約の締結に関するお知らせ」にて開示並びに同日付「中期経営計画策定のお知らせ」で公表したとおり、従来からのコア事業であるコスメ事業並びにビューティ&ウエルネス事業の事業基盤を一層強化するとともに、再生医療関連事業、サスティナブル事業、A I・テクノロジー事業、マーケット・エクспанション事業を成長戦略事業と位置づけ、積極的な投資を行い中長期的な事業拡大と飛躍的な成長の実現を目指した経営を進めるため、また、強固な財務基盤構築の一環として不動産売買を含めたインベストメント事業を行うことを目的に資金調達を実施しました。これにより、将来の事業拡大に向けた打ち手の選択肢をあらかじめ拡充し、好機を逸しない体制を構築しております。

当社としては、上記のような既存事業推進のオーガニック（注1）戦略に留まらず、様々なインオーガニック戦略（注2）を駆使することで、6期連続で営業損失を計上し、前連結会計年度においても、営業損失208,368千円、親会社株主に帰属する当期純損失276,771千円、営業活動によるキャッシュ・フローのマイナス538,514千円を計上したことから生じている継続企業の前提に関する疑義の払拭は当然のこととして、それ以上の高い成長を目指し、早期に投資家の期待に応えられるような企業価値の向上に努める義務があると考えております。

これらの状況、課題を踏まえ、当社は、今回追加的に資金調達を実施し、財務準備資産としてビットコインを中長期的に取得、保有する、ビットコイン・トレジャリー戦略をインベストメント事業の一環として開始します。ビットコイン・トレジャリー戦略（以下「本戦略」といいます。）とは、世界的な長期にわたる金融緩和の影響から米ドルや日本円等の既存法定通貨の価値が減価している中、発行枚数の上限が2,100万枚と定められており、代表的なオルタナティブ資産であるゴールド（金）にも例えられることから、近年では「デジタル・ゴールド」とも位置付けられるビットコインを対象として、その取得と備蓄を進めるという戦略であります。

現在、米国のStrategyを筆頭に、世界各国の企業において本戦略の採用が進んでおり、国内でも既に20～30社程度の上場企業が本戦略に基づいてビットコインの取得を検討・推進し始めております。

当社では、ビットコイン・トレジャリー戦略のポジティブな側面を、以下のような要因をポイントとして捉えており、長期的な企業価値向上に資すると考えております。

a．長期的な価格上昇トレンドとインフレヘッジ機能

ビットコインは、過去数年間にわたり価格の上昇傾向を示しており、特に大規模金融緩和下のインフレに対するヘッジ資産としての側面が評価されています。2023年10月末時点の価格：約\$34,000を基点に、翌年2024年10月末には約\$70,000へ約106%上昇するなど、高いリターンを実現している点は、中長期的に保有する財務準備資産として適性が高いと考えております。

b．資本効率の向上とバランスシートの最適化

ビットコインはデジタル・ゴールドとしての特性を持ち、従来の現金や債券に比べ、実質的な価値の保全と流動性の高さを兼ね備えています。これにより、低利回り資産の保有による機会損失を減らし、資本効率の最適化を図れると考えております。

一方で、ビットコインには、一部投資家、市場からも指摘されておりますように、ネガティブな側面、ビットコイン特有のリスクがあると認識しております。

a．高い価格ボラティリティ（変動性）

ビットコインは依然として高い価格変動性が特徴であり、短期的な価値の急落リスクを内包しています。例えば、2022年4月からの1年間で約\$47,000から約\$16,000へ約66%下落するなど、短期間に大きな価格変動を経験しています。

当社は、ビットコインを「中長期的な準備資産」と位置づけ、短期的な市場のノイズに左右されず、短期的な価格変動を前提とした投機的売買は行わず、当社の財務状況を鑑みた上で段階的な取得、長期保有を基本方針とします。

b. 先行事例における企業価値とビットコイン保有額の逆転現象

ビットコイン・トレジャリー戦略で先行する企業においては、ビットコインの評価益を計上し、総資産を大きく拡大している一方で、特定の期間において時価総額が保有するビットコインの市場価値を下回る事態が発生しています。これは、純粋なビットコインの保有価値が、市場が企業全体に与える価値評価に必ずしも直結しないことを示唆しています。

当社は、財務準備資産としてビットコインを保有するビットコイン・トレジャリー戦略を、当社の財務安定性強化を図った上で、既存のコア事業の強化、発展、拡大及びイノベーションを推し進め、当社グループの収益基盤を早期に確立し、黒字化を目指す上での、側面的、支援的な財務基盤強化施策として考えております。

また、投資家をはじめとする市場参加者の間では、ビットコインの発行上限に基づく希少性や将来の価値向上の可能性に着目し、一定量のビットコインを保有する本戦略を推進する企業を、ビットコインへのエクスポージャー（投資家がビットコインに間接的に投資できる機会）という側面からも、高く評価する傾向が見受けられます。当社としても、本戦略を推進する企業は市場から大きな注目を集め、資本市場におけるプレゼンス向上や投資家層の拡大といった積極的な反響を得ていると認識しております。このような環境の中、当社は、発行枚数に上限のあるビットコインは、価値保存手段として法定通貨よりも優れており、また、ビットコインの価格は今後も乱高下を繰り返しながらも、中長期的には法定通貨に対して上昇していくと予測しており、将来的な財務基盤の強化や保有ビットコインを活用した新たな収益源の確保といったことを目的に本戦略を打ち出すことで、既存事業の黒字化達成以前に早期に企業価値向上を果たす狙いを有しております。

既に多くの上場企業が本戦略を採用し始めている中、投資家をはじめとする市場参加者に当社がより魅力的な企業であると認識されるためには、市場のニーズやトレンドも踏まえ、発行上限に定めのあるビットコインを、早期に、相当量取得することで、市場での優位性を確保することに繋がると考えております。その観点において、特に米国の第二次トランプ政権による暗号資産フレンドリーな方針、施策や、日本でも2025年8月17日に金融庁が日本円建てステーブルコイン「JPYC」を国内初承認した等の要因により、ビットコインをはじめとする暗号資産の価値向上は加速度を増して進むと予測しており、より早い段階で一定量の保有数量を確保することが肝要であると考えております。本資金調達には、大規模希薄化を伴う規模であるものの、上記のとおり本戦略により早期かつ中長期的な企業価値向上を実現するためには、迅速な資金調達が必要不可欠であり、本戦略を実施することで、当社の株価上昇や企業価値の向上といった、希薄化により既存株主が被る不利益を上回る利益を還元することが可能と判断しております。

当社としては、既存事業の着実な成長と並行して、本戦略を財務基盤強化施策の軸とし、中長期でのビットコイン保有を前提としながら、相当量の備蓄を進め、保有するビットコインの運用等によるインカム・ゲインも設計し、中長期での企業価値向上に資する保有・運用計画を進めてまいります。具体的には、保有するビットコインの全部または一部を、ビットコイン（暗号資産）・レンディング・サービスを行う事業者へ貸し出す予定です。

ビットコイン（暗号資産）・レンディング・サービスとは、「自分が保有するビットコイン（暗号資産）を、暗号資産取引所などのサービス事業者へ一定期間貸し出すことで、使用料（利息相当分）を受け取ることが出来るサービス」であります。銀行の定期預金に似た仕組みで、長期保有するビットコインを貸し出すことで、保有しているだけでは得られない受動的な収益を得られるメリットがあります。また、2025年4月10日に金融庁にて公表された「暗号資産に関連する制度のあり方等の検証（注3）」に記載の通り、「規制対象とする必要性については将来的な課題として継続的に注視していくことが考えられる」ものの、暗号資産交換業者としての登録、許認可等が必要なく、ビットコイン・トレジャリー戦略とのシナジー効果も期待できることから推し進める方針としています。

（注1） オーガニック戦略とは、企業が自社の製品やサービスを磨き、自助努力を通じて事業拡大を目指す経営戦略のことをいいます

（注2） インオーガニック戦略とは、企業が自社の既存の経営資源に頼らずに、他社との提携や合併・買収（M&A）などを通じて成長を目指す経営戦略のことをいいます

（注3） 金融庁「暗号資産に関連する制度のあり方等の検証」

（https://www.fsa.go.jp/news/r6/sonota/20250410_2/01.pdf）

当社は今後も、既存事業における戦略的投資や人財採用強化、競争力向上を企図したM&A・資本業務提携の推進等の成長投資に加え、今回の「ビットコイン・トレジャリー戦略に基づくビットコイン取得」をはじめとした中長期的な財務戦略の実行を通じて、当社の企業価値の持続的かつスピード感のある向上を目指してまいります。

以上に基づき、本新株予約権の発行により、新規の資金調達を行うことを決定いたしました。

(2) 資金調達方法の概要

今回の資金調達は、当社がEVO FUND及びサスティナに対して本新株予約権を割り当て、その行使が行われることによって当社の資本が増加する仕組みとなっております。

また、第20回新株予約権による資金調達においては、EVO FUNDによる行使に伴って段階的に調達が行われることとなり、調達の時期が不確定なものであるため、下記「3 新規発行による手取金の使途（2）手取金の使途」に記載の資金使途に必要な資金を速やかに調達の上、ビットコインの取得目標数量（200～250BTC）の10%程度（20～25BTC）を早期に取得できるよう、2025年12月15日付でEVO FUNDに対して以下に記載の概要にて発行価額総額最大500,000,000円の本社債を発行する予定です。ビットコインの早期取得を企図するのは、取得後に行う予定のビットコイン・レンディング・サービスによる運用準備等に早々に着手するためです。なお、第20回新株予約権の行使による払込金額は、本社債の未償還額が残存する限り、本社債の償還に用いられる見込みです。なお、本社債の発行価額総額については、下記「3 新規発行による手取金の使途（2）手取金の使途」に記載の計画に当座必要な手元資金を確保することを目的に、割当予定先と協議の上決定いたしました。

<本社債の概要>

- | | |
|-----------|--|
| 1. 名称 | パス株式会社第1回無担保普通社債 |
| 2. 社債の総額 | 金500,000,000円から、2025年12月1日に発行を予定している第20回新株予約権が2025年12月12日までに行使された場合、当該行使に際して出資された金銭の合計額に相当する金額を控除（但し、12,500,000円毎での控除とし、12,500,000円に満たない額は控除の対象としません。）した金額 |
| 3. 各社債の金額 | 金12,500,000円 |
| 4. 払込期日 | 2025年12月15日（月） |
| 5. 償還期日 | 2028年6月2日（金） |
| 6. 利率 | 年率0.0% |
| 7. 発行価額 | 額面100円につき金100円 |
| 8. 償還価額 | 額面100円につき金100円 |
| 9. 償還方法 | 満期一括償還 |

(1) 当社は、繰上償還を希望する日（以下「繰上償還日」といいます。）の5営業日（「営業日」とは、取引所において売買立会が行われており、かつ東京において一般に銀行が営業を行っている日をいいます。以下同じです。）前までに本社債に係る社債権者（以下「本社債権者」といいます。）に書面で通知することにより、当該時点において未償還の本社債の全部又は一部を、繰上償還日において、各社債の金額100円につき金100円で繰上償還することができます。

(2) 2025年12月16日（当日を含みます。）以降、当社普通株式の取引所における普通取引の終値が基準金額（以下に定義します。）以下となった場合、本社債権者は、当該日以降いつでも、繰上償還日の5営業日前までに当社に書面で通知することにより、当該時点において未償還の本社債の全部又は一部を、繰上償還日において、各社債の金額100円につき金100円で繰上償還することを請求することができます。

「基準金額」は442円とします。但し、当社が当社普通株式の分割、無償割当て又は併合を行う場合その他当社の発行済普通株式数の変更が生じる事由の発生により、当該営業日における基準金額の調整を必要とするときには、当社は基準金額について必要な調整を行います。

- (3) 当社が、当社株式又は当社株式に転換若しくは交換できる証券の勧誘、担保提供、発行、売付け、売却契約、購入オプションの付与、購入権の付与、引受権の付与、貸付けその他の移転又は処分を、直接又は間接に行う場合、デット・エクイティ・スワップ等の実行による当社株式の発行又は当社株式の所有についての経済的結果の全部又は一部を第三者に移転するスワップその他の取決めを行う場合、本社債権者は、繰上償還日の5営業日前までに当社に書面で通知することにより、当該時点において未償還の本社債の全部又は一部を、繰上償還日において、各社債の金額100円につき金100円で繰上償還することを請求することができます。但し、当社が買取人又はその関係会社を相手方として上記各行為を行う場合、当社の普通株式の株式分割により当社が当社の普通株式を発行又は交付する場合、当社が当社の普通株式の無償割当を行う場合、会社法第194条第3項に基づく自己株式の売渡し、当社が譲渡制限付株式報酬制度に基づき当社の普通株式を発行若しくは交付する場合、当社がストックオプション制度に基づき当社の新株予約権若しくは普通株式を発行若しくは交付する場合、第20回新株予約権及び第21回新株予約権を発行する場合、本社債の発行日時時点で存在する新株予約権の行使に基づき当社が当社普通株式を発行又は交付する場合及びその他適用法令により必要となる場合についてはこの限りではありません。
- (4) 当社は、当社が消滅会社となる合併、吸収分割若しくは新設分割（吸収分割承継会社若しくは新設分割設立会社が、本社債に基づく当社の義務を引き受け、かつ第20回新株予約権に代わる新たな新株予約権を交付する場合に限ります。）、又は当社が完全子会社となる株式交換、株式移転若しくは株式交付につき当社株主総会で承認決議した場合又は当該計画を公表した場合、本社債権者の書面による請求があったときには、当該請求日の翌銀行営業日以降で両者が合意する日において、残存する本社債の全部又は一部を各社債の金額100円につき100円で償還します。
- (5) 当社は、当社が発行する株式が取引所により監理銘柄、特別注意銘柄若しくは整理銘柄に指定された場合又は上場廃止となった場合、当該銘柄に指定された日又は上場廃止が決定した日以降、本社債権者から書面による請求があったときには、当該請求日の翌銀行営業日に残存する本社債の全部又は一部を各社債の金額100円につき100円で償還します。
- (6) 当社において、50%を超える議決権を単独で若しくは共同保有者（金融商品取引法第27条の23第5項及び第6項に規定するものを意味します。）とともに直接若しくは間接的に保有する株主が新たに出現した場合、本社債権者から書面による請求があったときには、当該請求日の翌営業日に残存する本社債の全部又は一部を各社債の金額100円につき100円で償還します。
- (7) 当社において、当社普通株式を全部取得条項付種類株式にする定款の変更の後、当社普通株式の全てを取得する旨の当社の株主総会の決議がなされた場合、当社の特別支配株主（会社法第179条第1項に定義されます。）による当社の他の株主に対する株式等売渡請求を承認する旨の当社の取締役会の決議がなされた場合又は上場廃止を伴う当社普通株式の併合を承認する旨の当社の株主総会の決議がなされた場合、本社債権者は、その選択により、当社に対して、償還を希望する日（以下、本号において「繰上償還日」という。）の10営業日以上前に事前通知を行ったうえで、繰上償還日に、その保有する本社債の全部又は一部を、各社債の金額100円につき100円で繰上償還することを、当社に対して請求する権利を有します。
- (8) 本号(2)乃至(7)にかかわらず、本社債権者は、本社債の払込日から6か月が経過した日以降いつでも、繰上償還日の5営業日前までに当社に書面で通知することにより、当該時点において未償還の本社債の全部又は一部を、繰上償還日において、各社債の金額100円につき金100円で繰上償還することを請求することができます。

(9) 第20回新株予約権の全部又は一部が行使され、当該行使に伴い当社に払い込まれた金銭の額の第20回新株予約権の発行日以降の累計額から()当該時点において当社が本号に基づき繰上償還した本社債の額面額の累計額及び()上記「2. 社債の総額」に基づき金500,000,000円から控除された金額の合計額を控除した額が、各社債の金額(12,500,000円)の整数倍以上となった場合、当社は、当該整数分の本社債を、第20回新株予約権の行使に伴い当該整数倍に達するだけの金銭が払い込まれた日の3営業日後の日(当日を含みます。)又は当社と本社債権者が別途合意する日を繰上償還日として、各社債の金額100円につき金100円で繰上償還します。

10. 総額引受人
 11. 資金使途

EVO FUND

本社債の発行により調達する資金の額は、500百万円となる予定であり、調達する資金の具体的な使途については、次のとおり予定しています。

具体的な使途	金額 (百万円)	支出予定時期
ビットコイン・トレジャリー戦略に基づく ビットコイン取得	500	2025年12月～ 2028年6月

調達する資金の使途の詳細は以下のとおりです。

当社としては、既存事業の着実な成長と並行して、本戦略を財務基盤強化施策の軸とし、中長期でのビットコイン保有を前提としながら、早期かつ相当量の備蓄を進め、保有するビットコインの運用等によるインカム・ゲインも設計し、一時的な株価プレミアムに留まらない、長期での企業価値向上に資する保有・運用計画を進めてまいります。そのため、本資金調達により調達する資金を全額、「ビットコイン・トレジャリー戦略に基づくビットコイン取得」に充当する予定であります。

支出予定期間が複数年度に及ぶ中で、本資金調達を今回の規模で実施するのは、ビットコイン市場は価格変動が大きいとため、早期に相当規模の資金を確保することにより、短期集中での取得も可能とし、柔軟かつ機動的なビットコイン取得を進められる体制を整備する必要があると考えており、分割して資金調達した場合には市場環境に応じた機動的な取得が困難となるためです。さらに、本戦略は単なるビットコインの短期的保有ではなく、中長期的に当社の財務基盤を強化し、企業価値を高めることを目的としており、その実行にあたっては安定的な資金確保が不可欠であるためであります。但し、期間をかけて取得することが合理的な市場環境が生じる可能性もあり、複数年度に及ぶ支出予定期間としております。

なお、ビットコインは、価格変動が大きく、市況によっては取得額を下回る評価額となる可能性があるほか、暗号資産市場の規制動向や流動性低下、為替変動等による影響を受けるリスクがあります。これらは当社の保有資産価値や財務状況に影響を及ぼす可能性があります。当社は取得数量の分散、取得時期の適正化、市場動向のモニタリング及び保有比率の管理等によりリスク低減を図ります。

また、保有暗号資産については、四半期毎に時価評価を行い、その評価損益を損益計算書に計上する予定であります。

今後の「ビットコイン・トレジャリー戦略に基づくビットコイン取得」については、取得計画や取得進捗状況等に伴い、開示してまいります。

当社は、本新株予約権について、割当予定先であるEVO FUNDとの間で、下記の内容を含む本買取契約を締結する予定です。

< 第20回新株予約権 >

行使価額の修正

第20回新株予約権の行使価額は、割当日の1取引日後に初回の修正がされ、割当日の2取引日後に2回目の修正がされ、以後3取引日が経過する毎に修正されます。行使価額が修正される場合、初回の修正においては、行使価額は、2025年11月14日において取引所が発表する当社普通株式の普通取引の終値の100%に相当する金額(但し、当該金額が下限行使価額を下回る場合、下限行使価額とします。)に修正されます。2回目以降の修正では、行使価額は、修正日に、価格算定期間の各取引日(但し、終値が存在しない日を除きます。)において取引所が発表する当社普通株式の普通取引の終値の単純平均値の100%に相当する金額の1円未満の端数を切り捨てた

