

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

有価証券上場規程の具体的検討（5）

—適時開示—

2019年10月25日（金）15:00～16:59

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	同志社大学法学部教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

有価証券上場規程の具体的検討（５）

—適時開示—

甲南大学大学院法学研究科教授

梅 本 剛 正

目 次

I. 適時開示の総論	(1) インサイダー取引規制との比較①～重要事実の内容
1. 規制の沿革	(2) インサイダー取引規制との比較②～軽微基準の定め方
(1) 取引所からの要請	(3) インサイダー取引規制との比較③～開示時期
(2) 上場規則化	(4) 決定事実（上場規程 402 条 1 号）
2. 制度趣旨	(5) 発生事実（上場規程 402 条 2 号）
3. 会社情報適時開示ガイドブックの規制根拠	4. 決算短信等（上場規程 404 条）
II. 各論的検討	(1) 決算短信の開示
1. 適時開示概要	(2) 2017 年の改定
(1) 手続の流れ	(3) 将来予測情報の開示の要請
(2) 照会事項の報告・開示（上場規程 415 条）	5. 予想値の修正等（上場規程 405 条）
(3) 開示審査（上場規程 412 条）	(1) 業績予想の修正（1 項）
2. 総則的な規定	(2) 配当予想、配当予想の修正（2 項、3 項）
(1) 誠実な業務遂行（上場規程 401 条）	討論
(2) 適時適切な会社情報の開示の実践（上場規程 411 条の 2）	
3. 会社情報の開示（上場規程 402 条）	

○伊藤 定刻になりましたので、10 月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、「有価証券上場規程の具体的検討（５）—適時開示—」というテーマで梅本先生からご報告をいただきます。

よろしく申し上げます。

○梅本 梅本です。よろしくお願いたします。

まず、本日の報告で扱う範囲について説明させていただきます。適時開示について総論的な話をさせていただいた後、有価証券上場規程（以下「上場規程」といい、同規程施行規則は以下「規程施行規則」という）402 条の決定事実、発生事実等の各開示項目を中心に検討を加えたいと思います。なお、上場規程 403 条の子会社等の情報開示につ

いては省略させていただきます。

開示項目につきましても、時間も限られていますから、アンダーラインを引いたものに限定してコメントをさせていただきます。それから、近年改正されました決算短信と予想値の修正についても簡潔に触れたいと思います。

I. 適時開示の総論

1. 規制の沿革

(1) 取引所からの要請

従来、適時開示は取引所から上場会社に対して投資者の投資判断に影響を及ぼす事項の開示を要請する形をとっていました。規則化されていなかったのはもちろんのこと、厳密に言うとは適時開示と言えるかどうかは若干疑問の残る制度でした。というのは、東証に対する通告を求めるとどまり、投資者への開示まで求めるものではなかったからです。投資者への情報開示という観点からは、東証がこれらの情報を一般に公表することが必要であると認めた場合に記者クラブで公表するよう上場会社に要請するという個別の働きかけによるものでしかありませんでした。

これが大きく変わったきっかけは、1974年6月に東証が上場会社に宛てた「会社情報の適時開示に関する要請について」という文書です。一般投資者が投資判断を行うに当たって影響を受けることが予想される重要な会社情報の開示を求めると同時に、公表については、会社の代表者により新聞、放送、通信記者団等全国的な放送網を持つ組織を通じて一般投資者に対し遅滞なく正確かつ公平に行うことを求めると同時に、公表前の会社情報が外部に漏洩したことを察知した場合は直ちに公表の措置を講じることを求めるなど、従来よりかなり踏み込んだ内容になっています。

この措置について、神崎克郎先生などは一定の評価をしつつも、プリンシプルベースの規制で具体的な開示項目が定められていないなど、まだ不十分だという批判を加えていらっしゃいました。ただ、これを契機に、上場規則化すべきかどうか

も検討されたようですけれども、事例の積み重ねの中で制度化を図るということにしたそうです。と申しますのも、1974年の要請が行われた時点でも、東証で開示された適時開示はわずか50件にすぎなかったそうです。ですから、規則化する以前に実務の定着を図ることが先決だという判断があったということだそうです。

次いで1990年3月、「会社情報適時開示の手引き」が作成されて、上場会社各社に配付されたとのことです。これは、それまで蓄積された適時開示の事例等を踏まえて、適時開示が要請される会社情報の目安、開示手順等を体系化したものでして、現在の「会社情報適時開示ガイドブック」（以下「ガイドブック」という）の前身に当たるものだと言われています。また、1990年という時期についてですが、ほぼ同時期にインサイダー取引規制が成立していますから、会社情報適時開示の手引きの作成にこの立法の動きが影響を与えたことも否定できないのではないかと思います。

(2) 上場規則化

会社情報適時開示の手引きの作成後、実務では徐々に適時開示が定着してきましたが、上場規則化されていなかったために、遵守しない会社が出てきたほか、上場会社の側からも、社内手続を進める必要上、上場規則化してほしいという要望もあったということです。

そこで、1992年2月の東証証券政策委員会答申を踏まえまして、2000年9月に「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則」として、適時開示は上場規則に根拠を置いた正式の制度となり、今日に至っています。

2. 制度趣旨

上場規程402条の定めを御覧になりましても、金融商品取引法（以下「金商法」という）166条のインサイダー取引規制とかなり類似していることがお分かりになります。重要事実の公表前の売買等が規制されているインサイダー取引規制にお

いて、適時開示はこの公表の一つに当たるなど、実際、適時開示規制とインサイダー取引規制は密接に結びついています。本日の報告でも、必要に応じてインサイダー取引規制との比較検討を行わせていただきます。

しかしながら、適時開示規制をインサイダー取引規制的なものとするのは一面的ではないかと思われまます。本来的には、会社に生じた重要事実ないし株価関連情報は、適時に開示させて市場の適正な価格形成を図るべきであって、そういうものとして適時開示も位置付けられるべきではないかと考えます。その意味では、上場規程 401 条にありますように、「投資者への適時、適切な会社情報の開示が健全な金融商品市場の根幹をなすものである」と言えるかと思われまます。また、かかる適時適切な情報開示は、取引所が「有価証券の売買及び市場デリバティブ取引を公正かつ円滑にし、並びに投資者の保護に資するよう」市場を運営する（金商法 110 条）うえでも不可欠なものであると考えられまます。

他方、適時開示は株価に関連する情報を開示するという点では、法定開示の臨時報告書制度に類似しているとも言えまます。両者が重複する点は少なくないですけれども、適時開示は直ちに内容を開示することを求めるのに対して、臨時報告書は遅滞なく開示することを求めるものです。大きな災害などがあつた場合、適時開示としては大体数日以内に被害の状況を公表して、数か月ほどしてから臨時報告書で詳細な被害額等を開示するといったことが多いので、一応役割分担はできているのかなと思ひまます。

3. 会社情報適時開示ガイドブックの規制根拠

次に、前回伊藤先生より問題提起のありまましたガイドブックの規制上の根拠というところでは、

この分厚い本ですけれども、これは極めて詳細に定めが置かれていまして、本日の報告でも随所で参照させていただきます。実務上も幅広く利用されているのではないかと思ひまます。

上場会社は、上場契約者におきまして上場規程等を遵守することが求められていまます。しかしながら、上場規程等の中にはガイドブックのガの字もありません。それならガイドブックが上場会社を拘束する根拠は何かというお話だつたかと思ひまます。

ガイドブックは原則として上場規程等をまとめたものと言えまますけれども、より詳細に上場規程等にはないような定めを置いているところも少なくありません。例えば、上場規程 402 条に開示すべき決定事実や発生事実の細目の定めが置かれていまして、開示内容につきましては規程施行規則 402 条の 2 に定めが置かれていまますけれども、これは全てに共通する抽象的な開示内容で、網羅的なものではありません。1 項 1 号で、決定事実については決定した理由、発生事実は発生の際緯、2 号でその概要、3 号で今後の見通し、4 号でその他投資判断上重要と認める事項を開示せよというだけでありまして、個別具体的な開示事項はガイドブックを見ないと分からない形になっていまます。また、ガイドブックにありまます開示に関する注意事項にも、重要な事柄が記載されていまます。

株価を変動させる情報は多様でありまして、網羅的に規定を設けることは難しく、プリンシプルベースの規制を使わざるを得ない側面もあると思ひまます。上場規程のプリンシプルベースの規制部分ですとか、極めて詳細な手続上の問題につきまして、ガイドブックで詳細な定めを置くという考え方もあり得るとは思ひまますが、ことさらガイドブックを上場規程の外に置く必要があるのかどうか、これは疑問が残るところです。その理由としましては、上場規程の一部となれば——よく分からないのですけれども——、煩雑な改正手続が必要となるので、柔軟に対応できるようにしたいということなのか。あるいは、沿革のところで見まましたように、上場規程化される前からガイドブックで運用してきたので、それで足りるという理解なのか、私も十分には分かりまませんでした。後ほどご議論いただくといいよりも、東証の方にご

示唆いただいた方がいいかと思えます。

II. 各論的検討

1. 適時開示概要

(1) 手続きの流れ

①開示前に取引所に事前説明（上場規程 413 条）

開示前に取引所に事前説明することが上場規程 413 条に定められています。

ガイドブック（28 頁）によりますと、会社の側から説明に向くのではなく、TDnet に開示資料をオンライン登録した場合に、東証が上場会社ごとに設定している「上場会社担当者」が、上場会社に対して通例 30 分以内に直接電話をして説明を求める形をとる、とのこと。取引所が開示内容を直接確認し、そこで必要があれば訂正等の指示がされるのではないかと思います。

なお、「事前説明」とは別に、ガイドブックには「事前相談」を定めるものがあります。これも上場規程に定めのないガイドブック固有のルールです。例えば、「公表予定日の遅くとも 10 日前までに必ず東証まで事前相談を行うようにしてください」などというものです。これらの多くは、複雑なルールが別途設けられているものがありまして、例えば MSCB の発行ですとか、敵対的防衛策をとる場合ですとか、開示のみならず、それらの別途定められている手続きが遵守されるよう取引所として事前に対応し指導するものかなというふうに推察するのですけれども、これはよく分からなかったところです。

②会社情報の開示の方法（上場規程 414 条）

会社は TDnet により開示に係る資料を取引所に送信しまして（2 項）、TDnet を利用して情報を開示します（1 項、6 項）。もちろん、TDnet によらず資料等を送ることも認められています、恐らくほぼ全ての会社が TDnet を利用していると思えます。

ちなみに、適時開示が求められる情報について会社が自社のウェブサイト等で開示する場合には、

TDnet で開示された後に行うことが上場規程 413 条の 2 で求められています。その場合には、インサイダー取引防止のため、外部者が当該情報に不正にアクセスできないよう、アクセス制御を適切に講ずることなどが求められています（ガイドブック 28 頁）。

