

決 定 要 旨

被 審 人（本店）東京都中央区日本橋本町2丁目1番6号
ヤマト科学本社ビル3階
（商号）ジャパン・アドバイザー合同会社

上記被審人に対する平成24年度（判）第29号金融商品取引法（以下「法」という。）違反審判事件について、法185条の6の規定により審判長審判官後藤邦春、審判官松葉知久、同佐藤しほりから提出された決定案に基づき、法185条の7第1項の規定により、下記のとおり決定する。

記

1 主文

被審人に対し、次のとおり課徴金を国庫に納付することを命ずる。

- (1) 納付すべき課徴金の額 金12万円
- (2) 課徴金の納付期限 平成25年6月17日

2 事実及び理由

別紙のとおり

平成25年4月16日

金融庁長官 畑中龍太郎

別 紙

(課徴金に係る法178条1項各号に掲げる事実(以下「違反事実」という。))

被審人は、投資助言・代理業を行うことにつき、内閣総理大臣の登録を受けていたもので、Aファンド及びBファンド(以下、両者を併せて「本件ファンド」という。)等の資産を運用していたものであるが、被審人の運用担当者であるC1において、平成23年7月5日、D証券株式会社のリサーチ部門のアナリストであったD1から、同社の引受部門に所属するD2らが、同社とエルピーダメモリ株式会社(その発行する株式は、本件当時、東京証券取引所市場第一部に上場されていた。以下「エルピーダ」という。)との間の引受契約の締結の交渉に関して知り、その後D1がその職務に関して知った、エルピーダの業務執行を決定する機関が株式及び転換社債型新株予約権付社債(以下「CB」という。)の募集を行うことについての決定をした旨の事実(以下「本件重要事実」という。)の伝達を受けながら、法定の除外事由がないのに、本件重要事実が平成23年7月11日に公表される前の同月6日、本件ファンドの資産の運用として、東京都中央区日本橋兜町2番1号所在の株式会社東京証券取引所において、E証券株式会社を介し、被審人の顧客である本件ファンドの計算において、エルピーダの株式合計3万2600株を売付価額合計3041万4986円で売り付けたものである。

(違反事実認定の補足説明)

第1 前提となる事実

後掲各証拠によれば、次の事実が認められる。

1 関係者等

(1) 被審人

被審人は、東京都中央区に本店を置き、有価証券等に係る投資顧問業務等を目的とする合同会社である。被審人は、本件当時、投資助言・代理業(旧証券取引法上の投資顧問業)を行うことについて内閣総理大臣の登録を受けた金融商品取引業者であった。(甲2、75)

被審人は、C2らが、米国のF社グループ(F社及びその関連企業からな

る企業集団をいう。以下同じ。)に属していたG社の株式をすべて買い取った後、平成18年に、同人により設立されたものである(甲75)。

被審人には、本件当時、代表社員であるC2のほか、C3、C1、C4、C5、C6らをはじめとするアナリストを含めて、20人前後の従業員が在籍していた。被審人に在籍するアナリストは、いずれも証券会社等におけるアナリストとしての勤務経験があった上、一部の者はファンドマネージャーの経歴も有していた。(甲8、72ないし75、78)

(2) C1

C1は、本件当時、シニア・アナリストとして被審人に在籍していた者である。同人は、大学卒業後、昭和62年からH社に勤務した後、平成3年からI社に勤務し、J社に出向して、事業調査部、エクイティ・リサーチ部等においてアナリストを務めるなどした。その後、平成11年からはK社の調査部でアナリストを、平成12年からはL社の運用調査部でアナリスト及びファンドマネージャーを、それぞれ務め、平成19年からは被審人に勤務していた。(甲6ないし8、22、78)

(3) エルピーダ

エルピーダは、東京都中央区に本店を置き、半導体素子、集積回路等の電子部品の開発、設計、製造、販売及び保守等を行っている株式会社である。その株式は、本件当時、東京証券取引所市場第一部に上場していたもので、その証券コードは6665であった。(甲3ないし5、16)

(4) D1

D1は、本件当時、D証券株式会社のリサーチ部門のアナリストであった。同人は、担当する銘柄のうち、エルピーダほか7社に係るカバレッジ(特定の銘柄について、目標株価を設定して、レーティングを付与し、継続的に企業調査を行うことをいう。以下同じ。)を担当していた。(甲11、41、103、104、110)

(5) F社

F社は、F社グループの中核をなす法人で、本件ファンドを含むヘッジファンドの設定・管理及び投資家に対するファンド持分の販売等を行っている。同社は、本件当時、わが国で取引を行っている海外のヘッジファンドのうちでは最も大規模なものの一つであった。（甲73、74、91、98）

(6) 本件ファンド

本件ファンドは、いずれも、M社（ケイマン諸島法に基づいて設立された法人。）が受託者となり、F社の子会社であるN社との間で締結した信託証書（Trust Deed。ケイマン諸島法上、信託を成立させるために、一般的には受託者が単独で作成するもので、日本の信託法において自己信託を設定するために必要な公正証書等に相当する。）により、日本株の運用を行うことを主な目的として設定されたユニット・トラスト（日本の信託法に規定される信託に相当するもの）である。（甲91、97、98）

