



平成 25 年 5 月 20 日

各 位

会 社 名 大王製紙株式会社
代 表 者 名 取締役社長 佐光 正義
コ ー ド 番 号 3880 東証第一部
問 合 せ 先 執行役員総務本部長 林賢二郎
TEL 03-3271-1442

第 1 外部委員会による検証に係る報告書の受領に関するお知らせ

当社は、平成 25 年 4 月 2 日付「第三者に対する検証の委嘱に関するお知らせ」にて公表しましたとおり、企業統治改革委員会が委嘱する当社と利害関係のない第三者により外部委員会^(※)（以下「外部委員会」といいます。）を構成して、以下の事項について、調査を委嘱することになりました。

- ① 当社の関連会社であった川崎紙運輸株式会社による北越紀州製紙株式の買付け（以下「本件買付け」といいます。）
- ② 平成 24 年度第 3 四半期連結会計期間における海外関連会社の投融資の損失処理（以下「本件損失処理」といいます。）
- ③ 当社における会計処理などを内容とする内部告発（以下「本件告発」といいます。）

(※)本件買付け（上記①）は株式取得の適法性に関する事項であり、他方、本件損失処理（上記②）及び本件告発（上記③）は主として会計処理の当否に関する事項であって、それぞれの検証に要する知見が異なることから、本件買付けに関する当社の調査を検証する外部委員会（以下「第 1 外部委員会」といいます。）と、本件損失処理及び本件告発に関する当社の調査を検証する外部委員会（以下「第 2 外部委員会」といいます。）を別に設置いたしました。

本日、第 1 外部委員会から当社の企業統治改革委員会に対し、上記①に関する調査報告書が提出されましたので、別紙のとおりお知らせいたします（第 2 外部委員会による調査結果については、平成 25 年 5 月 13 日付「外部委員会による検証に係る報告書の受領に関するお知らせ」にてお知らせしましたとおりです。）。

なお、第 1 外部委員会及び第 2 外部委員会による報告を踏まえた当社の対応については、今月中に発表する予定です。






以 上

調 査 報 告 書

平成25年5月20日

大 王 製 紙 株 式 会 社
企 業 統 治 改 革 委 員 会 御 中

外 部 委 員 会 (インサイダー取引疑惑調査担当)

委 員 長	弁 護 士	河 内	悠 紀	
委 員	弁 護 士	五 十 嵐	紀 勇	
委 員	弁 護 士	高 部	道 彦	
委 員	公 認 会 計 士	宇 澤	亜 由	
外部委員会補助弁護士		尾 崎	毅	

当委員会が大王製紙株式会社企業統治改革委員会の委嘱を受けて調査した結果につき、下記のとおり、報告する。

記

目 次

I	第1外部委員会（インサイダー取引疑惑調査担当）の調査結果の要旨	5
II	第1外部委員会の調査事項等	5
第1	第1外部委員会（以下「当委員会」という。）の設置に至る経緯等	5
1	当委員会設置に至る経緯	5
2	当委員会の調査事項	7
3	当委員会の構成と利害関係の有無	8
第2	当委員会の調査の実施状況	8
1	当委員会による関係者ヒアリングの実施等	8
2	関係資料の分析・検討	9
第3	インサイダー取引規制（法166条1項又は3項）	9
1	インサイダー取引規制の趣旨	9
2	会社関係者のインサイダー取引規制（法166条）の要件	10
III	本件に係る「重要事実」の特定と「重要事実」該当性の検討	13
第1	北越紀州製紙及び大王製紙がTDnetを通じて公表した適時開示情報等	13
1	大王製紙の概要等	13
2	北越紀州製紙の概要等	18
3	川崎紙運輸の概要等	20
4	川崎紙運輸による本件買付の状況に係る客観的事実	22
5	本件買付期間における北越紀州製紙の適時開示情報	22
第2	平成24年6月26日付け「大王製紙及び大王製紙関連会社等の株式の取得及び	

譲渡に関するお知らせ」の記載事項と他の適時開示情報等との関係	23
1 平成24年6月26日付け「大王製紙及び大王製紙関連会社等の株式の取得及び譲渡に関するお知らせ」の記載内容等	23
2 大量保有報告書（変更報告書）の記載内容	25
3 平成24年8月15日付け「大王製紙及び大王製紙関連会社等の株式の取得及び譲渡の実行に関するお知らせ」の記載内容と6月26日付けお知らせとの関係	26
4 平成24年11月14日付け「大王製紙株式会社・北越紀州製紙株式会社間の総合技術提携基本契約締結に関するお知らせ」（大王製紙と北越紀州製紙の連名）の記載内容等	26
5 平成24年11月14日付け「平成25年3月期第2四半期連結累計期間業績予想と実績との差異及び通期連結業績予想の修正並びに営業外収益（持分法による投資利益）の計上に関するお知らせ」の記載内容等	28
第3 北越紀州製紙と大王製紙の間の大王製紙株取得を伴う業務上の提携に関する事実の「重要事実」該当性の検討	29
1 「業務上の提携または業務上の提携の解消」に係る軽微基準の内容	29
2 北越紀州製紙と大王製紙間の総合技術提携基本契約締結による北越紀州製紙の売上高増加の可能性と軽微基準該当性の検討	31
3 業務上の提携に係る軽微基準である取引規制府令49条10号イ(1)の該当性の検討	34
4 本件「業務上の提携」の軽微基準該当性（小括）	35
第4 北越紀州製の平成25年3月期決算予想修正（以下「本件決算修正」という。）に関する事実の「重要事実」該当性の検討	36
1 「負ののれん」について	36
2 本件決算修正に係る重要基準の内容	37

3	変動率基準及び変動幅基準に関する「重要基準」の検討	39
4	本件決算修正に係る事実は、売上高及び経常利益の下方修正を含め、いずれも、 規制府令51条3号の重要基準の要件を充足せず、法166条所定の「重要事実」 に該当しないこと	41
第5	本件買付が法166条2項4号（バスケット条項）に該当するか否かの検討....	41
1	法166条2項4号（バスケット条項）について	41
2	バスケット条項に関する最高裁判例	42
3	日本商事最高裁判決に係る調査官解説の内容等	43
4	北越紀州製紙の株価等の動向	45
5	本件買付の法166条2項4号該当性の検討	47
第6	本件買付の法166条1項又は3項該当の有無に関する当委員会の結論	48
IV	参考事項	50
第1	はじめに	50
第2	川崎紙運輸による北越紀州製紙株の買付経緯等	50
第3	大王製紙関係者及び川崎紙運輸関係者の「重要事実」に係る認識について	58
 添付資料		
別紙1	本件買付に係る「購入株数の推移」	
別紙2	北越紀州製紙株式会社に係る TDnet 適時開示情報	
別紙3	北越紀州製紙に係る平成25年3月期通期連結業績予想の修正と重要性基準	
別紙4	北越紀州製紙株式会社の平成24年6月1日から平成24年12月28日まで の間の株価・出来高等の推移	

I 第1外部委員会（インサイダー取引疑惑調査担当）の調査結果の要旨

金融商品取引法（以下「法」という。）166条1項又は3項のインサイダー取引が成立するためには、会社関係者等が、「未公表の重要事実」を知って、当該重要事実が公表される前に、当該上場会社の株券等を売買したことを要するところ、当委員会の調査の結果、本件においては、法166条1項又は3項の客観的要件である上記未公表の「重要事実」に該当する事実の存在を認めるに足りる証拠はなく、本件買付は、インサイダー取引に該当しない。

II 第1外部委員会の調査事項等

第1 第1外部委員会（以下「当委員会」という。）の設置に至る経緯等

1 当委員会設置に至る経緯

当委員会は、平成25年4月2日付け大王製紙株式会社（以下「大王製紙」という。）発出に係る「第三者に対する検証の委嘱に関するお知らせ」と題する書面（以下「4月2日付け書面」という。）に記載のとおり、大王製紙に設置された企業統治改革委員会（以下「企業統治改革委員会」という。）の委嘱を受け、後記のとおり、川崎紙運輸株式会社（以下「川崎紙運輸」という。）による北越紀州製紙株式会社（以下「北越紀州製紙」という。）の株式買付（以下「本件買付」という。）に関するインサイダー取引疑惑の調査（以下「本件調査」という。）を行うため、河内悠紀元大阪高検検事長を委員長とし、五十嵐紀男元横浜地検検事正（元東京地検特別捜査部部長）以下3名の委員によって構成される委員会として設置された。

平成25年4月8日、当委員会の河内委員長以下4名の委員及び当委員

会補助弁護士は、東京都中央区八重洲二丁目7番2号所在の大王製紙東京本社において、企業統治改革委員会の各委員との間で初会合を行い、その席上、当委員会は、企業統治改革委員会から正式に本件調査の委嘱を受けた。

当委員会は、上記会合において、企業統治改革委員会に対し、当委員会が独立・中立な立場で調査を行うためには、①「調査報告書の起案権は当委員会に専属する。」②「当委員会が調査の過程で収集した資料等については、原則として、当委員会が処分権を有する。」③「大王製紙等関係者による十分な協力を得られない場合や調査に対する妨害行為があった場合には、当委員会は、その状況を調査報告書に記載することができる。」④「当委員会の委員は、当委員会に求められる任務を全うできない状況に至った場合、辞任することができる。」等日本弁護士連合会が平成22年7月15日（同年12月17日改訂）に制定した「企業不祥事における第三者調査委員会ガイドライン」（以下「日弁連ガイドライン」という。）において、調査委員会の独立性・中立性確保等に必要な具体的権限として提案している権限が当委員会に付与される必要がある旨提言し、企業統治改革委員会の承諾を得た。

このように、当委員会は、その委嘱先である企業統治改革委員会に対し、当委員会が独立・中立な立場で本件調査を実施することができる具体的権限を有することを確認した上、本件調査に着手した。

なお、日弁連ガイドラインは、「第三者委員会は、依頼の形式にかかわらず、企業等から独立した立場で、企業等のステークホルダーのために、中立・公正で客観的な調査を行う。」と規定しており、同規定を踏まえれば、当委員会は、当委員会が大王製紙に設置された企業統治改革委員会から委

嘱を受けた事実をもって、当委員会の独立性・中立性・公平性に疑問を抱かせるものではないと判断している。

2 当委員会の調査事項

当委員会は、平成25年4月8日の前記初会合において、企業統治改革委員会に対し、当委員会の調査事項（以下「本件調査事項」という。）は、①本件買付が、金融商品取引法166条1項又は3項に該当するか否か②上記①に関連する事項の2点であることの確認を求め、企業統治改革委員会の承諾を得た。

日弁連ガイドラインは、「企業等において、不祥事が発生した場合」を前提に第三者委員会を設置した際の「ガイドライン」であるのに対し、当委員会の任務は、「不祥事発生の有無」を中立・公正な立場で調査することにあることから、当委員会は、企業統治改革委員会に対し、この点を明らかにする趣旨で本件調査事項の確認を求めたものである。

また、前記4月2日付け書面には、本件調査事項に関して「本件買付に係る大王製紙の調査の検証」が含まれているところ、当委員会が中立・公正な立場で調査を行うに当たり、本件買付に係る大王製紙の調査結果を前提に、その検証を行う場合には、当委員会が予断を抱いて本件調査を実施したとの懸念を抱かせるおそれがあることを指摘し、当委員会は、企業統治改革委員会に対し、予断を排して一から本件買付が法166条1項又は3項に該当するか否かの調査を実施することとしたい旨意見を述べ、企業統治改革委員会の了承を得た。

加えて、前記4月2日付け書面には「本件買付けについての当社による調査の検証には、本件買付けの目的、及び本件買付けのための資金の調達方法の確認を含みます。」と記載されているところ、本件買付の目的及び本

件買付のための資金の調達方法に係る事実は、本件買付が法166条1項又は3項に該当するか否かの判断に当たり検討を要する間接事実の一つとは認められるものの、これらの事実と同様に調査を必要とする関連事実が当委員会の調査の過程で判明する可能性があり、当委員会の関連事実に係る調査の範囲が「本件買付の目的及び本件買付のための資金の調達方法」に限られるものではないことから、当委員会は、企業統治改革委員会に対し、前記のとおり、当委員会の主たる調査事項が「①本件買付が、法166条1項又は3項に該当するか否か」であることを踏まえつつ、上記①の解明に必要な限度で広く関連事実に関する調査を行うことを明らかにする趣旨で、②として「上記①に関連する事項」を当委員会の調査事項とすることを提言し、企業統治改革委員会の了承を得た。

3 当委員会の構成と利害関係の有無

当委員会の委員4名及び当委員会補助弁護士は、いずれも、過去において、本件調査事項と関連する大王製紙、川崎紙運輸及び北越紀州製紙はもとより、これら3社の役職員等から事件等を受任するなど、交渉を持った事実はない。

第2 当委員会の調査の実施状況

1 当委員会による関係者ヒアリングの実施等

当委員会は、本件調査事項の解明に必要と判断した下記関係者のヒアリングを当委員会委員等に単独又は複数で実施させ、そのヒアリング結果を当委員会会議において報告させるとともに、当委員会においてそのヒアリング結果に係る報告書等を保管している。そのヒアリング延べ回数は、約40回である。

(1) 大王製紙関係者（井川家関係者を含む。） 合計13名

- | | |
|------------------------|-------|
| (2) 川崎紙運輸関係者 | 合計 4名 |
| (3) 本件買付の委託を受けた証券会社関係者 | 合計 2名 |
| (4) 北越紀州製紙関係者 | 合計 3名 |