③開示内容の中止、変更、訂正（上場規程 416 条）

既に開示した会社情報について中止や変更の事情が生じた場合には「開示事項の中止・変更」として、訂正すべき事情が生じた場合には「適時開示資料の追加、訂正又は説明」として、開示することが義務付けられています（ガイドブック 29 頁）。

(2) 照会事項の報告・開示（上場規程 415 条）

上場会社に関する未公表の情報が新聞報道されたりインターネット上などでうわさが流布したりしている場合に、情報の真偽を確認する必要があり、そのために照会制度が設けられています。会社情報に関し東証が必要と認めて照会を行った場合には、直ちに照会事項について正確に報告することが義務付けられているということです。照会に係る事実につき開示することが必要かつ適当と東証が認める場合には、直ちにその内容を開示することが求められています。

また、この制度に関連しまして、業務規程において別途「売買停止制度」（業務規程 29 条）ですとか「注意喚起制度」（業務規程 30 条）というものが定められています。また、金商法上は、フェアディスクロージャー・ルールに関わる場合もあるかもしれません。

(3) 開示審査（上場規程 412 条）

適時開示の適正性を確保するために必要かつ適当と認めるときに、開示審査というものが行われています。

開示審査制度は、開示された情報に虚偽はないか、適切か、といったことをチェックするもので

して、開示すべき情報を開示していない場合には、照会制度などが利用されることになるのではないかと思います。

以上が手続の流れです。

2. 総則的な規定

総則的な規定が二つありますので、それを先に見ておきたいと思います。

(1) 誠実な業務遂行（上場規程 401 条）

「上場会社は、投資者への適時、適切な会社情報の開示が健全な金融商品市場の根幹をなすものであることを十分に認識し、常に投資者の視点に立った迅速、正確かつ公平な会社情報の開示を徹底するなど、誠実な業務遂行に努めなければならない」というものです。

これは第4章「上場管理」の第1節総則の規定でありまして、本日扱います第2節「会社情報の適時開示等」に加えて、第3節「上場後の手続」、第4節「企業行動規範」などの総則的な定めとなっています。会社情報の開示を中心とした誠実な業務遂行に関する基本理念を説くものでありまして、何となく金商法で金融商品取引業者に求めている誠実公正義務に似たようなものかなという印象を持ちました。

(2) 適時適切な会社情報の開示の実践（上場規程 411 条の2）

第2節「会社情報の適時開示等」に適用される規定でありまして、上場規程 402 条などに定める適時開示が最低限の要件、方法等を定めたものであることを明らかにしています。それゆえ上場会社は、会社に生じた情報の個別具体的な事情に照らして、投資者の投資判断に影響を与えると想定される事情が存在する場合には、その内容の適時開示を積極的に行うことが求められています（ガイドブック 26 頁）。

本条の性格としましては、投資判断に影響を与えるような事態が生じた場合には迅速に開示せよ

という適時開示全般に妥当するプリンシプルベースの規定と位置付けることができるのではないかと思います。投資判断に影響を与える情報は多種多様ですが、金商法のインサイダー取引規制は刑事罰規定でもあるため、罪刑法定主義の明確性の原則との関係で細目が定められています。適時開示におきましては、このプリンシプルベースの規定で足りると考えることも不可能ではありません。しかし、細目を定めないプリンシプルベースでは、規定の遵守を求められる上場会社の判断が難しくなりますし、規制が不明確なためにかえって遵守されないおそれがあるということは、適時開示の沿革で述べたとおりです。それゆえ、現在のようなルールベースの規定を併用した上場規程になっているものと思われます。

ただし、上場規程 402 条以下で個別的に定められている決定事実や発生事実などにはそれぞれバスケット条項が設けられていますので、本条を根拠に開示が必要となる場面というのは、実際には極めて限定的ではないかという気がします。

3. 会社情報の開示（上場規程 402 条）

(1) インサイダー取引規制との比較①～重要事実の内容

インサイダー取引規制と適時開示規制は極めて類似していると述べましたが、異なる点も少なくありません。大筋では金商法のインサイダー取引規制と重要事実の範囲は同じですけれども、適時開示規制の方がより広く詳細に定められています。

上場規程 402 条 1 号の決定事実について申し上げますと、a～z は金商法や有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（以下「取引規制府令」という）とほぼ同じですけれども、aa 以下は適時開示独自の定めとなっています。

また、金商法 166 条 2 項 3 号の売上高等の予想値に差異が生じた場合に関する規定については、上場規程 402 条ではなく、予想値の修正等として上場規程 405 条に別途定めが置かれています。

(2) インサイダー取引規制との比較②～軽微基準の定め方

次に、軽微基準の定め方についても若干の違いがあります。

まず、適時開示規制では、軽微基準を定めない場合も少なくありません。金商法のインサイダー取引規制で軽微基準が定められていても、例えば組織再編ですとか剰余金の配当、あるいは株式の分割などのように軽微基準が設けられていないものも少なくありません。

それから、軽微基準にも違うところがあります。金商法のインサイダー取引規制では、原則的に売上高など上場会社単体の指標が基準になりますが、適時開示規制では、連結売上高など連結の指標も併せて基準になっています。また、インサイダー取引規制では売上高・総資産・純資産等に対する比率で基準が示されていますが、適時開示規制ではこれに経常利益ですとか当期利益に対する比率が加わります。

投資判断に与える影響として、売上高などと並んで利益も重要であることや、連結ベースでの企業分析が一般的に用いられていることから、このような形をとっていると説明されますが、個人的には、適時開示規制の方が取引規制府令よりも合理的なルールではないかと考えます。

(3) インサイダー取引規制との比較③～開示時期

発生事実につきましては、事実を認識した時点で直ちに開示が求められるので大きな問題はありません。問題になるのは決定事実の方です。

インサイダー取引規制では、ご案内のように判例上（日本織物加工事件最高裁判決（最判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁））、「商法所定の決定権限のある機関には限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関」の決定がなされた段階で決定の時期を捉えています。適時開示規制も、基本的には同じタイミングで決定時期を捉えています。

すなわち、「取締役会決議などの形式的な側面にとらわれることなく、実態的に判断することが求められ、上場会社自らの意思による決定事実については、会社の業務執行を実質的に決定する機関による決議・決定が行われた時点での開示が必要になります」とガイドブックでも説明しています（27頁）。

とはいえ、実務上は、株主総会決議事項及び取締役会決議事項につきましては、取締役会決議後直ちに開示するのが一般的でありまして、これを前倒して開示している事例は、私は見たことがありません（これに関連して、伊藤祐介「適時開示制度の概要について（前編）」（月刊監査役673号61頁）参照）。株主総会決議事項についても、取締役会で総会に付議することを決定したときに開示するという点は要注意などところではないかと思われ（ガイドブック51頁）。

(4) 決定事実（上場規程402条1号）

次に、決定事実から各項目をかいつまんで見ていきたいと思います。

a…募集株式・募集新株予約権の発行等

募集株式発行、自己株式処分、募集新株予約権の発行、自己新株予約権の処分、株式・新株予約権の売出しを行うことを決定した場合に直ちにその内容を開示することが求められています。

敵対的買収防衛やMSCB、MSワラントについては別途特別な定めが置かれています。これは加藤先生が今年6月の本研究会で扱われたところですので、そちらに譲りたいと思います。

開示事項は、公募増資か株主割当・第三者割当などの割当形態に応じて開示すべき項目が詳細に定められています。

第三者割当の場合には、原則10日前までに事前相談することが求められています（ガイドブック64頁）。

売出しにつきましては、大株主（大口新株予約権者）が保有する株式（新株予約権）を処分する

ものでありますから、厳密に言うと、決定事実というよりも発生事実に近いようにも思えます。しかし、事前に会社が株主等と交渉したうえで行われるのが一般的ですし、上場会社が開示手続をとることは確かですので、ここに分類されているのだと思います。

売出しとやや類似したものとして、立会外分売も適時開示の対象となっています。(事務局補注：立会外分売については、東証業務規程 46 条 2 項において、取引所による分売要領発表前の取引参加者の買付勧誘が原則として禁止されているところ、例外的に、発行体が報道機関に対して分売を公開し取引所に通知のうえその旨開示がなされれば、買付勧誘が認められるとされていることもあり、立会外分売の実施に係る証券会社及び上場会社の実務において、慣行的に開示が行われている。)

本項目に該当する場合には、同時に p「業務提携」や発生事実の b「主要株主・筆頭株主の異動」などに該当する場合がありますので、それらについても開示することが求められます。

公募増資の場合には、開示項目の一つである払込金額は未定で、「払込金額の決定方法」としてブックビルディング方式によるとするのが通例であるため、募集株式の発行等の決定の開示がなされた後も、引き続き「発行価格等の決定に関するお知らせ」があり、オーバーアロットメントが行われた場合は「第三者割当増資における発行株式数の確定に関するお知らせ」などが適時開示されます。

次に、IPO につきましては、上場前に適時開示はされません。ですから、該当する場合は上場後にオーバーアロットメントの結果だけが突然開示されることが多いです。募集・売出し段階では市場で売買されていませんので、当然といえば当然で、投資家は必要があれば有価証券届出書等で内容を確認すればよいということではないかと思われます。

軽微基準については、募集株式の発行等による払込金額が 1 億円未満の場合には適用除外と、規

程施行規則 401 条 1 項 1 号に定められています。

e…自己株式の取得

業務執行を決定する機関が会社法 156 条 1 項等の規定による自己株式の取得を行うことについての決定をした場合に、開示が求められます。一般的には、取締役会で株主総会に議案を付議することを決定した段階で開示されます(ガイドブック 126 頁)。株主総会で決議が成立したこと自体は開示対象ではありません。また、会社法 165 条 2 項に基づく定款授権の自己株式取得につきましては、開示事項の an「定款の変更」に基づいて、取締役会で株主総会に付議することを決定した時点で開示が求められまして、取締役会で株主総会に付議することを決定した時点で開示がなされるという段取りになるのではないかと思います。

また、自己株式の取得期間前に取得が終了した場合にも適時開示が必要となると示されています(ガイドブック 123 頁)。

株決議について開示すれば、個別の取得の決定については、インサイダー取引規制上適用除外(金商法 166 条 6 項 4 号の 2)とされていることを踏まえ、適時開示規制においても開示は求めていないと説明されています。たしかに会社法 156 条 1 項は自己株式の取得の株決議についての規定なのですが、本当に個別の取得について開示しなくてもよいのかどうかにつきましては、個人的にはしっくり来ないところがありまして、考えがまとまりませんので、もし議論があれば後ほど問題提起いただければと思います。

個別の取得の決定も重要事実であることには変わりがないので、ガイドブックでは、取得後は速やかに「取得対象株式の種類、株式の総数、取得価額の総額」を適時開示することが求められています。しかしながら、事後開示については、特定の株主からの取得ですとか、ToSTNeT などによる取得はともかく、信託方式や投資一任方式で市場取得する場合には、そのような開示をすることは恐らく会社としても無理ではないかと思われます。