(7) O社

O社は、F社の完全子会社であるシンガポール法人で、本件当時、F社が運用管理するファンドの投資運用業務を行っていた（甲91、98）。

本件当時、O社には、本件ファンドの資産の運用について投資判断を行う役割を担っているメンバーとして、O1及びO2が在籍していた。O1は、平成22年12月に、前任者であるO3から日本株の売買の発注等に係る業務を引き継ぎ、これに従事していたものであるが、その交代の前後で、業務範囲等が特に変わることはなかった。他方、O2は、主に借株に関する業務を担当していた。（甲6、15、68、69、71、74）

2 本件ファンドに係る投資スキーム及び契約関係等

本件ファンドにおいては、本件ファンドの傘下のサブ・ファンドが受け皿となって、投資家が出資した資金が集められ、その資金が、本件ファンドに払い込まれた上で、運用されていた（甲91、97、98）。

本件当時、本件ファンドは、それぞれ、M社を介してN社との間で締結した各投資一任契約（以下「本件投資一任契約」という。）に従い、その資産の運

用をN社に一任し、投資に必要な権限を委任しており、N社は、この資産の運用権限を、O社に委託していた。そして、O社は、被審人との間で投資顧問契約（以下「本件投資顧問契約」という。）を締結し、本件ファンドの資産の運用につき、被審人がO社に対してアドバイスを提供する旨を約していた（本件投資顧問契約に基づき被審人が提供するアドバイスを、以下「助言」という。）。被審人には、O社を含むF社グループに属する法人以外の顧客に対して、日本株に関する投資助言をした実績はなかった。（甲86ないし92、98）

3 本件公募増資等の決定及び公表

(1) 本件公募増資等の実施に向けた準備の経緯

エルピーダは、平成23年初めころから、業績不振等により有利子負債が増加するなどしたことから、資金繰りの悪化が懸念されていた。このため、エルピーダで経理財務を担当していたP1らは、同年5月上旬ころ、Q社の担当者に相談しつつ、エクイティ・ファイナンス（公募増資、CBの発行等新株の発行を伴う資金調達をいう。以下同じ。）の実施により、600億円から800億円程度の資金調達を行うことの検討を開始した。P1らは、公募増資による発行済み株式総数の希薄化率を一定の範囲内に抑えるために、公募増資と併せてCB等の発行を行うことも検討していた。（甲53）

そして、P1らは、平成23年5月16日（以下、月日のみを示すときは、いずれも平成23年である。）、エルピーダの役員であったP2に対し、公募増資及びCBの発行（以下、両者を併せて「本件公募増資等」という。）により、600億円から800億円の資金調達を検討しており、この実施準備を始めること、同年7月上旬にその実施決議を行うことを検討していること等について報告した。P2はこれに異論を唱えず、本件公募増資等の実施に向けた準備を具体的に進めることを了承した。エルピーダでは、当時、公募増資等の重要な意思決定を行う際、案件担当者及び担当役員が、事前にP2に対して報告を行うこととされており、P2がこれを了承した段階で、具

体的な公募増資等の実施準備を開始していた。上記P2の了承後、エルピーダは、Q社及びR社を、本件公募増資等の主幹事証券会社として指名するとともに、プロジェクトチームを結成し、本件公募増資等の実施に向けて、主幹事証券会社、法律事務所及び会計事務所等の各担当者を交えて打合せを行うなどした。(甲18、19、21、53)

エルピーダのP3及びP1は、6月30日、D証券株式会社の引受部門に所属するD2らがエルピーダを訪問した際に、同人らに対し、500億円のグローバルオファリングの実施及び300億円の国内でのCB発行を組み合わせたエクイティ・ファイナンスを検討中である旨を伝えた上で、D証券株式会社を幹事証券会社に指名した。そして、D証券株式会社は、7月25日、本件公募増資等の引受証券会社としてエルピーダとの間で引受契約を締結した。(甲20、34、53)

(2) 本件公募増資等の実施に係る取締役会決議及びその公表

エルピーダは、7月11日、臨時取締役会を開催して、本件公募増資等の実施を決議した。そして、エルピーダは、同日、東京証券取引所に対し、T D n e t (適時開示情報伝達システム)を利用して、「新株式発行及び株式売出し並びに転換社債型新株予約権付社債発行に関するお知らせ」と題する文書により、本件公募増資等の実施を決定した旨を通知し、東京証券取引所は、同日午後2時50分ころ、これを同取引所のウェブサイトに掲載して公衆の縦覧に供した(甲16、20、53)。

4 被審人によるランチミーティングの開催

本件当時、被審人は、火曜日から金曜日までのほぼ毎日、市場の昼休みの時間帯に、証券会社のアナリストらを数人ずつ招き、昼食をとりながら、推奨銘柄のプレゼンテーション等を聞く、ランチミーティングを行っていた(甲10、11)。

