



レポート

No.1739

2023年 8 月

日本証券業協会員の業態分析について

二上季代司（1）

クレディ・スイスの A T 1 債をめぐって

～ベイルイン再考～

伊豆 久（12）

コロケーション・スキャンダル

～インドにおける取引所運営の汚点～

吉川 真裕（25）

日本証券業協会員の業態分析について

二上季代司

直近の日本証券業協会員は二六九社（七月末）を数えるが、有価証券関連業の登録を行えば加入資格が得られるため、様々な業態の業者が混在している。この傾向は、証券業が登録制に移行し、兼業規制が撤廃された一九八八年以降に始まり、二〇〇〇年代中ごろから、徐々に顕著になっていった。これと並行して様々な業態の外資系業者も参入している。

この結果、証券業プロパーの業者自身の業務収入が多様化していると同時に投資運用業者や商品先物業者など他業態の業者も併存するようになった。このため、日本証券業協会（以下、『協会』と略）が年二回発表している「会員の決算概況」をみても、わが国証券業界の業務展開は把握しにくくなっている。

その理由の一つは、従来の「有価証券関連業の統一経理基準」の項目では計上しにくい業務収入が増えてきたことである。第二に、クロスボーダーの取引が増えており、その多くが外資系業者によって担われるようになったことである。外資系業者のクロスボーダー取引の多くは、そのブッキングの管理を海外の親会社等が行っている。このため、収益は在日拠点に直接は帰属せず、親会社等から貢献度に応じた収益分配金として回送され、それを計上するからである。

こうした二つの理由で委託、引受、募集のどの手数料にも計上しにくい収入が「その他手数料」として経理処理されるようになった。こうした傾向は、二〇〇〇年代中ごろから続いている。

筆者は、日本証券業協会の依頼を受けて、二〇〇六年三月期から二〇一六年度までの一〇年間の財務データを利用して、協会員の業態分析を行う機会を得た。⁽¹⁾ この分析は、個々の協会員の財務データを使って行ったもので、『単体ベース』という制約はあったが、むしろそれだからこそ業態別に類型化することができた。類型ごとに業務特性の特徴を確認し、どの業務特性を持つ類型が伸長（あるいは後退）しているのか、それを理解することを通じて、わが国証券業界の業務展開の方向性を把握できると期待したからである。この分析の公表から、すでに五年が経過した。

この間、全社のディスクロージャー誌（「業務および財産の状況に関する説明書」）がインターネット上に公開されるようになった。また三年前から、外資系や異業態の進出によってウェイトを高める一方だった「その他手数料」の内訳も開示されるようになった。開示資料だけで同様の分析を行うことが可能になったのである。そこで、以下では、直近のディスクロージャー誌（二〇二二年度版）⁽²⁾を利用して、同様の分析を行ってみた。

1 協会『会員の決算概況』

まず、『協会』が公表している決算概況から直近の収入状況をみよう。最大の収益項目である「その他手数料」の細目が公表されるのは二〇二〇年度からなので、その年を含めた三年間をみたものが図表1である。

この三年間は、コロナ感染下にあつて経済活動に制約のあつた時期であり、各国とも大規模な財政出動によるカネ余りのおかげで活況だった二〇二〇年度を過ぎると、純業務収益は減少していった。そのなかで「その他手数料」だけは増え続け、純業務収益に占めるウェイトも前年度の二〇二二年度は四二％に達している。その商品別の細目をみると、株式、債券、受益証券（投信）に係るもの以外の「その他」に係る「その他手数料」の伸び

が著しいことがわかる。そこで、その細目を見たものが図表2である。

これを見ると、「国際取引に関する日本法人などへの収益分配金等」が最も多く、約1／3を占める。次いでM&A関係収益、投資信託の委託者報酬、ラップ関係収益が各一／一二％で合わせて約1／3を占める。ラップ関係収益や保険関係収益などはまだウェイトが小さいものの、その伸長は著しく、高齢者をはじめリテール向けの収益源として期待が持てよう。

こうしてみると、わが国証券業界の収益源泉が変化しているらしいことは窺えるが、これは協会員二六〇余社の合算である。具体的に、どの業者の、いかなる業務展開の結果であるか、これ以上の詳しいことはわからない。

そこで、合算された決算数値をもう一度、各社の決算数値に戻し、各社を類型化したうえで、各類型の決算数値にまとめなおすことにした。この作業を

図表1 協会員の収入構成

(単位：億円)

