



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	最近の開示規制違反について：令和元（2019）年度以降の課徴金納付命令勧告事案を中心に
Author(s)	亀岡，典之
Citation	経済學研究, 75(1・2), 1-2
Issue Date	2025-12-05
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/98507
Type	departmental bulletin paper
File Information	ES_75(1_2)_001.pdf



最近の開示規制違反について

—令和元（2019）年度以降の課徴金納付命令勧告事案を中心に—

亀 岡 典 之

I はじめに

金融商品取引法（以下「金商法」という）が提出することを義務づけている開示書類について、近年、開示検査が行われた結果、これまであまり公表されていなかった開示規制違反に関する課徴金納付命令勧告が行われている。本稿では、これら公表されている課徴金納付命令勧告事案の内容を確認することにより、今後、開示書類提出会社において、これら開示規制違反に関して注意すべき事項について検討する。

II 開示検査

1. 概要

金商法は、有価証券の発行・流通市場において、投資者が適切に投資判断を行うために、上場会社等有価証券報告書等の開示書類を提出することを義務づけることによって、投資者保護を図り、わが国の資本市場の信頼の確保を目指している。これは、多くの開示書類について、投資者をはじめとするどのような者であっても、EDINET¹⁾を利用することにより、閲覧することができる環境になっていることからも理解できるとされる。

しかし、開示書類について、一般的に粉飾と言われるような開示規制違反行為が発生した場

合、投資者に不測の損害をもたらすだけではなく、その上場会社は信用を失うとともに、場合によっては、わが国の資本市場全体の信頼を大きく失墜させることにつながりかねない。

そのため、証券取引等監視委員会²⁾（以下「証券監視委」という）は、このような開示規制違反行為について、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるとき、開示書類の提出者等に対する報告の徴取、検査等を行っている（金商法 26 条等）。証券監視委は、この開示検査の結果、開示書類について、「重要な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けている」（金商法 172 条の 2 第 1 項等）（以下「重要な虚偽記載等」という）場合や不提出等の開示規制違反が認められた場合、内閣総理大臣及び金融庁長官に対して、その開示書類を提出した上場会社等に対する課徴金納付命令等³⁾を行うように勧告を

2) 証券監視委は、金商法、投信法等の規定により、その権限に属させられた事項を処理する（金融庁設置法 8 条）。証券監視委は、大蔵省（当時）の証券行政の見直しとして、平成 4（1992）年に行政部門から独立した検査・調査機関として大蔵省に設置。その後、平成 10（1998）年 6 月に金融監督庁へ移管され、平成 13（2001）年 1 月に金融庁へ移管された。証券監視委は、内閣総理大臣が両議院の同意を得た上で任命する委員長及び委員 2 名によって構成され、委員長及び委員は、独立してその職権を行う（同法 9～12 条）。証券監視委には事務局が置かれ（同法 19 条）、令和 7（2025）年度の職員数は約 400 名が配置。この他、証券監査委の業務に関わる職員として、全国の財務局に約 300 名が配置されている（証券監視委 [2025b], p.80.）。

1) Electronic Disclosure for Investors' NETwork の略で、金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システムのこと。

行っている⁴⁾(金融庁設置法 20 条)。この場合の「重要な事項」について、金商法は定義や具体的な基準を定めてはいないが、「重要な事項」とは、当該事実について真実が明らかになれば、投資判断に影響が生じるものと解されている(三井 [2005], p.52.)。開示検査は行政検査であり、犯罪捜査のために認められたものと解してはならないとされている(金商法 190 条 2 項)一方、開示検査を拒んだ者等に関する罰則が設けられている⁵⁾。

なお、証券監視委は、開示規制違反行為のうち重大・悪質な事案について、犯則調査の権限を行使し、厳正に対応する場合がある⁶⁾(金商法 210 条, 211 条)。

2. 目的

開示検査は、金商法の開示制度の趣旨を踏まえ、①正確な企業情報が迅速かつ公平に市場に提供されるようにすること、②開示規制の違反行為を適切に抑止すること、の 2 つを目的として行わなければならないとされている(証券監視委 [2013], p.1.)。このように、開示検査の目的はこの 2 つであり、あくまでも、開示検査の結果、開示書類について開示規制違反が認め

られた場合、課徴金納付命令勧告等が行われることを明らかにしている。

3. 最近の取組み

開示検査における最近の取組みについては、以下の 3 つが示されている(証券監視委 [2025c], pp.5-6.)。

(1) 開示規制違反の早期発見 … 有用な情報の収集・分析の充実

①不正発生リスクなどに着目し、上場会社について継続的に情報収集・分析、②各種財務データ等に基づく分析だけではなく、市場・上場会社を取り巻く環境変化や制度見直しの進展等を踏まえつつ、ビジネスの実態に即した深度ある情報の調査・分析を実施。

(2) 効果的・効率的な検査・調査の実施 … 機動性の強化・多面的な監視

開示規制違反の早期是正を図るため、効率的かつ機動的に開示検査を実施。開示検査の結果、開示書類に重要な虚偽記載等の開示規制違反が認められた場合には、課徴金納付命令勧告を行う。

開示書類の訂正報告書等を自発的に提出した上場会社について、訂正内容、その会社の内部統制の機能状況等を把握する必要がある場合には、開示検査を実施。

効果的かつ多面的な開示検査を実施する観点から、①検査対象会社のガバナンスの機能状況の把握、②大量保有報告制度違反に関する事案の積極的な検査、③特定関与行為に関する事案の積極的な調査を実施。

(3) 開示規制違反の再発防止・未然防止 … 経営陣との積極的な対話、積極的な広報活動

開示規制違反が認められた上場会社の経営陣と開示規制違反の背景・原因等について議論し、問題意識を共有することで、会社の自主的な有価証券報告書等の訂正や、適正な情報開示

3) この他、開示書類の訂正報告書等の提出命令に関する勧告が行われる場合がある(金商法 10 条等)。この勧告は、令和 7 (2025) 年 3 月末までに 6 件行われている(証券監視委ウェブサイト公表資料を参考に筆者が集計)。

4) 証券監視委は、勧告を公表する運用を行っていることから、勧告自体が事実上の制裁機能を有しているとの見解がある(松尾 [2023], p.59.)。

5) 該当者に対する 6 月以下の拘禁刑もしくは 50 万円以下の罰金等(金商法 205 条 5 号, 6 号)。

6) 重要な事項につき虚偽の記載のある有価証券報告書等を提出した者は、10 年以下の拘禁刑もしくは 1,000 万円以下の罰金又はそれらが併科される(法 197 条 1 項)。法人の代表者、使用人その他の従業者が、その法人の業務又は財産に関して違反行為をしたときは、両罰規定によりその法人も刑事罰の対象となり、7 億円以下の罰金が科される(法 207 条 1 項 1 号)。

に向けた体制構築・整備を促し、再発防止を図る。

開示規制違反の未然防止に向けた取組みの一環として、毎年公表している事例集等による積極的な情報発信による広報・啓蒙活動を通じて、上場会社内での適正な情報開示に向けた議論や監査対象会社と公認会計士又は監査法人との対話を促進し、開示規制違反の再発防止・未然防止を図る。

金融庁及び公認会計士・監査審査会との連携に加え、金融商品取引所や日本公認会計士協会といった自主規制機関等が一層主体的な役割を果たせるよう、情報・問題意識を適時に共有するなど連携を強化し、市場監視の実効性を高める。

このように、最近の開示検査においては、開示規制違反の早期発見とともに、再発防止・未然防止に取り組んでいることが理解できる。そして、再発防止・未然防止については、上場会社の自主的な有価証券報告書等の訂正を重要視していると考えられる。このことは、開示規制違反に限らず、企業における不祥事全般的な対応として、企業は、企業と利害関係のない外部の弁護士や公認会計士等の専門家で構成される第三者委員会の設置・調査結果を踏まえ、自浄作用が発揮されることが期待されていることと整合していると考えられる。さらに、再発防止・未然防止の一つとして、事例集等を通じ、上場会社、会計監査人等の関係者が、開示規制違反の手法、背景・原因等についての理解を深めることにより、関係者間のコミュニケーション・対話がますます活発に行われることを期待するとともに、その活発なコミュニケーション・対話が、開示規制違反の再発防止・未然防止につながると考えていることがうかがわれる（証券監視委 [2025c], p.1.）。

4. 開示検査権限の変遷

以前、有価証券報告書等の重要な虚偽記載等

についての検査等の権限は、内閣総理大臣から金融庁長官に委任され、さらに、金融庁長官から関東財務局長へ委任されていた。しかし、鉄道会社等のディスクロージャーをめぐる、不正な事案が相次いで判明したことを踏まえ、平成17（2005）年7月から、有価証券報告書等の審査体制を強化するため、金融庁長官から証券監視委に委任された（金融庁 [2004]）。

これにより、証券監視委は、それまで行っていた証券取引の検査や犯則事件の調査権限だけではなく、ディスクロージャー制度に関する検査・権限、具体的には有価証券届出書の届出者、有価証券報告書の提出者、公開買付者、大量保有報告書の提出者等に対して報告・資料の提出を命じ、検査を行うことができることとなった（金商法194条の7第3項、令38条の2第1項）。ただし、有価証券届出書等の効力発生日前における、これらの届出者等に対して報告・資料の提出を命じ、検査を行うこと（課徴金に係る事件についての検査に係るものは除く）は含まれない（令38条の2第1項）。

