

【表紙】

【提出書類】	臨時報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	平成27年 9月16日
【会社名】	トレーダーズホールディングス株式会社
【英訳名】	TRADERS HOLDINGS CO.,LTD.
【代表者の役職氏名】	代表取締役社長 金丸 勲
【本店の所在の場所】	東京都港区浜松町一丁目10番14号
【電話番号】	03-4330-4700（代表）
【事務連絡者氏名】	取締役 新妻 正幸
【最寄りの連絡場所】	東京都港区浜松町一丁目10番14号
【電話番号】	03-4330-4700（代表）
【事務連絡者氏名】	取締役 新妻 正幸
【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）

1【提出理由】

当社は、平成27年9月15日開催の当社取締役会において、当社を株式交換完全親会社とし、株式会社ZEエナジー（以下、「ZEエナジー」といいます。）を株式交換完全子会社とする株式交換（以下「本株式交換」といいます。）を行うことを決議し、平成27年9月15日付でZEエナジーとの間で株式交換契約（以下「本株式交換契約」といいます。）を締結しましたので、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6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) 当該株式交換の相手会社に関する事項

商号、本店の所在地、代表者の氏名、資本金の額、純資産の額、総資産の額及び事業の内容

商号	株式会社ZEエナジー
本店所在地	東京都港区浜松町一丁目10番14号
代表者の氏名	代表取締役 松尾 直樹
資本金の額	57,750千円
純資産の額	417,872千円
総資産の額	471,868千円
事業の内容	<ul style="list-style-type: none"> ・バイオマス発電システムの製造販売 ・バイオマス発電施設の運営管理 ・バイオマス燃料の製造販売 ・環境関連装置の製造販売 ・売電事業 ・その他

最近3年間に終了した各事業年度の売上高、営業利益、経常利益及び純利益

(単位：千円)

	平成25年6月期	平成26年6月期	平成27年6月期
売上高	776	102,555	413,171
営業利益	95,654	249,053	186,351
経常利益	96,493	156,808	176,630
当期純利益	55,856	104,393	300,127

大株主の氏名又は名称及び発行済株式の総数に占める大株主の持株数の割合

(平成27年9月15日現在)

大株主の氏名又は名称	発行済株式総数に占める大株主の持株数の割合
金丸 多賀	46.5%
松下 康平	25.1%
株式会社江寿	20.0%

(注) ZEエナジーの発行する転換社債型新株予約権付社債の新株予約権が平成27年9月に行使されたため、直近決算日(平成27年6月30日)より変更がありましたので更新しております。

提出会社との間の資本関係、人的関係及び取引関係

資本関係	当社はZEエナジー発行済株式総数の6.7%を保有しております。
人的関係	当社取締役1名がZEエナジーの取締役を兼務しております。
取引関係	ZEエナジーは、トレーダーズ証券株式会社と業務委託契約を締結し、業務委託料を月額1,000千円支払っております。また、ZEエナジーは、当社と事務所賃貸借契約を締結し事務所家賃等を月額約1,300千円支払っております。

(2) 本株式交換の目的

株式交換の判断に至るまでの経緯

当社グループは、子会社トレーダーズ証券株式会社（以下、「トレーダーズ証券」といいます。）において、『みんなのFX』（外国為替証拠金取引）、『みんなのバイナリー』（外国為替オプション取引）、及び『みんなのシストレ』（自動売買ツールを利用した外国為替証拠金取引）を主軸として事業活動を行っております。

直近3期の連結会計年度の業績は、下表の通り営業収益のほぼ全てを占めるトレーダーズ証券の外国為替取引事業（以下、「FX事業」といいます。）からのトレーディング損益が漸減しており、グループ全体で費用節減策を講じているものの黒字化には至らない状況となり、平成26年3月期及び平成27年3月期は赤字決算となりました。

（単位：千円）

決算年月	平成25年3月期	平成26年3月期	平成27年3月期
営業収益 （うちトレーディング損益）	2,761,591 (2,687,140)	2,565,785 (2,452,740)	2,340,986 (2,276,600)
親会社株主に帰属する当期純利益 又は親会社株主に帰属する当期純 損失（ ）	229,022	175,257	367,923

FX事業を取り巻く環境は、FX業者間による顧客獲得・シェア拡大のための熾烈な競争によりドル/円のみならず主要通貨ペア全般に低スプレッドによる提供が進み、十分な利益を確保することが容易でない状況となっております。さらに、FX事業による収益は、外国為替相場の動向に強く影響を受けるため、安定的に利益を確保するのが難しい業態でもあります。このように、FX事業のみに依存した事業構造では、中長期的に成長拡大を続けていくことが益々難しくなると想定しており、当社グループが再び業容拡大し、収益力の強化を図るために、新たな成長の柱となる事業分野への進出・育成が必要不可欠であると判断し、これまで投資効率の高い投資案件を厳選しながら、FX事業以外の分野への投資を続けてまいりました。

当社が新規投資を行ってきた投資先の一つとして、本株式交換により完全子会社化の対象としているZEエナジーがあります。平成25年4月30日に31,500千円を出資し、同社の20%の株式を取得して当社の持分法適用関連会社として経営に関与してまいりました。

ZEエナジーは、将来的に大きな成長が見込まれる再生可能エネルギーの一つである木質バイオマスガス化発電設備製造において高い技術を有しております。バイオマス発電は太陽光発電、風力発電と同様に、原子力発電の代替エネルギーとして注目されており、平成24年7月から始まった「再生可能エネルギーの固定価格買取制度」（「電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法」により制定、以下「FIT」といいます。）により、電気事業者がバイオマスで発電した電力を20年間固定価格で全量買い取ることが義務付けられたことから、全国の企業・自治体等においてバイオマス発電事業への参入に関する関心が高まっております。再生可能エネルギーの中で、特にバイオマス発電は太陽光発電と異なり発電量が天候に影響されず安定的に発電できる特性があるため、再生可能エネルギーの中でも特に政府が重点的に拡大することが経済産業省により示されており、固定買取価格（2,000kw未満の未利用の間伐材由来のバイオマス発電について）も平成27年4月から従来の1キロワット当り32円から40円へ増額され、バイオマス発電の普及は政府の重点施策とされております。なかでも、ZEエナジーが有する木質バイオマスガス化発電に関する技術は、木質チップ等の熱分解によって生じる乾留ガスの生成によりガスエンジンを稼働し発電する仕組みで、一般にタービンを用いる他のバイオマス発電設備に比べて設備の小型化と発電の小規模化を実現するものであるため、原材料の供給環境と立地条件に合った発電規模の設備を設置することが可能になり、このような小規模なバイオマス発電設備が適合する立地候補先はタービンを使用した大型発電設備に比べて多く、間伐材の活用を検討する事業者からのニーズは非常に高いと考えられます。