	2020年度		2021年度		2022年度	
会 社 数	262社	構成比	264社	構成比	267社	構成比
受入手数料	23,193	62.2%	23,544	65.5%	22,861	65.4%
委託手数料	6,611	17.7%	5,807	16.2%	5,135	14.7%
引受け・売出し手数料	1,653	4.4%	1,818	5.1%	1,215	3.5%
募集・売出しの取扱手数料	2,699	7.2%	2,550	7.1%	1,654	4.7%
その他の受入手数料	12,228	32.8%	13,360	37.2%	14,855	42.5%
(内訳) 株式	1,064	2.9%	1,439	4.0%	1,379	3.9%
債券	1,437	3.9%	828	2.3%	1,414	4.0%
受益証券	2,400	6.4%	3,119	8.7%	3,201	9.2%
その他	7,327	19.7%	7,973	22.2%	8,859	25.4%
トレーディング損益	10,715	28.7%	8,678	24.1%	8,627	24.7%
金融収益	6,924	18.6%	6,205	17.3%	10,078	28.9%
金融費用	3,872	10.4%	2,635	7.3%	6,995	20.0%
純営業収益	37,276	100.0%	35,934	100.0%	34,930	100.0%
販売費・一般管理費	29,618	79.5%	29,223	81.3%	30,270	86.7%

- (注) 1. 廃業者を除く
2. 決算数値の集計に当たっては、当該年4月1日から翌年3月31日までの間に決算日を迎える会社を対象としている。
- (出所) 日本証券業協会「会員の決算概況」(一部簡略化)

通じて何がみえてくるだろうか。以下は、その検討結果である。

2 類型化の区分

前掲の委託調査でも採用した方法であるが、協会の類型化は、
(1) 株主構成と (2) 業務特性を基準において区分している。

株主構成としては独立系（株式公開企業）、銀行系、外資系、オーナー系、その他系列会社に分けている。このうち独立系については大手とその他（上場証券⁽³⁾）に分けている。

業務特性としては、伝統的な証券業プロパー、ネット証券（スマホ証券を含む）、投資運用業（およびファンド組成・販売）、FX業（外為証拠金取引業）、PTS（債券PTSやダークプールを含む）、そのほか（店頭デリバティブ、未公開株、クラウドファンディング、証券代行等）にわけている。類型化基準は、「業務特性」を優先し、伝統的証券業プロパーについて「株主基準」により類型化している。以上の基準に基づいて二六四社（二〇二二年度）を類型化すると、図表3のようになる。

外資系業者は、株主属性からみた場合は七四社を数える。『協会』の定義する「外国法人」は、外国の根拠法に基づいて設立された業

図表2 「その他」にかかる「その他手数料」の内訳

（単位：億円）

	2020年度		2021年度		2022年度	
	7,327	100.0%	7,973	100.0%	8,859	100.0%
国際取引に関する日本法人等への収益分配金等	2,916	39.8%	2,689	33.7%	3,061	34.6%
M&A関係収益	927	12.6%	981	12.3%	1,051	11.9%
投資信託の委託者報酬	811	11.1%	1,011	12.7%	987	11.1%
ラップ関係収益	807	11.0%	997	12.5%	1,103	12.4%
投資一任契約の運用受託報酬	461	6.3%	537	6.7%	522	5.9%
アドバイザー／コンサルティング手数料	292	4.0%	288	3.6%	368	4.2%
事務手数料	206	2.8%	231	2.9%	246	2.8%
保険関係収益	157	2.1%	190	2.4%	276	3.1%
小計	6,577	89.8%	6,923	86.8%	7,613	85.9%

図表1に同じ

者の在日支店である。しかし、ここではその定義は採っていない。先にも見たように、グローバルな取引の仲介が多くなっており、それに関与している業者の多くは海外の銀行や投資銀行、ファンド運用会社を親会社とする在日現地法人だからである。その稼得する「国際取引に関する日本法人等への収益分配金」は無視できないくらい多額に上っている。

そこで、この類型区分に基づいて、各業務収入の構成比率を外資系と日系とにわけてみたのが、図表4である。これによれば外資系の最大の収益源は「その他手数料」で純業務収益の八割超を占める。他方、日系も「その他手数料」の割合は高いが、トレーディング収益とりわけ債券や外為等の割合も高い。

他方、観点を变えて業務収益ごとの占有率をみれば、その他手数料の過半を外資系が占めるが、引受手数料や募集手数料のシェアは極めて低く委託手数料のシェアも一割強しかない。そこで、さらに詳しく検討を進めるため、各業務収益の類型別シェアをみたのが図表5である。

図表3 協会員（2021年度）の『類型』

	社数
大手・ホールセール系	49
独立系	2
メガバンク系	3
その他銀行系	3
外資系プロパー	41
リテール	129
上場証券	14
地銀系	27
中小証券	69
ネット（外資系、スマホ含む）	19
非伝統的証券業	86
日系投資運用・ファンド販売	18
外資系投資運用・ファンド販売	21
FX（外資系含む）	23
PTS（ダーク含む、外資系含む）	9
そのほか	15
合計	264

- (注) 1. 「外資系」は株主属性による。『協会』の外国証券の定義とは異なる。
 2. 「投資運用・ファンド販売」とは主業が投資運用業あること、または業務実態としてファンドの販売に特化している業者をいう。
 3. 「そのほか」には「店頭デリバティブ」(4社)、「クラウドファンディング」「未公開株」(5社)、証券代行等(6社)である。
 4. 外資系は74社である。