つまり、有価証券届出書等の効力発生前において、有価証券届出書等の記載内容の訂正が必要な場合における権限については、即座に対応することができるように所管財務（支）局長に委任される一方、有価証券届出書等の重要な虚偽記載等に関する課徴金納付命令につながる検査権限については、証券監視委に委任されている（谷口 [2023], p.794.）。

5. 課徴金制度

証券監視委は、開示検査の結果、開示規制違反が認められた場合、金融庁長官等へ課徴金納付命令勧告等を行っていることは既に述べた。ここでは、この課徴金に関する制度概要を説明する。

課徴金制度導入以前、開示規制違反に対するエンフォースメントは、厳格性やそれに伴う高度な立証上の負担等により、謙抑的・補充的に運用される刑事罰が中心であった。このため、

刑事罰を科すに至らない程度の違反行為は、放置されることになっていた（松尾 [2023], p.775.）と言われている。

課徴金制度は、平成 16（2004）年の証券取引法（当時）改正により、平成 17（2005）年 4 月から、違反行為を抑止し、規制の実効性を確保するという行政目的を達成するため、証券取引法（当時）の一定の規定に違反した者に対して金銭的負担を課すための行政上の措置として導入された（三井 [2005], p.13.）。対象となる開示規制違反行為については、当初、有価証券届出書等の発行開示書類の虚偽記載のみが対象であったが、平成 17（2005）年証券取引法（当時）改正により有価証券報告書等の継続開示書類の虚偽記載が追加された。さらに、平成 20（2008）年金商法改正により発行開示・継続開示書類の不提出、「記載すべき重要な事項の記載が欠けている場合」が追加、大量保有報告書及び変更届出書等の重要な虚偽記載等と不提出が追加された（金商法 172 条～172 条の 12）。その他、金商法上、不公正取引等の違反行為が課徴金制度の対象行為として列挙されている（金商法 173 条～175 条の 2）。

課徴金の水準については、抑止のための必要最小限の水準として、違反者が違反行為によって得た経済的利得相当額を基準としつつ、対象行為ごとに具体的な算出方法が金商法で定められた（岡田他 [2004], p.45.）。その後、課徴金の水準の引き上げ等により、算出方法の見直し等（池田＝三井他 [2008], pp.95-111, pp.294-404.）が行われている⁷⁾。

課徴金制度の運用を慎重に期する観点から（岡田他 [2004], p.49.）、内閣総理大臣から権限委任された金融庁長官（金商法 194 条の 7 第 1 項）は、証券監視委からの課徴金納付命令勧告により違反行為があると認めるとき、審判官

が行う審判手続を経て作成された決定案に基づき、課徴金納付命令の決定を行うことになる（金商法 178 条、185 条の 6、185 条の 7）。

Ⅲ 最近の開示規制違反に関する課徴金納付命令勧告

開示規制違反に関する課徴金納付命令勧告については、平成 18（2006）年 11 月にはじめて行われてから令和 7（2025）年 3 月末までの間に 158 件行われている（「表 1」参照）。

このように、これまでの開示規制違反に関する課徴金納付命令勧告の大多数は、有価証券報告書・有価証券届出書等の発行開示・継続開示書類に関する開示規制違反となっている。そして、その主な内容については、ここ数年、売上や損失等の財務諸表本表に記載された財務情報に限らず、事業等のリスク等の非財務情報や注記について、課徴金納付命令勧告が行われている（「表 2」参照）。つまり、財務諸表本表に記載された財務情報に限らず、より広い範囲の情報に関する重要な虚偽記載等について、課徴金納付命令勧告の対象となっていることがわかる。

さらに、これまでほとんど対象とされていなかった大量保有報告制度違反、重要な虚偽記載等がある開示書類に関する特定関与行為についての課徴金納付命令勧告が行われていることから、より広い範囲の開示書類・行為について、課徴金納付命令勧告の対象となっていることがわかる。

これから、これまでよりもより広い対象について、課徴金納付命令勧告が行われていると考えられることから、より広い範囲の情報を対象とした注記、非財務情報に関する課徴金納付命令勧告事案と、より広い開示書類・行為を対象とした大量保有報告制度、特定関与に関する課徴金納付命令勧告事案について、それぞれ概括していく。

7) 課徴金については、その水準を見直すべきなどの意見がある（飯田 [2024], p.436. 黒沼 [2020], p.776. 松尾 [2022], pp.776-777.）。

表 1 開示書類に関する課徴金納付命令勧告

(単位：件)

年度	平成 18 (2006)	平成 19 (2007)	平成 20 (2008)	平成 21 (2009)	平成 22 (2010)	平成 23 (2011)	平成 24 (2012)	平成 25 (2013)	平成 26 (2014)	平成 27 (2015)	平成 28 (2016)	平成 29 (2017)	平成 30 (2018)	令和元 (2019)	令和 2 (2020)	令和 3 (2021)	令和 4 (2022)	令和 5 (2023)	令和 6 (2024)	計
有価証券報告書・ 有価証券届出書等	3	8	11	9	18	9	9	9	8	6	4	2	10	6	10	5	7	7	9	150
大量保有報告書・ 変更報告書	-	-	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	6
TOB	-	-	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
特定関与	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1

出所) 証券監視委 [2025c], 証券監視委ウェブサイト公表資料を参考に筆者が集計

表 2 最近の主な虚偽記載等の内容

(単位：件)

年度	令和元 (2019)	令和 2 (2020)	令和 3 (2021)	令和 4 (2022)	令和 5 (2023)	令和 6 (2024)	計
売上の過大計上 / 前倒し計上	2	8	3	7	6	4	30
売上原価の過少計上	1	3	1	2	0	0	7
売上原価の過大計上	0	0	0	0	1	0	1
引当金の過少計上 / 不計上	2	0	0	1	1	2	6
その他費用の過少計上	0	2	1	1	0	1	5
営業外収益の過大計上	0	0	0	0	1	1	2
営業外費用の過少計上	0	1	0	0	0	0	1
利益の過大計上 / 前倒し計上	0	1	0	0	1	0	2
損失の不計上 / 先送り	1	1	3	0	0	3	8
子会社の連結除外	0	1	0	0	0	0	1
資産の過大計上	0	1	1	1	3	4	10
関連当事者取引に係る注記の不記載	1	1	0	1	0	2	5
偶発債務に係る注記の不記載	0	0	0	0	0	1	1
非財務情報の虚偽記載	2	0	0	1	0	0	3
	9	19	9	14	13	18	82

注) 複数の科目にわたる虚偽記載を認定して勧告した事例があるため、本表における合計数と実際の勧告件数は一致しない

出所) 証券監視委 [2025c], p.204.

Ⅳ 注記、非財務情報に関する課徴金納付命令 勧告事案

1. 注記に関する虚偽記載等^{8) 9)}

証券監視委は、関連当事者取引及び偶発債務

- 8) 重要な後発事象の注記について、重要な虚偽記載とされた事案がある(株式会社ビックカメラ、平成 21 (2009) 年 6 月 26 日勧告)。当社は、匿名組合出資先の特別目的会社に不動産の信託受益権を譲渡する不動産流動化スキームにつき、本来、金融取引として会計処理すべきところ、売却取引として会計処理することにより、不動産の買戻しによるスキーム終了時に匿名組合清算配当金を利益計上した。これにより、過大な特別利益を計上したこと、前期の有価証券報告書の重要な後発事象の注記において、匿名組合清算配当金が発生して

いる旨を記載したこと、臨時報告書において、特別利益として匿名組合清算配当金を計上する予定である旨を記載したことについて、重要な虚偽記載と認められた。その後、審判手続において事実等は争われず、勧告の内容どおり、金融庁長官が課徴金納付命令を決定(平成 21 (2009) 年 7 月 30 日決定(平成 21 (判) 13))。この事案は、財務諸表本表の虚偽記載と整理し、本文中で紹介する注記に関する事案には含めていない。なお、この事案では、虚偽記載のある目論見書を使用し、自己所有株式を売り出した役員も課徴金納付命令勧告の対象となったが、金融庁において違反事実がないと認める旨の決定がされている(平成 22 (2010) 年 6 月 25 日(平成 21 (判) 14))。

- 9) 重要な後発事象の注記について、証券監視委の勧告を経ずに課徴金納付命令が行われた事案がある(株式会社アーバンコーポレーション、平成 20 (2008) 年 11 月 7 日及び 28 日決定(平成 20 (判) 4, 8))。

の注記が不記載であったことから、記載すべき重要な事項の記載が欠けている有価証券報告書等を提出した5事案について、課徴金納付命令¹⁰⁾ 勧告を行っている。

(1) 事案¹¹⁾

【事案1】関連当事者取引注記の不記載（テラ株式会社，令和元（2019）年7月19日勧告，令和2（2020）年6月11日決定¹²⁾）

当社の代表取締役は、医療法人の財務上及び業務上の意思決定に対して重要な影響力を有していたことから、医療法人は当社の関連当事者に該当する。しかし、当社は、この医療法人との取引を「関連当事者との取引」として、連結財務諸表に注記を行わなかった。