なお、大王製紙関係のヒアリング対象者には、大王製紙代表者及び川崎紙運輸取締役である大王製紙関係者2名を含み、北越紀州製紙関係のヒアリング対象者には、北越紀州製紙代表者は含まれていない。北越紀州製紙関係者のヒアリングは、平成25年5月10日、上記北越紀州製紙関係者3名及び北越紀州製紙関係者である書記役1名と当委員会委員（当委員会補助弁護士を含む。）3名が、一堂に会し、当委員会委員等からの質問に対し、北越紀州製紙関係者が応答する方法により実施された。

2 関係資料の分析・検討

当委員会は、大王製紙、川崎紙運輸等の関係会社から任意で関係資料の提供を受けるとともに、その同意を得て、川崎紙運輸の会社事務所を踏査して、同社の帳簿書類等を閲覧した。

なお、上記資料には、大王製紙が東京証券取引所自主規制法人に提出した『大王製紙株式会社・北越紀州製紙株式会社間の総合技術提携基本契約締結に関するお知らせ』の公表に至る経緯等に関する報告の件」（以下「経緯書」という。）が含まれる。

第3 インサイダー取引規制（法166条1項又は3項）

1 インサイダー取引規制の趣旨

本報告書はインサイダー取引規制の一般論を述べることを目的とするものではないが、前記のとおり、本件調査は、本件買付が法166条1項又は3項に該当するか否かを調査事項としているため、平成23年7月8日、金融庁総務企画局市場課が公表した「インサイダー取引規制の概要」（以下

「金融庁の概要説明書」という。)に基づき、その概要を示すこととする。

金融庁の概要説明書は、インサイダー取引規制の趣旨に関し、「有価証券の発行会社の役員等は、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報について、その発生に自ら関与し、又は容易に接近しうる特別な立場にある。これらの者が、そのような情報で未公開のものを知りながら行う有価証券に係る取引は、一般にインサイダー取引、すなわち、内部者取引の典型的なものと言われている。こうした内部者取引が行われるとすれば、そのような立場にある者は、公開されなければ当該情報を知り得ない一般の投資家と比べて著しく有利となり、極めて不公平である。このような取引が放置されれば、証券市場の公正性と健全性が損なわれ、証券市場に対する投資家の信頼を失うことになる。」(証券取引審議会報告「内部者取引の規制の在り方について」(昭和63年2月24日))と記述しているところ、後記のとおり、法166条は、これを下位法令に委任する法形式により、当該情報が、「投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報」か否かを、できる限り類型的・定量的に規定し、インサイダー取引該当の有無を外形的・客観的に一般人が判断できるよう明確化することにより、証券市場における取引の安全との調和を図っていると認められる。

2 会社関係者のインサイダー取引規制(法166条)の要件

(1) 法166条の要件

金融庁の概要説明書は、以下のとおり、インサイダー取引規制(法166条1項)の要件について簡潔に説明している。

すなわち、

- ① 会社関係者(元会社関係者を含む。)が、
- ② 上場会社等の業務等に関する**重要事実**を、

- ③ その者の職務等に関し知りながら、
- ④ 当該重要事実が公表される前に、
- ⑤ 当該上場会社等の株券等の売買等を行うこと。

(会社関係者から重要事実の伝達を受けた者(あるいは当該伝達を受けた者が所属する法人の役員等で、その者の職務に関し重要事実を知った者)が当該重要事実が公表される前に売買等を行う場合を含む。)

なお、上記括弧書き部分は、法166条第3項の要件を示している。

(2) インサイダー取引に係る制裁

インサイダー取引を行った違反者に対する制裁には、刑事罰と課徴金があり、刑事罰は、インサイダー取引を行った行為者に対しては5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金又はこれらの併科(法197条の2)、法人の代表者や従業員等が法人の業務等としてインサイダー取引を行った場合、法人に対しても5億円以下の罰金(法207条1項2号)、犯罪行為により得た財産について必要的没収・追徴(法198条の2)がそれぞれ規定されている。また、違反者に対しては、課徴金として、違反者の経済的利得相当額が賦課される(法175条)。

(3) 「重要事実」の意義

「重要事実」は、法166条2項に列挙されており、①決定事実、②発生事実、③決算情報、④その他(バスケット条項)、⑤子会社に係る重要事実到大別できる。そして、①決定事実及び②発生事実に関しては、法166条2項本文の括弧書きで「第一号、第二号、第五号及び第六号に掲げる事実にあつては、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準に該当するものを除く。」(以下「軽微基準」という。)と規定され、③決算情報に関しては、法166条2項3号の括

弧書きで「投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なものとして内閣府令で定める基準に該当するものに限る。」（以下「重要基準」という。）と規定されている。

したがって、本件調査に当たっては、本件インサイダー取引疑惑の対象となる「重要事実」を特定し、その「重要事実」の該当性判断に当たり、当該事実が軽微基準に該当するか否か、あるいは重要基準に該当するか否かをまずもって検討する必要がある。

(4) 「公表」の意義等

金融庁の概要説明書は、「公表」の意義について、「上場会社等により、①2以上の報道機関に対して公開され、12時間経過したこと、②TDnet等により公衆の縦覧に供されたこと、③有価証券届出書等に記載し、公衆の縦覧に供されたこと」とし、「売買等」の意義については、「①売買その他の有償の譲渡・譲受け、②デリバティブ取引」と記述されている。

なお、東京証券取引所は、TDnetについて、「最近のパソコンやインターネットの急速な普及など、情報通信手段の飛躍的な発達を背景に、より公平・迅速かつ広範な適時開示を実現するために、上場会社が行う適時開示に関する一連のプロセスである東証への事前説明（開示内容の説明）、報道機関への開示（記者クラブや報道機関の本社の端末への開示資料の伝送）、ファイリング（開示資料のデータベース化）、公衆縦覧（開示資料の適時開示情報閲覧サービスへの掲載）を総合的に電子化することを企図したシステムです。上場会社は、有価証券上場規程に基づき、会社情報の開示を行う場合は、必ずTDnetを利用することが義務づけられております。」（東京証券取引所ホームページ「会社情報の適時開示制度」参照。）と説明しており、会社情報の適時開示制度は、金融商品取引

法に基づく法定開示制度（有価証券届出書，有価証券報告書，四半期報告書など）を補完し，重要な会社情報を速やかに上場会社から投資者に提供するために設けられていると認められる（有価証券上場規程〔東京証券取引所〕402条以下参照。）。

このような，適時開示制度の趣旨を踏まえれば，適時開示情報には，法166条所定の「重要事実」に該当する事実が包含される関係にあることは明らかであり，法166条所定の「重要事実」の特定に当たっては，本件買付の対象となった株式の発行会社である上場会社がTDnetによって公表した適時開示情報の検討が不可欠である。

Ⅲ 本件に係る「重要事実」の特定と「重要事実」該当性の検討

第1 北越紀州製紙及び大王製紙がTDnetを通じて公表した適時開示情報等
本件関係者のホームページ又はTDnet等に公表された事実等のうち，本件調査の前提となる基礎的事実は以下のとおりである。

1 大王製紙の概要等

本件調査時点での大王製紙のホームページ「会社概要」等には以下のとおり記載されている。

(1) 設立

1943年（昭和18年）5月5日

(2) 資本金

304億円（平成24年3月期）

(3) 売上高

【連結】4090億円（平成24年3月期）

【単独】 3 5 7 8 億円（平成 2 4 年 3 月期）

(4) 事業内容

- ① 紙・板紙・パルプ及びその副産物の製造加工並びに販売
- ② 日用品雑貨の製造加工並びに販売
- ③ 機能性フィルム, 粘着シート及び粘着剤等合成樹脂材料の製造加工並びに販売
- ④ 前各号に関連するプラントの設計, 据付, 売買並びに技術指導
- ⑤ 紙・板紙及びパルプ製造加工に係る原材料・燃料の売買
- ⑥ 山林及び木材の売買, 造林, 製材, 木材加工並びに緑化・造園業ほか

(5) 連結子会社

大王製紙の連結子会社については, その業種に応じて以下のとおり分類・記載されている。

【段ボール】

- ① 大王パッケージ株式会社
- ② 東海大王製紙パッケージ株式会社
- ③ 近江大王製紙パッケージ株式会社
- ④ 阪神大王製紙パッケージ株式会社

【印刷】

- ⑤ 末広印刷株式会社
- ⑥ 株式会社美幸堂
- ⑦ コンピューター印刷株式会社
- ⑧ エリエール印刷株式会社
- ⑨ エリエールパッケージング印刷株式会社

【製紙】

- ⑩ いわき大王製紙株式会社
- ⑪ 大日製紙株式会社
- ⑫ 大津板紙株式会社
- ⑬ ハリマペーパーテック株式会社
- ⑭ 大成製紙株式会社
- ⑮ 丸菱ペーパーテック株式会社

【加工】

- ⑯ ダイオーミルサポート株式会社
- ⑰ エリエールテクセル株式会社

【H&PC 生産会社】

- ⑱ 大宮製紙株式会社
- ⑲ 赤平製紙株式会社
- ⑳ エリエールプロダクト株式会社

【エンジニアリング】

- ダイオーエンジニアリング株式会社

【運輸】

- ダイオーロジスティクス株式会社

【流通】

- 東京紙パルプ取引株式会社
- 東京紙パルプインターナショナル株式会社
- 大王紙パルプ販売株式会社
- 四国紙販売株式会社
- 富士ペーパーサプライ株式会社

【サービス】

- エリエール産業株式会社
- エリエール総業株式会社
- エリエールペーパーケミカル株式会社
- 株式会社エリエールリゾーツゴルフクラブ

【海外】

- フォレスタル・アンチレ社（チリ）
- エリエールハワイ INC（ハワイ）

北越紀州製紙の平成24年6月26日付け「大王製紙及び大王製紙関連会社等の株式の取得及び譲渡に関するお知らせ」（TDnet，以下「6月26日付けお知らせ」という。）によれば，北越紀州製紙は，創業家（井川高雄氏，井川彌榮子氏，井川意高氏及び井川高博氏の4氏をいう。以下同じ。）から，大王製紙関連会社43社の株式を取得しているところ（その後，北越紀州製紙は大王商工株式会社株を除く大王製紙関連会社の全株式を創業家からの取得価額と同額で大王製紙に譲渡），このうち，大王製紙の現時点での連結子会社である大王製紙関連会社は，①大王パッケージ株式会社，②東海大王製紙パッケージ株式会社，③近江大王製紙パッケージ株式会社，④阪神大王製紙パッケージ株式会社，⑦コンピューター印刷株式会社，⑧エリエール印刷株式会社，⑩いわき大王製紙株式会社，⑪大日製紙株式会社，⑫大津板紙株式会社，⑭大成製紙株式会社，⑮丸菱ペーパーテック株式会社，⑰エリエールテクセル株式会社，⑱大宮製紙株式会社，⑲赤平製紙株式会社，[■]ダイオーエンジニアリング株式会社，[■]四国紙販売株式会社の16社に及んでいる。

また，6月26日付けお知らせによれば，北越紀州製紙は，大王製紙関連会社であるエリエール総業株式会社，エリエール産業株式会社，大

宮製紙株式会社及びダイオーエンジニアリング株式会社から、大王製紙株合計841万0539株を取得し、大王製紙関連会社であるエリエール総業株式会社及びエリエール産業株式会社から、大王商工株式会社株2万5200株を取得した各事実が認められる。

なお、平成24年6月26日付け大王製紙発出に係る「関連会社等株式の譲受に関する合意ならびに、子会社、主要株主、その他の関係会社の異動に関するお知らせ」には、上記に関する事実の詳細が公表されている。

(6) 大王製紙による北越紀州製紙株の保有状況

大王製紙は、北越紀州製紙の株式を2.05%保有し、その保有株数は428万6,000株である。

(7) 特記事項

前記6月26日付けお知らせ記載のとおり、北越紀州製紙は、大王製紙及び大王製紙関連会社の株式を創業家から取得しているところ、大王製紙は、平成24年10月1日付け「井川高雄顧問の執務開始のお知らせ」(TDnet)において以下の事実を公表している。

平成23年9月に、当社の元代表取締役会長の井川意高氏(以下「元会長」という)が、関係会社7社(以下「貸付7社」という)から約59億円の貸付(以下「本件貸付」という)を受けていたことが発覚したことを受け、当社では直ちに社外の第三者を中心とした特別調査委員会(以下「調査委員会」という)を設置し、原因の究明を図るとともに、平成23年10月27日に改善に向けた提言を受け、当社は平成23年10月28日付「特別調査委員会からの報告を踏まえた当社の対応について」を公表しました。その後、当社は調査報

告書の提言を踏まえて、本件貸付に関係した者についてその責任に応じて一連の処分を行いました。井川高雄顧問については、平成23年10月28日付で顧問職を解嘱しました。平成24年8月15日付「主要株主である筆頭株主及びその他の関係会社、ならびに子会社の異動に関するお知らせ」のとおり、井川高雄氏、元会長、井川高博氏、井川彌榮子氏と北越紀州製紙株式会社の間で、当社株式及び関連会社等株式にかかわる取引がなされました。これに伴い、貸付7社に対して、元会長より貸付金元本の残高及び利息の全額が返済されたことから、井川高雄氏は、同日、当社顧問に就任しておりました。

上記記載によれば、大王製紙創業家から北越紀州製紙への大王製紙株等の売却代金の一部が、大王製紙元会長が大王製紙関連会社に対し借入金を返済するための原資に充当されたことが窺われ、大王製紙と北越紀州製紙との間の業務提携を含む本件取引の背景には、大王製紙元会長による不祥事に起因する事情が存したことが認められる。