被審人は、7月5日、D証券株式会社からD1、D3及びD4を招いて、ランチミーティングを開催した(このランチミーティングを、以下「本件ランチ

ミーティング」という。) 。被審人からはC 2、C 1、C 4及びC 5が、本件ランチミーティングに参加した。この際、D 1は、自分が担当する銘柄についての株価指標や業績見通し等を記載した外交資料(以下「本件外交資料」という。)等を参加者に配布し、2銘柄について説明をした後、参加者からの質疑応答に応じた。本件外交資料の2頁目には、「株価指標」との表題で、D 1が担当する企業のレーティング、株価、株価収益率及び純資産倍率等が、企業ごとにリスト化されて記載されていたが、この企業のリストにエルピーダの記載はなかった。(甲8ないし12、36、38、62ないし66)

5 本件取引等

7月6日午前8時56分ころ、東京都中央区日本橋兜町2番1号所在(顕著な事実)の株式会社東京証券取引所において、E証券株式会社を介して、F社又はその関連会社の名義によるエルピーダ株の売却の発注がなされ、同日午後2時43分53秒までの間に6万1200株に係る発注が約定した。この取引により、本件ファンドが保有するエルピーダ株のうち、合計3万2600株(Aファンドの保有分2万5400株、Bファンドの保有分7200株)が売り付けられた(この本件ファンドが保有するエルピーダ株の売却に係る取引を、以下「本件取引」という。) 。また、同日、この取引とは別に、S社を介して、F社又はその関連会社の名義により、本件ファンド保有分4700株を含む8800株のエルピーダ株が売り付けられた。これらの取引により、本件ファンドが保有するエルピーダ株全部が売却された。これらの取引は、いずれも、C 1を助言の担当者とするものであった。(甲17、23、30、51、52、79、114)

なお、C 1を助言の担当者として、本件取引に先立って行われた直近のエルピーダ株の取引は、6月1日における、500株ずつの売付け及び買付けのみであった(甲79)。

6 本件当時のD証券株式会社における外交資料の作成に関する内部規制等

(1) リサーチ・ブラックアウト制度

D証券株式会社においては、同社がエクイティ・ファイナンス等の引受証券会社となった場合、その実施公表前から払込終了後の一定期間までの間、このエクイティ・ファイナンス等を実施する企業のカバレッジを担当する自社のアナリストに対して、当該企業に関する企業調査レポートの作成や投資判断を含むコメントを行うことを禁止するなどの対応が行われていた（このような対応を行う制度を、以下「リサーチ・ブラックアウト制度」という。）。これは、アナリストが、エクイティ・ファイナンス等の公表前に、その実施企業について、消極的な内容のレポートを書いたり、逆に積極的な内容のレポートを書いたりすることにより、利益相反や投資家等からの誤解が生じることを回避する目的であった。なお、公表前のエクイティ・ファイナンス等の実施が予定されている場合のほか、既に公表されたエクイティ・ファイナンスや公開買付け等の実施が予定されている場合にも、実施する企業に関する企業調査レポートの作成や投資判断を含むコメントが禁止された。

（甲11、109、110）

(2) 管理部門による銘柄審査

D証券株式会社では、上記リサーチ・ブラックアウト制度を、管理部門の銘柄審査を通じて運用していた。すなわち、アナリストが、企業調査レポートや外交資料等不特定多数に配布する可能性のある資料を作成する場合、資料作成やその銘柄への言及の可否につき、管理部門の銘柄審査を受けることが義務付けられており、資料中にリサーチ・ブラックアウト制度の対象となる銘柄が記載されているなど、コンプライアンス上の問題がある場合には、その銘柄の記載の削除等を指示された。銘柄審査の結果、このような指示がなされると、これに従って資料を作成し直す必要があった。この銘柄審査は、トレーディング・コンプライアンス・システム（以下「本件システム」という。）に、作成資料名、申請者の名前、資料中で言及されている銘柄の株式コードを入力するなどして申請が行われ、審査が終了すると、申請者に、電子メールでその旨の連絡がなされた。申請者は、本件システムにアクセスす

ることにより、審査結果を確認することができた。(甲11、33、104、107、109、110)

(3) カバレッジリストからの除外

D証券株式会社の管理部門では、上記銘柄審査の対象となった銘柄について、大別して、公表前の公募増資、CBの発行、売出し等が実施される場合、又は公表後の公募増資、CBの発行、売出し、社債の発行、公開買付け等が実施される場合には、カバレッジリスト(カバレッジの対象企業が掲載されているリストをいう。以下同じ。)からその銘柄を除外していた。平成21年9月4日から平成22年10月26日までの間で、上記管理部門の銘柄審査によりカバレッジリストから除外された銘柄数は、公表前の公募増資、CBの発行等に係る銘柄が31、公表前の売出しに係る銘柄が8、公表後の公募増資、CBの発行、売出し、社債の発行、公開買付け等に係る銘柄が20であった。(甲109、110)