(出所) 筆者分類による

図表5によると、外資系の証券業者と投資運用業者等では独立系、メガバンク系の過半を占める。これに対して日系では独立系、メガバンク系の五社で三八%を占

3 投資運用業者の参入

図表4 各業務収益と構成比

	日系190社		外資系74社	
	(億円)	(構成比)	(億円)	(構成比)
委託手数料	5,153	18.7%	624	7.4%
引受手数料	1,749	6.4%	71	0.8%
募集手数料	2,492	9.1%	66	0.8%
その他手数料	6,609	24.0%	6,993	82.8%
トレーディング損益	10,158	36.9%	-1,557	-18.4%
うち (株式)	2,324	8.4%	-1,919	-22.7%
(債券)	4,673	17.0%	516	6.1%
(その他)	3,125	11.4%	711	8.4%
金融収支	1,252	4.5%	2,377	28.2%
純営業収益	27,524	100.0%	8,442	100.0%
販売費一般管理費	22,439	81.5%	6,280	74.4%

(注) 業者によっては「販売費一般管理費」に加えて「売上原価」とか「営業費用」の項目があるが、この表では、それを除外している。
(出所) 各社ディスクロージャー誌 (2021年度) より集計

図表5 受入手数料の類型別シェア (2021年度)

	委託手数料	引受手数料	募集手数料	その他手数料
大手・ホールセール系	55.1%	94.1%	71.7%	73.9%
独立系	30.1%	36.4%	25.7%	20.3%
メガバンク系	15.5%	53.4%	43.9%	17.6%
その他銀行系	0.0%	0.4%	0.1%	0.5%
外資系プロパー	9.4%	3.9%	2.0%	35.5%
リテール	40.2%	5.8%	26.7%	7.0%
上場証券	10.0%	3.5%	13.7%	2.8%
地銀系	2.9%	0.1%	8.4%	0.8%
中小証券	8.4%	0.0%	2.4%	0.6%
ネット (外資、スマホ含む)	18.9%	2.2%	2.1%	2.8%
非伝統的証券業	4.6%	0.1%	1.5%	18.9%
日系投資運用・ファンド販売	0.0%	0.0%	0.6%	1.4%
外資系投資運用・ファンド販売	0.1%	0.0%	0.3%	15.3%
FX (外資とも)	2.3%	0.1%	0.1%	0.6%
PTS (ダーク含む、外資とも)	1.0%	0.0%	0.0%	0.1%
その他	1.2%	0.0%	0.5%	1.5%

図表4に同じ

め、リテール業者も七％を占めている。日系の投資運用業者のシェアは高くないのである。

【一種業の変更登録】

まず、外資系投資運用業者には、わが国で投信の組成（投信委託業）や年金基金向けの投資顧問業を営む業者が一種業の変更登録を行って協会に入っている。組成した投信の販売網を自ら保有していないため、販売を依頼する証券会社や金融機関への商品説明その他のサポートも行っており、それは一種の営業行為に該当する可能性が高いために一種業の登録を行っていると考えられる。

これに対して日系の主な投資運用業者は、親会社である銀行や証券会社が販売にあたっており、自ら一種業登録を行う必要はないのである。したがって、一種業の変更登録を行っている投資運用業者は独立系の数社に過ぎない。図表2に計上されている「投資信託の委託者報酬」や「投資一任契約の運用受託報酬」はほとんどが外資系投資運用業者のものであると考えてよいだろう。

【ゲートキーパー】

外資系、日系を問わず、図表5にある投資運用業・ファンド販売業者の中には、海外で組成されたファンドを日本国内で販売している業者も含めている。ヘッジファンドやプライベートエクイティ、プライベートクレジットなど、仕組みが複雑であるうえに流動性がなく、リスクの高いものが多い。

こうした仕組み性の強いファンドは、その内容を精査し、リスク・リターン特性を評価するアドバイザーが買い手、売り手双方にとっても必要である。買い手である機関投資家にとっては自らのリスクアペタイトに合致したファンドを取捨選別するためである。怪しげな者の立ち入りを防ぐものを「ゲートキーパー（門番）」と呼ぶが、まさにこうしたアドバイザーは「ゲートキーパー」と呼ばれる。

他方、売り手にとってもファンドの募集勧誘を行ううえで、ゲートキーパーは利用価値の高い存在である。投資家ニーズや顧客属性を知りうる立場にあるためである。そして顧客紹介は「募集行為」に相当するため、ゲートキーパーは第一種業または第二種業の登録を必要とする。ファンドの売り手は、顧客の探索、紹介、商品説明その他のサポートに対して手数料を支払う。それが「アドバイス・コンサルタント料」などの細目で「その他手数料」に計上されるのである。