2 北越紀州製紙の概要等

本件調査時点での北越紀州製紙のホームページ「会社概要」には以下のとおり記載されている。

(1) 設立

1907年（明治40年）4月27日

(2) 資本金

42,020,940,239 円

(3) 売上高

【連結】230,575 百万円（平成24年3月期）

(4) 事業内容

(ア) 紙パルプ事業：紙・パルプ製品の製造販売

(イ) パッケージング・紙加工事業：紙器・液体容器等の製造販売、

ビジネスフォーム等の各種印刷製品の製造販売、DPS（データプロセッシングサービス）事業等

(ウ) その他：木材事業，建設業，諸資材の販売，不動産売買，運送・

倉庫業，古紙卸業等

- (5) 北越紀州製紙が創業家等から取得した株式（北越紀州製紙が取得後大王製紙に売却した大王製紙関連会社等の株式を除く。）

北越紀州製紙による平成24年9月18日付け関東財務局長宛て変更報告書（大量保有）（以下「大量保有報告書（変更報告書）」という。）及び後記の平成24年6月26日付け「大王製紙及び大王製紙関連会社等の株式の取得及び譲渡に関するお知らせ」から以下の事実が認められる。

【大王製紙株】

① 異動前の北越紀州製紙の所有株式数 3,696,000株

（共同保有者である北越紀州販売株式会社保有分10,000株を含む。）

② 取得株式数 21,594,808株

③ 異動後の北越紀州製紙の所有株式数 25,290,808株

所有割合：19.60%

【大王商工株式会社株】

① 異動前の北越紀州製紙所有株式数 なし

② 取得株式数 101,200株

③ 異動後の北越紀州製紙の所有株式数 101,200株

3 川崎紙運輸の概要等

川崎紙運輸の概要は、川崎紙運輸の全部事項履歴及び川崎紙運輸から入手した資料により、以下のとおりと認められる。

(1) 設立

昭和55年12月22日

(2) 資本金

3000万円

(3) 株主構成

本件買付当時の川崎紙運輸の株主構成は以下のとおりである。

大王海運株式会社 3万7,200株(62%)

大王製紙株式会社 1万0,800株(18%)

大王紙運輸株式会社 1万2,000株(20%)

なお、川崎紙運輸は、現在、大王海運株式会社の100%子会社となっている。

(4) 事業内容

- ① 紙製品の水切・保管・出荷・運搬に関する事業
- ② 古紙及び木材チップの受入・加工・保管・出荷・運搬に関する事業
- ③ 紙の加工に関する事業
- ④ 倉庫業
- ⑤ 有価証券の保有・売買及び運用業その他

(5) 大王製紙関係者の役員就任の有無

川崎紙運輸の取締役として、後記のとおり、川崎紙運輸が本件買付を行った平成24年7月17日から平成24年11月30日の間、大王製紙取締役兼務者1名及び大王製紙特別顧問1名がそれぞれ川崎紙運輸

取締役役に就任していた。

(6) 大王製紙からの借入金等の有無

大王製紙及び川崎紙運輸関係者等のヒアリングの結果、以下の事実が認められた。

- ① 平成15年3月28日、川崎紙運輸は、大王製紙から川崎市川崎区浮島町360-10所在の宅地外4筆の土地を購入する契約を締結し（以下「本件土地契約」という。）、その代金支払方法については、平成15年4月30日を第1回とし毎月末日限り360回の分割払いで支払うこと、1回当たりの支払金額を約1200万円とすることなどを合意した。
- ② 大王製紙は、大王製紙元会長の貸付金問題を端緒に設置された「大王製紙株式会社元会長への貸付金問題に関する特別調査委員会」からの提言を受けて、そのガバナンスの見直し作業を進めていたところ、平成23年12月、大王製紙の委任する監査法人から、本件土地契約の支払方法が長期間であることなどを理由に会計上問題のある取引であるとの指摘を受けたことなどから、大王製紙は、川崎紙運輸に対して、本件土地契約の解約を申し入れ、その後、大王製紙と川崎紙運輸の間で本件土地契約の解約に向けた協議が進められた結果、平成24年6月20日、大王製紙と川崎紙運輸との間で本件土地契約を解約する旨合意された。
- ③ 川崎紙運輸は、平成24年9月、本件土地契約の解約により、大王製紙から、同社への代金既払い分として約729百万円の返還を受けた。

当委員会が調査した結果、大王製紙と川崎紙運輸との間の債権・債務

関係（業務上の通常取引によって生じる債権・債務関係を除く。）は上記本件土地契約の締結及び解約に伴うもの以外には認められなかった。

4 川崎紙運輸による本件買付の状況に係る客観的事実

川崎紙運輸による北越紀州製紙株の買付は、平成24年7月17日から平成24年11月30日までの間、89回にわたって行われ、その取得株式数は428万6000株、取得金額は16億8999万2500円であった。川崎紙運輸の取得株式数は、前記のとおり、大王製紙の北越紀州製紙株保有数と同数である。買付株数が最も多かったのは、平成24年10月18日の16万2000株であり、次に多いのは10月26日の14万株である（別紙1参照。）。

本件買付は、いずれも、川崎紙運輸代表者が証券会社に委託して、市場において行われた。

5 本件買付期間における北越紀州製紙の適時開示情報

インサイダー取引該当の有無の検討に当たっては、前記のとおり、当該取引における「重要事実」を特定する必要があるところ、北越紀州製紙を含む上場会社は、適時開示によって、重要な会社情報を投資家に速やかに提供することが義務づけられていることを踏まえると、北越紀州製紙が、川崎紙運輸による本件買付の実施期間中及びその後に適時開示を行った事実の中に、本件に係る「重要事実」が含まれると合理的に推認できる。

北越紀州製紙がTDnetによって平成24年6月26日から平成24年11月30日までの間に行った適時開示情報は別紙2のとおりである。

このうち、本件買付の法166条1項又は3項該当性判断と関連性を有すると認められる適時開示情報は、以下のとおりである。

- (1) 平成24年6月26日付け「大王製紙及び大王製紙関連会社等の株

式の取得及び譲渡に関するお知らせ」(以下「6月26日付けお知らせ」という。)

(2) 平成24年8月15日付け「大王製紙及び大王製紙関連会社等の株式の取得及び譲渡の実行に関するお知らせ」(以下「8月15日付けお知らせ」という。)

(3) 平成24年11月14日付け「大王製紙株式会社・北越紀州製紙株式会社間の総合技術提携基本契約締結に関するお知らせ」(以下「11月14日付け総合技術提携基本契約に関するお知らせ」という。)

(4) 平成24年11月14日付け「平成25年3月期第2四半期連結累計期間業績予想と実績との差異及び通期連結業績予想の修正並びに営業外収益(持分法による投資利益)の計上に関するお知らせ」(以下「11月14日付け業績予想の修正に関するお知らせ」という。)

第2 平成24年6月26日付け「大王製紙及び大王製紙関連会社等の株式の取得及び譲渡に関するお知らせ」の記載事項と他の適時開示情報等との関係

1 平成24年6月26日付け「大王製紙及び大王製紙関連会社等の株式の取得及び譲渡に関するお知らせ」の記載内容等

6月26日付けお知らせは、北越紀州製紙が本件買付以前に公表した適時開示情報であり、それ自体「未公表の重要事実」には該当しないが、上記Ⅲ・第1・5記載の(2)8月15日付けお知らせ及び(3)11月14日付け総合技術提携基本契約に関するお知らせの前提となる基本事実を公表する内容であることから、6月26日付けお知らせに記載された適時開示情報によって公表された事実とその後の適時開示情報等との関係を検討する必要があるところ、法166条の「重要事実」との関係で検討すべき事実は

次のとおりと認められる。

- ① 北越紀州製紙が、創業家から大王製紙株及び大王製紙関連会社等の株式を取得し、その取得した大王製紙関連会社等の株式のうち、大王商工株式会社（以下「大王商工」という。）の株式を除く全ての株式を、北越紀州製紙が創業家から取得した金額と同額で大王製紙に譲渡すること
- ② 北越紀州製紙は、創業家のほか、大王製紙関連会社等4社から大王製紙株を取得するとともに、大王製紙関連会社等2社から大王商工株を取得すること
- ③ 北越紀州製紙による大王商工株の取得により、大王商工は北越紀州製紙の子会社となるところ、大王商工は、大王製紙株の8.4%（総株主の議決権の数に対する割合）を保有し、北越紀州製紙は、北越紀州販売株式会社及び大王商工の大王製紙株保有分を含め、大王製紙の株式の22.12%（総株主の議決権の数に対する割合）を保有する筆頭株主となり、大王製紙は、北越紀州製紙の持分法適用会社となること
- ④ 北越紀州製紙が取得した大王製紙株の取得価格は非公開とされたこと
- ⑤ 本件を通じて北越紀州製紙と大王製紙は従来からの技術提携関係により一層強固なものとし、対象業務範囲の拡大や内容の深化、発展的な課題への取組みなどを共同して進めることを目指し、本件の一連の取引が完了した後、その提携関係の具体的内容について、両社で議論・検討する予定であること

上記記載内容を法166条の「重要事実」との関係で検討すると、6月26日付けお知らせに係る事実は、法166条2項1号ヨ、金融商品取引

法施行令（以下「施行令」という。）28条1号に規定された「業務上の提携または業務上の提携の解消」に該当する事実と認められる。

2 大量保有報告書（変更報告書）の記載内容

標記大量保有報告書（変更報告書）は、北越紀州製紙が、平成24年8月15日、大王製紙株を取得した結果、大王製紙株の保有割合に1%以上の変動が生じたことに伴い、平成24年9月18日付けで、関東財務局長宛てに提出された、平成24年8月20日付け関東財務局長宛て大量保有報告書に係る変更報告書である。

同報告書には、北越紀州製紙が、

- ① 平成24年8月15日、市場外で大王製紙株1205万2424株（単価407.1円、割合9.34%）を取得した事実
- ② 平成24年9月11日、市場外で大王製紙株954万2384株（割合7.40%）を取得した事実
- ③ ②記載の大王製紙株は、平成24年9月11日、剰余金の配当（現物配当）により大王商工から取得した事実

等が記載されている。

なお、北越紀州製紙が、創業家、エリエール総業株式会社及びエリエール産業株式会社から譲り受けることとなる大王商工株の割合は、全体の50.6%（6月26日付けお知らせ参照。）であったところ、その後、北越紀州製紙が、残りの大王商工株合計49.4%を取得したことはその譲渡人である大王製紙関係者等の供述等から明らかであるところ、北越紀州製紙が、このように大王商工株全部を取得した目的には、100%子会社に適用される、法人税法上の「適格現物分配に係る益金不算入制度」の適用を北越紀州製紙において受けることが含まれていた。

3 平成24年8月15日付け「大王製紙及び大王製紙関連会社等の株式の取得及び譲渡の実行に関するお知らせ」の記載内容と6月26日付けお知らせとの関係

標記8月15日付けお知らせは、6月26日付けお知らせに係る北越紀州製紙による創業家等からの大王製紙及び大王製紙関連会社等の株式の取得並びに北越紀州製紙が取得した大王製紙関連会社等の株式のうち、大王商工株を除く全ての株式を大王製紙に譲渡した事実を公表したものである。これらの事実は、6月26日付けお知らせに記載された決定事実を実行したことを公表したものであり、6月26日付けお知らせによって公表された事実に包摂される関係にあると認められる。

法166条2項第1号柱書は、「当該上場会社等の業務執行を決定する機関が次に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと又は当該機関が当該決定（公表されたものに限る。）に係る事項を行わないことを決定したこと。」と規定しており、8月15日付けお知らせ記載のとおり、決定事実を実行した場合には、「重要事実」に該当せず、6月26日付けお知らせによって公表された事実に包摂される関係にあることは明らかである。

なお、標記8月15日付けお知らせには、北越紀州製紙の大王製紙株の所有割合（総株主の議決権の数に対する割合。間接保有分を含む。）が、6月26日付けお知らせ記載の22.12%ではなく、22.29%である旨の記載があるが、取得株式数は6月26日付けお知らせと変更はなく、それ自体軽微な修正と認められる。

4 平成24年11月14日付け「大王製紙株式会社・北越紀州製紙株式会社間の総合技術提携基本契約締結に関するお知らせ」（大王製紙と北越紀州製紙の連名）の記載内容等

標記1 1月14日付け総合技術提携基本契約に関するお知らせには、以下の事実が記載されている。

- ① 平成24年11月14日、北越紀州製紙と大王製紙は、両社間での新たな提携に係る総合技術提携基本契約を締結したこと
- ② 北越紀州製紙と大王製紙が平成18年以来、技術提携関係にあり、期間延長も含め、これまで約6年にわたり同提携関係を継続して成果を上げてきたこと
- ③ 平成24年6月26日付けお知らせ及び平成24年8月15日付けお知らせでも公表したとおり、従前からの両社の提携関係を一層強固なものとし、本件提携においては、従前の塗工紙及びパルプの製造技術等に係る技術提携に加え、両社（子会社及び関連会社を含む。）が製造する製品全般の製造技術及び各工場の運営技術の分野に拡大すること、相互製品OEMや物流の効率化によるコスト削減をはじめ両社相互に有益となるテーマについても積極的に取り組むこと
- ④ 本件提携の業績への影響に関し、「本件提携が、両社の今後の業績に与える影響につきましては、必要に応じそれぞれ速やかに開示致します。」と記載されていること