額（但し、当該金額が下限行使価額を下回る場合、下限行使価額とします。）に修正されます。但し、当該価格算定期間のいずれの取引日にも終値が存在しなかった場合には、行使価額の修正は行いません。また、価格算定期間内において第20回新株予約権の発行要項第11項の規定に基づく調整の原因となる事由が発生した場合には、当該価格算定期間の各取引日において取引所が発表する当社普通株式の普通取引の終値は当該事由を勘案して合理的に調整されます。また、株主確定期間及び当該株主確定期間の末日の1取引日後においては、行使価額の修正は行わないものとし、その場合、次に行使価額の修正が行われるのは当該株主確定期間の末日の2取引日後（当日を含みます。）の日とし、当該日以降、3取引日が経過する毎に、上記に準じて行使価額は修正されます。行使価額修正条項付新株予約権に係る行使価額の修正は、発行会社の普通株式の普通取引の終値からディスカウントされることが一般的ですが、第20回新株予約権においては、ディスカウントが行われない設計となっております。ディスカウントがなされない設計により、市場株価から乖離が少ない価額での行使がなされることになるため、第20回新株予約権は、既存株主の皆様への影響をできる限り少なくし、既存株主の利益にもできる限り配慮された設計となっております。また、第20回新株予約権においては、上記のとおりディスカウントがなされないことから、その行使により調達できる額がより大きくなることが期待されます。なお、当社の資金調達目的達成の観点から当社と割当予定先との間で協議を行い、行使の蓋然性を高める観点より、割当日の1取引日後に行われる初回の修正及び割当日の2取引日後以後3取引日が経過する毎に行われる2回目以降の修正の2段階の修正スキームを採用しております。下限行使価額は当初42円としますが、第20回新株予約権の発行要項第11項に定める行使価額の調整の規定を準用して調整されます。下限行使価額の水準については、同種の資金調達案件との比較検討に加え、資金調達の蓋然性を高めるために、EVO FUNDと当社間で議論の上決定したものであります。

行使停止指定条項

当社は、EVOLUTION JAPAN証券株式会社（住所：東京都千代田区紀尾井町4番1号、代表取締役社長：ショーン・ローソン）（以下「EJS」といいます。）に対して通知することで、EVO FUNDが第20回新株予約権の一部又は全部を行使することができない期間（以下「行使停止指定期間」といいます。）を何度でも指定（以下「行使停止指定」といいます。）することができます。行使停止指定期間は、各第20回新株予約権につき、2025年12月2日から2028年6月2日までの期間中のいずれかの期間とし、当社がEJSに対して行使停止指定を通知した日の5取引日後から（当日を含みます。）当社が指定する日まで（当日を含みます。）とします。また、当社は、行使停止指定を行った場合、これを取り消すことができます。

当社は、行使停止指定を行った場合又は行使停止指定を取り消した場合には、その旨をプレスリリースにて開示いたします。

制限超過行使の禁止

第20回新株予約権割当契約には以下の内容が含まれます。

- (a) 当社は、取引所の定める有価証券上場規程第434条第1項及び同施行規則第436条第1項乃至第5項の定めに基づき、原則として、単一暦月中にEVO FUNDが第20回新株予約権を行使することにより取得される株式数が、第20回新株予約権の払込日時点における上場株式数の10%を超える場合には、当社は当該10%を超える部分に係る第20回新株予約権の行使（以下「制限超過行使」といいます。）を行わせないこと。
- (b) EVO FUNDは、第20回新株予約権の行使価額が発行決議日の東京証券取引所の売買立会における対象株券等の終値（但し、株式の分割、併合又は無償割当が行われた場合には公正かつ合理的な調整を行うものとします。）以上の場合等の所定の適用除外の場合を除き、制限超過行使に該当する第20回新株予約権の行使を行わないことに同意し、第20回新株予約権の行使にあたっては、あらかじめ当社に対し、第20回新株予約権の行使が制限超過行使に該当しないかについて確認を行うこと。
- (c) EVO FUNDは、第20回新株予約権を譲渡する場合、あらかじめ譲渡先となる者に対して、当社との間で制限超過行使に係る義務を負うことを約束させ、また譲渡先となる者がさらに第三者に譲渡する場合にも当社に対して同様の義務を承継すべき旨を約束させること。
- (d) 上記(c)に従い第20回新株予約権が譲渡された場合、当社は当該譲渡先との間でも上記(a)乃至(c)と同様の内容を約し、当該譲渡先がさらに他の第三者に譲渡する場合も同様の内容を約するものとする。

<第21回新株予約権>

当社が割当予定先であるサスティナに対して行使期間を約2年半とする第21回新株予約権150,000個を発行し、割当予定先であるサスティナによる第21回新株予約権の行使に伴って当社資本が増加する仕組みとなっております。

第21回新株予約権 1 個当たりの目的となる株式の数は100株と固定されており、第21回新株予約権の目的となる株式の総数は15,000,000株です。また、第21回新株予約権の行使価額は2025年11月13日において取引所が発表する当社普通株式の普通取引の終値の100%の金額で固定されています。

(3) 資金調達方法の選択理由

当社は、上記「(1) 資金調達の目的」に記載した資金使途の目的に適う資金調達の方法を検討するにあたり、本年 8 月に E J S に相談したところ、同社から、本新株予約権と本社債の発行を組み合わせた資金調達手法である本スキームの提案を、同年 9 月に受けました。割当予定先である EVO FUND は、当社が 2024 年 12 月 12 日に発行した第 16 回新株予約権、第 17 回新株予約権及び第 18 回新株予約権を引き受けた実績があります。

同社より提案を受けた本スキームは、本社債によって早期に必要な資金の調達が一部確約されていることに加え、本新株予約権により手元で必要な資金を高い蓋然性をもって調達できる一方で、株価に対する一時的な影響を抑制しつつ資金調達をすることができると考えております。また、本社債及び本新株予約権を組み合わせることにより、全体として、当社の当面の資金需要を満たす資金を相当程度高い蓋然性をもって調達できる設計となっているため、当社のニーズに合致していると考えており、当社の今後の成長にとって最善であると判断しております。また、当社は、下記「(4) 本スキームの特徴」に記載の本スキームのメリット及びデメリット並びに「(5) 他の資金調達方法」に記載の他の資金調達方法について検討し、これらの検討結果として、本スキームが、下記「3 新規発行による手取金の使途 (2) 手取金の使途」に記載した各資金使途に必要な資金を、一定の期間において高い蓋然性にて調達できることから、総合的な判断により本スキームを採用することを決定しました。なお、本スキームにより現在及び将来における当社発行済株式数の増加が想定されますが、当該発行済株式数の増加が当社株主に及ぼす影響につきましては、下記「第 3 第三者割当の場合の特記事項 3 発行条件に関する事項 (2) 発行数量及び株式の希薄化の規模の合理性に関する考え方」の記載をご参照ください。

(4) 本スキームの特徴

本スキームによる資金調達には、以下のようなメリット及びデメリットがあります。

[メリット]

即座の資金調達

本社債の発行により、当社は本社債の払込期日において、当座必要な手元資金の確保が可能となります。また、本社債は無担保であり、当社は下記「3 新規発行による手取金の使途 (2) 手取金の使途」に記載の計画に応じて、当該資金を自由に用いることができます。

資金調達コストの削減

本新株予約権と本社債の発行を一度に行うことで、それぞれ個別に複数回の決議・発行の手続きを経るよりも、調達に係るコストを削減することが可能となります。

最大交付株式数の限定

本新株予約権の目的である当社普通株式数は合計 53,000,000 株で固定されており、株価動向にかかわらず、最大交付株式数が限定されております。そのため、希薄化率が当初予定より増加することはありません。

ディスカウントなしでの新株予約権発行

通常、行使価額修正条項付の新株予約権の場合、基準となる株価から、8～10%程度のディスカウントがなされた上で株式の交付が行われます。これに対し、第 20 回新株予約権は、修正日に、価格算定期間の各取引日（但し、終値が存在しない日を除きます。）において取引所が発表する当社普通株式の普通取引の終値の単純平均値の 100%に相当する金額の 1 円未満の端数を切り捨てた額（但し、当該金額が下限行使価額を下回る場合、下限行使価額とします。）に修正されるため、あらかじめ参照株価からディスカウントを設ける場合と比較してディスカウントは限定的であり、さらに、株価下降時においてはディスカウントが発生する可能性はより少ない設計となっております。したがって、参照株価からディスカウントがなされない第 20 回新株予約権においては、市場株価から乖離が少ない価額での行使がなされることになるため、株価からの乖離をなくすことにより、ディスカウントがなされた場合に比べ株価への影響も軽減され、既存株主の皆様にも配慮した設計となっております。

株価への影響の軽減

第 20 回新株予約権においては下限行使価額が設定されており、修正後の行使価額が下限行使価額を下回る価額に修正されることはなく、株価が下限行使価額を下回る等の株価低迷の局面において、更なる株価低迷を招き得る当社普通株式の供給が過剰となる事態が回避されるように配慮した設計となっております。

株価上昇時の調達額の増額

第 20 回新株予約権は株価に連動して行使価額が修正されるため、株価が上昇した場合に資金調達額が増額されます。

株価上昇時の行使促進効果

第20回新株予約権の行使により発行を予定している38,000,000株について、行使期間中に株価が大きく上昇する場合、EVO FUNDが投資家として早期にキャピタル・ゲインを実現すべく、行使期間の満了を待たずに速やかに行使を行う可能性があり、結果として迅速な資金調達の実施が期待されます。

取得条項

将来的に第20回新株予約権による資金調達の必要性がなくなった場合、又はそれ以上の好条件での資金調達方法が確保できた場合等には、本社債の全てを償還した日の翌日以降であれば、当社取締役会が第20回新株予約権を取得する日を定めてEVO FUNDに対し通知することにより、残存する第20回新株予約権の全部又は一部を取得することが可能です。取得額は発行価額と同額であり、キャンセル料その他の追加的な費用負担は発生いたしません。

本買取契約上の本新株予約権の譲渡制限

第20回新株予約権の譲渡に際し、当社取締役会の決議における当社の事前の書面による承認を要します。そのため、当社の事前の書面による承認がない限り、EVO FUNDから第三者へ本新株予約権が譲渡されることはありません。他方で、第21回新株予約権については、発行要項において、当該新株予約権を譲渡するには、当社の取締役会の承認を要することとしています。

行使停止指定

第20回新株予約権について、行使停止指定条項に基づく行使停止指定により、当社は、当社の株価が目標株価を超えてさらに上昇することが見込まれる場合や、当社に具体的な資金需要が存在しない場合におけるEVO FUNDによる第20回新株予約権の行使を停止することが可能となり、EVO FUNDによる行使タイミングを、当社の株価や資金ニーズに応じてある程度コントロールすることが可能となります。

[デメリット]

当初に満額の資金調達ができないこと

新株予約権の特徴として、新株予約権者による権利行使があつて初めて、行使価額に行使の対象となる株式数を乗じた金額の資金調達がなされます。そのため、本新株予約権の発行当初に満額の資金調達が行われるわけではありません。

株価下落・低迷時に行使が進まない可能性

第20回新株予約権には下限行使価額が設定されているため、株価水準によっては第20回新株予約権の行使がなされない可能性があります。

資金調達額の減少

第20回新株予約権は、株価の下落局面ではその行使価額も下方に修正されるため、下方修正後に行使が行われた場合、資金調達額が予定額を下回る可能性があります。但し、行使価額は下限行使価額を下回ることはありません。

割当予定先が当社普通株式を市場売却することにより当社株価が下落する可能性

割当予定先であるEVO FUNDの当社普通株式に対する保有方針は短期保有目的であり、サステイナも純投資であることから、割当予定先が本新株予約権を行使して取得した株式を市場で売却する可能性があります。かかる当社普通株式の売却により当社株価が下落する可能性があります。

不特定多数の新投資家へのアクセスの限界

第三者割当方式という当社と割当予定先のための契約であるため、不特定多数の新投資家から資金調達を募ることによるメリットは享受できません。

希薄化の発生

本新株予約権が全て行使された場合に交付される株式数は53,000,000株（議決権数530,000個）であり、2025年9月30日現在の当社発行済株式総数76,785,036株及び議決権数767,804個を分母とする希薄化率は69.02%（議決権ベースの希薄化率は69.03%）に相当します。そのため、本新株予約権の発行により、当社普通株式に一定程度の希薄化が生じることになります。但し、本新株予約権は、原則として約2年半にわたって段階的に行使される予定であり、かかる希薄化が一度に生じるものではありません。

(5) 他の資金調達方法

新株式発行による増資

(a) 公募増資

公募増資による新株発行は、一度に資金調達が可能となるものの、時価総額や株式の流動性によって調達金額に限界があり、当社の時価総額や株式の流動性を勘案すると必要額の調達が困難であると考えられます。また、公募増資の場合には検討や準備等にかかる時間も長く、公募増資を実施できるかどうかもその時点での株価動向や市場全体の動向に大きく左右され、一度実施のタイミングを逃すと決算発表や半期報告書及び有価証券報告書の提出期限との関係で最低でも数か月程度は後ろ倒しになることから柔軟性が低く、資金調達の機動性という観点からは今回のスキームの方がメ

リットが大きいと考えております。加えて、現時点での当社の業績動向や財務状況等に照らした場合には、当社普通株式の引受けを行う証券会社を見つけることは困難と考えられます。これらの点を考慮の上、公募増資は今回の資金調達方法として適当ではないと判断いたしました。

(b) 株主割当増資

株主割当増資では、資力等の問題から割当先である株主の応募率が不透明であり、また実務上も近時において実施された事例が乏しく、当社としてもどの程度の金額の資金の調達が可能なかの目処を立てることが非常に困難であります。これらの点を考慮の上、株主割当増資は今回の資金調達方法として適当でないと判断いたしました。

(c) 新株式の第三者割当

第三者割当増資による新株式発行は、資金調達が一度に可能となるものの、同時に将来の1株あたり利益の希薄化が即時に生じるため、株価に対して直接的な影響を与える可能性があります。また、現時点では適当な割当先が存在しません。

C B（転換社債型新株予約権付社債）

C Bは発行時点で必要額全額を確実に調達できるというメリットがありますが、発行後に転換が進まない場合には、当社の負債額を全体として増加させることとなり当社の借入余力に悪影響を及ぼすとともに、償還時点で多額の資金が将来的に必要なところ現時点でかかる資金を確保できるかが不透明であるため、今回の資金調達方法として適当でないと判断いたしました。また、MSCB（転換価額修正条項付転換社債型新株予約権付社債）は相対的に転換の速度が速い傾向にあるものの、転換により交付される株数が転換価額に応じて決定されるという構造上、転換の完了までに転換により交付される株式総数が確定しないため、株価に対する直接的な影響が大きく株主の皆様へのデメリットが大きいと考えられます。かかるデメリットを考慮した結果、当社としては必要額を確実に調達することよりも、希薄化を抑えた上で不足額が生じた場合には当該不足額を別の方法で調達することが株主の皆様の利益になると考え、MSCBも今回の資金調達方法として適当でないと判断いたしました。

新株予約権無償割当による増資（ライツ・イシュー）

株主全員に新株予約権を無償で割り当てることによる増資、いわゆるライツ・イシューには当社が金融商品取引業者と元引受契約を締結するコミットメント型ライツ・イシューと、当社が金融商品取引業者との元引受契約を締結せず新株予約権の行使は株主の決定に委ねられるノンコミットメント型ライツ・イシューがありますが、コミットメント型ライツ・イシューについては国内で実施された実績が乏しく、資金調達手法としてまだ成熟が進んでいない段階にある一方で、引受手数料等のコストが増大することが予想される点や時価総額や株式の流動性による調達額の限界がある点等、適切な資金調達手段ではない可能性があることから、今回の資金調達方法として適当でないと判断いたしました。また、ノンコミットメント型ライツ・イシューについては、当社は最近2年間において経常赤字を計上しており、取引所の定める有価証券上場規程に規定される上場基準を満たさないため、実施することができません。

借入れ・社債のみによる資金調達

借入れ・社債のみによる資金調達では、調達額が全額負債となるため、財務健全性がさらに低下し、今後の資金調達の余地が縮小する可能性があることから、今回の資金調達方法として適当ではないと判断いたしました。なお、上記「(2) 資金調達方法の概要」に記載のとおり、当社は、本新株予約権の行使により調達した資金を本社債への償還金として優先的に充当する予定であることから、本社債の発行手取金は本新株予約権の行使による資金調達までのつなぎ資金の性質を有しております。

2. 企業内容等の開示に関する内閣府令第19条第9項に規定する場合に該当する場合にあっては、同項に規定するデリバティブ取引その他の取引として予定する取引の内容
該当事項はありません。
3. 当該行使価額修正条項付新株予約権付社債券等に表示された権利の行使に関する事項について割当予定先との間で締結する予定の取決めの内容
当社はEVO FUNDとの間で、上記「（注）1. 行使価額修正条項付新株予約権付社債券等の発行により資金の調達をしようとする理由（2）資金調達方法の概要」記載の内容を含む本買取契約を締結する予定です。
4. 当社の株券の売買について割当予定先との間で締結する予定の取決めの内容
該当事項はありません。
5. 当社の株券の貸借に関する事項について割当予定先と当社の特別利害関係者等との間で締結される予定の取決めの内容
本新株予約権の発行に伴い、当社代表取締役の松尾孝之が代表取締役であり、かつ当社株主である株式会社エイルは、その保有する当社普通株式の一部についてEVO FUNDへの貸株を行う予定です（契約期間：2025年11月17日～2028年6月9日、貸借株数（上限）：900,000株、貸借料：年率0%、担保：無し）。
6. その他投資者の保護を図るために必要な事項
該当事項はありません。
7. 第20回新株予約権の行使請求の方法
 - (1) 第20回新株予約権を行使請求しようとする場合は、上表「新株予約権の行使期間」欄記載の行使請求期間中に同「新株予約権の行使請求の受付場所、取次場所及び払込取扱場所」欄記載の行使請求の受付場所に行使請求に必要な事項を通知しなければなりません。
 - (2) 第20回新株予約権を行使請求しようとする場合は、上記(1)の行使請求に必要な事項を通知し、かつ、第20回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上表「新株予約権の行使請求の受付場所、取次場所及び払込取扱場所」欄記載の払込取扱場所の当社が指定する口座に振り込むものとします。
 - (3) 第20回新株予約権の行使請求の効力は、上表「新株予約権の行使請求の受付場所、取次場所及び払込取扱場所」欄記載の行使請求受付場所に行使請求に必要な事項が全て通知され、かつ当該第20回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（行使請求に必要な事項の通知と同日付で上表「新株予約権の行使時の払込金額」欄第3項に定める行使価額の修正が行われる場合には、当該修正後の行使価額に基づき算定される金額とします。）が上記(2)の口座に入金された日に発生します。
 - (4) 本項の規定に基づき、第20回新株予約権の行使請求が行われた場合、当社は、第20回新株予約権者に対し、本買取契約及び第20回新株予約権の発行要項に基づき第20回新株予約権者の第20回新株予約権の行使請求が可能である場合には、第20回新株予約権の行使を拒否することができません。
8. 第20回新株予約権に係る株券の交付方法
当社は、行使請求の効力発生後、当該第20回新株予約権者が指定する振替機関又は口座管理機関における振替口座簿の保有欄に振替株式の増加の記録を行うことにより株式を交付します。なお、当社は第20回新株予約権に係る新株予約権証券を発行しません。
9. 社債、株式等の振替に関する法律の適用等
第20回新株予約権は、社債、株式等の振替に関する法律に定める振替新株予約権とし、その全部について同法の規定の適用を受けるものとします。また、第20回新株予約権の取扱いについては、株式会社証券保管振替機構の定める株式等の振替に関する業務規程、同施行規則その他の規則に従うものとします。

（3）【新株予約権証券の引受け】

該当事項はありません。

2【新規発行新株予約権証券（第21回新株予約権証券）】

（１）【募集の条件】

発行数	150,000個（新株予約権１個につき100株）
発行価額の総額	600,000円
発行価格	4円（新株予約権の目的である株式１株当たり0.04円）
申込手数料	該当事項はありません。
申込単位	１個
申込期間	2025年12月１日（月）
申込証拠金	該当事項はありません。
申込取扱場所	パス株式会社 管理本部 東京都渋谷区神宮前六丁目17番11号
払込期日	2025年12月１日（月）
割当日	2025年12月１日（月）
払込取扱場所	株式会社みずほ銀行 神谷町支店

