

令和4年特(わ)第553号、第773号 金融商品取引法違反被告事件

目 次

主 文.....	1
理 由.....	1
5 (罪となるべき事実)	1
(証拠の標目)	7
(補足説明)	7
第1 争点の概要	7
第2 争点に対する判断において共通の前提となる事実関係等.....	7
10 1 ブロックオファー取引の概要	7
2 ブロックオファー取引の関係各部署及び各被告人らの立場	8
3 ブロックオファー取引の実施手順等	9
4 ブロックオファー取引実施日の取引対象銘柄の株価下落等	10
第3 安定操作罪の解釈に関する主張について	11
15 第4 判示第1の事実（S1株）について	14
1 前提となる事実関係等	14
2 争点に対する判断	16
(1) 安定操作罪及び共謀の成否	16
(2) 被告人A1及び被告人A4の各弁護人の主張等	18
20 第5 判示第2の事実（S2株）について	23
1 前提となる事実関係等	23
2 争点に対する判断	25
(1) 安定操作罪及び共謀の成否	25
(2) 被告人A1及び被告人A4の各弁護人の主張等	27
25 第6 判示第3の事実（S3株）について	31
1 前提となる事実関係等	31

2	争点に対する判断	3 3
	(1) 安定操作罪及び共謀の成否	3 3
	(2) 被告人A 1 及び被告人A 4 の各弁護人の主張等	3 6
	第7 判示第4の事実 (S 4株)について	3 9
5	1 前提となる事実関係等	3 9
	2 争点に対する判断	4 3
	(1) 安定操作罪及び共謀の成否	4 3
	(2) 被告人A 1 、被告人A 4 、被告人A 3 及び被告人A 5 の各弁護人の主張等	4 9
	第8 判示第5の事実 (S 5株)について	5 3
10	1 前提となる事実関係等	5 3
	2 争点に対する判断	5 6
	(1) 安定操作罪及び共謀の成否	5 6
	(2) 被告人A 1 の弁護人の主張等	5 8
	第9 判示第6の事実 (S 6株)について	6 0
15	1 前提となる事実関係等	6 0
	2 争点に対する判断	6 2
	(1) 安定操作罪及び共謀の成否	6 2
	(2) 被告人A 1 の弁護人の主張等	6 4
	第10 判示第7の事実 (S 7株)について	6 6
20	1 前提となる事実関係等	6 6
	2 争点に対する判断	6 8
	(1) 安定操作罪及び共謀の成否	6 8
	(2) 被告人A 1 及び被告人A 3 の各弁護人の主張等	7 2
	第11 判示第8の事実 (S 8株)について	7 5
25	1 前提となる事実関係等	7 5
	2 争点に対する判断	7 7

(1) 安定操作罪及び共謀の成否.....	7 7
(2) 被告人A 1 の弁護人の主張等	7 9
第1 2 判示第9の事実 (S 9 株) について	8 1
1 前提となる事実関係等	8 1
5 2 争点に対する判断	8 3
(1) 安定操作罪及び共謀の成否	8 3
(2) 被告人A 1 の弁護人の主張等	8 5
第1 3 判示第1 0 の事実 (S 1 0 株) について	8 8
10 1 前提となる事実関係等	8 8
2 争点に対する判断	9 0
(1) 安定操作罪及び共謀の成否	9 0
(2) 被告人A 1 及び被告人A 2 の各弁護人の主張等	9 6
(法令の適用)	1 0 0
(量刑の理由)	1 0 0

令和7年7月22日 東京地方裁判所刑事第11部宣告

令和4年特(わ)第553号、第773号 金融商品取引法違反被告事件

主 文

被告人A1を懲役3年に、被告人A2及び被告人A3をそれぞれ懲役2年6月に、
5 被告人A4を懲役2年に、被告人A5を懲役1年6月に処する。

この裁判が確定した日から、被告人A1、被告人A2及び被告人A3に対し5年間、被告人A4に対し4年間、被告人A5に対し3年間、それぞれその刑の執行を猶予する。

訴訟費用のうち、証人W1、証人W2、証人W3、証人W4、証人B1、証人W
10 5、証人W6、証人W7に関する分は、その5分の1ずつを各被告人の負担とし、
証人W8、証人W9、証人W10に関する分は、その4分の1ずつを、被告人A1、
被告人A2、被告人A3及び被告人A5の各負担とする。

理 由

(罪となるべき事実)

15 被告人A2は、東京都千代田区（以下略）に本店を置き、有価証券の売買等を目的とする会社である分離前の相被告人A証券株式会社の副社長執行役員D1統括として、A証券のD2本部、D3本部等の業務全般を統括していたもの、被告人A3は、A証券のD2本部本部長として、A証券の自己勘定での株式取引等の同本部の業務全般を担当していたもの、被告人A5は、A証券のD2本部副本部長として、
20 被告人A3の業務を補佐していたもの、被告人A1は、A証券のD2本部D4部部長として、A証券の自己勘定での株式取引等を担当していたもの、被告人A4は、A証券のD2本部旧D5部部長として、A証券の金融商品に係る情報提供、取引提案及び執行に関する業務等を担当していたものであるが（なお、いずれも各犯行時の立場等である。）、

25 第1 被告人A1、被告人A4、A証券のD2本部副本部長として、被告人A3の業務を補佐していた分離前の相被告人B2及びA証券のD2本部旧D5部副部長兼

旧D 6課課長（令和2年9月以降は、新D 5部副部長兼新D 6課課長）であったB 1は、A証券の業務に関し、令和元年12月25日、東京都中央区（以下略）所在の株式会社東京証券取引所が開設する有価証券市場に上場されている株式会社S 1が発行した株券について、A証券の扱うブロックオファー取引が実施されるのに先立ち、A証券の自己勘定で株を買い付けるなどすることにより、同取引で売買価格の基準となる同日の同株券の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、同取引の売手である株式会社U 1の納得を得やすくなると考えられる程度に維持する旨意を通じ、A証券のD 2本部D 4部D 7課課長であったB 3及び同課課員であったB 4とも共謀の上、同株券の終値を、同程度に、さらに被告人A 1、B 3及びB 4においては5070円程度に、維持しようと企て、同株券の相場を安定させる目的をもって、金融商品取引法施行令20条で定めるところに違反して、同日午後2時13分頃から同日午後3時頃までの間、上記有価証券市場において、指値5200円の買い注文を大量に入れるなどの方法により、別表1の1記載のとおり、同株券合計32万株の買付けの申込みを行って、別表2の1記載のとおり、そのうち合計31万4800株を買い付け、

第2 被告人A 1及び被告人A 4は、A証券の業務に関し、令和2年2月27日、上記有価証券市場に上場されている株式会社S 2が発行した株券について、A証券の扱うブロックオファー取引が実施されるのに先立ち、A証券の自己勘定で株を買い付けるなどすることにより、同取引で売買価格の基準となる同日の同株券の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、同取引の実施に支障を来さない程度に維持する旨意を通じ、B 4とも共謀の上、同株券の終値を、同程度に、さらに被告人A 1及びB 4においては2600円程度に、維持しようと企て、同株券の相場を安定させる目的をもって、上記施行令20条で定めるところに違反して、同日午前11時9分頃から同日午後3時頃までの間、上記有価証券市場において、指値2600円の買い注文を大量に入れるなどの方法により、別表1の2記載のとおり、同株券合計15万8400株の買付けの申込みを行って、別表2の2記載の

とおり、そのうち合計6万5800株を買い付け、

第3 被告人A1及び被告人A4は、A証券の業務に関し、令和2年8月6日、上記有価証券市場に上場されているS3株式会社が発行した株券について、A証券の扱うブロックオファー取引が実施されるのに先立ち、A証券の自己勘定で株を買付けるなどすることにより、同取引で売買価格の基準となる同日の同株券の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、売手であるU3が同取引の実施に応じる水準であると考えていた1万1000円程度に維持する旨意を通じ、B3及びB4とも共謀の上、同株券の終値を、同程度に維持しようと企て、同株券の相場を安定させる目的をもって、上記施行令20条で定めるところに違反して、同日午後2時43分頃から同日午後3時頃までの間、上記有価証券市場において、指値1万1000円の買い注文を大量に入れるなどの方法により、別表1の3記載のとおり、同株券合計6万800株の買付けの申込みを行って、別表2の3記載のとおり、そのうち合計3万7700株を買い付け、

第4 被告人A3、被告人A5、被告人A1及び被告人A4は、A証券の業務に関し、令和2年8月19日、上記有価証券市場に上場されている株式会社S4が発行した株券について、A証券の扱うブロックオファー取引が実施されるのに先立ち、A証券の自己勘定で株を買付けることにより、同取引で売買価格の基準となる同日の同株券の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、同取引の実施に支障を来たさない程度に維持する旨意を通じ、B4とも共謀の上、同株券の終値を、同程度に、さらに被告人A1及びB4においては1960円程度に、維持しようと企て、同株券の相場を安定させる目的をもって、上記施行令20条で定めるところに違反して、同日午後2時47分頃から同日午後3時頃までの間、上記有価証券市場において、指値1960円の買い注文を大量に入れるなどの方法により、別表1の4記載のとおり、同株券合計9万8500株の買付けの申込みを行って、別表2の4記載のとおり、そのうち合計7万1300株を買い付け、

第5 被告人A1及びB1は、A証券の業務に関し、令和2年10月22日、上記

有価証券市場に上場されている株式会社 S 5 が発行した株券について、A 証券の扱うブロックオファー取引が実施されるのに先立ち、A 証券の自己勘定で株を買い付けるなどすることにより、同取引の売手である U 5 が同取引をキャンセルするかどうかの判断材料となるザラ場の株価及び同取引で売買価格の基準となる同株券の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、U 5 が同取引をキャンセルしない程度に維持する旨意を通じ、B 3 とも共謀の上、同株券のザラ場の株価及び終値を、同程度に、さらに被告人 A 1 及び B 3 においては 7800 円程度に、維持しようと企て、同株券の相場を安定させる目的をもって、上記施行令 20 条で定めるところに違反して、同日午前 10 時 39 分頃から同日午前 11 時 30 分頃までの間、上記有価証券市場において、指値 7790 円の買い注文を大量に入れるなどの方法により、別表 1 の 5 記載のとおり、同株券合計 2 万 7700 株の買付けの申込みを行って、別表 2 の 5 記載のとおり、そのうち合計 1 万 3300 株を買い付け、

第 6 被告人 A 1 は、A 証券の業務に関し、令和 2 年 1 月 17 日、上記有価証券市場に上場されている S 6 株式会社が発行した株券について、A 証券の扱うブロックオファー取引が実施されるのに先立ち、A 証券の自己勘定で株を買い付けるなどすることにより、同取引で売買価格の基準となる同日の同株券の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、同取引の実施に支障を来さないとともに、証券取引等監視委員会（以下「S E S C」という。）が同取引実施日に同株券の株価が大きく下がることについて問題意識を持たない程度に維持することを企図し、B 3 と共に謀の上、同株券の終値を 1425 円程度に維持しようと企て、同株券の相場を安定させる目的をもって、上記施行令 20 条で定めるところに違反して、同日午後 2 時 45 分頃から同日午後 3 時頃までの間、上記有価証券市場において、指値 1430 円の買い注文を大量に入れるなどの方法により、別表 1 の 6 記載のとおり、同株券合計 50 万株の買付けの申込みを行って、別表 2 の 6 記載のとおり、同株券合計 50 万株を買い付け、

第7 被告人A3及び被告人A1は、A証券の業務に関し、令和2年11月19日、上記有価証券市場に上場されている株式会社S7が発行した株券について、A証券の扱うブロックオファー取引が実施されるのに先立ち、A証券の自己勘定で株を買い付けることにより、同取引で売買価格の基準となる同日の同株券の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、同取引の実施に支障を来さないとともに、SECや売手となり得る顧客に問題視されるなどして、今後の同取引の実施にも支障を来さない程度に維持する旨意を通じ、B3とも共謀の上、同株券の終値を、同程度に、さらに被告人A1及びB3においては475円程度に、維持しようと企て、同株券の相場を安定させる目的をもって、上記施行令20条で定めるところに違反して、同日午後2時1分頃から同日午後3時頃までの間、上記有価証券市場において、指値475円の買い注文を大量に入れるなどの方法により、別表1の7記載のとおり、同株券合計27万4000株の買付けの申込みを行って、別表2の7記載のとおり、そのうち合計16万8100株を買い付け、

第8 被告人A1は、A証券の業務に関し、令和2年12月15日、上記有価証券市場に上場されているS8株式会社が発行した株券について、A証券の扱うブロックオファー取引が実施されるのに先立ち、A証券の自己勘定で株を買い付けることにより、同取引で売買価格の基準となる同日の同株券の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、同取引の実施に支障を来さないとともに、SECや売手となり得る顧客に問題視されるなどして、今後の同取引の実施にも支障を来さない程度に維持することを企図し、B3と共に謀の上、同株券の終値を1万1220円程度に維持しようと企て、同株券の相場を安定させる目的をもって、上記施行令20条で定めるところに違反して、同日午後0時12分頃から同日午後3時頃までの間、上記有価証券市場において、指値1万1300円の買い注文を大量に入れるなどの方法により、別表1の8記載のとおり、同株券合計4万2000株の買付けの申込みを行って、別表2の8記載のとおり、そのうち合計4万株を買い付け、

第9 被告人A1及びB1は、A証券の業務に関し、令和2年12月22日、上記

有価証券市場に上場されている株式会社 S 9 が発行した株券について、A 証券の扱うブロックオファー取引が実施されるのに先立ち、A 証券の自己勘定で株を買い付けるなどすることにより、同取引で売買価格の基準となる同日の同株券の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、同取引の実施に支障を来さない
5 とともに、S E S C や売手となり得る顧客に問題視されるなどして、今後の同取引の実施にも支障を来さない程度に維持する旨意を通じ、B 3 及びB 4 とも共謀の上、同株券の終値を、同程度に、さらに被告人A 1 、B 3 及びB 4 においては 6 9 0 0 円程度に、維持しようと企て、同株券の相場を安定させる目的をもって、上記施行令 2 0 条で定めるところに違反して、同日午前 8 時 5 4 分頃から同日午後 3 時頃までの間、上記有価証券市場において、指値 6 9 5 0 円の買い注文を大量に入れるなどの方法により、別表 1 の 9 記載のとおり、同株券合計 9 万 2 1 0 0 株の買付けの申込みを行って、別表 2 の 9 記載のとおり、そのうち合計 7 万 1 0 0 0 株を買い付け、

第 1 0 被告人 A 2 、被告人 A 1 及び B 1 は、A 証券の業務に関し、令和 3 年 4 月 15 日、上記有価証券市場に上場されている S 1 0 株式会社が発行した株券について、A 証券の扱うブロックオファー取引が実施されるのに先立ち、A 証券の自己勘定で株を買い付けることにより、同取引で売買価格の基準となる同日の同株券の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、同取引の実施に支障を来さない
20 とともに、S E S C や売手となり得る顧客に問題視されるなどして、今後の同取引の実施にも支障を来さない程度に維持する旨意を通じ、B 4 とも共謀の上、同株券の終値を、同程度に、さらに被告人 A 1 、B 1 及びB 4 においては 6 6 0 0 円ないし 6 6 4 0 円程度に維持しようと企て、同株券の相場を安定させる目的をもって、上記施行令 2 0 条で定めるところに違反して、同日午後 2 時 5 7 分頃から同日午後 3 時頃までの間、上記有価証券市場において、指値 6 6 0 0 円の買い注文を大量に入れるなどの方法により、別表 1 の 1 0 記載のとおり、同株券合計 1 0 万株の買付けの申込みを行って、別表 2 の 1 0 記載のとおり、そのうち合計 4 万 2 0 0 株を買
25

い付け、

もって、それぞれ、上記有価証券市場における各株券の相場を安定させる目的をもって、一連の有価証券売買及びその申込みをした。

(証拠の標目)

5 (略)

(補足説明)

第1 争点の概要

各被告人の弁護人らは、それぞれ、判示各株券の申込み及び買付け（以下「買付け等」という。）は、金融商品取引法（以下「法」ともいう。）159条3項等所定の安定操作罪の実行行為に該当せず、また、被告人らに、同項所定の「相場をくぎ付けし、固定し、又は安定させる目的」（以下「相場安定目的」という。）は認められず、さらに、同罪の故意、共謀も認められず、被告人らはいずれも無罪である旨主張する。

以下、これらの点につき補足して説明する。

第2 争点に対する判断において共通の前提となる事実関係等

関係各証拠によれば、以下の事実が認められる。

1 ブロックオファー取引の概要

ブロックオファー取引とは、A証券が平成24年7月から提供を始めたサービスであり、A証券が同一銘柄の株式を大量に相対取引で売買するブロック取引の一つで、立会外取引によって、株式を大口で保有する株主（売手）から株式を買い付けるとともに、これをリテール顧客である多数の個人投資家ら（買手）に売り付けるという取引であった（なお、以下「ブロックオファー取引」というときは、後述する「ワンデイオファー取引」は含まない取引を意味する。）。

A証券は、売手である株主から、ブロックオファー取引実施日の取引対象銘柄の終値を基準としてあらかじめ定められたディスカウント率を適用して決定される値段で、取引対象銘柄を買い付け、買手には、売手からの買付け価格のディスカウン

ト率より低いディスカウント率を適用して決定される値段で、取引対象銘柄を売り付けることにより、その差額をA証券の収益としていた。

2 ブロックオファー取引の関係各部署及び各被告人らの立場

(1) A証券では、令和2年9月9日に組織改編が行われているが、同組織改編以前は、旧D6課が、同組織改編以後は、新D6課が、ブロックオファー取引を所管し、株式の持ち合いを解消しようとする企業や企業の創業者（オーナー）等が大口の保有株式を売却する際、その手法を企画・提案したり、A証券内の関係部署との連絡・調整等の業務を担当していた（以下、同組織改編前後を通じて、旧D6課及び新D6課を「D6課」という。）。そして、B1は、判示各犯行の期間中、D6課課長の立場にあった。

また、同組織改編以前は、旧D5部が、同組織改編以後は、新D5部が、それぞれD6課を所管しており（以下、同組織改編前後を通じて、旧D5部及び新D5部を「D5部」という。）、被告人A4は、判示各犯行の期間中、同月頃までの間、D5部部長の立場にあった。

(2) 他方、ブロックオファー取引における取引対象銘柄の買付け及び売付けの値段を決定する際の各ディスカウント率の決定は、D4部部長が、売手からの取引対象銘柄の買付け等については、D4部が所管するD7課が担当しており、判示各犯行の期間中、被告人A1はD4部部長、B3はD7課課長の立場にあり、B4はD7課課員（トレーダー）の立場にあった。

(3) D5部及びD4部は、同組織改編の前後を通じてD2本部が所管し、D5部については、同組織改編後に、D3本部との共同所管とされていたが、判示各犯行の期間中、被告人A3はD2本部本部長、被告人A5はD2本部副本部長、B2は、同年3月17日までの間、D2本部副本部長の立場にあった。

(4) 被告人A2は、判示各犯行の期間中、同月17日までD1副統括として、同月18日からD1統括として、それぞれD2本部及びD3本部等を統括する立場にあった。

3 ブロックオファー取引の実施手順等

ブロックオファー取引は、概要、①D 6 課が、営業部門からの連絡を受けるなどして、大口の保有株式の売却を希望する顧客を把握すると、同顧客や同株式の発行体にブロックオファー取引について説明をするなどし、②D 6 課から、D 4 部に対し、取引対象銘柄の買付け及び売付けの値段を決定する際の各ディスカウント率の算出依頼等を行い、③原則として月に 2 回開催されていた定例会議であるブロックオファー案件検討会議（D 2 本部本部長、同副本部長、D 5 部部長、D 6 課課長のほか、ブロックオファー取引において、リテール顧客の営業を担当する本店各部や支店（以下「営業部店」という。）との連絡・調整業務等を行うD 8 部部長、同部を所管するD 9 本部本部長らが出席）において、個別のブロックオファー取引の実施の可否等を議論してその実施が決定され、D 6 課において、売手との間でブロックオファー取引の契約が締結され、④D 8 部では、D 4 部から取引対象銘柄や売却予定株数等について連絡（案件告知）を受けると、各営業部店に、取引対象銘柄や売却予定株数等を伝えてブロックオファー取引の実施を連絡し、その後、各営業部店の営業担当者において、リテール顧客に対し取引対象銘柄買付けの意向の有無を確認する需要調査を行うなどして、取引対象銘柄の買手を募り、⑤ブロックオファー取引の実施日の大引け後、売手からブロックオファー取引の実施について了承を得られると、D 8 部は、需要調査の結果に基づいて、各営業部店への取引対象銘柄の割当株数を調整して、各営業部店に割当株数を通知し、各営業部店において、各リテール顧客への取引対象銘柄の売付け株数を決めてリテール顧客から買付けの注文を受け、D 7 課は、立会外取引によって、取引対象銘柄の同日の終値を基準にして、買付け価格のディスカウント率を適用した値段で取引対象銘柄を買い付け、これを、売付け価格のディスカウント率を適用した値段で、買付けの注文をしたリテール顧客に取引対象銘柄を売り付ける、という手順で実施されていた。

なお、A証券におけるブロックオファー取引における業務手順を定めたブロックオファー業務マニュアルにおいては、リテール顧客に対し取引対象銘柄の買付けの

意向の有無を確認する需要調査につき、案件告知を行った日の大引け後（午後3時30分頃）からその翌々日まで需要調査期間を設けることができることとなっていたものの、判示各犯行時には、需要調査期間は需要調査開始日の翌日の午後0時までとして、同日にブロックオファー取引を実施することが常態化しており、需要調査開始日に需要調査を受けたリテール顧客は、翌日にブロックオファー取引が実施されることがほぼ分かる状況にあった。

4 ブロックオファー取引実施日の取引対象銘柄の株価下落等

ブロックオファー取引においては、判示各犯行時までに、同取引実施日における取引対象銘柄の株価下落傾向が目立つようになっていた。

A証券では、その原因につき、ブロックオファー取引実施日前日の大引け後から行われる需要調査により同取引実施日等の情報がリテール顧客に伝わり、さらにその情報がインターネット等により拡散され、その情報を得たリテール顧客や一般投資家が、取引対象銘柄の空売りを行っているためであると考えていた。すなわち、同取引の情報を得たリテール顧客や一般投資家は、取引対象銘柄を空売りし、同取引において取引対象銘柄の買手となるリテール顧客においては、空売りなどにより下落した取引対象銘柄の終値を基準としてディスカウントされた価格で買い付けるなどした株式で、その他的一般投資家においては、同取引実施日中に安値で買い付けるなどして得た株式で、空売りした株式を返却すれば、空売りした株式の価格と買い付けるなどした株式の価格の差額分（利ざや）を得ることができることから、A証券では、リテール顧客や一般投資家が、この利ざやを得ることを目的とするなどして、空売りを行っていることにより、取引対象銘柄の株価が下落していると考えていた。

なお、A証券においては、ブロックオファー取引の提供開始当初から、空売りによる株価下落が生じることを想定し、A証券におけるブロックオファー取引における業務手順を定めたブロックオファー業務マニュアルにおいて、需要調査の期間を複数日とすることなどが定められていたが、判示各犯行当時、前述のとおり、需要

調査期間を需要調査開始日の翌日の午後0時までとして、同日にブロックオファー取引を実施することが常態化していた。

また、A証券は、こうしたブロックオファー取引対象銘柄の株価下落の問題が生じていたことを踏まえ、令和元年5月頃には、取引実施日に取引対象銘柄の終値が確定した後に、リテール顧客に対する需要調査を開始するワンデイオファー取引を取り扱うようになった。
5

ワンデイオファー取引は、取引対象銘柄の終値が確定した後にリテール顧客に対する需要調査が行われるため、リテール顧客等は空売りをすることにより利ざやを得ることができないため、空売りを誘発することがないものの、需要調査を行う時間が取引実施日の大引け後午後5時までの2時間程度しかないことなどから、取引対象銘柄が売れ残るリスクが大きく、売れ残った場合にはそれをA証券が抱えることとなり、その後の価格変動等による損失リスクを負うこととなるなどの問題点があった。
10

第3 安定操作罪の解釈に関する主張について

各被告人の弁護人らは、被告人A1らによる判示各株券の買付け等に安定操作罪は成立しない旨、各弁論等において種々主張する。
15

すなわち、弁護人らは、それぞれの主張内容に多少の差異はあるものの、概ね、安定操作罪における相場安定目的とは、当該取引が市場原理に反することを認識しつつ、現にある有価証券市場における相場を一定の範囲から逸脱しないようにする意図であるとし、その実行行為、すなわち、相場をくぎ付けし、固定し、又は安定させる目的をもって、一連の有価証券売買等をする行為とは、社会通念上連續性の認められる継続した複数回の売買等によって、他の投資者をして、行為者が自然の需給に反して人為的な操作を加えて株価の変動を一定の範囲内に抑えるにもかかわらず、株価が自然な需給によってその範囲から逸脱していないように誤認させるのに足りるだけの期間にわたって、株価を一定の範囲から逸脱しないようにするのに相応しい性質を有する行為であるなどとした上で、①安定操作は、「くぎ付けし」
20
25

- 「固定し」「安定させる」という規定の文言からしても、一定の期間にわたって株価を一定の範囲から動かなくさせるのに相応しい行為をいうのであって、大引けにおける取引は、いわゆる板寄せ方式によって行われる一瞬の一回の売買であり、時間を概念出来ないので、大引けだけに参加する行為は安定操作罪の実行行為ではない、
- 5 ②上記「一定の範囲」とは、少なくとも上限か下限の具体的株価が特定されなければならぬ、③安定操作罪の故意は、有価証券売買等が、上記行為に該当することについての意味の認識（特に、一連の売買等によって株価を「一定の期間」にわたって「一定の株価」から逸脱させないようにするという認識）が必要であるなどと主張する。
- 10 この点、法159条の趣旨は、自然の需給関係によって形成されるべき相場に人為的な操作を加えて、恣意的な相場が形成されることを防止することにより、市場での公正な価格形成等の確保を図ることにあると解されるところ、同条3項の安定操作罪は、そもそも相場は自然の需給関係によって変動し、形成されるべきであるのに、相場をくぎ付けし、固定し、安定させる目的をもって一連の有価証券売買等を行うことは、それ自体、自然の需給関係によらず、人為的に相場を操作し、恣意的な相場を形成する行為であることが明らかであるから、特に政令で許容する場合のほかは、当然に違法性が認められるものとして規制するものであると解される。
- 15 以上のような同条3項の趣旨や規定の文言等からすれば、自然の需給関係によらずに人為的に相場を形成する意図のもと、当該有価証券の価格の下落を防ぎ又は遅らせる目的（相場安定目的）で、同目的の発現として一連の有価証券売買等を行った場合には、安定操作罪が成立するものと解される（争点整理との関係でいえば、この場合に、「安定操作、すなわち相場を安定させる目的をもって行われたこれに相応しい一連の有価証券売買及びその申込み」に該当することとなると解される。）。
- 20 また、複数の有価証券売買等につき、相場安定目的で、同目的の発現としてなされた一連の有価証券売買等と認められれば、この一連の有価証券売買等全体につき安定操作罪が成立するものと解される。すなわち、複数の有価証券売買等を行った