当社が平成25年4月30日にZEエナジーに出資した際、当社は第三者割当増資により議決権の20%となる210株を1株当たり150,000円で取得しました。出資にあたって当社が提示を受けたZEエナジーの事業計画では、木質バイオマスガス化発電技術の研究開発段階は早期に完了し、引合い案件からの受注が早期に見込まれる内容であったため、同社の運転資金がすぐに不足する事態は想定しておりませんでした。しかし、実用化へ向けた技術開発は当初の計画よりも大幅に期間を要したため、その間の研究開発費が当初の想定よりも増加したことに加え、完成物件の稼働が確認できないとの理由から、引合いから受注に至る案件が当初の見込みよりも大幅に減少したことにより、運転資金がすぐに不足する事態が幾度となく生じ、過去2年間、当社からの資金貸付け等に加え、当社の筆頭株主グループに属する金丸多賀氏からの資金提供（転換社債型新株予約権付社債の引受）によって資金繰りを繋ぎ、事業を継続してまいりました。

ZEエナジーの木質バイオマスガス化発電事業の足跡をたどりますと、平成25年度林野庁補助事業「木質バイオマス産業化促進事業」の承認を受け、助成金を受けながら同社の特許技術を搭載した木質バイオマスガス化発電の実証実験設備を設置して研究開発を進めたことで、平成26年3月に同実証実験機によって安定的な発電を行うことに成功しました。また、上記の木質バイオマスガス化発電技術の確立を受け、平成26年5月にかぶちゃん電力株式会社（本社：千代田区、代表取締役社長：鍋木 秀彌）との間で、国内初の360kwFIT対応型コジェネ木質バイオマスガス化発電装置（間伐材のみを燃料とし、ガスエンジンによるガス化発電装置で、排熱を間伐材チップの乾燥に利用する小型発電システム）の受注を獲得し、長野県飯田市にある里山テーマパーク『かぶちゃん村』敷地内で発電設備の製造・

設置を開始し、平成27年6月に国内初の木質バイオマスガス化発電装置の実用化1号機を完成し、パーク内で発電を開始しました。

実用化第1号機の稼働及び発電の開始は、ZEエナジーへの発注を待機していた見込み顧客に好影響を与えることとなり、平成27年8月17日までに83社の企業及び自治体等が発電設備の視察及び視察の予約を行っており、平成27年6月には、東証一部上場企業で国内産業ガス大手のエア・ウォーター株式会社（本社：大阪市中央区 代表取締役会長：豊田 昌洋）から木質バイオマスコージェネレーション設備（熱：3800kw、電力：1900kw）の受注を獲得いたしました。

さらに、ZEエナジーは、ZEエナジーの技術力を高く評価していただいた株式会社江寿（本社：京都府京都市、代表取締役 西枝攻、事業内容：主に京都近郊エリアで不動産開発事業を運営する代表取締役及び一族の資産管理会社）との間で、再生可能エネルギーによる発電及び電力卸売事業を営むことを目的とした株式会社ZEデザイン（本社：京都府京都市、代表取締役社長：西枝 英幸、以下、「ZEデザイン」といいます。）を共同出資（ZEエナジー持分49%）により設立しました。ZEデザインからは、山形県最上町において木質バイオマスガス化発電設備を発注する旨の意向表明を受けており、平成27年7月に山形県最上町、ZEデザイン、ZEエナジーの三者が一体となって木質バイオマスガス化発電事業を円滑に推進していくことを目的とした覚書を締結し、発電設備の製造準備を進めております。また、ZEデザインからは、最上町プロジェクト以外にも複数の発電事業プロジェクトの設備発注に関する意向表明を受けており、そのうちの幾つかは既にFIT申請、系統連携申請手続を行っており、認可取得後、直ちに発電設備の製造を開始する予定となっております。

上記のとおり、ZEエナジーは着実に急成長の初期ステージを迎えており、このタイミングで当社が再生可能エネルギー事業に本格的に参入し強化して行くことにより、当社にとってFX事業に次ぐ第2の事業の柱として、今後持続的に成長拡大するための新たな原動力と成り得ると判断し、ZEエナジーの創業者である取締役社長 松下康平氏に株式交換による完全子会社化の申し入れを行いました。

松下康平氏からは、ZEエナジーの設立当初は自ら新規株式上場を目指して事業を行ってきたものの、これまでの厳しい経営環境の中で当社と協調して乗り越えてきたことで信頼関係が醸成されたため、当社グループの中で事業を推進した方が、同社は今後開発事業に専念することができるとともに、事業拡大に必要な対外的な信用力が早期に強化でき、受注活動への好影響と優秀な人材の獲得が有利に進められるとの観点からZEエナジーにとっても非常に有益であるとの認識に至り、株式交換の実施に合意されました。

ZEエナジーの収益構造と事業価値について

当社が本株式交換により子会社化するZEエナジー事業の主な収益は以下の3つから構成されます。

a. バイオマス発電設備の製造販売による収益

ZEエナジーが製造販売する木質バイオマスガス化発電設備は、乾燥させた木材チップを加熱してバイオマスガスを発生させ、生成したガスをエンジン内で燃焼させて発電する仕組みです。これまで、バイオマスガスを発生させ、生成する過程でタールが多量に発生し事業化するうえで問題となっておりましたが、同社は、熱分解ガスの微量の高温空気と蒸気を供給し、蓄熱層を通過させることでさらに高温でタール分を熱分解し、タールの発生を大幅に抑制し、国内初となる木質バイオマスガス化発電機の稼働に成功しました。（タールの発生を抑制するガス化技術については特許を取得済）