（注）１．第21回新株予約権については、2025年11月14日開催の当社取締役会において発行を決議しております。

２．申込み及び払込みの方法は、本有価証券届出書による届出の効力発生後に本買取契約を締結し、払込期日までに上記払込取扱場所へ発行価額の総額を払い込むものとします。

３．第21回新株予約権の募集は第三者割当の方法によります。

４．第21回新株予約権の振替機関の名称及び住所

株式会社証券保管振替機構

東京都中央区日本橋兜町７番１号

(2) 【新株予約権の内容等】

新株予約権の目的となる株式の種類	当社普通株式（完全議決権株式であり、権利内容に何らの限定のない当社における標準となる株式である。なお、当社は1単元を100株とする単元株式制度を採用している。）
新株予約権の目的となる株式の数	<p>第21回新株予約権の目的である株式の総数は15,000,000株（第21回新株予約権1個当たり100株（以下、本「5 新規発行新株予約権証券（第21回新株予約権証券）」において「割当株式数」という。）とする。</p> <p>なお、当社が株式分割又は株式併合を行う場合、次の算式により割当株式数を調整するものとする。但し、かかる調整は、第21回新株予約権のうち、当該時点で行使されていない第21回新株予約権に係る割当株式数について行われ、調整の結果生じる1株未満の端数については、これを切り捨てるものとする。</p> <p style="text-align: center;">調整後割当株式数 = 調整前割当株式数 × 分割・併合の比率</p> <p>その他、割当株式数の調整を必要とする事由が生じたときは、当社は取締役会決議により、合理的な範囲で割当株式数を適宜調整するものとする。</p>
新株予約権の行使時の払込金額	<p>1．第21回新株予約権の行使に際して出資される財産の価額</p> <p>各第21回新株予約権の行使に際して出資される財産の価額は、行使価額に割当株式数を乗じた額とする。但し、これにより1円未満の端数が生じる場合は、これを切り捨てる。</p> <p>2．第21回新株予約権の行使により当社が当社普通株式を交付（当社普通株式を新たに発行し、又は当社の保有する当社普通株式を処分することをいう。以下同じ。）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、本「5 新規発行新株予約権証券（第21回新株予約権証券）」において「行使価額」という。）は、当初、83円とする。</p> <p>3．行使価額の修正</p> <p>行使価額の修正は行わない。</p> <p>4．行使価額の調整</p> <p>(1) 当社は、第21回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普通株式が交付され、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、本「5 新規発行新株予約権証券（第21回新株予約権証券）」において「行使価額調整式」という。）をもって行使価額を調整する。</p> $\text{調整後行使価額} = \text{調整前行使価額} \times \frac{\text{既発行普通株式数} + \frac{\text{交付普通株式数} \times 1 \text{株当たりの払込金額}}{\text{時価}}}{\text{既発行普通株式数} + \text{交付普通株式数}}$ <p>(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その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。</p> <p>本項第(4)号 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交付する場合（但し、当社の発行した取得請求権付株式若しくは取得条項付株式の取得と引換えに交付する場合、当社普通株式の交付を請求できる新株予約権若しくは新株予約権付社債その他の証券若しくは権利の請求又は行使による場合又は当社の株式報酬制度に基づき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が設けられているときは、当該払込期間の最終日とする。以下同じ。）の翌日以降、また、募集のための株主割当日がある場合はその日の翌日以降これを適用する。</p> <p>株式分割又は株式無償割当により当社普通株式を発行する場合、調整後行使価額は、株式分割のための基準日の翌日以降、当社普通株式の無償割当について普通株主に割当を受ける権利を与えるための基準日があるときはその翌日以降、当社普通株式の無償割当について普通株主に割当を受ける権利を与えるための基準日がないとき及び株主（普通株主を除く。）に当社普通株式の無償割当をするときは当該割当の効力発生日の翌日以降、それぞれこれを適用する。</p>

取得請求権付株式であって、その取得と引換えに本項第(4)号 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旨の定めがあるものを発行する場合（無償割当の場合を含む。）又は本項第(4)号 に定める時価を下回る価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若しくは新株予約権付社債その他の証券若しくは権利を発行する場合（無償割当の場合を含むが、当社のストックオプション制度に基づき新株予約権を発行する場合並びに第16回新株予約権及び第18回新株予約権の発行を除く。）、調整後行使価額は、発行される取得請求権付株式、新株予約権若しくは新株予約権付社債その他の証券又は権利の全てが当初の取得価額又は行使価額で請求又は行使されて当社普通株式が交付されたものとみなして行使価額調整式を準用して算出するものとし、払込期日（新株予約権又は新株予約権付社債の場合は割当日、無償割当の場合は効力発生日）の翌日以降これを適用する。但し、その権利の割当の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。上記にかかわらず、請求又は行使に際して交付される当社普通株式の対価が取得請求権付株式、新株予約権若しくは新株予約権付社債その他の証券又は権利が発行された時点で確定していない場合、調整後行使価額は、当該対価の確定時点で発行されている取得請求権付株式、新株予約権若しくは新株予約権付社債その他の証券又は権利の全てが当該対価の確定時点の条件で請求又は行使されて当社普通株式が交付されたものとみなして行使価額調整式を準用して算出するものとし、当該対価が確定した日の翌日以降、これを適用する。

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 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、取得日の翌日以降これを適用する。

本号 乃至 の各取引において、その権利の割当のための基準日が設定され、かつ、各取引の効力の発生が当該基準日以降の株主総会又は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は、本号 乃至 の定めにかかわらず、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取引の承認があった日までに第21回新株予約権を行使した第21回新株予約権に係る新株予約権者（以下「第21回新株予約権者」という。）に対しては、次の算式に従って当社普通株式の交付数を決定するものとする。

$$\text{株式数} = \frac{(\text{調整前行使価額} - \text{調整後行使価額}) \times \text{調整前行使価額により当該期間内に交付された株式数}}{\text{調整後行使価額}}$$

この場合に1株未満の端数が生じたときはこれを切り捨て、現金による調整は行わない。

- (3) 行使価額調整式により算出された調整後行使価額と調整前行使価額との差額が0.1円未満にとどまる限りは、行使価額の調整はこれを行わない。但し、その後の行使価額の調整を必要とする事由が発生し行使価額を算出する場合は、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引いた額を使用する。

- (4) 行使価額調整式の計算については、次に定めるところによる。

0.1円未満の端数を四捨五入する。

行使価額調整式で使用する時価は、調整後行使価額を適用する日（但し、本項第(2)号 の場合は基準日）に先立つ45取引日目に始まる30取引日の取引所における当社普通株式の普通取引の終値の平均値（当日付で終値のない日数を除く。）とする。この場合、平均値の計算は、円位未満小数第2位まで算出し、小数第2位を四捨五入する。

行使価額調整式で使用する既発行普通株式数は、基準日がある場合はその日、また、基準日がない場合は、調整後行使価額を適用する日の1か月前の日における当社の発行済普通株式数から、当該日における当社の有する当社普通株式の数を控除した数とする。また、本項第(2)号 の場合には、行使価額調整式で使用する交付普通株式数は、基準日における当社の有する当社普通株式に割り当てられる当社普通株式数を含まないものとする。

	<p>(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。</p> <p>株式の併合、当社を存続会社とする合併、当社を承継会社とする吸収分割、当社を完全親会社とする株式交換又は株式交付のために行使価額の調整を必要とするとき。</p> <p>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。</p> <p>行使価額を調整すべき事由が2つ以上相接して発生し、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。</p> <p>(6) 本項に定めるところにより行使価額の調整を行うときは、当社は、あらかじめ書面によりその旨並びにその事由、調整前行使価額、調整後行使価額及びその適用の日その他必要な事項を、適用の日の前日までに第21回新株予約権者に通知する。但し、本項第(2)号 の場合その他適用の日の前日までに上記の通知を行うことができないときは、適用の日以降速やかにこれを行う。</p>
新株予約権の行使により株式を発行する場合の株式の発行価額の総額	<p>1,245,600,000円</p> <p>(注) 別記「新株予約権の行使時の払込金額」欄第4項により、行使価額が調整された場合には、第21回新株予約権の行使により株式を発行する場合の株式の発行価額の総額は増加又は減少する可能性がある。第21回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第21回新株予約権を消却した場合には、第21回新株予約権の行使により株式を発行する場合の株式の発行価額の総額は減少する可能性がある。</p>
新株予約権の行使により株式を発行する場合の株式の発行価格及び資本組入額	<p>1. 新株予約権の行使により株式を発行する場合の株式1株の発行価格</p> <p>第21回新株予約権の行使により交付する当社普通株式1株の発行価格は、行使請求に係る第21回新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の総額に、行使請求に係る第21回新株予約権の発行価額の総額を加えた額を、別記「新株予約権の目的となる株式の数」欄記載の第21回新株予約権の目的である株式の総数で除した額とする。</p> <p>2. 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</p> <p>第21回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円未満の端数が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。</p>
新株予約権の行使期間	2025年12月2日（当日を含む。）から2028年6月2日（当日を含む。）までとする。
新株予約権の行使請求の受付場所、取次場所及び払込取扱場所	<p>1. 第21回新株予約権の行使請求の受付場所</p> <p>パス株式会社管理本部</p> <p>2. 行使請求の取次場所</p> <p>該当事項なし。</p> <p>3. 行使請求の払込取扱場所</p> <p>株式会社みずほ銀行 神谷町支店</p>
新株予約権の行使の条件	第21回新株予約権の一部行使はできない。
自己新株予約権の取得の事由及び取得の条件	<p>当社は、第21回新株予約権の割当日以降いつでも、取締役会により当該取得日に残存する第21回新株予約権を、取得する旨及び第21回新株予約権を取得する日（以下「取得日」といいます。）を決議することができる。当社は、当該取締役会決議の後、取得の対象となる第21回新株予約権の新株予約権者に対し、取得日の通知を当該取得日の11取引日前までに行うことにより（但し、通知が当該日の16時までに第21回新株予約権者に到達しなかった場合、かかる通知は翌取引日に行われたものとして取り扱われる。）、取得日の到来をもって、第21回新株予約権1個につき第21回新株予約権1個当たりの払込価額と同額で、当該取得日に残存する第21回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、第21回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により行うものとする。</p>

新株予約権の譲渡に関する事項	第21回新株予約権の譲渡による取得については、当社の取締役の承認を要する。
代用払込みに関する事項	該当事項なし。
組織再編成行為に伴う新株予約権の交付に関する事項	該当事項なし。

（注）１．第21回新株予約権の行使請求の方法

- （１）第21回新株予約権を行使請求しようとする場合は、上表「新株予約権の行使期間」欄記載の行使請求期間中に同「新株予約権の行使請求の受付場所、取次場所及び払込取扱場所」欄記載の行使請求の受付場所に行使請求に必要な事項を通知しなければなりません。
- （２）第21回新株予約権を行使請求しようとする場合は、上記(1)の行使請求に必要な事項を通知し、かつ、第21回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上表「新株予約権の行使請求の受付場所、取次場所及び払込取扱場所」欄記載の払込取扱場所の当社が指定する口座に振り込むものとします。
- （３）第21回新株予約権の行使請求の効力は、上表「新株予約権の行使請求の受付場所、取次場所及び払込取扱場所」欄記載の行使請求受付場所に行使請求に必要な事項が全て通知され、かつ当該第21回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（行使請求に必要な事項の通知と同日付で上表「新株予約権の行使時の払込金額」欄第３項に定める行使価額の修正が行われる場合には、当該修正後の行使価額に基づき算定される金額とします。）が上記(2)の口座に入金された日に発生します。
- （４）本項の規定に基づき、第21回新株予約権の行使請求が行われた場合、当社は、第21回新株予約権者に対し、本買取契約及び第21回新株予約権の発行要項に基づき第21回新株予約権者の第21回新株予約権の行使請求が可能である場合には、第21回新株予約権の行使を拒否することができません。

２．第21回新株予約権に係る株券の交付方法

当社は、行使請求の効力発生後、当該第21回新株予約権者が指定する振替機関又は口座管理機関における振替口座簿の保有欄に振替株式の増加の記録を行うことにより株式を交付します。なお、当社は第21回新株予約権に係る新株予約権証券を発行しません。

３．社債、株式等の振替に関する法律の適用等

該当事項はありません。

（３）【新株予約権証券の引受け】

該当事項はありません。

３【新規発行による手取金の使途】

（１）【新規発行による手取金の額】

払込金額の総額（円）	発行諸費用の概算額（円）	差引手取概算額（円）
4,401,500,000	10,660,000	4,390,840,000

（注）１．払込金額の総額は、本新株予約権の払込金額の総額（第20回新株予約権1,900,000円、第21回新株予約権600,000円、合計2,500,000円）に本新株予約権の行使に際して出資される財産の額（第20回新株予約権3,154,000,000円、第21回新株予約権1,245,000,000円、合計4,399,000,000円）を合算した金額であります。

- ２．本新株予約権の行使に際して出資される財産の価額の合計額は、当初行使価額で全ての本新株予約権が行使されたと仮定した場合の金額であります。行使価額が調整された場合には、払込金額の総額及び本新株予約権の行使に際して出資される財産の額並びに差引手取概算額は増加又は減少する可能性があります。また、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及び当社が取得した本新株予約権を消却した場合には、本新株予約権の行使に際して出資される財産の額並びに差引手取概算額は減少する可能性があります。
- ３．発行諸費用の概算額は、本第三者割当に関する第三者委員会関連費用2,500,000円、弁護士費用等5,000,000円、新株予約権算定費用1,500,000円、登記費用及び印刷関連費用1,260,000円、割当先信用調査費用400,000円等の合計額であります。
- ４．発行諸費用の概算額には、消費税及び地方消費税は含まれておりません。

（２）【手取金の使途】

本新株予約権の発行及び割当予定先による本新株予約権の行使によって調達する資金の額は、上記のとおり合計4,390,840,000円となる予定であり、調達する資金の具体的な使途については、以下のとおり予定しています。

具体的な使途	金額（百万円）	支出予定時期
無担保普通社債の償還	500	2025年12月～2028年6月
ビットコイン・トレジャリー戦略に基づくビットコイン取得	3,890	2025年12月～2028年6月
合計	4,390	

（注）１．調達した資金は、実際の支出までは、当社が当社銀行口座にて安定的な資金管理を図ります。

２．資金調達額や調達時期は、本新株予約権の行使状況により影響を受けることから、上記資金使途及びその金額については、変更される可能性があります。

調達資金の使途の詳細は以下のとおりです。

無担保普通社債の償還

当社は2025年11月14日発行決議、同年12月15日発行予定の本社債（発行価額：500百万円、償還期日：2028年6月2日、利率：年率0.0%、割当予定先：EVO FUND）を2025年12月から2028年6月の間に、第20回新株予約権が行使された都度、繰上償還いたします。なお、本社債は、第20回株予約権の行使資金の前倒し調達を目的とし、本資金調達の発行決議と同時に決議を行い発行されるものです。なお、本社債により調達する資金の具体的な使途については、ビットコイン購入代金に充当する予定です。

ビットコイン・トレジャリー戦略に基づくビットコイン取得

当社としては、既存事業の着実な成長と並行して、本戦略を財務基盤強化施策の軸とし、中長期でのビットコイン保有を前提としながら、早期かつ相当量の備蓄を進め、保有するビットコインの運用等によるインカム・ゲインも設計し、一時的な株価プレミアムに留まらない、長期での企業価値向上に資する保有・運用計画を進めてまいります。そのため、本資金調達により調達する資金を全額、「ビットコイン・トレジャリー戦略に基づくビットコイン取得」に充当する予定であります。

支出予定期間が複数年度に及ぶ中で、本資金調達を今回の規模で実施するのは、ビットコイン市場は価格変動が大きいと、早期に相当規模の資金を確保することにより、短期集中での取得も可能とし、柔軟かつ機動的なビットコイン取得を進められる体制を整備する必要があると考えており、分割して資金調達した場合には市場環境に応じた機動的な取得が困難となるためです。当社は、ビットコイン価格は、乱高下を繰り返しながらも中期的には1BTCあたり1,800万円から2,000万円程度で推移し、長期的にはさらに高い水準へと移行していくと予想しており、ビットコイン価格の水準が切りあがる前に取得しておきたいと考えております。さらに、本戦略は単なるビットコインの短期的保有ではなく、中長期的に当社の財務基盤を強化し、企業価値を高めることを目的としており、その実行にあたっては安定的な資金確保が不可欠であるためであります。

当社は、6期連続の営業赤字を計上し、営業活動によるキャッシュ・フローもマイナスの状態が続いております。既存各事業においては、収益化に向けた事業基盤構築が進みつつあるものの、依然投資フェーズにあります。これらの当社グループの状況を鑑みて、財務活動によって流動比率を高めることを企図しております。当社の流動比率は、前連結会計年度末時点の流動資産から「商品及び製品」を考慮外とした場合の流動資産は788,332千円であり、これを流動負債557,829千円で除した流動比率は141.3%ほどになります。本資金調達による調達資金を全額ビットコインの取得に充当し、財務準備資産としてオン・バランスすることで、近年減価傾向が続く法定通貨に対するヘッジ資産とし、ビットコイン自体の価格下落（直近の事例では、2025年1月25日：約1,632万円から2025年4月19日：約1,207万円と約26%下落）リスクを織り込んだ上でも、安定的に600%以上の流動比率を確保するために、今回の資金調達規模としております。

但し、期間をかけて取得することが合理的な市場環境が生じる可能性もあり、複数年度に及ぶ支出予定期間としております。

なお、ビットコインは、価格変動が大きく、市況によっては取得額を下回る評価額となる可能性があるほか、暗号資産市場の規制動向や流動性低下、為替変動等による影響を受けるリスクがあります。これらは当社の保有資産価値や財務状況に影響を及ぼす可能性があります。当社は取得数量の分散、取得時期の適正化、市場動向のモニタリング及び保有比率の管理等によりリスク低減を図ります。

また、保有暗号資産については、四半期毎に時価評価を行い、その評価損益を損益計算書に計上する予定であります。

今後の「ビットコイン・トレジャリー戦略に基づくビットコイン取得」については、取得計画や取得進捗状況等に伴い、開示してまいります。

また、前回の資金調達における現在までの調達金額及び充当状況は以下のとおりです。

（2024年12月12日付の第三者割当による新株式の発行により調達した資金の充当状況）

払込期日	2024年12月12日
資金調達の額	829,991,400円 新株式の発行による調達資金はございません。新株式の発行については、金銭以外の財産（デット・エクイティ・スワップ及び不動産）による現物出資の方法によるため、現金による払込みはありません。
発行価額	1株につき111円
募集時における発行済株式数	60,309,516株
当該募集による発行株式数	7,477,400株
募集後における発行株式数	67,786,916株
割当先	株式会社サスティナ 4,504,500株 株式会社ユニ・ロット 2,972,900株

（2024年12月12日付の第三者割当による第16回新株予約権、第17回新株予約権、第18回新株予約権及び第19回新株予約権の発行により調達した資金の充当状況）

具体的な使途	金額 （百万円）	実際の調達額 （百万円）	充当額 （百万円）	支出（予定）時期
運転資金	200	103	103	2024年12月～2025年2月
インベストメント事業における事業用不動産への投資資金	1,000	-	-	2025年3月～2027年3月
木質バイオマス発電への投資資金／木質バイオマス発電施設建設資金	300	133	133	2024年12月～2027年3月
AIによる画像処理技術及びロボティクス技術の投資資金	400	20	20	2025年3月～2027年3月
新規商品開発、仕入資金及びプロモーション費	600	157	157	2025年4月～2027年3月
サステナブル事業への設備投資資金及び運転資金（子会社である株式会社アルヌールへの貸付金）	300	35	35	2025年4月～2028年3月
再生医療関連事業への設備投資資金及び研究開発資金（子会社である株式会社RMDCへの貸付金）	400	17	17	2025年4月～2028年3月
マーケット・エクспанション事業への投資資金	200	45	45	2024年12月～2026年3月
業績向上のためのDX化の推進資金	200	-	-	2025年4月～2027年3月
資本業務提携先への出資金、M&A資金	209	-	-	2024年12月～2027年3月
合計	3,809	511	511	-