場合において、その中に、例えば、利益獲得目的で行われたものであって、それ自体としては相場の安定に直接資するとはいえないものがあったとしても、これが、
5 例えば、相場を安定させるための有価証券売買等を実現するための手段等として行
われたもの、つまりは、相場安定目的で、同目的の発現としてなされた一連の有価
証券売買等の一部であると認められれば、この一連の有価証券売買等全体について
安定操作罪が成立すると解される。したがってまた複数の有価証券売買等が、安定
操作罪の実行行為に該当するかを検討するに際しては、相場安定目的で、同目的の
発現としてなされた一連の有価証券売買等と認められるのであれば、個別の有価証
券売買等ごとにその該当性を検討する理由も必要もなく、一連の有価証券売買等全
10 体につき実行行為に該当するかを検討すれば足りる。

さらに、前述のような同条3項の趣旨からすると、同項における「相場」とは、
当該銘柄に対する需給関係が客観的に反映されて形成され、一般投資家が、それに
基づいて投資判断を行っている価格等を意味すると解される。そして、終値は、大
引けにおける自然の需給関係が、いわゆる板寄せ方式によって客観的に反映されて、
15 形成されるものであり、また、終値は、投資信託の基準価額の算定基準や証券会社
が上場株式の値動きの傾向を示すために提供するチャート図において各取引日の基
準とされているなど、資本市場において重要な役割を果たしており、一般投資家が
これに基づいて投資判断を行っている価格であることからすると、同項の「相場」
には終値も含まれると解される。

弁護人らは、安定操作罪の相場安定目的や実行行為の内容等につき前述のように
主張するが、安定操作罪の要件を不当に狭く解するものであって、同項の規定の文
言にも合致せず、採用できない。したがってまた、同項の趣旨からしても、安定操
作につき、弁護人らが主張するような意味で、「一定の期間」にわたって株価を「一
定の範囲」から動かなくさせるのに相応しい行為と解する理由はなく、終値は同項
25 の「相場」に含まれ、少なくとも上限か下限の具体的株価が特定されなければなら
ないと解する理由もなく、また、安定操作罪の故意として、弁護人らが主張するよ

うな内容が求められるものでもない。なお、弁護人らは、判示第1の犯行につきA証券の内部管理責任者からそれが安定操作に該当するとの指摘がなく、売買管理上の問題がないことについての確認も得ていること、ブロックオファー取引の対象銘柄の買付けについて、社内のコンプライアンス部門から違法の疑いがあるといった
5 指摘がなされたことが全くないことなどを指摘し、被告人らは、意味の認識を欠いていた、被告人A1の株取引が相場操縦罪に該当すると認識していなかった、安定操作取引の認識を共有していなかったなどと主張するが、後述するような各被告人の認識内容等からすれば、その指摘する諸点を踏まえても、被告人らの故意や責任、共謀が否定されることは明らかである。

10 さらに、弁護人らは、安定操作罪は、誘因目的の存在しない変動操作を処罰するために存在するのではなく、同条2項1号の変動操作罪で誘因目的を立証できないときの受け皿となるような解釈・適用は誤っている旨主張するも、安定操作罪と同変動操作罪は、目的や行為の内容等を異にする別個のものであり、所論に理由はない。加えて、弁護人らは、安定操作罪における「一連」の解釈に当たっては、行政
15 法規である金融商品取引業等に関する内閣府令117条1項19号の規制するいわゆる作為的相場形成に該当する行為との均衡を考慮すべきなどと主張するが、そもそも同規制は相場操縦行為等の禁止を補完する観点から設けられたものであるほか、同規制との「均衡を考慮」したからといって、安定操作罪について弁護人らの主張するような内容等が導かれる理由はない。

20 その他、弁護人らが安定操作罪について主張する諸点を十分に考慮、検討しても、前述の判断に影響を与えない。

第4 判示第1の事実について

1 前提となる事実関係等

関係証拠によれば、以下の事実が認められる。

25 (1) A証券は、令和元年12月13日、株式会社U1との間で、同社が保有する株式会社S1が発行した株券（以下「S1株」という。）268万6000株につき、

ブロックオファー取引を実施する旨の契約を締結した（以下第4において「本件ブロックオファー取引」という。）。

(2) 同月24日、投資家向け個別株式等の収益動向及び株価動向等に係る分析・調査・情報提供等に関する業務を行うA証券のD10本部D11部は、S1株の今後の予想株価である「目標株価」をそれまでの6700円から5900円に引き下げる旨のアナリストレポートを公表した。

(3) 本件ブロックオファー取引実施日の同月25日、S1株は、立会開始と同時に売り特別気配が表示・更新された上、前日終値（5350円）比約3.92%安の5140円で寄り付き、その後、同日午後2時頃に同日の最安値である前日終値比約5.79%安の5040円を記録した。

(4) B3及びB4は、被告人A1からの指示を受けるなどして、同日午後2時13分頃から同日午後3時頃までの間、A証券の自己勘定取引口座である口座番号500-11819の口座（以下「819口座」という。）を用いて、別表1の1及び別表2の1記載のとおり、S1株の買付け等を行った（以下第4において「本件買付け等」という。）。

なお、被告人A1、被告人A4、B2及びB1は、U1に対する営業を担当していたA証券D12部従業員C1との間で、同日午後2時24分15秒頃から同日午後2時26分19秒頃までの間に甲376号証添付の別紙2記載の通話（以下第4において「本件通話」という。）をした。

この間、S1株の株価は、5050円から5080円の間で推移し、終値は、前日終値比約5.23%安の5070円であった。

(5) A証券は、同日の大引け後に本件ブロックオファー取引を実施し、U1から268万6000株を132億9118万7520円で買い付け、その後、リテール顧客に対し、これを合計135億4983万3570円で売却し、合計2億5864万6050円の収益を得た。

(6) 本件買付け等により買い付けたS1株は合計31万4800株で、その総額

は合計 15 億 9584 万円であり、本件買付け等の買い注文開始から大引けまでの時間内における出来高に本件買付け等による買付け株数が占める割合は約 32.02 %、大引け時における出来高に本件買付け等のうち大引け時における買付け株数が占める割合は約 45.81 % であった（甲 379 号証）。また、本件買付け等で A 証券が買い付けた S1 株は、後日、合計 15 億 9037 万 200 円で売却された。

2 争点に対する判断

(1) 安定操作罪及び共謀の成否

ア 証人 B1 の証言によれば、B1 は、本件ブラックオファー取引実施日の午前中に、前記アナリストレポート公表の事実を知り、本件ブラックオファー取引を実施する A 証券のアナリストが、ブラックオファー取引の対象銘柄である S1 株の株価を更に下落させる要因となり得るもの公表するという意味で、売手である U1 の心証を悪くするものであると考えていたこと、C1 からの報告等によって、他の証券会社の担当者が、A 証券が、同アナリストレポートを本件ブラックオファー取引実施日前日に公表することにより、S1 株の株価を意図的に下げているのではないかなどと U1 に伝えるなどして、A 証券のネガティブキャンペーンをしていることを知ったこと、実際に S1 株の株価が前日終値に比して相応に下落している状況に鑑みて、U1 が A 証券に対して不信感を抱きかねない事態となっており、U1 に対して、少なくとも本件ブラックオファー取引実施後に S1 株の株価の下落状況や同アナリストレポートの公表について、相応に事情を説明する必要があると認識したことなどが認められる。

以上の点に関する証人 B1 の証言については、その内容は具体的かつ合理的なものである上、本件ブラックオファー取引実施日における B1 と C1 の間の通話の内容等の客観的証拠とも整合的であって、十分に信用できる。

さらに、被告人 A4 は、自身も供述するとおり、前記アナリストレポートの公表や、U1 に対し、他の証券会社の担当者による A 証券のネガティブキャンペーンがなされたことについて、遅くとも本件ブラックオファー取引実施日の昼頃までには

把握しており、同時点で、B 1 と同様に、S 1 株の株価の下落により、U 1 が A 証券に対して不信感を抱きかねない事態となっていることを認識していたと認められる。

そして、証人 B 1 の証言並びに被告人 A 1 及び被告人 A 4 の各供述によれば、被告人 A 4 及び B 1 が、前述のとおり、S 1 株の株価の下落により、U 1 が A 証券に対して不信感を抱くことを案じる中で、被告人 A 1 が、被告人 A 4 及び B 1 に対して、S 1 株を買い付けることを提案し、その方針を被告人 A 1 、被告人 A 4 及び B 1 の 3 名で B 2 に報告した後に、本件通話がなされたことが認められる。

これらの事実関係等を前提に、本件通話について検討すると、各人の発言内容やその文脈に加えて、被告人 A 1 は、被告人 A 4 及び B 1 が S 1 株の株価の下落を案じる様子を認識した上で S 1 株の買付け等を提案したと認められること、通話の相手方が、売手である U 1 の担当者であり、単なる利益獲得目的の買付け等を報告する必要はない C 1 であることや、本件買付け等の内容が被告人 A 1 、被告人 A 4 らの発言内容と整合していることなどを踏まえれば、本件通話は、被告人 A 1 、被告人 A 4 、B 1 及び B 2 が、C 1 に対して、S 1 株の株価の下落が、売手である U 1 との関係で問題となる可能性があり、そうした事態を避けるため、S 1 株の終値が下落することを防ぐ目的で、S 1 株につき、被告人 A 1 が引けの指値で買い注文を入れることを伝えたものであると認められる。

イ 加えて、証人 B 4 の証言によれば、被告人 A 1 は、本件ブロックオファー取引実施日において、寄付きの段階から S 1 株の株価の動向を気にする様子であって、同株価が下落している状況を見て「やばいな」「下がってるな」などと言うなどしていたところ、後場に入り、「これ、売手、U 1 だから場でやってくれ」などと B 3 及び B 4 に対して、S 1 株の買付け等を指示したこと、B 4 は、指示されるに至るまでの被告人 A 1 の様子から S 1 株の株価の下落を防ぐために買付け等を行うように指示されたと理解して、B 3 と共に、本件買付け等に及んだことなどが認められる。

以上の点に関する証人 B 4 の証言は、具体的かつ合理的なものであって、関係証

抛上認められる同日におけるS 1株の株価の下落状況や客観的な取引状況に加え、本件通話における被告人A 1、被告人A 4及びB 1の発言内容等とも整合的であるほか、自身に不利な事実も含め真摯に供述していることなどからすると、被告人A 1及び被告人A 4の各弁護人が証人B 4の証言について主張する諸点を踏まえても、
5 十分に信用できる。

これらの事実によれば、被告人A 1は、S 1株の株価の推移等を十分把握した上で、S 1株の終値が大幅に下落することを防ぐために、B 3及びB 4に対し、本件買付け等を行うことを指示し、B 3及びB 4は、被告人A 1の判断、指示に従って本件買付け等に及んだものと認められる。

10 ウ 以上の事実関係によれば、被告人A 1、被告人A 4、B 2及びB 1は、A証券の自己勘定で株を買い付けるなどすることにより、同日のS 1株の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、本件ブロックオファー取引の売手であるU 1の納得を得やすくなると考えられる程度に維持する旨意を通じ、被告人A 1においてB 3及びB 4に本件買付け等を指示し、同株券の終値を、同程度に、さら
15 に被告人A 1、B 3及びB 4においては5 0 7 0円程度に、維持することを企て、B 3及びB 4において、一連のものとしてS 1株の買付け等（本件買付け等）を行ったものと認められる。

これが、被告人A 1及び被告人A 4が、B 2、B 1、B 3及びB 4と共に謀の上、自然の需給関係によらずに人為的に相場を形成する意図のもと、当該有価証券の価格の下落を防ぐ目的（相場安定目的）で、同目的の発現として一連の有価証券売買等を行った場合に当たることは明らかであり、また、被告人A 1、被告人A 4らに安定操作罪の故意も認められる。
20

したがって、被告人A 1及び被告人A 4には、判示第1記載のとおり、安定操作罪が成立し、本件の共謀も認められる。

25 (2) 被告人A 1及び被告人A 4の各弁護人の主張等

ア 被告人A 1及び被告人A 4の各弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日

におけるS 1 株の値動きや同株の注文状況等を踏まえるなどして、本件買付け等のザラ場での買い注文及び引指注文は、いずれも、通常の買い注文の効果を生ずるものに過ぎず、それを超えてS 1 株の株価を一定の範囲に維持する効果はない、被告人A 1 らの引指注文以外の買い注文等も終値の形成に大きく影響を与えていたなどと主張し、被告人らの行為は安定操作罪の実行行為に該当しない旨主張する。

しかしながら、複数の有価証券売買等につき、相場安定目的で、同目的の発現としてなされた一連の有価証券売買等と認められれば、この一連の有価証券売買等全体につき安定操作罪が成立するものと解されるところ、既に認定したように、被告人A 1 及び被告人A 4 らは、相場安定目的で、同目的の発現として本件買付け等を行ったものと認められるのであり、このことに、前述のような本件買付け等の総額や本件買付け等が出来高に占める割合のほか、本件買付け等がなかったと仮定した場合の終値（なかりせば価格）は4 9 6 0 円であり、少なくとも本件買付け等がS 1 株の株価を下落させるようなものではなかったと認められることなどを併せ考慮すれば、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められることは明らかである。

被告人A 1 及び被告人A 4 の各弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS 1 株の値動きや同株の注文状況等を踏まえ、また、証人W 1 1 の証言の信用性、証明力等を論難し、本件買付け等を全て考慮しても、5 0 7 0 円程度に株価等を維持できるに相応しい性質を有する取引とは認められず、本件買付け等は安定操作罪の実行行為に該当しないなどと主張する。

確かに、事案によっては、安定操作罪の成否を検討する場合において、弁護人らが詳述するように、有価証券売買等が相場を安定させるような影響を相場に与えるものかなどが具体的に問題とされることもあり得る。しかしながら、相場安定目的の事実認定の問題として、当該有価証券売買等が相場安定目的等を推認させる事情足り得るかなどが検討されることがあることは別として、当該有価証券売買等が安定操作罪の実行行為に該当するかを判断するに当たって弁護人らの主張する諸点の検討が必ずしも求められるものではない。本件では、前述のような証拠関係等から

相場安定目的等を認定することができるほか、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められるかについての判断も、証人W 1 1 の証言の信用性、証明力等を検討するまでもなく、前述のように認定することができるのであって、弁護人らの主張は、安定操作罪についてのその見解を前提とするものといえ、理由がない。

- 5 イ 被告人A 1 の弁護人は、被告人A 1 らは、本件買付け等のうち、ザラ場において発注した買い注文については、専ら利益獲得目的で行ったものであり、また、引け執行条件付きの買い注文については、同注文の結果、終値の下落が緩和されればよいという抽象的な期待はあったものの、被告人A 1 らに相場を一定の範囲から逸脱しないようとする意図を認めることはできない旨を主張するなどし、被告人A
10 1 はこれに沿う供述をする（被告人A 4 の弁護人も、被告人A 1 らD 4 部は、利益獲得目的が第一義的理由で本件買付け等を行った旨主張するなどする。）。

しかしながら、そもそも、利益獲得目的で買付けを行うことはD 4 部の専権事項であるにもかかわらず、被告人A 1 は、本件買付け等を行うに当たって、他部署であるB 1 や被告人A 4 のほか、上司であるB 2 にまで報告し、さらに、本来伝える必要のないC 1 にまで報告していることは前述のとおりであり、こうした被告人A
15 1 の行動は、利益獲得目的で本件買付け等を行ったのであるとすれば不自然というほかない。また、被告人A 1 は、本件通話において、B 1 によるS 1 株の株価の下落が問題となっており、自己勘定で買い支える方向で調整しているなどという発言や、被告人A 4 による引け執行条件付きの買い注文を発注しようと思っている旨の
20 発言に続けて、「バランスが取れるように、下がんないように。」などと発言しているところ、この発言は、まさにS 1 株の終値の下落を防ぐことを意図して本件買付け等に及ぶ旨の発言と認められるのであって、被告人A 1 の弁護人の主張及び被告人A 1 の供述内容は、この発言と整合しない。

被告人A 1 の弁護人は、本件買付け等のうち、ザラ場において発注した買い注文については、専ら利益獲得目的で行ったものである旨主張する。
25

しかし、前述したことからも明らかのように、仮に本件買付け等の中に利益獲得

目的で行われたものがあったとしても、これが、相場安定目的で、同目的の発現としてなされた一連の有価証券売買等の一部であると認められれば、この一連の有価証券売買等全体について安定操作罪が成立するのであって、本件においては、前述の点に加え、関係証拠によれば、A証券の自己勘定での買付けに用いられる819
5 口座を用いて、B4が、本件通話の内容と整合する合計20万株のS1株の引け執行条件付きの買い注文を発注し、これに続いて、さらにB3及びB4がS1株の買
い注文を発注していることも踏まえれば、被告人A1らは、相場安定目的で、同目的の発現として、一連の有価証券売買等として本件買付け等を行ったものと認められるのであるから、仮に本件買付け等に利益獲得も考慮してなされたものが含まれ
10 ていたとしても、このことは安定操作罪が成立する妨げとはならない。

加えて、被告人A1らは、本件ブロックオファー取引によりA証券が得られる収益を確保しつつ、S1株の終値を、前日の終値に比して大幅に下落する事態を回避し、U1の納得を得やすくなると考えられる程度に維持しようとして本件買付け等を行ったと認められることからすると、本件買付け等の方法や規模が、本件ブロックオファー取引によりA証券が得られる収益との相関性を持つこととなるのは当然である。したがって、仮に本件買付け等に、それ自体としては、相場の安定に直接資するとはいはず、その売却等により一定の利益を確保しようとする買付け等が含まれているとしても、それはあくまでもA証券が収益を確保しながら本件買付け等を行うことを可能とするためのものであると理解されるのであって、被告人A1ら
15 が、相場安定目的で、同目的の発現として、一連の有価証券売買等として本件買付け等を行ったものと認められることと何ら矛盾するものではない。

以上によれば、被告人A1の供述は信用することができず、被告人A1の弁護人の主張にも理由はない（また同様の理由により被告人A4の弁護人の主張にも理由はない。）。

25 ウ 被告人A1の弁護人は、被告人A1らが、S1株の株価を5070円程度に維持しようとしていたとは認められない旨主張する。

しかしながら、本件ブロックオファー取引実施日のS 1株の終値は5070円であることに加え、前述のとおり信用できるB 4の証言によれば、被告人A 1は、5070円という終値について、大引け後に、「まあこれならいいかな」などと納得する様子であったと認められることなどからすれば、少なくとも、被告人A 1、B 3及びB 4が、S 1株の終値を5070円程度に維持しようとしていたものと認められる。
5

エ 被告人A 4の弁護人は、本件通話において、被告人A 4は、U 1の担当者であるC 1を勇気付けつつ、本店でもできる限りのことをしてアピールするために、客観的な相場状況とは異なることを認識しつつ誇張した表現をしたものであるなどと主張し、被告人A 4もこれに沿う供述をする。
10

しかしながら、関係証拠上認められる当時のB 1及びC 1との間の通話の内容やU 1のブロックオファー取引の担当者であったC 2の供述内容等によれば、少なくとも本件通話の時点において、C 1自身がU 1側に対して直ちに何らかの具体的対応をすることが求められる状況にはなく、少なくとも、被告人A 4が、あえて本件通話のような内容の本心とは異なる認識をC 1に伝える必要があったとはうかがわ
15 れない。

したがって、被告人A 4の供述は信用することができず、被告人A 4の弁護人の主張等を踏まえても、上記認定は揺らがない。

オ 被告人A 4の弁護人は、被告人A 4は、被告人A 1からD 4部は利益獲得目的で取引していると認識しており、買い注文によって売り注文の株価下落効果は緩和されるとは認識していたもののあくまで反射的効果に過ぎないと認識していたなどと主張し、被告人A 4も、被告人A 1から、S 1株の株価の下落状況からすればD 4部で買うことができる旨の提案を受け、それを了承しただけであり、買い注文により株価の下落が緩和されることは当然に認識していたものの、それはD 4部が儲かる水準まで株価が下落したと判断して買い注文を入れることによる副次的な効果であると思っていたなどと供述する。
20
25

しかしながら、前述のとおり、被告人A 4は、被告人A 1、B 2、B 1とともにC 1と通話している際に、B 1や被告人A 1の発言に続いて、D 4部と協力して、引けで現値より高い指値で買い注文を入れる旨を発言したうえ、被告人A 1の「バランスが取れるように、下がんないよう。」などとの発言に何ら異を唱えることなく、その発言に続けて、「効くかどうかはちょっとあるけれども、またぶん、引けはちょっと戻ると思うんですよ。」「指くわえてみることはしてないので。」などと発言しているところ、こうした発言は、その状況等に照らして、S 1株の終値が下落しないように買付けを行うことをC 1に伝えるものと解されることは前述のとおりであり、被告人A 4の弁護人の主張及び被告人A 4の上記供述は、これらの発言と整合しない。

以上によれば、被告人A 4の上記供述は到底信用することができず、これを前提とする被告人A 4の弁護人の主張にも理由はない。

カ 被告人A 4の弁護人は、被告人A 4には、安定操作の意思連絡、自己の犯罪を犯すという意思が認められない旨主張する。

しかしながら、被告人A 4と被告人A 1らとの間で、安定操作の意思連絡があつたと認められるのは、上記(1)記載のとおりである。また、前述のような被告人A 1らが本件買付け等に及んだ経緯等に加え、そもそも本件買付け等は本件ブロックオフラー取引の売手であるU 1の納得を得やすくするために行われたものであって、被告人A 4はD 6課を所管するD 5部部長の立場にあったことを踏まえれば、被告人A 4が本件の正犯と認められることも明らかである。

キ その他の被告人A 1及び被告人A 4の各弁護人の主張や被告人A 1及び被告人A 4の各供述内容を、十分に考慮、検討しても、上記(1)記載の認定は揺らがない。

第5 判示第2の事実について

1 前提となる事実関係等

関係証拠によれば、以下の事実が認められる。

(1) A証券は、U 2株式会社との間で、同社が保有する株式会社S 2が発行した

株券（以下「S 2 株」という。）79万700株につき、令和2年2月27日にブロックオファー取引を実施する旨合意した（以下第5において「本件ブロックオファー取引」という。）。

(2) 同日、S 2 株は、立会開始と同時に売り特別気配が表示・更新された上、前5日終値（2883円）比約4.99%安の2739円で寄り付いた。

(3) A証券の従業員であり、本件ブロックオファー取引実施日において、D 6 課に所属していたW 1 2 及び被告人A 4 は、同日午前9時31分46秒頃から同日午前9時34分32秒頃までの間に甲376号証添付の別紙5記載の通話（以下第5において「本件通話」という。）をした。

10 (4) 被告人A 1 、B 3 及びB 4 は、同日午前11時7分28秒頃から同日午前11時9分14秒頃までの間に同号証添付の別紙6の別紙1記載の会話、同日午前11時9分27秒頃から同日午前11時9分35秒頃までの間に同別紙6の別紙2記載の会話をした。

15 (5) B 4 は、同日午前11時9分頃から同日午後3時頃までの間、S 2 株につき、819口座を用いて、別表1の2及び別表2の2記載のとおり、S 2 株の買付け等を行った（以下第5において「本件買付け等」という。）。

なお、被告人A 1 及び被告人A 4 は、同日午前11時15分24秒頃から同日午前11時20分39秒頃までの間に同号証添付の別紙8記載のメッセージをLINEでやりとりした。

20 また、被告人A 1 、B 3 及びB 4 は、同日午後1時15分8秒頃から同日午後1時16分41秒頃までの間に同号証添付の別紙10の別紙1記載の会話を、同日午後1時51分18秒頃から同日午後1時52分32秒頃までの間に同号証添付の別紙11記載の会話を、同日午後2時19分4秒頃から同日午後2時19分59分頃までの間に同号証添付の別紙12の別紙1記載の会話を、同日午後2時57分40秒頃から同日午後2時59分頃までの間に同号証添付の別紙12の別紙3記載の会話をした。

この間、S 2 株の株価は、同日午後 2 時 4 9 分頃に同日の最安値である 2 5 8 6 円を記録するなどしたが、終値は、前日終値比約 9. 8 1 % 安の 2 6 0 0 円であった。

(6) A 証券は、同日の大引け後に本件ブロックオファー取引を実施し、U 2 株式会社から、S 2 株 7 9 万 7 0 0 株を 1 9 億 9 4 1 4 万 5 4 0 0 円で買い付け、これらをリテール顧客に対して、合計 2 0 億 4 5 5 4 万 9 0 0 円で売却し、5 1 3 9 万 5 5 0 0 円の収益を得た。

(7) 本件買付け等により、買い付けた S 2 株は、合計 6 万 5 8 0 0 株で、その総額は合計 1 億 7 1 0 4 万 4 3 0 0 円であり、本件買付け等の買い注文開始から大引けまでの時間内における出来高に本件買付け等による買付け株数が占める割合は約 1 6. 0 1 %、大引け時における出来高に本件買付け等のうち大引け時における買付け株数が占める割合は約 3 8. 7 3 % であった（甲 3 7 9 号証）。また、本件買付け等で A 証券が買い付けた S 2 株は、後日、合計 1 億 6 3 5 0 万 6 6 7 0 円で売却された。

2 争点に対する判断

(1) 安定操作罪及び共謀の成否

ア 関係証拠に加え、証人 W 1 2 の証言によれば、本件ブロックオファー取引実施日、W 1 2 は、D 6 課を訪れた被告人 A 1 から、S 2 株が下がっているので自己勘定で引けにかけて買おうかということを相談されて、被告人 A 4 と連絡を取りたい旨依頼され、被告人 A 4 に W 1 を介して電話で連絡し、被告人 A 4 との間で、本件通話をし、さらに、同通話後、被告人 A 4 の返答の内容を、被告人 A 1 に口頭で伝えたことが認められる。

以上の点に関する証人 W 1 2 の証言は、具体的かつ詳細であり、関係証拠上認められる同日の A 証券関係者間における通話内容等と整合的であって、その供述態度も真摯であることからすれば、十分に信用できる。

そして、証人 W 1 2 の証言から認められる上記経過を踏まえ、本件通話の内容に

ついて検討すると、同通話中のW1 2の「今日ブロックオファー予定のS 2なんですけど。」「昨日告知して、で、今日朝から6%くらい下がってるんですよ。」「先ほど、あのー、A 1さんが来られて、ちょっと、まあ結構下げ過ぎだよね?と。で、えーと、まあ、この前のちょっとS 1みたいに、ちょっと引けのところで、えーと、1日分くらい買い向かおうか?みたいな、ご相談来てて。」との発言に対し、
5 被告人A 4が、本件ブロックオファー取引に関する事実関係をW1 2に確認した後、「A 1がそうやってくれるんだったら、1日分くらい買ってもらったら、引けで。」などと発言した一連の会話は、その発言内容や文脈に加え、前述のとおり、本件通話が、前述の経緯で、被告人A 1が、W1 2に依頼の上で、本来自己勘定での株券
10 の買付けを行うことを伝える必要のないブロックオファー取引の関連部署であるD 5部部長である被告人A 4に対して、わざわざ相談するためになされたものであることや、被告人A 1と被告人A 4は、第4で認定したように、S 1株のブロックオファー取引実施日において、同株の終値を維持することを企て、同株の買付け等に及んでいることも踏まえれば、W1 2が、被告人A 4に対し、被告人A 1から、本
15 件ブロックオファー取引の対象銘柄であるS 2株の株価が下落している状況を踏まえ、その実施に支障を来さないよう、S 1株の買付け等と同様に、S 2株の終値が大幅に下落することを防ぐために、S 2株を買い付ける旨の提案があったことを伝え、被告人A 4が、その内容を十分に理解した上で、了承するに至ったものであると認められる。