この場合は、自己株券買付状況報告書（金商法 24 条の 6）の法定開示におきまして定期的に処理状況を示すほかにはないかと思われま

す。自己株式の消却をする場合は別途開示が必要となると言われていまして、これはバスケット条項の対象となるのではないかと思われま

f…株式・新株予約権の無償割当て

軽微基準は設けられておらず、ライツオフアリングで使われる場合は、コミットメント型とノンコミットメント型で開示事項が異なるという説明がありました。

g…分割又は併合

インサイダー取引規制（金商法 166 条 2 項 1 号へ）では分割のみですけれども、こちらでは分割に加え併合についても定めが置かれています。また、分割につきましても取引規制府令で軽微基準が設けられていますけれども（取引規制府令 49 条 1 項 3 号）、適時開示規制では設けられていませ

ん。株式併合がスクイーズアウトで使われる場合には、対応した開示が別途必要となります。これは飯田先生が以前ご報告されたところかと思いま

h…剰余金の配当

す。インサイダー取引規制（取引規制府令 49 条 1 項 4 号）と異なり、剰余金の配当につきましても軽微基準はありません。前期と変更がない場合も無配とする場合も、全て開示対象とされています。

剰余金の配当に類似するものとしてしばしば適時開示されているものには、株主優待制度の創設や内容の変更、廃止がありますけれども、これもバスケット条項に基づいて開示対象となるのではないかと思われま

i…株式交換

j…株式移転

k…合併

l…会社分割

i～l の四つをまとめて「組織再編」とされています。軽微基準はなく、簡易・略式の区別もなく、完全子会社との組織再編や休眠会社との組織再編等業績に与える影響が軽微なものについても開示せよとガイドブックには定められています（168 頁）。これがどうしてなのか私にはよく分かりませんが、この後にあります「事業譲渡等」には軽微基準がありますので、組織再編についても何か軽微基準があってもいいのではないかと思うのですが、後ほどご教示賜れば幸いです。

開示時期は、株主総会決議が必要な組織再編であっても、例えば合併契約締結時点で開示が求められ（ガイドブック 179 頁）、合併契約を承認する議案を総会に付議することについては、開示は不要のようです。これについては、招集通知の議案として開示されるということではないかと思われま

m…事業譲渡等

す（規程施行規則 420 条 1 項）。一部譲渡の場合の軽微基準は、既に述べたとおり、インサイダー取引規制の基準に連結基準、利益基準が加わるということです（規程施行規則 401 条 2 号）。事業の譲受けのほか、他の項目につきましてもおおむね同じような基準が用いられていま

o…新製品等の企業化

す。先ほどの事業譲渡等の軽微基準と同じく、「当該企業化による連結売上高の増加見込額が直前連結会計年度の連結売上高の 10% に相当する額未満」等の三つの要件を満たした場合には、開示は不要とされています。

これについては 3 点ありまして、一つ目は、影響が軽微なものは除くということですけれども、石田先生がフェアディスクロージャー・ルールについてご報告された折に、東証の方から、新製品を宣伝する目的で適時開示をするような企業があって、こういうのは問題だというお話がありまし

た。不適当なものは、恐らく前述の事前説明等において排除することになるのではないかと考えられます。

二つ目に、該当するか否かの判断ですけれども、新製品の企業化というのはなかなか判断が難しい場合が少なくないと思うのですけれども、「該当しないことが明らかでない場合を除く」とあるので、明らかに影響が軽微な場合以外は開示が必要になるのではないかと考えられます。

三つ目に、会社の売上等への影響と株価への影響とは別ではないか、というちょっとした問題提起です。重要な情報のみ開示させるために実務上基準を求める必要があること、また、基準が客観的に明快なものでなければいけないということで、軽微基準が定められているということは十分に理解できると思います。ただ、軽微基準の枠内であっても、投資判断に重要な影響があるものがあるのではないかと考えられます。

例えば、仮にP社の競争相手のQ社が画期的な新製品の販売を開始して売上げ等を伸ばしたとします。この場合、当該製品の市場規模が一定だとすると、Q社の株価は上昇して、P社の株価は下落することが予想されます。このとき、P社がQ社と同等あるいは同等以上の品質・性能を有する新製品を販売することを決定したとします。公表されれば恐らくP社の株価は反転上昇に転ずることが予想されます。ここで軽微基準の要件を当てはめると、P社の連結売上高や利益等は前期と比べて大きな影響は受けない可能性がある。競争相手にマーケットシェアを奪われて本来売上高や利益が大幅に減少するだろうと皆が予想していたところ、そうはならなかったということで、軽微基準を直接当てはめると開示は不要ということになります。しかしながら、P社の株価は売上げ・利益の将来的な減少を予想して下落していたわけですから、新製品の販売によって、たとえ売上高や収益が変わらなくても、売上等の減少を回避するという事実は株価上昇の材料になるはずで、そうであれば、軽微基準に該当する場合であっても

開示が必要な場合は残りうると解すべきであり、これは新製品等の企業化についてだけでなく、適時開示一般に言えることだと考えています。開示の根拠はバスケット条項になるのかなという気はします。

p…業務提携・業務提携の解消

軽微基準が設けられています(規程施行規則401条4号)。

u…上場廃止等

上場会社の申請による上場廃止の場合です。海外の取引所等における預託証券の上場についても開示が必要となります。

x…公開買付け

業務執行を決定する機関が公開買付けを行うことについての決定をした場合に、開示が求められます。自社が公開買付けの対象となる場合は次のyに該当します。

公開買付けの適時開示が行われた数日後に公開買付開始公告がなされるのが一般的です。他社株式に対するもの、自社株式に対するもののいずれも対象となります。軽微基準等は定められていませんので、公開買付けが義務付けられる場合のみならず、つい数か月前に伊藤忠がデサントに対して行った公開買付けのように、法律上公開買付けの手続を義務付けられていない一部株式に対する公開買付けの場合にも、開示が必要だということです。

期間の延長、買付条件の変更を行う場合には、「開示事項の変更」として開示が必要となり、公開買付けが終了した場合にも、結果を開示する必要があります(ガイドブック186頁)。

公開買付け後に二段階買収が行われる場合には、当該二段階目の行為について決定した時点で開示することが必要だということですが、近年は公開買付け時点で株式等売渡請求ないし株式併合により完全子会社化する等の開示がされるのが一般的

ではないかと思われます。

MBO につきましては、既に飯田先生が担当されたところですので、そちらに譲りたいと思います。

y…公開買付け等に関する意見表明等

x は自社が公開買付けを行う場合の開示であるのに対して、y は公開買付けの対象会社になった場合の開示です。

自社株券に対する公開買付けが行われることを知った場合にも、その旨を開示することが求められます。公開買付け者が上場会社であれば、相手方により x で適時開示がなされるのですが、公開買付け者が非上場会社である場合には、公開買付け者のプレスリリースを参考資料として自社の開示資料に添付することが求められるということです（ガイドブック 210 頁）。自社が公開買付けの対象となる場合の開示は、決定事実ではなく、発生事実に分類されるのではないかと思われます。

なお、公開買付けに関連しまして、支配権争奪の手段として、近年委任状争奪戦が行われることが少なくありません。結果次第では株価が変動するものですから、投資者の投資判断に及ぼす影響は少なくないと考えられます。そのため、会社が委任状勧誘を行う場合には適時開示の対象に含まれると考えるべきです。

他方、株主が委任状勧誘を行う場合につきましても、自社が公開買付けを受けた場合に準じて会社が適時開示をすべきではないかと思われます。株主による委任状勧誘は、適時開示をする会社もありますけれども、どちらかというに適時開示されないことの方が多いようです。会社が適時開示することで当該事実が周知され、株主側に有利になるのを避けたいのだろうかと思っております。私などは邪推してはいますが、実務的にはそうではないかと思われま

す。2019 年 6 月の LIXIL グループの定時株主総会では、会社は委任状勧誘を行ったのですが、当初はその開示はなされていませんでした。しかもその委任状は、会社提案に賛成の委任状しか受

け付けないという特殊な内容だったので、投資判断上重要な情報と言えました。もしかしたら東証の照会手続によるのかもしれませんが、事後に会社は開示をしたのですが、委任状勧誘の扱いについてはどうも徹底されていないように思われます。近年、委任状勧誘を利用する機会が増えてきていますので、委任状勧誘の開示についてもガイドブック等に記載した方がよいのではないかという気がしています。

z…役員・従業員に対するストックオプションの付与

有利発行に該当するものとして株主総会に付議する場合には、取締役会で付議内容を決定した段階で有利発行に該当する等の適時開示をして、総会後に取締役会が総会の委任に基づいて募集事項を決定した場合には、その内容についても適時開示することが求められるとガイドブックには書かれていましたが（159 頁）、一般的には、ストックオプションは新株予約権の有利発行としてではなく、取締役報酬として議案が上程されるので、それを付議する場合に開示が必要になるのではないかなという気がしました。

それから、「その他のストックオプションと認められるもの」とは、当該会社・子会社の役員・従業員以外、例えば関連会社の役員・従業員に付与される場合を意味するとガイドブックには書かれています。この場合には、a の新株予約権の第三者割当に該当する場合がありますので、そういう場合は適時開示がまた必要になるということです。

aa…代表取締役又は代表執行役の異動

代表取締役等の退任等により、後任者が決定されていなくともその時点で開示が必要となり、その後、後任者が決定された時点でも開示が必要になります。

それから、CEO——最近この肩書を付ける会社が多いですけれども——が異動するとき、それが代

表取締役等の異動に該当しない場合であっても、開示することが望ましいとされています。

ab…人員削減等の合理化

こちらにも軽微基準が設けられていますが、連結の売上高・経常利益・当期利益等における見込みの減少幅で軽微基準が設けられていまして（規程施行規則 401 条 10 号）、一見するとおかしな定め方であるように思われます。というのは、端的に人員の削減比率、人数の数値基準で軽微基準を定めればいように思えるのですけれども、そうしない理由の一つには、投資判断に対する影響を連結の売上高・利益等で測るという上場規程の基本姿勢があることに加えて、この「合理化」というものが人員の削減ばかりではなく、コスト削減を目的とする施策一切、例えば給与・賞与のカット、有利子負債の圧縮、支店・営業店舗の統廃合などが入る（ガイドブック 284 頁）ため、こういう定め方になっているのかなと思いました。

人員等の合理化が、「業務遂行の過程で生じた損害」（退職金の計上見込額など）等の開示項目に該当すること、「業績予想の修正等」の開示が必要となることもあるということです（ガイドブック 284 頁）。

ac…商号・名称の変更

商号等の旧字体から新字体への変更なども広く含まれるということです。ただし、英文表記や呼称の変更は含まれません。商号は定款記載事項ですので、変更があれば an「定款の変更」としての開示も必要となります。ただし、定款変更は後に見ますように軽微基準が設けられており、些細な定款変更は開示対象ではありません。