第2 判断

1 本件公募増資を行うことについての決定及びその公表

前記認定(第1の3(1))のとおり、エルピーダでは、公募増資等の実施につき、P2が案件担当者らから報告を受けてこれを了承した段階で、その具体的な実施準備を開始することとされており、本件公募増資等についても、5月16日のP2の了承を契機に、主幹事証券会社の指名や法律事務所等との打合せ等、外部関係者も交えた、本件公募増資等の実施に向けた本格的な準備が進められている。そうすると、P2が、本件公募増資等について、実質的にエルピーダ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であったということができ、同日のP2の了承をもって、エルピーダの業務執行を決定する機関が、本件公募増資等を行うことについての決定をしたと認められる。

また、上記決定に係る内容は、7月11日午後2時50分ころに公表されており(第1の3(2))、同時点をもって、本件重要事実が公表されたものと認められる。

2 D1が会社関係者に当たること

前記認定（第1の3(1)）のとおり、D証券株式会社が、本件公募増資等に関し、エルピーダとの引受契約を締結するのに先立ち、D証券株式会社の引受部門に所属するD2らは、エルピーダ側から幹事証券会社の指名を受ける際に、本件公募増資等の実施内容等について知らされたものである。そうすると、D2らは、上記引受契約の締結の交渉に関して、本件重要事実を知ったということができ、本件当時、D証券株式会社の従業員であったD1は、法166条1項5号に掲げる「会社関係者」に当たる。

3 D1が本件重要事実をその職務に関し知ったこと

(1) この点に関しては、前記第1の各事実のほか、以下の事実が認められる。

ア リサーチ部門のD5は、7月4日、本件外交資料を含むD1作成に係る資料につき、管理部門に対して銘柄審査を依頼した。この銘柄審査の結果を表示した本件システムの画面には、エルピーダに係る記載を削除すべき旨の指示が記載されていた。D5は、この指示に従い、銘柄審査を申請した資料からエルピーダの記載を削除した上で、銘柄審査の再申請を行った。これにより、エルピーダの記載が削除された本件外交資料が、翌日の本件ランチミーティングで配布されることとなった。（甲11、33、35、63、66）

イ 本件当時、D1は、リサーチ・ブラックアウト制度に基づき、管理部門の銘柄審査により、外交資料から削除された銘柄については、高い確率で、エクイティ・ファイナンスが実施されるとの認識を有していた。このため、D1は、D5が申請を行った上記管理部門の銘柄審査後、本件外交資料からエルピーダの記載が削除されていることを確認し、同社が、近いうちに、高い確率で、エクイティ・ファイナンスを実施するものと認識した。（甲11）

(2) 検討

以上のとおり、D1は、管理部門の銘柄審査の結果を通じて、エルピーダ

が、近いうちに、高い確率で、エクイティ・ファイナンスを実施することを認識したものである。D 1は、この「高い確率」につき、感覚的に8割ないし9割程度である旨の供述をしており（甲11）、また、管理部門の銘柄審査により、公表前の事由に基づいて、カバレッジリストから除外された銘柄の数の実績（第1の6(3)）からしても、約8割の銘柄については、公表前の公募増資、CBの発行等を理由に、リサーチ・ブラックアウト制度に基づく制限がなされていたことがうかがわれる（リサーチ・ブラックアウト制度は、既に公表された公開買付け等が実施される銘柄も対象としているが（第1の6(1)）、その銘柄のカバレッジを担当するアナリストであれば、カバレッジリストを確認するまでもなく、このような公表後の案件を把握しているはずであるから、上記の公開買付け等については考慮を要しない。）。それまでに、管理部門の銘柄審査によりエルピーダの記載が削除された外交資料を見て、エルピーダの公募増資の実施を察知した者がいたこと（甲11）も加味すれば、D 1の上記認識は、主観的にも客観的にも、相当程度の確実性を有するものであったというべきである。

そして、本件重要事実は、公募増資及びCBの発行を含むものであるが、これらはエルピーダにおいて一体として決定されたものである（第1の3(1)）上、いずれも、エクイティ・ファイナンスとして位置付けられ、新株の発行を伴うことから、その実施は一般的に株価の値下がり要因となるものである。すなわち、D 1は、エルピーダが近いうちにエクイティ・ファイナンスを実施することを知ったことで、少なくとも本件重要事実の本質的内容を認識したものであるといえることができる。

(3) まとめ

したがって、D 1は、管理部門の銘柄審査という職務上行うべき手続を通じて、本件重要事実を知ったものといえるから、当該事実をその職務に関し知ったものと認められる。

4 C 1がD 1から本件重要事実の伝達を受けたこと

(1) この点に関しては、前記第1の各事実のほか、以下の事実が認められる。

ア D証券株式会社とのランチミーティングの開催状況

被審人は、平成22年4月から平成23年9月までの間に、本件ランチミーティングを含めてD証券株式会社のアナリストを招いたランチミーティングを合計34回行っており、D1は、このうち、本件ランチミーティング以外に、平成22年4月27日及び同年10月28日に開催された各ランチミーティングに参加した。いずれのランチミーティングにおいても、「株価指標」という表題の頁を含む本件外交資料と同じ名称の資料が配布されており、同日に開催されたランチミーティングで配布された外交資料には、同表題の頁中に記載された企業リストに、エルピーダの記載が存在した。(甲113)