これは、「関連当事者との取引」の不記載のみを対象として、証券監視委が課徴金納付命令勧告を行ったはじめての事案である。

その後、当社は、当社関係者がインサイダー取引容疑で逮捕されるなど問題が発生し、令和

4（2022）年8月に東証スタンダード市場上場廃止となった。

【事案2】関連当事者取引注記の不記載（フリージア・マクロス株式会社，令和2（2020）年7月7日勧告，同年9月10日決定¹³⁾）

当社が行った当社取締役に対する多額の送金は、資金貸借取引であり、重要な取引に該当する。しかし、当社は、関連当事者に該当する取締役に対する送金を「関連当事者との取引」として、連結財務諸表に注記を行わなかった。

【事案3】関連当事者取引注記の不記載（株式会社ジー・スリーホールディングス，令和4（2022）年4月26日勧告，同年6月16日決定¹⁴⁾）

当社の実質的な主要株主であり役員に準ずる者が議決権の過半数を所有している複数の会社は関連当事者に該当し、この会社との取引が当社における売上の過半を占めていた。しかし、当社は、このことについて、関連当事者に該当する蓋然性が高いにも関わらず、必要な調査を行うことなく、この取引を「関連当事者との取引」として、連結財務諸表に注記を行わなかった。

【事案4】関連当事者取引注記の不記載（株式会社アルデプロ，令和6（2024）年4月19日勧告，同年6月17日決定¹⁵⁾）

当社は、当社の主要株主である者が議決権の過半数を自己の計算において所有している会社

当社は、第三者割当による転換社債型新株予約権付社債の発行による手取金について、その全額をスワップ契約に基づく支払いに充てること等を記載すべきであった。しかし、当社は、有価証券報告書の重要な後発事象の注記において、「債務の返済」と記載。あわせて、当社は、臨時報告書の「新規発行による手取金の額及び使途」の欄において、「財務基盤の安定性確保に向けた短期借入金を始めとする債務の返済に使用する予定」と記載した。

- 10) 重要な虚偽記載等のある有価証券報告書を提出した場合の課徴金額は、600万円又は発行者の時価総額×6/10万の額のいずれか多い額（金商法172条の4第1項）。
- 11) 証券監視委 [2025c]，証券監視委ウェブサイト公表資料を参考に筆者が作成。
- 12) 審判手続において事実等が争われたが、勧告どおり決定。この審判手続において、開示対象となる関連当事者との取引は、一般的に投資者の投資判断が変わり得る事項といい得るものであり、この事案の規模等を具体的に検討しても、投資者の投資判断が変わり得る事項であると認められることから、「関連当事者との取引」として記載しなかったことは、重要な事項の不記載に当たると認定されている（令和元（判）15）。

- 13) 審判手続において事実等は争われず、勧告の内容どおり、金融庁長官が課徴金納付命令を決定（令和2（判）6）。
- 14) 審判手続において事実等は争われず、勧告の内容どおり、金融庁長官が課徴金納付命令を決定（令和4（判）2）。
- 15) 審判手続において事実等は争われず、勧告の内容どおり、金融庁長官が課徴金納付命令を決定（令和6（判）5）。

の子会社（関連当事者に該当）との重要な取引を「関連当事者との取引」として、連結財務諸表等に注記を行わなかった。

その後、当社は、開示規制違反を契機として判明した内部管理体制等における問題について、その改善の見込みがなくなったことから、令和6（2024）年4月に東証スタンダード市場上場廃止となった。

【事案5】関連当事者取引注記及び偶発債務注記の不記載（ピクセルカンパニーズ株式会社、令和7（2025）年2月21日勧告、同年4月24日決定¹⁶⁾）

当社子会社が用地取得代金の名目で協力会社に送金した資金について、実際はその資金が当社役員個人の借入金の返済に充当されていた。これは、実質上、当社の関連当事者である役員への貸付金であり重要な取引にもかかわらず、当社は、これを「関連当事者の取引」として、連結財務諸表に注記を行わなかった。

当社は、当社役員個人の借入の連帯保証人となり、偶発債務（債務保証）があったにもかかわらず、連結財務諸表に偶発債務（債務保証）の注記を行わなかった。

これは、偶発債務の注記の不記載について、証券監視委が課徴金納付命令勧告を行ったはじめての事案であるとともに、開示規制違反により過去5年以内に課徴金納付命令を受けた者が、再度違反したことにより、通常の課徴金額の1.5倍に相当する額の課徴金納付命令勧告を受けたはじめての事案である。

(2) 関連当事者取引注記・偶発債務注記の重要性

関連当事者とは、上場会社等の親会社、子会社、関連会社、主要株主、役員等であり、上場

会社等が関連当事者との取引を行っている場合には、その重要なものについて、関連当事者ごとにその内容を注記しなければならないとされている¹⁷⁾。

これらの注記が求められる目的は、次のとおりと考えられる¹⁸⁾。会社と関連当事者との取引は、会社と役員等の個人との取引を含め、対等な立場で行われているとは限らず、会社の財政状態や経営成績に影響を及ぼすことがある。また、直接の取引がない場合においても、関連当事者の存在自体が、会社の財政状態や経営成績に影響を及ぼすことがある。このため、関連当事者との取引については、会社と関連当事者との取引や関連当事者の存在が財務諸表に与える影響を財務諸表利用者が把握できるように、適切な情報を提供するものでなければならない。

偶発債務¹⁹⁾とは、債務の保証（債務の保証と同様の効果を有するものを含む）、係争事件に係る賠償義務その他現実に発生していない債務であって、将来において事業の負担となる可能性のあるものであり、これがある場合には、重要性の乏しい場合を除いて、その内容及び金額を注記しなければならないとされている²⁰⁾。

17) 財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則8条17項・8条の10、連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則15条の4・15条の4の2。

18) 企業会計基準第11号「関連当事者の開示に関する会計基準」2項参照。

19) 企業会計原則（第三 貸借対照表原則一C）において、「受取手形の割引高又は裏書譲渡高、保証債務等の偶発債務、債務の担保に供している資産、発行済株式1株当たり当期純利益及び同1株当たり純資産額等企業の財務内容を判断するために重要な事項は、貸借対照表に注記しなければならない」と定めがある。なお、我が国では、偶発債務等の注記に関する規定はあるが、偶発事象全般についての取扱いを定めたものはない。

20) 財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則58条、連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則39条の2。

16) 審判手続において事実等は争われず、勧告の内容どおり、金融庁長官が課徴金納付命令を決定（令和6（判）29）。

例えば、債務の保証は、主たる債務者が債務を履行できない場合、保証する会社が代わりに返済義務を負うことから、保証する会社には潜在的な返済義務が生じる可能性がある。このことから、偶発債務は、財務諸表本表だけでは明らかにならないため、潜在的なリスクとして、適切な情報を提供するものでなければならないと考えられる²¹⁾。

このように、関連当事者との取引及び偶発債務については、投資者の投資判断に影響を及ぼすものであることから、その重要なものについて注記することが求められていると考えられる。

2. 非財務情報に関する虚偽記載等

証券監視委は、証券情報、大株主の状況、役員の状況、コーポレート・ガバナンスの状況等の非財務情報に重要な虚偽記載等のある有価証券報告書等を提出する等した7事案について、課徴金納付命令勧告を行っている。

(1) 事案²²⁾

【事案6】有価証券届出書「証券情報」の虚偽記載（株式会社エル・シー・エーホールディングス、平成25（2013）年12月4日勧告、平成26（2014）年2月13日決定²³⁾）

21) 有価証券報告書「第一部 企業情報」・「第2 事業の状況」・「3 事業等のリスク」において、経営者が連結会社の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性があることを認識している主要なリスク（連結会社の経営成績等の状況の異常な変動等、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項）について、当該リスクが顕在化する可能性の程度や時期、当該リスクが顕在化した場合に経営成績等の状況に与える影響の内容、当該リスクへの対応策を記載するなど、具体的に記載することが求められている（企業内容等の開示に関する内閣府令（以下「開示府令」という）第三号様式記載上の注意(1)（第二号様式記載上の注意（31）準用））。

22) 証券監視委 [2025c]、証券監視委ウェブサイト公表資料を参考に筆者が作成。

23) 審判手続において事実等は争われず、勧告の内容

当社は、土地・建物等を現物出資財産とする第三者割当増資を行うに当たり、これら土地・建物等の価額について、公平性の担保された過程を経て決定された価額であるかのように記載した。具体的には、以下のとおり。

有価証券届出書 第一部「証券情報」・第1「募集要項」・2「株式募集の方法及び条件」・(1)「募集の方法」において、出資の目的たる土地・建物等の価額の算定根拠の説明として、「当社は、会社法第207条9項4号に基づき、本件不動産の価額が相当である旨の不動産鑑定士の鑑定評価書及び弁護士の証明書を取得しております。当社では、発行価額の公平性を担保するため、会社法の定めに基づき、不動産鑑定士の不動産鑑定評価書及び弁護士の証明書を入手の上、本件不動産の価額を決定いたしました」と記載した。しかし、この土地・建物等の価額を決定する際に取得した不動産鑑定士の鑑定評価書と弁護士の証明書は、この土地・建物の一部につき大幅に過大な賃料収入を算定の基礎資料として鑑定評価及び相当性の証明がなされたものであった。

これは、有価証券届出書の証券情報について、証券監視委が課徴金納付命令勧告を行ったはじめての事案と思われる。

【事案7】大株主所有株式数の虚偽記載等（株式会社三栄建築設計、平成26（2014）年6月5日勧告、同年7月1日決定²⁴⁾）

当社は、提出した有価証券報告書の「大株主の状況」「役員の状況」において、当社の大株主である当社役員の所有株式数及び発行済株式総数に対する所有株式数の割合を過少に記載した。この役員は、上場市場指定換えの要件である流動性基準（当時）を満たすため、その所有