通常の蒸気タービンで発電するボイラー式の木質バイオマス発電装置は、大規模な発電設備が必要となり総工費が高額であることに加え、発電効率の低さにより大量の木材チップを遠隔地から運ぶ必要からコストが増加するうえに、植物の育成速度以上の木材利用は資源が枯渇する懸念もあるとの指摘もあがっています。間伐材の廃棄処理に悩むお客様からの問い合わせは多く、木質バイオマスガス化発電のような低価額で発電機が設置でき、適度な材料で発電できる地産地消型のエネルギー政策の実施は今後ますます推進されるものと確信しております。それに伴いましてZEエナジーの木質バイオマスガス化発電設備の需要が高まっていくものと考えております。

b. 発電設備の保守事業による収益

バイオマス発電事業者に対してFIT(固定価格買取制度)により電力会社による買取り価格が20年間固定価格で保証されるため、発電設備引き渡し後、最低でも20年間は保守が必要となり、ZEエナジーは、保守事業の収益を長期間にわたり安定的に確保することが見込まれます。

c. ZEデザイン（発電及び電力卸売事業者）の持分法投資利益

ZEエナジーが議決権の49%を所有するZEデザインは、各地にバイオマス発電所を設置し電力の卸売事業を行う会社であり、電力の販売収益はFIT(固定価格買取制度)により電力会社による買取り価格が20年間固定価格で保証されるため、事業利益の見通しは比較的立て易いと考えられます。電力の販売収益から木材チップ等の原材料費、販売費及び一般管理費、資金調達コスト等を差し引いた各発電所の利益は、FITが解消されない限り赤字になる可能性は低いため、「持分法投資利益」は長期にわたって安定的に計上が見込まれます。

当社において、ZEエナジーのビジネスの現状を詳しく検証した結果、木質バイオマスガス化発電設備に対する見込み候補事業者の関心は非常に高く、現場視察、引合い件数も相当な数に上ることを確認しております。国内第1号の

稼働設備である長野県飯田市のかぶちゃん村の発電設備については、稼働開始した平成27年6月から平成27年8月17日までに83社の企業及び自治体等が発電設備の視察及び視察の予約を行っており、その中から成約に至りそうなステータスの高い見込み顧客も複数存在することを見込み顧客リストにより確認しており、現在商談をおこなっている約70件のうち今後5年間で20数件の受注を前提に作成されているZEエナジーが作成した中期損益計画は、合理的な根拠に基づいていると判断しております。

また、保守事業による収益は、保守契約に基づき長期間安定的な収益確保が見込めるため、継続的なキャッシュ・フローをもたらす効果があるものと考えております。

さらに、ZEデザインによる持分法による投資利益は、電力の固定価格買取制度により20年間電力会社による買取り価格が保証されているため、確実性の高い長期安定的な利益に繋がると考えられます。ZEデザインからは、現在7件の発電所設置に関する意向表明が出ておりますが、そのうち2件に関しては、建設候補地の選定、FIT申請及び電力会社への系統連携申請が既に行われており、承認が下り次第、着工に入る予定となっております。

以上のとおり、本株式交換によりZEエナジーを完全子会社した場合、FX事業に加えて相場動向に左右されない安定的な収益が確保でき、かつ中長期的にも成長期待が大きい事業を獲得することができるため、当社グループにとって収益拡大と株主価値の増大をもたらすものと考えております。

(3) 本株式交換の方法、株式交換に係る割当ての内容その他の株式交換契約の内容

株式交換の方法

本株式交換は、当社を株式交換完全親会社とし、ZEエナジーを株式交換完全子会社とする株式交換になります。なお、本株式交換は、当社は平成27年11月5日開催予定の臨時株主総会において、ZEエナジーは平成27年11月5日開催予定の臨時株主総会において、それぞれ本株式交換契約の承認を受けた上で、平成27年12月1日を効力発生日として行う予定であります。

株式交換に係る割当ての内容

	当社 (株式交換完全親会社)	ZEエナジー (株式交換完全子会社)
株式交換に係る割当ての内容	1	3,291.6
株式交換により交付する株式数	普通株式：9,618,055株	

(注1) 株式の割当比率

ZEエナジーの普通株式1株に対して、当社普通株式3,291.6株を割当て交付いたします。但し、当社が保有するZEエナジーの普通株式(平成27年9月15日現在210株)については、本株式交換による株式の割当ては行いません。

(注2) 本株式交換により交付する株式数

当社は、本株式交換に際して、当社の普通株式9,618,055株を割当て交付いたします。当該株式の交付は新たに普通株式を発行する予定です。

(注3) 単元未満株式の取扱

本株式交換に伴い、当社の普通株式単元未満株式(100株未満の株式)を保有することになるZEエナジー株主の皆様は、金融商品取引市場において単元未満株式を売却することができません。当社の単元未満株式を所有することとなる株主の皆様においては、会社法第192条第1項の規定にもとづき、当社に対し所有する単元未満株式の買取を請求することができます。

(注4) 株式交換完全子会社の新株予約権及び新株予約権付社債に関する取扱い

ZEエナジーは、本株式交換契約締結日現在、新株予約権及び新株予約権付社債を発行しておりません。

株式交換契約の内容

当社が平成27年9月15日付で締結した株式交換契約の内容は、次のとおりであります。

株式交換契約書

トレイダーズホールディングス株式会社(以下「甲」という。)と株式会社ZEエナジー(以下「乙」という。)とは、以下のとおり株式交換契約(以下「本契約」という。)を締結する。

第1条(株式交換)

乙は、本契約の定めに従い、甲を株式交換完全親会社、乙を株式交換完全子会社とする株式交換(以下「本株式交換」という。)を行い、甲は、本株式交換により、乙の発行済株式(甲が所有する乙の株式を除く。以下同じ。)の全部を取得する。

第2条(株式交換完全親会社及び株式交換完全子会社の商号及び住所)