4 外債の媒介

二〇〇〇年代に入って、わが国は異次元の低金利状態が続き、外債への投資が拡大していった。この結果、諸外国の金融機関が母国の債券を売り込むために、在日拠点を設立するケースも多い。こうした業者は海外の親会社とわが国の機関投資家の間で「媒介」によって売買を執行している。

売買の「媒介」は、約定した場合には売買双方から「媒介手数料」を取得するのが一般的である。その場合には、委託手数料の項目に計上されるだろう。PTSやダークプールはこれを委託手数料として計上しているし、外資系投資銀行や大手証券の中にもダークプールを運営している業者がいくつかある。それらも「委託手数料」として経理処理している。

ところが、外資系業者の中には、これを「その他手数料」として処理している業者がかなり多いように見受けられる。その理由の一つは、債券取引が基本的に「仕切り売買」だからである。みずから自己勘定をもって約定させれば、それは売買損益として計上されるはずである。事実、債券売買利益の大部分は日系業者によって占められている（図表4）。

ところが第二に、外資系業者は外債のポジションを自ら持たず、海外親会社等と日本国内の機関投資家との間を仲介している場合が多い。口銭込みの値段で取引が執行され、そのマージンは海外の親会社等に帰属し、それが貢献度に応じた収益分配金として支払われるのである。このため、実質的に媒介（委託）手数料であるものやトレーディング利益が「その他手数料」に振り替わる場合が多いと推量される。

5 商品・サービスの多様化

他方、日系の業者も「その他手数料」のシェアは半分近くを占め、純業務収益に占める割合も高くなっている。商品別にみれば「受益証券」に係る「その他手数料」が直近三年間で着実に増大しており（図表1）、その大部分は日系業者によるものである。これについても、「募集手数料」が逆に減少していることから、投信関連収益が募集手数料から代行手数料へと変わってきていることを反映している。

次に「その他」に係る「その他手数料」で多いのはM&A関連収益である（図表2）。日本企業の係るM&Aは二〇一〇年代から拡大傾向にあり、そのアドバイザーには大手証券や外資系投資銀行がなる場合が多い。とりわけ最近では、一件当たりの金額が減少傾向にあり、中堅企業のM&Aが増えていることをうかがわせる。事業オーナーの高齢化がすみ、承継者難のなかで中堅企業のM&Aは今後も増えると思される。

同じく図表2にみられるように、「ラップ関連収益」が着実に増えており、二年ほど前からM&A関連収益を抜いて二番目に多くなっている。また「保険関連収益」の伸びも非常に高い。資産形成層へのコンサルタントサービスや相続関連ニーズの高まりの中で、こうした業務収入も増えて行くと思われる。

6 おわりに

「その他手数料」の拡大の背景には様々な理由が混在している。

第一に、他業態からの参入が容易となったことである。もともと証券業プロパーでない業者が、販売類似行為とみなされる可能性を考慮して（投資運用業者の場合）、あるいは「不招請勧誘の禁止」によってマーケットが縮小した商品先物専門業者が隣接分野であるFX業に参入するため、有価証券関連業の登録を行っているケースなどである。

これは他業態においてすでにある収益源を協会員の収益源として計上したもので、新しく生み出されたものではない。この場合、注意しなければならないのは、日本投資顧問業協会や日本商品先物取引協会でも「統一経理基準」があり、これと「有価証券関連業の統一経理基準」とが、必ずしも整合的ではないことである。例えば商品先物専門業者の場合、商品先物の委託取引において、これを「委託手数料」に計上する場合と「その他手数料」に計上する場合と混在しているケースがある⁽⁴⁾。

第二に、外資系業者が本国で組成されたファンドや債券を売り込むために日本に現地法人を設立する事例が増えていることである。外債販売の場合、通常なら委託手数料やトレーディング益として計上されるはずが、ブッキング管理を海外においているため、「収益分配金（その他手数料）」に振り替わっているわけである。

他方、仕組み性の強い私募ファンドの販売については、ゲートキーパーとしての機能が求められることから、外資系、日系を問わず二種業の登録業者が一種業の登録も得て参入している場合がみられるようになった。これもファンド組成業者から受取る手数料を「その他手数料」として計上している。

第三は、証券業プロパーの業者においても、業務・商品の多様化が進んだことである。M & A関連収益は、今

後は国内においても高齢者の事業オーナーの承継問題の深刻化につれて増えてくるだろう。また金融資産の高齢者への集中とそれに伴う相続問題解決へのニーズも、ラップ口座や保険販売など様々な商品・サービスへのニーズを高めていくだろう。これも「その他手数料」の割合を高める背景である。