商号変更で株価が変動するとは思えず、投資判断上の重要性がどれほどあるかは疑わしいです。かつてドットコムバブルで、社名にドットコムを付ければ株価が上がるということもありましたが、あれは極めて例外的な現象ではないかと思われま

す。この趣旨としましては、商号変更の適時開示を通じて当該事実が周知徹底されることを目的とするもの、あるいは商号変更で当該会社の同一性が市場で誤解されるようなことがないよう周知徹底することにあるのかなというふうに思われます。

ad…単元株式数の変更等

2018 年 10 月に、上場会社の株式については単元株が 100 株に統一されたので、将来的にはこの規定は削除されるのかなと思います。

an…定款の変更

前述のように軽微基準が設けられていまして、定款変更の理由が次のいずれかに該当する場合には開示は不要であるとされています（規程施行規則 401 条 12 号）。

- ・法令の改正等に伴う記載表現のみの変更
- ・本店所在地の変更
- ・その他投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして取引所が認める理由

影響が軽微であると取引所が認める定款変更の具体例としましては、公告の電子化、責任限定契約に関する事項の新設及び変更、役付取締役に関する事項の変更及び取締役の任期の短縮などがあると、ガイドブックで説明されています(311 頁)。これでよいのか、もう少し広いのか狭いのかは、必要があればご議論いただければと思います。

aq…株式等売渡請求に係る承認又は不承認

平成 26 年会社法改正によるもので、発生事実 n の 2 「特別支配株主による株式等売渡請求等」が行われた後、この開示が行われることとなります。

ar…いわゆるバスケット条項

①該当事実の扱い

会社が特定の情報が開示対象になるか否かについて事前相談していれば、取引所が開示の要否や開示すべき事項を指示することができます。会社に関連する資料を TDnet に登録した場合も、取引所側が説明すること等を通じて適切な開示が図ら

れるのではないかと考えられます。

他方、これに該当する情報がありながら開示を怠っていた場合にはどのように対応するのかというのは、一応問題になるかと思われまふ。既に当該情報がメディアやインターネットに流れているのであれば、取引所が照会制度を利用して開示させる（上場規程 415 条）という流れになるのかなと思われまふ。

②対象事項

抽象的に言う、前述の軽微基準に該当しない決定事実が全てこれに該当するとされています（ガイドブック 324 頁）。該当しないことが明らかでない場合も含まれますので、これに該当する範囲というのは極めて広いと思われまふ。ただ、軽微基準に該当しない決定事実という説明でよいのか、ちょっと疑問に思うところもあります。

もちろん、ガイドブックは軽微基準に当たらない決定事実を開示せよというだけで、軽微基準に当たるものは開示しなくてもよいとは言っていないので、全くおかしいと言うつもりはありません。ただ、投資者の投資判断に影響があるか否かは、株価関連情報であるか否かが問題でありまして、当該会社の売上高への影響が関係するのは確かですけれども、それに限らないのではないかといいことです。しかし、これは先ほど新製品等の企業化のところでも述べたことと重複しますので、問題提起だけさせていただきたいと思われまふ。

（5）発生事実（上場規程 402 条 2 号）

a～c は金商法の発生事実とほぼ同じで、d～n は取引規制府令に挙がっているものです。n-2～z は適時開示規制特有の定めです（会社法改正を踏まえたもの等）。

a…災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害

「災害に起因する損害」又は「業務遂行の過程で生じた損害」（営業損失、営業外損失又は特別

損失に計上されるべきもの）が発生した場合であって、かつ軽微基準に該当しない場合には直ちにその内容を開示することが求められるとして、規程施行規則 402 条 1 号に軽微基準が定められています。

決定事実で多く用いられている軽微基準と異なり、売上高基準が入っていませんが、これは損害の評価の仕方ですので、純資産額や経常利益、当期利益との比率で評価する必要はあっても、売上高比率で損害の影響といったものを示すのはあまり意味がないからではないかと思われまふ。

軽微基準に該当しても、バスケット条項 (x) により開示が必要となる場合もあると思われまして、これは日本商事事件を思い出せばお分かりになるかと思われまふ。

この事実の発生による影響の見込額と他の要因により生じる影響額とを合算すると業績に大きな影響が出ない場合でも、この事実の発生による影響の見込額自体が基準に該当すれば開示が必要になるとガイドブックでは説明されています（324 頁）。最初どういうことかよく分からなかったのですが、恐らく当該事実だけ进行评估して軽微基準に当たるかどうかを考えよということではないかと考えました。

開示事項は、「損害・損失の内容」「今後の見通し」ですけれども、「損害・損失の見込額の算定に時間を要する場合には、損害・損失の見込額が現時点では不明である旨（概算額が分かる場合はその額）を開示」すれば足りると書かれています（ガイドブック 330 頁）。臨時報告書は適時開示よりも遅く、損害額が判明した時点で提出されるので、それで知ればよいということでしょう。

b…主要株主・筆頭株主の異動

主要株主とは、金商法 163 条 1 項に規定する、自己又は他人名義で 10%以上の議決権を保有する株主をいうということです。

名義書換えの有無は問わず、新株発行を決定したこと、主要株主から連絡を受けたことなどによ

って異動が確実に認められた時点、異動を確認した時点で開示をする必要があります。大量保有報告書で確認した場合にも適時開示が必要となりますが、報告された所有株式数と名義ベースでの所有株式数が異なる場合には、参考として名義ベースの株数も記載せよというふうに言われています（ガイドブック 336 頁）。

c …上場廃止の原因となる事実

上場廃止の原因となる事実は、上場規程第 2 編第 6 章に定める上場廃止基準をご参照ください。

d …訴訟の提起又は判決等

財産上の請求に係る訴えが提起された場合、又は当該訴えについて判決があった場合、若しくは当該訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結した場合に開示が求められます。

この項目には、訴訟の目的の価額について軽微基準が定められています（規程施行規則 402 条 2 号）。注意しなければいけないのは、訴訟の見通しがどのようなものであっても、訴訟の目的額等が軽微基準に該当しないときには開示が必要となるということとして、明らかに会社が勝つ場合であっても開示せよということです。

訴えの提起には、下級審判決に対する上訴があった場合等も含むということでありまして、会社が原告となって訴えを提起する場合には開示は求められていません。訴訟を提起された場合だけです。

財産上の請求に係る訴えが対象になるので、これに該当しない訴訟提起につきましては、必要に応じてバスケット条項での開示が求められるということではないかと思われます。

g …親会社、支配株主の異動

b と重なる場合が少なくありませんが、g では親会社等の概要の記載が比較的詳細に求められています。また、発行済株式数の増加により既存の親会社の議決権比率が 50% を下回った場合など、

所有株式数に変化がない場合であっても開示が必要となります。

n の 2 …特別支配株主による株式等売渡請求等

当該決定の会社への会社の対応方針が記載事項とされており、承認・不承認の決定をした時点で決定事実 aq として開示が必要となることはお話ししたとおりです。

o …株式・新株予約券の発行差止請求

ガイドブックの 379 頁では、当該仮処分を求める申立てがなされたことを知った場合にも開示が必要とありますが、この場合は上記 e 「仮処分命令の申立て又は決定等」という項目が別途ありますので、こちらで開示されるのか、あるいは o の方で開示されるのか、ちょっと私には分かりません。いずれにせよ開示対象であるのは変わらないので、細かいことを言っても仕方がないのですけれども。

ガイドブックでは、新株発行無効の訴えが提起された場合又は当該訴えについて判決があった場合も開示せよとされていますが、上場会社では考えにくいのですけれども、新株発行不存在確認の訴えも当然これには入るのでしょう。項目としては、「財産上の請求に係る訴え」ではないので、これもバスケット条項に入るのかなというふうに考えました。

p …株主による株主総会招集請求

開示事項は、請求者の概要、請求が行われた年月日、請求の内容（総会の目的事項、招集の理由）、当該請求への会社の対応方針、その他投資者が会社情報を適切に理解・判断するために必要な事項です。

q …保有有価証券の含み損

保有有価証券の全部又は一部について、連結会計年度又は四半期連結会計期間の末日における時価額が帳簿価額を下回った場合には開示が求めら

れます。この場合、規程施行規則 402 条 9 号で軽微基準が設けられています。

q は含み損についての開示ですが、保有有価証券の評価に関する適時開示については、評価損を計上した場合に a 「災害に起因する損害又は業務執行の過程で生じた損害」に該当し、評価益を計上した場合に x 「その他上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券に関する重要な事実」に該当するなど、他の項目で開示が必要となります。

t …公認会計士等の異動

「公認会計士等の異動」とは、上場会社の公認会計士等が退任することや、会社の監査を担当していなかった公認会計士等が新たに監査担当に就任することなどをいいます。監査法人内の業務執行社員の異動については、当該開示の対象には含まれません。監査法人の合併で、解散する監査法人の監査証明等を受けている会社は開示が必要となります。

v …監査報告書等に不適正意見等の記載

開示事項として監査報告書等の内容が含まれますが、2020 年 3 月期からは意見の根拠も記載されるので、その内容も開示されます。

w …株式事務代行委託契約の解除通知の受領等

株式事務を東証の定める代行機関に委託することを義務付けているため（上場規程 424 条）、委託しないことになった場合は上場廃止となります。

x …その他上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事実

発生事実におけるバスケット条項が x に定められていまして、個別列挙している項目以外で上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事実で投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものについて開示を求めるものです。

ここでも発生事実などの軽微基準に該当する場合は例示されていますけれども、決定事実で述べたとおり、軽微基準に該当する場合であっても、この x に該当するものがあるのではないかという問題提起だけさせていただきたいと思います。

3. 決算短信等（上場規程 404 条）

（1）決算短信の開示

決算や四半期決算情報の速報版である決算短信・四半期決算短信について定めるものです。決算の内容が定まったときには、直ちにその内容を開示することが義務付けられていますが、投資者の投資判断に与える影響の重要性を踏まえて、決算期末の経過後速やかに決算の取りまとめを行うことが望まれ、決算短信につきましては、遅くとも決算期末後 45 日以内の開示が適当で、30 日以内の開示がより望ましいと要請されているところです（ガイドブック 405 頁）。50 日を超えた場合には、理由を開示する必要があるとされています。

従来は立会終了後に開示されることが多かったように思いますが、情報伝達の迅速化などを踏まえて、立会時間中であるか否かを問わず、迅速な開示が求められているところで、最近は立会時間中の開示もかなり頻繁に行われていることはご案内のとおりです。