イ 本件ランチミーティングにおけるやりとり

本件ランチミーティングにおいて、D1のプレゼンテーション後の質疑応答で、本件外交資料を見た被審人側の出席者から、エルピーダの記載が抜けていることについて言及する発言がなされた。これに対して、D1は、「コメントできません」などと回答した。(甲12)

ウ リサーチ・ブラックアウト制度と同様の制度の実施状況等

リサーチ・ブラックアウト制度のように、エクイティ・ファイナンスや売出し等が実施される場合に、その公表前後の一定期間、実施企業に言及するレポートの作成やレーティングの付与等に制限をかける制度は、もともと米国で始まったものであるが、平成2年以降(1990年代)には、日本国内の証券会社でも、少なくとも海外募集を含む公募増資の案件については、上記制度と同様の取扱いがなされていた(甲61)。

T社では、遅くとも平成11年には、自社で引受幹事を務める海外募集を含むファイナンス案件につき、リサーチ・ブラックアウト制度と同様の制度が設けられており、J社においても、平成11年以前に、アナリストが作成した対外的な配布を予定したレポート等について、管理部門の事前

審査が通常より長い期間を要したり、その審査の結果、特定の企業の記載部分のみ削除されて返却されたりしたことがあった。また、C4が平成2年4月から平成8年9月まで在籍していたU社や、R社にも、リサーチ・ブラックアウト制度と同様の制度が存在した。(甲8、14、61)

エ 被審人関係者や証券会社の担当者の認識等

被審人のアナリストであるC4やC5は、本件当時、証券会社の実務慣行上、リサーチ・ブラックアウト制度と同様の制度が存在すること、アナリストが作成した資料から削除された銘柄については、エクイティ・ファイナンス等何らかの案件が予定されていることを認識しており、複数の証券会社の担当者らも、これと同様の認識を有していた(甲8ないし10、12、14、61)。

また、D1は、経験豊富な市場関係者にとって、資料から銘柄が削除された場合、その銘柄につき、高い確率で、エクイティ・ファイナンスが実施されるということは常識であると考えており、本件ランチミーティングでエルピーダの記載が削除された本件外交資料を配布する際には、これを配布することにより、被審人側の出席者に、エルピーダが高い確率でエクイティ・ファイナンスを実施するという情報を伝えることになるが、社内のルールである以上、仕方がないなどと思っていた(甲11)。

オ 本件当時のエルピーダの状況等

E証券株式会社の7月1日付けエルピーダに関する企業調査レポートでは、同社について、DRAM市況の悪化等があれば、金融機関との借り換え交渉が進まない可能性があり、市況悪化の都度、脆弱な財務体質が株式市場で懸念され、エクイティ・ファイナンスのリスクが意識される状況にあったこと等が指摘されていた。また、被審人においてアナリストを務めていたC4は、本件当時、エルピーダは常にエクイティ・ファイナンスの必要がある銘柄であると認識していた。(甲9、111)

エルピーダは、平成16年11月の上場以来、複数回にわたって私募を

含むエクイティ・ファイナンスを実施しており、7月5日までには、上場に伴う公募増資を除くと、公募増資、CBの発行等のエクイティ・ファイナンスを、少なくとも6回行っていた（甲26）。

(2) 検討

ア 以上からすれば、被審人においては、本件ランチミーティング以前に開催された、D1が参加したランチミーティングにおいても、担当する銘柄の株価指標等が記載された外交資料が配布されており、かつ、その資料中にはエルピーダの記載が存在していたにもかかわらず（上記(1)ア）、本件外交資料からはエルピーダの記載が削除されていたのであり（上記3(1)ア）、現に、本件ランチミーティングでは、被審人側の出席者から、その旨の指摘がなされた（上記(1)イ）のであるから、本件ランチミーティングに出席したC1も、本件外交資料からエルピーダの記載が削除されていることを認識したものと認められる。

イ また、リサーチ・ブラックアウト制度と同様の制度は、本件当時よりもかなり前から、日本の証券業界でも実施されていたもので、J社においてもこれと同様の運用がなされていたことがうかがわれ（上記(1)ウ）、本件当時、証券会社の担当者だけでなく、被審人におけるC1の同僚であったC4、C5も、このような制度の存在やその内容を認識していた（上記(1)エ）のである。C1は、本件当時、20年近くにわたり、複数の証券会社等においてアナリストやファンドマネージャーを務めた経歴を有し、J社で勤務したこともある（第1の1(2)）のであるから、このような制度の存在やその内容を当然認識していたはずである。これに反するC1の供述（甲6）は採用できない。