どおり、金融庁長官が課徴金納付命令を決定（平成25（判）33）。

24) 審判手続において事実等は争われず、勧告の内容どおり、金融庁長官が課徴金納付命令を決定（平成26（判）10、11）。

する株式を売却した一方、自ら実質的な株主として利用できる知人名義の証券口座を用いて自らの資金を提供して当社株式を買い付けるなどを行うことにより、他人名義による当社株式の保有を増加させた。

この役員は、あわせて、大量保有報告制度における変更報告書において、自己の保有株券等の数及び株券等保有割合を過少に記載した(【事案 13】参照)。

これは、「大株主の状況」「役員の状況」について、証券監視委が課徴金納付命令勧告を行ったはじめての事案と思われる。

【事案 8】有価証券届出書「証券情報」の虚偽記載(株式会社オプトロム、平成 27 (2015) 年 9 月 18 日勧告、平成 29 (2017) 年 2 月 3 日決定²⁵⁾)

当社は、新株予約権の割当予定先及び発行諸費用について、以下のとおり事実と異なる記載を行った。

・割当て予定先の実態

当社は、割当予定先 A 社について、信用調査会社から、A 社の親会社に反社会的勢力等や違法行為との関わりに懸念がある X 氏との関係が指摘され、A 社が増資引受先として適格な相手方ではないことを示す情報を得ていた。しかし、当社は、有価証券届出書の第一部「証券情報」・第 3「第三者割当の場合の特記事項」・1「割当予定先の状況」・「(6) 割当予定先の実態」の欄において、その事実を記載することなく、調査結果として「当該割当予定先の主要株主が反社会的勢力等や違法行為に関わりを示す情報に該当はあ

りませんでした」と記載した。

・アドバイザー費用

当社は、割当予定先の新株予約権の行使に際して払い込まれた金額の 5.5% 相当額のファイナンシャル・アドバイザー費用のうち、同払込金額の 5% 相当額は、B 社を通じて、X 氏が実質的に管理している会社に支払うことを企図していた。しかし、当社は、有価証券届出書の第一部「証券情報」・第 1「募集事項」・2「新規発行による手取金の使途」・「(1)「新規発行による手取金の額」」の欄の「発行諸費用の概算額」に掲記された(注)3において、その事実を記載することなく、「本件新株予約権の行使に比例し、割当予定先の当該行使額の 5.5% が B 社に対するアドバイザー費用となっております」と記載した。

【事案 9】新株予約権証券の募集における割当先の異動に関する訂正届出書の不提出(株式会社ストリーム、平成 30 (2018) 年 12 月 18 日勧告、平成 31 (2019) 年 1 月 28 日決定²⁶⁾)

当社は、有価証券届出書(新株予約権証券の募集(第三者割当))の提出後、この届出の効力が生ずる前²⁷⁾に、この有価証券届出書に「記載すべき重要な事項の変更」があったため、当社は、金商法第 7 条第 1 項の規定²⁸⁾により

25) 審判手続において事実等が争われたが、勧告の内容どおり決定。審判手続では、開示府令において、割当予定先の実態や手取金の使途の記載が求められていることは、投資者の投資判断に影響を与えるものであることが前提とされていること等から、重要な事項の虚偽記載と認定されている(平成 27 (判) 13)。

26) 審判手続において事実等は争われず、勧告の内容どおり、金融庁長官が課徴金納付命令を決定(平成 30 (判) 20)。

27) 届出の効力は、原則、内閣総理大臣が届出を受理した日から 15 日を経過した日に生ずる(金商法 8 条 1 項)が、組込方式の有価証券届出書(開示府令第二号の二様式)の場合は、概ね 7 日を経過した日に生ずるように取り扱われている(金商法 8 条 3 項、企業内容等の開示に関する留意事項について(企業内容等開示ガイドライン)(以下「開示ガイドライン」という) 8-2 ①③)。しかし、この事案のように大規模な第三者割当を行う場合、組込方式の有価証券届出書であっても、原則どおり、その効力は届出日から 15 日を経過した日に生ずる(開示ガイドライン 8-2 ④)。

有価証券届出書の訂正届出書を提出しなかった。しかし、当社は、これを提出せずに、新株予約権証券を投資者に取得させた。この事案における「記載すべき重要な事項の変更」は、以下のとおり。

・新株予約権の割当先の変更

当社は、新株予約権の割当予定先として B 社と記載していた。しかし、その後、B 社と A（当社の創業者）との間で投資協議書が締結され、新株予約権の割当予定先は A に変更された。

・株券等の保有方針の変更

当社は、割当予定先を B 社と記載するとともに、株券等の保有方針として、新株予約権の行使により取得する株式について「少なくとも 2 年以上の中長期にわたる期間」保有する旨が記載されていた。しかし、新株予約権の割当先となった A は、新株予約権の取得・行使により得た当社株式の大半を売り抜いていたこと等から、新株予約権の行使により取得する当社株式を短期的に高値で売り抜ける意図を有していたことから、この保有方針に変更された。

・総議決権数に対する所有権議決権数の割合の変更

有価証券届出書の「第三者割当後の大株主の状況」において、A の割当後の総議決権数に対する所有議決権数の割合は「29.58%」と記載されていた。しかし、本来であれば、他人名義で所有している株式数を含めた実質所有による割合を記載しなければならない

め、A の割当後の総議決権数に対する所有議決権数の割合は、「29.58%」から「42.79%」に変更しなかった。

【事案 10】「コーポレート・ガバナンスの状況」の虚偽記載（日本フォームサービス株式会社、令和元（2019）年 12 月 6 日勧告、令和 2（2020）年 1 月 30 日決定²⁹⁾）

有価証券報告書の「第一部 企業情報」・「第 4 提出会社の状況」・「6 コーポレート・ガバナンスの状況等」の「(1) コーポレート・ガバナンスの状況」³⁰⁾には、提出会社の企業統治の体制の概要及び企業統治に関するその他の事項として、内部統制システムの整備状況及びリスク管理体制の整備状況等について記載することとされていたが、当社は、以下のとおり、実態と異なる記載を行っていた。

・企業統治の体制について

原則月 1 回取締役会を開催し、重要事項はすべて付議され、業績の進捗についても議論し、対策を検討している旨を記載していた。しかし、取締役会は年 3 回しか開催されず、業務執行上の重要な事項の議論・決定は、事実上、社長ミーティングで行われていた。

監査役（3 名）は、取締役会及び経営会議等の重要な会議に出席し、取締役の業務執行について厳正な監査を行っている旨を記載していた。しかし、常勤監査役は、出席した重要な会議において取締役の職務執行の適法性について確認していなかった。ある社外監査役は、取締役会に年 1 回程度出席するのみで、取締役の職務執行の適法性について監査を実施せず、他の社外監査役は、代表取締役

28) その効力が生ずることとなる日前において、有価証券届出書に記載すべき重要な事項の変更その他公益又は投資者保護のため当該書類の内容を訂正する必要がある事情（有価証券届出書提出時に記載することができなかった重要な事実を記載することができる状態になったこと、有価証券届出書に記載すべき事項に関し重要な事実が発生したこと等）があるとき、届出者は訂正届出書を提出しなければならない（金商法 7 条 1 項、開示府令 11 条）。

29) 審判手続において事実等は争われず、勧告の内容どおり、金融庁長官が課徴金納付命令を決定（令和元（判）28）。

30) 有価証券報告書の現行様式では、「第一部 企業情報」・「第 4 提出会社の状況」・「4 コーポレート・ガバナンスの状況等」の「(1) コーポレート・ガバナンスの概要」に該当。

に会社の業務に関する質問や法律的なアドバイス等を行うにとどまっており、十分な監査を実施していなかった。

・内部統制システムの整備状況について

3事業年度の中期経営計画を策定し、取締役会は、中期経営計画に基づき、毎期事業部ごとの業績目標と予算を設定する旨を記載していたが、中期経営計画は策定されていなかった。

コンプライアンス担当取締役を任命し、全社のコンプライアンスの取組みを横断的に統括する監査室は、コンプライアンスの状況を監査し、定期的に取締役会及び監査役に報告する旨を記載していた。しかし、コンプライアンス担当取締役は任命されておらず、監査室は業務分掌規程上では設置されていたが、その実体はなく、コンプライアンスに関する取組みや取締役会及び監査役への報告が行われたことはなかった。

監査役は、代表取締役社長及び監査法人とそれぞれ定期的に意見交換会を開催すると記載していたが、監査役が監査法人との意見交換会を開催したことはなかった。

・リスク管理体制の整備状況について

コンプライアンス委員会を設置し、重要な法令違反その他コンプライアンスに反する重要事項が発見された場合には、直ちにコンプライアンス委員会に報告し、取締役会及び監査役に情報を伝達する旨を記載していた。しかし、重要な法令違反その他コンプライアンスに反する重要事項が発見された場合でも、コンプライアンス委員会が設置されたことはなく、その情報が取締役会に伝達されたこともなかった。