1：2025年3月18日付「第16回乃至第19回新株予約権の資金使途変更に関するお知らせ」にてお知らせのとおり当第三者割当については資金使途の内容を変更していることから「具体的な使途」、「金額」及び「支出（予定）時期」欄には変更後の資金使途の内容を記載しております。

2：資金調達額515百万円のうち3百万円は未充当となります。

3：2025年9月30日時点の調達額及び充当額となります。

第 2 【売出要項】

該当事項はありません。

第 3 【第三者割当の場合の特記事項】**1 【割当予定先の状況】**

(1) 割当予定先の概要、及び提出者と割当予定先との間の関係

EVO FUND

a．割当予定 先の概要	名称	EVO FUND (エボ ファンド)
	本店の所在地	c/o Intertrust Corporate Services (Cayman) Limited One Nexus Way, Camana Bay, Grand Cayman KY1-9005, Cayman Islands
	国内の主たる事務所の責任者の 氏名及び連絡先	該当事項はありません。 なお、国内における連絡先は以下のとおりとなっております。 EVOLUTION JAPAN証券株式会社 東京都千代田区紀尾井町 4 番 1 号 代表取締役社長 ショーン・ローソン
	代表者の役職及び氏名	代表取締役 マイケル・ラーチ 代表取締役 リチャード・チゾム
	資本金	議決権 : 100% Evolution Japan Group Holding Inc. (Evolution Japan Group Holding Inc.の議決権は間接 的に100%マイケル・ラーチが保有) 純資産 : 約232.7百万米ドル(2025年 8 月31日現在) 払込資本金: 1 米ドル
	事業の内容	ファンド運用、投資業
	主たる出資者及びその出資比率	議決権: Evolution Japan Group Holding Inc. 100% (Evolution Japan Group Holding Inc.の議決権は間接的に100%マイケ ル・ラーチが保有)
b．提出者と 割当予定 先との間 の関係	出資関係	当社は当該ファンドに対し、2024年12月12日に第16回新株予約権、第 17回新株予約権及び第18回新株予約権をそれぞれ割り当てておりま す。また、当該ファンドは2025年11月13日現在、当社普通株式74,900 株を保有しております。その他、当社と当該ファンドとの間には、記 載すべき出資関係はありません。
	人事関係	該当事項はありません。
	資金関係	該当事項はありません。
	技術又は取引等関係	該当事項はありません。

(注) 割当予定先の概要欄及び提出者と割当予定先との間の関係欄は、別途記載のある場合を除き、2025年11月14日現在におけるものです。

株式会社サスティナ

a．割当予定 先の概要	名称	株式会社サスティナ
	本店の所在地	東京都渋谷区神南一丁目23番14号
	代表者の役職及び氏名	代表取締役 中山 明
	資本金	5,000万円
	事業の内容	株式投資、事業用地の賃貸及び管理等
	主たる出資者及びその出資比率	株式会社サスティナ A 40.00% 株式会社サスティナ B 40.00% 株式会社サスティナ C 20.00%
b．提出者と 割当予定 先との間 の関係	出資関係	サスティナは2025年9月末日現在において当社株式を30,066,200株（議決権比率：39.15%）、新株予約権を104,426個（行使後の株数40,508,800株、潜在議決権比率：52.75%）保有しております。
	人事関係	該当事項はありません。
	資金関係	該当事項はありません。
	技術又は取引等関係	該当事項はありません。

c．最近3年間の経営成績及び財政状態			
決算期	2023年3月期	2024年3月期	2025年3月期
純資産	1,946,338千円	2,401,809千円	2,931,648千円
総資産	6,884,533千円	7,520,660千円	9,806,394千円
1株当たり純資産	389,267.70円	480,362.00円	586,329.60円
売上高	291,847千円	1,311,740千円	669,629千円
営業利益	223,204千円	49,610千円	211,944千円
経常利益	374,313千円	130,990千円	440,750千円
当期純利益	339,156千円	455,471千円	529,838千円
1株当たり当期純利益	67,831.30円	91,094.29円	105,967.60円
1株当たり配当金	-	-	-

（注） 割当予定先の概要欄及び提出者と割当予定先との関係欄は、別途記載のある場合を除き、2025年11月14日現在におけるものです。

(2) 割当予定先の選定理由

EVO FUND

当社は、上記「第1 募集要項 4 新規発行新株予約権証券（第20回新株予約権証券）（2）新株予約権の内容等（注）1．行使価額修正条項付新株予約権付社債券等の発行により資金調達をしようとする理由（1）資金調達の目的」に記載したとおり、「第1 募集要項 8 新規発行による手取金の使途（2）手取金の使途」に記載した各資金使途に充当するための機動的かつ確実な資金調達方法について、複数検討してまいりました。

そのような中で、EJSに2025年8月より相談したところ、同社本新株予約権及び本社債による資金調達に関する提案を同年9月に受けました。当社内において協議・検討した結果、本スキームが、当社の必要とする資金を高い蓋然性をもって調達できるとともに、株価に対する一時的な影響を抑制しつつ既存株主への過度な影響を及ぼさずに資金調達ができる点において、有効な資金調達手段であると判断いたしました。また、割当予定先であるEVO FUNDは、当社が2024年12月12日に発行した第16回新株予約権、第17回新株予約権及び第18回新株予約権を引き受けた実績があります。そして、上記の本スキームのメリット・デメリットを勘案の上、EVO FUNDと協議した結果、既存株主の株式価値希薄化への配慮から、本スキームによる資金調達方法が最良の選択肢であり、同様のスキームによる投資実績を有していること等から、EVO FUNDが割当予定先として適当であるとの結論に至ったため、本新株予約権の割当予定先としてEVO FUNDを選定いたしました。

EVO FUNDは、上場株式への投資を主たる目的として2006年12月に設立されたファンド（ケイマン諸島法に基づく免税有限責任会社）であります。これまでの投資実績として、第三者割当の手法を用いて、割り当てられた新株予約権の全てを行使し、発行会社の資金調達に寄与した案件が多数あります。

EVO FUNDの関連会社であるEJSが、関連企業の買受けのあっせん業の一環として今回の資金調達のアレンジ業務を担当しました。EJSは英国領ヴァージン諸島に所在するタイガー・イン・エンタープライズ・リミテッド（Craigmuir Chambers, PO Box 71, Road Town, Tortola VG1110, British Virgin Islands 代表取締役 マイケル・ラーチ、リチャード・チゾム）の100%子会社であります。

（注） 第20回新株予約権に係る割当ては、日本証券業協会会員であるEJSのあっせんを受けて、EVO FUNDに対して行われるものであり、日本証券業協会の定める「第三者割当増資等の取扱いに関する規則」（自主規制規則）の適用を受けて募集が行われるものです。

サスティナ

割当予定先であるサスティナの代表取締役の中山明氏は、当社代表取締役COOの高橋勇造と知人関係にあり、サスティナは、2022年4月に発行決議された第12回新株予約権並びに2024年11月に発行決議された新株式及び第19回新株予約権の引き受けに応じていただいております。当社のその他の関係会社に該当しております。

第三者割当増資の引き受け後も、当社財務の安定化のため、運転資金の融資等のご支援を行っていただいております経緯から、2025年9月に本第三者割当の相談を当社代表取締役の松尾孝之及び高橋勇造よりサスティナ代表取締役の中山明氏に対し、2025年11月にリリースした中期経営計画における事業展開を従来の方針どおり進めながら、当社の財務基盤を強化するとともに、今後、ビットコイン・トレジャリー戦略を進めることが、企業価値を中長期的により高める可能性を有するという当社の考え方に同意いただき、そのための本第三者割当に応じて頂けるとの回答を頂きました。また、残存する第19回新株予約権についても、サスティナ側からはできる限り早めに行使したいとの意向を口頭で受けたことも含めて総合的に勘案し、本新株予約権の割当予定先として選定いたしました。

(3) 割当てようとする株式の数

割当予定先の氏名又は名称	割当株式数
EVO FUND	第20回新株予約権 380,000個 (その目的となる株式 38,000,000株)
サスティナ	第21回新株予約権 150,000個 (その目的となる株式 15,000,000株)

(4) 株券等の保有方針

EVO FUND

割当予定先であるEVO FUNDは、純投資を目的としており、本新株予約権の行使により取得する当社普通株式を原則として長期間保有する意思を有しておらず、出資者に対する運用責任を遂行する立場から、保有先の株価推移により適宜判断の上、本新株予約権の行使により交付を受けることとなる当社普通株式を、基本的に市場内で売却しますが、売却時は常にマーケットへの影響を勘案する方針である旨を口頭にて確認しております。

また、当社とEVO FUNDは、本新株予約権につき下記の内容を含む本買取契約を締結します。

- a．当社は、取引所の定める有価証券上場規程第434条第1項及び同施行規則第436条第1項乃至第5項の定めに基づき、原則として、単一暦月中にEVO FUNDが第20回新株予約権を行使することにより取得される株式数（当該新株予約権を複数の者が保有している場合にあっては、当該行使が行われる日を含む暦月において当該複数の者による第20回新株予約権の行使により取得される当社普通株式の数を合算した株式数）が、第20回新株予約権の払込日時点における上場株式数の10%（算出にあたっては、同一暦月において第20回新株予約権とは別の行使価額修正条項付新株予約権付社債等で当該行使価額修正条項付新株予約権付社債等に係る新株予約権等の行使期間が第20回新株予約権と重複するもの（当該新株予約権を除く第20回新株予約権を含む。）を発行している場合には、当該行使価額修正条項付新株予約権付社債等に係る新株予約権等の行使により交付されることとなる株式数を合算するものとします。）を超える場合には、当社は制限超過行使を行わせないこと。
 - b．EVO FUNDは、以下のいずれかの期間又は場合を除き、制限超過行使に該当する第20回新株予約権の行使を行わないことに同意し、第20回新株予約権の行使にあたっては、あらかじめ当社に対し、第20回新株予約権の行使が制限超過行使に該当しないかについて確認を行うこと。
 - (a) 第20回新株予約権の行使により交付される株券及びこれと同一の銘柄の株券（以下「対象株券等」という。）が上場廃止となる合併、株式交換又は株式移転等（以下「合併等」という。）が行われることが公表された時から、当該合併等がなされた時又は当該合併等がなされないことが公表された時までの間
 - (b) 当社に対して公開買付けの公告がなされた時から、当該公開買付けが終了した時又は中止されることが公表された時までの間
 - (c) 取引所金融商品市場において対象株券等が監理銘柄又は整理銘柄に指定された時から当該指定が解除されるまでの間
 - (d) 第20回新株予約権の行使価額が発行決議日の取引所金融商品市場の売買立会における対象株券等の終値（但し、株式の分割、併合又は無償割当が行われた場合には公正かつ合理的な調整を行います。）以上の場合
 - (e) 第20回新株予約権の行使期間の最終2か月間
 - c．EVO FUNDは、第20回新株予約権を譲渡する場合、あらかじめ譲渡先となる者に対して、当社の間で制限超過行使に係る義務を負うことを約束させ、また譲渡先となる者がさらに第三者に譲渡する場合にも当社に対して同様の義務を承継すべき旨を約束させること。
 - d．上記c．に従い第20回新株予約権が譲渡された場合、当社は当該譲渡先との間でも上記a．乃至c．と同様の内容を約し、当該譲渡先がさらに他の第三者に譲渡する場合も同様の内容を約するものとする。
- さらに、本買取契約において、本新株予約権の譲渡については当社取締役会による承認を要する旨定められております。EVO FUNDから本新株予約権の全部又は一部について、譲渡したい旨の申し入れがあった場合、当社は譲渡先の実態、本新株予約権の行使に係る払込原資の確認及び本新株予約権の行使により取得する株式の保有方針を確認した上で、譲渡先として適当であると判断した場合に、当社取締役会で承認するものとし、承認が行われた場合には、その旨を開示いたします。EVO FUNDとは、現時点において本新株予約権を譲渡する予定はない旨口頭で確認しております。

なお、第16回乃至第19回新株予約権は、いずれも行使価額が近時の当社株価を上回っている状況が続いているため、現在においても未行使分が存在しておりますが、この点について、当社はEVO FUNDから当社株価が回復次第、当該各新株予約権に係る行使期間満了日までに行使を完了することを目標に、引き続き行使を進めていく旨口頭で確認しております。

サスティナ

サスティナの保有方針に関しましては、一定数の議決権の保有する意向ではあるものの、基本的には純投資とのことであり、今回発行する本新株予約権を行使することにより取得する株式について、その時期の株価や出来高次第で売却するか保有するかを判断するとの意向を当社代表取締役である高橋勇造がサスティナの代表取締役の中山明氏より口頭で確認しております。なお、株式の一部を売却する場合には、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する旨当社代表取締役である高橋勇造がサスティナの代表取締役の中山明氏より口頭で表明いただいております。

サスティナが本新株予約権を第三者に譲渡を行う場合には、本割当契約に基づき、当社取締役会における承認を要するものとしております。サスティナがかかる本新株予約権の譲渡を検討する場合には、事前に譲受人の本人確認、反社会的勢力等との関係確認、行使の払込原資確認、本新株予約権の行使により取得する株式の保有方針を確認し、当社取締役会にて譲渡が承認された場合には、その内容を開示いたします。

(5) 払込みに要する資金等の状況

EVO FUND

割当予定先であるEVO FUNDの保有財産の裏付けとなる複数のプライム・ブローカー及びその他金融機関の2025年9月30日時点における現金・有価証券等の資産から借入れ等の負債を控除した純資産等の残高報告書を確認しており、払込期日において本新株予約権の払込金額（発行価額）の総額の払込み及び本新株予約権の行使に要する資金は十分であると判断しております。

なお、本新株予約権の行使にあたっては、EVO FUNDは、基本的に新株予約権の行使を行い、行使により取得した株式を売却することにより資金を回収するという行為を繰り返して行うことが予定されているため、一時に大量の資金が必要になることはないことから、EVO FUNDは本新株予約権の行使にあたって十分な資金を有していると判断しております。

また、EVO FUNDは、現在、当社以外にも複数社の新株予約権を引き受けているものの、上記のとおり、行使及び売却を繰り返して行うことが予定されているため、一時点において必要となる資金は多額ではなく、それらを合算した金額をEVO FUNDの純資産残高から控除した上でなお、本新株予約権の払込金額（発行価額）の総額の払込み及び本新株予約権の行使に要する資金としては十分であると判断しております。

サスティナ

サスティナより、本株式予約権の発行に係る払込については、第19回新株予約権の今後の資金使途とは別途、第21回の新株予約権を実際に行使する際に必要となる資金について特に支障はない旨及び払込資金が自己資金である旨について、サスティナの代表取締役である中山明氏から口頭で表明を得て確認しております。

これに加えて、当社は、同社の2025年10月1日付の残高証明を受領し、同社による本新株予約権の払込みについて特段の支障がないことを確認しております。なお、本株式予約権の行使に係る払込については、残高が不足しているものの、本株式予約権に関して複数回にわたって行使を行い、行使によって取得した株式の一部を売却し、売却代金を次の行使資金に充当する可能性もあることの意向をサスティナの代表取締役である中山明氏より口頭にて表明を受けて確認しております。

(6) 割当予定先の実態

EVO FUND

当社は、E J Sにより紹介されたEVO FUND並びに間接にその100%を出資しており、かつ役員であるマイケル・ラーチ氏、及びEVO FUNDの役員であるリチャード・チゾム氏について、反社会的勢力等と何らかの関係を有していないかを、過去の新聞記事やWEB等のメディア掲載情報を検索することにより、EVO FUNDが反社会的勢力でない旨を確認いたしました。また、EVO FUNDからは、反社会的勢力との間において一切の関係がない旨の誓約書の提出を受けております。

さらに慎重を期すため、企業調査、信用調査を始めとする各種調査を専門とする第三者調査機関であるリスクプロ株式会社（代表取締役：小板橋仁、住所：東京都千代田区九段南二丁目3番14号靖国九段南ビル2F））にEVO FUND並びに直接及び間接の持分を合算してその100%を出資しており、かつ役員であるマイケル・ラーチ氏、及びEVO FUNDの役員であるリチャード・チゾム氏について調査を依頼しました。そして、同社の保有するデータベースとの照合等による調査を行った結果、2025年10月14日、EVO FUND、その出資者及び役員に関する反社会的勢力等の関与事実がない旨の報告書を受領いたしました。

以上から総合的に判断し、当社はEVO FUND、その出資者及び役員については、反社会的勢力との関係がないものと判断し、反社会的勢力と関わりがないことの確認書を取引所に提出しております。

サスティナ

当社は、サスティナについて並びにその役員及び主要株主が、暴力団、暴力団員又はこれに準ずる者（以下「暴力団等」といいます。）である事実、暴力団等が割当予定先の経営に関与している事実、割当予定先が資金提供その他の行為を行うことを通じて暴力団等の維持、運営に協力若しくは関与している事実及び意図して暴力団等と交流を持っている事実を有していないことを第三者機関であるリスクプロ株式会社から受領した報告書にて確認しております。

当該調査報告書において、当該割当予定先等の関係者が反社会勢力とは何ら関係がない旨の報告を受けております。上記のとおり割当予定先等の役員又は主要株主（主な出資者）が反社会勢力とは一切関係がないことを確認しており、割当予定先等が、反社会的勢力との関係がないこと、また、暴力若しくは威力を用い、又は詐欺その他の犯罪行為を行うことにより経済的利益を享受しようとする個人、法人その他の団体（以下「特定団体等」といいます。）に該当せず、かつ、特定団体等とは一切関係がないことを当該報告書並びに割当予定先等への訪問等により当社として確認しており、その旨の確認書を取引所に提出しております。

2【株券等の譲渡制限】

第20回新株予約権には譲渡制限は付されていません。但し、第20回新株予約権割当契約において、第20回新株予約権について、その譲渡の際に当社取締役会の承認が必要である旨が定められる予定です。

他方で、第21回新株予約権については、発行要項において、第21回新株予約権を譲渡するには、当社の取締役会の承認を要することとしています。

3【発行条件に関する事項】

（1）発行価格の算定根拠及び発行条件の合理性に関する考え方

当社は、本新株予約権の発行要項及び割当予定先との間で締結する予定の本買取契約に定められた諸条件を考慮した本新株予約権の評価を第三者算定機関である株式会社赤坂国際会計（代表者：山本顕三、住所：東京都千代田区紀尾井町4番1号）に依頼しました。当社は当該第三者算定機関が第三者割当増資の引受案件において多数の評価実績があり、新株予約権の発行実務及び価値評価に関する十分な専門知識・経験を有すると認められることから本新株予約権の第三者算定機関に選定いたしました。当該第三者算定機関と当社及び割当予定先の間には、重要な利害関係はありません。

当該算定機関は、価格算定に使用する価格算定モデルの決定にあたって、ブラック・ショールズ・モデルや二項モデルといった他の価格算定モデルとの比較及び検討を実施した上で、本新株予約権の発行要項及び割当予定先との間で締結する予定の本買取契約に定められたその他の諸条件を相対的に適切に算定結果に反映できる価格算定モデルとして、一般的な価格算定モデルのうちモンテカルロ・シミュレーションを用いて本新株予約権の評価を実施しております。また、当該算定機関は、評価基準日（2025年11月13日）の市場環境や割当予定先の権利行使行動等を考慮した一定の前提（当社の株価（83円）、ボラティリティ（49.6%）、予定配当額（0円）、無リスク利子率（1.0%）を含みます。）をもとに、株式の流動性から売却可能株数を想定すること、株式処分コスト等を権利行使時のキャッシュフローから反映させること、及び評価基準日現在の市場環境等を考慮して、他社の公募増資や新株予約権の発行事例に関する検討等を通じて合理的と見積もられる一定の水準を想定して評価を実施しております。