ウ そして、エルピーダが、本件当時、エクイティ・ファイナンスを必要としている状況にあり、過去にエクイティ・ファイナンスを繰り返していること（上記(1)オ）も踏まえれば、C1は、本件ランチミーティングにおいて、本件外交資料からエルピーダの記載が削除されていることを確認した

ことにより、エルピーダが近日中にエクイティ・ファイナンスを実施する可能性が高いことを認識したものと見える。現に、本件取引以前は、C1を助言の担当者とするエルピーダ株の取引の頻度や取引量は、それほど多くなかったことがわかるのに、本件ランチミーティングの翌日には、C1を助言の担当者として、本件ファンドの保有するエルピーダ株が、全て売却されている（第1の5）。これは、まさに、エクイティ・ファイナンスの実施による株価の値下がりリスクを回避したものとみるのが合理的であり、上記C1の認識を裏付けるものである。

この点につき、C1は、7月6日にエルピーダ株の売付けの助言を行ったのは、平成23年7月上旬ころ、中国の利上げがなされ、同国の景気が悪くなったため、パソコンの需要が少なくなると思ったこと、エルピーダの財務体質が悪く、主要製品であるDRAMの価格も下がっていたことから、同社の株価も連動して下がると考えたこと、エルピーダの株価が購入時より20パーセント程度下落していたこと等が直接的な理由であるなどと供述している（甲7）。しかし、中国の利上げの観測は、同年6月中旬ころに現れ、実際に利上げが行われるまで継続していたものであり（甲29）、DRAMの価格も、同年4月ころから下落傾向に転じ、以降、同年5月、6月と継続して下がっていたものである（甲27）。また、エルピーダの財務体質が良好でないことは7月6日以前から認識されていた（上記(1)オ）上、同社の株価に関しては、同年6月後半に、7月6日よりも終値が安い日があった（甲57）というのである。これらの事情からすれば、上記C1が供述する内容は、7月6日に至って本件ファンドの保有分全部の売却につながる取引の助言を行った理由として、到底合理的なものとはいえず、直ちに信用できない。

エ さらに、D1は、被審人側の本件ランチミーティングの出席者に、エルピーダによるエクイティ・ファイナンスの実施の確率が高いことを伝達することになると認識し、かつこれを認容しつつ、本件外交資料を配布した

ものであるから（上記(1)エ）、D1に、そのような情報を伝達する意図があったものといえることができる。

オ そうすると、本件ランチミーティングによる本件外交資料の配布により、D1からC1に対して、エルピーダが近日中にエクイティ・ファイナンスを実施する可能性が高いことが伝達されたものといえる。なお、前記3(2)のとおり、そのような情報は、少なくとも本件重要事実の本質的内容を含むものであるから、上記の伝達は本件重要事実の伝達と評価することができる。

(3) まとめ

以上のとおり、C1は、7月5日、D1から本件重要事実の伝達を受けたものと認められる。

5 本件重要事実の公表前に、本件取引が行われたこと

本件取引が行われたのは7月6日であって、本件重要事実の公表が行われた同月11日より前であるから、本件取引が、本件重要事実の公表前にされたことは明らかである。

6 被審人が、本件取引を行ったこと

(1) この点に関しては、前記第1の各事実のほか、以下の事実が認められる。

ア O社が発注する取引への被審人の関与等

F社名義によるファシリテーション取引（主に市場外における顧客の売買注文に対して、証券会社の自己勘定を相手方として、売買を成立させる相対取引。以下同じ。）について、その受注、執行等に従事していた証券会社の担当者は、C2やC3に対して取引条件を提示しており、同人らは、取引条件を了承すると、同担当者に、「それを買う」「決めた」と回答していた。その後、この担当者がO社のO3やO1に確認の連絡を行うと、ほどなくして、同人らから「OK」「Got it（了解しました）」などとの簡単な返答や決定された取引条件と同一内容の発注がなされ、C2らがいったん了承した取引が変更されることはなかった。なお、

○1は、C3が了承した単価と異なる単価で発注した際、証券会社の担当者から、その旨の指摘を受け、訂正を求められたことがあった。そして、上記担当者は、C2らが取引条件を了承した時点で取引が成立したものと理解し、自社のディーラーに対してファシリテーション取引が成立した旨を報告しており、この報告を受けたディーラーは、○社の発注を待たずに、ファシリテーション取引に必要な自己勘定によるヘッジ取引を開始するなどしていた。(甲68、69、73、74)

また、他の証券会社の担当者は、F社名義による株式の売買取引について、○3から発注を受ける前に、C2の了解を得た時点でこれを実行しており、○3の発注時点で既に取引が約定していたこともあった(甲83ないし85)。

さらに、証券会社の担当者がC2やC3に推奨した株式の銘柄について、F社名義による市場での売買の注文の委託が行われた際に、同担当者が、C2やC3に対して、その注文が誰の注文であるかを尋ねると、同人らは、「俺の注文である」あるいは「俺の注文ではない」などと回答していた(甲74)。