（2）2017 年の改定

決算短信につきましては、2017 年に金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループの報告を受けまして簡素化されたところです。2017 年 3 月期から決算短信等の簡素化が図られ、決算短信・四半期決算短信の開示の自由度を高めるとともに、速報としての役割に特化するため、作成要領等を改定しました。取引所が定める短信の様式のうち、本体である短信のサマリー情報については、上場会社に対して課している使用義務を撤廃して、付属資料である短信の添付資料と同様、短信作成の際の参考様式として、上場会社に対してその使用を要請することに改められました。

さらに、監査・四半期レビューが不要ことの明確化（ガイドブック 406 頁）、速報性に着目した記載内容の削減、開示を要請している事項の限定等による自由度の向上が実施されています。

（3）将来予測情報の開示の要請

個別業績予想などの将来予測情報を開示することが要請されています。背景や前提条件など投資者の理解を促す情報の開示が推奨されます。

4. 予想値の修正等（上場規程 405 条）

（1）業績予想の修正（1 項）

上場会社に属する企業集団の売上高、営業利益、経常利益又は純利益について公表された直近の予想値（予想値がない場合には前年度の実績）と比較して新たに算出した予想値又は決算において差異が生じた場合には、開示が求められます。この開示義務には軽微基準が設けられていまして、新たに算出された予想値等が売上高で上下 10%、営業利益、経常利益、純利益で上下 30%の範囲内にとどまっていれば開示は不要とされています（規程施行規則 407 条各号）。

（2）配当予想、配当予想の修正（2 項、3 項）

剰余金の配当について予想値を算出した場合、公表された直近の予想値と比較して新たに算出した予想値に差異が生じた場合には、その内容を開示する必要があるとされています。

1 項の業績予想と異なり、配当予想の修正に軽微基準は設けられていませんので、常に開示が必要となります。

基準日が異なるものは別個の配当と扱われまして、例えば「中間配当 5 円、期末配当 5 円」を「中間配当取止め、期末配当 10 円」と変更する場合にも適時開示は必要だと説明されています。

業績予想や配当予想の修正についても、先ほどから再三述べています議論が妥当するよう思われます。市場の株価の動きを見れば分かりますように、業績予想の修正は、会社予想の修正幅の大

きさよりも、アナリストなどの外部の市場の専門家の事前予想とのずれの大きさの方に大きく反応するのが一般的です。つまり、重要性基準の範囲内に収まるものであっても、事前の市場予想との違いが大きければ株価は大きく反応するので、投資者の投資判断に影響を及ぼす。そうであれば、軽微基準に当たる場合でも、場合によると開示義務があるというふうに考えるべきではないかと思われま

す。最初、上場規程 411 条の 2 について、適用範囲はほとんどないのではないかと述べましたが、予想値の修正等については、バスケット条項のようなものはありませんので、軽微基準に該当する場合であっても、上場規程 411 条の 2 に基づいて開示することになるのかな、という印象もあります。