当社は、当該算定機関が上記前提条件を基に算定した評価額を参考に、第20回新株予約権の1個の払込金額を当該評価額と同額の5円、第21回新株予約権の1個の払込金額を当該評価額と同額の4円としました。

また、第20回新株予約権の行使価額は当初、2025年11月13日の東京証券取引所における当社普通取引の終値と同額である83円としました。その後の行使価額も、修正日に、価格算定期間の各取引日（但し、終値が存在しない日を除きます。）において取引所が発表する当社普通株式の普通取引の終値の単純平均値の100%に相当する金額の1円未満の端数を切り捨てた額に修正されるものの、その価額は下限行使価額を下回ることはありません。なお、下限行使価額は、発行決議日の直前取引日終値の50%に相当する金額（1円未満切り上げ）としており、類似の新株予約権の発行例と比べて過度に低い水準となることはないことから、特に不合理な水準ではないと考えております。さらに、第21回新株予約権の行使価額は固定されており、その水準は、発行決議日直前取引日である2025年11月13日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と同額となっており、当該価格は、本資金調達による希薄化懸念の影響を受ける前の価格であり、妥当な水準であると考えております。

本新株予約権の発行価額及び行使価額の決定にあたっては、当該算定機関が公正な評価額に影響を及ぼす可能性のある事象を前提として考慮し、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、当該算定機関の算定結果は合理的な公正価格であると考えられるところ、払込金額が算定結果である評価額と同額で、割当予定先との間での協議を経て決定されているため、本新株予約権の発行価額は、いずれも有利発行には該当せず、適正かつ妥当な価額であると判断いたしました。

また、当社の監査等委員である取締役3名全員（うち3名が社外取締役）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適法である旨の意見を表明しております。当該意見は、本新株予約権の発行条

件は、第三者算定機関が当社と継続した取引関係になく、割当予定先からも独立した立場にあるため、その選定が妥当であること、発行価額が当該第三者算定機関によって算出された当該評価額と同額で決定されていること、並びに当該第三者算定機関の計算方法及び前提条件に不合理な点が認められないことを判断の基礎としております。

(2) 発行数量及び株式の希薄化の規模の合理性に関する考え方

本新株予約権が全て行使された場合に交付される株式数は53,000,000株（議決権数530,000個）であり、2025年9月30日時点の当社発行済株式総数76,785,036株及び議決権数767,804個を分母とする希薄化率は69.02%（議決権ベースの希薄化率は69.03%）に相当します。

そのため、本新株予約権の発行により、当社普通株式に大規模な希薄化が生じることになります。したがって、割当議決権数が総株主の議決権数の25%以上となることから、本新株予約権の発行は大規模な第三者割当に該当いたします。

しかしながら、本新株予約権は、原則として約2年半にわたって段階的に行使される予定であり、希薄化による影響に配慮した行使期間が設定されており、また、第20回新株予約権については本買取契約において行使停止指定条項が合意されることにより、希薄化を限定しつつ当社の必要とするだけの資金調達に当社の希望する期間において実施できるための設計がなされております。また、当社は、本新株予約権による資金調達により調達した資金を上記「第1 募集要項 4 新規発行による手取金の使途 (2) 手取金の使途」に記載した各資金使途に充当する予定であり、これは今後の注力分野への投資を実現していくとともに、財務基盤の安定に資するものであって、中長期的な観点から当社の既存株主の皆様の利益に貢献できるものと考えております。また、当社普通株式の過去6か月における1日当たり平均出来高は356,898株であって、行使可能期間において円滑に市場で売却できるだけの十分な流動性を有しております。したがって、本新株予約権による資金調達に係る当社普通株式の希薄化の規模は、市場に過度の影響を与える規模ではなく、株主価値向上の観点からも合理的であると判断しております。

なお、本新株予約権の第三者割当により、希薄化率が25%以上となることから、取引所の定める有価証券上場規程第432条に基づき、経営者から一定程度独立した者として、鈴木健太郎弁護士（柴田・鈴木・中田法律事務所）、当社監査等委員甲斐賢一氏（公認会計士）及び当社監査等委員市橋卓氏（弁護士）（甲斐氏及び市橋氏は当社独立役員）の3名によって構成される第三者委員会（以下「本第三者委員会」といいます。）を設置し、希薄化の規模の合理性、資金調達手法の妥当性及び割当予定先の妥当性等について慎重に審議いただき、今般の資金調達の必要性及び相当性が認められるとの意見を受領の上、発行を決議しております。

4 【大規模な第三者割当に関する事項】

本新株予約権が全て行使された場合に交付される株式数53,000,000株に係る議決権数530,000個は、当社の総議決権数767,804個（2025年9月30日現在）に占める割合が69.03%にあたります。

したがって、25%以上の希薄化が生じることから、「企業内容等の開示に関する内閣府令 第2号様式 記載上の注意（23 - 6）」に規定する大規模な第三者割当に該当いたします。

5【第三者割当後の大株主の状況】

氏名又は名称	住所	所有株式数 (株)	総議決権数 に対する所有 議決権数の 割合 (%)	割当後の所 有株式数 (株)	割当後の総 議決権数に 対する所有 議決権数の 割合(%)
株式会社サスティナ	東京都渋谷区神南1丁目23番14号	30,066,200	39.16	45,066,200	34.72
EVOFUND（常任代理人 EVOLUTIONJAPAN証券株式会社）	c/oIntertrustCorporateServices(Cayman) LimitedOneNexusWay, CamanaBay, GrandCaymanKY1-9005, Cayman Islands (東京都千代田区紀尾井町4番1号)			38,000,000	29.28
株式会社サンテック	大阪府堺市堺区戎島町2丁目30番地1丁目802号	4,308,000	5.61	4,308,000	3.32
久保川 議道	三重県四日市市	2,865,900	3.73	2,865,900	2.21
土屋 允誉	東京都目黒区	2,146,000	2.79	2,146,000	1.65
株式会社きずな	東京都中央区京橋1丁目3番2号	2,000,000	2.60	2,000,000	1.54
岩間 斎	東京都中央区	1,494,300	1.95	1,494,300	1.15
ＳＳＪホールディングス株式会社	東京都中央区勝どき1丁目7番2号1407	1,275,300	1.66	1,275,300	0.98
株式会社エイル	大阪市西区阿波座2丁目3番23号	974,516	1.27	974,516	0.75
富元 辰幸	東京都港区	655,000	0.85	655,000	0.50
計	-	45,785,216	59.63	98,785,216	76.12

（注）１．割当前の「所有株式数」及び「総議決権数に対する所有議決権数の割合」は、2025年9月30日現在の株主名簿上の株式数により作成しております。

２．「割当後の総議決権数に対する所有議決権数の割合」は、割当後の所有株式数に係る議決権の数を、2025年9月30日時点の総議決権数（767,804個）に、本新株予約権の目的となる株式発行により増加する議決権数（530,000個）を加えた数で除して算出しております。

３．割当前の「総議決権数に対する所有議決権数の割合」及び「割当後の総議決権数に対する所有議決権数の割合」は、小数点第3位を四捨五入しております。

４．割当予定先の「割当後の所有株式数」は、割当予定先が本新株予約権の行使により取得する当社普通株式を全て保有した場合の数となります。EVO FUNDより、第20回新株予約権の行使により取得する当社普通株式を、当社の企業価値を向上させ、株式価値を向上させることを十分に考慮し、かかる目的の達成状況を踏まえながら、株式を売却することにより利益を得る純投資の方針に基づき保有する旨及び当社の経営に介入する意思や支配株主となる意思はなく、また、当社普通株式を売却する場合には可能な限り市場動向に配慮しながら行うことを口頭にて確認しております。このため、EVO FUNDが本新株予約権の行使により取得する当社普通株式の長期保有は見込まれない予定です。

6【大規模な第三者割当の必要性】

(1) 大規模な第三者割当を行うこととした理由

「第1 募集要項 4 新規発行新株予約権証券（第20回新株予約権証券）（2）新株予約権の内容等（注）

1. 行使価額修正条項付新株予約権付社債券等の発行により資金調達をしようとする理由（1）資金調達の目的」に記載のとおりであります。

(2) 大規模な第三者割当による既存の株主への影響についての取締役会の判断の内容

本新株予約権が全て行使された場合に交付される株式数は53,000,000株（議決権数530,000個）であり、2025年9月30日現在の当社発行済株式総数76,785,036株及び議決権数767,804個を分母とする希薄化率は69.02%（議決権ベースの希薄化率は69.03%）に相当します。このように、本スキームの実施により相当程度の希薄化が生じることになります。

また、EVO FUNDの保有方針は純投資であり、本新株予約権を行使して取得した株式については、市場動向を勘案しながら売却する方針であると聞いております。したがって、EVO FUNDがこれらの株式を市場で売却した場合、当社の株価に与える影響によって、既存株主の利益を損なう可能性があります。

しかしながら、当社といたしましては、上記「第1 募集要項 4 新規発行新株予約権証券（第20回新株予約権証券）（2）新株予約権の内容等（注）1. 行使価額修正条項付新株予約権付社債券等の発行により資金調達をしようとする理由」に記載のとおり、本スキームにより今後の注力分野への投資を実現していくとともに、財務基盤を安定させることが期待できること等から、本スキームによる発行数量及び希薄化の規模は合理的であるものと判断しております。また、本新株予約権の行使に伴う既存株式の希薄化は本新株予約権の割当日後短期間に生ずるものではなく、原則として約2年半にわたり段階的に生じることとなります。

(3) 大規模な第三者割当を行うことについての判断の過程

本新株予約権が全て行使された場合に交付される株式数53,000,000株に係る議決権530,000個の2025年9月30日現在の総議決権数767,804個に占める割合が69.03%と25%以上となることから、「企業内容等の開示に関する内閣府令 第2号様式 記載上の注意（23-6）」に規定する大規模な第三者割当に該当いたします。

当社は、本スキームによる資金調達について、新株予約権と社債の発行を組み合わせたものであり、最大発行株式数が固定されており、迅速に純資産を充実させ安定した財務基盤を確保しつつ、今後の事業成長のために必要な投資機会に対応できる機動的な本スキームによる資金調達を実施する必要があること、さらに、最大発行株式数が固定されており、原則約2年半にわたって段階的に行使される予定であることから、希薄化が一度に生じることがなく、既存株主に対する希薄化の規模の影響が限定的であることに鑑み、本第三者割当に係る株主総会決議による株主の意思確認の手続きを経る場合には、株主総会の開催までにおよそ2か月程度の日数を要すること、また、臨時株主総会の開催に伴う費用についても、相応のコストを伴うこと等から、総合的に勘案した結果、経営者から一定程度独立した本第三者委員会による本第三者割当の必要性及び相当性に関する意見を入手することといたしました。

このため、上記「3 発行条件に関する事項（2）発行数量及び株式の希薄化の規模の合理性に関する考え方」に記載する本第三者委員会を設置し、本第三者割当の必要性及び相当性に関する客観的な意見を求め、以下の内容の意見書を2025年11月14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とおりです。

（本第三者委員会の意見の概要）

第1 本第三者委員会の意見

本第三者委員会は、慎重に検討した結果、全員一致で、本スキームに必要性及び相当性が認められるとの結論に至った。以下、理由及び検討内容を述べる。

第2 意見の理由及び検討内容

1. 本スキームの必要性

(1) 本スキームを実施する目的及び理由

2025年11月14日付けで提出予定のプレスリリース「第三者割当による第20回新株予約権（行使価額修正条項付）、第21回新株予約権及び第1回無担保普通社債（少数人私募）の発行並びに新株予約権の買取契約の締結に関するお知らせ」（以下、と併せて「本開示書類」という。及び本第三者委員会の質問に対するパス株式会社（以下「発行会社」という。）の担当者からの回答等に基づき、発行会社が本スキームを実施する目的及び理由は大意以下のとおりである。

発行会社における課題

（ ）発行会社は、「この地球（ほし）の未来を、笑顔で満たす。」のパーパスの下、「100年先も、ヒトと地球に、美と健康を。」をミッションに掲げ、コスメ事業、ビューティ&ウエルネス事業、再生医療関連事業、サステナブル事業、AI・テクノロジー事業、マーケット・エクспанション事業およびインベストメント事業を行い、持続的な成長と企業価値の最大化を目指している。しか

しながら、発行会社は、前期においてもグループ全体としては依然として赤字計上が続いており、早期に強固な収益体質の確立を目指すことが急務であると認識している。

- () 発行会社は、2024年11月26日付け「第三者割当による新株式の発行（現物出資（デット・エクイティ・スワップ及び不動産））、第16回乃至第19回新株予約権の発行並びに新株予約権の買取契約の締結に関するお知らせ」にて開示並びに同日付け「中期経営計画策定のお知らせ」で公表したとおり、従来からのコア事業であるコスメ事業並びにビューティ&ウエルネス事業の事業基盤を一層強化するとともに、再生医療関連事業、サステナブル事業、AI・テクノロジー事業、マーケット・エクспанション事業を成長戦略事業と位置づけ、積極的な投資を行い中長期的な事業拡大と飛躍的な成長の実現を目指した経営を進めるため、また、強固な財務基盤構築の一環として不動産売買を含めたインベストメント事業を行うことを目的に資金調達を実施した。これにより、発行会社は、将来の事業拡大に向けた打ち手の選択肢をあらかじめ拡充し、好機を逸しない体制を構築した。
- () 発行会社は、上記のような既存事業推進のオーガニック戦略に留まらず、様々なインオーガニック戦略を駆使することで、6期連続で営業損失を計上し、前連結会計年度においても、営業損失208,368千円、親会社株主に帰属する当期純損失276,771千円、営業活動によるキャッシュ・フローのマイナス538,514千円を計上したことによる継続企業の前提に関する疑義の払拭は当然のこととして、それ以上の高い成長を目指し、早期に投資家の期待に応えられるような企業価値の向上に努める義務があると考えている。

ビットコイン・トレジャリー戦略の推進

- () 前記の状況、課題を踏まえ、発行会社は、今回追加的に資金調達を実施し、財務準備資産としてビットコインを中長期的に取得、保有する、本戦略をインベストメント事業の一環として開始する予定である。ビットコイン・トレジャリー戦略とは、発行枚数の上限が2,100万枚と定められており、代表的なオルタナティブ資産であるゴールド（金）にも例えられることから、近年では「デジタル・ゴールド」とも位置付けられるビットコインの特性を踏まえ、ビットコインの取得と備蓄を進めるという戦略である。発行会社は、現在、米国のStrategyを筆頭に、世界各国の企業において本戦略の採用が進んでおり、国内でも既に20～30社程度の上場企業が本戦略に基づいてビットコインの取得を検討・推進し始めていると認識している。
- () 発行会社は、投資家をはじめとする株式市場参加者の間では、ビットコインの発行上限に基づく希少性や将来の価値向上の可能性に着目し、一定量のビットコインを保有する本戦略を推進する企業を、ビットコインへのエクスポージャー（投資家がビットコインに間接的に投資できる機会）という側面からも、高く評価する傾向が見受けられると考えている。発行会社は、本戦略を推進する企業が市場から大きな注目を集め、資本市場におけるプレゼンス向上や投資家層の拡大といった積極的な反響を得ていると認識している。
- () 発行会社は、ビットコイン・トレジャリー戦略のポジティブな側面を、以下のような要因をポイントとして捉えており、長期的な企業価値向上に資すると考えている。
- a．長期的な価格上昇トレンドとインフレヘッジ機能
- 発行会社は、ビットコインが、過去数年間にわたり価格の上昇傾向を示しており、特に大規模金融緩和下のインフレに対するヘッジ資産としての側面が評価されていると認識している。発行会社は、ビットコインについて、2023年10月末時点の価格：約\$34,000を基点に、翌年2024年10月末には約\$70,000へ約106%上昇するなど、高いリターンを実現している点を踏まえ、中長期的に保有する財務準備資産として適性が高いと考えている。
- b．資本効率の向上とバランスシートの最適化
- 発行会社は、ビットコインはデジタル・ゴールドとしての特性を持ち、従来の現金や債券に比べ、実質的な価値の保全と流動性の高さを兼ね備えていると認識している。発行会社は、このことを踏まえ、低利回り資産の保有による機会損失を減らし、資本効率の最適化を図れると考えている。
- () 一方で、発行会社は、ビットコインには、一部投資家、市場からも指摘されているように、ネガティブな側面、ビットコイン特有のリスクがあると認識している。
- a．高い価格ボラティリティ（変動性）
- 発行会社は、ビットコインについて、依然として高い価格変動性が特徴であり、短期的な価値の急落リスクを内包していると認識している。そこで、発行会社は、ビットコインを「中長期的な準備資産」と位置づけ、短期的な市場のノイズに左右されず、短期的な価格変動を前提とした投機的売買は行わず、発行会社の財務状況を鑑みたくて段階的な取得、長期保有を行うことを基本方針とする予定である。
- b．先行事例における企業価値とビットコイン保有額の逆転現象
- ビットコイン・トレジャリー戦略で先行する企業においては、ビットコインの評価益を計上し、総資産を大きく拡大している一方で、特定の期間において時価総額が保有するビットコイン

の市場価値を下回る事態が発生している。発行会社は、この事例により、純粋なビットコインの保有価値が株式市場における企業全体に対する価値評価に必ずしも直結しないことが示唆されたと考えている。そこで、発行会社は、財務準備資産としてビットコインを保有するビットコイン・トレジャリー戦略を、発行会社の財務安定性強化を図った上で、既存のコア事業の強化、発展、拡大及びイノベーションを推し進め、発行会社グループの収益基盤を早期に確立し、黒字化を目指す上での、側面的、支援的な財務基盤強化施策として位置付けている。

ビットコイン・トレジャリー戦略の早期開始の必要性

- () 前記のような環境の中、発行会社は、発行枚数に上限のあるビットコインは、価値保存手段として法定通貨よりも優れており、また、ビットコインの価格は今後も乱高下を繰り返しながらも、中長期的には法定通貨に対して上昇していくと予測しており、将来的な財務基盤の強化や保有ビットコインを活用した新たな収益源の確保といったことを目的に本戦略を打ち出すことで、既存事業の黒字化達成以前に早期に企業価値向上を果たす狙いを有している。
- () 発行会社は、既に多くの上場企業が本戦略を採用し始めている中、投資家をはじめとする市場参加者に発行会社がより魅力的な企業であると認識されるためには、市場のニーズやトレンドも踏まえ、発行上限に定めのあるビットコインを、早期に、相当量取得することで、市場での優位性を確保することに繋がると考えている。発行会社は、その観点において、特に米国の第二次トランプ政権による暗号資産フレンドリーな方針、施策や、日本でも2025年8月17日に金融庁が日本円建てステーブルコイン「JPYC」を国内初承認した等の要因により、ビットコインをはじめとする暗号資産の価値向上は加速度を増して進むと予測しており、より早い段階で一定数の保有数量を確保することが肝要であると考えている。発行会社は、本スキームが大規模希薄化を伴う規模であるものの、上記のとおり本戦略により早期かつ中長期的な企業価値向上を実現するためには、迅速な資金調達が必要不可欠であり、本戦略を実施することで、発行会社の株価上昇や企業価値の向上といった、希薄化により既存株主が被る不利益を上回る利益を還元することが可能と判断している。