イ 証券会社の担当者の認識

証券会社の担当者が、○3に対して、直ちに約定させることが求められる取引の株価や数量を示した際、同人が発注に手間取ることが、たびたびあった。また、証券会社の担当者が、○1に対して、証券取引における一般的な事項を説明しても、同人は、その説明をあまり理解していない様子を示していた。このため、証券会社の担当者は、○3や○1について、自ら投資判断を行う能力がなく、C2らの判断に従って発注を行うためだけの存在であると認識していた。(甲15、72)

ウ 本件投資顧問契約に基づく被審人の報酬

被審人は、本件投資顧問契約において、本件ファンドが負担する全てのマネジメント・フィー(本件投資一任契約に基づきN社に支払われる管理

報酬)及びパフォーマンス・アロケーション(本件ファンドの資産の運用実績に基づき算出される利益に対する成果報酬)の80%に相当する額から、F社が本件ファンドに関して負担した費用(旅費・交際費を除く。)の80%並びに旅費・交際費の全額及びO社が負担した経費(O社の従業員の報酬を含む。)の全額を控除した額を、報酬として受け取ることとされており、その報酬は、実際にはO社を介さずF社から直接支払われていた。他方、O社は、F社から、本件ファンドの資産の運用の対価を受け取っていなかった。(甲80、86、91、92、98、114)

エ ファンドの運用へのC1の関与等

R社で機関投資家に対する日本株の営業等を行っていたR1は、平成20年夏ころにC1の担当営業員となった際、前任者から、C1が被審人のファンドの運用を行うファンドマネージャーである旨の紹介を受けた上、C1本人からも、同様の説明をなされ、個別銘柄の売買推奨等の取引アイデアを提供してほしい旨を伝えられた。そこで、R1は、C1に対して、特定の銘柄について買い推奨をしたところ、C1から、利益が出たとして、褒められたこともあった。さらに、R1は、C1から、同人が、ロングオンリー型の運用戦略を中心に、ロング・ショート型の運用戦略も担当している旨の説明を受け、また、C2からは、C1がロングオンリー型の運用を担当する被審人のファンドマネージャーである旨の説明を受けており、平成22年9月ころには、C1が、買い推奨銘柄だけでなく、売り推奨銘柄の情報も求めていることを認識した。(甲13)

また、C1は、C4に対して、ロングやショートの投資アイデアを聞いたことがあった(甲8)。

(2) 検討

ア(ア)上記(1)アの認定事実からすれば、外形上、O社が発注を行っていた取引は、実際には、被審人が、証券会社の担当者と直接連絡を取り合い、その取引の可否や取引条件を決定するなどしていたもので、O社は、こ

のような被審人の決定内容を特に吟味することなく、その内容に従って機械的に発注を行っていたにすぎないことが認められる。そうすると、証券会社の担当者が認識していた（上記(1)イ）とおり、〇社が発注を行っていたF社名義の取引は、被審人が実質的に投資判断を行っていたものといえる。

また、証券会社において、〇社の発注を待つことなく、被審人が取引条件を了承した時点で取引が実行され、取引が成立したことを前提とする対応が取られており、あるいは、〇社の発注時点で既に取引が成立していたこともあった（上記(1)ア）こと等からすると、〇社の発注は名目的なものにすぎず、被審人が証券会社に対して取引条件を了承したことをもって、発注とみなされていたものといえることができる。

(イ) しかも、上記(1)ウの認定事実によれば、被審人には、本件投資顧問契約に基づき、F社から、本件ファンドの資産の運用に対する対価やその運用実績に基づく成果報酬のうち、いわば純利益に相当する部分の大半が支払われていたこととなる一方、〇社には、本件ファンドの資産の運用の対価に相当するものが一切支払われていないのである。このように、本来、本件ファンドの資産の運用を担う者に支払われるべき内容の報酬が、〇社ではなく、被審人に支払われていたことからすれば、本件ファンドの資産の運用も、被審人が行っていたものというべきである。

(ウ) さらに、〇社において株式の売買の発注を担当していた者は、〇3又は〇1しかおらず、いずれも株取引に関する知識や経験を十分に有していないことがうかがえる反面（上記1(1)）、被審人には、経験豊富なアナリストが多数在籍していたもので（第1の1(1)）、投資判断及びそれに基づく運用を行う能力の点で、〇社と被審人との間では、格段の差があったことが認められる。このような能力の差異にもかかわらず、被審人は投資助言を行うにとどまり、実際の資産の運用は、〇社において行われているというのは、本件ファンドの資産を効果的に運用するという

観点からは、不自然であるといわざるを得ない。

(エ) 以上からすれば、O社が発注を行っているF社名義の取引は、いずれも、実質的には、被審人が自ら、投資判断を行い、かつそれに基づく発注を行っていたと評価できるものであって、被審人自身がその取引を行ったものと認められる。