20 このことは、上記1(5)記載の被告人A 1と被告人A 4との間のメッセージのやりとりにおいて、被告人A 1が「S 2支えますね」と送信し、これに対し、被告人A 4が「W1 2から聞いてます。ありがとうございます、助かります。8%ダウﾝですね。」と返信するなどしていることとよく整合する。

25 イ また、被告人A 1とB 4及びB 3との間における上記1(4)及び(5)記載の一連の会話の内容、特に被告人A 1が「最後、俺たちが支えて、下げないっていうんであれば、10パー大きく割り込むことは、多分ないから。」「どれくらいだったら

支えられると思う？1万で支えられる？」「買わずに上がってくれればそれが一番ベスト。」「崩れなきやいいから」などの発言内容及び文脈に加えて、これらの会話が、本件通話の後になされたものであることからすれば、被告人A1が、S2株の株価の推移等を十分に把握した上で、S2株の終値が大幅に下落することを防ぐために、B4に対し、本件買付け等を行うことを指示し、B4は、被告人A1の判断、指示に従って、本件買付け等に及んだことが認められる。

ウ 以上の事実関係によれば、被告人A1及び被告人A4は、A証券の自己勘定で株を買い付けるなどすることにより、本件ブロックオファー取引実施日のS2株の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、本件ブロックオファー取引の実施に支障を来さない程度に維持する旨意を通じ、被告人A1においてB4に本件買付け等を指示し、同株券の終値を、同程度に、さらに被告人A1及びB4においては2600円程度に維持することを企て、B4において、一連のものとしてS2株の買付け等（本件買付け等）を行ったものと認められる。

これが、被告人A1及び被告人A4が、B4と共に謀の上、自然の需給関係によらずに人為的に相場を形成する意図のもと、当該有価証券の価格の下落を防ぐ目的（相場安定目的）で、同目的の発現として一連の有価証券売買等を行った場合に当たることは明らかであり、また、被告人A1、被告人A4らに安定操作罪の故意も認められる。

したがって、被告人A1及び被告人A4には、判示第2記載のとおり、安定操作罪が成立し、本件の共謀も認められる。

（2）被告人A1及び被告人A4の各弁護人の主張等

ア 被告人A1及び被告人A4の各弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS2株の値動きや同株の注文状況等を踏まえるなどして、本件買付け等のザラ場での買い注文及び引指注文は、いずれも、通常の買い注文の効果を生ずるものに過ぎず、それを超えてS2株の株価を一定の範囲に維持する効果はない、被告人A1らの引指注文以外の買い注文等も終値の形成に大きく影響を与えているなど

と主張し、被告人らの行為は安定操作罪の実行行為に該当しない旨主張する。

しかしながら、既に認定したように、被告人A 1 及び被告人A 4 らは、相場安定目的で、同目的の発現として本件買付け等を行ったものと認められるのであり、このことに、前述のような本件買付け等の総額や本件買付け等が出来高に占める割合のほか、本件買付け等がなかったと仮定した場合の終値（なかりせば価格）は2500円であり、少なくとも本件買付け等がS 2 株の株価を下落させるようなものはなかったと認められることなどを併せ考慮すれば、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められることは明らかである。
5

被告人A 1 及び被告人A 4 の各弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS 2 株の値動きや同株の注文状況等を踏まえ、また、証人W 1 1 の証言の信用性、証明力等を論難し、本件買付け等を全て考慮しても、2600円程度に株価等を維持できるに相応しい性質を有する取引とは認められず、本件買付け等は安定操作罪の実行行為に該当しないなどと主張するが、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められるのは前述のとおりであり、第4の2(2)アにおいてS 1 株について述べたのと同様、弁護人らの主張は、安定操作罪についてのその見解を前提とするものといえ、理由がない。
10
15

イ 被告人A 1 の弁護人は、被告人A 1 らは、本件買付け等のうち、ザラ場において発注した買い注文については、専ら利益獲得目的で行ったものであり、また、引け執行条件付きの買い注文については、同注文の結果、終値の下落が緩和されればよいという抽象的な期待はあったものの、被告人A 1 らに相場を一定の範囲から逸脱しないようにする意図を認めることはできない旨を主張するなどし、被告人A 1 はこれに沿う供述をする（被告人A 4 の弁護人も、被告人A 1 らD 4 部は、彼らの相場観に基づいて利益獲得目的で取引をしていたとしか認定できない旨主張するなどする。）。

25 しかしながら、利益獲得目的で買付け等を行うことはD 4 部の専権事項であって、他部署であるD 5 部部長である被告人A 4 に対して、わざわざD 6 課のW 1 2 を介

して連絡を取るなどした上で、本件買付け等に及ぶ必要はなく、こうした被告人A 1の行動は、利益獲得目的で本件買付け等を行ったのであるとすれば不自然というほかない。

また、前述のとおり、被告人A 1と上記1(4)及び(5)記載のB 3及びB 4との間の一連の会話は、まさにS 2株の終値の下落を防ぐことを意図して本件買付け等に及ぶ旨の発言と認められるのであって、被告人A 1の弁護人の主張及び被告人A 1の供述内容は、この発言と整合しない。

被告人A 1の弁護人は、本件買付け等のうち、ザラ場において発注した買い注文については、専ら利益獲得目的で行ったものである旨主張し、被告人A 1、B 3及びB 4の発言の中には、利益獲得を図ろうとしていることをうかがわせるやりとりも存在する。

しかし、前述のように、被告人A 1らは、相場安定目的で、同目的の発現として、一連の有価証券売買等として本件買付け等を行ったものと認められるのであるから、仮に本件買付け等に利益獲得も考慮してなされたものが含まれていたとしても、このことは安定操作罪が成立する妨げとはならない。

加えて、第4の2(2)イにおいてS 1株について述べたように、本件買付け等の方法や規模は、本件ブロックオファー取引によりA証券が得られる収益との相関性を持つのであって、被告人A 1らが、A証券が収益を確保しながら本件買付け等を行うことを可能とすることを考えるのは当然であるほか、自己勘定での取引によって生じた損失は、D 4部において計上されることから、トレーダーであるB 3とB 4にとって、自己勘定での取引で大きな損失を生じさせるような事態は避けたいと考えるのが通常であり、当然に被告人A 1もそのことを理解していたものと認められることなどからすると、本件買付け等の具体的な方法や規模を検討し、実施するに当たって、相場安定目的を実現しつつ、同時に同目的が実現できる範囲内においてできる限り利益獲得も実現できるような買付け等が行われることが当然にあり得、また、被告人A 1、B 3及びB 4の間で、そのことをうかがわせるやりとりがされ

ることもあり得ることからすると、利益獲得を目的とするかのような買付け等ややりとりがあったとしても、被告人A 1 らが、相場安定目的で、同目的の発現として、一連の有価証券売買等として本件買付け等を行ったものと認められることと何ら矛盾するものではない。

5 以上によれば、被告人A 1 の供述は信用することができず、被告人A 1 の弁護人の主張にも理由はない（また同様の理由により被告人A 4 の弁護人の主張にも理由はない。）。

ウ 被告人A 1 の弁護人は、被告人A 1 らが、S 2 株の株価を2 6 0 0 円程度に維持しようとしていたとは認められない旨主張する。

10 しかしながら、同日のS 2 株の終値は前日終値比約9. 8 1 %安の2 6 0 0 円であること、上記1(4)記載の会話において、被告人A 1 は、本件買付け等を指示するに当たり、B 4 に対して、「1 0 %安くくらいの所から入れといて。やってくれ。」などと前日終値比1 0 %安程度の価格で買い注文を入れるように指示する発言や、「最後、俺たちが支えて、下げないっていうのであれば、1 0 パー大きく割りこむことは、多分ないから。」などとその終値が前日の終値比1 0 %よりも大きく下落しないことを想定した発言をしていると認められることなどからすれば、少なくとも、被告人A 1 、B 3 及びB 4 は、S 2 株の終値を2 6 0 0 円程度に維持することを意図していたと認められる。

エ 被告人A 4 の弁護人は、本件買付け等について、被告人A 4 は、被告人A 1 らD 4 部は利益獲得目的で取引していると認識しており、買い注文によって売り注文の株価下落効果は緩和されるとは認識していたもののあくまで反射的効果に過ぎないと認識していたなどと主張し、被告人A 4 も、これに沿う供述をする。

25 しかしながら、上記1(5)記載のL I N E でのメッセージのやりとりにおいて、被告人A 4 は、被告人A 1 から「S 2 支えますね」などと株価の下落を防ぐために買付け等を行うことを直接伝えられた際にも、「ありがとうございます、助かります。8 %ダウンですね。」などと被告人A 1 に感謝を伝えるなどしていることに加え、

わざわざ本件買付け等を行っていたB 3 及びB 4 の下を訪れるなどしているところ、こうした言動は、被告人A 4 が供述するように、D 4 部において、利益獲得を目的として買付けを行っており、株価の下落が緩和されることは、買付けの副次的な効果でしかないと認識していたとすれば、不自然なものというほかない。

5 そうすると、被告人A 4 の供述は到底信用することができず、これを前提とする被告人A 4 の弁護人の主張にも理由はない。

オ 被告人A 4 の弁護人は、被告人A 4 には、安定操作の意思連絡、自己の犯罪を犯すという意思が認められない旨主張する。

しかしながら、被告人A 4 と被告人A 1 らとの間で、安定操作の意思連絡があつたと認められるのは、上記(1)記載のとおりである。また、前述のような被告人A 1 らが本件買付け等に及んだ経緯等に加え、そもそも本件買付け等は本件ブロックオファー取引の実施に支障を来たさないために行われたものであって、被告人A 4 はD 6 課を所管するD 5 部部長の立場にあったことを踏まえれば、被告人A 4 が本件の正犯と認められることも明らかである。

15 カ その他の被告人A 1 及び被告人A 4 の各弁護人の主張や被告人A 1 及び被告人A 4 の各供述内容を、十分に考慮、検討しても、上記(1)記載の認定は揺らがない。

第6 判示第3の事実について

1 前提となる事実関係等

関係証拠によれば、以下の事実が認められる。

20 (1) A証券は、S 3 株式会社の元代表取締役であったU 3 との間で、同人が保有するS 3 株式会社が発行した株券（以下「S 3 株」という。）20万株につき、ブロックオファー取引を実施する旨の契約を締結した（以下第6において「本件ブロックオファー取引」という。）。

(2) 本件ブロックオファー取引実施日であった令和2年8月6日、S 3 株は、立会開始と同時に売り特別気配が表示・更新された上、前日終値（1万2030円）比約5.15%安の1万1410円で寄り付き、同日午後1時52分頃には、同日

の最安値である前日終値比約9.47%安の1万890円を記録した。

(3) また、W12は、A証券のD13部に勤務する従業員であり、U3を顧客として担当していたC3との間で、同日午後2時7分頃から同日午後2時12分3秒頃までの間に甲383号証添付の別紙16記載の通話を、同日午後2時29分46秒頃から同日午後2時31分14秒頃までの間に同号証添付の別紙19記載の通話を、同日午後2時35分19秒頃から同日午後2時39分38秒頃までの間に同号証添付の別紙20記載の通話をするなどした。その後、W12は、C3との間で、同日午後2時42分43秒頃から同日午後2時44分9秒頃までの間に甲376号証添付の別紙21記載の通話をしたが、その際、被告人A4は、同通話中のW12の「まあなんて言うかな、全くなんて、言うかな関与しなかったわけではないですよくらいの。」という発言に続けて、「関与じゃないよ。」と発言した。

(4) 被告人A1、B3及びB4は、同日午後2時41分23秒頃から同日午後2時44分43秒頃までの間に同号証添付の別紙22の別紙1記載の会話をした。

また、B3及びB4は、同日午後2時43分頃から同日午後3時頃までの間、819口座を用いて、別表1の3及び別表2の3記載のとおり、S3株の買付け等を行った（以下第6において「本件買付け等」という。）。

なお、被告人A1、B3及びB4は、同日午後2時49分32秒頃から同日午後2時49分44秒頃までの間に同別紙22の別紙3記載の会話を、同日午後2時55分44秒頃から同日午後2時57分37秒頃までの間に同別紙22の別紙4記載の会話をし、また、被告人A1、被告人A4、B3及びB4は、同日午後2時59分37秒頃から同日午後3時0分34秒頃までの間に同別紙22の別紙5記載の会話をした。

本件買付け等が行われている間、S3株の株価は、1万910円から1万1010円の間で推移したが、終値は、前日終値比約8.56%安の1万1000円であった。

(5) A証券は、同日の大引け後に本件ブロックオファー取引を実施し、U3から、

S 3 株 2 0 万株を 2 1 億 1 0 0 万円で買付け、これをリテール顧客に対して、合計 2 1 億 8 9 0 0 万円で売却し、8 8 0 0 万円の収益を得た。

(6) 本件買付け等により買い付けた S 3 株は、合計 3 万 7 7 0 0 株で、その総額は合計 4 億 1 4 4 6 万 2 0 0 0 円であり、本件買付け等の買い注文開始から大引け 5 までの時間内における出来高に本件買付け等による買付け株数が占める割合は約 3 5. 0 6 %、大引け時における出来高に本件買付け等のうち大引け時における買付け株数が占める割合は約 4 2. 1 4 %であった（甲 3 7 9 号証）。また、本件買付け等で A 証券が買い付けた S 3 株は、後日、合計 4 億 3 1 7 3 万 5 3 0 0 円で売却された。

10 (7) 被告人 A 1 は、同日午後 3 時 3 9 分頃、被告人 A 2 及び被告人 A 3 を宛先、被告人 A 5 を C C として、電子メールを送信し、被告人 A 2 は、同電子メールに対して、同日午後 3 時 4 6 分頃、返信するなどした（各電子メールの内容は、甲 3 7 6 号証添付の別紙 2 5 に記載のとおり。）。

15 また、被告人 A 1 と被告人 A 2 は、同日午後 3 時 5 0 分 2 0 秒頃から同日午後 3 時 5 2 分 4 3 秒頃までの間に同号証添付の別紙 2 6 記載の通話をした。

2 爭点に対する判断

(1) 安定操作罪及び共謀の成否

ア 関係証拠に加え、証人 W 1 2 の証言によれば、W 1 2 は、本件ブロックオファー取引実施日、前場の段階で U 3 から S 3 株の株価の下落についてのクレームが 20 来ている状況を把握し、後場に入り、株価の下落幅が更に大きくなつたことから、U 3 からのクレームが強くなるか、場合によってはブロックオファーがキャンセルになる可能性もあると考えていたこと、C 3 との上記甲 3 8 3 号証添付の別紙 1 6、別紙 1 9 及び別紙 2 0 記載の通話等により、U 3 が、S 3 株の株価の下落に強い不満を持っており、ブロックオファー取引の実施に応じることができる終値の水準が 25 1 万 1 0 0 0 円であると考えていることや、A 証券に対し株価のコントロールを求めていることなどを知り、こうした U 3 の意向を B 1 及び被告人 A 4 に報告したと

ころ、被告人A 1にその対応を相談することになったこと、その後、被告人A 1がS 3株を買い付けてくれることになった旨を知り、C 3に対して、甲376号証添付の別紙21記載の通話において、被告人A 1がS 3株を自己勘定で買い付けることとなった旨を報告したことが認められる。

5 以上の点に関する証人W 1 2の証言は、具体的かつ合理的であり、C 3やU 3の供述内容や同日のC 3とW 1 2の通話の録音内容等の客観的証拠と整合するものであって、記憶が曖昧な点はその旨述べるなど供述態度も真摯であることも踏まえれば、被告人A 4の弁護人が指摘する諸点を考慮しても、十分に信用できる。

10 証人W 1 2の証言から認められる上記経過に加え、上記1(3)記載のとおり、被告人A 4は、W 1 2がC 3に対して、被告人A 1がS 3株を自己勘定で買い付けることとなった旨を報告する甲376号証添付の別紙21の通話において、W 1 2が、本件ブロックオファー取引の売手であるU 3を顧客として担当していたC 3に対し、「ちょっとこれは、あまりお客さんにはあまり言わない。」「言わないでほしいんだけど。」「うちの、自己で今から買いに行くから。」「これはほんとに発行体にも言わないでもらいたい」などと発言しているのに続いて、W 1 2がした「関与しなかったわけではないですよくらいの。」という発言に対し、「関与じゃないよ。」と発言してそれを訂正するなどしている。これらの発言内容等を、それまでの経緯等を踏まえてみると、被告人A 4は、W 1 2が、C 3に対して、客にあまり言わないように注意した上で、自己勘定でS 3株を買いに行く旨を伝えていることを認識した上で、このことをW 1 2が「関与」と表現したことについて、「関与」という言い方を避けるように注意したものと認められることは明らかである。

15

20 これらの点によれば、被告人A 4が、W 1 2の報告を受けるなどして、少なくとも、U 3がS 3株の株価の下落に対して不満を持っており、本件ブロックオファー取引に応じられる終値の水準は1万1000円である旨を述べている状況や、そうしたU 3の意向に対応するために、被告人A 1がS 3株を自己勘定で買い付けることになったことを十分に認識していたことはもちろん、そのことが、客に伝えるに

25

は相応の注意を払うべきようなことであると認識していたものと認められる。

イ また、甲376号証添付の別紙22の別紙1記載の会話の発言内容や文脈、特に、被告人A1が「何株、今回売るの、何株？」と発言し、これに対し、B4が、本件ブロックオファー取引でU3から買い付ける予定の株数である「20万」と発言し、さらに「そのうち、5万買わないと。」と発言し、B3及びB4はこれについて「でかい」などと発言し、被告人A1は「1日分じゃん、下手すると。」と発言し、さらに、被告人A1が「でも、このままだと、下にドーンと行かない？これ。」「これ、気持ち上付けたい。最後の最後、これ、ドーンって引けるのやばい。」「1万1000円ぐらいまではさ、買い行ってよ。」「前もって入れといった方がいい。これ買いたい訳じやなくて、買いたい訳じやなくて、買いがあることを見せたいだけだから。」などと発言していることに加え、その後になされた同別紙22の別紙4及び5記載の会話の内容も踏まえれば、被告人A1が、S3株の株価の推移等を十分に把握した上で、S3株の終値が前日の終値に比して大幅に下落することを防ぎ、その株価を1万1000円程度に維持するために、B3及びB4に対し、本件買付け等を行うことを指示し、B3及びB4は、被告人A1の判断、指示に従って、本件買付け等に及んだことが認められる。さらに、このことは、上記1(7)記載の被告人A1が送信した電子メールの内容や被告人A1と被告人A2との通話における発言内容ともよく合致する。

ウ 以上の事実関係によれば、被告人A1及び被告人A4は、A証券の自己勘定で株を買い付けるなどすることにより、本件ブロックオファー取引実施日のS3株の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、売手であるU3が本件ブロックオファー取引の実施に応じる水準であると考えていた1万1000円程度に維持する旨意を通じ、被告人A1においてB3及びB4に本件買付け等を指示し、同株券の終値を同程度に維持することを企て、B3及びB4において、一連のものとしてS3株の買付け等（本件買付け等）を行ったものと認められる。

これが、被告人A1及び被告人A4が、B3及びB4と共に謀の上、自然の需給関

係によらずに人為的に相場を形成する意図のもと、当該有価証券の価格の下落を防ぐ目的（相場安定目的）で、同目的の発現として一連の有価証券売買等を行った場合に当たることは明らかであり、また、被告人A 1、被告人A 4 らに安定操作罪の故意も認められる。

5 したがって、被告人A 1 及び被告人A 4 には、判示第3記載のとおり、安定操作罪が成立し、本件の共謀も認められる。

(2) 被告人A 1 及び被告人A 4 の各弁護人の主張等

ア 被告人A 1 及び被告人A 4 の各弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS 3 株の値動きや同株の注文状況等を踏まえるなどして、本件買付け等の
10 ザラ場での買い注文及び引指注文は、いずれも、通常の買い注文の効果を生ずるも
のに過ぎず、それを超えてS 3 株の株価を一定の範囲に維持する効果はない、被告
人A 1 らの引指注文以外の買い注文等も終値の形成に大きく影響を与えていたなど
と主張し、被告人らの行為は安定操作罪の実行行為に該当しない旨主張する。

しかしながら、既に認定したように、被告人A 1 及び被告人A 4 らは、相場安定
15 目的で、同目的の発現として本件買付け等を行ったものと認められるのであり、こ
のことには、前述のような本件買付け等の総額や本件買付け等が出来高に占める割合
のほか、本件買付け等がなかったと仮定した場合の終値（なかりせば価格）は1万
20 8 3 0 円であり、少なくとも本件買付け等がS 3 株の株価を下落させるようなもの
ではなかったと認められることなどを併せ考慮すれば、本件買付け等が安定操作罪
の実行行為と認められることは明らかである。

被告人A 1 及び被告人A 4 の各弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日にお
けるS 3 株の値動きや同株の注文状況等を踏まえ、また、証人W 1 1 の証言の信用
性、証明力等を論難し、本件買付け等を全て考慮しても、1万1 0 0 0 円程度に株
価等を維持できるに相応しい性質を有する取引とは認められず、本件買付け等は安
25 定操作罪の実行行為に該当しないなどと主張するが、本件買付け等が安定操作罪の
実行行為と認められるのは前述のとおりであり、第4の2(2)アにおいてS 1 株につ

いて述べたのと同様、弁護人らの主張は、安定操作罪についてのその見解を前提とするものといえ、理由がない。

イ 被告人A 1 の弁護人は、被告人A 1 らは、本件買付け等のうち、ザラ場において発注した買い注文については、専ら利益獲得目的で行ったものであり、また、
5 引け執行条件付きの買い注文については、同注文の結果、終値の下落が緩和されればよいという抽象的な期待はあったものの、被告人A 1 らに相場を一定の範囲から逸脱しないようにする意図を認めることはできない旨を主張するなどし、被告人A
1 はこれに沿う供述をする（被告人A 4 の弁護人も、被告人A 1 らD 4 部は、彼らの相場観に基づいて利益獲得目的で取引をしていたとしか認定できない旨主張する
10 などする。）。

しかしながら、前述のとおり、被告人A 1 と上記1(4)記載のB 3 及びB 4との間の一連の会話は、S 3 株の終値の下落を防ぐことを意図して本件買付け等に及ぶ旨の発言であることは明らかである上、さらに、上記1(7)記載の大引け後の被告人A
2との間の通話においても、被告人A 1 が、被告人A 2に対し、本件ブロックオフ
15 アー取引につき、S 3 株を買い支え、その終値を上げた旨の発言をしているところ、これらの発言内容は、被告人A 1 の弁護人の主張や被告人A 1 の供述内容と明らかに整合しない。

被告人A 1 の弁護人は、本件買付け等のうち、ザラ場において発注した買い注文については、専ら利益獲得目的で行ったものである旨主張するなどするが、前述のように、被告人A 1 らは、相場安定目的で、同目的の発現として、一連の有価証券売買等として本件買付け等を行ったものと認められ、加えて第4の2(2)イにおいてS 1 株について述べ、第5の2(2)イにおいてS 2 株について述べた点も踏まえると、仮に本件買付け等に利益獲得も考慮してなされたものが含まれていたとしても、このことは安定操作罪が成立する妨げとはならない。

25 以上によれば、被告人A 1 の供述は信用することはできず、被告人A 1 の弁護人の主張にも理由はない（また同様の理由により被告人A 4 の弁護人の主張にも理由

はない。)。

ウ 被告人A 1 の弁護人は、被告人A 1 らが、S 3 株の終値等について1万1000円程度に維持しようとしていたとは認められない旨主張する。

しかしながら、本件ブロックオファー取引実施日のS 3 株の終値は1万1000円であることに加え、前述のとおり、証人W 1 2 の証言によれば、被告人A 4 は、U 3 がブロックオファー取引の実施に応じる終値の水準が1万1000円であると認識していたものと認められることや、上記1(4)記載の会話において、被告人A 1 も、1万1000円という価格に触れた上でB 3 及びB 4 に買付けを指示し、終値について、「これでやっと、1万1000キープだから。」と発言していることなどからすれば、被告人A 1 、被告人A 4 、B 3 及びB 4 は、S 3 株の終値を1万1000円程度に維持することを意図していたと認められる。

エ 被告人A 4 の弁護人は、被告人A 4 は、本件ブロックオファー取引実施日は終日、それ以外の業務で忙殺され、本件ブロックオファー取引にはほぼ関与しておらず、D 4 部が大引けで買い注文を出すことは知っていたが、注文に関するそれ以外のことは知らず、また、被告人A 1 は利益獲得目的で大幅に下落した安値で買うものと認識しており、同人らと1万1000円に終値等を維持させようなどと話し合いをしたこともなかった旨や、被告人A 4 には安定操作の意思連絡が認められない旨や、被告人A 4 が安定操作罪の実行に重要な寄与をしていないのは明白である旨等を主張し、被告人A 4 も、これに沿う供述をする。

しかしながら、被告人A 4 が、U 3 の意向に対応するために、被告人A 1 らD 4 部において、本件買付け等を行うことになった旨認識していたと認められるることは前述のとおりである。加えて、被告人A 4 は、わざわざ本件買付け等を行っていたB 3 及びB 4 の下を訪れ、取引の状況を確認するなどしていることも認められ、こうした言動も被告人A 4 の供述と整合しない。

また、被告人A 4 は、甲376号証添付の別紙21記載の通話において、前述のような発言をしているが、この発言は、その前後の文脈からして、W 1 2 に対して、

本件買付け等につき、C 3 がU 3 らに説明する際等に「関与」という言い方を避け
るよう注意する趣旨であることが明らかであることは前述のとおりであるほか、
そもそも利益獲得目的で買付け等を行うことはD 4 部の専権事項であるにもかかわ
らず、わざわざ自己勘定でS 3 株を買いに行くことをW 1 2 がC 3 に伝えているこ
とを十分認識した上で、さらに、上記のような趣旨の発言をしていることからする
と、この発言の存在は、上記認定を搖るがるものではないことはもちろん、むしろ
上記認定を裏付けるものである。
5

以上によれば、被告人A 4 の上記供述は到底信用することができず、これを前提
とする被告人A 4 の弁護人の主張にも理由はない。

10 加えて、被告人A 4 と被告人A 1 らとの間で、安定操作の意思連絡があったと認められるのは、上記(1)記載のとおりである。また、前述のような被告人A 1 らが本件買付け等に及んだ経緯等に加え、そもそも本件買付け等は売手であるU 3 が本件
ブロックオファー取引の実施に応じる水準であると考えていた1万1000円程度
に維持するために行われたものであって、被告人A 4 はD 6 課を所管するD 5 部部
長の立場にあったことを踏まえれば、被告人A 4 が本件の正犯と認められることも
15 明らかである。