上記のとおり、11月14日付け総合技術提携基本契約に関するお知らせ記載の事実は、6月26日付けお知らせの延長線上にある事実と評価でき、法166条の「重要事実」との関係では、6月26日付けお知らせ記載の事実と同様に、法166条2項1号ヨ、施行令28条1号に規定された「業務上の提携または業務上の提携の解消」に関する事実と認められる。

なお、11月14日付け総合技術提携基本契約締結の段階では、「相互製品OEMや物流の効率化によるコスト削減」については、「積極的に取り組む

こと」とされ、これらの事項については、北越紀州製紙と大王製紙間において具体的な合意には至っていなかったことが認められる。

- 5 平成24年11月14日付け「平成25年3月期第2四半期連結累計期間業績予想と実績との差異及び通期連結業績予想の修正並びに営業外収益（持分法による投資利益）の計上に関するお知らせ」の記載内容等

標記11月14日付け業績予想の修正に関するお知らせの「3. 差異及び修正の理由」及び「4. 営業外収益（持分法による投資利益）の計上」には以下の事実が記載されている。

- ① 平成25年3月期第2四半期連結累計期間の業績は、洋紙・白板紙の需要低迷による販売数量の減少などにより、売上高、営業利益は前回予想を下回り、経常利益、四半期純利益は、上記要因に加え、営業外収益が増加したことにより、前回予想を大きく上回ったこと

また、平成25年3月期通期の連結業績予想は、第2四半期連結累計期間の業績結果および下期の事業動向の見通しを踏まえた結果、売上高、営業利益、経常利益は、前回予想を下回り、当期純利益は前回予想を上回る見込みとなったこと

- ② 平成24年6月26日付け「大王製紙及び大王製紙関連会社等の株式の取得及び譲渡に関するお知らせ」及び平成24年8月15日付け「大王製紙及び大王製紙関連会社等の株式の取得及び譲渡の実行に関するお知らせ」に記載のとおり、大王製紙株の取得に伴い、同社が北越紀州製紙の持分法適用関連会社となったこと

これに伴う会計処理により、平成25年3月期第2四半期連結累計期間において、負ののれんが発生し、営業外収益の持分法による投資利益に負ののれん4,096百万円を計上したこと。なお、負ののれんの金

額は暫定的に算定していること。

- ③ 北越紀州製紙は、TDnetによる平成24年5月14日付け「平成24年3月期決算短信〔日本基準〕(連結)」において、平成25年3月期連結業績予想を公表していたところ、11月14日付け業績予想の修正に関するお知らせにおいて、上記平成25年3月期連結業績予想を修正したこと

これらの記載を踏まえると、11月14日付け業績予想の修正に関するお知らせは、法166条所定の「重要事実」との関係では、平成25年3月期通期の連結業績予想に関し、①売上高及び営業利益に関しては、予想を下回ったこと、②大王製紙の株式取得に伴い、「負ののれん4,096百万円を計上したこと」により、「純利益」が前回予想を上回る結果となったことの2点が検討対象となる事実と考えられる。

そして、本件買付との関係では、「負ののれん4,096百万円を計上した」事実が、北越紀州製紙の平成25年3月期「業績の修正」(法166条2項3号)に係る「重要事実」として検討されるべきものと考えられる。

なお、法166条2項3号の「予想値」は、通期ベースの予想値に限られる(木目田裕監修「インサイダー取引規制の実務」204頁、インサイダー取引実務研究会編「インサイダー取引規制実務Q&A」97頁、土持敏裕ほか「注解特別刑法補巻(2)証券取引法249頁、東京弁護士会会社法部編「インサイダー取引規制ガイドライン」253頁)。

第3 北越紀州製紙と大王製紙の間の大王製紙株取得を伴う業務上の提携に関する事実の「重要事実」該当性の検討

1 「業務上の提携または業務上の提携の解消」に係る軽微基準の内容

法166条2項1号に係る「業務上の提携または業務上の提携の解消」に

係る事実については、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（平成19年8月8日内閣府令第59号（以下「取引規制府令」という。）49条10号イに軽微基準が定められており、本件に係る規定は以下のとおりである。

法第百六十六条第二項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準のうち同項第一号に掲げる事項に係るものは、次の各号に掲げる事項の区分に応じ、当該各号に定めることとする。

10 令第28条第1号に掲げる事項

次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ 業務上の提携を行う場合にあつては、当該業務上の提携の予定日の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていずれも当該業務上の提携による売上高の増加額が最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、次の(1)から(3)までに掲げる場合においては、当該(1)から(3)までに定めるものに該当すること。

(1) 業務上の提携により相手方の会社の株式又は持分を新たに取得する場合、新たに取得する当該相手方の会社の株式又は持分の取得価額が会社の最近事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少くない金額の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

(以下略)

すなわち、業務上の提携又は業務上の提携の解消に係る軽微基準は、前記のとおり、法166条2項、施行令28条1号、取引規制府令49条10号イに規定されているところ、本件においては、北越紀州製紙が、大王

製紙株を取得していることから、

① 業務上の提携についての決定であって、提携予定日の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていずれも業務上の提携による売上高の増加額が最近事業年度の売上高の10%未満であると見込まれる場合

② 業務上の提携により相手方の会社の株式・持分を取得する場合：取得する株式・持分の取得価額が、会社の最近事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少くない金額の10%未満であると見込まれること

の2つの要件を充足した場合には、軽微基準に該当し、その結果、上記事実は「重要事実」に該当せず、インサイダー取引には当たらないこととなる。

2 北越紀州製紙と大王製紙間の総合技術提携基本契約締結による北越紀州製紙の売上高増加の可能性と軽微基準該当性の検討

北越紀州製紙と大王製紙との間で締結された総合技術提携基本契約（以下「総合技術提携基本契約」という。）第2条は、両社間の新たな業務上の提携に係る範囲を規定している。なお、総合技術提携基本契約書第13条は、「両当事者は、相手方の事前の同意がある場合を除き、本契約に関する交渉及びその内容について、記者会見、記者発表又はその他の方法による公表を行ってはならないものとする。」と規定しているところ、本報告書に上記総合技術提携基本契約書の内容を引用することについて、北越紀州製紙及び大王製紙の両社の同意を得ている。

総合技術提携基本契約書2条に基づく両社間の提携の範囲は以下のとおりである。

- ① 両当事者（委員会註：北越紀州製紙及び大王製紙をいう。）（その子会社及び関連会社を含む。以下同じ。）が共通して製造する塗工紙，非塗工紙，情報用紙，包装用紙及びパルプの製造技術（2条1項1号）
- ② 両当事者の各工場における両当事者が共通して製造する品種に係るライン部門及び両当事者間の各工場のスタッフ・ユーティリティー部門の運営技術（2条1項2号）
- ③ 両当事者間の共通品種を製造する生産子会社における製造技術（2条1項3号）
- ④ 両当事者は合意のうえ，相互に有益となる事項を本件提携の範囲に追加することができる（2条2項）。

これらの規定から，11月14日付け総合技術提携基本契約に関するお知らせに，「相互製品 OEM や物流の効率化によるコスト削減」については，「積極的に取り組むこと」とされた提携項目は，総合技術提携基本契約2条2項に相当するものと認められる。

上記のとおり，北越紀州製紙及び大王製紙間の本件総合技術提携基本契約の締結による提携業務の範囲は，両社のコスト削減等の効果を意図したものであることは明らかであって，売上高の増加に繋がる提携事項を認めることは困難である。なお，コスト削減等により，北越紀州製紙の経常利益や純利益の上昇が見込まれる場合は，別途，「業績予想の修正に関する重要事実」として，その該当性の検討が行われることとなる。

当委員会委員と北越紀州製紙関係者との間の本件総合技術提携による売上高増加の要因に関する質疑のうち，当委員会が本報告書に検討結果を記載する必要があると判断した事項は以下のとおりである。

すなわち，北越紀州製紙関係者は，当委員会委員に対し本件総合技術提

携基本契約に基づく売上高増加の要因として、本来、物流コストの削減を目的としたものではあるものの、両社において「塗工紙のOEM」を実施することにより、売上高の増加が見込まれたと説明し、「塗工紙のOEM」においては、北越紀州製紙及び大王製紙が、それぞれ、相手方会社に対し自社製造の塗工紙を販売することになるため（北越紀州製紙の売上高の増加を念頭に説明すると、物流自体は、北越紀州製紙→大王製紙の客先となるが、取引経緯は、北越紀州製紙→大王製紙→大王製紙の客先となるため、北越紀州製紙は大王製紙に対する塗工紙の売上を計上できる。）、今後3年間に、毎年約14,400百万円（年間約14万4000トン、想定単価100円/kg）の売上高の増加が見込まれること、もっとも、平成24年11月14日の本件総合技術提携基本契約締結時において、北越紀州製紙と大王製紙間において「塗工紙のOEM」実施に関する合意が成立していたわけではないことを説明した。

当委員会の調査の結果、「塗工紙OEM」に係る北越紀州製紙と大王製紙間の提携は、総合技術提携基本契約書2条2項の規定に基づくものであり、平成24年11月14日の本件総合技術提携基本契約締結時においては、両社間において「今後追加が検討される事項（テーマ）」であり、両社間の合意が成立していなかったことが認められた。

その後、北越紀州製紙及び大王製紙は、本件総合技術提携基本契約締結後に設置された総合技術提携委員会個別課題検討部会（以下「個別課題検討部会」という。）において、平成25年4月末時点における「塗工紙のOEM」の具体的協議を行ったが、両社間で協議対象とされた予定数量は、3年間（平成25年9月以降開始予定）累計で約3万3千トンであり、この数量に前記想定単価である100円/kgを乗じた場合、3年間合計の

売上高の増加見込額は、約3,300百万円となり、年間約14万4000トン、毎年約14,400百万円の売上増加が見込まれるとする北越紀州製紙関係者の前記説明とは大幅な乖離があるところ、そもそも、「塗工紙のOEM」による北越紀州製紙の売上高の増加は、同額の大王製紙からの仕入高の増加が見込まれており、利益の増加を見込むものではなかった。

したがって、毎年約14,400百万円の売上増加が見込まれるとする北越紀州製紙関係者の前記説明は、本件総合技術提携基本契約締結当時における売上高の増加見込額として合理的根拠に乏しく、北越紀州製紙関係者の上記説明に基づく売上高の増加を認定することは困難である。

そのうえで、仮に、北越紀州製紙関係者の上記説明どおり、「塗工紙のOEM」に係る売上高の増加見込額14,400百万円が今後3年間継続するとした場合、北越紀州製紙の平成24年3月期の売上高(単体)は約198,183万円であって、その10%は19,818百万円であるから、北越紀州製紙関係者の上記説明を前提にしても、本件業務提携は、「業務上の提携についての決定であって、提携予定日の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていずれも業務上の提携による売上高の増加額が最近事業年度の売上高の10%未満であると見込まれる場合」との軽微基準の要件を充足する。

3 業務上の提携に係る軽微基準である取引規制府令49条10号イ(1)の該当性の検討

取引規制府令49条10号イ(1)は、業務上の提携により相手方の会社の株式・持分を取得する場合、上記売上高基準に加え、取得する株式・持分の取得価額が、会社の最近事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少なくない金額の10%未満であると見込まれることを軽微

基準の要件とするところ、当委員会において、北越紀州製紙が取得した大王製紙株の取得価額を関係者のヒアリング等を通じて確認した結果は以下のとおりである。

創業家等からの取得分 1205万2424株 4,906百万円

大王商工からの取得分（現物配当）

954万2384株 4,016百万円

合計 2159万4808株 8,923百万円

（百万円未満切り捨て。以下同じ。）

しかるに、北越紀州製紙の平成24年3月期末の純資産額（単体）及び資本金（単体）の額は、

純資産額 135,817百万円

資本金の額 42,020百万円

であり、「会社の最近事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少なくない金額」は、純資産額135,817百万円が選択されることになり、その10%相当額は、13,581百万円となるところ、前記のとおり、北越紀州製紙による大王製紙株の取得価額は、大王商工からの現物配当分を含め、総額で8,923百万円であって、取得する株式・持分の取得価額が、会社の最近事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少なくない金額の10%未満であると見込まれる場合に該当することは明らかであるから、本件業務上の提携は、取引規制府令49条10号イ(1)の要件を充足する。

4 本件「業務上の提携」の軽微基準該当性（小括）

以上の検討結果を踏まえると、北越紀州製紙と大王製紙間の本件「業務上の提携」が、前記2つの要件のいずれも充足し、軽微基準に該当するこ

とは明らかであるから、本件「業務上の提携」に係る事実は、法166条の「重要事実」に該当しない。

第4 北越紀州製紙の平成25年3月期決算予想修正（以下「本件決算修正」という。）に関する事実の「重要事実」該当性の検討

1 「負ののれん」について

「負ののれん」は、取得企業の取得価額が、被取得企業の時価純資産額を下回る場合において、当該差額に関して、識別可能資産及び負債を把握し、適切にそれらに対する取得原価の配分を行った上で生じる差額であり（企業会計基準第21号「企業結合に関する会計基準」（以下「企業結合会計基準」という。）33項参照）、いわゆるバーゲン・パーチェスによるものと考えられている（企業結合会計基準110項）。すなわち、負ののれんは、取得企業が被取得企業を当該被取得企業の価値よりも割安で取得できたことを意味するものであり、平成20年改正前の企業結合会計基準及び連結会計基準においては、連結貸借対照表上に負債計上の上、原則として20年以内に定期的に償却（利益計上）すべきであったところ、改正後の企業結合会計基準及び連結会計基準により、平成23年3月期以降は、発生した期の利益として一括計上されることとなったものである。