甲及び乙の商号及び住所は、以下のとおりである。

(1)甲(株式交換完全親会社)

商号 トレーダーズホールディングス株式会社
住所 東京都港区浜松町1-10-14 住友東新橋ビル3号館7階

(2)乙(株式交換完全子会社)

商号 株式会社ZEエナジー
住所 東京都港区浜松町1-10-14 住友東新橋ビル3号館7階

第3条(本株式交換に際して交付する株式の数及びその割当て)

- 1 甲は、本株式交換に際して、本株式交換により甲が乙の発行済株式の全部を取得する時点の直前時(以下「本株式交換基準時」という。)における乙の株主(但し、甲を除く。以下「本割当対象株主」という。)に対して、その保有する乙の普通株式に代わり、その保有する乙の普通株式の数の合計に3,291.6を乗じて得た数の甲の普通株式を交付する。
- 2 甲は、本株式交換に際して、本割当対象株主に対して、その保有する乙の普通株式1株につき、甲の普通株式3,291.6株の割合をもって割り当てる。
- 3 前二項の規定に従って本割当対象株主に対して割り当てるべき甲の普通株式の数に、1株に満たない端数がある場合には、甲は、会社法第234条その他関係法令の規定に従って処理するものとする。

第4条(資本金及び準備金の額)

本株式交換に際して増加する甲の資本金及び準備金の額は、会社計算規則に従い、甲が別途定めるものとする。

第5条(効力発生日)

本株式交換がその効力を生ずる日(以下「効力発生日」という。)は、平成27年12月1日とする。但し、本株式交換の手續進行上の必要性その他の事由により必要な場合には、甲及び乙は、協議し合意のうえ、効力発生日を変更することができる。

第6条(株主総会決議)

- 1 甲は、効力発生日の前日までに、本契約について会社法第795条第1項に定める株主総会による承認を求める。
- 2 乙は、効力発生日の前日までに、本契約について会社法第783条第1項に定める株主総会による承認を求める。

第7条(自己株式の消却)

乙は、効力発生日の前日までに取締役会を開催のうえ、本株式交換基準時において乙が保有する自己株式(本株式交換に際して会社法第785条第1項に基づく反対株主の株式買取請求に応じて乙が取得する自己株式を含む。)の全部を消却する旨を決議し、本株式交換の効力発生までの間に当該自己株式を消却する。

第8条(会社財産の管理等)

甲及び乙は、本契約締結日から効力発生日までの間、それぞれ善良なる管理者としての注意をもってその業務の執行並びに財産の管理及び運営を行い、その財産又は権利義務に重大な影響を及ぼすおそれのある行為については、予め甲及び乙が協議し、合意のうえ、これを行うものとする。

第9条(剰余金の配当の禁止)

甲及び乙は、甲乙別途合意した場合を除き、本契約締結後、効力発生日より前の日を基準日とする剰余金の配当を行ってはならない。

第10条(本契約の変更及び解除)

本契約締結日から効力発生日の前日までの間に、甲又は乙のいずれかの財産状態、経営成績、事業又は権利義務に重大な影響を及ぼす事象が発生した場合、本株式交換の実行に重大な影響を及ぼす事象が判明又は発生した場合、その他本契約の目的の達成が困難となった場合には、甲及び乙は、協議し合意のうえ、本契約の内容を変更し又は本契約を解除することができる。

第11条(本契約の効力)

本契約は、次の各号のいずれかに該当する場合には、その効力を失う。

- (1) 効力発生日の前日までに甲又は乙の第6条に定める株主総会において本契約の承認が受けられない場合
- (2) 効力発生日の前日までに法令等に定められた本株式交換の実行に必要な関係官庁等からの承認等が得られない場合又は関係官庁等への届出等が完了しない場合

第12条(本契約上の権利等の譲渡の禁止)

甲及び乙は、相手方の事前の書面による承諾なくして、本契約上の権利若しくは義務又は本契約上の地位について、第三者に対する譲渡その他の処分又は承継を行ってはならない。

第13条（準拠法及び裁判管轄）

- 1 本契約は、日本法に準拠し、日本法に従って解釈される。
- 2 本契約に関して甲及び乙の間に生じる一切の紛争の解決については、東京地方裁判所を第一審の専属的合意管轄裁判所とする。

第14条（協議事項）

本契約に定めのない事項又は本契約の条項の解釈について疑義が生じた事項については、甲及び乙が誠実に協議のうえ、これを解決するものとする。

上記合意の成立を証するため、本契約書2通を作成し、各自署名又は記名押印のうえ、甲及び乙が各自1通を保有するものとする。

平成27年9月15日

甲 東京都港区浜松町1-10-14 住友東新橋ビル3号館7階
 トレイダーズホールディングス株式会社
 代表取締役社長 金丸 勲

乙 東京都港区浜松町1-10-14 住友東新橋ビル3号館7階
 株式会社ZEエナジー
 代表取締役社長 松尾 直樹

（4）株式交換に係る割当ての内容の算定根拠

割当ての内容の根拠及び理由

平成27年7月に、当社より本株式交換についてZEエナジーに申し入れ、両社が真摯に協議・交渉を重ねた結果、上記「（2）本株式交換の目的」に記載のとおり、当社がZEエナジーを完全子会社とすることが、当社グループ全体の企業価値向上に資するものであるとの判断に至りました。

当社は、下記「（4）公正性を担保するための措置」に記載のとおり、本株式交換における株式交換比率の公正性を担保するため、第三者算定機関である株式会社プルータス・コンサルティング（住所：東京都千代田区霞が関3-2-5 霞が関ビル30階、代表取締役社長 野口 真人、以下、「プルータス・コンサルティング」といいます。）にZEエナジーとの株式交換比率算定の依頼をし、さらに、本株式交換においては、ZEエナジーの発行済株式総数の46.5%を所有する金丸多賀氏が、当社の発行済株式総数の株式の44.1%を所有する筆頭株主グループに属し、当社の支配株主に準ずる立場にあること、また、同氏は当社代表取締役社長 金丸勲の親族であることから、少数株主の利益保護のため、支配株主との重要な取引に関する東京証券取引所の有価証券上場規程第441条の2の規制を遵守することが必要であると判断し、本株式交換が少数株主にとって不利益なものではないことに関して、当社、ZEエナジー及び金丸多賀氏と利害関係を有しない下記「（4）株式交換比率の算定」に記載した第三者委員会に調査を依頼し、意見を取得しました。