注

- (1) 『証券会社経営分析について―二〇一四年度決算を中心に』（二〇一六年六月）、『証券会社経営の時系列的分析』（二〇一八年一月）、『証券会社経営の時系列的分析（続）——リテール三類型を中心に——』（二〇一八年十二月）
- (2) すでに二〇二二年度のディスクロージャー誌が開示され始めているが、全社が出そろうまでにはなお時間がかかるようであり、ここでは前年度の個社別決算を利用している。
- (3) 上場証券は、持株会社子会社であって、当該持株会社が上場している場合も含めている。ただし、持株会社の中で、支配的ではない子会社であれば中小証券に含めている。
- (4) 本稿ではディスクロージャー誌によつて各社別の収益を集計したが、その数字は『協会』の決算概況の数値と必ずしも一致しない（図表1と図表4）。計算ミスもあったかもしれないが、ディスクロージャー誌の数値についても不統一な事例がみられるのである。

（にかみ きよし・特任研究員）

クレディ・スイスのA T 1債をめぐって

〜ベイルイン再考〜

伊豆 久

はじめに

スイスの大手金融機関クレディ・スイス（以下、C S）が、長年のライバルであったU B Sに救済買収された（今年三月発表、六月完了）。ここ数年、スキヤンダルや巨額の損失計上が相次いでいたとはいえ、「金融システム上重要な」世界の三〇行に認定されてもいた大手金融機関の突然の退場に、世界は衝撃を受けた。

しかし、市場がより大きなショックを受けたのは、C Sの被買収そのものよりも、その際、同行の発行していた一六〇億スイスフラン（二二兆円）にのぼるA T 1債と呼ばれる一種の劣後債がすべて無価値化（元本削減）されたことであろう。通常の破綻処理であれば、損失は、まず株主、次に劣後債権者、それから一般債権者という順で負担される。ところが今回は、株主は、大幅な損失を被ったとはいえ株式交換によりU B Sの株式を取得しており、全損となったA T 1債の投資家は株主より劣位に置かれたことになる。

こうした金融機関の特殊な再建・破綻処理方法は、リーマンショック後に世界的に導入されたものでベイルインと呼ばれる。ベイルインはE U等で実施例があるが、今回のケースは規模が大きいだけでなく従来と違った点もあり、全損処理に納得のいかないA T 1投資家の一部が提訴に踏み切ったほか、市場関係者や当局者の間でも

様々な議論・反応を呼んだ。

小稿では、改めて今回のケースについて考えてみたい。⁽¹⁾

1 ベイルインの意義

金融機関に通常の倒産処理方法を用いることができないのは、まず、一般の事業会社と違って債権者の多くが（零細）預金者でありその切り捨てが困難なことである。しかし、と言って常に預金を全額保護することになれば、例えば高金利で預金を集めハイリスクな投資をおこなって破綻した銀行の預金者も保護されることになり、そうした無謀な経営を促すことになりかねない（モラルハザード）。そこで、いずれの国においても、原則として一定額までの預金だけを預金保険によって保護することになっている。

また、預金金融機関に限らず、（大手）金融機関は、デリバティブ取引等の市場取引をおこなっており、その突然の清算・切り捨ては、市場全体に混乱を招く可能性が高い。そこで、破綻後も存続させる「金融システム上重要な取引」や保護されるべき債務と、破綻時には切り捨ててもやむをえない債務を事前に区分しておくこととなった。

破綻時に切り捨てられる最初のものは自己資本である。そのため、金融機関は資産に対する一定の自己資本を維持する必要がある（自己資本比率規制）。しかし、損失を吸収するのが自己資本だけの場合、破綻した時点ですでに累積した損失が自己資本の額を超えてしまい（債務超過）、保護されるべき債務が保護されないことになる。

そこで、大手金融機関は、①破綻時に切り捨てられる、自己資本（株式への出資金＋内部留保Ⅱ普通株式等ティア1）以外の債務として「ティア2」、②破綻する前の、自己資本が一定水準以下に低下した場合に切り捨てら

れる「その他ティア1」を事前に備えておく（発行しておく）ことが求められるようになったのである。

今回、CSの再建策において損失吸収に用いられたのが、後者の「その他ティア1 (Additional Tier 1=AT1)」である。

公的資金を投入すればこうした面倒な仕組みは不要であるが、リーマンショック以降、公的資金を用いずに、金融機関が事前に発行するいわば「切り捨て用の債務」に損失を吸収させることによって重要な債務を保護しつつ、金融機関の再建・破綻処理をおこなうことが原則とされ、こうした手法は、公的資金の投入による救済 (Bail-Out) に対してベイルイン (Bail-In) と呼ばれる。当然、AT1債やティア2債の利回りは、リスクが高いため、一般の債務より高くなる。

2 クレディ・スイスのAT1債への対応

スイスの金融当局によると、CSのAT1債の全額が無償消却された理由は二つあった。一つは契約ベースのもので、目録見書に、『⁽²⁾「存続にかかわる事態 (Viability Event)」の際、特に「特別政府支援 (extraordinary government support)」が提供された際には、AT1債は完全に消却される」ことが明記されていた。CSは三月一九日に、スイス中銀から政府保証付きの一〇〇〇億スイスフランの融資を受けており、それがこの「特別政府支援」にあたる。もう一つの根拠は、政府の緊急政令 (Emergency Ordinance) によるもので、同政令は、CSとUBSの株主総会決議なしの合併等と併せて、金融当局にAT1債の全額消却の権限を付与している。⁽³⁾