以上、報告を終わりたいと思います。どうもありがとうございます。

~~~~~

### 【討 論】

○伊藤 ありがとうございます。

ご報告の内容についてまとめて議論させていただければと思います。ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

### 【インサイダー取引規制と適時開示規制のバスケット条項の解釈】

○川口 本日のご報告では、インサイダー取引規制の重要事実との比較がなされていました。適時開示規制が導入されたとき、開示項目としてはインサイダー取引規制の重要事実と類似したものが定められました。これは、会社に重要情報があるからインサイダー取引が起こるので、それを開示させればインサイダー取引を予防することができるという趣旨であったかと思えます。その後、今日のご報告にもありましたように、適時開示の項目がどんどん増えているわけです。



他方で、当時から、適時開示規制とインサイダー取引規制に共通のものとして包括条項、すなわちバスケット条項があります。梅本先生は、適時開示規制で、このバスケット条項が広い範囲で適用されるという話をされました。もっとも、条文自体を見ますと、インサイダー取引規制の包括条項と全く同じなのですね。「投資判断に著しい影響を及ぼすもの」と全く同じ用語を使っています。同じ条文でありながら、適時開示規制の包括条項の適用を拡大していくというのは、どのように説明がつくのでしょうか。

○梅本 バスケット条項の解釈の仕方……。

○川口 はい。インサイダー取引規制と全く同じ条文を使っているながら、適時開示規制の範囲がより広がってきているという現状をどう考えたらよいかということです。

○梅本 うまく答えられるかどうかは自信がないのですが、インサイダー取引規制のバスケット条項は、規制当局が違反をした者に対する課徴金や刑事手続に移る際に用いられるものですので、ここについては、事実上あまり広くは考えられないのかなというふうに考えています。

これに対して、適時開示規制のバスケット条項は、重要事実が発生したかどうか微妙なときはとりあえず開示しておこうということですので、事実上たくさん開示されている。ただ、ご承知のように、関連情報かどうかというのは開示してみないと分からないものが少なくないので、事実上広がっていますけれども、理論的にはそこまで開示しなくてもいいのではないかという場合も少ないのかなという気がします。

それで、お答えになるのか自信はないのですが……。

○川口 法令と自主規制の規定が全く同じであったときに、両者で解釈を変えてもよいかどうかという話ですね。一般的には、解釈が異なるとして、それは、両者で規制の趣旨が違うからという説明になるのでしょうかね。ただし、規制導入当時は、列挙事項も同じで、おそらく包括条項の範

囲も同じと考えられていたのではないかと思います。その後、適時開示規制で開示事項が増えていますが、それにつれて、規定が同じまま、解釈により適用範囲が拡大されていることに、少し違和感があったということです。

○梅本 私の先ほどの回答はそういうことになるのですが、もしかしたらほかの先生方から違う意見があるかもしれません。

#### 【適時開示義務違反のペナルティー】

○船津 上場規程 402 条等に違反した場合にはどのようなペナルティーがあるのかという、前提を確認させていただきたいと思います。違反といってもどこまでが違反なのかというところもあると思うのですが、それとの関係で、若干話題がそれますが、ガイドブックどおりでないということは違反になるのかどうかということを含めてご教示いただければと思います。

○梅本 適時開示規制に違反した場合については、今年4、5月の本研究会で松井先生や伊藤先生が報告されましたように、上場規程に関するエンフォースメント、この総論的なところが妥当するのではないかとおぼれまして、改善報告書ですとか、違約金ですとか、極端な場合は上場廃止といったサンクションがあるのではないかという気がいたします。

ガイドブックに違反した場合にどうなるのかですけれども、これはむしろ私が取引所の方にお聞きしたいところです。実際に開示された場合を前提にして、例えば、会社が適時開示情報を TDnet で登録しましたと。すると、東証の担当者から事前説明を求める電話が入りました。そこで、こういった事実の開示が必要ですよということ、ガイドブックに記載された内容を示されました。ところが、会社はそれとは全く違うようなものを TDnet に載せようとしたと。資料を送付して、取引所はそれをそのまま開示するのかどうかというのは一つ問題になるのですが、それがそのまま載った場合に、取引所がどういう対応を

とるかということなのでしょうか。

そうであれば、まず開示審査にありますように、上場規程 412 条で、投資判断上誤解を生ぜしめるものではないこと、適正性に欠けていないことといった項目に該当するので——いや、そもそも該当するかどうかですね。上場規程にはどうやら違反していないけれども、ガイドブックどおりの開示項目を遵守していない。そうした場合に、東証の側で、開示審査でこれはだめだろうと、改善報告書を出せということになるのかどうかということなのでしょうか。

いや、私は流れを整理することぐらいしかできません。申しわけありません。

○伊藤 手続とともに東証にお教えいただいた方がいいかもしれないですね。まずは、ガイドブックどおりでない適時開示情報が載ることがあり得るのかどうかということですね。

そして、適時開示情報として載る前に東証のチェックが必ず入って、東証が許可しなければ適時開示情報として載らないのであれば、たとえガイドブックどおりでないとしても、東証の判断が既に入っているのだから大丈夫だと考えてよいかどうか。

そのあたり、もしよろしければお教えいただければと思うのですけれども。

○菊池（東証上場部統括課長） ※ 当該回の研究会に傍聴者として出席

東京証券取引所上場部の菊池と申します。

どこまでご質問の趣旨に沿ったお答えができるかというところはやや自信がない部分もありますが、ご報告の冒頭にありましたガイドブックというのはどういう位置付けなのだろうかということに関しましては、我々としましては、あくまでも規則の枠内の規則の解説書といたしますか、もっと分かりやすく言うと、上場会社の適時開示担当者が実際に適時開示を行ううえで参照する実務上のマニュアル、あるいは東証からこういったところに気をつけて開示をしてくださいという要請事項などを事細かに記載して取りまとめたものとい

うふうに認識しております。

したがいまして、例えば正式な処分として開示が不十分であるといったような改善報告書を求めるときに、ガイドブックどおりにやっていないからという理由は当然のことながら申しません。

ではどうするかというと、「手続の流れ」としてご報告いただきましたように、基本的に上場会社が適時開示をするときには、TDnet で正式に公表する前に、我々の方の上場会社担当者にドラフトを見せていただいて、必要であれば修正をお願いするという手続をとっております。

したがいまして、例えば、明らかにこれは記載すべき、投資判断上重要な事項であるのに書いていないという場合には、追記あるいは修正をするように上場会社担当者から要請します。そこについてはご報告の中にもあったように規則の条文がありますので、もし我々として開示が必要だと判断して、それについて記載が足りないという場合には、それを根拠とした何らかの指摘あるいは処分等の対象になり得るといふふうに思っております。

それから、結局規則に書いてありますのは、ご報告にもありましたように、重要と認める事項については書きなさいということですので、それが実質的な判断としてどうなのかということを事後的に判断していく。それは場合によっては争いになるのかもしれませんが、そういったところを意識しながら判断をしているということかと思えます。

お答えになりましたでしょうか。

○伊藤 ありがとうございます。

#### 【開示時期～インサイダー取引規制との比較】

○前田 先ほどのインサイダー取引規制との比較の話に戻らせていただきたいのですけれども、開示の時期について、レジュメの 6 ページで、ガイドブックでは適時開示規制とインサイダー取引規制との間で開示の時期は基本的に同じであるという立場がとられているというご説明がありまし

た。

しかし、インサイダー取引規制との関係では、例えば合併の場合で言いますと、具体的な会社と合併の交渉を始めるということを社長が側近の役員と相談して決めたということでも、恐らくは合併を行うことについての決定があったと従来は考えられてきたのではないかと思います。インサイダー取引規制の趣旨からすると、決定があった時期を早めにとらないと不公正な取引を抑えられないことになると思うのですけれども、他方で適時開示規制の方は、余り早い未成熟な情報であっても、むしろ適正な価格形成を阻害してしまうという問題があると思うのですね。ですから、決定の時期は、適時開示規制の方は、インサイダー取引規制よりもずっと後でいいと考えるべきだと思うのです。そして梅本先生のご報告では、実務では、適時開示の方は取締役会決議後に開示するという運用がなされているということであり、私はこの運用は理論的にも正当化されるべきものではないかと思うのですけれども、いかがでしょうか。

○梅本 全くおっしゃるとおりだと思います。

○川口 でも、それでは、遅過ぎるような気がしますね。取締役会決議前でも、実質的に決定がなされているのであれば、その段階で開示すべきなのではないでしょうか。その時期の判断が難しいというのは分かるのですが……。

○志谷 流動的な情報ですから、どのあたりで確実性があるかと言い出したら、まさに前田先生のように考えるのかなと思いつつも、川口先生のようなご見解もあるなということで、ちょっとどちらかなと迷うところですけどね。

○前田 開示するほどに熟した情報になっているかという観点からすると、適時開示規制の方は、インサイダー取引規制の決定の時期よりは随分後ろかなという気がするのです。

○川口 その点は、私も同意します。

○前田 その時期が取締役会決議の時点でのいいのかということは、確かに議論のあり得るところだと思います。

#### 【インサイダー取引規制と適時開示規制のズレ】

○久保 今の点と関連しますが、ちょっと違うところで、ひょっとしたら川口先生のご質問のところでお答えになっているかもしれないので、確認ということになるのかもしれませんが、1ページから2ページで、適時開示規制の対象となる事実とインサイダー取引規制の対象となる事実が違ふとあります。あるいは軽微基準についてもそれなりに異なる規定が設けられているというところで、今の前田先生のご発言の中にもあったのですけれども、インサイダー取引規制が不公正な取引を防ぐためのものであるのに対して、適時開示規制は適正な価格を形成させるためのものであるもので、こういうズレが発生しているのではないかというようなご説明がここにあるかと思うのです。ただ、インサイダー取引規制の趣旨が、形成されるべき価格と現在の市場価格とのズレを利用して不公正な取引をすることを防止することだとすると、適正な価格に影響が及ぶような事実であれば、それはやはりインサイダー取引規制でも対象にすべきではないかというような気もするのですね。

そうだとすると、にもかかわらず、なぜズレるのだろうかという疑問が出てくると思うのですけれども、なぜインサイダー取引規制の方が比較的狭いような形で規定をしていて、適時開示規制の方がより広く規定をしているのだろうかというところについて、梅本先生のお考えをお聞かせ願えればと思います。

○梅本 インサイダー取引規制と適時開示規制との間にズレが生じる理由は幾つかあると思うのです。一つは、例えば東証の適時開示規制では、平成26年会社法改正を踏まえて、株式等売渡請求などの細かな規定を入れていますがけれども、インサイダー取引規制の方は、やはり取引規制府令と

いう法令である以上、遅れが生じてしまい、迅速・柔軟に対応していないのかなど。だから、適時開示規制の方は新しいものをきちんと適切に取り込むような柔軟性があるけれども、インサイダー取引規制の方は法令で規定されているということもありそこまで追いついていないということです。

もう一つは、東証の市場設営者としての価格形成に対する敏感さというのがあるように感じます。例えば、軽微基準の定め方についても、連結も入れ、利益基準も入れ、洗練された規定になっているのに対して、法令の方は、かなり古くさい感じの軽微基準しか定められていない。適時開示規制の方が明らかに合理性がある。こういった違いがあると思います。

恐らく先生のご質問はもう一つ別のところなのでしょうかね。私も分からなかったのは、組織再編について軽微基準が置かれていない理由は何なのかというところがあるのかなと思います。これは私も分からなかったところです。

さらに、例えば剰余金の配当について軽微基準が設けられていないのは、配当というのは每期変わるのだと。昔は前期と同じような配当がずっと続くことが多かったので、その辺で大きく違わなかったら、もうそのようなことはインサイダー情報にしないでいいだろうという議論はあり得たかもしれないけれども、最近は割と柔軟に配当性向を定めていて配当額が上がったり下がったりすることもあって、都度剰余金の配当についてチェックしていこうということで適時開示規制では軽微基準は設けないというのは、それはそれでいいと思うのです。

ただ、それ以外のものについてなぜ軽微基準が設けられていないのかということについては、私もちょっとよく分からないところです。

○久保 ありがとうございます。

最初に考えたのは、法律であることと自主規制であることの違いといいますか、法律はあくまでもミニマムスタンダードで、それよりもうちょっと厳しいものを取引所は導入しているのですとい

う考え方もあるいはあり得るのかと思ったのですが、先ほどの議論の中で、やはり趣旨が多少違うのだということになってくると、それで説明できるのかどうかというのは、今私も余り整理し切れていないので、議事録に残すためだけに発言しておきますけれども、どうなのだろうなというところでちょっと悩みました。

○船津 インサイダー取引規制と適時開示規制をなぜ比べなければいけないのでしょうか。前田先生のおっしゃったことだと思えるのですが、取引してはいけないというルールと開示しなさいというルールですので、むしろ自主規制か法令かという話で比べるのであれば、臨時報告書と適時開示を比べるべきであって、インサイダー取引規制はちょっとまた違う世界というふうに考えた方が、そのレベルだと正しいのかなという気はしますけれども。

○久保 素朴な疑問として、価格に対して影響が及ぶから開示しなさいというのが適時開示規制だとすると、その価格を利用して不公正な取引をやろうとするのであれば、インサイダー取引規制でも押さえなければいけないのではないかと、という話です。