ビットコイン（暗号資産）・レンディング・サービスの推進

発行会社は、既存事業の着実な成長と並行して、本戦略を財務基盤強化施策の軸とし、中長期でのビットコイン保有を前提としながら、相当量の備蓄を進め、保有するビットコインの運用等によるインカム・ゲインも設計し、中長期での企業価値向上に資する保有・運用計画を進める方針である。具体的には、発行会社は、保有するビットコインの全部又は一部を、ビットコイン（暗号資産）・レンディング・サービスを行う事業者に貸し出す予定である。ビットコイン（暗号資産）・レンディング・サービスとは、「自分が保有するビットコイン（暗号資産）を、暗号資産取引所などのサービス事業者に一定期間貸し出すことで、使用料（利息相当分）を受け取ることが出来るサービス」である。発行会社は、長期保有するビットコインを貸し出すことで、保有しているだけでは得られない受動的な収益を得られるメリットがあると認識している。また、発行会社は、現段階ではビットコイン（暗号資産）・レンディング・サービスの実施のために暗号資産交換業者としての登録、許認可等が必要なく、ビットコイン・トレジャリー戦略とのシナジー効果も期待できることからビットコイン（暗号資産）・レンディング・サービスを推し進める方針である。

小括

発行会社は今後も、既存事業における戦略的投資や人材採用強化、競争力向上を企図したM & A・資本業務提携の推進等の成長投資に加え、今回の「ビットコイン・トレジャリー戦略に基づくビットコイン取得」をはじめとした中長期的な財務戦略の実行を通じて、発行会社の企業価値の持続的かつスピード感のある向上を目指す予定である。

(2) 本スキームに係る資金の具体的な使途

本開示書類及び本第三者委員会の質問に対する発行会社の担当者からの回答等に基づき、本スキームにより発行会社が実質的に調達する金額合計約4,390百万円の具体的な資金使途をまとめると、以下のとおりである。なお、発行会社は、本スキームにより調達した資金を、下記の資金使途に充当するまでの間、銀行口座にて安定的な資金管理を図る予定である。

具体的な使途	金額（百万円）	支出予定時期
無担保普通社債の償還	500	2025年12月～2028年6月
ビットコイン・トレジャリー戦略に基づくビットコイン取得	3,890	2025年12月～2028年6月
合計	4,390	N A

無担保普通社債の償還

発行会社は2025年11月14日発行決議、同年12月15日発行予定の本社債（発行価額：500百万円、償還期日：2028年6月2日、利率：年率0.0%、割当予定先：EVO FUND）を2025年12月から2028年6月の間に、第20回新株予約権が行使された都度、繰上償還する予定である。なお、本社債は、第20回株予約権の行使資金の前倒し調達を目的とし、本スキームの発行決議と同時に決議を行い発行されるものである。また、本社債により調達する資金の具体的な使途として、ビットコイン購入代金を予定している。

ビットコイン・トレジャリー戦略に基づくビットコイン取得

発行会社は、既存事業の着実な成長と並行して、本戦略を財務基盤強化施策の軸とし、中長期でのビットコイン保有を前提としながら、早期かつ相当量の備蓄を進め、保有するビットコインの運用等によるインカム・ゲインも設計し、一時的な株価プレミアムに留まらない、長期での企業価値向上に資する保有・運用計画を進めることを想定している。そのため、発行会社は、本スキームにより調達する資金を全額、「ビットコイン・トレジャリー戦略に基づくビットコイン取得」に充当する予定である。

支出予定期間が複数年度に及ぶ中で、本スキームを今回の規模で実施するのは、発行会社が（ ）ビットコイン市場は価格変動が大きいため、早期に相当規模の資金を確保することにより、短期集中での取得も可能とし、柔軟かつ機動的なビットコイン取得を進められる体制を整備する必要があり、かつ、（ ）分割して資金調達した場合には市場環境に応じた機動的な取得が困難となると考えているためである。発行会社は、ビットコイン価格は、乱高下を繰り返しながらも中期的には1BTC当たり1,800万円から2,000万円程度で推移し、長期的にはさらに高い水準へと移行していくと予想しており、ビットコイン価格の水準が切り上がる前に取得する意向を有している。また、発行会社は、単なるビットコインの短期的保有ではなく、中長期的に発行会社の財務基盤を強化し、企業価値を高めることを本戦略の目的と位置付けており、その実行に当たっては安定的な資金確保が不可欠であると考えている。

発行会社は、6期連続の営業赤字を計上し、営業活動によるキャッシュ・フローもマイナスの状態が続いている。発行会社は、既存各事業においては、収益化に向けた事業基盤構築が進みつつあるものの、依然投資フェーズにあると認識している。発行会社は、これらの発行会社グループの状況に鑑みて、財務活動によって流動比率を高めることを企図している。発行会社において、前連結会計年度末時点の流動資産から「商品及び製品」を考慮外とした場合の流動資産は788,332千円であり、これを流動負債557,829千円で除した流動比率は141.3%ほどである。発行会社は、本スキームによる調達資金を全額ビットコインの取得に充当し、財務準備資産としてオン・バランスすることで、ビットコインを近年減価傾向が続く法定通貨に対するヘッジ資産とし、ビットコイン自体の価格下落（直近の事例では、2025年1月25日：約1,632万円から2025年4月19日：約1,207万円と約26%下落）リスクを織り込んだ上でも、安定的に600%以上の流動比率を確保することを目的として、今回の資金調達の規模を決定した。但し、発行会社は、期間をかけて取得することが合理的な市場環境が生じる可能性もあることから、複数年度に及ぶ支出予定期間とすることとした。

なお、発行会社は、ビットコインの価格変動が大きく、市況によっては取得額を下回る評価額となる可能性があるほか、暗号資産市場の規制動向や流動性低下、為替変動等による影響を受けるリスクがあると認識している。発行会社は、これにより発行会社の保有資産価値や財務状況に影響を及ぼす可能性があることを認識しているが、取得数量の分散、取得時期の適正化、市場動向のモニタリング及び保有比率の管理等によりリスク低減を図ることを予定している。

また、発行会社は、保有暗号資産について、四半期毎に時価評価を行い、その評価損益を損益計算書に計上する予定である。

(3) 検討

発行会社は、大要、()前期においても発行会社グループ全体としては依然として赤字計上が続いており、早期に強固な収益体質の確立を目指すことが急務であるとの認識から、既存事業推進の戦略を採ってきたものの、継続企業の前提に関する疑義を払拭し、かつ、更なる企業価値の向上を実現するためには、インオーガニックな戦略を採る必要があると考えていること、()上記()記載の目的のためのインオーガニック戦略の一環として、ビットコイン・トレジャリー戦略としてビットコインの中長期的な取得及び保有（ビットコイン（暗号資産）・レンディング・サービスの実施を含む。）を実施する予定であること、()中長期的な価格上昇傾向や発行上限の定めといったビットコインの特性に鑑み、早期にビットコイン・トレジャリー戦略を開始する必要があると考えていることから、本スキームの実施を企図している。このような本スキームの必要性に関する発行会社の説明は、具体的であり、かつ、一定の合理性が認められる。

加えて、(a)ビットコインの特性から、ビットコインへの保有を通じて、インフレヘッジや資産ポートフォリオの分散効果が期待できる、(b)ビットコイン・トレジャリー戦略にはビットコインの特性に基づく各種リスクが想定される一方で、発行会社は、取得数量の分散、取得時期の適正化、市場動向のモニタリング及び保有比率の管理等によるリスク軽減を図る予定である、とのビットコインを戦略的に保有することのメリット及びデメリットに関する発行会社の説明には、特に不合理な点は見受けられない。

以上によれば、本スキームは、その目的に照らして、ひいては既存株主の利益に資するものといえ、合理的な必要性が認められる。

2. 本スキームの相当性

(1) 資金調達方法の選択理由

本件の資金調達手法の選択理由及び意義をまとめると以下のとおりである。

本スキームの概要

本スキームは、発行会社がEVO FUND及びサスティナに対して本新株予約権を割り当て、その行使が行われることによって発行会社の資本が増加する仕組みである。また、第20回新株予約権による資金調達においては、EVO FUNDによる行使に伴って段階的に調達が行われることとなり、調達の時期が不確定なものであるため、発行会社は、前記「1. 本スキームの必要性 (2) 本スキームに係る資金の具体的な使途」に記載の資金使途に必要な資金を速やかに調達の上、ビットコインの取得目標数量（200～250BTC）の10%程度（20～25BTC）を早期に取得できるよう、2025年12月15日付でEVO FUNDに対して発行価額総額最大500,000,000円の本社債を発行する予定である。発行会社がビットコインの早期取得を企図するのは、取得後に行う予定のビットコイン・レンディング・サービスによる運用準備等に早々に着手するためである。なお、第20回新株予約権の行使による払込金額は、本社債の未償還額が残存する限り、本社債の償還に用いられる見込みである。また、本社債の発行価額総額は、前記「1. 本スキームの必要性 (2) 本スキームに係る資金の具体的な使途」に記載の計画に当座必要な手元資金を確保することを目的に、割当予定先と協議の上決定したものである。

本スキームの特徴

本開示書類及び本第三者委員会の質問に対する発行会社の担当者からの回答等に基づきまとめられる本スキームの特徴及び本スキームの手法と他の資金調達手段との比較は以下のとおりである。

<本スキームのメリット>

() 即座の資金調達

本社債の発行により、発行会社は本社債の払込期日において、当座必要な手元資金の確保が可能となる。また、本社債は無担保であり、発行会社は前記「1. 本スキームの必要性 (2) 本スキームに係る資金の具体的な使途」に記載の計画に応じて、当該資金を自由に用いることができる。

() 資金調達コストの削減

本新株予約権と本社債の発行を一度に行うことで、それぞれ個別に複数回の決議・発行の手続を経るよりも、調達に係るコストを削減することが可能である。

() 最大交付株式数の限定

本新株予約権の目的である発行会社普通株式数は合計53,000,000株で固定されており、株価動向にかかわらず、最大交付株式数が限定されている。そのため、希薄化率が当初予定より増加することはない。

() ディスカウントなしでの新株予約権発行

通常、行使価額修正条項付の新株予約権の場合、基準となる株価から、8～10%程度のディスカウントがなされた上で株式の交付が行われるのに対し、第20回新株予約権は、修正日に、価格算定期間の各取引日（但し、終値が存在しない日を除く。）において取引所が発表する発行会社

普通株式の普通取引の終値の単純平均値の100%に相当する金額の1円未満の端数を切り捨てた額（但し、当該金額が下限行使価額を下回る場合、下限行使価額とする。）に修正されるため、あらかじめ参照株価からディスカウントを設ける場合と比較してディスカウントは限定的であり、さらに、株価下落時においてはディスカウントが発生する可能性はより少ない設計である。したがって、参照株価からディスカウントがなされない第20回新株予約権においては、市場株価から乖離が少ない価額での行使がなされることになるため、株価からの乖離をなくすことにより、ディスカウントがなされた場合に比べ株価への影響も軽減されている点で、既存株主に配慮した設計といえる。

（ ） 株価への影響の軽減

第20回新株予約権においては下限行使価額が設定されており、修正後の行使価額が下限行使価額を下回る価額に修正されることはなく、株価が下限行使価額を下回る等の株価低迷の局面において、更なる株価低迷を招き得る発行会社普通株式の供給が過剰となる事態が回避されるように配慮した設計である。

（ ） 株価上昇時の調達額の増額

第20回新株予約権は株価に連動して行使価額が修正されるため、株価が上昇した場合に資金調達額が増額される。

（ ） 株価上昇時の行使促進効果

第20回新株予約権の行使により発行を予定している38,000,000株について、行使期間中に株価が大きく上昇する場合、EVO FUNDが投資家として早期にキャピタル・ゲインを実現すべく、行使期間の満了を待たずに速やかに行使を行う可能性があり、結果として迅速な資金調達の実施が期待される。

（ ） 取得条項

将来的に第20回新株予約権による資金調達の必要性がなくなった場合、又はそれ以上の好条件での資金調達方法が確保できた場合等には、本社債の全てを償還した日の翌日以降であれば、発行会社取締役会が第20回新株予約権を取得する日を定めてEVO FUNDに対し通知することにより、残存する第20回新株予約権の全部又は一部を取得することが可能である。取得額は発行価額と同額であり、キャンセル料その他の追加的な費用負担は発生しない。

（ ） 買取契約上の本新株予約権の譲渡制限

第20回新株予約権新株予約権の譲渡に際し、発行会社取締役会の決議における発行会社の事前の書面による承認を要する。そのため、発行会社の事前の書面による承認がない限り、EVO FUNDから第三者へ本新株予約権が譲渡されることはない。他方で、第21回新株予約権については、発行要項において、当該新株予約権を譲渡するには、発行会社の取締役会の承認を要することとされている。

（ ） 行使停止指定

第20回新株予約権について、行使停止指定条項に基づく行使停止指定により、発行会社は、発行会社の株価が目標株価を超えてさらに上昇することが見込まれる場合や、発行会社に具体的な資金需要が存在しない場合におけるEVO FUNDによる第20回新株予約権の行使を停止することができ、EVO FUNDによる行使タイミングを、発行会社の株価や資金ニーズに応じてある程度コントロールすることが可能である。

<本スキームのデメリット>

（ ） 当初に満額の資金調達ができないこと

新株予約権の特徴として、新株予約権者による権利行使があつて初めて、行使価額に行使の対象となる株式数を乗じた金額の資金調達がなされる。そのため、本新株予約権の発行当初に満額の資金調達が行われるわけではない。

（ ） 株価下落・低迷時に行使が進まない可能性

第20回新株予約権には下限行使価額が設定されているため、株価水準によっては第20回新株予約権の行使がなされない可能性がある。

（ ） 資金調達額の減少

第20回新株予約権は、株価の下落局面ではその行使価額も下方に修正されるため、下方修正後に行使が行われた場合、資金調達額が予定額を下回る可能性がある。但し、行使価額は下限行使価額を下回ることはない。

（ ）不特定多数の新投資家へのアクセスの限界

第三者割当方式という発行会社と割当予定先のみの契約であるため、不特定多数の新投資家から資金調達を募ることによるメリットは享受できない。

（ ）希薄化の発生

本新株予約権が全て行使された場合に交付される株式数は53,000,000株（議決権数530,000個）であり、2025年9月30日現在の発行会社発行済株式総数76,785,036株及び議決権数767,804個を分母とする希薄化率は69.02%（議決権ベースの希薄化率は69.03%）に相当する。そのため、本新株予約権の発行により、発行会社普通株式に一定程度の希薄化が生じる。但し、本新株予約権は、原則として約2年半にわたって段階的に行使される予定であり、かかる希薄化が一度に生じるものではない。

<他の資金調達方法との比較>

（ ）新株式発行による増資

a．公募増資

公募増資による新株発行は、一度に資金調達が可能となるものの、時価総額や株式の流動性によって調達金額に限界があり、発行会社の時価総額や株式の流動性を勘案すると必要額の調達が困難であると考えられる。また、公募増資の場合には検討や準備等にかかる時間も長く、公募増資を実施できるかどうかその時点での株価動向や市場全体の動向に大きく左右され、一度実施のタイミングを逃すと決算発表や半期報告書及び有価証券報告書の提出期限との関係で最低でも数か月程度は後ろ倒しになることから柔軟性が低く、資金調達の機動性という観点からは本スキームの方がメリットが大きいと考えられる。加えて、現時点での発行会社の業績動向や財務状況等に照らした場合には、発行会社普通株式の引受けを行う証券会社を見つけることは困難と考えられる。発行会社は、これらの点を考慮の上、公募増資は今回の資金調達方法として適当ではないと判断した。

b．株主割当増資

発行会社は、株主割当増資では、資力等の問題から割当先である株主の応募率が不透明であり、また実務上も近時において実施された事例が乏しいことから、どの程度の金額の資金の調達が可能なものの目処を立てることが非常に困難であると考えた。発行会社は、これらの点を考慮の上、株主割当増資は今回の資金調達方法として適当でないと判断した。

c．新株式の第三者割当増資

第三者割当増資による新株式発行は、資金調達が一度に可能となるものの、同時に将来の1株当たり利益の希薄化が即時に生じるため、株価に対して直接的な影響を与える可能性がある。また、現時点では適当な割当先がない。

（ ）C B（転換社債型新株予約権付社債）

発行会社は、C Bは発行時点で必要額全額を確実に調達できるというメリットがある一方、発行後に転換が進まない場合には、発行会社の負債額を全体として増加させることとなり発行会社の借入余力に悪影響を及ぼすとともに、償還時点で多額の資金が将来的に必要なものの現時点でかかる資金を確保できるかが不透明であるため、C Bは今回の資金調達方法として適当でないと判断した。また、MSCB（転換価額修正条項付転換社債型新株予約権付社債）は相対的に転換の速度が速い傾向にあるものの、転換により交付される株数が転換価額に応じて決定されるという構造上、転換の完了までに転換により交付される株式総数が確定しないため、株価に対する直接的な影響が大きく株主へのデメリットが大きいと考えられる。かかるデメリットを考慮した結果、発行会社としては必要額を確実に調達することよりも、希薄化を抑えた上で不足額が生じた場合には当該不足額を別の方法で調達することが株主の利益になると考え、MSCBも今回の資金調達方法として適当でないと判断した。

（ ）新株予約権無償割当による増資（ライツ・イシュー）

株主全員に新株予約権を無償で割り当てることによる増資、いわゆるライツ・イシューには発行会社が金融商品取引業者と元引受契約を締結するコミットメント型ライツ・イシューと、発行会社が金融商品取引業者との元引受契約を締結せず新株予約権の行使は株主の決定に委ねられるノンコミットメント型ライツ・イシューがあるが、発行会社は、コミットメント型ライツ・イシューについては国内で実施された実績が乏しく、資金調達手法としてまだ成熟が進んでいない段階にある一方で、引受手数料等のコストが増大することが予想される点や時価総額や株式の流動性による調達額の限界がある点等、適切な資金調達手段ではない可能性があることから、今回の資金調達方法として適当でないと判断した。また、ノンコミットメント型ライツ・イシューについては、発行会社は最近2年間に於いて経常赤字を計上しており、取引所の定める有価証券上場規程に規定される上場基準を満たさないため、実施することができない。

（ ）借入れ・社債のみによる資金調達

発行会社は、借入れ・社債のみによる資金調達では、調達額が全額負債となるため、財務健全性がさらに低下し、今後の資金調達の余地が縮小する可能性があることから、今回の資金調達方法として適当ではないと判断した。なお、前記「本スキームの概要」に記載のとおり、発行会社は、本新株予約権の行使により調達した資金を本社債への償還金として優先的に充当する予定であることから、本社債の発行手取金は本新株予約権の行使による資金調達までのつなぎ資金の性質を有している。

発行会社は、以上の検討を踏まえ、本スキームは、(a)本社債によって早期に必要な資金の調達が一部確約されていることに加え、本新株予約権により手元で必要な資金を高い蓋然性をもって調達できる一方で、株価に対する一時的な影響を抑制しつつ資金調達をすることができること、(b)本社債及び本新株予約権を合わせて発行することにより、全体として、発行会社の当面の資金需要を満たす資金を相当程度高い蓋然性をもって調達できる設計となっていることから、発行会社の今後の成長にとって最善であると判断した。

本スキームは、早期に必要な資金の一部を調達できるという点において、発行上限が定められ、かつ、中長期的な市場価格が上昇傾向にあるとのビットコインの特性に鑑み、可能な限り早期にビットコイン・トレジャリー戦略を開始する必要があるとの発行会社の資金需要（第4-1(1)）と親和的と考えられる。他方、前記のとおり、資金調達額の減少や希薄化の発生という本スキームのデメリットにも一定の対策が講じられていると評価できる。これに加え、新株式発行による増資をはじめとする他の資金調達方法が利用不可又は不適当との発行会社の説明に不合理な点は特に見受けられない。これらの事情に鑑みれば、本スキームの選択に関する発行会社の説明は、合理的と考えられる。