本株式交換に係るZEエナジーの企業価値について、当社は、プルータス・コンサルティングが算定した企業価値の評価額を参考としながらも、ZEエナジーが作成した中期損益計画を独自に保守的な修正を行った中期損益計画を基に、資本コストを40%、非流動性ディスカウントを30%として、独自に株式価値を957百万円と算定しました。その上で、この評価額とプルータス・コンサルティングが算定した評価額のうち最も低い1,594百万円とを比較衡量して、ZEエナジーの企業価値総額を1,000百万円、1株当たり株式価値を319,285円（1,000百万円÷3,132株、1円未満四捨五入）と算定しました。また、当社の企業価値については、下記「（4）株式交換比率の算定」に記載の通り、評価基準日（平成27年9月14日）の終値97円を基に算定しました。なお、当社株価の1ヶ月前平均100円、3ヶ月前平均112円、6ヶ月前平均121円に比べると、株価は下落しておりますが、異常な取引又は事象に該当するものではないと判断し、評価基準日の終値97円を採用致しました。本株式交換の交換比率について、プルータス・コンサルティングから受領した株式交換比率算定書及び第三者委員会からの調査報告書を踏まえ、両社が慎重に協議・交渉を重ねた結果、本株式交換比率は妥当なものであるとの判断に至り、各社の取締役会において、本株式交換を行うことを決定し、平成27年9月15日、両社間で本株式交換契約を締結いたしました。

株式交換比率の算定

当社は、本株式交換における株式交換比率の算定にあたって公正性・妥当性を確保するため、当社及びZEエナジーから独立した第三者算定機関であるブルータス・コンサルティングに株式交換比率の算定を依頼しました。

また、ZEエナジーの企業価値算定の基礎となる同社の中期損益計画が合理的に作成されているかどうかについて客観的な意見を取得するため、第三者委員会を組成し審査を依頼しました。第三者委員会の審査委員の選任にあたり、同委員会の委員長には、過去に当社グループが有限責任監査法人トーマツに会計監査を委嘱していた時期に当社グループの監査に従事され、監査責任者を務められた公認会計士 田村稔郎氏に依頼致しました。田村稔郎氏は、職業会計専門家であり金融業・製造業の事業領域における会計実務全般並びに企業価値算定などに豊富な実務経験と知見を有していること、これまで平成23年12月30日の現物出資による第三者割当増資実施の際の第三者委員会の審査委員を務めていただいた経験があり、当社グループの経営環境・財務状況について検討した実績があること、また、現在は当社グループの会計監査には関与されておらず、また同氏が代表を務める田村公認会計士事務所と当社グループとの間にはこれまでも取引関係がなく経済的な利害関係はないことから、田村稔郎氏は客観的な立場から審査を行うための独立性を保持されていると認識し、第三者委員会における審査委員長に相応しい適格性を有していると判断致しました。また、同じく平成23年12月30日の現物出資による第三者割当増資実施の際の第三者委員会の審査委員を務めていただいた西田法律事務所 弁護士 西田章氏（西田章氏と当社とは過去において人的関係、取引関係、出資関係はありません。）、並びに田村稔郎氏と同様に有限責任監査法人トーマツにおいて長く会計監査実務に携わり、エネルギー関連分野の事業会社の会計監査にも精通し、エネルギー関連企業の顧問経験を持つ関常芳公認会計士事務所 公認会計士 関常芳氏（関常芳氏と当社とは過去において人的関係、取引関係、出資関係はありません。）に審査委員を依頼しました。

第三者委員会は、ZEエナジーが提出する、5年間（平成28年6月期から平成32年6月期まで）の損益予測、及び20年間の保守売上予測及び20年間のZEデザインに係る持分法投資利益予測を記載した中期損益計画書について、ZEエナジーからの提出資料及びZEエナジー取締役社長 松下康平氏へのヒアリング等により検証を行いました。第三者委員会による検証は、次の4項目について調査・確認を行うことを通じて、ZEエナジーが作成した中期損益計画書が、合理的な根拠に基づき作成されたものであるかどうかに関する意見を表明するアプローチが採られました。

- a. 第三者委員会が調査対象とする中期損益計画書が、ZEエナジーの正式な書類として作成されたものであること。
 - ・ 第三者委員会は、中期損益計画書が取締役会で正式に決議されたものであることを確認しました。
- b. ZEエナジーの基幹事業であるバイオマス発電設備事業が、ビジネス・プロセスにおいて、製品開発段階を終えて、次の売上を目指すテイクオフ段階（製品仕様や製造技術が確立されて、一定レベルの品質、製造コスト及び製造期間で製品を供給できる段階）、または売上拡張段階にあり、合理的な売上計画を策定できるビジネス段階にあること。
 - ・ 第三者委員会は、ZEエナジーが木質バイオマスガス化発電設備の製造において最も重要な技術であるタールの生成量を抑えることに成功したガス化炉及びガス改質装置に関する特許を取得していること、また、既に2社と木質バイオマスガス化発電設備の売買契約を締結しており、そのうち1社の設備は平成27年6月に完成・引渡を完了し、その後複数の見込み事業者による稼働状況の視察が行われている状況を受け、製品・技術開発の段階は終了していること、販売契約の実績や商談案件が集積し始めたことから、ビジネスステージが次のテイクオフ又はビジネスの拡張段階の入り口辺りに位置し、合理的な売上計画を策定できるビジネス段階にあることを確認しました。
- c. 中期損益計画の中核となる設備売上について、計画に計上した発電プロジェクト案件が、合理的な根拠に基づいて選定されていること。
 - ・ 第三者委員会は、ZEエナジーが策定した設備売上計画が、同社の見込客リストにある79件のうち21件のプロジェクト案件を選定し作成されている根拠について調査し、各プロジェクト案件の進捗状況、見込み事業者の事業に対する意欲と資金力、個々の案件の事業環境を総合的に勘案し決定されたことについて、裏付けとなる資料の確認及び関係者に対するヒアリングを行った結果、設備売上に計上した各プロジェクト案件が合理的な根拠に基づいて選定されていることを確認しました。
- d. 中期損益計画の売上高や売上原価、販売費及び一般管理費、持分法投資利益等の主要項目の金額が、根拠資料等に基づいて合理的に計上されていること。
 - ・ 第三者委員会は、中期損益計画書に記載された売上及び売上原価が、プロジェクト案件ごとの売買契約書、見積書、概算実施予算書及び支払計画書等の資料を基礎として合理的な見積もり及び根拠に基づき計上されていること、また、販売費及び一般管理費は、平成27年6月期の実績を基に今後予測される増減要因を考慮して算定されており、重要な増減の理由については明瞭な説明がされているため、これらは合理的に計上されていることを確認しました。