ただ、今はインサイダー取引規制の方が狭いので、いや、法律はそこはあまり重要と考えていませんという話なのか、といったことをちょっと考えたのですけれども。いずれにしても、もうちょっと自分でも考えないといけないというところではあるというのは分かりました。ありがとうございます。

○川口 今の点ですが、インサイダー取引規制の保護法益は、一般的に、証券市場に対する投資者の信頼の毀損を防止することにあると言われます。そこで、そこまで至らないものについては規制の対象外と考えることもできますね。これに対して、投資者の信頼を損なうまでには至らないものの、投資判断のための情報提供を広く行うべきで、そのために、適時開示が要求されると考えることはできませんか。このように考えれば、両者

に差があってもおかしくない、インサイダー取引規制の方が狭いということも説明がつくような気がします。

#### 【支配権争奪過程における適時開示】

○片木 レジユメの11ページにLIXILの例を出しておられますけれども、この株主総会は非常におもしろかったので、会社のリリースを全部フォローさせていただきました。非常に多くのリリースを出しておられて、その中で適時開示情報として出されたものもあれば、適時開示情報ではなかったものもあり、いろいろとあるのかなと思われまます。

株主提案権の行使は、適時開示情報の発生事実のところには入っていないのですけれども、様式を見させていただき限り、恐らく適時開示情報として出されたのではないかなと思います。

それ以外に、例えばアメリカの投資助言会社がこういうふうな推奨をしてきましたとか、そういう話もいろいろと出しておられるのですね。これは適時開示情報には入れなかったのではないかなと。様式がちょっと違うのでそう思うのですが。

先ほど委任状はどうなのかという話をされましたけれど、こういう支配権の争奪をめぐるような状況の中で会社の方がいろいろな情報を出してくる。一応、理屈としては、適時開示の項目として入っていないものであっても、会社としてこれが投資判断上重要だと思ったときにはどんどん開示をしなさい、それに限るものではないのだから、という書き方になっているわけです。先ほど製品の宣伝のために使われては困るという話もありましたけれども、こういういわば支配権の争奪のような状況になったときに、会社側の支持を求めるために適時開示をやや濫用的に使うといえますか、乱発する場合には、東証としてストップをかけるという話になるのでしょうか。それとも、そこはある程度中立に出せという話になるのか、どうなのでしょう。

○梅本 先生のおっしゃるストップというのは

……。

○片木 要するに、それは適時開示情報の项目的にはどこにも入っていないし、投資判断に重要な影響を与えるわけではない。むしろその会社側の提案に支持を与えるような情報だという話で、適時開示情報とすることは不適切だというような判断を行う余地があるのでしょうか、ということです。

○梅本 LIXILの例で言うと、ある議決権行使助言会社が会社側を支持しているという情報だけを適時開示している、といったことでしょうか。

○片木 会社がなぜ会社側提案の取締役候補をよしとして、株主提案の取締役をよしとしないのかというのは、繰り返しいろいろな形を出しているのですね。そして、例えばISSからこういう情報が出ました、といった話も出しておられます。仮にですけれども、ISSからこういう情報が出ましたという話だけをぽっと適時開示情報として出されたときには、非常に微妙なところがあると思います。つまり、会社側の提案を支持させるのをサポートする情報になり得ると思うのですが。

○梅本 恐らく、会社側の支持をする情報をストップさせるのではなくて、グラスルイスが株主提案を支持していたというのだったら、ISSが会社を支持したという情報を開示するのなら、グラスルイスが株主提案を支持したという情報も開示しなければ中立性を確保できないでしょう、という話ではないのですかね。

○片木 実はLIXILの事案では、ISSの方は会社側の提案の一部については支持しない、それから株主の提案の一部については支持するというふうな推奨を出しています。それについて会社側が開示情報の中で全部反論を出しているわけですね。

○梅本 会社側が自ら提案しているものについてきちんと説明しなければいけないという理由で適時開示したわけですから、それそのものは、私は批判されるべきではないとは思いますが

○片木 そのあたりは、適時開示情報として一

応全て認められるという理解でいいですか。

○梅本 私は、望ましいかどうかはともかく、いけないとは思わないです。

○伊藤 そこは東証に教えてもらった方がいいところがあると思います。そもそも会社がこれを適時開示しますよと言ってきたものについて、東証の側が、これは適時開示事項ではないので、適時開示としての開示は行ってはいけませんという返事をされることがあり得るか。あるいは、その情報だけでは不適切なので、適時開示するのであれば、さらにこういう情報も一緒に開示しなさいという指示をされることがあり得るのか。そのあたりについて、いかがでしょうか。

○菊池 これもケース・バイ・ケースと言わざるを得ないのですが、よくある典型的なケースは、新商品の宣伝のようなお話で、こういった話は明らかに適時開示としてプレスリリースするのは適切ではないだろうというものについては、TDnetの中にPR情報というタグを付けて出すと、マスコミ宛てには情報は流れるけれども、適時開示情報としては流れないというような仕組みもありますので、そちらを使っていただくようにするのですとか、あるいは、例えば代表取締役の異動というのは適時開示項目に入っているのですけれども、代表権のない取締役だけれども、当社にとっては重要なので、これは公表したいというようなお話があったときには、やはりPR情報を使っていただくような誘導をしておりますので、そういう意味では、適時開示としては扱わないでくださいと言うこともあります。

一方で、特に投資者の投資判断に影響を与えるかどうかというところでは、やはり各種メディアでの取り上げられ方によっては、その中身によっては、これは重要だという判断を否定することはできないことというのは多々あるかと思っておりますので、そこは個別に判断して峻別しています。例えば、株主提案に関する争いの中で単なる相手方の誹謗中傷にすぎないというようなものであれば、当然それは差し控えていただくというふうな運用

をしていくことになると思っております。

○伊藤 ありがとうございます。

○加藤 今回の東証の担当者の方によるご回答と片木先生が提起された意見に関連して、東証の担当者の方に質問したいことがあります。片木先生の問題提起は、適時開示ではないのだけれども、プレスリリースとして会社のウェブサイトに掲載されている情報の取扱いに関するものかと思いません。例えば東証の実務として、プレスリリースとして公表されてはいるけれども、本来はTDnetに適時開示として公表した方が望ましいから、TDnetでも開示してくださいという、そういった要請をなされることはあるのでしょうか。

○菊池 あります。

○加藤 もう少し具体的に、委任状勧誘とか支配権争奪の事案において、そのような要請をすることはあるという理解でいいですか。

○菊池 そうですね。

○加藤 ありがとうございます。

○久保 今、PR情報というか、本来であればTDnetには載らないかもしれないけれども、重要だから載せますというようなことがあるというご趣旨だったかと思うのですけれども、そうすると先ほどの片木先生の問題提起が重要になってきて、TDnetに載せる情報のうち、会社というか現在の経営陣の方に有利な情報と不利な情報が出てくるわけですね。現経営陣の側からすれば、現経営陣に有利な情報はたくさんTDnetに載せたいけれども、不利な情報はあまり載せたくないというような行動に出る可能性があるわけですが、そのあたりは東証の方で審査されるのでしょうか。不利な情報もあるでしょう、それも載せなさいというようなことがあるのかどうか、という点はいかがでしょう。

○菊池 そこはなかなか難しいところですね。そこは、我々としてもどこまで事実を把握できているかという点とも関係してきますので、明らかに記載すべきことを記載していなければ、そういった指摘をさせていただくことは十分に考えられ

と思うのですけれども、全て網羅できているか  
というと、ちょっとそこまでは……。

○久保 ありがとうございます。

【ストックオプション及び株主による総会招集請求等の適時開示】

○伊藤 11 ページに書かれているストックオプションの付与ですけれども、上場規程の文言上は、ストックオプションの付与であれば、全て該当するように書かれているわけですね。梅本先生のご報告は、有利発行の場合だけ適時開示すべしというガイドラインになっているというご趣旨なのでしょうか。

○梅本 いえ、株主総会に付議する際は、有利発行の場合にはその付議段階で開示しなさい、また、基本的にとり締り役員会会議でできるのであれば、取締役会がそれについての決定をした場合に開示せよということで、有利発行に当たらない場合については別途開示が必要だという程度で、私の説明が舌足らずで、ミスリーディングな表現で失礼しました。

○伊藤 なるほど。わかりました。

あと、16 ページに書かれている、株主による総会招集請求ですけれども、これはなぜ適時開示事項とされているのでしょうか。少数株主が株主総会の招集を請求するだけで、投資判断に影響を及ぼすのかがちょっと分からないのですね。こういうガバナンス関連の事項で開示事項になっているものの中には、例えば代表取締役の異動のようなかなり重大な事項もあります。それに比べれば、少数株主による総会招集請求がなぜ開示事項になっているのかがよく分からなかったりもします。他方で、ガバナンスに関連しそうな事項で言いますと、会社自身への訴訟提起は開示事項なのですけれども、役員について代表訴訟を起こされたということは、開示事項とは明示されていないのですね。会社自身が訴えを起こされた場合は、損害賠償をさせられれば会社の財産が減りますから、直接的に株価に影響するかもしれませんが、役

員が代表訴訟の対象になって訴えが提起されたということも、やはり重要ではないかと思います。場合によってはバスケット条項に該当することはあると考えておいていいのでしょうか。

この辺、コーポレート・ガバナンスに関連するイベントのどれが開示事項で、どれが開示事項ではないかというのが、それほどはっきりとは説明がつかないのではないかとも思うのですね。

○梅本 まず、株主による総会招集請求ですけれども、これは支配権争奪の手段として行われることが多いのではないかと思います。LIXIL の場合も代表取締役の解任議案ですとか、スターアジアグループが招集したさくら総合リート投資法人の臨時投資主総会でも類似の議案が投資主から提案されましたが、恐らくその辺を念頭に置いたものだと考えられます。ただ、それならば、株主提案権の方で適時開示させればいいのではないかという考え方はあり得ると思います。

それから、株主代表訴訟ですけれども、比較的多くの会社が、バスケット条項に当たるということで、株主代表訴訟が提起されたことについては開示しているのではないかと思います。ただ、それは会社ではなくて代表取締役との関係なので、かなりあっさりした開示だったのではないかなど記憶しております。

○伊藤 ありがとうございます。

【委任状勧誘の適時開示と開示内容】

○白井 話が戻ってしまって恐縮ですけれども、レジュメの 11 ページで議論されている、会社又は株主による委任状勧誘に関する事項については、いずれも投資者の投資判断に影響を及ぼす事項として適時開示対象に含まれるべきとする点について、私も総論としてはなるほどと思ったのですけれども、具体的に規定を作るとなると、いろいろと考えないといけない問題が多いようにも思います。まず、①どのような段階で開示が要求されるのかという問題、例えば委任状勧誘までする場合に初めて開示は要求されるのか、それとも単に株

主提案権を行使するだけであって委任状勧誘まではしない場合でも開示は要求されるのかといった問題がありそうです。また、開示が要求される場合に、②具体的な開示内容としてどこまでの内容の開示を求めるのかといった問題、例えば株主が示した提案内容だけでよいのか、それとも提案の理由まで開示するのか、さらに会社側は提案についての反論をあわせて適時開示することが認められるのかといった問題が考えられ、この②の問題を考える上では、先ほどの久保先生のお話の中でも出た情報の中立性をどう確保するのかといった課題にも取り組む必要がありそうです。このように、考えないといけない問題が多いように思うのですけれども、委任状勧誘に関する事項を適時開示すべきであるとした場合に、具体的にどのような制度設計を考えられているのか、梅本先生のお考えをもう少し教えていただけるとありがたいです。

○梅本 私も具体的なアイデアはないのですけれども、公開買付けと似たようなもので、公開買付けを実施する場合、会社側が行う場合も、公開買付けを自社が受ける場合も開示対象にはなっているわけですね。そうであれば、委任状勧誘が実施されるのであれば、同じように自社であれ他社であれ、それについて開示すべきだろうと。

LIXIL の場合は、たしか会社側は最初は委任状勧誘の内容を開示していなくて、株主側から問題点を指摘されてから開示しました。具体的には、会社側を支持する委任状しか受け付けないとしていたことが問題視されました。支配権争奪の際には重要なポイントであるのに、あえて公開しなかったのだと思うのですけれども、それについてもきちんと開示すべきだろうと思うのです。

支配権争いがある会社で委任状勧誘をやっているかどうかというのは重要情報で、LIXIL の事件だと、株主側は最初から委任状勧誘はしないと公表し、実際に委任状勧誘はなされなかった。会社側もこういった事実があるということぐらいは開示すべきかなと。

ただ、おっしゃるように、どの程度の開示をすべきかというのは、委任状勧誘の書面一式を開示すべきなのか、それともそういった事実があるというだけでいいのかというのは、私もちょっとアイデアは持ち合わせておりません。

○白井 ありがとうございます。

○志谷 ご議論されているポイントは、要するに、会社側と反対派との間のいわば情報戦でしょう。その情報戦をどこまで東証が定める枠内で仕切るかという話かなと思います。そうすると、会社に対しては上場規則があるので、まだ縛れるとしても、反対派をどこまで縛れるのか。仮に会社はまじめにやっているけれども、反対派は自分たちのウェブサイトで言いたい放題言っていると。そこはもう東証としてはどうしようもない話ということになったときに、その情報戦をどのように公正に運営していくかというのは、この東証のルールの中の話ではないのではないかと。その意味でちょっと疑問に思っていたので、一言言わせていただきました。