なお、企業会計基準第16号「持分法に関する会計基準」（企業会計基準委員会、平成20年3月10日）11項は、「投資会社の投資日における投資とこれに対応する被投資会社の資本との間に差額がある場合には、当該差額はのれん又は負ののれんとし、のれんは投資に含めて処理をする。」と、同12項は、「（中略）のれん（又は負ののれん）の会計処理は、企業会計基準21号「企業結合に関する会計基準」（以下「企業結合会計基準」という。）32項（又は第33項）に準じて行う。」と、企業

結合会計基準33項は、「負ののれんが生じる場合には、当該負ののれんが生じた事業年度の利益として処理する。」とそれぞれ規定している。

北越紀州製紙は、前記のとおり、創業家等から大王製紙株及び大王製紙株を保有する大王商工株を取得したことに伴い、以前から保有していた大王製紙株と併せて、その所有割合が22.29%（総株主の議決権の数に対する割合）となったことから、平成24年9月30日をみなし取得日として平成25年3月期第2四半期連結累計期間より、大王製紙を持分法適用の範囲に含めた結果、前記企業結合会計基準に基づき、平成25年3月期第2四半期連結累計期間において、営業外収益の持分法による投資利益に負ののれん4,096百万円を計上する会計処理を行ったと認められる。

2 本件決算修正に係る重要基準の内容

法166条2項第3号に係る「決算情報の修正」に係る事実については、取引規制府令51条に重要基準が定められており、本件に係る規定は以下のとおりである。

第五十一条 法第百六十六条第二項第三号に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なものとして内閣府令で定める基準のうち当該上場会社等の売上高等（同号に規定する売上高等をいう。以下この条において同じ。）若しくは配当又は当該上場会社等の属する企業集団の売上高等に係るものについては、次の各号（当該上場会社等の属する企業集団の売上高等については、第四号を除く。）に掲げる事項の区分に応じ、当該各号に掲げることとする。

- 一 売上高（略）
- 二 経常利益

新たに算出した予想値又は当事業年度の決算における数値を公表がされた直近の予想値（当該予想値がない場合は、公表がされた前事業年度の実績値）で除して得た数値が一・三以上又は〇・七以下（公表がされた直近の予想値又は当該予想値がない場合における公表がされた前事業年度の実績値が零の場合はすべてこの基準に該当することとする。）であり、かつ、新たに算出した予想値又は当事業年度の決算における数値と公表がされた直近の予想値（当該予想値がない場合は、公表がされた前事業年度の実績値）とのいずれか少くない数値から他方を減じて得たものを前事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少くない金額で除して得た数値が百分の五以上であること。

三 純利益

新たに算出した予想値又は当事業年度の決算における数値を公表がされた直近の予想値（当該予想値がない場合は、公表がされた前事業年度の実績値）で除して得た数値が一・三以上又は〇・七以下（公表がされた直近の予想値又は当該予想値がない場合における公表がされた前事業年度の実績値が零の場合はすべてこの基準に該当することとする。）であり、かつ、新たに算出した予想値又は当事業年度の決算における数値と公表がされた直近の予想値（当該予想値がない場合は、公表がされた前事業年度の実績値）とのいずれか少くない数値から他方を減じて得たものを前事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少くない金額で除して得た数値が百分の二・五以上であること（以下略）

3 変動率基準及び変動幅基準に関する「重要基準」の検討

「負ののれん」は、営業外収益に計上されることから、「売上高」「経常利益」「純利益」の予想修正のうち、「経常利益」及び「純利益」の予想修正に該当するところ、「新たに算出した予想値又は当事業年度の決算における数値を公表がされた直近の予想値で除して得た数値が一・三以上又は〇・七以下であるか否か」に関する重要基準は、一般に「変動率基準」と呼ばれている。

また、「新たに算出した予想値又は当事業年度の決算における数値と公表がされた直近の予想値（当該予想値がない場合は、公表がされた前事業年度の実績値）とのいずれか少なくない数値から他方を減じて得たものを前事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少なくない金額で除して得た数値」が、「経常利益」に関しては「百分の五以上であること」（5%以上）、「純利益」に関しては、「百分の二・五以上であること」（2.5%以上）とする重要基準は、一般に「変動幅基準」と呼ばれている。

変動率基準と変動幅基準両方の基準を充足する場合に重要事実となるとする理由は、「変動率基準のみであると、比較の基準である直近の予想値または前事業年度の予想値が小さい場合、変動率が大きくなりやすく、安定した基準となりにくいことから、変動幅基準を併用することとされた。」（三國谷勝範「インサイダー取引規制詳解」103頁）とされている。

本件に関し、変動率基準充足の有無を検討するに、北越紀州製紙が、11月14日付業績予想の修正に関するお知らせにおいて開示した「新たに算出した予想値」は、「経常利益 12,000百万円」、「当期純利益 8,500百万円」であるのに対し、「公表がされた直近の予想値」は、「経常

利益 13,500百万円」,「当期純利益 7,500百万円」(平成24年5月14日発表)であり,いずれも連結ベースでの金額となっているところ,上記変動率基準に基づき,経常利益に関しては,新たに算出した予想値(12,000百万円)を公表された直近の予想値(13,500百万円)で除して得られる数値は,0.89であり,純利益に関しては,新たに算出した予想値(8,500百万円)を公表された直近の予想値(7,500百万円)で除して得られる数値は,1.13であるから,本件「負ののれん」計上による経常利益及び純利益の修正は,上記の「1.3以上又は0.7以下」との変動率基準の要件を充足しない。

また,念のため,変動幅基準充足の有無を検討するに,前記のとおり,北越紀州製紙が,11月14日付業績予想の修正に関するお知らせにおいて開示した「新たに算出した予想値」は,「経常利益 12,000百万円」であるのに対し,「公表がされた直近の予想値」は,「経常利益 13,500百万円」(平成24年5月14日発表)であるところ,「いずれか少なくない数値から他方を減じて得たもの」は,「1,500百万円」(=13,500百万円-12,000百万円)であり,また,北越紀州製紙の前事業年度の末日における純資産額は,「135,817百万円」,同資本金の額は,「42,020百万円」であることから,「いずれか少なくない金額」である「135,817百万円」で「1,500百万円」を除いた数値は,1.1%となり,本件「負ののれん」計上による経常利益の修正は,上記の「5%以上」との変動幅基準の要件を充足しない。

また,純利益に関しても「新たに算出した予想値」は,「当期純利益 8,500百万円」であるのに対し,「公表がされた直近の予想値」は,「当期純利益 7,500百万円」(平成24年5月14日発表)であるところ,

「いずれか少なくない数値から他方を減じて得たもの」は、「1,000百万円」(=8,500百万円-7,500百万円)であり、また、北越紀州製紙の前事業年度の末日における純資産額は、「135,817百万円」、同資本金の額は、「42,020百万円」であることから、「いずれか少なくない金額」である「135,817百万円」で「1,000百万円」を除した数値は、0.74%となり、本件「負ののれん」計上による純利益の修正は、上記の「2.5%以上」との変動幅基準の要件を充足しない。したがって、本件「負ののれん」計上による経常利益及び純利益の修正は、法166条の「重要事実」に該当しない。

- 4 本件決算修正に係る事実は、売上高及び経常利益の下方修正を含め、いずれも、規制府令51条3号の重要基準の要件を充足せず、法166条所定の「重要事実」に該当しないこと

11月14日付け業績予想の修正に関するお知らせには、「経常利益の下方修正」及び「純利益の上方修正」以外に「売上高の下方修正」に係る事実が公表されているところ、「売上高の下方修正」は、本件買付との関係においてインサイダー取引の疑いを生ぜしめる事実とは考えにくいと、別紙3のとおり、「売上高の下方修正」に関しても重要基準を充足せず、法166条所定の「重要事実」に該当しない。

- 第5 本件買付が法166条2項4号（バスケット条項）に該当するか否かの検討

- 1 法166条2項4号（バスケット条項）について

法166条2項4号は、「前二号に掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資家の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」は、法166条1項の「業務等に関する重要事実」

に該当する旨規定している。既に検討した①北越紀州製紙と大王製紙の間の大王製紙株取得を伴う業務上の提携に関する事実及び②本件決算修正に関する事実中に、バスケット条項に該当する事実があるか否かを検討する必要がある。

2 バスケット条項に関する最高裁判例

最高裁は、法166条2項4号の「バスケット条項」の該当性に関し、いわゆる日本商事事件（平成11年2月16日第三小法廷判決。以下「日本商事最高裁判決」という。）において要旨以下のとおり判示した。

新薬発売直後の死亡例を含む重篤な副作用症例の発生は、当該新薬が医薬品の卸販売では高い業績を挙げているものの製薬業者としての評価が低かった会社において多額の資金を投じ実質上初めて開発し、有力製品として期待していたものである上、同社の株価の高値維持にも寄与していたものであるなどの事情の下では、証券取引法（平成5年法律第44号による改正前のもの）166条2項2号イ所定の損害の発生に該当し得る面のほか、右新薬に大きな問題があることを疑わせて、今後その販売に支障を来すのみならず、同社の特に製薬会社としての信用を更に低下させて、今後の業務の展開及び財産状態等に重要な影響を及ぼすことを予測させ、ひいては投資者の投資判断に著しい影響を及ぼし得るといふ、同号イによっては包摂・評価され得ない面をも有する事実であつて、これにつき同項4号の該当性（委員会註：現在と規定ぶり自体は同じである。）を問題にすることが可能であり、前者の面があるとしてもそのために同号に該当する余地がなくなるものではない。

なお、日本商事最高裁判決は、次のとおり判示している。

もとより、同号イ（委員会註：証券取引法（平成5年法律第44号による改正前のもの）166条2項2号イを指す。現在の法166条2項2号イ）により包摂・評価される面については、見込まれる損害の額が前記軽微基準を上回ると認められないため結局同号イの該当性が認められないこともあり、その場合には、この面につき更に同項4号の該当性を問題にすることは許されないというべきである。

最高裁の上記判断を踏まえると、本件買付のバスケット条項該当の有無の判断は、①北越紀州製紙と大王製紙の間の大王製紙株取得を伴う業務上の提携に関する事実及び②本件決算修正に関する事実中に、法166条2項所定の該当性検討だけでは包摂・評価し得ない事実が含まれているか否かによって決せられることになると考えられる。

3 日本商事最高裁判決に係る調査官解説の内容等

木口信之最高裁調査官は、日本商事最高裁判決に係る調査官解説において、法166条2項4号の「バスケット条項」に該当する具体的事例として、「簿外資金・使途不明金の存在等の不正経理，粉飾決算，脱税」等があげられていることを指摘し（平成11年度最高裁判例解説「新薬に関する副作用症例の発生が証券取引法（平成5年法律第44号による改正前のもの）166条2項2号イに該当し得る面を有していてもなお同項第4号に該当する余地が否定されないとされた事例」37頁。以下「日本商事最高裁判例解説」という。），その他の文献においては、「大量契約の受注，子会社の株式の公開，主要製品の重大な欠陥の発生，粉飾決算の発覚，多額の含み益を実現する財産の処分，脱税，簿外資金，未告発の贈収賄事実，派閥抗争による対立，使途不明金，新規の発明，訴訟での勝利等」（木目田裕

「インサイダー規制の実務」211頁，なお同書注（425）を参照。）があげられているところ，前記のとおり，北越紀州製紙の公表事実中には，上記具体的事例に含まれるものはない。

また，木口最高裁調査官は，法166条2項4号所定の「投資家の投資判断に著しい影響を及ぼす」とは，「通常の投資者が当該事実を知った場合に，当該特定有価証券等について当然に『売り』又は『買い』等の判断を行うと認められることであるとされる。未公表の当該事実を知っている会社関係者が当該特定有価証券等の売買等を行ったとした場合において，その相手方（通常の投資家を考える。）が，当該事実を知っていたならば，当然そのような取引を行わないと認められるようなものを指すとも説明される。また，『前三号に掲げる事実を除き』とあるように，4号は，1号から3号までに掲げられた事実以外の事実についての規定である。したがって，例えば，新製品等の企業化であって，軽微基準の範囲内にとどまるため，結局証券取引法166条2項1号チの重要事実に該当しないものを，改めて4号に該当する重要事実として評価するというようなことは許されないものとされる。」（前掲日本商事最高裁判例解説34頁）と説明している。

ところで，日本商事事件第1審判決は，「日本商事の株価は，平成3年6月の上場直後はいわゆるご祝儀相場のせいもあって3500円程度の高値であったが，その後緩やかに下落し，平成4年半ばには1400円程度まで値下がりした。しかし，同社の株価は，この後また上昇し，平成5年7月から10月初めまでおおむね3400円から3500円程度で推移し，同月7日に3510円の高値をつけた後は値を下げ，同月12日には，始値が3360円，同社株の売買が停止される直前には3150円と，軟調で推移し，右売買停止後，後記副作用情報が公表された翌13日には，多

数の売りが殺到して、2660円と大幅に値下がりした。」との事実を認定し、「副作用情報」の公表により、日本商事の株価が、490円下落（15.6%の下落）したことを指摘している。木口最高裁調査官は、上記事実を引用した上、「第一審判決には、例えば本件事件後における日本商事株の株価下落の状況等について触れている部分があるが、これは、本件副作用の発生という事実が、被告人の取引時点において、日本商事の業務等に重要な影響を与え、投資者の投資判断についても著しい影響を及ぼすべき性質の事実であったということを遡及的に推認させるに足りる一つの間接事実として、前記株価の動向等の事情を考慮しているもの」（前掲木口「日本商事最高裁判例解説46頁）」と説明している。