オ その他の被告人A 1 及び被告人A 4 の各弁護人の主張や被告人A 1 及び被告
人A 4 の各供述内容を、十分に考慮、検討しても、上記(1)記載の認定は揺らがない。

第7 判示第4の事実について

1 前提となる事実関係等

関係証拠によれば、以下の事実が認められる。

(1) A証券は、株式会社S 4 の代表取締役であるU 4 との間で、U 4 が保有する
株式会社S 4 発行の株券（以下「S 4 株」という。）50万株につき、ブロックオフ
ア取引により買い付けるとの内容の契約を締結した（以下第7において「本件ブ
25 ロックオファー取引」という。）。

(2) 本件ブロックオファー取引実施日であった令和2年8月19日、S 4 株は、

立会開始と同時に売り特別気配が表示された上、前日終値（2094円）比約2.38%安の2044円で寄り付いた。

(3) 被告人A1は、被告人A4に対し、同日午前9時14分53秒頃、LINEで、「S4、値動きが醜すぎる場合には教えて下さい」とのメッセージを送信し、これに対して、被告人A4は、同日午前9時21分44秒頃、被告人A1に対し、「了解✋です」とのメッセージを返信した（甲376号証添付の別紙29、甲393号証）。

(4) 被告人A1とB4は、同日午後0時48分6秒頃から同日午後0時49分35秒頃にかけて、株価を見たり、マーケットを分析したりする際に用いる情報端末であるブルームバーグのチャット機能を用いて、以下のとおり、メッセージのやりとりを行った（甲376号証添付の別紙28）。

A1 「〈S4株の銘柄コード〉 下げ過ぎだね」

B4 「毎回ひどいですね」

A1 「最後少しレスキューかな」

B4 「S3も、元の値段に戻ってますもんね。」

「準備しておきます」

A1 「お願いします」

(5) さらに、被告人A1及び被告人A4は、同日午後0時49分26秒頃から同日午後0時55分39秒頃にかけて、LINEで、以下のとおりメッセージのやりとりを行った（同号証添付の別紙29、甲393号証）。

A1 「少し下げ過ぎですね」

A1 「引けこれ以上下がらない様に、差す必要ありそうですね」

A4 「5%ダウンくらいで止まって欲しいところです。2時過ぎまでみて
みましょう。」

A1 「はい、5%くらいで治る様に、支えに行こうと思います。」

A4 「了解です。」

なお、その後、被告人A 4は、同日午後1時52分49秒頃、被告人A 1に対し、LINEで、「RMが売却人の社長と連絡を取って、まあ仕方ないなあ、創業者の宿命だと、仰ってるそうです。なので更に下げ幅を広げるとか、お願ひする必要が出てきたら連絡しますね！」とのメッセージを送信した（同号証）。

5 (6) 被告人A 1は、同日午後0時51分9秒頃、A証券が会社として使っているコミュニケーションのツールであるシンフォニーを用いて、被告人A 3及び被告人A 5に対して、「Blockboffer name is down too much」と送信し、これに対し、被告人A 3は、同日午後0時53分46秒頃、「what's the stock?」と返信した（甲376号証添付の別紙30）。

10 被告人A 1は、同日午後0時52分3秒頃、自身のスマートフォンを用いて、被告人A 3及び被告人A 5をLINEグループ（以下「本件LINEグループ」という。）に招待した後、同日午後0時53分51秒頃に、被告人A 5との間で、LINEで通話するなどした（甲400号証）。さらに、被告人A 1は、同日午後0時54分46秒頃、被告人A 3にLINEで電話をかけるがつながらず（甲376号証添付の別紙32）、同日午後0時55分2秒頃から同日午後0時55分11秒頃にかけて、被告人A 3に対して、LINEで、同別紙32記載のメッセージを送信した。

15 (7) 被告人A 5は、同日午後0時53分59秒頃に本件LINEグループに参加し、同日午後0時54分57秒頃、本件LINEグループにおいて、「what's up?」とメッセージを送信した。これに対して、被告人A 1は、同日午後0時55分29秒頃から同日午後0時57分20秒頃にかけて、本件LINEグループにおいて、「Block offer name is down too much again」「Most likely we need to support at close」「〈S 4株の銘柄コード〉」「Just like S 3, last week blockboffer name」と送信し、被告人A 5は、同日午後1時1分5秒頃、本件LINEグループにおいて、「ok」と送信した（同号証添付の別紙31、甲400号証）。

20 なお、S 4株は、同日午後1時9分頃、同日の最安値である1935円（前日終値比約7.59%安）を記録した。

(8) 被告人A 3は、同日午後1時19分15秒頃、本件LINEグループに参加した。その後、同日午後1時22分45秒頃から同日午後1時23分16秒頃にかけて、被告人A 1は、本件LINEグループにおいて、「I did not want to send message on Symphony」「Most likely we need to support blockboffer name at close」と送信し、これに対して、被告ヒルは、同日午後2時27分15秒頃、「The RM says all is fine so far.」と返信した。
5

さらに、被告人A 1は、同日午後2時30分32秒頃から同日午後2時48分39秒頃にかけて、本件LINEグループにおいて、「Yes I heard」「Just in case we will put some buy orders below」「On close imbalance is big」「We will some orders 10 to keep current level」「We will place some orders」と送信した（甲376号証添付の別紙31、甲400号証）。

(9) 被告人A 1は、同日午後2時44分31秒頃、B 4に対し、ブルームバーグで、「090（以下略）に電話くれる？」と送信し（甲376号証添付の別紙28）、その後、同日午後2時44分56秒頃から同日午後2時47分10秒頃にかけてB 15 4との間で通話した。B 4は、同通話中、同号証添付の別紙33記載の発言をした。

また、B 4は、同日午後2時47分頃から同日午後3時頃までの間、819口座を用いて、別表1の4及び別表2の4記載のとおり、S 4株の買付け等を行った（以下第7において「本件買付け等」という。）。

この間、S 4株の株価は、1952円から1967円の間で推移し、終値は、前20日終値比約6.39%安の1960円であった。

(10) B 4は、同日午後3時3分38秒頃から同日午後3時3分59秒頃までの間、被告人A 1との間で通話し、その際、B 4は、同号証添付の別紙34記載の発言をした。

(11) 被告人A 1は、同日午後3時4分22秒頃、被告人A 4に対し、LINEで「7万株ちょい買いました」とのメッセージを送信し、これに対し、被告人A 4は、同日午後3時5分4秒頃、「了解です、ありがとう！」とのメッセージを返信した
25

(同号証添付の別紙29、甲393号証)。

(12) A証券は、同日の大引け後に本件ブロックオファー取引を実施し、U4からS4株50万株を9億3590万円で買付け、これらをリテール顧客に対して、合計9億7510万円で売却し、合計3920万円の収益を得た。

5 (13) 本件買付け等により買い付けたS4株は、合計7万1300株で、その総額は合計1億3974万6200円であり、本件買付け等の買い注文開始から大引けまでの時間内における出来高に本件買付け等による買付け株数が占める割合は約30.03%、大引け時における出来高に本件買付け等のうち大引け時における買付け株数が占める割合は約44.69%であった(甲379号証)。また、本件買付け等でA証券が買い付けたS4株は、後日、合計1億4051万8390円で売却された。

(14) 被告人A1、被告人A4、被告人A2は、同月25日、被告人A5も出席していた部門別役員会議において、甲376号証添付の別紙35の別紙1及び2記載のとおり、発言するなどした。

15 (15) 被告人A3は、被告人A2らを宛先として、同号証添付の別紙36記載のメールを送信した。

2 爭点に対する判断

(1) 安定操作罪及び共謀の成否

ア 被告人A1と被告人A4との間の上記1(3)及び(5)記載の一連のLINEでのメッセージのやりとりについてみると、その内容や文脈、特に上記1(5)記載のメッセージのやりとりの内容に加え、このやりとりがS4株の株価が前日終値比6%以上下落している状況下でなされたものであると認められることからすれば、被告人A1が、被告人A4に対して、S4株の株価が前日終値に比して大きく下落していることから、終値を本件ブロックオファー取引の実施に支障を来さない程度に維持する目的で、S4株の買付け等を行うことを提案し、被告人A4が、その提案の内容を十分に理解し、さらに5%程度の下落で止まって欲しいとの希望を述べた上で、

午後2時を過ぎた時点の株価の状況も踏まえ、被告人A1が5%程度の下落で止まるようにS4株の買付け等を行うことを了解し、これに賛同したものであると認められる。

イ 次に、本件LINEグループにおける上記1(7)記載のメッセージのやりとりのうち、⁵被告人A1が送信した一連のメッセージについてみると、その内容や文脈に加え、これらが被告人A1と被告人A4又はB4との間の上記1(3)、(4)及び(5)記載のメッセージのやりとりの後に送信されたものであることや、これらメッセージを送るまでの上記1(6)記載の経過も考慮すれば、被告人A1が、上司である被告人A5に対して、本件ブロックオファー取引の対象となっているS4株の株価が大幅に下落していることから、第6で認定したS3株のブロックオファー取引実施日における買付け等のように、大引けでの株価の下落を防ぐために、S4株を買付け等するつもりであることを、報告、連絡し、提案するものであると認められる。

そして、被告人A1は、「Block offer name is down too much again」「Most likely we need to support at close」とのメッセージの後に、S4株を意味する銘柄コードを記載した上、「Just like S3, last week blockboffer name」とのメッセージを被告人A5に送信しており、これらのメッセージが、被告人A5が、第6で認定したS3株の買付け等が、大引けでの株価の下落を防ぐために行われたものであることを把握していることを前提として送信されていることは明らかであり、被告人A5も、これらの被告人A1の一連のメッセージに対して、その趣旨や理由等につき何ら被告人A1に問うことなく、それほど間を空けずに「ok」とのメッセージを送信している。

これらの点に、被告人A5が、被告人A1の前任のD4部部長として、ブロックオファー取引におけるディスカント率の決定に加え、ブロックオファー取引を実施するか否かを判断する役割をも担っており、ブロックオファー取引に関する知識を十分に持ち合わせていたと認められることも踏まえれば、被告人A5は、「ok」とのメッセージを送信した時点で、S3株の買付け等が大引けでの株価の下落を防ぐた

めのものであることを把握し、被告人A 1が、被告人A 5に対し、S 4株についても、S 3株でそうしたのと同じように、大引けでの株価の下落を防ぐために買付け等を行おうとしていることを報告、連絡し、提案していることを十分に理解した上で、この被告人A 1のS 4株の買付け等を了解し、これに賛同したものと認められる。

5

上記認定は、被告人A 5が、本件ブロックオファー取引実施日後に行われた上記1(14)記載の部門別役員会議において、司会をしていながら、被告人A 1が、S 3株とS 4株につき、各株のブロックオファー取引実施日において、株価が大幅に下落したことから、D 4部において株を買い付けることとなったことを報告し、さらに、10 そうした株価の下落が生じることを問題視する発言をしたことに対して、特段の反応を示していないこととも整合している。

10

ウ さらに、本件L I N E グループにおける上記1(8)記載のメッセージのやりとりのうち、被告人A 1が送信した一連のメッセージについてみると、その内容や文脈に加え、これらが被告人A 1と被告人A 4又はB 4との間の上記1(3)、(4)及び(5)記載のメッセージのやりとりの後に送信されたものであることや、これらメッセージを送るまでの上記1(6)及び(7)記載の経過も考慮すれば、被告人A 1が、上司である被告人A 3に対して、本件ブロックオファー取引の対象となっているS 4株の株価が大引けで下落することを防ぐために、S 4株の買付け等を行うつもりであることを報告、連絡し、提案するものであると認められる。

15

そして、甲376号証添付の別紙4によれば、S 1株のブロックオファー取引実施日に休暇で不在であった被告人A 3は、その翌日である令和元年12月27日に、同取引に関し、A証券の執行役員であったC 4から、ブロックオファー取引の対象銘柄の株価の下落の問題が深刻化していると聞いていている旨や、これが繰り返しビジネスの継続性に問題が生じかねないので、よく検討していただきたい旨等が記載された電子メールを受けとり、これに対し、「C 4 san raises some very good points.」等と記載した電子メールをC 4のほか、被告人A 1に送信していることが認められ

25

る。また、証人B 1 の証言、被告人A 1 及び被告人A 4 の各供述によれば、同月30日、被告人A 3 は、被告人A 1 、被告人A 4 及びB 1 らから、S 1 株のブロックオファー取引実施日前日に、その目標株価を引き下げるアナリストレポートが公表されたこと、同取引実施日において、S 1 株の株価の下落が問題となったこと、D 4 部においてS 1 株を自己勘定で買い付けたことについて報告を受け、その報告について、驚く様子を見せたり、否定的な反応をしたりしなかったことが認められる（なお、証人B 1 の証言、被告人A 1 及び被告人A 4 の各供述は、上記事実を認定できる限度で一致しており、被告人A 3 の弁護人の主張を踏まえても、それぞれ上記限度で信用できる。）。さらに、S 3 株のブロックオファー取引実施日翌日である令和2年8月7日午前8時5分59秒頃から同日午前8時26分7秒頃までの間に、
10 被告人A 1 及び被告人A 4 が、被告人A 3 と電話で通話し、被告人A 4 が、S 3 株のブロックオファー取引において、S 3 株の株価が下落したことを報告するとともに、ブロックオファー取引実施日に対象銘柄の株価が下落する幅が大きくなっていることや、ブロックオファー取引のオーダーがなくなること、売手がいなくなることへの懸念を伝え、被告人A 3 が、被告人A 4 の同懸念を了解したことが認められる（甲383号証添付の別紙27参照）。

これらのことからすれば、被告人A 3 は、遅くとも本件ブロックオファー取引実施日の時点で、ブロックオファー取引実施日における同取引対象銘柄の株価の下落が、売手となり得る顧客から問題視されるなどして、今後の同取引の実施に影響を及ぼしかねないと認識し、さらに被告人A 1 らによる同取引実施日における同取引対象銘柄の自己勘定での買付け等が、同取引の実施に支障を来さないように、同取引対象銘柄の株価の下落を防ぐ目的で行うものであることを十分に認識していたと優に認められる。

そのような中で、本件ブロックオファー取引実施日、被告人A 3 は、上記1(6)記載のシンフォニーでのメッセージのやりとりにおいて、被告人A 1 のブロックオファー取引対象銘柄の株価が下落している旨を報告するメッセージを受けた際、同メ

メッセージを送信してきた趣旨や理由、株価下落の原因や理由等を含め、同メッセージについて何ら尋ねることなく、ブロックオファー取引の対象銘柄が何かを尋ね、さらに、その後、上記 1(8)記載のように、被告人 A 1 が、「I did not want to send message on Symphony」とのメッセージに続いて送信してきた「Most likely we need to support blockboffer name at close」とのメッセージに対し、同メッセージを送信してきた趣旨や理由等につき何ら尋ねることなく、「The RM says all is fine so far.」とのブロックオファー取引の売手側の担当営業者に関するメッセージを送信している。
5

これらの事情を踏まえると、被告人 A 3 は、被告人 A 1 に対して、「The RM says all is fine so far.」と送信した時点で、被告人 A 1 から送信された「Most likely we need to support blockboffer name at close」とのメッセージの内容が、本件ブロックオファー取引の対象銘柄である S 4 株の株価が下落していることから、その株価の下落を防ぐために買付け等を行うことを報告、連絡し、提案するものであることを十分に理解していたと認められる。そして、被告人 A 3 は、被告人 A 1 からの同
10 メッセージに対して「The RM says all is fine so far.」と送信するだけで、被告人 A 1 に対し、何ら確認、指示等をしていないことからすると、被告人 A 3 が、本件ブロックオファー取引の実施に支障を来さないよう、本件ブロックオファー取引実施日までに複数回行われ、被告人 A 3 もその内容、趣旨等を十分認識していた、ブロックオファー取引実施日における同取引の対象銘柄の自己勘定での買付け等と同様
15 に、被告人 A 1 が、株価の下落を防ぐため、S 4 株の買付け等を行うことを、当然のこととして受け入れて認容していたものと認められる。
20

このことは、被告人 A 3 が、その後に送信された被告人 A 1 のメッセージに対して、何ら反応することなく、本件ブロックオファー取引実施日の大引け後に「Hai.」とのみ送信していることとも整合している。

25 エ さらに、上記 1(4)記載の被告人 A 1 と B 4 との間のブルームバーグでのやりとりの内容やその後になされた被告人 A 1 と B 4 との間の通話における甲 3 7 6 号

証別紙33及び34記載のB4の発言内容、特にブルームバーグでのやりとりにおいて、被告人A1が、「〈S4株の銘柄コード〉下げ過ぎだね」「最後少しレスキューかな」などと発言し、また、B4は、被告人A1との間の上記1(9)記載の通話において、「ちょこちょこ60キープというような感じで指しときます。」などと発言し、
5 これにつき被告人A1がB4に対し異議を述べたような様子は認められず、むしろB4は同発言に対し被告人A1から了承を得られたかのような発言をしていることなども踏まえれば、被告人A1が、S4株の株価の推移等を十分に把握した上で、S4株の終値が前日の終値に比して大幅に下落することを防ぎ、その株価を1960円程度に維持するために、B4に対し、本件買付け等を行うことを指示し、B4
10 は、被告人A1の判断、指示に従って、本件買付け等に及んだことが認められる。

オ 以上の事実関係によれば、被告人A1、被告人A4、被告人A5及び被告人A3は、A証券の自己勘定で株を買い付けるなどすることにより、本件ブロックオフラー取引実施日のS4株の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、本件ブロックオフラー取引の実施に支障を来さない程度に維持する旨意を通じ、
15 被告人A1においてB4に本件買付け等を指示し、同株券の終値を、同程度に、さらに被告人A1及びB4においては1960円程度に維持することを企て、B4において、一連のものとしてS4株の買付け等（本件買付け等）を行ったものと認められる。

これが、被告人A1、被告人A4、被告人A5及び被告人A3が、B4と共に謀の上、自然の需給関係によらずに人為的に相場を形成する意図のもと、当該有価証券の価格の下落を防ぐ目的（相場安定目的）で、同目的の発現として一連の有価証券売買等を行った場合に当たることは明らかであり、また、被告人A1、被告人A4、被告人A5、被告人A3らに安定操作罪の故意も認められる。

したがって、被告人A1、被告人A4、被告人A5及び被告人A3には、判示第25 4記載のとおり、安定操作罪が成立し、本件の共謀も認められる。

(2) 被告人A 1、被告人A 4、被告人A 3 及び被告人A 5の各弁護人の主張等

ア 被告人A 1、被告人A 4、被告人A 3 及び被告人A 5の各弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS 4 株の値動きや同株の注文状況等を踏まえるなどして、本件買付け等のザラ場での買い注文及び引指注文は、いずれも、通常の
5 買い注文の効果を生ずるものに過ぎず、それを超えてS 4 株の株価を一定の範囲に維持する効果はない、また相場をくぎ付けし、固定し、又は安定させられるような一般的な危険性を有するものではない、被告人A 1 らの引指注文以外の買い注文等も終値の形成に大きく影響を与えていたなどと主張し、被告人らの行為は安定操作罪の実行行為に該当しない旨主張する。

10 しかしながら、既に認定したように、被告人A 1、被告人A 4、被告人A 3 及び被告人A 5 らは、相場安定目的で、同目的の発現として本件買付け等を行ったものと認められるのであり、このことに、前述のような本件買付け等の総額や本件買付け等が出来高に占める割合のほか、本件買付け等がなかったと仮定した場合の終値
15 (なかりせば価格) は1 9 3 7 円であり、少なくとも本件買付け等がS 4 株の株価を下落させるようなものではなかったと認められることなどを併せ考慮すれば、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められることは明らかである。

被告人A 1、被告人A 4、被告人A 3 及び被告人A 5の各弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS 4 株の値動きや同株の注文状況等を踏まえ、また、証人W 1 1 の証言の信用性、証明力等を論難し、本件買付け等を全て考慮しても、
20 1 9 6 0 円程度に株価等を維持できるに相応しい性質を有する取引とは認められず、本件買付け等は安定操作罪の実行行為に該当しないなどと主張するが、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められるのは前述のとおりであり、第4の2(2)アにおいてS 1 株について述べたのと同様、弁護人らの主張は、安定操作罪についてのその見解を前提とするものといえ、理由がない。

25 イ 被告人A 1 の弁護人は、被告人A 1 らは、利益獲得目的でS 4 株の買付けを行ったのであり、同株の買付けにより引けドン（株価が大引けでその直前の値段か

ら大きく更に下落すること）を回避する期待があったことは確かであるが、ザラ場の買付けにより引けドンを回避する意図はなく、実際にそれを可能にするような買い方はしていないし、ザラ場の買付けによりザラ場の株価を安定させる効果が生じたとも認められないことなどからすれば、被告人A 1 らに相場を一定の範囲から逸脱しないようとする意図を認めることはできない旨を主張するなどし、被告人A 1 はこれに沿う供述をする（被告人A 4 の弁護人も、被告人A 1 らD 4 部は、彼らの相場観に基づいて利益獲得目的で取引をしていたとしか認定できない旨を、被告人A 3 及び被告人A 5 の弁護人も、被告人A 1 に安定目的が認められない旨を主張するなどする。）。

10 しかしながら、前述のとおり、被告人A 1 とB 4との間のブルームバーグでのやりとりやB 4 の上記1(9)及び10記載の各通話における発言内容は、いずれもS 4 株の終値の下落を防ぐことを意図して本件買付け等に及ぶ旨の発言であることは明らかである上、被告人A 4とのメッセージのやりとりや本件LINEグループにおいて被告人A 1 が送信したメッセージの内容についても、いずれもS 4 株の終値の下落を懸念し、下落を防ぐことを意図して本件買付け等に及ぶ旨の発言であることは明らかであって、これらの発言内容は、被告人A 1 の弁護人の主張や被告人A 1 の供述内容と明らかに整合しない。

20 被告人A 1 の弁護人は、本件買付け等のうちのザラ場の買付けにより引けドンを回避する意図はなく、利益獲得目的で買い付けを行ったものであるなどと主張するが、前述のように、被告人A 1 らは、相場安定目的で、同目的の発現として、一連の有価証券売買等として本件買付け等を行ったものと認められ、加えて第4の2(2)イにおいてS 1 株について述べ、第5の2(2)イにおいてS 2 株について述べた点も踏まえると、仮に本件買付け等に利益獲得も考慮してなされたものが含まれていたとしても、このことは安定操作罪が成立する妨げとはならない。

25 以上によれば、被告人A 1 の供述は信用することはできず、被告人A 1 の弁護人の主張にも理由はない（また同様の理由により被告人A 4 の弁護人の主張にも、被

告人A 3 及び被告人A 5 の弁護人の主張にも理由はない。)。

また、被告人A 1 の弁護人は、被告人A 1 らが、S 4 株の終値等について1960円程度に維持しようとしていたとは認められない旨主張する。

しかしながら、本件ブロックオファー取引実施日のS 4 株の終値は1960円で
あることに加え、B 4 が、上記1(9)記載の被告人A 1との間の通話において、「なんなら、1960円なんかいいかも。」「ちょこちょこ60キープというような感じで指しときます。」などと発言し、これにつき被告人A 1がB 4に対し異議を述べたような様子は認められず、むしろB 4は同発言に対し被告人A 1から了承を得られたかのような発言をしていることなどからすれば、少なくとも、被告人A 1及びB 4は、S 4 株の終値を1960円程度に維持することを意図していたものと認められる。
10

ウ 被告人A 4 の弁護人は、被告人A 4 が、被告人A 1に対して、上記1(5)記載のメッセージのやりとりにおいて、「2時過ぎまでみてみましょう。」などと送信している上、その後、実際に、「RMが売却人の社長と連絡を取って、まあ仕方ないなあ、創業者の宿命だと、仰ってるそうです。なので更に下げ幅を広げるとか、お願
いする必要が出てきたら連絡しますね！」と送信している事実を指摘し、これらは、
被告人A 4 が午後2時過ぎまで様子を見ることを提案し、その後被告人A 4 から明示的にD 6 課が被告人A 1 に慮ってもらう必要のある状況でないことを述べている
もので、被告人A 1 と被告人A 4 の間に大引けでの株価の大幅な下落を防ぐために、
S 4 株を買い付けることに関する意思連絡は認められない旨や、被告人A 4 が安定操作罪の実行に重要な寄与をしていないのは明白である旨主張等する。
20

しかしながら、被告人A 4 は、上記1(11)記載のとおり、大引け後に、被告人A 1 からのS 4 株を買い付けた旨を報告する内容のメッセージに対して、「了解です、ありがとうございます！」などと返信したのみで、本件買付け等を行ったことを非難するなどせず、むしろ感謝の意を伝えているところ、こうした被告人A 4 の言動は、被告人A 4 が、被告人A 4 の弁護人が指摘する上記メッセージを送信した時点で、被告人A

1 らによる S 4 株の買付け等を必要ないものと考えていたとすれば、不自然であるといわざるを得ない。また、同メッセージの内容についてみても、その内容は、D 6 課から積極的に買付け等を依頼する場合には連絡するなどと述べるものであって、買付け等が不要であることを積極的に述べるものでもない。そうすると、同メッセージの存在を踏まえても、前述のとおり、被告人 A 4 が、午後 2 時を過ぎた時点の株価の状況も踏まえ、被告人 A 1 が 5 % 程度の下落で止まるように S 4 株の買付け等を行うことを了解し、これに賛同したとの認定は揺らがない。

加えて、そもそも本件買付け等は本件ブロックオファー取引の実施に支障を来さないために行われたものであって、被告人 A 4 は D 6 課を所管する D 5 部部長の立場にあったことを踏まえれば、被告人 A 4 が本件の正犯と認められることも明らかである。

また、被告人 A 4 の弁護人は、本件買付け等について、被告人 A 4 は、被告人 A 1 ら D 4 部は利益獲得目的で取引していると認識しており、買い注文によって売り注文の株価下落効果は緩和されるとは認識していたもののあくまで反射的効果に過ぎないと認識していたなどと主張し、被告人 A 4 も、これに沿う供述をする。

しかしながら、前述のとおり、被告人 A 4 と被告人 A 1 との間の L I N E でのメッセージのやりとりの内容は、S 4 株の株価の下落を防ぐために、自己勘定で S 4 株の買付け等を行うことに関するものであることは明らかであり、これらは、被告人 A 4 の供述内容と整合せず、被告人 A 4 の上記供述は到底信用できず、これを前提とする被告人 A 4 の弁護人の主張にも理由はない。

エ　被告人 A 3 及び被告人 A 5 の弁護人は、本件買付け等について、被告人 A 3 及び被告人 A 5 には、被告人 A 1 らとの共謀を行った事実はなく、安定目的を持っていたことも、被告人 A 1 らが安定目的を有していたことの認識もない旨主張し、被告人 A 3 及び被告人 A 5 もこれに沿う供述をする。

しかしながら、被告人 A 3 及び被告人 A 5 が、被告人 A 1 らと共謀の上、相場安定目的で、同目的の発現として一連の有価証券売買等を行ったと認められるのは前