この結果、CSの株主は大幅な損失を被りつつも株式交換によってUBSの株式を取得する（全損は免れる）一方で、AT1債投資家はその全額を失うことになったのである。

3 今回の措置に対する見解

CSの救済買取とAT1債の元本削減が発表された翌日（三月二〇日）、EUとイギリスの金融当局が、いずれも、スイスの対応を歓迎するとしながらも、「（EUにおいては）普通株式が最初に損失を吸収し、AT1が消却されるのは、普通株式の全額が用いられたあとに限られる」（EU）、「（英国の枠組みでは）AT1は、普通株式等の前、ティア2の後ろに位置する。破綻または倒産時の損失負担は、この順序に従っておこなわれる」（イングランド銀行）との声明を発表した。⁽⁴⁾

AT1債を株式の前に全額無償消却したスイスの対応が、世界的なAT1債の暴落を招くと懸念されたことから、スイスの処理方法は特異であり、自分たちの国では損失負担はあくまで△株式→AT1債▽の順であることを明らかにしたのである。

しかし、このEU等の声明に対しては、やや異なる解釈も示されている。「これらの声明は『破綻処理の枠組みの中では』とされているにすぎない」「すなわち、破綻処理の枠組みに入る前の今回のクレディ・スイスの処理と同様のケースでどうなるのかについては何も述べていない」という指摘である。⁽⁵⁾

どういうことであろうか。①CSは、公的資金が投入され救済合併されはしたが、それは△破綻処理▽とは異なる。あくまで破綻する前の段階の再建と救済のための措置にすぎない。②他方、上記の声明文をよく見てみると、EUの場合は、上の引用部分の前に「EUにおいて実施される破綻処理の枠組み（the resolution framework）は（損失負担の順を定めている）」との文言がある。イングランド銀行の場合も、声明は、「英国の銀行破綻処理の枠組みは・・・」から始まっている。③つまり、二つの声明は△破綻処理▽の際の損失負担順序について確認しただけであり、△破綻前の予防的な資本投入▽であるCSの場合について異を唱えているわけではない。④ス

イスの対応が、世界の「常識」からかけ離れているわけではない、という意味であろう。

損失負担の順位を「株式→劣後債」とする国際的合意は、あくまで「破綻処理」時のものであり、（ティア2と区別された）AT1債は、そもそも破綻処理「前」の損失負担のための手段であるという原則に立ち返れば、今回のスイスの措置は、国際的合意に反するのではなく、むしろ国際的合意によって導入されたバイルインのルール通りの対応ということになる。

しかし、ここにさらにやっかいな問題がある。AT1債が損失を被るケースは、実は二つの場合に分けられている（各国共通）。一つは、前述のように株式等からなる中核的自己資本比率が一定水準以下になった場合（日本での名称は「損失吸収事由」で五・一二五％以下。スイスでの名称は「偶発的事態（Contingency Event）」で七・〇％以下）であるが、もう一つは、当該金融機関が金融当局によって実質的に破綻していると見なされた場合（日本では「実質破綻事由」（その具体的定義は後述）、スイスでは前述の通り「存続にかかわる事態（Viability Event）」である）。

後者のケースが設けられているのは、金融機関が実質的に破綻している場合、AT1債は、すでに「損失吸収事由」によってその価値（の多く）を失っているはずであるが、それでも実質破綻時まで残っていれば、中核的自己資本やティア2とともに損失を吸収する必要があるからである。また、「実質（的）」との形容詞が付けられるのは、裁判所による破産決定等とは異なり、金融当局（政府）の裁量でそれが決定されるからである。そうした倒産手続き上の例外を設けることによってより迅速な対応が可能となる。

CSの場合について見ると、当局がAT1債の無価値化を決定した根拠は、中核的自己資本比率の低下による「偶発的事態（損失吸収事由）」ではなく、「存続にかかわる事態（実質破綻事由）」の発生であった。実質破綻を

根拠にA T 1債を無価値化しておきながら、しかしC Sは破綻処理されていない。それどころか、公的資本の投入を受けて、株式の価値が（大きく目減りはしたものの）残ったままU B Sに救済買収されたのである。論理的にはやや理解しづらい処理と言わざるをえないだろう。

あるいは、そもそも、政府保証付きの中銀融資を受けることが「存続にかかわる事態」の定める「特別政府支援」に当たると言えるのか、C Sが直面していたのはせいぜい流動性リスクだったのではないか、といった疑問も残る⁽⁶⁾。