・内部監査、監査役監査、会計監査の相互連携について

監査役は、会計監査人との連携を図るために、決算期及び必要な都度ミーティングを行い、監査の状況及び業務執行に対して意見交換を行っている旨を記載していたが、監査役

が会計監査人と意見交換を行ったことはなかった。

これは、有価証券報告書の「コーポレート・ガバナンスの状況」について、証券監視委が課徴金納付命令勧告を行ったはじめての事案である。

【事案 11】 役員の報酬等の過少記載（日産自動車株式会社、令和元（2019）年12月10日勧告、令和2（2020）年2月27日決定³¹⁾、令和4（2022）年4月26日決定変更³²⁾）

当社は、有価証券報告書の「第一部 企業情報」・「第4 提出会社の状況」・「6 コーポレート・ガバナンスの状況等」の「(1) コーポレート・ガバナンスの状況」³³⁾において、当時の代表取締役会長らに対する役員報酬額について、実態よりも過少に記載した。

役員の報酬等については、役員区分ごとの報酬等の総額に加え、連結報酬等の総額が1億円以上である役員ごとの情報（氏名、報酬等の総額、連結報酬等の種類別の額）を記載することとされている。報酬等については、「報酬、賞与その他のその職務執行の対価としてその会社から受ける財産上の利益であって、最近事業年度に係るもの及び最近事業年度において受け、又は受ける見込みの額が明らかになったもの」と定められており、実際に支払われたものであるか否かではなく、職務執行の対価として認められるものは、報酬等として記載しなければならない。

当社が行った具体的な内容は、以下のとおり。

31) 審判手続において事実等は争われていないが、同一事件の裁判が係属中であったために効力停止（令和元（判）32）。

32) 上記31)の同一事件の裁判が罰金2億円に確定したところ、罰金は効力停止中の課徴金の額を下回ったため、同一事件の課徴金納付命令決定を変更。

33) 有価証券報告書の現行様式では、「第一部 企業情報」・「第4 提出会社の状況」・「4 コーポレート・ガバナンスの状況等」の「(4) 役員の報酬等」に該当。

・金銭報酬

当社は、連結報酬等の総額が1億円以上である役員ごとの報酬等の開示が義務付けられた平成22(2010)年3月期以降、代表取締役会長の金銭報酬について、記載する金額を半分程度に抑えることとし、真実の報酬額のうち、同人に支払済みの金額を記載する一方で、その残余の額を役員報酬とは別名目で支払うこととした。その結果、当社は、その残余の額の開示を行わなかった。さらに、当社は、代表取締役会長とは別の当時の代表取締役の金銭報酬について、同人の連結報酬等の総額が1億円以上であったにもかかわらず、記載を行わなかった。

・株価連動型インセンティブ受領権金銭報酬(SAR)

当社の株価連動型インセンティブ受領権金銭報酬(SAR)は、取締役への報酬として、株主総会において取締役に付与するものであり、あらかじめ決められた行使価額と取締役が権利を行使した日の前日の株価との差額を支払う制度であった。当社は、SARに関して、権利付与数確定日の属する事業年度において、SARの公正価値(当該事業年度期末時点の株価を用いて算出した額)を報酬等として記載していたものの、取締役が権利行使時に実際に受け取った支給額と既に開示していたSAR公正価値との差額について記載しなかった。

これは、有価証券報告書の「コーポレート・ガバナンスの状況」における虚偽記載のみについて、証券監視委が課徴金納付命令勧告を行ったはじめての事案である。

【事案12】重要事象等の虚偽記載(株式会社ディー・ディー・エス、令和4(2022)年12月9日勧告、令和5(2023)年2月8日決定³⁴⁾)

当社は、本来、継続して営業損失が発生するなど、当社が将来にわたって事業活動を継続するとの前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況等(以下「重要事象等」という)が存在しているにもかかわらず、売上の過大計上等を行うことにより営業利益が発生したとして、重要事象等が存在する旨及びその具体的な内容を記載しなかった。

重要事象等が存在する場合には、有価証券報告書等の第一部「企業情報」の第2「事業の状況」の「事業等のリスク」において、その旨及びその具体的な内容を記載する必要がある。

これは、重要事象等の不記載について、証券監視委が課徴金納付命令勧告を行ったはじめての事案である。

その後、当社は、開示規制違反を契機として判明した内部管理体制等における問題について、その改善の見込みがなくなったことから、令和5(2023)年8月に東証グロース市場上場廃止となった。

(2) 非財務情報の重要性

非財務情報は、一般的に、有価証券報告書等において開示される情報のうち、金商法193条の2が規定する「財務計算に関する書類」において提供される財務情報以外の情報を指す(金融審議会[2018], p.2.)。

非財務情報については、財務情報を補完し、企業と投資者との対話の基盤として重要性が増しており、これまでも非財務情報の開示の充実化に向けた取組みが進められてきた。こうした中、更なる非財務情報の開示の充実を促すため、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告(金融審議会[2022])において、サステナビリティに関する企業の取組みの開示、コーポレート・ガバナンスに関する開示³⁵⁾などの制度整備を行うべきとの提言が行

34) 審判手続において事実等は争われず、勧告の内容どおり、金融庁長官が課徴金納付命令を決定(令

和4(判)17)。

35) コーポレートガバナンス・コード(平成27(2015)

われた。これを踏まえ、金融庁は、サステナビリティ情報³⁶⁾の「記載欄」の新設などを内容とする開示府令の改正を行い、令和5(2023)年3月31日以後に終了する事業年度の有価証券報告書等から適用されている。

これにあわせて、金融庁は、開示ガイドラインの改正³⁷⁾を行い、有価証券報告書等に記載した将来情報について、一般的に合理的と考えられる範囲で具体的な説明が記載されている場合には、有価証券報告書等に記載した将来情報と実際に生じた結果が異なる場合であっても、直ちに虚偽記載等の責任を負うものではないこと等が明確化されている。

3. 今後の課題

証券監視委は、これまで取り上げた事案のとおり、関連当事者取引等の注記、非財務情報に関する重要な虚偽記載等について、課徴金納付命令勧告を行っている³⁸⁾。さらに、証券監視

委は、非財務情報について、その重要性の高まりを踏まえ、開示検査の対象に非財務情報が含まれる旨の注意喚起を行っている(証券監視委[2025c], p.156.)。

非財務情報については、経営環境及び対処すべき課題や事業等のリスク等のように定性的な情報・将来情報を含む場合があることから、財務情報とは異なる性質があり、その記載の要否、記載内容の詳細さの程度に関する判断が難しくなることが考えられる。

これらを踏まえると、開示書類提出会社においては、今後はこれまで以上に、財務諸表本表のみならず、注記を含めた財務情報、そして、非財務情報に関する重要な虚偽記載等に該当することが無いように慎重な対応が必要と考えられる。そのためには、既に述べた金融庁の考え方を踏まえ、開示を行う時点において、一般的に合理的と考えられる範囲で具体的な説明を記載する観点から、その開示内容・開示方法を検討する必要があると考えられる。例えば、合理的な根拠に基づく適切な検討を行った上で将来情報を開示する場合、その合理的根拠や検討内容についてもあわせて開示を行うことや、その情報の性質に応じて、複数回にわたる段階的開示を行うことを想定しながら、その時点における必要な内容が含まれた開示を行うことが考えられる。さらに、開示の要否についての検討過程について、その検討を行った者以外の第三者が事後的に確認できるようにするため、その検討過程の内容がわかる資料を体系的に保存することについて、これまでよりもさらに丁寧に行うことを検討する必要があると考えられる。

これらの検討を行う大前提として、あらため

年6月適用開始・平成30(2018)年6月改訂、令和3(2021)年6月再改訂)は、金商法のように、法律上強制されるわけではないが、東京証券取引所が定める有価証券上場規程の一部として、コードの規定にコンプライするか、しない場合はエクспレインすることを上場会社に義務付けている。このような仕組みからも、投資者は、コーポレートガバナンスの重要性を認識するとともに、その前提として、これら情報が正しく開示されることを期待していると推察される。

36) サステナビリティ開示基準の適用について、令和9(2027)年3月期より、時価総額3兆円以上の東証プライム市場上場企業から適用する予定(金融審議会[2025], p.6.)。

37) このガイドラインでは、経営者が、記載すべき重要な事項であるにもかかわらず、投資者の投資判断に影響を与える重要な将来情報を、開示書類提出日現在において認識しながら取捨して記載しなかった場合や、重要であることを合理的な根拠なく認識せず記載しなかった場合には、虚偽記載等の責任を負う可能性があることについても示している(開示ガイドライン5-16-2)。

38) 非財務情報について、証券監視委は、課徴金納付命令勧告の他、告発を行っている事案がある。西武鉄道(株)の有価証券報告書虚偽記載事案(平成17

(2005)年3月22日告発)は、コクド所有の西武鉄道株式について、発行済株式総数に対する所有割合を少なく記載、日産自動車(株)の有価証券報告書虚偽記載事案(平成30(2018)年12月10日及び翌年1月10日告発)は、役員報酬等の対価の一部を隠ぺいして、実際よりも少ない額を「役員ごとの連結報酬等の総額等」欄に記載。

て、企業が開示する情報の重要性について認識する必要があると考える。つまり、有価証券報告書等における財務情報及び非財務情報は、いずれも、投資者にとって適切な投資判断を行うことを可能とする重要な情報であり、そして、企業にとっても、投資者との建設的な対話の促進を通じて、経営の質を高め、持続的に企業価値を向上させることにつながる重要な情報ということである。このことをあらためて認識することにより、開示書類提出会社において、投資者としての重要な情報とはどのようなものなのかについて丁寧な検討を行い、その提出会社や開示すべき情報等の状況に応じた、より良い開示内容・開示方法が行われることに繋がることが期待される。