述のとおりであり、被告人A 3 及び被告人A 5 の各供述内容や弁護人が主張する諸点を十分に考慮、検討しても、この認定は左右されない。

なお、弁護人は、被告人A 3 につき、その供述内容に沿い、被告人A 3 が被告人A 1 に対して送信した「The RM says all is fine so far.」というメッセージの内容は、
5 被告人A 1 の買付けに否定的なメッセージであり、被告人A 3 と被告人A 1 との間に買付けについての意思の合致がなかったことを示している旨主張する。

しかしながら、前述のとおり、被告人A 3 は、被告人A 1 からの「Most likely we need to support blockboffer name at close」とのメッセージに対して「The RM says all is fine so far.」と送信するだけで、被告人A 1 に対し、何ら確認、指示等をしていないほか、このメッセージを送信した後に被告人A 1 から送られてきた「Just in case we will put some buy orders below」「On close imbalance is big」「We will some orders to keep current level」「We will place some orders」との被告人A 1 から送信されたメッセージに対して、すぐに返信せず、本件ブロックオファー取引実施日の大引け後に「Hai.」と返信するのみで、被告人A 1 が同メッセージを送信しててきた趣旨や理由、実際にS 4 株の買付け等を行ったのかなどを尋ねたり、被告人A 1 の買付け等を咎めるなどしておらず、こうした被告人A 3 の行動は、被告人A 1 の買付けを否定的に考えていたとすれば、不自然といわざるを得ず、弁護人の主張を踏まえても、上記認定は揺らがない。

オ その他の被告人A 1 、被告人A 4 、被告人A 3 及び被告人A 5 の各弁護人の
20 主張や被告人A 1 、被告人A 4 、被告人A 3 及び被告人A 5 の各供述内容を、十分に考慮、検討しても、上記(1)記載の認定は揺らがない。

第8 判示第5の事実について

1 前提となる事実関係等

関係証拠によれば、以下の事実が認められる。

25 (1) A証券は、株式会社S 5 の代表取締役であるU 5 との間で、同人が保有する株式会社S 5 が発行した株券（以下「S 5 株」という。）23万株につき、ブロック

オファー取引を実施する旨の契約を締結した（以下第8において「本件ブロックオファー取引」という。）。

(2) 本件ブロックオファー取引実施日であった令和2年10月22日、S5株は、立会開始と同時に売り特別気配が表示・更新された上、同日午前9時6分頃、前日終値（8150円）比約4.66%安の7770円で寄り付いた。

(3) U5は、S5株の下落に不満を抱くとともに、S5株が大きく値下がりした原因は本件ブロックオファー取引の実施情報が事前に拡散されたためであると考えてA証券に不信感を持ち、同日午前9時40分頃、U5に対する営業を担当していたA証券社員に対し、本件ブロックオファー取引をキャンセルしたい旨の意向を示すようになった。

(4) B1は、U5の同意向を知り、被告人A1との間で、同日午前10時35分20秒頃から同日午前10時38分13秒頃までの間に甲376号証添付の別紙38記載の通話をし、被告人A1及びB4は、同日午前10時38分36秒頃から同日午前10時39分26秒頃までの間に同号証添付の別紙39の別紙1記載の通話をした。

(5) B3は、同日午前10時39分頃から同日午前11時30分頃までの間、819口座を用いて、別表1の5及び別表2の5記載のとおり、S5株の買付け等を行った（以下第8において「本件買付け等」という。）。

(6) 本件買付け等の間、被告人A1がB1に対し、同日午前10時41分21秒頃から同日午前11時11分35秒頃までの間に同号証添付の別紙41記載のメッセージをLINEで送信し、被告人A1とB3の間で、同日午前10時46分17秒頃から同日午前10時47分33秒頃までの間に同号証添付の別紙39の別紙2記載の通話を、被告人A1及びD6課のC5は、同日午前10時53分頃から同日午前10時57分頃までの間に同号証添付の別紙40記載の通話を、被告人A1、B3及びB4の間で、同日午前11時8分6秒頃から同日午前11時9分46秒頃までの間に同別紙39の別紙3記載の会話をした。

- (7) U 5 は、同日午前 11 時 20 分過ぎ頃、U 5 に対する営業を担当する A 証券社員に対し、本件ブロックオファー取引のキャンセルを正式に申し入れ、本件ブロックオファー取引は中止となった。
- (8) 本件買付け等が行われている間、S 5 株の株価は、7750 円から 7800 円の間で推移したが、前場で最後に取引された値段（「前場の終値」とされているもの。）は、前日終値比約 4.29% 安の 7800 円であった。
- (9) 本件買付け等により買い付けた S 5 株は、合計 1 万 3300 株で、その総額は合計 1 億 345 万 5000 円であり、本件買付け等の買い注文開始から前引けまでの時間内における出来高に本件買付け等による買付け株数が占める割合は約 43.75% であった（甲 379 号証）。
- また、被告人 A 1 は、後場に入る頃までに、本件ブロックオファー取引が中止となつたことを知り、B 3 らにそのことを伝え、B 3 は、同日中に、本件買付け等のうち、未約定の買い注文を全て取り消し、また、買い付けた S 5 株を 1 億 722 万 3000 円で全て売却した。
- さらに、被告人 A 1 は、同日午後 3 時 54 分頃、被告人 A 2、被告人 A 3、被告人 A 5 を宛先として、電子メールを送信した（電子メールの内容は、甲 376 号証添付の別紙 44 に記載のとおり。）。
- (10) 被告人 A 1 及び A 証券 D 14 部部長 C 6 は、同月 27 日午後 2 時 22 分 52 秒頃から同日午後 2 時 28 分 6 秒頃までの間に同号証添付の別紙 45 記載の通話をした。
- (11) 同年 11 月 9 日、SEC から、S 5 株の取引につき調査があり、被告人 A 1 は、同調査に関し、A 証券 D 15 部 D 16 課課長の C 7 と、同月 11 日午前 9 時 26 分頃から同日午前 9 時 33 分頃までの間に同号証添付の別紙 47 の通話をし、被告人 A 2、被告人 A 3、被告人 A 5 及び被告人 A 1 が出席した D 2 本部での会議において、同日午前 10 時 2 分 52 秒頃から同日午前 10 時 10 分 12 秒頃までの間に同号証添付の別紙 48 の会話をした。

2 爭点に対する判断

(1) 安定操作罪及び共謀の成否

ア 関係証拠に加え、証人B 4の証言によれば、本件ブロックオファー取引実施日であった令和2年10月22日、被告人A 1は、S 5株の株価を気にしている様子であったこと、同日午前10時半を過ぎた頃、B 3及びB 4に対し、S 5株の売手であるオーナーが、ここまで下がるとキャンセルしようかと言っているといったようなことを言い、さらに、「買い支えるのか、ちょっと分かんないんだけど」などと言い、B 4が、中止になるかもしれないのに買い支えをするのかを確認するなどしたところ、被告人A 1は、S 5株が計算理論上の価格よりも下がっているから、
10 買い支えで買い戻す旨を言ったこと、B 3は、この被告人A 1からの指示を受けて、S 5株の下落を防止して、本件ブロックオファー取引のキャンセルをやめさせるために、本件買付け等を行ったこと、また、被告人A 1は、B 3に対し、前日終値比
4. 5%より下落すると、本件ブロックオファー取引がキャンセルされてなくなるから、7800円まで株価を上げるように言い、また、前場が終わる昼の時間まで₁₅に本件ブロックオファー取引をキャンセルするかをオーナーが決めるなどを伝え、B 3がこれらを了承、了解したことが認められる。

以上の点に関する証人B 4の証言は、具体的かつ合理的であり、その内容は、上記1(4)、(6)、(10)及び(11)記載の通話や会話の録音内容等の客観的証拠とよく整合するものである。特に、B 1との通話における「うちがちょっと支えようか」「5パー以内に抑えるようにしようかな。」、B 4との通話における「350円くらいしか下がらないはずなんだよ、うん。計算理論上。ちょっとやり過ぎだから。ちょっと買い戻すよ。」、C 5との通話における「今、うち買い上げてるよ、今。」、B 3及びB 4との会話における「キャンセルしないことが一番いいんだけどね、うちとしては。」「1万5000かけるさ、5パーって大したことないじゃん。」「4000万の方がいいじゃん。」、C 6との通話における「午前中、一時5.何パーとか6パーとか下がったので、私、買ったんですよ、ずっと。買ってたんです、4パーまで、ガ
20
25

って。下がんないよう、あんまり。」（C 6 の「P Oとかの安定操作期間みたいな感じのね。」との発言に対し）「そう、それ、それ。そうです。それに近いことですね。」、C 7との通話における「当日すごい下がったんですよ。」「うち、だから、そこは、うち支えたんですよ。」「あんまり極端な動きをしないように、うちはある程度、まあ言い方は気をつけなきやいけないんですけど、支えてるんですよ。」、D 2 5 本部での会議での「うちは、下がってたところで、変な動きをしないように逆に買った」などの被告人A 1 の発言は、その前後の通話又は会話の内容も踏まえると、証人B 4 の証言とその内容においてよく符合するものである。以上によれば、証人B 4 の上記証言は十分に信用できる。

10 イ 証人B 4 の証言から認められる上記事実、上記 1(4)、(6)、(9)、(10)及び(11)記載の通話や会話や電子メールにおける被告人A 1 らの通話や会話や記載の内容、特に上記アで指摘したもののほか、被告人A 1 が、C 5との通話において「すっごい、すっごいディールとかあるんだよ。控えてんのね、それが、フェイルするとマジ、シャレなんないからさ」と発言し、本件ブロックオファー取引実施日の午後3時5 15 4分に、被告人A 2、被告人A 3、被告人A 5を宛先として送信した電子メールに「本日予定していた、B O銘柄S 5が急遽中止となり、ドタバタの一日でした。この中止が、今後控えている大口B Oに悪影響を与えない事を願います。」と記載していることなどによれば、被告人A 1 は、S 5株の株価の推移等を十分に把握した上で、本件ブロックオファー取引によりA証券が得られる収益を確保するとともに、後日予定されているS 6 株式会社が発行した株券についてのブロックオファー取引 20 に悪影響が生じないよう、S 5株のザラ場の株価及び終値が大幅に下落することを防ぎ、本件ブロックオファー取引の売手であるU 5が本件ブロックオファー取引をキャンセルしない程度に維持するために、B 3に対し、本件買付け等を行うことを指示し、B 3は、被告人A 1 の判断、指示に従って、本件買付け等に及んだものと 25 認められる。

ウ 以上の事実関係に加え、上記 1(4)記載の被告人A 1 とB 1との間の通話にお

いて、B 1 が、S 5 株の株価を支える旨の発言に対し、B 1 が「ああ、もちろん、
そうしたら気が変わるかもしれないよ。」「うん。それは助かる。助かります。う
ん。」などと発言していることも踏まると、被告人A 1 及びB 1 は、A 証券の自
己勘定で株を買い付けるなどすることにより、本件ブロックオファー取引実施日の
5 S 5 株のザラ場の株価及び終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避
し、本件ブロックオファー取引の売手であるU 5 が本件ブロックオファー取引をキ
ャンセルしない程度に維持する旨意を通じ、被告人A 1 においてB 3 に本件買付け
等を指示し、同株券のザラ場の株価及び終値を、同程度に、さらに被告人A 1 及び
B 3 においては7800円程度に維持することを企て、B 3 において、一連のもの
10 としてS 5 株の買付け等（本件買付け等）を行ったものと認められる。

これが、被告人A 1 が、B 1 及びB 3 と共に謀の上、自然の需給関係によらずに人
為的に相場を形成する意図のもと、当該有価証券の価格の下落を防ぐ目的（相場安
定目的）で、同目的の発現として一連の有価証券売買等を行った場合に当たること
は明らかであり、また、被告人A 1 に安定操作罪の故意も認められる。

15 したがって、被告人A 1 には、判示第5記載のとおり、安定操作罪が成立し、本
件の共謀も認められる。

（2）被告人A 1 の弁護人の主張等

ア　被告人A 1 の弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS 5 株の
値動きや同株の注文状況等を踏まえるなどして、本件買付け等は、S 5 株の相場を
20 安定させるに相応しい行為であるとの、合理的な疑いを超える立証がなされている
とは到底言えず、被告人らの行為は安定操作罪の実行行為に該当しない旨主張する。

しかしながら、既に認定したように、被告人A 1 らは、相場安定目的で、同目的
の発現として本件買付け等を行ったものと認められるのであり、このことに、前述
ののような本件買付け等の総額や本件買付け等が出来高に占める割合のほか、本件買
付け等の間、S 5 株の株価は7750円から7800円の間で推移しており、少な
25 くとも本件買付け等がS 5 株の株価を下落させるようなものではなかったと認めら

れることなどを併せ考慮すれば、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められることは明らかである。

弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS 5株の値動きや同株の注文状況等を踏まえ、また、証人W 1 1の証言の信用性、証明力等を論難し、本件買付け等は安定操作罪の実行行為に該当しないなどと主張するが、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められるのは前述のとおりであり、第4の2(2)アにおいてS 1株について述べたのと同様、弁護人の主張は、安定操作罪についてのその見解を前提とするものといえ、理由がない。

イ 被告人A 1の弁護人は、被告人A 1らは、S 5株が十分に安い価格となっていて勝てる可能性が高いため、売手からキャンセルの判断が示される前に買ってしまおうという方針を立て、この方針に従って、利益獲得のために本件買付け等を行っていたものであり、相場を一定の範囲から逸脱しないようにする意図を認めることはできないから、被告人A 1らに安定操作罪における安定目的がなかったことは明らかである旨を主張するなどし、被告人A 1はこれに沿う供述をする。

しかしながら、証人B 4の証言から認められる上記事実、上記1(4)、(6)、(10)及び(11)記載の通話や会話における被告人A 1の発言内容等、特に、上記1(4)記載のB 1との通話において、「これ、ちょっと下がりすぎだよ」「ちょっと支えようか」「5ペー以内に抑えるようにしようかな。」などと発言し、同記載のB 4との通話において「3 5 0円くらいしか下がらないはずなんだよ」「ちょっとやり過ぎだから。ちょっと買い戻すよ。」などと発言し、上記1(6)記載のB 3及びB 4との会話において、「キャンセルしないことが一番いいんだけどね」などと発言し、上記1(11)記載のC 7との通話において「うち支えたんですよ。」「あまり極端な動きをしないように」「支えてるんですよ。」などと発言していることは、被告人A 1の弁護人の主張や被告人A 1の供述と明らかに整合しない。

被告人A 1の弁護人は、本件買付け等は、利益獲得目的で行ったものである旨主張するなどするが、前述のように、被告人A 1らは、相場安定目的で、同目的の發

現として、一連の有価証券売買等として本件買付け等を行ったものと認められ、加えて第4の2(2)イにおいてS1株について述べ、第5の2(2)イにおいてS2株について述べた点も踏まえると、仮に本件買付け等に利益獲得も考慮してなされたものが含まれていたとしても、このことは安定操作罪が成立する妨げとはならない。

5 ウ 被告人A1の弁護人は、被告人A1らが、S5株の終値等について7800円程度に維持しようとしていたとは認められない旨主張する。

しかしながら、本件ブロックオファー取引実施日のS5株の前場で最後に取引された値段は7800円であることに加え、前述のとおり、証人B4の上記証言に加え、上記1(4)記載の被告人A1とB4との間の通話（甲376号証添付の別紙39の別紙1）において、「計算すると、下げ、今日、下げるとき、350円くらいしか下がらないはずなんだよ、うん。計算理論上。」と発言しているところ、S5株の前日終値は8150円であることや、上記1(6)記載の被告人A1とB3との間の通話（同別紙39の別紙2）において、被告人A1がB3に対し、7800円までS5株の株価を上げるように言ったと認められることや、被告人A1の指示により本件買付け等を行っているB3が同日午前11時に設定したLINEでの自動発注の上限価格を7800円に設定したことなどからすれば、被告人A1及びB3は、S5株のザラ場での株価及び終値を7800円程度に維持することを意図していたものと認められる。

エ その他の被告人A1の弁護人の主張や被告人A1の供述内容を、十分に考慮、検討しても、上記(1)記載の認定は揺らがない。

第9 判示第6の事実について

1 前提となる事実関係等

関係証拠によれば、以下の事実が認められる。

(1) A証券は、U6株式会社との間で、同社が保有するS6株式会社が発行した株券（以下「S6株」という。）786万1000株につき、ブロックオファー取引を実施する旨の契約を締結した（以下第9において「本件ブロックオファー取引」

という。)。

(2) 第8で記載したように、令和2年10月22日、S5株についてのブロックオファー取引が、売手であるU5によるキャンセルによって中止となり、同年11月9日、SESCから、S5株の取引につき調査があったが、被告人A1は、同調査に関し、C7と、同月11日午前9時26分頃から同日午前9時33分頃までの間に甲376号証添付の別紙47の通話をし、被告人A2、被告人A3、被告人A5及び被告人A1が出席したD2本部での会議において、同日午前10時2分52秒頃から同日午前10時10分12秒頃までの間に同号証添付の別紙48の会話をした。

(3) 本件ブロックオファー取引実施日であった令和2年11月17日、S6株は、立会開始と同時に売り特別気配が表示・更新された上、前日終値(1535円)比約5.53%安の1450円で寄り付き、その後も株価は下落傾向で推移していた。B3及びB4は、同日午前9時8分50秒頃から同日午前9時9分7秒頃までの間に同号証添付の別紙49記載の会話をした。

B3は、同日午後2時45分頃から同日午後3時頃までの間、819口座を用いて、別表1の6及び別表2の6記載のとおり、S6株の買付け等を行った(以下第9において「本件買付け等」という。)。

(4) B3及びB4は、同日午後2時54分17秒頃から同日午後2時55分10秒頃までの間に同号証添付の別紙50の別紙1記載の会話を、同日午後2時56分11秒頃から同日午後2時56分19秒頃までの間に同別紙50の別紙2の会話をし、被告人A1、B3及びB4は、同日午後2時58分1秒頃から同日午後2時59分20秒頃までの間に同別紙50の別紙3記載の会話を、同日午後2時59分30秒頃から同日午後3時頃までの間に同別紙50の別紙4記載の会話をした。

(5) 本件買付け等が行われている間、S6株の株価は、同日午後2時59分頃には、同日の最安値である前日終値比約7.36%安の1422円を記録するなど、1422円から1434円の間で推移したが、終値は、前日終値比約7.23%安

の1424円であった。

(6) A証券は、同日の大引け後に本件ブロックオファー取引を実施し、U6株式会社から、S6株786万1000株を107億5746万4060円で買い付け、これをリテール顧客に対して、合計111億3800万1682円で売却し、合計
5 3億8053万7622円の収益を得た。

(7) 本件買付け等により買い付けたS6株は、合計50万株で、その総額は合計7億1200万円であり、本件買付け等の買い注文開始から大引けまでの時間内における出来高に本件買付け等による買付け株数が占める割合は約28.85%、大引け時における出来高に本件買付け等のうち大引け時における買付け株数が占める割合は約36.45%であった（甲379号証）。また、本件買付け等でA証券が買
10 い付けたS6株は、後日、合計7億1727万130円で売却された。

(8) 被告人A1は、同日午後4時17分頃、被告人A2、被告人A3及び被告人A5を宛先として、電子メールを送信した（電子メールの内容は、甲376号証添付の別紙51に記載のとおり。）。

15 被告人A1は、翌18日に行われた被告人A3、被告人A5及びB1らが出席していたD2本部の朝会において、同日午前8時18分2秒頃から同日午前8時18分21秒頃までの間に同号証添付の別紙53の別紙1記載の発言をした。

2 爭点に対する判断

(1) 安定操作罪及び共謀の成否

20 ア 関係証拠に加え、証人B4の証言によれば、本件ブロックオファー取引実施日であった令和2年11月17日、被告人A1は、寄付き前から、S6株の株価を気にしている様子であったところ、S6株の寄付き前の段階から、B3及びB4に対し、「引けで50万株ぐらい買ってよ」「引けでどーんと落ちないように」といった内容の指示があり、B4は、これまで5銘柄同じような指示があったので、同様
25 の指示だと理解して、「分かりました」とB3とともに答え、B3は、同指示に基づき、本件買付け等を行ったことが認められる。

以上の点に関する証人B 4の証言は、具体的かつ合理的であるほか、上記1(3)記載のB 3及びB 4の会話において、B 4が、B 3に対し、自身が空売りしていたS 6株の買戻しの玉（ぎょく）を残した方がよいか確認するなどしており、このことは、この段階で既にS 6株を買う旨の指示が被告人A 1からされていたことを裏付けている。また、同証言は、上記1(4)記載のB 3及びB 4の会話において、本件買付け等を行いながら、B 3が「上がっててきたな。」、「買い足りてるよな？」などと発言したり、被告人A 1、B 3及びB 4の会話において、B 4が「もう、多分、フラットになるんじゃないですか。これぐらいで。」と、B 3が「あんまり同じところに並べると怪しいから」などと発言していることなど、B 3及びB 4又は被告人A 1、B 3及びB 4の会話の録音内容等の客観的証拠と整合するものである。加えて、記憶がない点はその旨述べるなど供述態度も真摯であることも踏まえれば、証人B 4の上記証言は十分に信用できる。

イ 以上の事実関係、特に、証人B 4の証言から認められる上記事実、上記1(4)記載のB 3及びB 4並びに被告人A 1、B 3及びB 4の会話の内容に加え、上記1(2)記載の通話や会話における被告人A 1らの発言によれば、被告人A 1が、S 5株の取引についての調査を契機として、ブロックオファー取引実施日に株価が下がることについて、S E S Cが問題意識を持ち、ブロックオファー取引という手法自体が問題だと言い始めると、ビジネス全体に影響がある可能性があるという懸念を有していたことが認められること、被告人A 1が、上記1(8)記載の被告人A 2、被告人A 3及び被告人A 5を宛先とする電子メールにおいて、「今日のB O銘柄も大きく下がっており、冷や冷やでした。7. 2%安のところで値崩れしないよう7億ほど買っています。」と記載し、翌18日のD 2本部の朝会において、「昨日のブロックオファー」「ちょっとやっぱインバランスが結構大きかったんで、7億」「崩れないように、こうしましたんで。」などと発言していることなどによれば、被告人A 1は、S 6株の株価の推移等を十分に把握した上で、A証券の自己勘定で株を買い付けるなどすることにより、本件ブロックオファー取引実施日のS 6株の終値

を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、本件ブロックオファー取引の実施に支障を来さないとともに、S E S Cが本件ブロックオファー取引実施日にS 6 株の株価が大きく下がることについて問題意識を持たない程度に維持することを企図し、B 3 に本件買付け等を指示し、同株券の終値を1 4 2 5 円程度に維持することを企て、B 3において、一連のものとしてS 6 株の買付け等（本件買付け等）を行ったものと認められる。
5

これが、被告人A 1が、B 3と共に謀の上、自然の需給関係によらずに人為的に相場を形成する意図のもと、当該有価証券の価格の下落を防ぐ目的（相場安定目的）で、同目的の発現として一連の有価証券売買等を行った場合に当たることは明らかであり、また、被告人A 1に安定操作罪の故意も認められる。
10

したがって、被告人A 1には、判示第6記載のとおり、安定操作罪が成立し、本件の共謀も認められる。

（2）被告人A 1の弁護人の主張等

ア 被告人A 1の弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS 6 株の値動きや同株の注文状況等を踏まえるなどして、本件買付け等は、S 6 株の株価を一定の範囲に維持する効果はない、被告人A 1らの引指注文以外の買い注文等も終値の形成に大きく影響を与えていたなどと主張し、被告人らの行為は安定操作罪の実行行為に該当しない旨主張する。
15

しかしながら、既に認定したように、被告人A 1らは、相場安定目的で、同目的の発現として本件買付け等を行ったものと認められるのであり、このことに、前述のような本件買付け等の総額や本件買付け等が出来高に占める割合のほか、本件買付け等がなかったと仮定した場合の終値（なかりせば価格）は1 3 9 0 円であり、少なくとも本件買付け等がS 6 株の株価を下落させるようなものではなかつたと認められることなどを併せ考慮すれば、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められることは明らかである。
25

弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS 6 株の値動きや同株の注

文状況等を踏まえ、また、証人W1の証言の信用性、証明力等を論難し、本件買付け等は安定操作罪の実行行為に該当しないなどと主張するが、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められるのは前述のとおりであり、第4の2(2)アにおいてS1株について述べたのと同様、弁護人の主張は、安定操作罪についてのその見解を前提とするものといえ、理由がない。

イ 被告人A1の弁護人は、被告人A1らは、利益獲得目的に加えて、副次的に引けでの大幅な株価の下落を回避する狙いで本件買付け等を行ったのであり、被告人A1らに相場を一定の範囲から逸脱しないようにする意図を認めることはできないから、被告人A1らに安定操作罪における安定目的がなかったことは明らかである旨を主張するなどし、被告人A1はこれに沿う供述をする。

しかしながら、証人B4の証言から認められる上記事実、上記1(4)及び(8)記載の会話や電子メールにおける被告人A1の発言や記載の内容等、特に、上記1(8)記載の被告人A2らを宛先とする電子メールにおいて、「今日のBO銘柄も大きく下がっており、冷や冷やでした。7.2%安のところで値崩れしないよう7億ほど買っています。」と記載し、翌18日のD2本部の朝会において、「昨日のブロックオフラー」「ちょっとやっぱインバランスが結構大きかったんで、7億」「崩れないように、こうしましたんで。」などと発言していることは、被告人A1の弁護人の主張や被告人A1の供述と明らかに整合しない。

被告人A1の弁護人は、利益獲得目的で本件買付け等を行った旨主張するが、前述のように、被告人A1らは、相場安定目的で、同目的の発現として、一連の有価証券売買等として本件買付け等を行ったものと認められ、加えて第4の2(2)イにおいてS1株について述べ、第5の2(2)イにおいてS2株について述べた点も踏まえると、仮に本件買付け等に利益獲得も考慮してなされたものが含まれていたとしても、このことは安定操作罪が成立する妨げとはならない。

ウ 被告人A1の弁護人は、被告人A1らが、S6株の終値等について1425円程度に維持しようとしていたとは認められない旨主張する。

しかしながら、本件ブロックオファー取引実施日のS 6 株の終値は1 4 2 4 円であることに加え、前述のとおり、被告人A 1 は、上記1(8)記載の被告人A 2 、被告人A 3 及び被告人A 5 を宛先とする電子メールにおいて「7. 2 %安のところで値崩れしないよう7億ほど買っています。」と記載しており、S 6 株の前日終値比から7. 2 %を引いた額は1 4 2 4 . 4 8 円であること、本件買付け等における買い注文の最も低い値段が1 4 2 5 円であることなどからすれば、被告人A 1 及びB 3 は、S 6 株の終値を1 4 2 5 円程度に維持することを意図していたと認められる。