スイス当局からすれば、C Sの中核的自己資本比率は規制水準を満たしていたため「偶発的事態（損失吸収事由）」を用いることはできず、とはいえ破綻させることもできないという状況の中で、U B Sに買収してもらうためにはA T 1債の無価値化が必要だったのかもしれない。

こうした「事情」にA T 1債の投資家が納得できないのは当然のようにも思われるが、しかし他方で、一部の機関投資家からは、「スイスには全額減損もありえる特別なトリガーがあるのは機関投資家の常識」だったとの意見も示されている。にもかかわらず『「スイス・デイスカウント」は発生していなかった⁽⁷⁾」が、「投資家がリスクを軽視していたのが問題の本質で、商品の仕組みに欠陥があるわけではない」という。実際、スイスの金融当局は、前述の（A T 1の無価値化は株式の後だとした）E U・イギリスの声明の三日後に発表した文書（前掲注2）において、改めて、「スイスのA T 1は、当該銀行の株式が完全に消却される前に、無価値化されあるいは株式に転換されるように設計されている」と確認している。

スイス当局の決定に不透明な部分があったことは否定しがたいとしても、それ以上に、バイリンというルールそのものがまだ市場で十分に咀嚼されていない、あるいは少なくともその解釈や運用に議論の余地が残ってい

ることにより大きな問題があるように思われる。

4 EUとの比較

今回のスイスの対応の特徴を明らかにするために、EUあるいは日本における制度や実例と比較してみよう。

EUにおいても、当然、バイルインの原則が法制化されており、実施例も少なくない。⁽⁸⁾ただし、①その実施は、当該銀行が「破綻等」に陥った場合に限定されており、②「破綻等」の定義には債務超過等のほか「特別な公的資金支援を申請した場合」も含まれている（この点はスイスと同様である）。しかしながら、③債務超過ではない銀行に対する予防的な公的資金の投入は「破綻等」の定義から除くことが明記されている。したがって、債務超過ではなかったCSがもしEUの銀行であったと仮定すると、今回の公的資金の投入は破綻等に該当せず、バイルイン処理の対象外だったはずである。

しかし、EUには、特定の企業に対する政府支援は、域内の公正な競争を歪めるおそれがあるとして、種々の規制が課されている。金融機関の場合には、公的資金による支援を受ければ株主と劣後債権者が損失を負担しなければならぬ。これが実質的にバイルインの役割を果たしているのである。ではその負担割合、負担額はどうなっているのだろうか。

具体例を見てみよう。二〇一七年にイタリアの大手銀行モンテパスキが公的資金の投入を受けて再建されたが（債務超過ではなかったため破綻処理ではなく予防的な資本投入）、その時、株主と劣後債権者（AT1債権者とティア2債権者）が損失を負担した。⁽⁹⁾しかし、株主はその全額を失ったわけではない。政府から普通株式での巨額の出資がなされ、劣後債も株式に転換された結果、⁽¹⁰⁾既存株主の持ち分は二・五％にまで縮小している。株主は

九七・五%を失ったわけであるが、それは政府の出資と劣後債の株式転換による希薄化によるもので全損ではない。にもかかわらずA T 1債権者は(C Sのような全損ではないもの) 割引価格での新株への転換という形で損失を被っている。

つまり、C Sの場合との違いは、A T 1債が全額元本削減されたか株式に転換されたかの違いで、それは元々の債券の商品設計とその範囲内での当局の決定による。いずれの場合も、株式の全額が無価値化されないままA T 1債投資家が損失を被ったわけで、先に見た「A T 1が消却されるのは、普通株式の全額が用いられたあとに限られる (only after their full use)」とするE Uの声明が△破綻処理▽の場合に限定されたものではないかとの解釈は、こうした実例も背景にしているのではないかと思われる。

5 日本との比較

日本の金融機関の場合、公的資金投入はA T 1債にどのような影響を与えるのだろうか。

日本の大手金融機関が発行するA T 1債は、⁽¹⁾①株式と内部留保から成る中核的自己資本比率が五・一二五%未満になった時(「損失吸収事由」)、②当局に「実質破綻」を認定された時(「実質破綻事由」)に、債務の一部または全部が「免除」つまり削減されることになっている。しかし、この二つの条件とも、実際に発動される可能性は極めて低いと思われる。

①中核的自己資本比率の五・一二五%未満への低下は深刻な事態であるが、そうなる前に、公的資金が投入される可能性が高い。日本の預金保険法は、「信用秩序の維持に極めて重大な支障が生ずるおそれがある」時には銀行に(一〇二条)、また「我が国の金融市場その他の金融システムの著しい混乱が生ずるおそれがある」時に

は銀行、証券会社、保険会社等に（一二六条の二）、公的資金の投入を認めており、そして、（スイスやEUとは異なり）それがAT1債の消却などのベイルインの発動要件とはなっていない。