前記のとおり、「投資家の投資判断に著しい影響を及ぼす」とは、「通常の投資者が当該事実を知った場合に、当該特定有価証券等について当然に『売り』又は『買い』等の判断を行うと認められること」とされていることを踏まえれば、当該事実の公表後の株価の動向が、法166条2項4号所定の「投資家の投資判断に著しい影響を及ぼす」か否かの判断に際して検討されるべき間接事実であることは明らかである。

4 北越紀州製紙の株価等の動向

平成24年6月1日から平成24年12月28日までの北越紀州製紙の株価等の推移は別紙4のとおりであり、北越紀州製紙の本件に係る適時開示情報の公表時期前後における同社の株価等の推移は次頁のとおりである。

【平成24年6月26日の適時開示情報公表当時】

年月日	始値	高値	安値	終値	出来高
平成24年6月25日	420	420	408	411	639,500
平成24年6月26日	406	412	401	404	755,000
平成24年6月27日	405	408	400	408	570,500
平成24年6月28日	406	420	406	418	626,000

【平成24年8月15日の適時開示情報公表当時】

年月日	始値	高値	安値	終値	出来高
平成24年8月13日	376	383	374	375	309,500
平成24年8月14日	374	386	374	385	636,000
平成24年8月15日	388	388	380	384	369,000
平成24年8月16日	386	387	378	387	579,500
平成24年8月17日	386	394	383	389	728,000

【平成24年11月14日の適時開示情報公表当時】

年月日	始値	高値	安値	終値	出来高
平成24年11月12日	415	423	409	420	615,000
平成24年11月13日	433	446	430	441	1,320,500
平成24年11月14日	440	441	429	433	1,056,500
平成24年11月15日	414	415	392	408	1,716,500
平成24年11月16日	408	417	405	416	1,296,000

上記のとおり、平成24年6月26日、北越紀州製紙と大王製紙の間の大王製紙株取得を伴う業務上の提携に関する事実が公表された翌日の株価動向を見ると、株価は400円から408円の範囲で推移し、終値は408円と前日比4円の値上がりに止まり、平成24年8月15日、北越紀州製紙と大王製紙の間の大王製紙株取得を含む株取引に関する事実が公表された翌日の株価動向を見ると、株価は378円から387円の範囲で推移し、終値は387円と前日比3円の値上がりに止まっている。また、平成24年11月14日、北越紀州製紙と大王製紙間の総合技術提携契約の締結及び北越紀州製紙による大王製紙株の取得に伴って発生した「負ののれん」額が約40億円であった事実が公表された翌日の株価動向を見ると、株価は392円から415円の範囲で推移し、終値は408円と前日比25円の値下がりであったことが認められる。

5 本件買付の法166条2項4号該当性の検討

北越紀州製紙と大王製紙の間の大王製紙株取得を伴う業務上の提携に関する事実は、法166条2項1号ヨ、施行令28条1号に規定された「業務上の提携または業務上の提携の解消」に該当し、これに包摂・評価される関係にあると認められ、また、本件決算修正に関する事実は、法166条2項3号の「業績の修正」に該当し、これに包摂・評価される関係にあつて、いずれも、法166条2項所定の該当性検討だけでは包摂・評価し得ない事実の存在を認めることはできない。

加えて、本件インサイダー疑惑は株式の買付であり、前記のとおり、「投資家の投資判断に著しい影響を及ぼす」とは、「通常の投資者が当該事実を知った場合に、当該特定有価証券等について当然に『売り』又は『買い』等の判断を行うと認められること」とされているところ、北越紀州製紙に

よる平成24年11月14日の上記公表後、市場は、北越紀州製紙が、同社の当初予想から売上高等の通期予想等を下方修正したことに反応して株価が下落し、「負ののれん」の発生による純利益の増加予想に関して反応しなかったと言わざるを得ず、上記各事実が公表された後の株価動向等に係る事実は、上記各事実が「バスケット条項」に該当しないことを示す有力な間接事実と認められ、この観点からも上記各事実が「バスケット条項」に該当すると判断することは困難である。

第6 本件買付の法166条1項又は3項該当の有無に関する当委員会の結論

当委員会の中立性・公平性に疑問があるとする批判が一部に存在する旨の報道がなされているところ、当委員会の本件調査が、中立・公正な立場で実施されたことは前記のとおりであり、当委員会の中立性・公平性に対する上記批判は理由がない。

当委員会は、このような批判が存在することをも踏まえ、本件買付の法166条1項又は3項の該当性の有無に関する客観的事実、すなわち、「重要事実」該当性の有無についての調査結果を中心にその検討結果を本報告書に記載することとした。なお、当委員会の法166条所定の「重要事実」該当性の判断が、当委員会の中立性・公平性に疑いを抱かせる余地のない客観証拠に基づき行われていることは上記のとおりである。

改めて、本件買付に係る法166条1項又は3項該当性についての当委員会の判断過程を示すと、以下のとおりである。

- (1) 法166条1項又は3項の該当性判断の中心をなす「重要事実」は、北越紀州製紙が平成24年7月17日以降にTDnetを通じて公表した適時開示情報に含まれることに争いはないこと、
- (2) 上記適時開示情報中、「重要事実」該当性判断を行う必要のある公表事

実は、①平成24年8月15日付け「大王製紙及び大王製紙関連会社等の株式の取得及び譲渡の実行に関するお知らせ」、②平成24年11月14日付け「大王製紙株式会社・北越紀州製紙株式会社間の総合技術提携基本契約締結に関するお知らせ」③平成24年11月14日付け「平成25年3月期第2四半期連結累計期間業績予想と実績との差異及び通期連結業績予想の修正並びに営業外収益（持分法による投資利益）の計上に関するお知らせ」であること、

(3) 上記開示情報を法166条2項との関係で検討すると、前記(2)①及び②の各事実は、法166条2項1号ヨ、施行令28条1号に規定された「業務上の提携または業務上の提携の解消」に該当し、前記(2)③の事実は、法166条2項3号の「業績の修正」に該当すること、

(4) 「業務上の提携または業務上の提携の解消」に関しては、施行令28条1号、取引規制府令49条10号イに軽微基準が定められ、軽微基準に該当する場合は「重要事実」に該当しないところ、北越紀州製紙による大王製紙株取得に伴う大王製紙との間の業務上の提携に係る前記(2)①の公表事実は、本件買付前に公表された平成24年6月26日付け適時開示情報に包摂される関係にあり、また、(2)②の公表事実は、前記のとおり、軽微基準に該当し、「重要事実」には該当しないこと、

(5) 「業績予想の修正」に関しては、取引規制府令51条に規定があり、取引規制府令51条3号に定められた重要基準に該当しない場合は、当該事実は、法166条1項又は3項所定の「重要事実」に該当しないところ、本件買付との関係では、「負ののれん」計上による北越紀州製紙の決算修正予想（純利益の増加予想等）等に係る(2)③の公表事実は、前記のとおり、重要基準に係る要件のいずれも充足しない結果、「重要事実」に該当しない

こと

(6) (2)①及び②の各事実には、「業務上の提携または業務上の提携の解消」の該当性判断だけでは包摂・評価し得ない事実の存在を認めることはできず、法166条2項3号（バスケット条項）の該当性を認めることはできないこと、

(7) (2)③の事実についても、「業績予想の修正」の該当性判断だけでは包摂・評価し得ない事実の存在を認めることはできず、法166条2項3号（バスケット条項）の該当性を認めることはできないこと

がそれぞれ認められる。このように、客観的事実である「重要事実」の存在に関し、その該当性を認めることができない以上、その余の法166条1項又は3項の要件について検討するまでもなく、本件買付に法166条1項又は3項の該当性は認められない。

IV 参考事項

第1 はじめに

本件買付に関し、法166条1項又は3項の客観的要件である「重要事実」の存在を認めることができない以上、本件買付に法166条1項又は3項の該当性を認めることはできない。

しかしながら、当委員会は、法166条1項又は3項に該当するか否かの調査に関連する事項についても所要の調査を実施したので、その結果を参考事項として記載する。

第2 川崎紙運輸による北越紀州製紙株の買付経緯等

川崎紙運輸による北越紀州製紙株の買付に至る経緯、買付状況及び買付

原資等に関し、当委員会が調査した結果は以下のとおりである。

- 1 III・第1・3・(6)「大王製紙からの借入金等の有無」記載のとおり、川崎紙運輸は、平成24年6月20日、大王製紙との間で本件土地契約を解約する旨合意し、本件土地契約の解約により、大王製紙から、同社への代金既払い分約729百万円の返還を受けることになった。
- 2 川崎紙運輸代表者は、北越紀州製紙及び大王製紙の平成24年6月26日付け適時開示情報や新聞報道等により、北越紀州製紙が大王製紙の筆頭株主となること及び北越紀州製紙が大王製紙との間で新たな業務提携を行う旨を知り、今後、相当程度の確率で北越紀州製紙と大王製紙の間で経営統合がなされる可能性があると考え、川崎紙運輸の今後の受注のためには、北越紀州製紙株を保有することに意味があると考えるとともに、北越紀州製紙の株価は当時約400円であったところ、その配当額は12円で、年換算利回りで3%であったことから、北越紀州製紙株は投資対象としても魅力があると判断し、1記載の大王製紙から返金予定の上記約729百万円の資金の活用方法として、北越紀州製紙株の購入方を思い付いた。
- 3 そこで、川崎紙運輸代表者は、平成24年7月2日ころ、同社の取締役であり、川崎紙運輸の親会社である大王海運に事実上の影響力を有する大王製紙特別顧問（以下「特別顧問」という。）に対し、川崎紙運輸が前記大王製紙から返金予定の約729百万円を原資として北越紀州製紙株の購入を行いたい旨述べた。特別顧問は、創業者の三男として、創業家に属する大王製紙元会長の起こした不祥事に起因して大王製紙の経営に重大な支障が生じ、大王製紙に迷惑をかけたことを深く憂慮していたことから、今後、大王製紙の筆頭株主となる北越紀州製紙株を取得することは、大王製紙の独立性を確保することにつながると判断し、川崎紙運輸代表者の上記申出

を了承した上、川崎紙運輸代表者に対し、北越紀州製紙株の買付株数を増やし、大王製紙の保有株数と同程度とするよう指示した。なお、特別顧問は、当委員会のヒアリングにおいて、川崎紙運輸は、大王製紙の子会社でもなく、川崎紙運輸が北越紀州製紙株を取得したからといって、大王製紙とは関係のない話だと判断し、大王製紙関係者には上記事実を一切告げなかったと供述し、大王製紙関係者もこれに沿う供述をしている。また、特別顧問は、週に2、3回、2時間程度、大王製紙に出社するに過ぎず、当委員会のヒアリングに対し、大王製紙関係者から北越紀州製紙との間の業務提携に係る事実や北越紀州製紙の決算修正に係る事実等北越紀州製紙の会社情報について説明を受けたことはない旨供述し、大王製紙関係者も特別顧問に対し上記事実等を説明したことはない旨供述している。

- 4 川崎紙運輸代表者は、平成24年7月3日までの間に、大王製紙取締役を兼ねる社外取締役（以下「大王製紙取締役兼務の取締役」という。）を除く5名の取締役に面談又は電話により、川崎紙運輸が北越紀州製紙株を取得することを川崎紙運輸取締役会において議案として提案したいと述べ、同月9日午前10時、上記株式取得の可否を議題として、川崎紙運輸の取締役会を開催することについて了承を得た（川崎紙運輸の定款により、取締役会の招集通知の発出期限は「会日の3日前」に短縮されている。）。
- 5 平成24年7月9日午前10時、川崎紙運輸取締役会が開催された。出席取締役は川崎紙運輸代表者を含む4名であり、うち1名は、「電話会議」により取締役会に出席した（川崎紙運輸の取締役は合計7名であり、うち、特別顧問、大王製紙取締役兼務の取締役のほか1名の取締役が欠席）。同取締役会において、出席取締役全員の賛成で、川崎紙運輸が、平成24年7月中旬から、北越紀州製紙株を市場において大王製紙が保有する北越紀州

製紙株と同数の428万6,000株を取得すること、購入単価は購入時の時価とすることが決議された。

- 6 大王製紙取締役兼務の取締役は、平成24年6月に川崎紙運輸の取締役に就任した者であるところ、大王製紙は、代々、大王製紙の営業本部長を川崎紙運輸の社外取締役に派遣しており、大王製紙取締役兼務の取締役も、大王製紙の営業本部長の立場にあったことから、川崎紙運輸の社外取締役に就任することとなった。川崎紙運輸は、上記大王製紙取締役兼務の取締役に限らず、これまで大王製紙から川崎紙運輸の社外取締役に就任した代々の大王製紙派遣の取締役に對して、川崎紙運輸取締役会の招集通知を發出することはなく、平成24年7月9日開催の上記取締役会に係る招集通知も大王製紙取締役兼務の取締役に對して發出されなかった。そのため、大王製紙取締役兼務の取締役は上記取締役会開催の事実自体を知らなかった。

川崎紙運輸代表者は、大王製紙取締役兼務の取締役に川崎紙運輸の取締役会招集通知がなされなかった理由について、大王製紙から派遣されている代々の社外取締役は、大王製紙における職務が繁忙であるだけでなく、川崎紙運輸以外の多数の大王製紙関連会社の取締役に兼ねているため、時間的余裕がなく、また、現実に、これまでの大王製紙派遣の取締役は、大王製紙の業務との関連性が比較的薄い川崎紙運輸の取締役会に出席することがなかったことによる旨供述し、大王製紙取締役兼務の取締役は、大王製紙の業務との関連性が比較的薄い川崎紙運輸の業務執行に関し意見を述べる必要性に乏しく、仮に、川崎紙運輸の取締役会に出席しても、特段の意見を述べる立場になかったと供述している。