(2) 発行条件等の相当性

本新株予約権の払込金額及び行使価額の算定根拠、並びに発行条件の合理性

発行会社は、本新株予約権の発行要項及び割当予定先との間で締結する予定の本買取契約に定められた諸条件を考慮した本新株予約権の評価を、発行会社及び割当予定先から独立した第三者算定機関である赤坂国際会計に依頼し、2025年11月13日付けで、赤坂国際会計作成に係る「特約条項付新株予約権評価報告書」（以下「本評価報告書」という。）を取得した。発行会社は、同社が第三者割当増資の引受案件において多数の評価実績があり、新株予約権の発行実務及び価値評価に関する十分な専門知識・経験を有すると認められることを理由に、第三者算定機関として赤坂国際会計を選定した。当該算定機関は、価格算定に使用する価格算定モデルの決定に当たって、ブラック・ショールズ・モデルや二項モデルといった他の価格算定モデルとの比較及び検討を実施した上で、本新株予約権の発行要項及び割当予定先との間で締結する予定の本買取契約に定められたその他の諸条件を相対的に適切に算定結果に反映できる価格算定モデルとして、一般的な価格算定モデルのうちモンテカルロ・シミュレーションを用いて本新株予約権の評価を実施している。また、当該算定機関は、評価基準日（2025年11月13日）の市場環境や割当予定先の権利行使行動等を考慮した一定の前提（発行会社の株価（83円）、ボラティリティ（49.6%）、予定配当額（0円）及び無リスク利率（1.0%）を含む。）をもとに、株式の流動性から売却可能株数を想定すること、株式処分コスト等を権利行使時のキャッシュ・フローから反映させること、及び評価基準日現在の市場環境等を考慮して、他社の公募増資や新株予約権の発行事例に関する検討等を通じて合理的と見積もられる一定の水準を想定して評価を実施している。

発行会社は、当該算定機関が上記前提条件を基に算定した評価額を参考に、第20回新株予約権の1個の払込金額を当該評価額と同額の5円、第21回新株予約権の1個の払込金額を当該評価額と同額の4円とした。

第20回新株予約権の行使価額は、当初、2025年11月13日の取引所における発行会社普通株式の普通取引の終値と同額である83円である。その後の行使価額は、修正日に、価格算定期間の各取引日（但し、終値が存在しない日を除く。）において取引所が発表する発行会社普通株式の普通取引の終値の単純平均値の100%に相当する金額の1円未満の端数を切り捨てた額に修正されるものの、その価額は下限行使価額を下回ることではない。なお、発行会社は、下限行使価額を発行決議日の直前取引日終値の50%に相当する金額（1円未満切り上げ）としており、類似の新株予約権の発行例と比べて過度に低い水準となることはないことから、特に不合理な水準ではないと考えている。

第21回新株予約権の行使価額は固定されており、その水準は、発行決議日直前取引日である2025年11月13日の取引所における発行会社普通株式の普通取引の終値と同額となっている。発行会社は、当該価格につき、本スキームによる希薄化懸念の影響を受ける前の価格であり、妥当な水準であると考えている。

発行会社は、本新株予約権の払込価額及び行使価額の決定に当たり、第三者算定機関である赤坂国際会計が公正な評価額に影響を及ぼす可能性のある事象を前提として考慮し、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、当該算定機関の算定結果は合理的な公正価格であると考えている。発行会社は、本新株予約

権の払込金額が、算定結果である評価額と同額であり、かつ、割当予定先との間での協議を経て決定されたことから、いずれも有利発行には該当せず、適正かつ妥当な価額であると判断した。

以上の発行会社の説明及び本評価報告書の内容について、特に不合理な点は認められない。

希薄化についての評価

本新株予約権が全て行使された場合に交付される株式数は53,000,000株（議決権数530,000個）であり、2025年9月30日時点の発行会社発行済株式総数76,785,036株及び議決権数767,804個を分母とする希薄化率は69.02%（議決権ベースの希薄化率は69.03%）に相当する。そのため、本新株予約権の発行により、発行会社普通株式に大規模な希薄化が生じる。

しかしながら、本新株予約権は、原則として約2年半半間にわたって段階的に行使される予定であり、希薄化による影響に配慮した行使期間が設定されているといえる。加えて、第20回新株予約権に係る本買取契約では、行使停止指定条項が合意されている。これらのことから、本新株予約権は、希薄化を限定しつつ発行会社の必要とするだけの資金調達が発行会社の希望する期間において実施できるための設計がなされていると評価できる。また、発行会社は、本新株予約権による資金調達により調達した資金を前記「1.本スキームの必要性（2）本スキームに係る資金の具体的な使途」に記載の資金使途に充当する予定であり、これにより、今後の注力分野への投資実現、財務基盤の安定に資するとともに、中長期的な観点から発行会社の既存株主の利益に貢献できると考えている。また、発行会社は、発行会社普通株式の過去6か月における1日当たり平均出来高は356,898株であって、行使可能期間において円滑に市場で売却できるだけの十分な流動性を有していると認識している。結論として、発行会社は、本新株予約権による資金調達に係る発行会社普通株式の希薄化の規模は、市場に過度の影響を与える規模ではなく、株主価値向上の観点からも合理的であると判断している。

検討

前記のとおり、本スキームによる調達資金を原資として実施されるビットコイン・トレジャリー戦略により、中長期的には、発行会社の企業価値の向上が期待されることから、本スキームは、ひいては発行会社の既存株主の利益に貢献し得るものと考えられる。また、本新株予約権の払込金額及び行使価額の算定に関して、発行会社の説明及び本評価報告書の内容に不合理な点は特に見受けられない。確かに、本スキームの実施による希薄化は最終的には大規模なものとなり得るが、本スキームの性質上、本新株予約権の段階的な行使がある程度期待できることから、本スキームによって一度にあるいは即時に大規模な希薄化の影響が生じるようにするための措置が取られているといえる。本スキームは、このような点で、企業価値向上との関係で実効的な施策である一方、実行に許容性があるものといえる。したがって、本スキームの発行条件は相当性が認められると考える。

(3) 割当予定先の相当性

EVO FUND

発行会社は、EJSから紹介された本スキームが、発行会社の必要とする資金を高い蓋然性をもって調達できるとともに、株価に対する一時的な影響を抑制しつつ既存株主への過度な影響を及ぼさずに資金調達ができる点において、有効な資金調達手段であると判断した。また、EJSから紹介された割当予定先であるEVO FUNDは、発行会社が2024年12月12日に発行した第16回新株予約権、第17回新株予約権及び第18回新株予約権を引き受けた実績がある。そして、発行会社は、上記の本スキームのメリット・デメリットを勘案の上、EVO FUNDと協議した結果、既存株主の株式価値希薄化への配慮から、本スキームによる資金調達方法が最良の選択肢であり、同様のスキームによる投資実績を有していること等から、EVO FUNDが割当予定先として適当であるとの結論に至ったため、本新株予約権の割当予定先としてEVO FUNDを選定した。

なお、発行会社は、()EVO FUND、()間接にその100%を出資しており、かつ、役員であるマイケル・ラーチ氏及び()EVO FUNDの役員であるリチャード・チゾム氏について、過去の新聞記事やWEB等のメディア掲載情報を検索することにより、EVO FUNDが反社会的勢力でない旨を確認した。また、発行会社は、EVO FUNDから、反社会的勢力との間において一切の関係がない旨の誓約書の提出を受けている。これらに加え、発行会社は、企業調査、信用調査を始めとする各種調査を専門とする第三者調査機関であるリスクプロ株式会社に対して、上記の者が反社会的勢力と何らかの関係を有していないかについての調査を依頼した。2025年10月13日付けのリスクプロ株式会社作成に係る「調査報告書」によれば、上記の者につき、反社会的勢力との関連性を確定する情報は確認されていない。

サスティナ

サスティナは、2022年4月に発行決議された第12回新株予約権並びに2024年11月に発行決議された新株式及び第19回新株予約権の引き受けており、発行会社のその他の関係会社に該当する。サスティナ

は、発行会社の資本増強及び財務基盤強化の観点から、ビットコイン・トレジャリー戦略を目的とした本スキームへの理解を示すとともに、残存する第19回新株予約権について可及的早期にこれを行行使する意向を示している。発行会社は、これらの事情を総合的に勘案し、サスティナを本新株予約権の割当予定先として選定した。

なお、発行会社は、リスクプロ株式会社に対して、サスティナ並びにその役員及び主要株主が反社会的勢力と何らかの関係を有していないかについての調査を依頼した。2025年10月14日付けのリスクプロ株式会社作成に係る「調査報告書」によれば、上記の者につき、反社会的勢力との関連性を確定する情報は確認されていない。

検討

()EVO FUND及びサスティナは、()発行会社に対する投資を実行した実績があること、及び()反社会的勢力との関係がないことが確認されていること、また、()サスティナは発行会社のビットコイン・トレジャリー戦略への理解を示していることに鑑みれば、発行会社による割当予定先の選定は一定の合理性が認められる。このほか、発行会社の割当予定先の選定に関する説明に、特に不自然な点は見当たらない。

(4) 検討

以上の資金調達方法の選択理由、他の資金調達手段との比較、発行条件等の相当性及び割当予定先の相当性を総合的に考慮した結果、本スキームの相当性が認められる。

3. 結論

以上から、本スキームには必要性及び相当性が認められると考える。

以 上

上記意見書を参考に討議・検討した結果、当社は、2025年11月14日開催の取締役会において、本第三者割当を行うことを決議いたしました。

7【株式併合等の予定の有無及び内容】

該当事項はありません。

8【その他参考になる事項】

該当事項はありません。

第4【その他の記載事項】

該当事項はありません。

第二部【公開買付け又は株式交付に関する情報】

第1【公開買付け又は株式交付の概要】

該当事項はありません。

第2【統合財務情報】

該当事項はありません。

第3【発行者（その関連者）と対象者との重要な契約（発行者（その関連者）と株式交付子会社との重要な契約）】

該当事項はありません。

第三部【追完情報】

1．事業等のリスクについて

「第四部 組込情報」に記載の有価証券報告書（第35期、提出日2025年6月27日）及び半期報告書（第36期、提出日2025年11月13日）（以下「有価証券報告書等」といいます。）の提出日以降、本有価証券届出書提出日（2025年11月14日）までの間において、当該有価証券報告書等に記載された「事業等のリスク」について、変更及び追加すべき事項はありません。

また、当該有価証券報告書に記載されている将来に関する事項は、本有価証券届出書提出日（2025年11月14日）現在においても変更の必要はないものと判断しております。

2．資本金の増減

「第四部 組込情報」に記載の第35期有価証券報告書に記載された「第一部 企業情報 第4 提出会社の状況

1 株式等の状況（4）発行済株式総数、資本金等の推移」に記載の資本金は、当該有価証券報告書の提出日（2025年6月27日）以降、本有価証券届出書提出日（2025年11月14日）までの間において、以下のとおり、変化しております。

年月日	発行済株式総数増減数（株）	発行済株式総数残高（株）	資本金増減額（千円）	資本金残高（千円）	資本準備金増減額（千円）	資本準備金残高（千円）
2025年6月28日～ 2025年11月14日	1,590,000	77,235,036	8,642	2,055,048	88,642	3,461,361

（注） 第19回新株予約権の行使による増加であります。

3．臨時報告書の提出

「第四部 組込情報」に記載の第35期有価証券報告書の提出日（2025年6月27日）以降、本有価証券届出書提出日（2025年11月14日）までの間において、以下の臨時報告書を関東財務局長に提出しております。

（2025年7月2日提出の臨時報告書）

1．提出理由

2025年6月27日開催の当社第35回定時株主総会において、決議事項が決議されましたので、金融商品取引法第24条の5第4項及び企業内容等の開示に関する内閣府令第19条第2項第9号の2の規定に基づき、本臨時報告書を提出するものであります。

2．報告内容

（1）当該株主総会が開催された年月日

2025年6月27日

（2）当該決議事項の内容

第1号議案 監査等委員でない取締役4名選任の件

松尾孝之、高橋勇造、星淳行、川端暢宏を監査等委員でない取締役に選任するものであります。

第2号議案 監査等委員である取締役3名選任の件

甲斐賢一、市橋卓、森井じゅんを監査等委員である取締役に選任するものであります。

(3) 当該決議事項に対する賛成、反対及び棄権の意思の表示に係る議決権の数、当該決議事項が可決されるための要件並びに当該決議の結果

決議事項	賛成（個）	反対（個）	棄権（個）	可決要件	決議の結果及び賛成割合（％）
第1号議案					
松尾 孝之	508,260	2,271	-	(注)	可決 99.55
高橋 勇造	508,063	2,468	-		可決 99.51
星 淳行	508,143	2,388	-		可決 99.53
川端 暢宏	508,235	2,296	-		可決 99.55
第2号議案					
甲斐 賢一	508,244	2,292	-	(注)	可決 99.55
市橋 卓	508,325	2,211	-		可決 99.56
森井 じゅん	508,218	2,318	-		可決 99.54

(注) 議決権を行使することができる株主の議決権の3分の1以上を有する株主の出席及び出席した当該株主の議決権の過半数の賛成による。

(4) 議決権の数に株主総会に出席した株主の議決権の数の一部を加算しなかった理由

本株主総会前日までの事前行使分及び当日出席の一部の株主から各議案の賛否に関して確認できた議決権の集計により各決議事項が可決されるための要件を満たし、会社法に則って決議が成立したため、本株主総会当日出席の株主のうち、賛成、反対及び棄権の確認ができていない一部の議決権の数は加算していません。

第四部【組込情報】

次に掲げる書類の写しを組み込んでおります。

有価証券報告書	事業年度 (第35期)	自 2024年4月1日 至 2025年3月31日	2025年6月27日 関東財務局長に提出
半期報告書	事業年度 (第36期中)	自 2025年4月1日 至 2025年9月30日	2025年11月13日 関東財務局長に提出

なお、上記書類は、金融商品取引法第27条の30の2に規定する開示用電子情報処理組織（EDINET）を使用して提出したデータを開示用電子情報処理組織による手続の特例等に関する留意事項について（電子開示手続等ガイドライン）A4-1に基づき本有価証券届出書の添付書類としております。

第五部【提出会社の保証会社等の情報】

該当事項はありません。

第六部【特別情報】

第1【保証会社及び連動子会社の最近の財務諸表又は財務書類】

該当事項はありません。

独立監査人の監査報告書及び内部統制監査報告書

2025年 6 月24日

パス株式会社

取締役会 御中

フロンティア監査法人

東京都品川区

指 定 社 員 公認会計士 藤 井 幸雄
業務執行社員

指 定 社 員 公認会計士 酒 井 俊輔
業務執行社員

< 連結財務諸表監査 >

監査意見

当監査法人は、金融商品取引法第193条の2第1項の規定に基づく監査証明を行うため、「経理の状況」に掲げられているパス株式会社の2024年4月1日から2025年3月31日までの連結会計年度の連結財務諸表、すなわち、連結貸借対照表、連結損益計算書、連結包括利益計算書、連結株主資本等変動計算書、連結キャッシュ・フロー計算書、連結財務諸表作成のための基本となる重要な事項、その他の注記及び連結附属明細表について監査を行った。

当監査法人は、上記の連結財務諸表が、我が国において一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に準拠して、パス株式会社及び連結子会社の2025年3月31日現在の財政状態並びに同日をもって終了する連結会計年度の経営成績及びキャッシュ・フローの状況を、全ての重要な点において適正に表示しているものと認める。

監査意見の根拠

当監査法人は、我が国において一般に公正妥当と認められる監査の基準に準拠して監査を行った。監査の基準における当監査法人の責任は、「連結財務諸表監査における監査人の責任」に記載されている。当監査法人は、我が国における職業倫理に関する規定に従って、会社及び連結子会社から独立しており、また、監査人としてのその他の倫理上の責任を果たしている。当監査法人は、意見表明の基礎となる十分かつ適切な監査証拠を入手したと判断している。

監査上の主要な検討事項

監査上の主要な検討事項とは、当連結会計年度の連結財務諸表の監査において、監査人が職業的専門家として特に重要であると判断した事項である。監査上の主要な検討事項は、連結財務諸表全体に対する監査の実施過程及び監査意見の形成において対応した事項であり、当監査法人は、当該事項に対して個別に意見を表明するものではない。

継続企業の前提に関する重要な不確実性の評価	
監査上の主要な検討事項の内容及び決定理由	監査上の対応
<p>会社グループは前連結会計年度において、営業損失172,336千円、親会社株主に帰属する当期純損失175,879千円、営業キャッシュ・フローのマイナス76,610千円を計上し、当連結会計年度においても営業損失208,368千円、親会社株主に帰属する当期純損失276,771千円、営業キャッシュ・フローのマイナス538,514千円を計上している状況であり、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。</p> <p>経営者は、当該状況を解消するため、第三者割当増資や新株予約権の発行を実施し、自己資本の強化を含む各種対策を実施、検討している。これらの対策により2026年3月末までの資金繰りに重要な懸念はなく、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と判断している。</p> <p>継続企業の前提に関する重要な不確実性の評価は、主に経営者による将来の資金繰り計画（資金調達計画を含む）に基づいており、経営者の仮定や判断を伴うものであることから、監査において特に重要であると判断したため、当該事項を監査上の主要な検討事項とした。</p>	<p>当監査法人は、継続企業の前提に関する重要な不確実性が認められるかどうか判断するために以下の監査手続を実施した。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 経営者の作成した2026年3月期の事業計画、資金繰り計画、その他関連する計画を経営者と協議のうえ分析し、当該計画の実行可能性を評価した。 ・ 訴訟や賠償請求等の存在及びそれらの見通しと財務的な影響の見積りに関する経営者の評価の合理性について企業の顧問弁護士に照会した。 ・ 経営者の作成した資金繰り計画における資本政策の実行可能性の評価はさらに重要であると判断したため、新株予約権の割当先と面談を行い、新株予約権の行使の意思確認及び当該新株予約権の行使のための資金確保の状況を確認した。 <p>また、会社の株価推移分析、新株予約権の行使価額との比較検討を行い、新株予約権の行使の実行可能性を検討した。</p>

その他の記載内容

その他の記載内容は、有価証券報告書に含まれる情報のうち、連結財務諸表及び財務諸表並びにこれらの監査報告書以外の情報である。経営者の責任は、その他の記載内容を作成し開示することにある。また、監査等委員会の責任は、その他の記載内容の報告プロセスの整備及び運用における取締役の職務の執行を監視することにある。

当監査法人の連結財務諸表に対する監査意見の対象にはその他の記載内容は含まれておらず、当監査法人はその他の記載内容に対して意見を表明するものではない。

連結財務諸表監査における当監査法人の責任は、その他の記載内容を通読し、通読の過程において、その他の記載内容と連結財務諸表又は当監査法人が監査の過程で得た知識との間に重要な相違があるかどうか検討すること、また、そのような重要な相違以外にその他の記載内容に重要な誤りの兆候があるかどうか注意を払うことにある。

当監査法人は、実施した作業に基づき、その他の記載内容に重要な誤りがあると判断した場合には、その事実を報告することが求められている。

その他の記載内容に関して、当監査法人が報告すべき事項はない。

連結財務諸表に対する経営者及び監査等委員会の責任

経営者の責任は、我が国において一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に準拠して連結財務諸表を作成し適正に表示することにある。これには、不正又は誤謬による重要な虚偽表示のない連結財務諸表を作成し適正に表示するために経営者が必要と判断した内部統制を整備及び運用することが含まれる。

連結財務諸表を作成するに当たり、経営者は、継続企業の前提に基づき連結財務諸表を作成することが適切であるかどうかを評価し、我が国において一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に基づいて継続企業に関する事項を開示する必要がある場合には当該事項を開示する責任がある。

監査等委員会の責任は、財務報告プロセスの整備及び運用における取締役の職務の執行を監視することにある。

連結財務諸表監査における監査人の責任

監査人の責任は、監査人が実施した監査に基づいて、全体としての連結財務諸表に不正又は誤謬による重要な虚偽表示がないかどうかについて合理的な保証を得て、監査報告書において独立の立場から連結財務諸表に対する意見を表明することにある。虚偽表示は、不正又は誤謬により発生する可能性があり、個別に又は集計すると、連結財務諸表の利用者の意思決定に影響を与えると合理的に見込まれる場合に、重要性があると判断される。