以上の確認の結果として、当社は、第三者委員会より、「ZEエナジーが作成した中期損益計画は、計画全体として著しく希望的な観測に基づく不合理な計画になっておらず、株式価値算定の基礎資料として利用可能な合理性を備えたものであると判断する」旨の調査報告書を受領しております。

株式交換比率の算定を行ったブルーラス・コンサルティングは、当社については、当社株式が株式会社東京証券取引所（以下、「東京証券取引所」といいます。）が開設するJASDAQ市場に上場しており、市場株価が存在することから、市場株価法が最も客観的であると判断し、算定基準日（本株式交換に係る取締役会決議日前営業日である平成27年9月14日）から6ヶ月遡った市場株価及び出来高の推移並びに適時開示を調査し、市場株価に影響を与える異常な取引又は事象の有無について検討を行いました。

その結果、当社の株価は、平成27年3月16日の終値153円以降、下落基調をたどり、平成27年8月中国経済の先行き不安に端を発した世界同時株安の影響を受け80円まで値を下げるなどしましたが、異常な取引又は事象には該当しないと判断し、平成27年9月14日の終値から遡る1ヶ月間の終値の平均値、3ヶ月間の終値の平均値及び6ヶ月間の終値の平均値をもって市場株価法による評価結果としております。

評価基準日終値（円） 平成27年9月14日	1株当たり株式価値（円）		
	1ヶ月平均	3ヶ月平均	6ヶ月平均
97	100	112	121

また、ブルーラス・コンサルティングは、ZEエナジーについては、キャッシュ・フローを現在価値に割り引き事業価値を算定するインカム・アプローチのDCF法を採用し、第三者委員会が、株式価値算定の基礎資料として利用可能な合理性を備えたものであると判断するとした中期損益計画に基づく将来キャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引くことによって企業価値や株式価値を評価しております。

DCF法による企業価値算定の基礎となるZEエナジーの中期損益計画は、以下の通り大幅な増減益を見込んでいる事業年度があります。

収益に関しては、「（2）本株式交換の目的 ZEエナジーの収益構造と事業価値について」に記載した通り、3つの収益から構成されております。第一の収益であるバイオマス発電設備事業に係る売上は、現在進捗がある商談案件のうち確度の高い21件のバイオマス発電設備製造のプロジェクト案件を選定し、工事進行基準により各期に収益計上しております。中期損益計画における各期のバイオマス発電設備の売上高は、下記「中期損益計画表『バイオマス発電設備』」の通りであります。平成30年6月期以降の売上が減少し、平成31年6月期及び平成32年6月期はさらに大きく減少する内容となっております。中期損益計画上にこのような著増減が生じている理由は、売上計画の作成方法に起因しており、現時点で確度の高いと判断されるプロジェクト案件のみを計上対象とする一方、現段階では受注の可能性が低い又は将来新たに引合いが生じ受注に至るようなプロジェクト案件は、今回策定した中期損益計画には反映していない結果、プロジェクトが次第に終了する後半の期間は売上計上される案件が減少し、収益が減少するためであります。現実的には、将来も同じように引合い、受注、完成・引渡しのサイクルが循環し、毎期売上を積み上げていくことを見込んでおりますが、今回企業価値算定の基礎となる中期損益計画を作成する上では、現在受注又は引合い等のステータスで実在性が確認できるプロジェクト案件のみから企業価値を算出する考え方を採用したものであります。

第二の収益である発電設備の保守事業収益は、発電設備の完成以降、同設備の稼働期間中の保守・メンテナンス業務を電力卸売事業者から専属的に請け負うことで安定的な売上を見込んでおります。同設備で発電する電力はFIT(固定価格買取制度)の適用により20年間安定的な収益が保証されるため、電力卸売事業者からZEエナジーへ委託される保守・メンテナンス業務による売上も20年間は安定的な収益として見込めると考えております。中期損益計画における各期の保守売上は、下記「中期損益計画表『発電設備の保守事業』」の通りであります。発電設備の完成が進む平成30年6月期以降に年間約4億円から8億円、平成33年6月期以降は年間約9億円の売上を平成47年6月期まで見込んでいます。

第三の収益であるZEデザイン（電力卸売事業者）からの持分法による投資利益は、ZEデザインの当期純利益に対してZEエナジーが所有するZEデザイン株式の持分比率49%を乗じた金額を営業外収益に計上しております。持分法による投資利益もまた、ZEデザインにおいてFIT(固定価格買取制度)の適用により20年間安定的な収益が保証されるため、ZEデザインの発電及び電力卸売事業が本格化する平成30年6月期以降、平成47年6月期までの間、年間約1億円から約2億円の収益計上を見込んでいます。

以上の前提に基づき策定された、ZEエナジーの今後5年間の中期損益計画の概要及び平成33年6月期から平成47年6月期までの15年間の発電設備の保守事業売上並びにZEデザインからの持分法による投資利益は、下記「中期損益計画表」の通りであります。

< 中期損益計画表 >

(単位：百万円)