これらに関して、開示書類提出会社においては、投資者に誤解が生じないようにする観点から、会社法の事業報告、コーポレート・ガバナンス報告書、統合報告書等、他の開示書類における開示内容との整合性についても、これまで以上に十分に留意する必要があると考えられる。

V 大量保有報告書制度違反及び特定関与行為に関する課徴金納付命令勧告事案

1. 大量保有報告制度違反事案

証券監視委は、大量保有報告書又は変更報告書を法定提出期限までに不提出、重要な虚偽記載等がある大量保有報告書又は変更報告書を提出した3事案（6対象者）について、課徴金納付命令³⁹⁾ 勧告を行っている⁴⁰⁾。

39) この場合の課徴金額は、大量保有報告書・変更報告書等の提出日又は提出期限の翌日の終値×発行済株式の総数×1/10万（金商法172条の8）。

40) ここで紹介する3事案（6対象者）については、いずれも審判手続において事実等は争われず、勧告の内容どおり、金融庁長官が課徴金納付命令を決定（平成26（判）10・11、令和6（判）12～14、16・17）。

(1) 事案⁴¹⁾

【事案13】三栄建築設計株式に関する変更届出書の重要な虚偽記載等（平成26（2014）年6月5日勧告、同年7月1日決定）

当社株式の大量保有者（大株主である当社役員）は、当社が発行する株券について、自己の保有株券等の数、株券等保有割合を過少に記載した変更報告書を提出した。

この大量保有者は、上場市場指定換えの要件である流動性基準（当時）を満たすため、その所有する株式を売却した一方、自ら実質的な株主として利用できる知人名義の証券口座を用いて自らの資金を提供して当社株式を買い付けるなどを行うことにより、他人名義による当社株式（以下「名義株」という）の保有を増加させた。大量保有者は、これらを行ったものの、自己の保有株券等の数等について、名義株を含めずに記載した変更報告書を複数回提出した。

これは、大量保有報告制度違反である変更報告書の重要な虚偽記載について、証券監視委が課徴金納付命令勧告を行ったはじめての事案である。この事案に関しては、対象となった株式を発行する上場会社が提出した有価証券報告書等の重要な虚偽記載についてもあわせて課徴金納付命令勧告が行われている（【事案7】参照）。

【事案14】三ツ星株式に関する大量保有報告書及び変更届出書の不提出、変更報告書の重要な虚偽記載（令和6（2024）年6月28日勧告、同年8月27日決定）

当社の株主である非上場会社、個人及び個人とみなし共同保有者の関係にあった別の非上場会社は、①当社が発行する株券等の保有割合が5%を超えたにもかかわらず、大量保有報告書を法定提出期限までに提出しなかった、②株券等の保有割合1%以上の増加・減少、その他の大量保有報告書に記載すべき重要な事項の変更

41) 証券監視委[2025c]、証券監視委ウェブサイト公表資料を参考に筆者が作成。

(保有目的の変更等)があったにもかかわらず、その都度、変更報告書をそれぞれ法定提出期限までに提出しなかった、③株券等の保有割合を過少又は過大に記載する等、重要な虚偽記載がある変更報告書を提出した。

これらは、大量保有報告制度違反として、共同保有関係にあった者を含む複数の者を対象とし、そして、大量保有報告書及び変更報告書の不提出について、証券監視委が課徴金納付命令勧告を行ったはじめての事案である。

【事案 15】サカイホールディングス株式に関する大量保有報告書等の不提出及び変更報告書の重要な虚偽記載等（令和 6（2024）年 9 月 10 日勧告、同年 10 月 30 日決定）

当社の株主である非上場会社 A 及び非上場会社 B は、当社の株主総会において取締役の選任に係る議案を提出することと、この議案に賛成することについて、共同して株主としての議決権を行使する旨を合意していた。このように、A と B は、共同保有者に該当していたにもかかわらず、大量保有報告書及び変更報告書を法定提出期限までに提出せず、重要な事項につき虚偽の記載があり、記載すべき重要な事項の記載が欠けている変更報告書を提出した。

これらは、大量保有報告制度違反について、証券監視委が、共同して株主としての議決権を行使することを合意している場合（金商法 27 条の 23 第 5 項）に該当するとして、A 及び B がそれぞれの共同保有者であると認定し、課徴金納付命令勧告を行ったはじめての事案である。

(2) 大量保有報告書制度の重要性

大量保有報告制度の目的は、経営に対する影響力等の観点から重要な投資情報である上場株券等の大量保有に関する情報について、投資者に対して迅速に提供することにより、市場の公正性、透明性を高め、投資者保護を図ることにある（池田＝大来＝町田 [2007], p.161.）。具

体的には、上場会社の株券等について、株券等保有割合が 5% を超える株券等を保有する大量保有者は、大量保有者となった日から 5 営業日以内に大量保有報告書を提出しなければならない（金商法 27 条の 23 第 1 項）。主な記載事項は、提出者の概要、保有目的、重要提案行為等、提出者の保有株券等の内訳、株券等の発行者の発行する株券等に関する最近 60 日の取得又は処分状況、保有株券等の取得資金等（株券等の大量保有の状況に関する内閣府令第 1 号様式）である。さらに、大量保有者の株券等保有割合が 1% 以上増減した場合や、大量保有報告書に記載すべき重要な事項に変更があった場合には、その日から 5 営業日以内に変更報告書を提出しなければならない（金商法 27 条の 25 第 1 項）。

平成 20（2008）年金商法改正により、大量保有報告制度の違反抑止の観点から、大量保有報告書及び変更報告書の重要な虚偽記載等及び不提出が課徴金制度の対象とされた。この改正は平成 20（2008）年 12 月 12 日に施行されたが、その後も大量保有報告書等の提出遅延等は相次いでおり、大量保有報告制度の実効性が確保されていないとの指摘がされている（金融審議会 [2023], p.14.）。具体的には、これら大量保有報告書等の提出件数が年間約 14,000 件、これら書類の提出遅延⁴²⁾が年間約 1,500 件（いずれも令和元（2019）年～令和 4（2022）年までの平均値）発生⁴³⁾している一方、平成 20

42) 提出遅延の主な理由は、法令の不知及び理解不足、EDINET の操作不慣れ、事実把握の遅延とされている（金融審議会 WG [2023], p.12.）。

43) 提出された大量保有報告書等については、財務局の担当官がその内容を確認し、誤った記載内容が疑われる場合には提出者と連絡を取り、例えば、記載上の不備や虚偽記載が判明した場合には、自発的訂正（金商法 27 条の 25 第 3 項）が促され、提出者から十分な説明が行われない、訂正されない場合等には、報告命令や資料提出命令（金商法 27 条の 30）が行われる可能性があるとされている（黒沼＝太田 [2022a], p.490.）。

(2008) 年から令和 4 (2022) 年までに課徴金納付命令が発出されたのは 8 件であった(金融審議会 [2023], p.12.)。この 8 件⁴⁴⁾のうち、証券監視委からの勧告に基づき、課徴金納付命令が行われたものは、既に説明した【事案 13】の 1 件のみであり、この事案は、有価証券報告書等の重要な虚偽記載とあわせて課徴金納付命令勧告が行われた^{45) 46)}。

証券監視委は、証券取引等監視委員会 中期

44) 【事案 13】を除いた他の 7 件は、外資系金融機関グループ数社が大量保有報告書等の重要な虚偽記載、不提出を行ったもの(平成 23 (2011) 年 2 月 4 日(平成 22 (判) 36~39)、平成 23 (2011) 年 8 月 9 日(平成 23 (判) 5~7))。

45) 大量保有報告制度違反について、証券監視委は、課徴金納付命令勧告の他、3 件の告発を行っている。①日本ユニシス㈱の株式事案(平成 5 (1993) 年 5 月 21 日告発)は、相場操縦とともに大量保有報告書不提出、②㈱東天紅の株式事案(平成 14 (2002) 年 12 月 4 日告発)は、公開買付けをする旨の虚偽の風説流布とともに、大量保有報告書虚偽記載・不提出、③新日本理化㈱及び明和産業㈱それぞれの株式事案(平成 27 (2015) 年 12 月 24 日告発)は、風説の流布・偽計とともに大量保有報告書不提出(証券監視委 [2025a])。

46) 大量保有報告制度違反について、証券監視委からの勧告を経ずに訂正命令が発出された事案がある。平成 20 (2008) 年 1 月 25 日、テラメント株式会社は、大手上場会社 6 社の株式をそれぞれ 51% 取得した旨の大量保有報告書を提出した。これら大量保有報告書によると、全体として約 20 兆円の取引規模であることから、関東財務局からテラメント社の代表取締役等に対して事実確認が行われた。その結果、これら大量保有報告書は、虚偽の可能性が高いと認められたことから、同日中に金融庁ウェブサイトにも注意喚起の情報を掲載するとともに、1 月 27 日に訂正命令が発出された。これらの対応に関して、市場に大きな混乱は見られなかったものの、この事案を受け、平成 20 (2008) 年金商法改正により、金融庁が訂正報告書の提出命令を行った開示書類について、公益又は投資者保護の観点から必要と認める場合、縦覧に供しないことができることとされた(金商法 27 条の 28 第 4 項)。これにより、平成 21 (2009) 年 5 月 29 日、これら大量保有報告書は、公衆縦覧に供しないこととされた(池田=三井 [2008], pp.112-114, pp.217-218.)。