#### 【公開買付けの法定開示と適時開示】

○石田 公開買付けのことで、お聞きします。10 ページのご説明によると、業務執行を決定する機関が決定した場合に開示が求められるということであるとすると、その時点と実際に公開買付けを開始する日が異なるということはあるわけで、特に気になるのは、友好的な場合でなくて、敵対的な場合に株価を押し上げる要因になってしまうのではないかと。つまり、買付けコストがかなり上がってしまうような開示を要求されることになるということなのではないでしょうか。その辺はどう考えたらよろしいのでしょうか。

○梅本 公開買付けは、公開買付開始公告から始まりますよね。

○石田 ええ。ですので、そこで公衆縦覧開示が行われるはずなのに、決定をすればさらに前もって TDnet での開示が要求されると。その辺が気になるのですが。



○梅本 実務上は最初に公開買付けを実施することについての取締役会の決定があったという開示がなされてから、数日後に開始公告が打たれる。おっしゃる懸念は分からないではないのですが、実際のマーケットの動きを見ると、開始公告の前後から買付価格付近まで株価は上がっている気はしますので、適時開示があったから株価が上がって公開買付けのコストが上がってしまうと言えるかどうかというのは微妙なところがあるのかなという気はします。

ただ、開始公告があるのだから、そこで全て規律すべきだというご議論はあり得るのかもしれないと思います。

○石田 分かりました。ありがとうございます。

#### 【再び委任状勧誘について】

○伊藤 先ほど委任状勧誘のところでお井先生に追加でご発言があったような気もしたのですが、それでも。

○白井 志谷先生がご指摘くださった点と問題意識としては近いのですが、委任状勧誘に関する事項を適時開示すべきであるという点に関しては、情報の中立性の確保だとか反対派の濫用的行為をいかに防ぐかといった点で、具体的な規定を用意する上で難しい問題もあり得るように思いますので、もし具体的な制度設計を細かく詰めるのが難しいのであれば、あえて項目化せずにバスケット条項で対処するアプローチの方が、制度設計のあり方としてひょっとしたら合理的かもしれないとも思いました。

#### 【自己株式取得の枠決議と個別の取得】

○前田 少し細かなところですが、7ページの自己株式の取得に関して、枠決議の決定をした時点での開示は要求されているのだけれども、それに基づく個別の取得については適時開示の対象になっていないことについて、梅本先生は、それでいいのか疑問がなくなるというお話をされました。

もしも個別の取得について適時開示を要求すると、先ほどの公開買付けの議論にも少しありましたように、株価に変動が生じて会社が自己株式取得を行いにくくなってしまいますので、ここはやむを得ないのかなという気はするのですね。

梅本先生のおっしゃるように、会社を買う場合、つまり会社の計算で取得するときはインサイダー取引規制上適用除外にされていますけれども、役員等が自分の計算で買うときは、やはり個別の取得についての事実が公表されるまでは売買が禁止されますから、インサイダー取引規制上は問題はないのですね。結局ここは、自己株式取得を円滑に行うことができるように、適正な価格形成の方は若干犠牲にしたということなのかなと私は理解しているのですけれども。

○梅本 具体的な流れで考えてみたのですが、ToSTNeT は別としまして、信託方式又は投資一任方式で取得する場合、普通は枠決議と一緒に信託方式によること等についても情報開示されていますので、実際には問題にはならないと思うのですが、仮に枠決議を最初にやりました、その後で例えば半年後に信託方式で市場取得しようとしたとします。これは枠決議ではなく個別の取得の決定ですが、その時点では開示しなくてもいいのかというのが、何となくすっきりしないところです。

○前田 いくら枠決議があっても、個別の取得の決定があれば、株価に影響があることは間違いないと思いますね。

○梅本 そうです。これがもし取得枠が未消化のまま残り1か月しか残ってなくて、そこで、突然、信託方式で取得すると言ったら、未消化枠によっては株価は上がると思うのですね。ToSTNeT については、事前に開示すると株価が上がって、一般投資家も入ってきて面倒だから、個別の取得決定の開示はしなくてもいいということなのではないかと思うのですが、そうでない場合まで個別の決定があったときに開示しなくてもいいというのは、やはりすっきりしないところです。

### 【敵対的買収と買収者の適時開示】

○飯田 公開買付けのところですけども、先ほど石田先生がおっしゃった懸念は、例えば敵対的買収を仕掛ける側が早い段階で開示させられるのではないかということだったと思います。早すぎる開示を避けるための対応としては、例えば買収者側の取締役会決議は直前まで極力しないでおくという対応ができると思います。そういう対応は許されると考えてよろしいでしょうか、というのが一つ目の質問です。

そして、同じ質問かもしれないのですが、買収者側の公開買付けの決定について、適時開示が要求される趣旨をどう考えればよろしいでしょうか。これは上場会社である公開買付け者の株式の価値・企業価値に関する重要な情報だから開示させるという制度なのか、それとも対象会社側のことも考えた制度なのかということについて、その位置付けによっては一つ目の質問への回答も変わるのかなという気もしたのでですけども、そのあたりにつき関連があるかということも併せて教えていただければと思います。

○梅本 確かにおっしゃるように、公開買付けを行う企業の投資家に対するものなのか、相手方の対象企業に対するものなのかというのは、なかなか難しいところですけども、対象企業の株価関連情報なので、決定があったときに開示させよということなのでしょう。

すみません、残りの質問のポイントは何でしたっけ。

○飯田 最初は、要するに取締役会決議を遅らせることで、敵対的買収の情報を先に開示するというのを防ぐというのがそもそも許されますかという質問です。

○梅本 もし上場していないファンドと上場会社が公開買付けで争う場合は、上場している会社は、事前に開示しろと言われてしまうと、数日前でも先に手の内がばれてしまう。ファンドは、上場していないわけだから、突然開始公告を打てば

構わないという、そういった不平等さというのはもしかしたらあるかもしれないですね。

○飯田 早すぎる段階で買収者側の会社が適時開示をさせられることになると、買収を阻害する効果があります。適時開示規制は当該会社の株主のための情報開示という側面があるはずですが、しかし、早すぎる開示は買収者である会社の企業価値を損ない、かえって当該会社の株主の利益にすぐわなくなります。一般論として、インサイダー取引規制における機関決定に関する最高裁のような解釈を、適時開示規制の解釈にそのまま当てはめるべきではないと考えるべきだと思いますし、少なくとも公開買付けに関しては、機関決定のタイミングを遅らせることで買収の意向についての開示を遅らせることも認められると考えるべきだと思います。

### 【適時開示規制の軽微基準について】

○若林 9ページの「新製品等の企業化」の③のところ、軽微基準の要件を当てはめると開示は不要になるのだけれども、結局バスケット条項で開示が必要になるのではないかというご指摘がなされていますが、非常に素朴な疑問ですけども、そもそも軽微基準は本当に必要なのかというのが今一つよく分からないところです。

インサイダー取引規制の場合は、罪刑法定主義の観点から明確性を要求し、形式犯的な構成にするために軽微基準のようなものが設けられたという経緯があると思います。ただ、それも、日本のインサイダー取引規制は非常に詳細だということで批判されているところでありまして、そもそも、法律上の要件としてではなくて、例えばガイドライン的なものに落とした方がいいのではないかとといった指摘もあると思います。他方、適時開示規制の方は、インサイダー取引規制の要件に非常に引き寄せて構成されているために、こういう形で軽微基準が設けられていると思うのですけれども、何となく、こういう、余計な、と言いましょか、解釈が必要となるのであれば、軽微基準のような

ものを少なくとも適時開示規制の中に設けるような形で規定するのは、どうもそぐわないのではないかという、そういう漠然とした感触を抱いておりまして、その点につきどうなのかなということ です。

それから、これに関連しまして、先ほど舩津先生だったと思いますけれども、インサイダー取引規制の方に引きずられ過ぎていて、むしろ臨時報告書の開示の方との親和性あるいは連動性と言いましょうか、そちらの方が重要ではないかというのは、私もそのとおりで思っております。適時開示をして、その中の情報を臨時報告書に載せることで、金商法上の開示制度の上に乗せるという機能があると思いますので、インサイダー取引規制も確かに重要なのですけれども、むしろやはり臨時報告書の方との関係が非常に重要なのではないかと考えております。

それとの関係で、臨時報告書の提出事由を見ますと、確かに軽微基準的な要素も入っているところがありますので、そういう観点からすると、適時開示規制の方でも必要なかなという気もしなくもないのですけれども、ただ、どうも適時開示規制の中で軽微基準のようなものを入れる必要性が今一つ納得できないところがありまして、その点につきご教授いただければと思います。よろしくお願ひいたします。

○梅本 軽微基準に当たっても開示しなければいけない、だから軽微基準なんて取っ払ってもいいのではないのか、というお話かと思うのですけれども、私も、例に挙げたのはかなり特殊な事案ですけれども、通常は、やはり投資判断に影響が大きいか、大きくないかという目安はあった方がいいのかなというのが個人的な感触です。

というのは、情報開示が多ければ多いほどいいというわけではなくて、重要なものに絞って開示するということが同時に重要なわけですから、軽微基準は一応設けておいて、重要なものは開示せよとする。ただ、軽微基準の範囲内のものであっても、場合によると重要なものがあるから、それ

については開示してくださいという現行のルールを、私は根本から変更すべきだとは考えません。現行法で原則いいのかなというふうに思っております。

○若林 ありがとうございます。

○伊藤 今の点ですけれども、適時開示のルールがインサイダー取引のルールと作り方が似ているのは、沿革によるものなのですね。ただ、現在はもう沿革には縛られずにこのルールを理解していけばいいというだけの話なのではないかと思ひます。

ただ、そうは言ひましても、梅本先生がおっしゃったように、何らかの基準を設けておかないと、適時開示といひますのは、東証が要求して東証が審査を行ってさせる開示ですので、東証の事務量からしても無理でしょうという話なのだろうと思ひます。そのあたり、我々が議論するとき、適時開示というものと会社が任意に行う開示というのは、きちんと区別して考える方がいいのではないかなと思ひます。

例えば上場規程 411 条の 2 が先ほど紹介されていましたけれども、ここで言われている、会社がより適時適切な会社情報の開示を怠ってはならないという開示は、会社が東証の要求する適時開示よりも頻繁に、あるいはいろいろなことを、プレスリリース等で自ら開示することを躊躇してはいけないというルールです。このあたり、先ほどの委任状勧誘のところのご議論でも気になったのですけれども、東証が要求する適時開示と、会社が任意に行う情報の開示は、区別すべきではないかなと思ひますね。

適時開示というのは、あくまで東証が要求して東証が審査するものですから、軽微基準をこままで形式的に定めるかどうかは別として、何らかの基準は要るといひことなのではないかと思ひます。

○川口 本日の報告では、軽微基準に該当する場合もバスケット条項の適用があり得ると繰り返して述べられてきました。この点、確認なのですが、軽微基準に該当したら、通常は、バスケット条項

の適用もないと考えるのではないのでしょうか。ただし、インサイダー取引規制に関して、軽微基準の適用はあるが、それに加えて、何かプラスアルファが認められるような場合、バスケット条項の適用があり得るとというのが判例ですね。ここでも、同様に理解すれば良いのでしょうか。

○梅本 私もそういう理解しております。

○川口 分かりました。

また、適時開示規制において、決算の予想値の修正のところに軽微基準がないということですが、この点、あえて定めていないと考えることはできませんか。すなわち、インサイダー取引規制の場合は、決定事実、発生事実、決算の予想値の変更が規定され、その後にバスケット条項があります。そこでは、「前3号に掲げるもの以外」と規定されています。しかし、適時開示規制の場合は、決定事実、発生事実のところに個別にバスケット条項が規定されているのですよね。このような規定の仕方から、適時開示規制では、決算の予想値の変更にはあえて軽微基準が適用されないという解釈は可能でしょうか。そうであれば、この場合、上場規程 411 条の 2 といった全体の一般規定で拾うことは妥当ではないということになりそうですが。

○梅本 ここをあえて外しているというふうを考えるのか、あるいは先ほどの上場規程 411 条の 2 で拾うのかということですが、個人的には、市場の評価との差の方が大きいので、事によると、この軽微基準に当たるものであっても、開示すべきだと。実際、去年でしたか、伊藤忠商事が軽微基準に当たるにもかかわらず、予想値の修正について適時開示した例がありますように、やはり会社としても、必要があれば適時開示規制で軽微基準に当たるか当たらないかを問わず開示しているのかなという気はいたします。

ただ、任意でやる場合はともかく、これはやはり市場との評価の違いは大きいから開示すべきだろうと、例えば東証の側から会社が開示を求めることができるのかというと、これは先生がおっし

やるようにバスケット条項的なものがないので、開示を求められても、会社は従わなくても構わないのかなという気もいたします。他方で、上場規程 411 条の 2 でいけるような気もしないではないです。

○伊藤 軽微基準の理解ですけれども、極端な考え方をとるのであれば、適時開示のルールはインサイダー取引のルールとは趣旨も全然違うものなので、軽微基準というものも、インサイダー取引のルールと同様に定めてはいるのだけれども、東証としての一応の目安にすぎないという理解の仕方もないではないと思います。インサイダー取引のルールならば刑罰と直結していますから、軽微基準というものはかなり重く捉えていかなければいけないのですけれども、適時開示のルールにおいて定められる軽微基準はそうではないという理解が不可能ではないようにも思うわけです。そうしますと、軽微基準に該当しているけれどもバスケット条項で捉えるということも、そこまで無理な話でもないようにも思いました。

それでは、そろそろ時間になりましたので、本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。ありがとうございました。