以上の事実を踏まえると、大王製紙取締役兼務の取締役は、川崎紙運輸の

名目上の取締役に過ぎず、大王製紙取締役兼務の取締役には、川崎紙運輸取締役会の招集通知すら発出されず、本件買付期間中、大王製紙取締役兼務の取締役が、川崎紙運輸の取締役会に一度も出席していないことを踏まえると、大王製紙取締役兼務の取締役が、川崎紙運輸関係者に対し、北越紀州製紙の会社情報を伝達した可能性を肯定することは困難である。

7 平成24年7月9日ころ、特別顧問は、川崎紙運輸代表者からの要請を受けて、証券会社の知人に架電して、「川崎紙運輸において株式を購入したいので、相談に乗ってくれ。」と伝えた上、川崎紙運輸代表者の携帯電話番号を知らせた。

8 そこで、証券会社担当者が川崎紙運輸代表者の携帯電話番号に架電して、平成24年7月11日午前10時、東京都千代田区富士見二丁目2番5号所在の大王海運事務所において川崎紙運輸代表者と面談した。

9 その際、川崎紙運輸代表者は、証券会社担当者に対して、「川崎紙運輸において北越紀州製紙株を購入したい。北越紀州製紙の上位から10番目までに入る程度の株を今年度末までに取得したい。」と述べた。証券会社担当者は、同証券会社の口座開設申込書を川崎紙運輸代表者に手渡し、同申込書への記載を依頼するとともに、川崎紙運輸が北越紀州製紙株購入に当たりインサイダー情報（未公表の重要事実）を保有していないことを川崎紙運輸代表者に確認したところ、川崎紙運輸代表者は「インサイダー情報は保有していない。」と回答した。

10 川崎紙運輸は、平成24年7月12日午後2時18分、証券会社の当座預金口座に申込証拠金として金1000万円の振込手続を完了した。

11 川崎紙運輸は、平成24年7月17日から同年11月30日までの間、89回にわたり、証券会社を通じ、北越紀州製紙株合計428万6,00

0株を購入した。株式購入は、上記期間、ほぼ毎日、川崎紙運輸代表者が証券会社担当者に架電し、証券会社担当者が、北越紀州製紙の売り注文の株数等を川崎紙運輸代表者に伝え、同代表者と協議の上、当日に購入する株式数及び取得単価を決定して購入していた。

なお、証券会社担当者は、平成24年7月末、同年8月末、同年9月末、同年10月末及び同年11月末の5回にわたり、川崎紙運輸代表者にインサイダー情報の保有の有無を確認し、同代表者からインサイダー情報を保有していない旨の確認書を徴求していた。

- 12 北越紀州製紙は、平成24年10月12日、証券保管振替機構（ほふり）から平成24年9月30日現在の同社の「株主名簿」を入手し、同年10月17日、川崎紙運輸が北越紀州製紙の株式を取得している事実を知った。

北越紀州製紙は東京証券取引所に上記事実を申告し、その対処方について相談した上、平成24年11月7日、北越紀州製紙代表者が、大王製紙代表者に対し、口頭で上記事実を伝え、「本件買付はインサイダー取引の疑いがある。」旨警告した。

更に、北越紀州製紙は、大王製紙に対し、平成24年11月9日付け書面により、川崎紙運輸の取締役には、特別顧問と大王製紙取締役兼務の取締役が就任しており、両名は、北越紀州製紙の重要な情報を知り得る立場にあることから、川崎紙運輸による北越紀州製紙株の買付はインサイダー取引の疑念があるとの事実等を伝えた。

- 13 大王製紙代表者は、平成24年11月7日に北越紀州製紙代表者からの口頭による警告を受けた直後、大王製紙法務部においてこの問題を検討するよう指示したところ、北越紀州製紙から平成24年11月9日付け上記書面を平成24年11月12日に受け取ったため、同日、この問題を検討

するための会議を開催した。出席者は、上記代表者、経営企画本部担当専務取締役、経営管理本部担当専務取締役、総務人事本部長、経営企画部長、法務部長代理、法務部員及び顧問弁護士2名の合計8名であった。

同会議においては、北越紀州製紙が何をもってインサイダー取引と主張しているのか良く分からないが、インサイダー取引の「重要事実」としては11月14日に公表を予定していた北越紀州製紙との間の総合技術提携基本契約の締結に係る事実しか思い当たらなかったところ、これが果たして「重要事実」に該当するののかとの議論があり、また、そもそも北越紀州製紙との間において技術提携契約を結ぶということは既に平成24年6月26日に公表しているため、川崎紙運輸の北越紀州製紙株式の買付けが6月26日以降であれば、本件買付はインサイダー取引には当たらないとの考えで出席者の意見が一致した。そこで、事実関係を確認することにし、経営企画本部担当専務取締役が川崎紙運輸代表者に架電して、同代表者に対し、川崎紙運輸が北越紀州製紙株を購入した事実の有無及び購入を開始した時期等について尋ねたところ、川崎紙運輸代表者は、上記のとおり、平成24年7月17日から北越紀州製紙株を購入した事実等を回答した。その結果を聞いた同会議の出席者一同は、川崎紙運輸による本件買付が平成24年6月26日の北越紀州製紙と大王製紙との間の総合技術提携等に係る適時開示の後に開始されていることから、インサイダー取引には該当しないとの共通認識を持った。

14 上記会議での結果を受けて、大王製紙代表者は、北越紀州製紙に対して、平成24年11月15日付け書面により、本件買付には、インサイダー取引に該当する事実はない旨回答した。

15 川崎紙運輸代表者は、北越紀州製紙に係るインサイダー情報を保有して

おらず、本件買付がインサイダー取引に該当する余地がないことから、平成24年11月12日、大王製紙経営企画担当専務取締役から川崎紙運輸による本件買付の事実の確認を受けた後も、北越紀州製紙株の購入を継続し、平成24年11月30日の北越紀州製紙株の購入をもって、平成24年7月9日の川崎紙運輸取締役会において決定した北越紀州製紙株の取得目標株数に達したため、同株式の購入を終了した。

16 平成24年7月12日、ホテルオークラ東京において、創業家が北越紀州製紙に対し譲渡した大王商工株以外の残り合計49.4%に相当する大王商工株のうち、その一部をそれぞれ保有する大王製紙経営企画本部担当専務取締役及び特別顧問と北越紀州製紙代表者の間で、上記大王商工株の北越紀州製紙への売却に係る三者会談が行われた。その際、大王製紙経営企画本部担当専務取締役及び特別顧問から、北越紀州製紙代表者に対し、上記49.4%の大王商工株と北越紀州製紙株の交換の申出があったが、北越紀州製紙代表者はその申出を断った。以上の事実が認められるが、前記のとおり、川崎紙運輸代表者による本件買付に係る準備作業は、平成24年7月2日ころから開始されており、平成24年7月12日のホテルオークラ東京における前記三者会談が本件買付の発端になったとは認められない。

17 川崎紙運輸が本件買付に充当した原資について調査したところ、川崎紙運輸が、平成24年7月17日から11月30日までの間に、北越紀州製紙株428万6千株を買い付けるために支出した金員は総額約1,695百万円であり、その買付原資の内訳は、川崎紙運輸の手持資金約22百万円、大王商工株の北越紀州製紙への売却代金約108百万円、大王製紙との土地売買契約の解約に伴う大王製紙からの売却代金返金分約729百万円の川崎紙運輸の自己資金計約859百万円と、川崎紙運輸の取引銀行からの借入金9

30百万円（うち当座貸越130百万円，証書借入800百万円）の合計約1,789百万円の一部であると認められた。

以上の各事実を踏まえれば，大王製紙が川崎紙運輸による本件北越紀州製紙株の買付に資金面はもとより，その買付の経緯に関与した形跡は認められない。

第3 大王製紙関係者及び川崎紙運輸関係者の「重要事実」に係る認識について

前記のとおり，平成24年7月17日以降，北越紀州製紙が本件に関し適時開示した公表事実中に法166条所定の「重要事実」は存在せず，本件買付は，インサイダー取引に当たらない。

もっとも，当委員会は，本件買付に関し，「重要事実」の存在の有無に係る調査と並行し，仮に「重要事実」が存在したとした場合，大王製紙関係者及び川崎紙運輸関係者の本件買付に係る「重要事実」の認識の有無の検討が重要であると判断し，その調査を鋭意実施したので，その結果についても参考事項として記載する。

川崎紙運輸の取締役を兼ねる大王製紙関係者2名の認識に関しては，前記IV・第2「川崎紙運輸による北越紀州製紙株の買付経緯等」において記載したとおりである。

また，当委員会は，川崎紙運輸の取締役を兼ねる大王製紙関係者2名以外の大王製紙関係者に対しても，そのヒアリングに際し，北越紀州製紙から入手した情報の内容，当該情報を入手した時期及び当該情報を伝達した相手方等に関して聴取を行うとともに，川崎紙運輸関係者に対しても，大王製紙関係者から北越紀州製紙に係る情報等の伝達を受けた事実の有無に

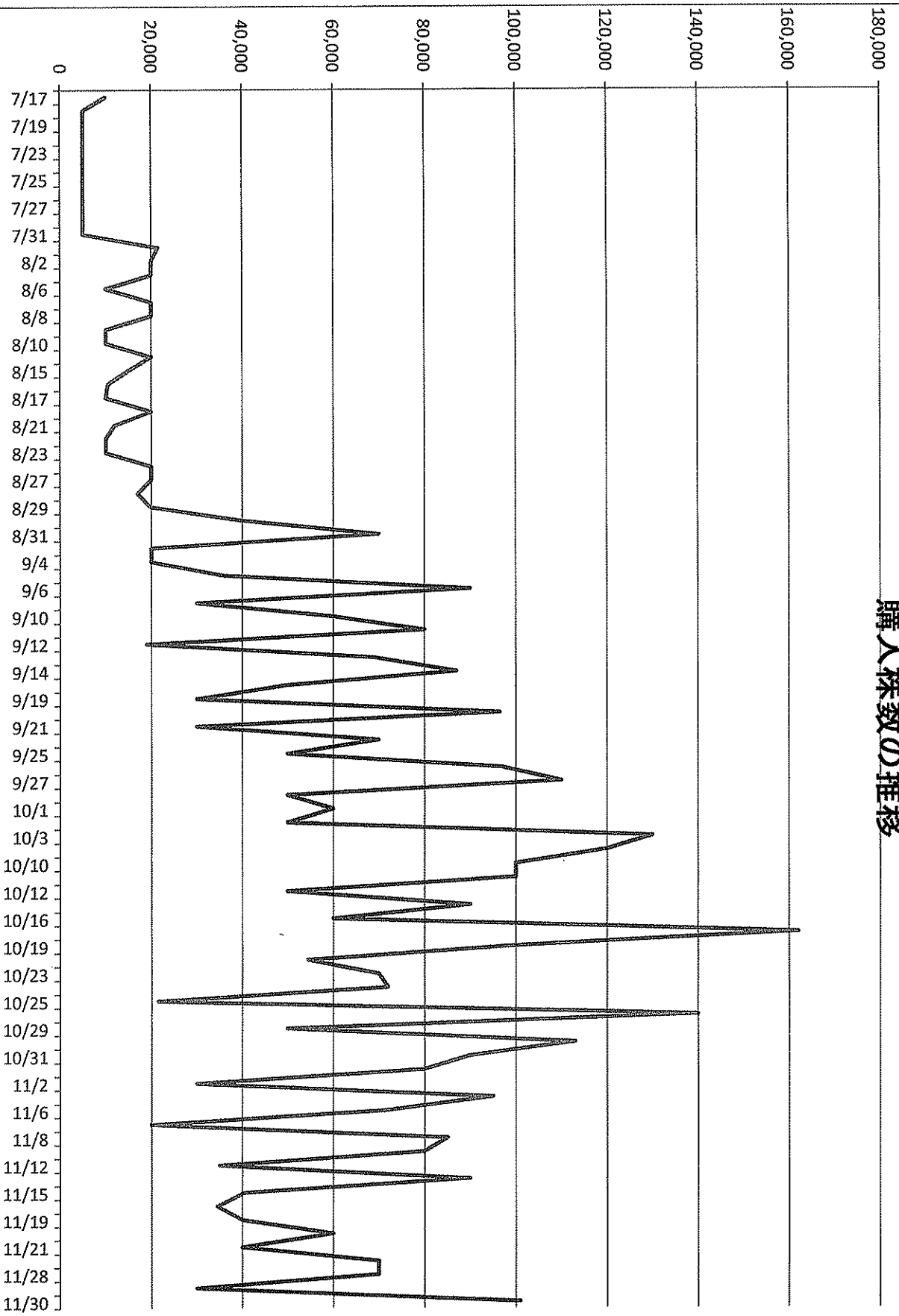
関し繰り返し聴取を行ったが、川崎紙運輸関係者が大王製紙関係者（川崎紙運輸取締役を兼ねる大王製紙関係者2名を含む。）から北越紀州製紙の会社情報の伝達を受けたことを窺わせる供述を得ることはできず、関係者の供述を吟味しても虚偽供述の疑いを抱かせる事情は認められなかった。