活動方針(第 11 期:2023 年~2025 年)(証券監視委 [2023])の具体的な施策の一つである「Ⅱ. 効果的・効率的な調査・検査」において、「(8) 非定型・新類型の事案等に対する対応力強化」として、市場を取り巻く環境変化等も踏まえ、市場の公正性を脅かしかねない非定型・新類型の事案等(例えば、潜脱的な大量保有・買付け、新たな類型の偽計等)についても、積極的に対応することを公表している。そして、証券監視委は、【事案 14】【事案 15】の勧告の後、大量保有者による適正な情報開示が行われるよう、引き続き、大量保有報告書等の不提出及び重要な虚偽記載等の事案について、適正に対処していくとともに、積極的な情報発信を行うことにより、大量保有報告制度違反の未然防止につなげていく方針であることを表明している(横山他 [2024], p.38.)。

(3) 共同保有者

課徴金納付例勧告の対象となった【事案 13】【事案 14】については、大量保有者に該当、株券等保有割合の 1% 以上増減が発生、保有目的を変更したにもかかわらず、それぞれに関する大量保有報告書及び変更報告書が未提出、虚偽の株券等保有割合を記載した大量保有報告書及び変更報告書が提出されたものであった。

しかし、【事案 15】においては、共同保有者とともに大量保有者に該当等したにもかかわらず、大量保有報告書及び変更届出書が未提出、共同保有者の株券等保有割合を含めない虚偽の株券等保有割合等を記載した変更報告書を提出したものであり、証券監視委がはじめて共同保有者を認定したものであった。

共同保有者については、大量保有報告制度において、株券等の保有者が、その株券等保有割合を算出する際、共同保有者の保有株券等の数も加算する必要があることから、重要な意味を持つ。この共同保有者とは、株券等の保有者が、この株券等の発行者が発行する株券等の他の保有者と共同して株券等を取得・譲渡、又は

発行者の株主としての議決権その他の権利を行使することを合意⁴⁷⁾している場合における他の保有者とされている（金商法 27 条の 23 第 5 項）。さらに、会社の総株主等の議決権の 50% を超える議決権に関する株式又は出資を自己又は他人の名義を持って所有している者とその会社との関係など、特別の関係がある場合には共同保有者とみなされる（金商法 27 条の 23 第 6 項、金融商品取引法施行令 14 条の 7）。

この共同保有者については、特に近時、共同保有者の認定に関する立証の困難さを奇貨として、複数の者が暗黙裡に協調して株券等取得していることが疑われる事案も見受けられ、大量保有報告制度違反に対する当局の対応を強化していくことが重要であるとの指摘や、共同保有者の認定に関する立証の困難性の問題を解決すべく、一定の外形的事実が存在する場合には共同保有者とみなす旨の規定を拡充すべきであるとの指摘がある（金融審議会 [2023], pp.14-15.）。

このため、金融庁は、複数の投資者による潜脱的な報告書不提出等、市場の公正性を脅かしかねない事案に適切に対応すべく、役員兼任関係や資金提供関係等、一定の外形的事実がある場合に共同保有者とみなす規定の範囲の整備を行い、令和 8（2026）年 5 月 1 日から施行される（金融庁・政府令改正 [2025]）。

2. 特定関与行為

証券監視委は、重要な虚偽記載等がある開示書類が提出等された場合であって、その提出等

を容易にすべき一定の行為又は唆す行為（特定関与行為）を行った外部協力者について、課徴金納付命令勧告を行っている。

(1) 事案⁴⁸⁾

【事案 16】株式会社ディー・ディー・エスが提出した重要な虚偽開示書類に関する特定関与行為（令和 5（2023）年 8 月 4 日勧告、同年 9 月 28 日決定）

違反行為者は、開示書類提出者である当社⁴⁹⁾が外国法人を子会社化するにあたり、同法人株式の引受価額の前提となる株式価値を過大に算定することにより、当社が重要な事項につき虚偽の記載がある開示書類を提出することを容易にすべき行為（特定関与行為）を行った。具体的な内容は、以下のとおり。

当社は、外国法人に対する売掛金の過大計上等の発覚を免れるため、過大に算定された同法人の株式価値を前提とした引受価額でその株式を引き受け、売掛金の全額を現物出資するなどの取引により同法人を子会社化するなどの一連の行為を行った上で、これを基礎としたのれんの過大計上等の不適正な会計処理を行った。

違反行為者は、当社がこれら一連の行為を行った際、引受価額が正当な根拠に基づくものであることを装うために利用されることを知りながら、当社から外国法人の株式価値算定業務の依頼を受け、真実は同法人株式には引受価額に相当する価値がなかったにもかかわらず、引受価額以上となるように同法人株式の一株当たりの株式価値を過大に算定し、同法人の株式価

47) 合意については、口頭の合意も含まれるとされている一方、例えば、A が、B は株券等取得するので自らもその株券等取得するという程度の意思を持っている場合等、A が一方的にそのような意思を持っているに過ぎず、A と B との間に何らの意思の連絡もない場合には、共同して株券等取得することを合意している者には該当しないとの考え方が示されている（金融庁企画市場局 [2025] 問 21,22, p.15.）。

48) 証券監視委 [2025c]、証券監視委ウェブサイト公表資料を参考に筆者が作成。この事案について、審判手続において事実等は争われず、勧告の内容どおり、金融庁長官が課徴金納付命令を決定（令和 5（判）7）。

49) 当社の有価証券報告書等の重要な虚偽記載等について、令和 4（2022）年 12 月 9 日、証券監視委より課徴金納付命令勧告が行われ、令和 5（2023）年 2 月 8 日、勧告の内容どおり、金融庁長官が課徴金納付命令の決定を行っている。

値算定書を作成した。そして、これらを当社による一連の行為に利用させることで、重要な虚偽記載がある有価証券報告書等の提出を容易にするべき行為（特定関与行為）を行った。

これは、特定関与行為について、証券監視委が課徴金納付命令勧告を行ったはじめての事案である。

(2) 特定関与行為の重要性

平成 23（2011）年秋頃に発覚した、上場会社が長期間にわたって有価証券報告書等の重要な虚偽記載を行っていた事案においては、複数の取引を絡めた複雑かつ巧妙なスキームにより損失計上の先送りが行われていた。この事案は、金融に関する専門的知識やスキームを構成する個々の取引行為の事項等を必要とするものであり、上場会社の重要な虚偽記載がある有価証券報告書等について、社外から加担する者がいなければ実現されなかった可能性が高いとされている（古澤＝栗田＝佐藤 [2013], p.42.）。

このため、このような外部協力者による加担行為を抑止し、資本市場の公正性・透明性を確保する観点から、外部協力者が行う、上場会社が重要な虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出を容易にするべき行為又は唆す行為（特定関与行為）について、平成 24（2012）年の金商法改正により、課徴金制度の対象⁵⁰⁾とされ（金商法 172 条の 12）、平成 25（2013）年 9 月 6 日に施行された。この改正は、会計処理に関係する財務情報を含む重要な虚偽記載等のある開示書類等に着目したものであり、会計処理に関係する財務情報を含まない大量保有報告書及び変更報告書等については、対象に含まれていない（古澤＝栗田＝佐藤 [2013], pp.66-67, pp.70-71.）。

50) この場合の課徴金額は、特定関与行為に関し、手数料、報酬その他の対価として支払われ、又は支払われるべき金銭その他の財産の価額に相当する額（金商法 172 条の 12 第 1 項）。

(3) 今後の課題

証券監視委は、大量保有報告制度違反について、平成 26（2014）年、有価証券報告書等の虚偽記載とあわせて課徴金納付命令勧告【事案 13】をはじめて行った。その後、令和 5（2023）年、証券監視委の中期活動方針等が公表され、翌年（令和 6（2024）年）、大量保有報告制度違反のみの課徴金納付命令勧告【事案 14】【事案 15】を行った。さらに証券監視委は、「Ⅱ 開示検査」「3. 最近の取組み」で取り上げたとおり、大量保有報告制度違反に関する事案の積極的な検査を実施する旨を明言している。

共同保有者については、既に述べたとおり、市場の公正性を脅かしかねない事案に適切に対応するため、一定の外形的事実がある場合に共同保有者とみなす規定の範囲が整備された。このことにより、共同保有者については、これまでより判断できる目安が示されたと期待されることから、第一に、大量保有者や共同保有者に該当する者、その可能性があると考えられる者は、それぞれの者の置かれた状況について、整備された共同保有者とみなす規定の範囲にあてはめて丁寧に検討を行うことにより、必要な大量保有報告書及び変更報告書が適切に提出されることが期待される。そして、このことにより、これら書類の提出遅延が年間 1,500 件発生するような状況が改善され、複数の者が暗黙裡に協調して株券等を取得していることが疑われるような事案が減少することに繋がることが期待される⁵¹⁾。

大量保有報告書制度違反に関する最近の動きとして、その違反行為への抑止力を高める観点から、当局の対応を強化するとともに、大量保有報告制度違反の課徴金額の水準引上げを検討することとされている⁵²⁾ことから、これらの