エ その他の被告人A 1 の弁護人の主張や被告人A 1 の供述内容を、十分に考慮、検討しても、上記(1)記載の認定は揺らがない。

10 第10 判示第7の事実について

1 前提となる事実関係等

関係証拠によれば、以下の事実が認められる。

- (1) A証券は、U 7 株式会社との間で、同社が保有する株式会社S 7 が発行した株券（以下「S 7 株」という。）9 0 万株につき、ブロックオファー取引を実施する旨の契約を締結した（以下第10において「本件ブロックオファー取引」という。）。
- (2) 被告人A 3 及びB 1 は、本件ブロックオファー取引実施日前日である令和2年1 1 月1 8 日午前8 時2 1 分5 9 秒頃から同日午前8 時2 3 分1 3 秒頃までの間に、D 2 本部の朝会において、甲3 7 6 号証添付の別紙5 3 の別紙2 記載の発言をした。
- (3) 被告人A 3 及び被告人A 1 は、本件ブロックオファー取引実施日である同月1 9 日午前8 時8 分1 6 秒頃から同日午前8 時1 8 分1 3 秒頃までの間に、D 2 本部の朝会において、同号証添付の別紙5 4 - 1 記載の発言をした。
- (4) 同日、S 7 株は、立会開始と同時に売り特別気配が表示・更新された上、前日終値（4 9 7 円）比約3. 4 2 %安の4 8 0 円で寄り付いた。
- (5) 被告人A 3 及び被告人A 1 は、同日午前1 0 時2 2 分8 秒頃から同日午前1 0 時2 3 分3 7 秒頃までの間に、同号証添付の別紙5 4 - 2 の別紙1 及び2 記載の

通話をした。

その後、同日午後0時48分頃、S7株の株価は、同日の最安値である前日終値比約5.03%安の472円を記録した。

(6) B3は、同日午後2時1分頃から同日午後3時頃までの間、819口座を用いて、別表1の7及び別表2の7記載のとおり、S7株の買付け等を行った（以下第10において「本件買付け等」という。）。

なお、被告人A1、B3及びB4は、同日午後2時54分11秒頃から同日午後3時頃までの間に、同号証添付の別紙55記載の会話をした。

本件買付け等が行われている間、S7株の株価は、472円から476円の間で推移したが、終値は、前日終値比約4.42%安の475円であった。

(7) A証券は、同日の大引け後に本件ブロックオファー取引を実施し、U7株式会社から、S7株90万株を4億1082万7500円で買い付け、これをリテール顧客に対して、合計4億2535万8000円で売却し、合計1453万500円の収益を得た。

(8) 本件買付け等により買い付けたS7株は、合計16万8100株で、その総額は合計7978万2300円であり、本件買付け等の買い注文開始から大引けまでの時間内における出来高に本件買付け等による買付け株数が占める割合は約37.39%、大引け時における出来高に本件買付け等のうち大引け時における買付け株数が占める割合は約30.91%であった（甲379号証）。また、本件買付け等でA証券が買い付けたS7株は、後日、合計7799万1380円で売却された。

(9) 被告人A1は、同日午後4時34分頃、被告人A2、被告人A3及び被告人A5を宛先として、電子メールを送信し、被告人A2は、被告人A1が同電子メールに返信する形で送信した電子メールに対して、同日午後5時41分頃、返信した（各電子メールの内容は、甲376号証添付の別紙56に記載のとおり。）。

(10) 本件ブロックオファー取引実施日翌日である同月20日午前8時24分11秒頃から同日午前8時26分32秒頃までの間、D2本部の朝会において、被告人

A 3 及び被告人A 1 は、同号証添付の別紙5 7 の別紙2記載の発言をした。

(11) 被告人A 3 及び被告人A 2 は、同日に行われた社長報告会において、同号証添付の別紙5 8 記載の発言をした。

2 争点に対する判断

5 (1) 安定操作罪及び共謀の成否

ア まず、被告人A 3 と被告人A 1との間の上記1(5)記載の通話がなされるまでの経緯等についてみると、第7で詳述したように、被告人A 3 は、遅くともS 4 株のブロックオファー取引実施日の時点で、ブロックオファー取引実施日における同取引対象銘柄の株価の下落が、売手となり得る顧客から問題視されるなどして、今後の同取引の実施に影響を及ぼしかねないと認識し、さらに被告人A 1 らによる同取引実施日における同取引対象銘柄の自己勘定での買付け等が、同取引の実施に支障を来さないように、同取引対象銘柄の株価の下落を防ぐ目的で行うものであることを十分に認識し（第7の2(1)ウ参照）、S 4 株のブロックオファー取引についても、同取引の実施に支障を来さないよう、被告人A 1 が、株価の下落を防ぐため、S 4 株の買付け等を行うことを、当然のこととして受け入れて認容していたことが認められる。

その後、第8で詳述したように、S 5 株のブロックオファー取引がキャンセルにより中止となり、SECからS 5 株の取引につき調査があったが、被告人A 2 、被告人A 3 、被告人A 5 及び被告人A 1 が出席したD 2 本部での会議において、第9の1(2)記載の会話がされ、その際、被告人A 1 は、S 5 株の取引についての調査を契機として、ブロックオファー取引実施日に株価が下がることについて、SECが問題意識を持ち、ブロックオファー取引という手法自体が問題だと言い始めると、ビジネス全体に影響がある可能性があるという懸念を有しており（第9の2(1)イ参照）、同会議には被告人A 3 も出席しており、前述のような経緯も踏まえると、被告人A 3 も被告人A 1 が同懸念を有していることを認識していたと認められる。そして、被告人A 3 は、S 6 株のブロックオファー取引実施日である同月17日午

後4時24分頃、被告人A2、被告人A5及び被告人A1に宛てて、S6株に関し、
A証券によるブロックオファー取引に似た取引を他の証券会社がする予定があり、
その際に株価がどう動くかはとても重要である旨を伝える電子メールを送信した。
さらに、その翌日であり本件ブロックオファー取引実施日前日の上記1(2)記載のD
5 2本部の朝会において、被告人A3は、同電子メールと同趣旨の発言をするととも
に、前記SECによるS5株の取引の調査等について、社長報告会で報告する旨
述べ、さらに本件ブロックオファー取引実施日の上記1(3)記載のD2本部の朝会に
おいては、被告人A3及び被告人A1は、他社に対して、ブロックオファー取引に
類似する取引における値動きについてヒアリングすべきである旨発言したと認めら
れる。加えて、被告人A3は、本件ブロックオファー取引実施日翌日に行われた上
10 記1(1)記載の社長報告会において、ブロックオファー取引に関する問題として、S
5株のブロックオファー取引が、取引実施日における株価の下落について売手が不
満に思い、キャンセルになったことに加え、ブロックオファー取引実施日における
株価の下落の問題について、議論し、解決しなければならない旨を述べた。

15 これらの各事実によれば、被告人A3及び被告人A1は、遅くとも本件ブロック
オファー取引実施日の時点で、ブロックオファー取引実施日における同取引対象銘
柄の株価の下落が、SECや売手となり得る顧客から問題視されるなどして、今
後の同取引の実施に影響を及ぼしかねないと認識し、相当程度強い問題意識を抱く
とともに、被告人A3は、被告人A1らによる同取引実施日における同取引対象銘
20 柄の自己勘定での買付け等が、同取引の実施に支障を来さないように、同取引対象
銘柄の株価の下落を防ぐ目的で行うものであることを十分に認識していたと優に認
められる。

以上の事情を前提に、被告人A3と被告人A1との間の上記1(5)記載の通話をみ
るに、本件ブロックオファー取引実施日の午前10時22分8秒頃から同日午前1
25 0時23分37秒頃までの間に、被告人A3から被告人A1に電話をかけた上で、
まず被告人A3が、「Even this S7 is getting slammed, yeah.」などと発言し、こ

れに対し、被告人A 1が、S 7株の株価の下落はさほどでもなく3%である旨答えるなどすると、被告人A 3は、3.5%である旨を指摘するとともに、銀行指数の下がり具合に比べてS 7株の下がり具合が大きい旨を伝え、さらにこれに対し、被告人A 1は、「Yeah, this is, you know, acceptable, I think, you know, given the size.」
5 等と答え、株価の下落がさほどでもないことを伝えるなどしたが、被告人A 3は、30日分の出来高分の需要があるなどと伝え、これに対し、被告人A 1が、「3.6 is not a big down, but, yeah; definitely, impact. This is probably acceptable by seller, this level. But if this goes more than 5 percent, probably no, so, again, we have to rescue.」と答え、被告人A 3が「OK, bye.」などと発言している。

10 これらの被告人A 3と被告人A 1の通話は、その内容や文脈に加え、被告人A 3及び被告人A 1が前述のような認識等のもとに、本件ブロックオファー取引実施日になされたものであることも踏まえれば、被告人A 3が、被告人A 1に対して、第8のS 5株や第9のS 6株等これまで実施されたブロックオファー取引の対象銘柄と同様に本件ブロックオファー取引の対象銘柄であるS 7株の株価が下落していくことにつき、懸念を伝え、これに対して、被告人A 1が、同通話時点の株価の下落は、本件ブロックオファー取引の規模に鑑みて、大きなものとは言い難い旨伝えたものの、被告人A 3がさらに理由を追加するなどして懸念を伝えてきたため、被告人A 1は、被告人A 3が、S 7株の株価が下落していることにつき、これまでのブロックオファー取引同様に、対処する必要があると考えており、被告人A 1にその対処を求めていると理解した上で、同株価が5%以上下落した場合には、これまでのブロックオファー取引と同様、終値の下落を防ぐために、S 7株の買付け等をしなければならない旨を述べ、被告人A 3がそうした被告人A 1の方針に納得し、その後の対応を被告人A 1に一任したものと認められる。
15
20

このことは、イで後述するように、被告人A 1の「ちょっとずつ買い始めようか」との発言をスタートの合図として本件買付け等が開始された時点でのS 7株の株価が、前日終値比約5.03%安の472円であったことともよく整合している。

イ また、証人B 4の証言によれば、B 4は、本件ブロックオファー取引実施日は、S 1 1の株券を買い付けることを優先的に考えており、S 7株については、午前中、被告人A 1から何か言われたことはなかったこと、後場に入って、S 7株の株価が、前日終値比約4から5%程度下落していた時点で、B 3及びB 4に対し、
5 突然「S 7、これもやろうか」「今までどおりこれも買い支えをしよう」などの指示があり、これまでのブロックオファー取引実施日に株価が大きく下落した際と同様に買支え等を行う指示だと理解し、被告人A 1の「ちょっとずつ買い始めようか」との発言をスタートの合図としてB 3が本件買付け等を行ったことが認められる。

以上の点に関する証人B 4の証言は、具体的かつ合理的であり、その内容は、上
10 記1(6)記載の被告人A 1、B 3及びB 4の会話において、B 3が「どうしますか？S 7」などと発言した後、被告人A 1が「4でん、まあ行っても、4. 5ぐらいまでだから、4. 5以上、そのへんを」「最後買って、「大引けに。」などと発言していることなどの客観的証拠と整合するものであり、記憶がない点はその旨述べるなど供述態度も真摯であることも踏まえれば、十分に信用できる。

15 上記認定は、被告人A 1が、本件ブロックオファー取引実施日の大引け後に被告人A 2、被告人A 3及び被告人A 5を宛先として送信した上記1(9)記載の電子メールに、「本日のBO銘柄S 7も下がりすぎでしたので、8000万ほど引けで買いました。このビジネスを守るため、当部の役割がかなり大きくなっています。」などと記載していることとも整合している。

20 ウ 以上の事実関係によれば、被告人A 1及び被告人A 3は、A証券の自己勘定で株を買い付けるなどすることにより、同日のS 7株の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、本件ブロックオファー取引の実施に支障を来さないとともに、SECや売手となり得る顧客に問題視されるなどして、今後のブロックオファー取引の実施にも支障を来さない程度に維持する旨意を通じ、被告人A 1においてB 3に本件買付け等を指示し、同株券の終値を、同程度に、さらに被告人A 1及びB 3においては475円程度に維持することを企て、B 3において、一
25

連のものとしてS 7株の買付け等（本件買付け等）を行ったものと認められる。

これが、被告人A 1及び被告人A 3が、B 3と共に謀の上、自然の需給関係によらずに人為的に相場を形成する意図のもと、当該有価証券の価格の下落を防ぐ目的（相場安定目的）で、同目的の発現として一連の有価証券売買等を行った場合に当たることは明らかであり、また、被告人A 1、被告人A 3らに安定操作罪の故意も認められる。
5

したがって、被告人A 1及び被告人A 3には、判示第7記載のとおり、安定操作罪が成立し、本件の共謀も認められる。

（2）被告人A 1及び被告人A 3の各弁護人の主張等

10 ア 被告人A 1及び被告人A 3の各弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS 7株の値動きや同株の注文状況等を踏まえるなどして、本件買付け等のザラ場での買い注文及び引指注文は、いずれも、通常の買い注文の効果を生ずるものに過ぎず、それを超えてS 7株の株価を一定の範囲から逸脱しないようにするのに相応しいものではなく、また相場をくぎ付けし、固定し、又は安定させられるような一般的な危険性を有するものではない、被告人A 1らの引指注文以外の買い注文等も終値の形成に大きく影響を与えていたなどと主張し、被告人らの行為は安定操作罪の実行行為に該当しない旨主張する。
15

しかしながら、既に認定したように、被告人A 1及び被告人A 3らは、相場安定目的で、同目的の発現として本件買付け等を行ったものと認められるのであり、このことに、前述のような本件買付け等の総額や本件買付け等が出来高に占める割合のほか、本件買付け等がなかったと仮定した場合の終値（なかりせば価格）は470円であり、少なくとも本件買付け等がS 7株の株価を下落させるようなものではなかつたと認められることなどを併せ考慮すれば、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められることは明らかである。
20

25 被告人A 1及び被告人A 3の各弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS 7株の値動きや同株の注文状況等を踏まえ、また、証人W 1 1の証言の信用

性、証明力等を論難し、本件買付け等を全て考慮しても、475円程度に株価等を維持できるに相応しい性質を有する取引とは認められず、本件買付け等は安定操作罪の実行行為に該当しないなどと主張するが、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められるのは前述のとおりであり、第4の2(2)アにおいてS1株について述べたのと同様、弁護人らの主張は、安定操作罪についてのその見解を前提とするものといえ、理由がない。

イ 被告人A1の弁護人は、被告人A1らは、本件買付け等のうち、ザラ場において発注した買い注文については、専ら利益獲得目的で行ったものであり、また、引け執行条件付きの買い注文については、同注文の結果、終値の下落が緩和されればよいという抽象的な期待はあったものの、被告人A1らに相場を一定の範囲から逸脱しないようにする意図を認めることはできない旨を主張するなどし、被告人A1はこれに沿う供述をする（被告人A3の弁護人も、被告人A1に安定目的が認められない旨を主張するなどする。）。

しかしながら、被告人A1は、上記1(6)記載のB3及びB4との会話において、「買わないで上がる…なら上々。やりたくないんだから。やらなくていいんだったら。」などと本件買付け等をせずに株価が上がることを期待するとともに、できれば本件買付け等をしたくない旨の発言をし、上記1(9)記載の電子メールに「本日のB0銘柄S7も下がりすぎでしたので、8000万ほど引けで買いました。」などと記載し、上記1(10)記載の本件ブロックオファー取引実施日翌日のD2本部の朝会において、「ちなみに、昨日も凄い少ない量だったんですけど下がったんですよね。で、やっぱ、最後、うち、支えました。言い方悪いですけど。まあ安かったので買いました。」などと発言しており（なお、利益獲得目的で行った買付けについて、あえて「支えました。」などと表現した上で、「まあ安かったので買いました。」などと言いつ直すのは不自然であり、また被告人A1の同発言の後に笑い声がおきていることからすると、最後の発言は冗談の類であり、同発言は株価を支えるためにS7株を買った旨発言したものと認められる。）、これらの発言や記載の内容は、被告人A1の

弁護人の主張や被告人A 1 の供述と明らかに整合しない。

被告人A 1 の弁護人は、本件買付け等のうち、ザラ場において発注した買い注文については、専ら利益獲得目的で行ったものである旨主張するなどするが、前述のように、被告人A 1 らは、相場安定目的で、同目的の発現として、一連の有価証券売買等として本件買付け等を行ったものと認められ、加えて第4の2(2)イにおいてS 1 株について述べ、第5の2(2)イにおいてS 2 株について述べた点も踏まえると、仮に本件買付け等に利益獲得も考慮してなされたものが含まれていたとしても、このことは安定操作罪が成立する妨げとはならない。

以上によれば、被告人A 1 の供述は信用することはできず、これを前提とする被告人A 1 の弁護人の主張にも理由はない（また同様の理由により被告人A 3 の弁護人の主張にも理由はない。）。

ウ 被告人A 1 の弁護人は、被告人A 1 らが、S 7 株の終値等について475円程度に維持しようとしていたとは認められない旨主張する。

しかしながら、本件ブロックオファー取引実施日のS 7 株の終値は475円である上、前述のとおり、被告人A 1 は、B 3 から「どうしますか？S 7」などと聞かれた際に、「4てん、まあ行つても、4. 5ぐらいまでだから、4. 5以上、そのへんを」「最後買って、」「大引けに。」と発言しており、終値が前日終値比4. 5%程度となることを想定していたものと認められ、さらに475円は前日終値比約4. 42%安であることも踏まえると、被告人A 1 及びB 3 は、S 7 株の終値を475円程度に維持することを意図していたものと認められる。

エ 被告人A 3 の弁護人は、本件買付け等について、被告人A 3 には、被告人A 1 らとの共謀を行った事実はなく、安定目的を持っていても、被告人A 1 らが安定目的を有していたことの認識もない旨主張し、被告人A 3 もこれに沿う供述をする。

しかしながら、被告人A 3 が、被告人A 1 らと共に上、相場安定目的で、同目的の発現として一連の有価証券売買等を行ったと認められるのは前述のとおりであ

り、被告人A 3 の供述内容や弁護人が主張する諸点を十分に考慮、検討しても、この認定は左右されない。

なお、弁護人は、被告人A 3 の供述に沿い、上記1(5)記載の通話の内容、特に同通話を終える場面での被告人A 1 の発言内容、被告人A 3 と被告人A 1 の会話のやりとりの内容や順序等を指摘し、被告人A 3 は、笑い声交じりでユーモラスに「we have to rescue」などと言ったに過ぎない被告人A 1 が真剣に買付け等を検討しているとは思っておらず、また、被告人A 3 は被告人A 1 の同発言を肯定したり、賛成したりする発言をしていないことから、安定操作罪の共謀があったとはいえない旨主張する。

しかしながら、上記1(5)記載の通話については、上記(1)アで詳述したとおり、同通話がなされるまでの前述のような経緯等を踏まえれば、被告人A 3 の方から、被告人A 1 に対し、S 7 株の株価が下落していることについて懸念を伝えるなどし、最終的に被告人A 1 が、同株価が5%以上下落した場合にS 7 株の買付け等をしなければならない旨を述べ、被告人A 3 がこの方針に納得し、その後の対応を被告人A 1 に一任したものと認められるのであって、そもそも被告人A 1 が被告人A 3 に対してS 7 株の買付け等を行うことを持ちかけたものではなく、被告人A 3 が、被告人A 1 が真剣に買付け等を検討しているとは思っていなかったなどとは到底認められず、したがってまた、同通話を終える場面での被告人A 1 の発言内容、被告人A 3 と被告人A 1 の会話のやりとりの内容や順序等についての弁護人の種々の主張が、前述の認定に何ら影響を与えないことは明らかであり、弁護人の主張には理由がない。

オ その他の被告人A 1 及び被告人A 3 の各弁護人の主張や被告人A 1 及び被告人A 3 の各供述内容を、十分に考慮、検討しても、上記(1)記載の認定は揺らがない。

第11 判示第8の事実について

1 前提となる事実関係等

関係証拠によれば、以下の事実が認められる。

- (1) A証券は、U7株式会社との間で、同社が保有するS8株式会社が発行した株券（以下「S8株」という。）37万6100株につき、ブロックオファー取引を実施する旨の契約を締結した（以下第11において「本件ブロックオファー取引」という。）。
- 5 (2) 本件ブロックオファー取引実施日であった令和2年12月15日、前日終値（1万1810円）比約1.69%安の1万1610円で寄り付いたが、その後間もなく株価が急激に下落し、前場の終わり頃には、前日終値比5%安の値段で株価が推移していた。
- 10 (3) 被告人A1、B3及びB4は、同日午前10時4分9秒頃から同日午前10時6分25秒頃までの間に甲376号証添付の別紙62記載の会話を、同日午後0時3分17秒頃から同日午後0時4分45秒頃までの間に同号証添付の別紙63の別紙1記載の会話を、同日午後0時5分1秒頃から同日午後0時6分47秒頃までの間に同別紙63の別紙2記載の会話をした。
- 15 (4) B3は、同日午後0時12分頃から同日午後3時頃までの間、819口座を用いて、別表1の8及び別表2の8記載のとおり、S8株の買付け等を行った（以下第11において「本件買付け等」という。）。
- 20 (5) 本件買付け等が行われている間、S8株の株価は、同日午前0時30分頃には同日の最安値である1万1110円を記録するなど、1万1110円から1万1310円の間で推移したが、終値は、前日終値比約4.74%安の1万1250円であった。
- (6) A証券は、同日の大引け後に本件ブロックオファー取引を実施し、U7株式会社から、S8株37万6100株を41億1265万3500円で買い付け、これをリテール顧客に対して、合計42億994万3500円で売却し、合計9729万円の収益を得た。
- 25 (7) 本件買付け等により買い付けたS8株は、合計4万株で、その総額は合計4億5045万円であり、本件買付け等の買い注文開始から大引けまでの時間内にお

ける出来高に本件買付け等による買付け株数が占める割合は約7.48%、大引け時における出来高に本件買付け等のうち大引け時における買付け株数が占める割合は約13.63%であった（甲379号証）。また、本件買付け等でA証券が買い付けたS8株は、後日、合計4億6921万8200円で売却された。

- 5 (8) 被告人A1は、同日午後3時49分頃、被告人A2、被告人A3及び被告人A5を宛先として、電子メールを送信した（電子メールの内容は、甲376号証添付の別紙65に記載のとおり。）。

被告人A1は、翌16日に行われた被告人A3、B1らが出席していたD2本部の朝会において、同日午前8時26分22秒頃から同日午前8時28分13秒頃までの間に同号証添付の別紙66の別紙1記載の発言をした。

10 また、被告人A1は、同日に行われた被告人A2、被告人A3、被告人A5、B3らが出席していた会議において、同日午後3時44分1秒頃から同日午後3時44分49秒頃までの間に同号証添付の別紙67の別紙2記載の発言をした。

2 争点に対する判断

- 15 (1) 安定操作罪及び共謀の成否

ア 関係証拠に加え、証人B4の証言によれば、本件ブロックオファー取引実施日であった令和2年12月15日、被告人A1は、S8株の株価を気にしている様子であったこと、被告人A1が、B3及びB4に対し、早めに買い支えとか買いを発動してほしいというような話をし、B3及びB4が、朝からはまだちょっと早いのではないかという話をして、これを断ったところ、被告人A1はこれに同意し、一旦留保となつたが、後場以降で下がってくるなら、そこで買って行こうねというような話をしたこと、午後になって、被告人A1が来て、B3及びB4に対し、6%とか7%のところからS8株を買うことなどを指示し、B3は、同指示に基づき、本件買付け等を行つたことが認められる。

25 以上の点に関する証人B4の証言は、具体的かつ合理的であり、上記1(3)記載の被告人A1、B3及びB4の間における会話の内容等の客観的証拠と整合するもの

であり、特に、同日午前10時4分9秒頃から同日午前10時6分25秒頃までの間の会話において、被告人A1が、B3及びB4に対し、S8株を買うことを促したところ、B3が「買う必要があるのかって」と答えるなどし、被告人A1が「後場下がったら買おうね。」などと発言していること、同日午後0時5分1秒頃から同5 日午後0時6分47秒頃までの間の会話において、B4が「4万株売るか。こなせない。」と発言したのに対し、被告人A1が「下に入れとく?」「どっちにしても下の方に入れといたほうがいいんじゃない。例えば6パーとか7パーとか、もう、入れておいていいよ。」「5パーアップ下がったら買いたよね」などと発言していることなどとよく整合するものである。さらに、B3が本件買付け等を開始した午後0時12分頃の3度の発注は、1万1000円（前日終値比約6.85%安）、1万1100円（前日終値比約6.01%安）、1万1050円（前日終値比約6.43%安）の各指値であり、この点も証人B4の証言内容によく整合している。加えて、明確にはわからない点や具体的に覚えていない点はその旨述べるなど供述態度も真摯であることも踏まえれば、証人B4の上記証言は十分に信用できる。

15 イ 以上の事実関係、特に、証人B4の証言から認められる上記事実、上記1(3)記載の被告人A1、B3及びB4の会話の内容に加え、第10まで詳述したように、被告人A1が、本件ブロックオファー取引実施日の時点で、ブロックオファー取引実施日における同取引対象銘柄の株価の下落が、SECや売手となり得る顧客から問題視されるなどして、今後の同取引の実施に影響を及ぼしかねないと認識し、相当程度強い問題意識を抱いていたと認められること（第10の2(1)ア参照）、被告人A1が、上記1(8)記載の被告人A2、被告人A3及び被告人A5を宛先とする電子メールにおいて、「本日のBO銘柄S8も5%近く下がったので、自己でBOの10%くらいを買いました。毎回ですが自己で支えないと、悲惨なことになります。」と記載し、翌16日のD2本部の朝会において、「まあ昨日のブロックオファーちょっと、ちょっと下がりすぎたんで、うち全体10パーくらい買っています。あのー、崩れないように。」（B1が他社でもブロックオファー取引同様の

取引を行えば同じくらい下がる旨発言したのに対し）「いや、でも、そこを下げないというのが、うちでやつたら下げませんというようなフローが多分、まあ全体としてハッピーなので、美しいので、そこは歯を食いしばって」などと発言していることなどによれば、被告人A 1は、S 8株の株価の推移等を十分に把握した上で、
5 A証券の自己勘定で株を買い付けるなどすることにより、本件ブロックオファー取引実施日のS 8株の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、本件ブロックオファー取引の実施に支障を来さないとともに、SECや売手となり得る顧客に問題視されるなどして、今後のブロックオファー取引の実施にも支障を来さない程度に維持することを企図し、B 3に本件買付け等を指示し、同株券の終値を1万1220円程度に維持することを企て、B 3において、一連のものとして
10 S 8株の買付け等（本件買付け等）を行ったものと認められる。

これが、被告人A 1が、B 3と共に謀の上、自然の需給関係によらずに人為的に相場を形成する意図のもと、当該有価証券の価格の下落を防ぐ目的（相場安定目的）で、同目的の発現として一連の有価証券売買等を行った場合に当たることは明らかであり、また、被告人A 1に安定操作罪の故意も認められる。
15

したがって、被告人A 1には、判示第8記載のとおり、安定操作罪が成立し、本件の共謀も認められる。

（2）被告人A 1の弁護人の主張等

ア 被告人A 1の弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS 8株の値動きや同株の注文状況等を踏まえるなどして、本件買付け等のザラ場での買い注文及び引指注文は、いずれも、通常の買い注文の効果を生ずるものに過ぎず、それを超えてS 8株の株価を一定の範囲から逸脱しないようにするのに相応しいものではなく、被告人A 1らの引指注文以外の買い注文等も終値の形成に大きく影響を与えていたなどと主張し、被告人らの行為は安定操作罪の実行行為に該当しない旨主張する。
25