一方、関係者の「重要事実」の認識の有無の検討に当たり、これを推認させる事情が本件買付に係る外形的状況から窺うことができるかについて検討しても、本件買付は、平成24年7月9日、川崎紙運輸の取締役会において北越紀州製紙株の購入予定数等を決定し、平成24年7月17日から平成24年11月30日までの間、ほぼ連日にわたり買付が継続され、当初の購入予定株数の購入終了に伴って本件買付が終了しているところ、平成24年7月17日の購入開始時点においては、前記平成24年6月26日付けお知らせに記載された事実には包摂されない重要な会社情報に関する決定等が北越紀州製紙においてなされたことを窺うことができないこと、本件買付数量のピークは、前記のとおり、平成24年10月18日から10月26日であるところ、その間に北越紀州製紙において重要な会社情報に関する決定等が行われた形跡を窺うことができないこと、インサイダー取引の疑惑の対象とされ、当委員会において「重要事実」該当性の検討を行った平成24年11月14日付け北越紀州製紙の各適時開示情報が北越紀州製紙から大王製紙側に伝達されたのは、平成24年11月に入ってからであり、その時点では、本件買付の大半が終了していたこと等が認められ、一般的にインサイダー取引は、「通常の投資者が当該事実を知った場合に、当該特定有価証券等について当然に『売り』又は『買い』等の判断を行うと認められる」状況において行われるとされていることを踏まえると、川崎紙運輸関係者が大王製紙関係者から北越紀州製紙に係る情報の伝達を

受けて本件買付を行ったことを窺わせる外部的事情が存在すると認めることは困難である。

以上

購入株数の推移



→ 系列1

番号	適時開示日時	表題	適時開示情報の内容等
1	6月26日 15:00	大王製紙及び大王製紙関連会社等の株式の取得及び譲渡に関するお知らせ	本報告書第2・1記載のとおり
2	6月29日 14:30	ストックオプション（新株予約権）の発行に関するお知らせ	北越紀州製紙取締役会が同社の新株予約権発行に係る具体的内容を決定した等の情報
3	6月29日 14:30	支配株主等に関する事項について	北越紀州製紙の「その他の関係会社」についての情報
4	6月29日 14:30	「当社株式の大量取得行為に関する応対策（買取防衛策）」に基づく独立委員会委員の一部変更に関するお知らせ	左記表題のとおり。
5	7月17日 17:30	ストックオプション（新株予約権）の払込金額決定のお知らせ	左記表題のとおり。
6	8月7日 09:00	本日の一部報道について	北越紀州製紙の連結業績に係る報道が同社が発表したものではないこと等
7	8月9日 15:00	平成25年3月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕（連結）（要約）	左記表題のとおり。
8	8月9日 15:00	平成25年3月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕（連結）	左記表題のとおり。
9	8月10日 17:05	本日の一部報道について	北越紀州製紙と大王製紙との経営統合協議に関する報道は北越紀州製紙が発表したものではなく、そのような事実はない。
10	8月15日 15:00	大王製紙及び大王製紙関連会社等の株式の取得及び譲渡の実行に関するお知らせ	本報告書第2・3記載のとおり
11	10月4日 09:00	Hokuetsu Kishu Paper acquires Bernard Dumas to advance its glass micro-fibre sheet business in a global scale	1・2記載の情報の英訳版
12	10月4日 09:00	株式取得に関するお知らせ	北越紀州製紙がフランス所在の「デュマ社」の株式を取得したとの情報
13	10月30日 13:30	人事異動のお知らせ	北越紀州製紙社内の人事異動
14	11月13日 08:55	本日の一部報道について	北越紀州製紙の連結業績予想及び同社と大王製紙の技術提携に関する報道は、北越紀州製紙が発表したものではないこと
15	11月14日 15:00	平成25年3月期 第2四半期決算短信〔日本基準〕（連結）	左記表題のとおり。

番号	適時開示日時	表題	適時開示情報の内容等
16	11月14日 15:00	平成25年3月期 第2四半期決算短信 〔日本基準〕（連結）（要約）	左記表題のとおり。
17	11月14日 15:00	大王製紙株式会社・北越紀州製紙株式会社 間の総合技術提携基本契約締結に関するお 知らせ	本報告書第2・4記載のとおり
18	11月14日 15:00	平成25年3月期第2四半期連結累計期間 業績予想と実績との差異及び通期連結業績 予想の修正並びに営業外収益（持分法によ る投資利益）の計上に関するお知らせ	本報告書第2・5記載のとおり
19	11月30日 15:00	人事異動のお知らせ	北越紀州製紙社内の人事異動

北越紀州製紙に係る平成25年3月期通期連結業績予想の修正と重要性基準

		北越紀州製紙適時開示															
		※1		※2													
		公表がされた直近の予想値		新たに算出した予想値		差異		変動率基準		変動幅基準		重要性基準					
		(単位：百万円)		(単位：百万円)													
		A		B		C=B-A		D=B/A		E=C/X							
		売上高		231,000		△ 21,000		0.91		—		1.1以上又は0.9以下の増減 (取引規制府令51条1号)				N/A	
		経常利益		13,500		△ 1,500		0.89		1.10%		1.3以上又は0.7以下の増減、かつ、増減額が前事業年度末の純資産額と資本金の額の少なくとも1/5%以上 (取引規制府令51条2号, 取引規制府令51条3号, 取引規制府令51条4号)				N/A	
		当期純利益		7,500		1,000		1.13		0.74%		1.3以上又は0.7以下の増減、かつ、増減額が前事業年度末の純資産額と資本金の額の少なくとも1/5%以上 (取引規制府令51条3号, 取引規制府令51条4号)				N/A	
前事業年度末		純資産額		資本金の額		少なくとも1/5%の金額											
		135,817		42,020		135,817 : X											

※1：「平成24年3月期 決算短信〔日本基準〕(連結)」(平成24年5月14日)

※2：「平成25年3月期第2四半期連結累計期間業績予想と実績との差異及び通期連結業績予想の修正並びに営業外収益(持分による投資利益)の計上に関するお知らせ」(平成24年11月14日)

※3：剰余金基準に関しては、予想の修正がなかったため該当せず。

別紙4: 北越紀州製紙株式会社の平成24年6月1日から平成24年12月28日
までの間の株価・出来高等の推移

日付	始値	高値	安値	終値	出来高
2012/6/1	403	406	397	400	1,180,000
2012/6/4	384	390	379	388	1,341,500
2012/6/5	389	391	377	385	2,041,500
2012/6/6	390	391	381	386	1,264,500
2012/6/7	391	410	390	392	1,225,000
2012/6/8	391	391	376	378	2,887,000
2012/6/11	386	389	382	386	731,000
2012/6/12	379	383	374	376	772,000
2012/6/13	379	387	377	379	644,500
2012/6/14	375	383	374	379	1,065,000
2012/6/15	380	386	380	380	646,500
2012/6/18	388	397	385	390	764,500
2012/6/19	387	396	385	389	834,500
2012/6/20	404	407	400	402	1,745,000
2012/6/21	406	415	403	409	1,132,500
2012/6/22	404	416	403	412	774,500
2012/6/25	420	420	408	411	639,500
2012/6/26	406	412	401	404	755,000
2012/6/27	405	408	400	408	570,500
2012/6/28	406	420	406	418	626,000
2012/6/29	415	430	414	427	705,500
2012/7/2	432	432	422	426	571,000
2012/7/3	426	432	422	423	498,500
2012/7/4	426	430	423	425	508,500
2012/7/5	425	428	418	419	337,500
2012/7/6	417	422	413	416	506,500
2012/7/9	417	417	411	415	390,000
2012/7/10	418	427	417	421	567,000
2012/7/11	417	419	408	411	584,500
2012/7/12	413	413	401	403	611,000
2012/7/13	399	404	395	398	1,071,000
2012/7/17	400	406	396	400	552,000
2012/7/18	401	404	392	393	432,000
2012/7/19	392	400	388	389	803,500
2012/7/20	388	390	372	372	980,000
2012/7/23	367	368	356	358	1,107,500
2012/7/24	358	360	343	346	1,334,000
2012/7/25	344	346	339	342	1,087,500
2012/7/26	342	347	339	344	598,500
2012/7/27	344	350	344	347	460,000
2012/7/30	349	360	349	356	691,500
2012/7/31	356	364	354	362	557,000
2012/8/1	359	359	350	354	465,500
2012/8/2	358	361	353	357	734,500
2012/8/3	353	353	341	343	758,500
2012/8/6	349	353	347	351	579,000
2012/8/7	352	360	352	359	703,500
2012/8/8	365	373	365	370	781,000
2012/8/9	373	382	372	375	947,500
2012/8/10	371	379	366	376	825,000
2012/8/13	376	383	374	375	309,500
2012/8/14	374	386	374	385	636,000
2012/8/15	388	388	380	384	369,000
2012/8/16	386	387	378	387	579,500
2012/8/17	386	394	383	389	728,000
2012/8/20	393	400	393	398	492,000
2012/8/21	398	399	389	393	435,500
2012/8/22	393	393	384	389	452,500

別紙4:北越紀州製紙株式会社の平成24年6月1日から平成24年12月28日
までの間の株価・出来高等の推移

日付	始値	高値	安値	終値	出来高
2012/8/23	389	403	387	401	822,500
2012/8/24	397	397	387	391	663,000
2012/8/27	390	392	383	383	577,000
2012/8/28	384	387	377	379	702,000
2012/8/29	380	381	377	378	430,500
2012/8/30	378	379	368	374	666,000
2012/8/31	375	377	368	368	459,000
2012/9/3	366	379	366	367	522,000
2012/9/4	367	372	366	367	369,500
2012/9/5	367	369	362	364	476,500
2012/9/6	365	365	353	356	480,000
2012/9/7	364	368	360	367	549,500
2012/9/10	368	377	368	372	515,500
2012/9/11	373	375	368	371	513,500
2012/9/12	374	378	369	377	400,500
2012/9/13	376	387	374	385	375,000
2012/9/14	388	400	386	398	1,942,500
2012/9/18	399	406	399	401	736,500
2012/9/19	406	413	400	408	618,500
2012/9/20	411	414	399	401	1,203,500
2012/9/21	403	409	400	406	649,500
2012/9/24	403	406	401	405	806,500
2012/9/25	405	405	399	404	753,000
2012/9/26	406	409	393	397	781,500
2012/9/27	393	393	388	391	684,000
2012/9/28	390	396	384	387	403,500
2012/10/1	384	434	381	418	796,000
2012/10/2	410	410	388	388	1,169,500
2012/10/3	385	385	370	370	1,130,500
2012/10/4	371	373	359	371	791,000
2012/10/5	375	380	367	374	703,000
2012/10/9	371	371	354	357	948,500
2012/10/10	354	355	344	349	794,000
2012/10/11	349	355	347	350	688,500
2012/10/12	351	357	351	357	1,480,500
2012/10/15	355	361	351	361	704,500
2012/10/16	361	371	359	371	603,500
2012/10/17	374	395	372	389	1,382,000
2012/10/18	390	402	389	398	964,500
2012/10/19	395	406	393	398	853,000
2012/10/22	393	406	386	403	442,000
2012/10/23	406	407	399	402	673,000
2012/10/24	399	401	393	398	526,500
2012/10/25	397	408	396	407	703,000
2012/10/26	409	416	399	403	853,500
2012/10/29	403	410	403	408	330,500
2012/10/30	408	414	403	407	710,000
2012/10/31	409	417	408	409	644,000
2012/11/1	409	416	408	413	531,500
2012/11/2	419	429	418	429	826,000
2012/11/5	428	433	425	427	514,500
2012/11/6	426	428	423	425	407,000
2012/11/7	430	443	428	440	849,500
2012/11/8	439	439	426	430	742,500
2012/11/9	422	424	408	415	1,115,500
2012/11/12	415	423	409	420	615,000
2012/11/13	433	446	430	441	1,320,500
2012/11/14	440	441	429	433	1,056,500

別紙4：北越紀州製紙株式会社の平成24年6月1日から平成24年12月28日
までの間の株価・出来高等の推移

日付	始値	高値	安値	終値	出来高
2012/11/15	414	415	392	408	1,716,500
2012/11/16	408	417	405	416	1,296,000
2012/11/19	420	429	419	421	941,000
2012/11/20	423	428	420	422	892,500
2012/11/21	421	433	417	422	1,143,000
2012/11/22	430	433	423	426	819,500
2012/11/26	430	439	427	430	1,307,000
2012/11/27	435	444	435	441	861,000
2012/11/28	439	440	427	430	831,000
2012/11/29	433	442	433	442	708,000
2012/11/30	446	450	441	443	732,000
2012/12/3	449	455	445	445	1,031,000
2012/12/4	429	433	421	432	981,000
2012/12/5	433	436	426	428	845,000
2012/12/6	425	437	425	432	898,500
2012/12/7	434	437	430	432	574,000
2012/12/10	440	440	432	434	662,500
2012/12/11	434	436	431	435	363,500
2012/12/12	440	441	434	434	460,500
2012/12/13	441	454	439	454	802,000
2012/12/14	455	455	448	449	2,925,500
2012/12/17	459	463	446	447	884,000
2012/12/18	450	461	450	459	847,000
2012/12/19	465	482	462	482	929,500
2012/12/20	478	482	467	473	1,064,000
2012/12/21	479	481	461	471	972,000
2012/12/25	481	484	477	482	721,000
2012/12/26	483	488	478	487	701,000
2012/12/27	489	504	487	498	837,000
2012/12/28	505	508	497	499	711,500

註 ゴシック部分は北越紀州による適時開示情報発出の前後の株価・出来高等を示している。

註 ヤフーファイナンスのデータによる。