監査人は、我が国において一般に公正妥当と認められる監査の基準に従って、監査の過程を通じて、職業的専門家としての判断を行い、職業的懐疑心を保持して以下を実施する。

- ・ 不正又は誤謬による重要な虚偽表示リスクを識別し、評価する。また、重要な虚偽表示リスクに対応した監査手続を立案し、実施する。監査手続の選択及び適用は監査人の判断による。さらに、意見表明の基礎となる十分かつ適切な監査証拠を入手する。

- ・ 連結財務諸表監査の目的は、内部統制の有効性について意見表明するためのものではないが、監査人は、リスク評価の実施に際して、状況に応じた適切な監査手続を立案するために、監査に関連する内部統制を検討する。
- ・ 経営者が採用した会計方針及びその適用方法の適切性、並びに経営者によって行われた会計上の見積りの合理性及び関連する注記事項の妥当性を評価する。
- ・ 経営者が継続企業を前提として連結財務諸表を作成することが適切であるかどうか、また、入手した監査証拠に基づき、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に関して重要な不確実性が認められるかどうか結論付ける。継続企業の前提に関する重要な不確実性が認められる場合は、監査報告書において連結財務諸表の注記事項に注意を喚起すること、又は重要な不確実性に関する連結財務諸表の注記事項が適切でない場合は、連結財務諸表に対して除外事項付意見を表明することが求められている。監査人の結論は、監査報告書日までに入手した監査証拠に基づいているが、将来の事象や状況により、企業は継続企業として存続できなくなる可能性がある。
- ・ 連結財務諸表の表示及び注記事項が、我が国において一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に準拠しているかどうかとともに、関連する注記事項を含めた連結財務諸表の表示、構成及び内容、並びに連結財務諸表が基礎となる取引や会計事象を適正に表示しているかどうかを評価する。
- ・ 連結財務諸表に対する意見を表明するために、会社及び連結子会社の財務情報に関する十分かつ適切な監査証拠を入手する。監査人は、連結財務諸表の監査に関する指示、監督及び実施に関して責任がある。監査人は、単独で監査意見に対して責任を負う。

監査人は、監査等委員会に対して、計画した監査の範囲とその実施時期、監査の実施過程で識別した内部統制の重要な不備を含む監査上の重要な発見事項、及び監査の基準で求められているその他の事項について報告を行う。

監査人は、監査等委員会に対して、独立性についての我が国における職業倫理に関する規定を遵守したこと、並びに監査人の独立性に影響を与えると合理的に考えられる事項、及び阻害要因を除去するための対応策を講じている場合又は阻害要因を許容可能な水準にまで軽減するためのセーフガードを適用している場合はその内容について報告を行う。

監査人は、監査等委員会と協議した事項のうち、当連結会計年度の連結財務諸表の監査で特に重要であると判断した事項を監査上の主要な検討事項と決定し、監査報告書において記載する。ただし、法令等により当該事項の公表が禁止されている場合や、極めて限定的ではあるが、監査報告書において報告することにより生じる不利益が公共の利益を上回ると合理的に見込まれるため、監査人が報告すべきでないと判断した場合は、当該事項を記載しない。

< 内部統制監査 >

監査意見

当監査法人は、金融商品取引法第193条の2第2項の規定に基づく監査証明を行うため、パス株式会社の2025年3月31日現在の内部統制報告書について監査を行った。

当監査法人は、パス株式会社が2025年3月31日現在の財務報告に係る内部統制は有効であると表示した上記の内部統制報告書が、我が国において一般に公正妥当と認められる財務報告に係る内部統制の評価の基準に準拠して、財務報告に係る内部統制の評価結果について、全ての重要な点において適正に表示しているものと認める。

監査意見の根拠

当監査法人は、我が国において一般に公正妥当と認められる財務報告に係る内部統制の監査の基準に準拠して内部統制監査を行った。財務報告に係る内部統制の監査の基準における当監査法人の責任は、「内部統制監査における監査人の責任」に記載されている。当監査法人は、我が国における職業倫理に関する規定に従って、会社及び連結子会社から独立しており、また、監査人としてのその他の倫理上の責任を果たしている。当監査法人は、意見表明の基礎となる十分かつ適切な監査証拠を入手したと判断している。

内部統制報告書に対する経営者及び監査等委員会の責任

経営者の責任は、財務報告に係る内部統制を整備及び運用し、我が国において一般に公正妥当と認められる財務報告に係る内部統制の評価の基準に準拠して内部統制報告書を作成し適正に表示することにある。

監査等委員会の責任は、財務報告に係る内部統制の整備及び運用状況を監視、検証することにある。

なお、財務報告に係る内部統制により財務報告の虚偽の記載を完全には防止又は発見することができない可能性がある。

内部統制監査における監査人の責任

監査人の責任は、監査人が実施した内部統制監査に基づいて、内部統制報告書に重要な虚偽表示がないかどうかについて合理的な保証を得て、内部統制監査報告書において独立の立場から内部統制報告書に対する意見を表明することにある。

監査人は、我が国において一般に公正妥当と認められる財務報告に係る内部統制の監査の基準に従って、監査の過程を通じて、職業的専門家としての判断を行い、職業的懐疑心を保持して以下を実施する。

- ・ 内部統制報告書における財務報告に係る内部統制の評価結果について監査証拠を入手するための監査手続を実施する。内部統制監査の監査手続は、監査人の判断により、財務報告の信頼性に及ぼす影響の重要性に基づいて選択及び適用される。
- ・ 財務報告に係る内部統制の評価範囲、評価手続及び評価結果について経営者が行った記載を含め、全体としての内部統制報告書の表示を検討する。
- ・ 内部統制報告書における財務報告に係る内部統制の評価結果に関する十分かつ適切な監査証拠を入手する。監査人は、内部統制報告書の監査に関する指示、監督及び実施に関して責任がある。監査人は、単独で監査意見に対して責任を負う。

監査人は、監査等委員会に対して、計画した内部統制監査の範囲とその実施時期、内部統制監査の実施結果、識別した内部統制の開示すべき重要な不備、その是正結果、及び内部統制の監査の基準で求められているその他の事項について報告を行う。

監査人は、監査等委員会に対して、独立性についての我が国における職業倫理に関する規定を遵守したこと、並びに監査人の独立性に影響を与えると合理的に考えられる事項、及び阻害要因を除去するための対応策を講じている場合又は阻害要因を許容可能な水準にまで軽減するためのセーフガードを適用している場合はその内容について報告を行う。

< 報酬関連情報 >

当監査法人及び当監査法人と同一のネットワークに属する者に対する、当連結会計年度の会社及び子会社の監査証明業務に基づく報酬の額は26,000千円であり、非監査業務に基づく報酬はない。

利害関係

会社及び連結子会社と当監査法人又は業務執行社員との間には、公認会計士法の規定により記載すべき利害関係はない。

以 上

（注）１．上記の監査報告書の原本は当社（有価証券報告書提出会社）が別途保管しております。

２．XBRLデータは監査の対象には含まれていません。

独立監査人の監査報告書

2025年 6月24日

パス株式会社

取締役会 御中

フロンティア監査法人

東京都品川区

指 定 社 員 公認会計士 藤 井 幸 雄
業務執行社員

指 定 社 員 公認会計士 酒 井 俊 輔
業務執行社員

< 財務諸表監査 >

監査意見

当監査法人は、金融商品取引法第193条の2第1項の規定に基づく監査証明を行うため、「経理の状況」に掲げられているパス株式会社の2024年4月1日から2025年3月31日までの第35期事業年度の財務諸表、すなわち、貸借対照表、損益計算書、株主資本等変動計算書、重要な会計方針、その他の注記及び附属明細表について監査を行った。

当監査法人は、上記の財務諸表が、我が国において一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に準拠して、パス株式会社の2025年3月31日現在の財政状態及び同日をもって終了する事業年度の経営成績を、全ての重要な点において適正に表示しているものと認める。

監査意見の根拠

当監査法人は、我が国において一般に公正妥当と認められる監査の基準に準拠して監査を行った。監査の基準における当監査法人の責任は、「財務諸表監査における監査人の責任」に記載されている。当監査法人は、我が国における職業倫理に関する規定に従って、会社から独立しており、また、監査人としてのその他の倫理上の責任を果たしている。当監査法人は、意見表明の基礎となる十分かつ適切な監査証拠を入手したと判断している。

監査上の主要な検討事項

監査上の主要な検討事項とは、当事業年度の財務諸表の監査において、監査人が職業的専門家として特に重要であると判断した事項である。監査上の主要な検討事項は、財務諸表全体に対する監査の実施過程及び監査意見の形成において対応した事項であり、当監査法人は、当該事項に対して個別に意見を表明するものではない。

継続企業の前提に関する重要な不確実性の評価

連結財務諸表の監査報告書に記載されている監査上の主要な検討事項（継続企業の前提に関する重要な不確実性の評価）と同一内容であるため、記載を省略している。

その他の記載内容

その他の記載内容は、有価証券報告書に含まれる情報のうち、連結財務諸表及び財務諸表並びにこれらの監査報告書以外の情報である。経営者の責任は、その他の記載内容を作成し開示することにある。また、監査等委員会の責任は、その他の記載内容の報告プロセスの整備及び運用における取締役の職務の執行を監視することにある。

当監査法人の財務諸表に対する監査意見の対象にはその他の記載内容は含まれておらず、当監査法人はその他の記載内容に対して意見を表明するものではない。

財務諸表監査における当監査法人の責任は、その他の記載内容を通読し、通読の過程において、その他の記載内容と財務諸表又は当監査法人が監査の過程で得た知識との間に重要な相違があるかどうかを検討すること、また、そのような重要な相違以外にその他の記載内容に重要な誤りの兆候があるかどうか注意を払うことにある。

当監査法人は、実施した作業に基づき、その他の記載内容に重要な誤りがあると判断した場合には、その事実を報告することが求められている。

その他の記載内容に関して、当監査法人が報告すべき事項はない。

財務諸表に対する経営者及び監査等委員会の責任

経営者の責任は、我が国において一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に準拠して財務諸表を作成し適正に表示することにある。これには、不正又は誤謬による重要な虚偽表示のない財務諸表を作成し適正に表示するために経営者が必要と判断した内部統制を整備及び運用することが含まれる。

財務諸表を作成するに当たり、経営者は、継続企業の前提に基づき財務諸表を作成することが適切であるかどうかを評価し、我が国において一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に基づいて継続企業に関する事項を開示する必要がある場合には当該事項を開示する責任がある。

監査等委員会の責任は、財務報告プロセスの整備及び運用における取締役の職務の執行を監視することにある。

財務諸表監査における監査人の責任

監査人の責任は、監査人が実施した監査に基づいて、全体としての財務諸表に不正又は誤謬による重要な虚偽表示がないかどうかについて合理的な保証を得て、監査報告書において独立の立場から財務諸表に対する意見を表明することにある。虚偽表示は、不正又は誤謬により発生する可能性があり、個別に又は集計すると、財務諸表の利用者の意思決定に影響を与えると合理的に見込まれる場合に、重要性があると判断される。

監査人は、我が国において一般に公正妥当と認められる監査の基準に従って、監査の過程を通じて、職業的専門家としての判断を行い、職業的懐疑心を保持して以下を実施する。

- ・ 不正又は誤謬による重要な虚偽表示リスクを識別し、評価する。また、重要な虚偽表示リスクに対応した監査手続を立案し、実施する。監査手続の選択及び適用は監査人の判断による。さらに、意見表明の基礎となる十分かつ適切な監査証拠を入手する。
- ・ 財務諸表監査の目的は、内部統制の有効性について意見表明するためのものではないが、監査人は、リスク評価の実施に際して、状況に応じた適切な監査手続を立案するために、監査に関連する内部統制を検討する。
- ・ 経営者が採用した会計方針及びその適用方法の適切性、並びに経営者によって行われた会計上の見積りの合理性及び関連する注記事項の妥当性を評価する。
- ・ 経営者が継続企業を前提として財務諸表を作成することが適切であるかどうか、また、入手した監査証拠に基づき、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に関して重要な不確実性が認められるかどうか結論付ける。継続企業の前提に関する重要な不確実性が認められる場合は、監査報告書において財務諸表の注記事項に注意を喚起すること、又は重要な不確実性に関する財務諸表の注記事項が適切でない場合は、財務諸表に対して除外事項付意見を表明することが求められている。監査人の結論は、監査報告書日までに入手した監査証拠に基づいているが、将来の事象や状況により、企業は継続企業として存続できなくなる可能性がある。
- ・ 財務諸表の表示及び注記事項が、我が国において一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に準拠しているかどうかとともに、関連する注記事項を含めた財務諸表の表示、構成及び内容、並びに財務諸表が基礎となる取引や会計事象を適正に表示しているかどうかを評価する。

監査人は、監査等委員会に対して、計画した監査の範囲とその実施時期、監査の実施過程で識別した内部統制の重要な不備を含む監査上の重要な発見事項、及び監査の基準で求められているその他の事項について報告を行う。

監査人は、監査等委員会に対して、独立性についての我が国における職業倫理に関する規定を遵守したこと、並びに監査人の独立性に影響を与えると合理的に考えられる事項、及び阻害要因を除去するための対応策を講じている場合又は阻害要因を許容可能な水準にまで軽減するためのセーフガードを適用している場合はその内容について報告を行う。

監査人は、監査等委員会と協議した事項のうち、当事業年度の財務諸表の監査で特に重要であると判断した事項を監査上の主要な検討事項と決定し、監査報告書において記載する。ただし、法令等により当該事項の公表が禁止されている場合や、極めて限定的ではあるが、監査報告書において報告することにより生じる不利益が公共の利益を上回ると合理的に見込まれるため、監査人が報告すべきでないと判断した場合は、当該事項を記載しない。

< 報酬関連情報 >

報酬関連情報は、連結財務諸表の監査報告書に記載されている。

利害関係

会社と当監査法人又は業務執行社員との間には、公認会計士法の規定により記載すべき利害関係はない。

以 上

（注）１．上記の監査報告書の原本は当社（有価証券報告書提出会社）が別途保管しております。

２．XBRLデータは監査の対象には含まれていません。

独立監査人の中間連結財務諸表に対する期中レビュー報告書

2025年11月12日

パス株式会社
取締役会 御中

フロンティア監査法人
東京都品川区

指 定 社 員 公認会計士 藤 井 幸 雄
業務執行社員

指 定 社 員 公認会計士 酒 井 俊 輔
業務執行社員

監査人の結論

当監査法人は、金融商品取引法第193条の2第1項の規定に基づき、「経理の状況」に掲げられているパス株式会社の2025年4月1日から2026年3月31日までの連結会計年度の中間連結会計期間（2025年4月1日から2025年9月30日まで）に係る中間連結財務諸表、すなわち、中間連結貸借対照表、中間連結損益計算書、中間連結包括利益計算書、中間連結キャッシュ・フロー計算書及び注記について期中レビューを行った。

当監査法人が実施した期中レビューにおいて、上記の中間連結財務諸表が、我が国において一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に準拠して、パス株式会社及び連結子会社の2025年9月30日現在の財政状態並びに同日をもって終了する中間連結会計期間の経営成績及びキャッシュ・フローの状況を適正に表示していないと信じさせる事項が全ての重要な点において認められなかった。

監査人の結論の根拠

当監査法人は、我が国において一般に公正妥当と認められる期中レビューの基準に準拠して期中レビューを行った。期中レビューの基準における当監査法人の責任は、「中間連結財務諸表の期中レビューにおける監査人の責任」に記載されている。当監査法人は、我が国における職業倫理に関する規定（社会的影響度の高い事業体の財務諸表監査に適用される規定を含む。）に従って、会社及び連結子会社から独立しており、また、監査人としてのその他の倫理上の責任を果たしている。当監査法人は、結論の表明の基礎となる証拠を入手したと判断している。

強調事項

重要な後発事象に記載されているとおり、会社は、2025年10月21日開催の取締役会において、木質バイオマス発電事業を行う株式会社川南バイオマス発電所の発行済株式の26.7%を株式会社森林パワーホールディングスより取得し、持分法適用関連会社とすることを決議し、同日付で同社株式を取得し、持分法適用関連会社化している。

当該事項は、当監査法人の結論に影響を及ぼすものではない。

中間連結財務諸表に対する経営者及び監査等委員会の責任

経営者の責任は、我が国において一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に準拠して中間連結財務諸表を作成し適正に表示することにある。これには、不正又は誤謬による重要な虚偽表示のない中間連結財務諸表を作成し適正に表示するために経営者が必要と判断した内部統制を整備及び運用することが含まれる。

中間連結財務諸表を作成するに当たり、経営者は、継続企業の前提に基づき中間連結財務諸表を作成することが適切であるかどうかを評価し、我が国において一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に基づいて継続企業に関する事項を開示する必要がある場合には当該事項を開示する責任がある。

監査等委員会の責任は、財務報告プロセスの整備及び運用における取締役の職務の執行を監視することにある。

中間連結財務諸表の期中レビューにおける監査人の責任

監査人の責任は、監査人が実施した期中レビューに基づいて、期中レビュー報告書において独立の立場から中間連結財務諸表に対する結論を表明することにある。

監査人は、我が国において一般に公正妥当と認められる期中レビューの基準に従って、期中レビューの過程を通じて、職業的専門家としての判断を行い、職業的懐疑心を保持して以下を実施する。

- ・ 主として経営者、財務及び会計に関する事項に責任を有する者等に対する質問、分析的手続その他の期中レビュー手続を実施する。期中レビュー手続は、我が国において一般に公正妥当と認められる監査の基準に準拠して実施される年度の財務諸表の監査に比べて限定された手続である。
- ・ 継続企業の前提に関する事項について、重要な疑義を生じさせるような事象又は状況に関して重要な不確実性が認められると判断した場合には、入手した証拠に基づき、中間連結財務諸表において、我が国において一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に準拠して、適正に表示されていないと信じさせる事項が認められないかどうか結論付ける。また、継続企業の前提に関する重要な不確実性が認められる場合は、期中レビュー報告書において中間連結財務諸表の注記事項に注意を喚起すること、又は重要な不確実性に関する中間連結財務諸表の注記事項が適切でない場合は、中間連結財務諸表に対して限定付結論又は否定的結論を表明することが求められている。監査人の結論は、期中レビュー報告書日までに入手した証拠に基づいているが、将来の事象や状況により、企業は継続企業として存続できなくなる可能性がある。
- ・ 中間連結財務諸表の表示及び注記事項が、我が国において一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に準拠していないと信じさせる事項が認められないかどうかとともに、関連する注記事項を含めた中間連結財務諸表の表示、構成及び内容、並びに中間連結財務諸表が基礎となる取引や会計事象を適正に表示していないと信じさせる事項が認められないかどうかを評価する。
- ・ 中間連結財務諸表に対する結論表明の基礎となる、会社及び連結子会社の財務情報に関する証拠を入手する。監査人は、中間連結財務諸表の期中レビューに関する指揮、監督及び査閲に関して責任がある。監査人は、単独で監査人の結論に対して責任を負う。

監査人は、監査等委員会に対して、計画した期中レビューの範囲とその実施時期、期中レビュー上の重要な発見事項について報告を行う。

監査人は、監査等委員会に対して、独立性についての我が国における職業倫理に関する規定を遵守したこと、並びに監査人の独立性に影響を与えると合理的に考えられる事項、及び阻害要因を除去するための対応策を講じている場合又は阻害要因を許容可能な水準にまで軽減するためのセーフガードを適用している場合はその内容について報告を行う。

利害関係

会社及び連結子会社と当監査法人又は業務執行社員との間には、公認会計士法の規定により記載すべき利害関係はない。

以 上

（注）１．上記の期中レビュー報告書の原本は当社（半期報告書提出会社）が別途保管しております。

２．XBRLデータは期中レビューの対象には含まれていません。