しかしながら、既に認定したように、被告人A 1らは、相場安定目的で、同目的

の発現として本件買付け等を行ったものと認められるのであり、このことに、前述のような本件買付け等の総額や本件買付け等が出来高に占める割合のほか、本件買付け等がなかったと仮定した場合の終値（なかりせば価格）は1万1220円であり、少なくとも本件買付け等がS8株の株価を下落させるようなものではなかった
5 と認められることなどを併せ考慮すれば、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められることは明らかである。

弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS8株の値動きや同株の注文状況等を踏まえ、また、証人W11の証言の信用性、証明力等を論難し、本件買付け等は安定操作罪の実行行為に該当しないなどと主張するが、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められるのは前述のとおりであり、第4の2(2)アにおいてS1株について述べたのと同様、弁護人の主張は、安定操作罪についてのその見解を前提とするものといえ、理由がない。

イ 被告人A1の弁護人は、被告人A1らは、本件買付け等のうち、ザラ場において発注した買い注文については、専ら利益獲得目的で行ったものであり、また、
10 引け執行条件付きの買い注文についても、利益を獲得することを大前提として買い注文を出していたのである、同注文の結果、終値の下落が緩和されればよいという抽象的な期待はあったものの、被告人A1らに相場を一定の範囲から逸脱しないようにする意図を認めることはできない旨主張するなどし、被告人A1はこれに沿う供述をする。

20 しかしながら、証人B4の証言から認められる上記事実、上記1(3)及び(8)記載の会話や電子メールにおける被告人A1の発言や記載の内容等、特に、上記1(8)記載の被告人A2らを宛先とする電子メールにおいて、「本日のBO銘柄S8も5%近く下がったので、自己でBOの10%くらいを買いました。毎回ですが自己で支えないと、悲惨なことになりそうです。」と記載し、翌16日のD2本部の朝会において、「まあ昨日のブロックオファーちょっと、ちょっと下がりすぎたんで、うち全体10パーくらい買ってます。あのー、崩れないように。」などと発言していることは、

被告人A 1 の弁護人の主張や被告人A 1 の供述と明らかに整合しない。

被告人A 1 の弁護人は、本件買付け等のうち、ザラ場において発注した買い注文については、専ら利益獲得目的で行ったものである旨主張するなどするが、前述のように、被告人A 1 らは、相場安定目的で、同目的の発現として、一連の有価証券売買等として本件買付け等を行ったものと認められ、加えて第4の2(2)イにおいてS 1 株について述べ、第5の2(2)イにおいてS 2 株について述べた点も踏まえると、仮に本件買付け等に利益獲得も考慮してなされたものが含まれていたとしても、このことは安定操作罪が成立する妨げとはならない。

ウ 被告人A 1 の弁護人は、被告人A 1 らが、S 8 株の終値等について1万1220円程度に維持しようとしていたとは認められない旨主張する。

しかしながら、本件ブロックオファー取引実施日のS 8 株の終値は1万1250円であることに加え、前述のとおり、被告人A 1 は、上記1(3)記載の被告人A 1 、B 3 及びB 4 の間における会話において「5パーセント下がったら買いたよね」などと発言し、上記1(8)記載の被告人A 2 、被告人A 3 及び被告人A 5 を宛先とする電子メールにおいて、「本日のBO銘柄S 8 も5%近く下がったので、自己でBOの10%くらいを買いました。」と記載し、翌16日のD 2 本部の朝会において、「もう、オープンからダーツと一気に5パーセント下がって行ったんで。5パーセント下がると」などと発言しており、S 8 株の前日終値から5%を引いた額は1万1219.5円であることなどからすれば、被告人A 1 及びB 3 は、S 8 株の終値を1万1220円程度に維持することを意図していたと認められる。

エ その他の被告人A 1 の弁護人の主張や被告人A 1 の供述内容を、十分に考慮、検討しても、上記(1)記載の認定は揺らがない。

第12 判示第9の事実について

1 前提となる事実関係等

関係証拠によれば、以下の事実が認められる。

(1) A証券は、U 8 株式会社との間で、同社が保有する株式会社S 9 が発行した

株券（以下「S 9 株」という。）24万400株につき、ブロックオファー取引を実施する旨の契約を締結した（以下第12において「本件ブロックオファー取引」という。）。

(2) 被告人A1は、本件ブロックオファー取引実施日であった令和2年12月2
5 日に行われた被告人A5、B1らが出席していたD2本部の朝会において、同日
午前8時13分18秒頃から同日午前8時16分10秒頃までの間に甲376号証
添付の別紙68記載の発言をした。

(3) B3及びB4は、同日午前8時54分頃から同日午後3時頃までの間、81
9口座を用いて、別表1の9及び別表2の9記載のとおり、S9株の買付け等を行
10 った（以下第12において「本件買付け等」という。）。

(4) 被告人A1、B3及びB4は、同日午前9時12分2秒頃から同日午前9時
12分46秒頃までの間に同号証添付の別紙69の別紙2記載の会話を、同日午前
9時25分7秒頃から同日午前9時25分34秒頃までの間に同別紙69の別紙3
記載の会話をした。

15 また、被告人A1及びB1は、同日午前9時28分51秒頃から同日午前9時3
1分13秒頃までの間に同号証添付の別紙70記載のメッセージ等をLINEでや
りとりした。

さらに、B3及びB4は、同日午後2時54分9秒頃から同日午後2時55分4
9秒頃までの間に同号証添付の別紙71の別紙1記載の会話を、同日午後2時57
20 分10秒頃から同日午後2時58分19秒頃までの間に同別紙71の別紙2記載の
会話をした。

(5) 本件買付け等が行われている間、S9株は、立会開始と同時に売り特別気配
が表示・更新された上、前日終値（7320円）比約3.68%安の7050円で
寄り付き、同日午後2時32分頃には同日の最安値である6840円を記録するな
ど、6840円から7070円の間で推移したが、終値は、前日終値比約5.7
25 3%安の6900円であった。

(6) A証券は、同日の大引け後に本件ブロックオファー取引を実施し、U8株式会社から、S9株24万400株を16億3387万8600円で買い付け、これをリテール顧客に対して、合計16億5042万4800円で売却し、合計1654万6200円の収益を得た。

5 (7) 本件買付け等により買い付けたS9株は、合計7万1000株で、その総額は合計4億9045万3000円であり、本件買付け等の買い注文開始から大引けまでの時間内における出来高に本件買付け等による買付け株数が占める割合は約16.05%、大引け時における出来高に本件買付け等のうち大引け時における買付け株数が占める割合は約44.07%であった（甲379号証）。また、本件買付け等でA証券が買い付けたS9株は、後日、合計4億7505万5000円で売却された。

10 (8) 被告人A1は、同日午後4時31分頃、被告人A2、被告人A3及び被告人A5を宛先として、電子メールを送信した（電子メールの内容は、甲376号証添付の別紙72に記載のとおり。）。

15 被告人A1及びB1は、翌23日に行われた被告人A5らが出席していたD2本部の朝会において、同日午前8時18分1秒頃から同日午前8時20分12秒頃までの間に同号証添付の別紙73記載の発言をした。

2 爭点に対する判断

(1) 安定操作罪及び共謀の成否

20 ア 関係証拠に加え、証人B4の証言によれば、本件ブロックオファー取引実施日であった令和2年12月22日、寄付き前の午前8時半から午前9時までの間に、被告人A1は、S9株につき、気配、すなわち寄付きが幾らの値段で始まるかを、B4に聞くなどし、これに対し、B4が、気配はかなり悪く、大きく下がって寄り付きそうであることを伝えたこと、被告人A1は、S9株は、朝から買わないといけない案件であり、寄り前の段階から買い支えをするように指示し、さらに7000円くらいから買っておいてと指示したこと、B3及びB4は、同指示に従い、

7000円から6650円付近まで、50円飛びしで、1000株単位で注文を入れ始めるなどして、本件買付け等を行ったことが認められる。

以上の点に関する証人B4の証言は、具体的かつ合理的であり、上記1(4)記載の被告人A1、B3及びB4並びにB3及びB4の間における会話の内容等の客観的証拠と整合するものであり、特に、同日午前9時25分7秒頃から同日午前9時25分34秒頃までの間の会話において、被告人A1が、B3及びB4に対し、「とりあえず引けはまたドーンと行く可能性があるから。」「下にドーンといったら、がーっと買っても構わないので。」などと発言していること、同日午後2時54分9秒頃から同日午後2時55分49秒頃までの間の会話において、B4が「これ見て上で引けてくれればいいのに。」などと発言していること、同日午後2時57分10秒頃から同日午後2時58分19秒頃までの間の会話において、B4が「下に行かないように」などと発言していることとよく整合するものである。さらに、本件買付け等の具体的な内容は、証人B4の証言する内容と良く合致しているのであって、この点も証人B4の証言の信用性を裏付けている。加えて、明確に覚えてない点はその旨述べるなど供述態度も真摯であることも踏まえれば、証人B4の上記証言は十分に信用できる。

イ 以上の事実関係、特に、証人B4の証言から認められる上記事実、上記1(4)記載の被告人A1、B3及びB4並びにB3及びB4の会話の内容に加え、第10まで詳述したように、被告人A1が、本件ブロックオファー取引実施日の時点で、ブロックオファー取引実施日における同取引対象銘柄の株価の下落が、SESCや売手となり得る顧客から問題視されるなどして、今後の同取引の実施に影響を及ぼしかねないと認識し、相当程度強い問題意識を抱いていたと認められること（第10の2(1)ア参照）、被告人A1が、上記1(4)記載のB1とやりとりしたLINEのメッセージ等において、「S9支え始めます」「5%は、やり過ぎ」「この株数で」と記載し、これに対して、B1はスタンプを送信したこと、上記1(8)記載の被告人A2、被告人A3及び被告人A5を宛先とする電子メールにおいて、「今日もBO

(S 9) があったのですが、醜い値動き（5. 7 %安）でしたので、5億程度買いました。B O全体の30%を買うという状態になってしまいました。。。」と記載し、翌23日のD 2本部の朝会において、（B 1が本件ブロックオファー取引につき報告し、S 9株が6%近く下がったことなどを発言したところ）被告人A 1が
5 「でも、支えなかったら8ペー行つてますよ。」などと発言し、これに対してB 1が「ありがとうございます。A 1が色々と。」と発言し、さらに被告人A 1が「あのブロックオファーの3割、うち買いました。最後。それくらい結構がつり支えてるんで。」などと発言していることなどによれば、被告人A 1及びB 1は、A証券の自己勘定で株を買い付けるなどすることにより、本件ブロックオファー取引実施日のS 9株の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、同取引の実施に支障を来さないとともに、SESCや売手となり得る顧客に問題視されるなどして、今後のブロックオファー取引の実施にも支障を来さない程度に維持する旨意を通じ、被告人A 1においてB 3及びB 4に本件買付け等を指示し、同株券の終値を、同程度に、さらに被告人A 1、B 3及びB 4においては6900円程度に
10 維持することを企て、B 3及びB 4において、一連のものとしてS 9株の買付け等（本件買付け等）を行ったものと認められる。

これが、被告人A 1が、B 1、B 3及びB 4と共に謀の上、自然の需給関係によらずに人為的に相場を形成する意図のもと、当該有価証券の価格の下落を防ぐ目的（相場安定目的）で、同目的の発現として一連の有価証券売買等を行った場合に当
15 たることは明らかであり、また、被告人A 1らに安定操作罪の故意も認められる。

したがって、被告人A 1には、判示第9記載のとおり、安定操作罪が成立し、本件の共謀も認められる。

（2）被告人A 1の弁護人の主張等

ア 被告人A 1の弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS 9株の値動きや同株の注文状況等を踏まえるなどして、本件買付け等のザラ場での買い注文及び引指注文は、いずれも、通常の買い注文の効果を生ずるものに過ぎず、それ
25

を超えてS 9株の株価を一定の範囲から逸脱しないようにするのに相応しいものではなく、被告人A 1 らの引指注文以外の買い注文等も終値の形成に大きく影響を与えているなどと主張し、被告人らの行為は安定操作罪の実行行為に該当しない旨主張する。

5 しかしながら、既に認定したように、被告人A 1 らは、相場安定目的で、同目的の発現として本件買付け等を行ったものと認められるのであり、このことに、前述のような本件買付け等の総額や本件買付け等が出来高に占める割合のほか、本件買付け等がなかったと仮定した場合の終値（なかりせば価格）は6840円であり、少なくとも本件買付け等がS 9株の株価を下落させるようなものではなかったと認められることなどを併せ考慮すれば、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められることは明らかである。
10

弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS 9株の値動きや同株の注文状況等を踏まえ、また、証人W 1 1 の証言の信用性、証明力等を論難し、本件買付け等は安定操作罪の実行行為に該当しないなどと主張するが、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められるのは前述のとおりであり、第4の2(2)アにおいてS 1株について述べたのと同様、弁護人の主張は、安定操作罪についてのその見解を前提とするものといえ、理由がない。
15

イ 被告人A 1 の弁護人は、被告人A 1 らは、本件買付け等のうち、ザラ場において発注した買い注文については、専ら利益獲得目的で行ったものであり、また、引け執行条件付きの買い注文についても、利益を獲得することを大前提として買い注文を出していたのである、同注文の結果、終値の下落が緩和されればよいという抽象的な期待はあったものの、被告人A 1 らに相場を一定の範囲から逸脱しないようにする意図を認めることはできない旨主張するなどし、被告人A 1 はこれに沿う供述をする。
20

25 しかしながら、証人B 4 の証言から認められる上記事実、上記1(4)及び(8)記載の会話やメッセージや電子メールにおける被告人A 1 の発言や記載の内容等、特に、

上記1(4)記載のB1とやりとりしたLINEのメッセージ等において、「S9支え始めます」「5%は、やり過ぎ」「この株数で」と記載し、翌23日のD2本部の朝会において、「でも、支えなから8バー行ってますよ。」「あのブロックオファーの3割、うち買いました。最後。それくらい結構がつり支えてるんで。」などと発言⁵していることは、被告人A1の弁護人の主張や被告人A1の供述と明らかに整合しない。

被告人A1の弁護人は、本件買付け等のうち、ザラ場において発注した買い注文については、専ら利益獲得目的で行ったものである旨主張するなどするが、前述のように、被告人A1らは、相場安定目的で、同目的の発現として、一連の有価証券売買等として本件買付け等を行ったものと認められ、加えて第4の2(2)イにおいてS1株について述べ、第5の2(2)イにおいてS2株について述べた点も踏まえると、仮に本件買付け等に利益獲得も考慮してなされたものが含まれていたとしても、このことは安定操作罪が成立する妨げとはならない。

ウ 被告人A1の弁護人は、被告人A1らが、S9株の終値等について6900円程度に維持しようとしていたとは認められない旨主張する。

しかしながら、本件ブロックオファー取引実施日のS9株の終値は6900円であって、前述のとおり信用できるB4の証言によれば、被告人A1は、6900円という終値について、大引け後に、不平不満を述べる様子はなかったと認められることに加え、前述のとおり、被告人A1は、上記1(4)記載のB1とやりとりしたLINEのメッセージ等において「5%は、やり過ぎ」などと発言しているほか、本件買付け等の内容や第11まで詳述したブロックオファー取引において前日終値比5%安程度を維持しようとすることが少なくなく、S9株の前日終値比から5%を引いた額は6954円であることなどからすれば、被告人A1及びB3は、S9株の終値を6900円程度に維持することを意図していたと認められる。

エ その他の被告人A1の弁護人の主張や被告人A1の供述内容を、十分に考慮、検討しても、上記(1)記載の認定は揺らがない。

第13 判示第10の事実について

1 前提となる事実関係等

関係証拠によれば、以下の事実が認められる。

(1) U9 株式会社は、かねてから同社が保有する S10 株式会社が発行した株券
5 (以下「S10株」という。)につき、A証券が提供する個人投資家向けの売却手法
を利用して、複数回に分けて売却することを検討していたところ、A証券は、U9
との間で、同社が保有する S10 株 140 万 9900 株のうち 35 万株につき、ワ
ンデイオファー取引を実施する旨の契約を締結した。

令和2年10月5日、A証券は、S10株 35 万株につき、ワンデイオファー取
10 引を実施したが、約 20 万株が売れ残った。売れ残った S10 株は全て D7 課が引
き取り、市場で売却したが、約 6500 万円の損失が生じた。A証券は、U9 の担
当者から、力不足であり今後の信用問題に関わるなどと強く苦情を言われるなどし
た。

(2) ワンデイオファー取引の結果を踏まえ、A証券は、U9との間で、同社が保
15 有する S10 株の残りの 105 万 9900 株のうち、35 万 4900 株について、
ブロックオファー取引を実施する旨合意し、令和3年1月21日、同取引は実施さ
れた。

(3) 同日、前場から S10 株の株価は大幅に下落したが、被告人 A2 及び被告人
A1 は、被告人 A5 らが参加する D2 本部と D3 本部の会議において、同日午後 0
20 時 28 分 45 秒頃から同日午後 0 時 29 分 59 秒頃までの間に甲 376 号証添付の
別紙 76 記載の発言をした。

同会議後も、S10 株の株価は下落傾向が続いていたところ、被告人 A1 及び被
告人 A2 は、同日午後 2 時 16 分頃から同日午後 2 時 38 分頃の間に同号証添付の
別紙 77 記載の各電子メールを送受信した。

(4) その後、被告人 A1 及び被告人 A2 は、被告人 A3 及び被告人 A5 も宛先に
25 含めて、同年 2 月 9 日午後 5 時 9 分頃から同日午後 5 時 37 分頃の間に同号証添付

の別紙8 2記載の各電子メールを送受信した。

(5) その後、A証券は、U9との間で、同社が保有するS10株のうち残りの70万5000株につき、ブロックオファー取引を実施する旨合意した（以下第13において「本件ブロックオファー取引」という。）。

5 (6) 本件ブロックオファー取引実施日である同年4月8日、S10株は、立会開始と同時に売り特別気配が表示・更新された上、前日終値（7030円）比約4.97%安の6680円で寄り付いた。

10 (7) 被告人A1、B3及びB4は、同日午前9時10分59秒頃から同日午前9時11分36秒頃の間に同号証添付の別紙8 5の別紙1記載の会話を、同日午前9時17分48秒頃から同日午前9時18分27秒頃の間に同別紙8 5の別紙2記載の会話をした。

(8) 被告人A1及び被告人A2は、被告人A3及び被告人A5も宛先に含めて、同日午前9時23分頃及び同日午前9時37分頃に同号証添付の別紙8 4の各電子メールを送受信した。

15 (9) 同日午後2時55分頃、S10株の株価は、同日の最安値である前日終値比約6.11%安の6600円を記録した。

B4は、同日午後2時57分頃から同日午後3時頃までの間、819口座を用いて、別表1の10及び別表2の10記載のとおり、S10株の買付け等を行った（以下第13において「本件買付け等」という。）。

20 (10) 被告人A1、B3、B4及びB1は、同日午後2時56分40秒頃から同日午後3時0分28秒頃までの間に同号証添付の別紙8 7記載の会話をした。

本件買付け等が行われている間、S10株の株価は、6610円から6640円の間で推移したが、終値は、前日終値比約5.83%安の6620円であった。

25 (11) A証券は、同日の大引け後に本件ブロックオファー取引を実施し、U9から、S10株70万5000株を44億7108万1800円で買い付け、これをリテール顧客に対して、合計46億4329万9114円で売却し、合計1億7221

万7314円の収益を得た。

(12) 本件買付け等により買い付けたS10株は、合計4万200株で、その総額は合計2億6612万4000円であり、本件買付け等の買い注文開始から大引けまでの時間内における出来高に本件買付け等による買付け株数が占める割合は約13.13%、大引け時における出来高に本件買付け等のうち大引け時における買付け株数が占める割合は約15.81%であった（甲第379号証）。また、本件買付け等でA証券が買い付けたS10株は、後日、合計2億6805万7800円で売却された。

(13) 被告人A1及び被告人A2は、被告人A3及び被告人A5も宛先に含めて、同日午後3時25分頃及び同日午後3時53分頃に甲376号証添付の別紙89記載の各電子メールを送受信した。

(14) 本件ブロックオファー取引実施日翌日である同月9日、D2本部の朝会において、被告人A1、被告人A3及びB1は、同号証添付の別紙91記載の発言をした。

2 争点に対する判断

(1) 安定操作罪及び共謀の成否

ア まず、被告人A2と被告人A1との間の上記1(8)記載の各電子メールの送受信がなされるまでの経緯等についてみると、以下の事実が認められる。

被告人A2は、D1統括に就任後、被告人A1に対して、D4部における日々の収益等を報告するように求めていたところ、被告人A1は、S3株のブロックオファー取引実施日の大引け後、被告人A2らを宛先とする収益等を報告する電子メールに「本日のBOは、株が10%以上下がる場面もあり、ひやひやしましたがどうにか売り手はトレードしていただけました。引けは8.5%安。自己で3億7000万ほどロングのポジションを取っています。」などと記載し、これに対し、被告人A2は、「なるほど。タイミングが悪かったので大変だったですね。因みに銘柄は何？」と返信し、さらに被告人A1が「S3です。」「今電話良いですか？」などと

返信し（第6の1(7)。甲376号証添付の別紙25。）、その後、被告人A1及び被告人A2が通話をし、その際、被告人A1が「えっと、ワン、あの、ブロックオファーの話なんですけども、あのこれ多分、あのリテールの客が、あのー、他のネット証券とか使って売りたたい…叩いてるんですよ。それで一気にちょっと下がりすぎたので、あのー、ちょっと問題になりかねなかつたので、あのちょっと最後、このー…」などと発言し、被告人A2はこれに重ねる形で「買い支えたのね。」と発言し、これに被告人A1は「買い支えたんですよ。」と発言して、被告人A2は「はいはいはいはい。」と発言し、さらに、被告人A1が「コントロール最後…毎回やつてるんですけど、ちょっと今回はひどかったので。」と発言したのに対し、被告人A2は「前からそういう話は何回か聞いたるもんな。」などと発言するなどしたことが認められる（第6の1(7)。同号証添付の別紙26。）。

以上の事実によれば、被告人A2は、遅くともS3株のブロックオファー取引実施日の時点で、被告人A1らによるブロックオファー取引実施日における同取引対象銘柄の自己勘定での買付け等が、同取引対象銘柄の株価の下落を防ぐ目的で行うものであることを十分に認識していたものと認められる。

加えて、被告人A1及び被告人A2は、令和2年8月25日に行われた部門別役員会議に出席し、その際、被告人A1は、ブロックオファー取引実施日に、取引対象銘柄の株価がひどく値下がりする傾向にあり、S3株とS4株については自己勘定で買付けを行ったことを報告し、株価の下落に何らかの対応をしなければ、ブロックオファー取引というビジネス自体が縮小してしまう可能性があるなどの懸念を述べるなどしたこと（第7の1(4)。同号証添付の別紙35の別紙1。）、被告人A1及び被告人A2は、同年11月11日に行われたD2本部の会議に出席しており、その際、被告人A1が、S5株の取引についての調査を契機として、ブロックオファー取引実施日に株価が下がることについて、SECが問題意識を持ち、ブロックオファー取引という手法自体が問題だと言い始めると、ビジネス全体に影響がある可能性があるなどとの懸念を述べるなどしたこと（第9の1(2)。同号証添付の別

紙48。)、被告人A2は、被告人A3とともに、同月20日に行われた社長報告会に出席し、その際、被告人A3が、ブロックオファー取引実施日における株価の下落問題について述べたのに続けて、「ワンディじゃないとですね、なんか当日、価格が大きく下がる傾向にあります、それまあちょっと、いろいろ分析はしているんですけど、まだ、えー、はっきりと原因は分かっておりません。」「お客様からすると、やっぱりちょっと不愉快な件なので、ここをしっかり議論していきたいと、いうことでございます。」などと発言したこと(第10の1(11)。同号証添付の別紙58。)、被告人A1は、S8のブロックオファー取引実施日の大引け後、被告人A2らを宛先とする収益等を報告する電子メール等に「本日のBO銘柄S8も5%近く下がったので、自己でBOの10%くらいを買いました。毎回ですが自己で支えないと、悲惨なことになりそうです。」「額的には5億強です。それほど大きなリスクではありません。」などと記載し、被告人A2は、これらに対して「了解です。ご報告有難う。」などと返信するとともに(第11の1(8)。同号証添付の別紙65。)、別途ブロックオファーの動きは本当によくないですねなどと記載した電子メールを送信するなどしたこと、被告人A1は、翌日に行われた被告人A2、被告人A3、被告人A5、B3らが出席していた会議において、「昨日のS8も含めて、かなりオファーを支えるという作業をあのー、D7課でやってもらいますんで」と発言したこと(第11の1(8)。同号証添付の別紙67の別紙2。)が認められる。

そして、上記1(2)記載のブロックオファー取引実施日であった令和3年1月21日において、被告人A2は、上記1(3)記載の同日の午前に行われたD2本部とD3本部の会議において、「ブロックオファーはなんか問題だなあ、おい。」「ブロックオファー、あれ、どうなったん。SESCの、審査は」などと発言するなどしたこと、また、同日の午後、同記載の各電子メールにおいて、被告人A1は、被告人A2に対して、「本日のBO銘柄、下がり過ぎなので自己で買いに行きます。」などと送信し、これに対して被告人A2は「こっちは何とかしないといけないです。」などと返信し、続けて被告人A1が「出来ることが、ほぼ無いのが現状です。ブロックト

レードも、オファーも当社がここ数年で強くなつたので起こつてることではあるんですけど。」と返信し、被告人A 2が「調子に乗つてゐる奴らは許せないです。」と返信すると、被告人A 1は「相手が個人投資家なので、手の打ちようがありません。」と返信し、これに対し、被告人A 2は「問題はレピュテーションリスクですね。」などと返信したこと、さらに同年2月9日に実施されたブロックオファー取引に関し、上記1(4)の各電子メールにおいて、被告人A 1が「本日のS 1 2のブロックオファーですが、醜い感じのマーケットクローズになりそうでしたので、15万株（本日のBOの20%弱。。。）買いました。」などと記載し、これに対し被告人A 2が「うなんですね。本当に会社全体のことを考えてやつてくれて有難いです。」と返信し、さらにこれに対し被告人A 1が「意外に、下がり過ぎたもの拾うと儲かったりします。」などと返信したことが認められる。

これらの事実によれば、被告人A 2は、遅くとも本件ブロックオファー取引実施日の時点で、ブロックオファー取引実施日における同取引対象銘柄の株価の下落が、SECや売手となり得る顧客から問題視されるなどして、今後の同取引の実施に影響を及ぼしかねないと認識し、相当程度強い問題意識を抱くとともに、被告人A 1による同取引実施日における同取引対象銘柄の自己勘定での買付け等が、同取引の実施に支障を来さないように、同取引対象銘柄の株価の下落を防ぐ目的で行うものであることを十分に認識しつつ、その対応を被告人A 1に一任していたものと認められる。