	平成28年6月期	平成29年6月期	平成30年6月期	平成31年6月期	平成32年6月期	平成33年6月期 ～ 平成47年6月期 合計

バイオマス発電設備 発電設備の保守事業	1,848 30	6,221 144	4,944 471	1,190 809	527 886	(注1) 13,585
売上高	1,891	6,365	5,416	1,999	1,414	13,585
営業利益	335	2,702	2,275	512	145	6,792
Z E デザインからの持分法 による投資利益	-	31	110	117	108	2,004
経常利益	332	2,731	2,383	627	251	8,796
当期純利益	291	1,853	1,540	405	162	5,692

(注) 平成33年6月期以降のバイオマス発電設備の売上は作成しておりません。

ブルータス・コンサルティングは、以下を前提条件としてZEエナジーの企業価値を算定しました。まず、今後5年間の中期損益計画を基礎としつつ、再生可能エネルギーの固定価格買取制度に基づき策定された保守事業のキャッシュ・フローの安定性を考慮するとともに、持分法適用会社であるZEデザインからの配当金等を通じて中期損益計画上の持分法投資利益と同額のキャッシュ・フローが生じるものと想定し、平成47年6月までを予測期間としました。将来キャッシュ・フローを現在価値に割引くにあたっては、ベンチャーキャピタルのポートフォリオの期待収益率に関する実証データを参考にしつつ、対象会社の成長段階が「Early Development」若しくは「Expansion」のステージに属するものと想定し、該当するステージに対応する期待収益率として、30%から60%の範囲を割引率に設定しております。

なお、ZEエナジーが平成20年8月の設立以降これまで研究開発段階にあり、平成27年6月期以前の営業損益が赤字となっていることから、算定に依拠した事業計画が第三者委員会による合理性の検討を経たものであることを前提としつつも、事業計画の達成には不確実性が存在することを考慮し、中期損益計画が作成されている平成47年6月期までを企業価値の計算対象として、それ以降の継続価値は算定していません。

以上の結果、ブルータス・コンサルティングが算定したZEエナジーの企業価値は、1,594百万円～2,756百万円、当社の1株当たりの普通株式価値を1とした場合の評価レンジは、以下のとおりです。

なお、第三者算定機関であるブルータス・コンサルティングによる株式交換比率の算定結果は、本株式交換における株式交換比率の公正性について意見を表明するものではありません。

算定方法	株式交換比率のレンジ
インカム・アプローチのDCF法	4,205～9,070

また、ブルータス・コンサルティングは、上記株式交換比率の算定に際して、当社及びZEエナジーから提供を受けた情報並びに一般に公開された情報等を原則としてそのまま採用し、それらの資料及び情報等が、すべて正確かつ完全なものであることを前提としており、独自にそれらの正確性及び完全性の検証を行っておりません。また、両社並びにその子会社及び関連会社の資産及び負債（簿外資産及び負債、その他偶発債務を含みます。）に関して、個別の各資産及び各負債の分析及び評価を含め独自に評価、鑑定又は査定を行っておらず、第三者機関への鑑定又は査定の依頼も行っておりません。加えてZEエナジーの事業見通し及び財務予測については、ZEエナジーの経営陣により現時点で得られる最善の予測と判断に基づき合理的にかつ適切な手段に従って準備・作成されていることを前提としております。

算定の経緯

当社は、ブルータス・コンサルティングによる本株式交換比率の算定結果を参考に、ZEエナジー及びその関係会社の財務の状況、資産の状況、将来の見通し等の要因を総合的に勘案し、両社で本株式交換比率について慎重に協議を重ねた結果、最終的に上記(3)に記載の株式交換比率が妥当であるとの判断に至り、合意いたしました。

算定機関との関係

第三者算定機関であるブルータス・コンサルティングは、当社及びZEエナジーの関連当事者には該当せず、重要な利害関係もありません。

公正性を担保するための措置

本株式交換における株式交換比率の公正性を担保するための措置として、本株式交換の実施にあたり、当社は、当社及びZEエナジーから独立した第三者算定機関であるブルータス・コンサルティングに株式交換比率の算定を依頼し、その算定結果を受領しました。

さらに、本株式交換においては、ZEエナジーの発行済株式総数の46.5%を所有する金丸多賀氏が、当社の発行済株式総数の株式の44.1%を所有する筆頭株主グループに属し、当社の支配株主に準ずる立場にあること、また、同氏は当社代表取締役社長 金丸勲の親族であることから、少数株主の利益保護のため、支配株主との重要な取引に関する東京証券取引所の有価証券上場規程第441条の2の規制を遵守することが必要であると判断し、本株式交換が少数株主にとって不利益なものではないことに関して、当社、ZEエナジー及び金丸多賀氏と利害関係を有しない上述の第三者委員会に調査を依頼し、意見を取得しました。

第三者委員会では、本株式交換が当社にとって必要なものであるかどうか、本株式交換の条件は、公正・妥当といえるかどうかについて検討し、当社の少数株主の立場に不利益をもたらすものではないかどうかについて、以下の結論を表明しました。

a. 本株式交換の必要性

第三者委員会は、当社が行った本株式交換に至るまでの経緯と目的に関する説明を受け、提出された資料に基づき検討を行った結果、本株式交換が、当社グループにとってFX事業に次ぐ第2の事業の柱として、再生可能エネルギー事業に本格的に参入し強化していくことにより、為替相場動向に左右されない安定的な収益を確保し、今後の持続的な成長拡大を目指していること、そのため、事業ステージが技術開発段階からテイクオフ段階にランクアップしたこの時期に、ZEエナジーをグループに完全に取り込むために本株式交換を行うことは、確度が高まったZEエナジーの事業価値が当社グループの連結業績に寄与することが期待できるため、当社グループの収益拡大と株主価値の増大を目的として行われるものと考えられることから、本株式交換の目的には正当性・必要性が認められ、当社の少数株主の立場に不利益をもたらす懸念を生じさせる特段の事情は見当たらない旨の判断を行いました。

b. 本株式交換の条件の公正性・妥当性

第三者委員会は、1 当社の利害関係者に該当する金丸多賀氏がZEエナジー株式を取得するに至った事情に正当な理由があり、2 その取得価額は妥当であるか、3 株式交換比率決定に必要な未上場会社であるZEエナジーの1株当たり株式価値は適切に評価されているか、について以下のとおり検討しました。