51) 共同保有者について、外形的事実を基準とするだけでは、これに抵触しないように行動することが比較的容易との見解がある（高橋 [2024], p.39.）。

52) 令和 7（2025）年 6 月 20 日、証券監視委は、内閣総理大臣及び金融庁長官に対して、市場監視機能

動きについても注視する必要がある。

証券監視委は、特定関与行為について、令和5（2023）年にはじめて課徴金納付命令勧告【事案16】を行った。そして、証券監視委は、大量保有報告制度違反同様、「Ⅱ 開示検査」[3. 最近の取組み]で取り上げたとおり、特定関与行為に関する事案の積極的な調査を実施する旨を明言している。

昨今、我が国においてもM&Aが行われることが珍しくない状況になっていることから、企業価値算定に対する社会的関心が高まっていることが考えられる一方で、我が国に企業価値評価業務に関して準拠すべき基準等が存在しないことにより、これら業務が不正や企業価値評価を巡る争いの原因となる可能性も懸念される（日本公認会計士協会 [2013], p.2.）。

これらから、特定関与行為により、重要な虚偽記載等がある開示書類を提出するおそれがある者においては、例えば、企業価値評価対象規模の重要性等に応じて、複数の企業価値評価結果を入手する手続きを導入するとともに、その評価結果を適切に判断できる体制を構築する等、特定関与行為に巻き込まれない環境を整備することが重要と考えられる。

強化に向けた建議を行った。この建議において、大量保有報告制度違反に関して、現行の課徴金額の水準が抑止効果としては不十分とみられるものがあるといった状況を鑑み、実効的な抑止力を発揮するための課徴金水準の引上げ等の措置を求める内容が盛り込まれている。これに続き、令和7（2025）年6月30日、金融庁が公表した「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム2025」において、「大量保有報告制度の違反抑止については、（略）大量保有報告制度違反に対する摘発・処分事例が少ないことに加えて、大量保有報告制度に係る課徴金額の水準が低いと、制度の実効性が確保されていない」との指摘がなされており、また、今後の方向性として「違反行為への抑止力を高める観点から、当局の対応を強化するとともに、大量保有報告制度違反の課徴金額の水準引上げを検討する」とされている。

Ⅵ おわりに

近年の開示検査においては、これまであまり取扱われることがなかった、財務諸表本表以外の情報である注記や非財務情報、大量保有報告制度違反、特定関与行為についての課徴金納付命令勧告が行われている。このことから、これまでよりもより広い範囲の情報・開示書類・行為について、課徴金納付命令勧告の対象となっていることが分かる。

しかし、現時点における課徴金納付命令勧告の件数について、約95%が有価証券報告書・有価証券届出書に関するものであり、大量保有報告制度・特定関与に関するものは今回取上げた件数のみであり、極めて少ない⁵³⁾。

既に説明したとおり、証券監視委は、証券監視委の中期活動方針において、「市場の公正性を脅かしかねない非定型・新類型の事案等（例えば、潜脱的な大量保有・買付け、新たな類型の偽計等）についても、積極的に対応」することを公表している。さらに、証券監視委は、非財務情報の重要性の高まりを踏まえ、開示検査の対象に非財務情報が含まれる旨の注意喚起を行っていること、開示検査における最近の取り組みにおいて、大量保有報告制度違反及び特定関与行為に関する事案の積極的な検査が表明されている。これらから、開示検査においては、今後も、これらの事案への積極的な取り組みが引き続き行われることが考えられ、これら事案をさらに積み上げていくことが期待される。一方で、開示検査が対応すべき事案がどの程度発生しているのかについて、そして、今後発生するのかについては、伺い知ることはできない。

そもそも、開示規制違反は発生しないことが一番良いと考えられる一方、これまでの歴史から考え、様々な理由を背景として意図的に開示規制違反を行なう者等が皆無になることは難しいと考えられる。つまり、開示検査における積

53) 前掲「表1」を参照。

極的な取組みが引き続き行われたとしても、そして、共同保有者とみなす規定の範囲の整備により、大量保有報告書及び変更届出書がこれまでよりも適切に提出される状況になったとしても、残念ながら、これら開示書類の重要な虚偽記載等や提出遅延が皆無になることは考え難い。

これらを踏まえると、開示検査においては、今後も、今回取上げた事案を含めた開示規制違反への積極的な取組みを引き続き行うことにより、勧告を行った開示規制違反の内容を中心としつつ、必要に応じて、勧告の他にも参考となるような事案等についても、情報発信を行うことが期待される。そして、この情報発信の内容については、より多くの上場会社、会計監査人、投資者等の関係者に周知するだけではなく、これら関係者間の活発なコミュニケーション・対話の一助となるように努めることにより、開示規制違反の未然防止・再発防止に繋がると考える⁵⁴⁾。

54) 平成 26 (2014) 年会社法改正時には、大量保有報告制度違反に基づく株式の議決権行使差止制度について、議論が行われた。しかし、大量保有報告制度について、その適用範囲が会社の支配関係に大きな変動が生じる場合に限られているわけではないこと、会社支配の取得について、情報開示の義務を超える実体的な制約を課すものではないこと、公開買付規制に比べると株主の私的利益との関係が薄いこと等が指摘され、議決権行使を認めないものとする仕組みの実効性が乏しいことから、会社法改正案には盛り込まれなかった。(会社法制度部会 [2011], pp.3-4.)。金融審議会 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告においても、大量保有報告制度の実効性を確保するため、大量保有報告制度に違反した者が保有する株式の議決権を停止する制度を設けることが最も効果的であるとの意見が見られたものの、直ちにそのような制度を設けるべきとの結論には至らず、必要に応じて引き続き検討を重ねていくことが考えられるとされた (金融審議会 [2023], p.15.)

[参考文献]

- 飯田秀総 [2024]『金融商品取引法 (ライブラリ 現代の法律学 B16)』新世社。
- 池田唯一＝三井秀範他 [2008]『逐条解説 2008 年金融商品取引法改正』商事法務。
- 岡田大＝吉田修＝大和弘幸 [2004]「市場監視機能の強化のための証券取引法改正の解説－課徴金制度の導入と民事責任規定の見直し－」『商事法務』1705 号。
- 法制審議会会社法制度部会 [2011]「第 12 回会議 (8 月 31 日開催) 部会資料」。
- 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編著 [2018]『金融商品取引法コンメンタール 1 (第 2 版)』商事法務。
- 岸田雅雄監修 [2021]『注釈 金融商品取引法 第 1 巻 (改訂版)』金融財政事情研究会。
- 岸田雅雄監修 [2022]『注釈 金融商品取引法 第 4 巻 (改訂新版)』金融財政事情研究会。
- 金融審議会 [2018]「ディスクロージャーワーキング・グループ報告－資本市場における好循環の実現に向けて－」(6 月 28 日)。
- 金融審議会 [2022]「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告－中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて」(6 月 13 日)。
- 金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ [2023]「第 4 回事務局説明資料」(10 月 2 日)。
- 金融審議会 [2023]「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告」(12 月 25 日)。
- 金融審議会 [2025]「サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するワーキング・グループ中間論点整理」(7 月 17 日)。
- 金融庁 [2004]「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けた対応について」(11 月 16 日)。
- 金融庁企画市場局 [2025]「株券等の大量保有報告に関する Q & A」(7 月 4 日)。
- 金融庁 [2025]「令和 6 年金融商品取引法等改正に係る政令・内閣府令案等に関するパブリックコメントの結果等について」(7 月 4 日)。
- 黒沼悦郎 [2020]『金融商品取引法 (第 2 版)』有斐閣。
- 黒沼悦郎＝太田洋編著 [2022a]『論点体系 金融商品取引法 1 (第 2 版)』第一法規。
- 黒沼悦郎＝太田洋編著 [2022b]『論点体系 金融商品取引法 3 (第 2 版)』第一法規。
- 近藤光男＝石田眞得編著 [2024]『事例大系 金融商品取引法』弘文堂。

証券取引等監視委員会 [2013]「開示検査に係る基本指針」(8月30日)。

証券取引等監視委員会 [2023]「証券取引等監視委員会 中期活動方針 (第11期: 2023年~2025年)~時代の変化に対応し, 信頼される公正・透明な市場のために~」(1月27日)。

証券取引等監視委員会 [2025a]「告発事件の概要一覧表 (令和7年3月末現在)」。

証券取引等監視委員会 [2025b]「令和6年度 証券取引等監視委員会の活動状況」(6月24日)。

証券取引等監視委員会 [2025c]「令和6年度 開示検査事例集」(6月30日)。

高橋陽一 [2024]「公開買付制度・大量保有報告制度のエンフォースメント」『ジュリスト』1604号。

谷口義幸 [2023]『要説 金融商品取引法開示制度』税

務研究会出版局。

日本公認会計士協会 [2013]「企業価値評価ガイドライン」(7月3日改正)。

野崎彰=谷口達哉=松井章=上久保知優=小出成泰 [2024]「大量保有報告制度に係る金融商品取引等の改正」『商事法務』2364号。

古澤知之=栗田照久=佐藤則夫監修 [2013]『逐条解説 2012年金融商品取引法改正』商事法務。

松尾直彦 [2023]『金融商品取引法 (第7版)』商事法務。

三井秀範編著 [2005]『課徴金制度と民事賠償責任 一条解証券取引法』金融財政事情研究会。

横山亜希子=澤村泰行=坂部裕哉 [2024]「証券取引等監視委員会における大量保有報告制度違反事案への対応について」『商事法務』2375号。