また、被告人A 1も、第10までで詳述したように、本件ブロックオファー取引実施日の時点で、ブロックオファー取引実施日における同取引対象銘柄の株価の下落が、SECや売手となり得る顧客から問題視されるなどして、今後の同取引の実施に影響を及ぼしかねないと認識し、相当程度強い問題意識を抱いていたと認められる（第10の2(1)ア参照）。

以上の事実を前提に、被告人A 2と被告人A 1との間の上記1(8)記載の各電子メールをみると、被告人A 1は、同日午前9時23分頃、被告人A 2、被告人A 3、

被告人A 5 を宛先として、「今日のブロックオファー銘柄（S 1 0） 5 %強下がって
いるので、後場これ以上下がるようなら出動します。」と記載した電子メールを送信
し、これに対して、被告人A 2 は、同日午前9時37分頃、「了解しました。」と返
信しており、その内容や文脈に加え、被告人A 2 及び被告人A 1 が前述のような認
5 識等を有しつつなされたものであることをも踏まえれば、被告人A 1 が、被告人A
2 に対し、本件ブロックオファー取引の対象銘柄である S 1 0 株の株価が下落して
いることから、後場において、これ以上株価が下落した場合には、これまで実施さ
れたブロックオファー取引の対象銘柄と同様に、同取引対象銘柄の株価の下落を防
ぐ目的で、自己勘定で S 1 0 株を買い付けるつもりである旨を伝え、これに対し、
10 被告人A 2 がそうした被告人A 1 の方針を了解し、その後の対応を被告人A 1 に一
任したものと認められる。

上記認定は、本件ブロックオファー取引実施日の大引け後に、上記 1 (13)記載の各
電子メールにおいて、被告人A 1 が、被告人A 2 、被告人A 3 及び被告人A 5 を宛
先として、「ブロックオファー銘柄 S 1 0 が大きく下がっていた上、大引けがつり
15 下がりそうだったので、引けのバランスがとれるように2億5千万ほど引けで買い
に行きました。きれいに無事に引けてます。」などと記載した電子メールを送信し、
これに対して被告人A 2 が「どうもありがとう。」などと返信していることとも整合
する。

イ また、関係証拠及び証人B 4 の証言によれば、B 4 及びB 3 は、S 1 0 株に
20 ついては、S 1 0 株の本件ブロックオファー取引実施日の前に行われたワンデイオ
ファー取引で売れ残った分をD 7 課の口座で引き取り、取引を行った際に大幅に損
失を生じさせていたこと（上記 1 (1)参照）などから、買支えをすることに乗り気で
はなかったが、同取引実施日、被告人A 1 は、B 3 及びB 4 に対し、もう既に買支
えをすることは確定していて、あとは幾らをどこでやるかというような、もう既に
25 全部決まっているような状況で、かなり前のめりに買支えの話を持ってきたこと、
被告人A 1 に、買支えに対して消極的な話をしたものの、結局1日の出来高分を最

大として買おうなどと発言してきたこと、こうした被告人A 1 の発言に基づき、いわゆる親注文を作ったが、注文を失念しており、D 6 課のB 1 らがB 4 らの席に近づいてくるのを見て思い出し、大引けの5分前くらいから慌てて買支えを始めるなどして、本件買付け等を行ったことが認められる。

5 以上の中に関する証人B 4 の証言は、具体的かつ合理的であり、その内容は、客観的証拠から認められる上記1(7)記載の被告人A 1 、B 3 及びB 4 の間の会話における発言内容、すなわち、被告人A 1 が「これ、どれくらいで支える？S 1 0。」などと発言したのに対し、B 4 が「僕ら話したのは、7ペーは少なくとも行く、7から8は行っちゃうと思うから、これ、出てくると。それ以上、上で買ったら、多分、やられちゃうなあって話して。」などと返答すると、被告人A 1 が「じゃあ、まあ、7から8…辺りで考えよう。」などと発言していることや、被告人A 1 が「S 1 0 さあ。」「午前中、下突っ込んだらどうする？結構弱いなあ。で、どうですか。」と発言し、これに対し、B 4 及びB 3 が買付け等に消極的な発言をしたにもかかわらず、それを遮るように、「いや、いや、いや、いや。これ、マックスどれぐらい行く？マックス、まあ、1日分だな。マックス。」などと発言していること等とよく整合するものであり、また、本件買付け等の具体的な内容も、証人B 4 の証言内容とよく合致しており、加えて、記憶がない点はその旨述べるなど供述態度も真摯であることも踏まえれば、十分に信用できる。

ウ 以上の事実関係に加え、B 1 が、上記1(10)記載の会話において、B 4 が本件買付け等を行っている最中に、B 4 及びB 3 の席の近くにおり、「5パーセントマイナス台に、おさめられないかな？」などと発言していることや、上記1(14)記載の本件ブロックオファー取引実施日翌日のD 2 本部の朝会において、本件買付け等について報告する被告人A 1 の発言に対して、B 1 が「ありがとうございます。」と述べていることも踏まえれば、被告人A 1 、被告人A 2 及びB 1 は、A証券の自己勘定で株を買い付けるなどすることにより、本件ブロックオファー取引実施日のS 1 0 株の終値を、前日の終値に比して大幅に下落することを回避し、同取引の実施に支

障を来さないとともに、ＳＥＳＣや売手となり得る顧客に問題視されるなどして、
今後のブロックオファー取引の実施にも支障を来さない程度に維持する旨意を通じ、
被告人A 1においてB 4に本件買付け等を指示し、同株券の終値を、同程度に、さ
らに被告人A 1、B 1及びB 4においては6 6 0 0円ないし6 6 4 0円程度に維持
することを企て、B 4において、一連のものとしてS 1 0株の買付け等（本件買付
け等）を行ったものと認められる。

これが、被告人A 1及び被告人A 2が、B 1及びB 4と共に謀の上、自然の需給関
係によらずに人為的に相場を形成する意図のもと、当該有価証券の価格の下落を防
ぐ目的（相場安定目的）で、同目的の発現として一連の有価証券売買等を行った場
合に当たることは明らかであり、また、被告人A 1、被告人A 2らに安定操作罪の
故意も認められる。

したがって、被告人A 1及び被告人A 2には、判示第10記載のとおり、安定操
作罪が成立し、本件の共謀も認められる。

（2）被告人A 1及び被告人A 2の各弁護人の主張等

ア 被告人A 1及び被告人A 2の各弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日
におけるS 1 0株の値動きや同株の注文状況等を踏まえるなどして、本件買付け等
の引指注文は、いずれも、通常の買い注文の効果を生ずるものに過ぎず、それを超
えてS 1 0株の株価を一定の範囲から逸脱しないようにするのに相応しいものでは
なく、被告人A 1らの引指注文以外の買い注文等も終値の形成に大きく影響を与え
ているなどと主張し、被告人らの行為は安定操作罪の実行行為に該当しない旨主張
する。

しかしながら、既に認定したように、被告人A 1及び被告人A 2らは、相場安定
目的で、同目的の発現として本件買付け等を行ったものと認められるのであり、こ
のことにして、前述のような本件買付け等の総額や本件買付け等が出来高に占める割合
のほか、本件買付け等がなかったと仮定した場合の終値（なかりせば価格）は6 5
9 0円であり、少なくとも本件買付け等がS 1 0株の株価を下落させるようなもの

ではなかったと認められることなどを併せ考慮すれば、本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められることは明らかである。

被告人A 1 及び被告人A 2 の各弁護人は、本件ブロックオファー取引実施日におけるS 1 0 株の値動きや同株の注文状況等を踏まえ、また、証人W 1 1 の証言の信
5 用性、証明力等を論難し、また仮に証人W 1 1 の整理に従ったとしても、本件買付
け等は現にある相場を一定の範囲から逸脱しないようにするに相応しい取引とは認
められず、本件買付け等は安定操作罪の実行行為に該当しないなどと主張するが、
本件買付け等が安定操作罪の実行行為と認められるのは前述のとおりであり、第4
の2(2)アにおいてS 1 株について述べたのと同様、弁護人らの主張は、安定操作罪
10 についてのその見解を前提とするものといえ、理由がない。

イ 被告人A 1 の弁護人は、被告人A 1 らは、本件買付け等によって、副次的に
引けでの大幅な株価の下落を回避できればよいと考えていたことは事実であるが、
第一義的には、利益獲得目的で本件買付け等を行ったのであり、被告人A 1 らに相
場を一定の範囲から逸脱しないようにする意図を認めることはできない旨を主張す
15 るなどし、被告人A 1 はこれに沿う供述をする（被告人A 2 の弁護人も、本件買付
け等は現にある相場を一定の範囲から逸脱しないようにするという意図を有してい
なかつた旨を主張するなどする。）。

しかしながら、被告人A 1 は、前述のとおり、上記1(7)記載のB 3 及びB 4との
間の会話において、「これ、どれくらいで支える？S 1 0。」などと発言している
ところ、これがS 1 0 株の終値の下落を防ぐことを意図して本件買付け等に及ぶ旨
の発言であることは明らかである。加えて、B 4 は、上記1(10)記載の会話において、
「6 6 0 0 から、とりあえず、下には落ちないようにします。とりあえずは。」な
どと発言し、また、B 1 は「5パーセントマイナス台に、おさめられないかな？」
などと発言しており、これらの発言に被告人A 1 は異議を唱えておらず、被告人A
25 1 自身も「入れといて、あの変わんないよう。」などと発言しており、さらに、
上記1(13)記載の電子メールに「ブロックオファー銘柄S 1 0 が大きく下がっていた

上、大引けがつり下がりそうだったので、引けのバランスがとれるように2億5千万ほど引けで買いに行きました。」などと記載するなどしているところ、これらの言動は、被告人A1の弁護人の主張や被告人A1の供述と明らかに整合しない。

被告人A1の弁護人は、本件買付け等は、利益獲得目的で行ったものである旨主張するなどするが、前述のように、被告人A1らは、相場安定目的で、同目的の発現として、一連の有価証券売買等として本件買付け等を行ったものと認められ、加えて第4の2(2)イにおいてS1株について述べ、第5の2(2)イにおいてS2株について述べた点も踏まえると、仮に本件買付け等に利益獲得も考慮してなされたものが含まれていたとしても、このことは安定操作罪が成立する妨げとはならない。

以上によれば、被告人A1の供述は信用することはできず、被告人A1の弁護人の主張にも理由はない（また同様の理由により被告人A2の弁護人の主張にも理由はない。）。

ウ 被告人A1の弁護人は、被告人A1らが、S10株の終値等について6600円程度に維持しようとしていたとは認められない旨主張する。

この点、被告人A1は、上記1(8)記載の電子メールに「今日のブロックオファー銘柄（S10）5%強下がっているので、後場これ以上下がるようなら出動します。」などと記載している上、上記1(10)記載の会話において、B4が「6600から、とりあえず、下には落ちないようにします。とりあえずは。」などと発言し、B1が「5パーセントマイナス台に、おさめられないかな？」などと発言しており、S10株の前日終値から6%を引いた価格は6608.2円であることが認められる。

また、上記1(10)記載の会話において、上記のB4やB1の発言の後、B3が「40円ぐらいまで行きたいな。」「40円でいいわ」「引けで40円持ってんだよ。」「40円で引ければ。全然問題ない。」などと発言していることや、大引け後に、6620円という終値に対して、B3が「うわーだめだ。うわ、20円。売られた。」などと発言し、被告人A1が「20円で買ったの？」と尋ね、これにB3が

「20円で4万。」と返答し、これに対して、被告人A1が「しょうがない。」などと発言していることも認められる。

以上の事情に加え、本件買付け等の内容も考慮すれば、被告人A1、B1及びB4は、S10株の終値を6600円ないし6640円程度に維持することを意図していたと認められる。
5

エ 被告人A2の弁護人は、被告人A2の供述に沿い、被告人A2は、D4部及びD7課が行う個々の自己勘定取引等はD4部部長であった被告人A1さんに任せていたものであり、当然被告人A1さんの監督・指導の下、適法な株取引が行われるものと信頼しており、S10株を含むブロックオファー取引対象銘柄の株の買付けについて適法性に疑義があるとの認識すら抱く機会はなく、また、被告人A2と被告人A1の間の電子メール等によるやりとりは、「現にある相場を一定の範囲から逸脱しないようにするに相応しい」取引を行うとの認識を共有するものとは到底言えず、さらに、被告人A2は、人為的な株価操作と理解していたならば到底得ない行動を取っていることなどからすると、被告人A2と被告人A1さんとの間に安定操作罪の共謀は認められず、また、安定操作目的や安定操作罪の故意がなく、そもそも違法性の意識の可能性すらなく、故意又は責任が認められない旨主張する。
10
15

しかしながら、前述のように、被告人A2は、遅くとも本件ブロックオファー取引実施日の時点で、ブロックオファー取引実施日における同取引対象銘柄の株価の下落が、SECや売手となり得る顧客から問題視されるなどして、今後の同取引の実施に影響を及ぼしかねないと認識し、相当程度強い問題意識を抱くとともに、被告人A1さんによる同取引実施日における同取引対象銘柄の自己勘定での買付け等が、同取引の実施に支障を来さないように、同取引対象銘柄の株価の下落を防ぐ目的で行うものであることを十分に認識しつつ、その対応を被告人A1さんに一任していたものと認められるのであって、これを前提に、被告人A2と被告人A1との間の上記1(8)記載の各電子メールをみれば、被告人A1が、被告人A2に対し、本件ブロックオファー取引の対象銘柄であるS10株の株価が下落していることから、
20
25

後場において、これ以上株価が下落した場合には、これまで実施されたブロックオフラー取引の対象銘柄と同様に、自己勘定で S 1 0 株を買い付けるつもりである旨を伝え、これに対し、被告人 A 2 がそうした被告人 A 1 の方針を了解し、その後の対応を被告人 A 1 に一任したものと認められるのであって、弁護人の主張は、同認定に反するものであるか、同認定を左右するものでないか、さらには、安定操作罪や故意・責任についてのその見解を前提とするものであって、いずれも理由がない。

オ その他の被告人 A 1 及び被告人 A 2 の各弁護人の主張や被告人 A 1 及び被告人 A 2 の各供述内容を、十分に考慮、検討しても、上記(1)記載の認定は揺らがない。

(法令の適用)

10 (略)

(量刑の理由)

1 事案の概要

本件は、A 証券の幹部であった被告人らが、同社の扱う商品であるブロックオフラー取引の円滑な実施等のため、共謀の上、同取引の対象銘柄であった株券について、違法な安定操作を行った事案であり、約 1 年 4 か月の間に 1 0 銘柄の株券について違法な安定操作が行われたが、そのうち、被告人 A 1 が 1 0 件、被告人 A 2 が 1 件、被告人 A 3 が 2 件、被告人 A 4 が 4 件、被告人 A 5 が 1 件に関与したものである。

2 各被告人に共通する犯情

20 本件各犯行の態様、各買付け等の規模、各被告人が各犯行に及ぶに至った経緯、目的等は、罪となるべき事実及び補足説明において詳述したとおりであるが、その手口は高度かつ専門的な知識・経験を悪用した巧妙で悪質なものであり、また、各犯行期間中における出来高に対する被告人 A 1 らによる各買付けが占める割合はいずれも相当な割合に及び、自然の需給関係によって形成されるべき相場に相応の影響を与えるものであって、我が国の証券市場への信頼を害するものである。

また、被告人らは、A 証券が扱うブロックオフラー取引が内包する問題を認識し

ながらも、それぞれの立場でとり得る適法かつ適正な対応を十分にとることなく、同取引の売手との関係性を維持したり、同取引により得られる収益を確保したり、同取引が問題を内包する商品であることを糊塗するため、極めて安易に違法な安定操作に関与している。この点、証券会社は、証券市場の仲介者として、金融商品等の取引等が公正かつ円滑に行われるとともに、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、ひいては、国民経済の健全な発展及び投資者の保護を実現するのに重要な役割を果たすことが求められており、被告人らは、その幹部として、証券会社に与えられた役割を十分に理解し、その具体的実践に寄与すべき立場にあったにもかかわらず、違法な安定操作に関与したというのであって、厳しい非難に値し、その犯情は悪質というほかない。

3 被告人A 1について

被告人A 1は、A証券の自己勘定での取引等を所管する部署であるD 4部部長として、本件各犯行のいずれにも関与したものである。

被告人A 1は、多くの犯行において、A証券の扱うブロックオファー取引が内包する問題につき、違法な安定操作によってこれに対処することを自ら積極的に提案しているほか、部下であるB 3やB 4に対し、時に、自ら、自身が有する株取引に関する高度かつ専門的な知識・経験を悪用し、具体的な数量や価格等を示した上で、株券の買付け等を指示するなどしており、被告人A 1は本件各犯行においていずれも中心的な役割を果たしたといえる。

以上によれば、被告人A 1の責任は非常に重く、わずか約1年4か月の間に、10件にも及ぶ違法な安定操作に繰り返し及んだという点も踏まえると、被告人A 1を実刑に処することも十分に考えられる。

しかしながら他方、A証券において被告人A 1より上位の立場にある、被告人A 2、被告人A 3、被告人A 5のほか、A証券においてブロックオファー取引に関与していた者らは、A証券が扱うブロックオファー取引が内包する問題を認識し、また、様々な会議、協議等において、被告人A 1らが、同問題に対処するためにブロ

ックオファー取引の対象銘柄をその株価の下落を防ぐ目的で買付け等していることが、たびたび話題となっていたにもかかわらず、それぞれの立場でとり得る適法かつ適正な対応を十分にとることなく、被告人A1にその問題に対処をする役割を負わせていたばかりか、被告人A2らは、被告人A1がブロックオファー取引の対象銘柄をその株価の下落を防ぐために買付け等していることにつき、A証券全体のことを考えたものとして高く評価すらしていたのである。

これらの点によれば、このような遵法精神やコンプライアンス意識が欠如、弛緩したA証券内の風土やこれを許容する組織体制そのものが、被告人A1らが多数回の違法な安定操作に及ぶことを許容され、求められるに至った重要な誘因となった
10 というほかない。

そうすると、被告人A1がA証券内での自身に対する評価等を得ようとして、多くの犯行で自ら積極的に違法な安定操作に及んだ面があることを考慮しても、被告人A1を実刑に処することによって本件各犯行の責任の重さを明らかにすることは、A証券内において通常の業務が行われる中で本件各犯行が引き起こされ、繰り返さ
15 れるに至った要因や背景的事情を見誤るものといえる。

以上の諸点を考慮すれば、被告人A1に対しては、主文のとおり、その刑の執行を猶予するのが相当であると判断した。

4 被告人A2について

被告人A2は、D2本部等を所管するD1統括として、判示第10の犯行に関与
20 したものである。

被告人A2は、被告人A1の直属の上司である被告人A3及び被告人A5よりも
さらに上位の立場にあり、本来、被告人A1らがブロックオファー取引の対象銘柄
をその株価の下落を防ぐために買付け等を行っていることを知った際には、その問
題点を指摘して制止すべきはもちろん、その原因となったブロックオファー取引が
25 内包する問題を、他部署とも協議するなどして解消し、本件のような事態が生じな
いように対処すべき立場にあったといえる。

それにもかかわらず、被告人A 2は、遅くとも判示第10の犯行の時点で、ブロックオファー取引実施日において同取引対象銘柄の株価が下落する傾向にあることが問題視されることに相当程度強い問題意識を抱くとともに、被告人A 1らによる同取引実施日における同取引対象銘柄の自己勘定での買付け等が同取引対象銘柄の株価の下落を防ぐ目的で行うものであることを十分に認識しつつ、その対応を被告人A 1に一任していたと認められるばかりか、前述のとおり被告人A 1による同取引対象銘柄の買付け等をA証券全体のことを考えたものとして高く評価すらしていたものであって、被告人A 1らが違法な安定操作を行う意思決定に重大な影響を与えていた。

以上の諸点に加え、本件が引き起こされるに至った要因や背景的事情を踏まえ、被告人A 2がA証券内において与えられた職責の重さ等を考えると、その責任は判示第10の犯行に関与した共犯者らの中で最も重いと認められる。

しかしながら他方、被告人A 2が関与したのは1件であることなどを踏まえ、被告人A 2を主文の刑に処するのが相当であると判断した。

5 被告人A 3について

被告人A 3は、D 4部及びD 5部を所管するD 2本部本部長として、判示第4及び判示第7の犯行に関与したものである。

被告人A 3は、各犯行当時、D 4部及びD 5部を所管するD 2本部本部長として、被告人A 1、被告人A 4、被告人A 5の上司の立場にあり、D 2本部内において業務上の意思決定を行う最高責任者として、本来、被告人A 1らによるブロックオファー取引対象銘柄の買付け等について、その問題性を指摘して制止すべき立場にあったといえる。

それにもかかわらず、被告人A 3は、判示第4の犯行において、被告人A 1によるブロックオファー取引実施日における同取引対象銘柄の自己勘定での買付け等が、同取引の実施に支障を来さないように、同取引対象銘柄の株価の下落を防ぐ目的で行うものであることを十分に認識しつつ、被告人A 1による買付け等を当然の

こととして受け入れて容認し、さらに、判示第7の犯行においては、さらに同取引実施日において同取引対象銘柄の株価が下落する傾向にあることが問題視されると相当程度強い問題意識を抱き、自ら積極的に、被告人A1に対して、同取引対象銘柄の株価の下落について懸念を示すなどし、これに対し被告人A1が示した方針に納得して、その後の対応を被告人A1に一任しており、被告人A1らが違法な安定操作を行う意思決定に重大な影響を与えていた。

以上の諸点に加え、各犯行が引き起こされるに至った要因や背景的事情を踏まえ、被告人A3がA証券内において与えられたその職責の重さ等を考えると、その責任は判示第4及び判示第7の各犯行に関与した共犯者らの中で最も重いと認められる。

しかしながら他方、被告人A3が関与したのは2件であることなどを踏まえ、被告人A3を主文の刑に処するのが相当であると判断した。

6 被告人A4について

被告人A4は、ブロックオファー取引を所管する部署の責任者であるD5部部長として、判示第1ないし判示第4の各犯行に関与したものである。

被告人A4は、判示第1の犯行においては、S1株の株価の下落が売手との関係で問題となる可能性を懸念する中で、被告人A1の提案を受け入れて犯行に関与し、その後も、ブロックオファー取引の内包する問題を十分に認識しつつ、これに対する有効な手立てを講じることもなく、同取引の実施に支障を来さないようにするために、さらに判示第2ないし判示第4の各犯行を重ねたものと認められ、厳しい非難は免れない。

以上によれば、被告人A4の責任は重い。

しかしながら他方、被告人A4が関与したのは4件であることや、各犯行が引き起こされるに至った要因や背景的事情を踏まえると、被告人A4の責任を過度に重く評価することは相当とはいえない、被告人A4を主文の刑に処するのが相当であると判断した。

7 被告人A5について

被告人A 5は、D 2本部副本部長として、判示第4の犯行に関与したものである。被告人A 5は、被告人A 1の前任のD 4部部長として、ブロックオファー取引に関する知識を十分に有しており、被告人A 1から買付け等を行う旨報告を受けた際には、その問題点を認識し、これを制止すべき立場にあったにも関わらず、安易に買付け等に賛同しており、その責任は相応に重い。
5

しかしながら他方、被告人A 5が関与したのは1件であることや、同じ立場で判示第1の犯行に関与した分離前の相被告人の刑との均衡なども踏まえると、被告人A 5を主文の刑に処するのが相当であると判断した。

8 結語

10 以上のように、本件は、A証券の幹部であった被告人らが、A証券内において通常の業務を行う中で、違法な安定操作に関与したというものであり、証券市場の仲介者として金融商品等の公正な取引の実現や投資者の保護に重要な役割を果たすべき証券会社に対する信頼を著しく害したことはもちろん、我が国の証券市場に対する信頼をも大きく傷つけたものといえる。

15 ただし、既に述べたような、本件各犯行が引き起こされ、繰り返される至った要因や背景的事情を踏まえれば、被告人らに対しては、関与した犯行の件数や各犯行において果たした役割に加え、それぞれがA証券内において与えられた職責の重さ等を考慮して、主文の各刑を量定した上で、いずれもその刑の執行を猶予するのが相当であると判断した。

20 (求刑－被告人A 1につき懲役4年、被告人A 2につき懲役2年6月、被告人A 3につき懲役2年6月、被告人A 4につき懲役2年、被告人A 5につき懲役2年)

令和7年7月28日

東京地方裁判所刑事第11部

裁判官 小坂茂之

5

裁判官 林信吾

(別 表 1)

1 S 1 株

金融商品取引業者	買付けの申込み状況	
	合計株数 (株)	指値 (円)
A証券	320,000	5,050～5,200

2 S 2 株

金融商品取引業者	買付けの申込み状況	
	合計株数 (株)	指値 (円)
A証券	158,400	2,575～2,600

3 S 3 株

金融商品取引業者	買付けの申込み状況	
	合計株数 (株)	指値 (円)
A証券	60,800	10,910～11,000

4 S 4 株

金融商品取引業者	買付けの申込み状況	
	合計株数 (株)	指値 (円)
A証券	98,500	1,956～1,965

5 S 5 株

金融商品取引業者	買付けの申込み状況	
	合計株数 (株)	指値 (円)
A証券	27,700	7,690～7,800

6 S 6 株

金融商品取引業者	買付けの申込み状況	
	合計株数 (株)	指値 (円)
A証券	500,000	1,425～1,440

7 S 7 株

金融商品取引業者	買付けの申込み状況	
	合計株数 (株)	指値 (円)
A証券	274, 000	469～476

8 S 8 株

金融商品取引業者	買付けの申込み状況	
	合計株数 (株)	指値 (円)
A証券	42, 000	11, 000～11, 300

9 S 9 株

金融商品取引業者	買付けの申込み状況	
	合計株数 (株)	指値 (円)
A証券	92, 100	6, 650～7, 000

10 S 10 株

金融商品取引業者	買付けの申込み状況	
	合計株数 (株)	指値 (円)
A証券	100, 000	6, 580～6, 640

(別 表 2)

1 S 1 株

金融商品取引業者	買付状況	
	合計株数 (株)	価格 (円)
A証券	314,800	5,050～5,070

2 S 2 株

金融商品取引業者	買付状況	
	合計株数 (株)	価格 (円)
A証券	65,800	2,590～2,600

3 S 3 株

金融商品取引業者	買付状況	
	合計株数 (株)	価格 (円)
A証券	37,700	10,920～11,000

4 S 4 株

金融商品取引業者	買付状況	
	合計株数 (株)	価格 (円)
A証券	71,300	1,956～1,964

5 S 5 株

金融商品取引業者	買付状況	
	合計株数 (株)	価格 (円)
A証券	13,300	7,750～7,800

6 S 6 株

金融商品取引業者	買付状況	
	合計株数 (株)	価格 (円)
A証券	500,000	1,424

7 S 7 株

金融商品取引業者	買付状況	
	合計株数 (株)	価格 (円)
A証券	168, 100	472～475

8 S 8 株

金融商品取引業者	買付状況	
	合計株数 (株)	価格 (円)
A証券	40, 000	11, 250～11, 300

9 S 9 株

金融商品取引業者	買付状況	
	合計株数 (株)	価格 (円)
A証券	71, 000	6, 850～7, 000

10 S 10 株

金融商品取引業者	買付状況	
	合計株数 (株)	価格 (円)
A証券	40, 200	6, 620