1 金丸多賀氏がZEエナジー株式を取得するに至った事情に正当な理由があるかどうか

金丸多賀氏に平成26年3月31日と平成27年4月28日に割当てた転換社債型新株予約権付社債（総額100百万円）については、発行当時、ZEエナジーは運転資金がほぼ枯渇しており、緊急なファイナンスを行う必要性があったこと、また、それ以前に複数回資金支援していた当社も資金繰りが逼迫し、当社が資金源としていたトレイダーズ証券では、月次損益の悪化に加え親会社に対する貸付金増加が要因となって自己資本規制比率の低下を招き、FX事業のカバー取引先金融機関に預託する資金も余裕がなくなっていたため、資金を提供できる状況になく、当社グループの「最後の資金の貸し手」である当社筆頭株主グループである金丸家に資金支援を頼まざるを得なかったこと等の事情を考慮すると、金丸多賀氏が社債権者となったことについては、相当の理由があり不自然さは認められない。

2 金丸多賀氏が引受けた転換社債型新株予約権付社債の行使価格の妥当性

当社が第三者割当増資の引受により平成25年4月30日に取得した1株当たり取得価格は150,000円であるところ、金丸多賀氏が引受けた第1回転換社債型新株予約権付社債（平成26年3月31日）、第5回転換社債型新株予約権付社債（27年4月28日）における行使価格は1株当たり48,000円となっていることについて、当社が引受けた第2回転換社債型新株予約権付社債（平成26年12月12日付け）、第3回転換社債型新株予約権付社債（平成27年1月29日付）及び第4回転換社債型新株予約権付社債（平成27年3月27日付）を当社が引受けた際の行使価格も同様に1株当たり48,000円と設定されていることを考慮すれば、行使価格48,000円という条件が、金丸多賀氏を特別に優遇するために設定されたとは判断できない。また、新株予約権の行使価格48,000円については、一定の合理的な根拠の下に算定されており、ZEエナジーの当時の財務状況において債務超過が每期深化していたことも含めて判断すれば、金丸多賀氏を不当に利するための価格であったということとはできない。

3 ZEエナジーの1株当たり株式価値の評価について

当社は、ブルータス・コンサルティングが算定した企業価値の評価額を参考としながらも、ZEエナジーが作成した中期損益計画を独自に保守的な修正を行った中期損益計画を基に、資本コストを40%、非流動性ディスカウントを30%として、独自に株式価値を957百万円と算定しました。その上で、この評価額とブルータス・コンサルティングが算定した評価額のうち最も低い1,594百万円とを比較衡量して、ZEエナジーの企業価値総額を1,000百万円、1株当たり株式価値を319,285円（1,000百万円÷3,132株、1円未満四捨五入）と算定している。なお、本株式交換の交換比率決定に使用するZEエナジーの株式価値をブルータス・コンサルティングによる株式価値評価額よりも低くした理由について、当社は次のとおり説明している。

- ・本株式交換は支配株主に準ずる者との取引になるため、一般株主や投資家が抱く可能性のある「特定の株主の利益を優先した取引ではないか」との疑念をできるだけ払拭したい。

- ・ZEエナジーが策定した中期損益計画は合理的に作成されたものであると判断しているが、当社が独自により保守的に見積もった中期損益計画を基にした株式評価の方が、当社の少数株主の株主価値の希薄化を防ぐことになる。

このように、当社が本株式交換の交換比率の前提として決定したZEエナジーの1株当たり株式価値319,285円は、上記のとおり一定の合理的な根拠の下に算定されており、この評価額を株式交換比率決定のために使用することは、少数株主にとって必ずしも不利益にはならないものと判断できる。

c. 本株式交換が当社の少数株主にとって不利益なものでないか

第三者委員会は、ZEエナジーが債務超過であるにも関わらず、本株式交換によって同社を完全子会社とすることが当社の一般株主に不利益を与えるかどうかについて検討を行った結果、一般論として、株式交換による発行済株式数の増加で1株当たりの株式価値は希釈化し、保有株数が変わらない一般株主の持株の価値は減少するが、一方で、完全子会社となるZEエナジーの今後の業績がそれ以上の事業価値を当社グループにもたらすのであれば、株式交換は一般株主の利益に適うことになること、また、ZEエナジーの今後の業績について、当委員会が「著しく希望的な観測に基づく不合理な計画になっておらず、株式価値算定の基礎資料として利用可能な合理性を備えたものである」との意見を表明したZEエナジーの中期損益計画を基礎として第三者機関が算定した企業価値に比べ、より保守的な中期損益計画に基づき低い評価額で決定していることから、当社が想定する保守的な損益計画を上回る将来性を見込んで本株主交換に臨むことには合理的期待が存在すると言ったことができると判断した。

以上の検討の結果、第三者委員会は当社取締役会に対し、本株式交換は必要性が認められ、本株式交換の条件が公正・妥当の範囲を逸脱するものではなく、本株式交換が少数株主にとって不利益なものではない旨の調査報告書を提出しました。

利益相反を回避するための措置

当社取締役とZEエナジーの取締役を兼務する中川明は、利益相反を回避するため、当社取締役会及びZEエナジー取締役会における本株式交換に係る審議及び決議には参加しておりません。また、当社代表取締役社長金丸勲は、本株式交換の取引対象となるZEエナジーの株主である金丸多賀氏が利害関係者に該当するため、当社取締役会における本株式交換に係る審議及び決議には参加しておりません。

(5) 本株式交換の後の株式交換完全親会社となる会社の商号、本店の所在地、代表者の氏名、資本金の額、純資産の額、総資産の額及び事業の内容

商号	トレーダーズホールディングス株式会社
本店所在地	東京都港区浜松町一丁目10番14号
代表者の氏名	代表取締役 金丸 勲
資本金の額	3,527,511千円
純資産の額	現時点では確定しておりません。
総資産の額	現時点では確定しておりません。
事業の内容	・金融商品取引業・金融商品取引システムの開発・保守等の事業を行うグループ会社の経営計画・管理並びにそれに付帯する業務

以 上