(オ) なお、O3は、被審人の助言に従わず、市場の出来高等の状況を勘案して、発注数量を減らし、あるいは取引をしなかったことがあり、また、過去にポジションになかった銘柄について、助言を却下したり、助言された証券会社を変更したりしたこともあったなどと、必ずしも被審人が実質的に投資判断を行っていたものではない旨述べている(甲71)。しかし、このようなO3の説明は、その具体的な状況や経緯等が明らかでない上、O3には少額なポジションを機械的に微調整する程度の裁量しかなかったとする証券会社の担当者による供述(甲72)とも整合しないもので、にわかに信用できない。

イ そして、本件取引の助言の担当者であった(第1の5)C1は、被審人におけるファンドの運用担当者として位置付けられ、自ら、投資アイデアを求めたり、提供された投資アイデアに従って実際に取引を行ったりしている(上記(1)エ)。これに、C1が、F社の取引口座に係る取引について、証券会社の担当者に対して直接発注したり、証券会社の担当者と直接やり取りをして、執行条件等の確認や変更の指示等を行ったりしていることがわかること(甲72、112)、C1の職歴や経験(第1の1(2))等もあわせ考慮すれば、C1自身も、本件ファンドの資産の運用について、C2やC3と同様の役割を担っていたものというべきである。

(3) まとめ

以上からすれば、C1が、実質的に、本件取引に係る投資判断及びこれに基づく発注を行ったものと推認でき、かつ、C1は被審人の従業員であって(第1の1(1))、このような投資判断及び発注が被審人の業務の一環として

行われたことは明らかであるから、被審人が本件取引を行ったものとい
うことができる。

7 被審人が行う金融商品取引業の顧客の計算において、本件取引が行われてい ること

前記6のとおり、被審人は、本件ファンドの資産の運用について、事実上、
自己の投資判断に基づく取引を行っていたものであって、その運用に係る投資
判断及びこれに基づく投資を行うのに必要な権限を有していたものと評価でき
る。したがって、本件ファンドの資産の運用に係る被審人の行為は、実質的に
投資運用業（法28条4項、2条8項12号）に該当するものである。

そして、被審人が、形式上は本件ファンドと直接の契約関係になかったとし
ても、前記6のとおり、被審人は、自ら、本件ファンドのためにその資産を運
用していたものである上、本件投資顧問契約に基づく被審人の報酬の算定基礎
となる管理報酬や成果報酬は、本件ファンドの負担に係るものであって、かつ、
その純利益相当部分の大半が被審人に支払われることとなっていた。そうする
と、本件ファンドと被審人とは、本件ファンドが被審人に対して自己の資産の
運用権限を直接付与しているのと同視しうる関係にあったといえることができ、
本件ファンドは被審人の「顧客」（法175条1項3号）に当たると解すべき
である。

また、本件取引は、本件ファンドが保有するエルピーダ株に係る取引であっ
て（第1の5）、その経済的効果は、第一次的には本件ファンドに帰属すると
いえるから、本件ファンドの計算において行われたものといえることができる。

(法令の適用)

法175条1項3号、166条3項、1項5号、4号、2項1号イ、金融商品
取引法第六章の二の規定による課徴金に関する内閣府令（以下「課徴金府令」と
いう。）1条の21第1項1号、法176条2項

(課徴金の計算の基礎)

課徴金の計算の基礎となる事実については、いずれも証拠からそのとおり認めら

れ（甲50、51、114）、被審人の違反行為に係る納付すべき課徴金の額は、下記1及び2の合計額（12万2275円）につき、法176条2項の規定により、1万円未満を切り捨てた12万円となる。

1 Aファンドの運用財産について

法175条1項3号及び課徴金府令1条の21第1項1号の規定により、アに掲げる額にイに掲げる額を乗じた額をウに掲げる額で除して得た額

8万6625円

ア 運用財産の運用として算定対象取引が行われた月について違反者に当該運用財産の運用の対価として支払われ、又は支払われるべき運用報酬の価額の総額（課徴金府令1条の21第1項1号イ）

6207万3784円

イ 算定対象取引が行われた日から算定対象取引が行われた月の末日（以下「基準日」という。）までの間の当該運用財産である算定対象取引の銘柄の総額のうち最も高い額（課徴金府令1条の21第1項1号ロ）

8214万6900円

ウ 基準日における当該運用財産の総額（課徴金府令1条の21第1項1号ハ）

588億6479万6167円

2 Bファンドの運用財産について

法175条1項3号及び課徴金府令1条の21第1項1号の規定により、アに掲げる額にイに掲げる額を乗じた額をウに掲げる額で除して得た額

3万5650円

ア 運用財産の運用として算定対象取引が行われた月について違反者に当該運用財産の運用の対価として支払われ、又は支払われるべき運用報酬の価額の総額（課徴金府令1条の21第1項1号イ）

3313万2481円

イ 算定対象取引が行われた日から基準日までの間の当該運用財産である算定対象取引の銘柄の総額のうち最も高い額（課徴金府令1条の21第1項1号ロ）

2352万7900円

ウ 基準日における当該運用財産の総額（課徴金府令1条の21第1項1号ハ）

218億6602万5539円