②「実質破綻」時には、AT債の無価値化が生じることになるが、金融庁から、「実質破綻」の定義は、金融機関が債務超過等にあつて破綻処理される場合に限定され、つまり予防的な資本投入の場合には含まないことが明らかにされている（これもスイスとの大きな違いである）。破綻処理の場合は、株式はすべて無価値化し、劣後債も（少なくとも一部は）削減される可能性が高いであろう。しかしそうした事態に至る前に、前述の公的資金の投入が実施されると見られている。

おわりに

CSへの対応がもたらした反響が示唆しているのは、ベイルインという制度が十分には浸透していない、その結果、それを混乱なく実施するのは困難であるという現在の実状であるように思われる。

EUとイギリスの声明は、述べてきたように、破綻処理のみについて言及したもので予防的な資本投入をとまなう再建の場合は別であるかもしれないが、一般にはそうした受け止めにはなっていない。（破綻処理においては）AT1債が株式より劣後することはないと強調することで、AT1の本来の目的である、中核的自己資本比率が低下した段階での（つまり破綻前の）損失吸収の実施をより困難にしているかもしれない。

そもそも、AT1債に関しては、その本来の目的と市場の慣行の間には大きなズレが生じている。

AT1債は、資本に近い損失吸収機能を果たすべく、株式と同様に返済期限をもたず（永久債）、利払いは株式配当と同様に発行体の裁量によって停止可能である。発行体は発行後五年を経過すれば返済することが不可

能Vであるにすぎない。ところが実際は、発行五年後の償還が慣例化している。償還のスキップは著しい財務悪化を意味するとの解釈が一般化しているため発行体が償還の見送りを極度に恐れ、制度設計上は償還無し（永久債）が原則で例外的に五年後の償還が認められているはずなのに、実際は五年後の償還が原則化してしまっているのである。

こうした現象は他にも見られる。

米国の預金保険による保護の対象は原則二五万ドルまでであるが、C S買収の直前に起こった大手地銀二行の破綻に対して、金融当局は、預金の全額保護を決定している。⁽¹³⁾これは、連邦預金保険法の「例外的システムリスク（Systemic Risk Exception）」条項を用いたもので、同条項は「二五万ドルまで」の原則にもとづく破綻処理や合併等が「経済状況または金融の安定に深刻な影響を与える」と認められる場合に、原則以外の措置（すなわち預金の全額保護）の実施を可能としている。⁽¹⁴⁾

この例外措置は、S & L危機後の一九九一年に設けられたものであるが、リーマンショック後のドッドフランク法による改正で、その利用には制限がかけられた。⁽¹⁵⁾公的資金による安易な全額保護は認められないというわけである。そして今回、リーマンショック後初めて例外条項が発動され、それは確かに破綻処理に伴うものであったが、資産規模全米一六位（シリコンバレー銀行）、第二九位（シグネチャー銀行）におけるペイオフ原則（合併の場合の支援も二五万ドルまで）の維持が困難となると、一定規模以上の銀行の破綻処理において、△原則…ペイオフ、例外…全額保護Vというルール of 順守は現実的には難しいということではないだろうか。

リーマンショック後の公的資金の導入に対する批判の高まりを受けて、ドッドフランク法やベイルイン制度が導入され、解決されたはずの「大きすぎてつぶせない（Too Big To Fail）」問題は、いまだに困難な問題であり

続いているように思われる。

注

- (1) CSのAT1債の処理に関しては多くの論考が発表されているが、小稿では特に、①その全体像については関田智也「クレディスイス救済買収の示唆―金融規制・監督及びビジネスの観点から」『野村資本市場クォーターリ』二〇二三年夏号、②ペイルインを導入したバーゼル規制については秀島弘高「市場を驚かせたクレディ・スイスAT1債の真実」『金融財政事情』二〇二三年五月三〇日、服部孝洋「AT1債およびバーゼルⅢ適格Tier2債(BⅢT2債)入門―バーゼルⅢ対応資本性証券(ハイブリッド証券)について」『ファイナンス』二〇二二年二月、③AT1債処理の法的問題については富永喜太郎「クレディ・スイスAT1債の元本削減から考える邦銀AT1債の損失吸収の仕組みについて」森・濱田松本法律事務所、二〇二三年四月、吉良宣哉「クレディ・スイス『AT1債』の元本削減メカニズム」『金融財政事情』二〇二三年四月一八日を参照。

- (2) FINMA (Swiss Financial Market Supervisory Authority), "FINMA provides information about the basis for writing down AT1 capital instruments," March 23, 2023.

- (3) The Swiss Federal Council, "Ordinance on Additional Liquidity Assistance Loans and the Granting of Federal Default Guarantees for Liquidity Assistance Loans from the Swiss National Bank to Systemically Important Banks," 19 March 2023. 株主総会決議なしの合併などは、日本の常識からは考えにくい決定であるが、スイス憲法は、緊急時に、連邦参事会(内閣)に広範な権限を与えている。憲法第一八四条第三項「国の利益の保護のために必要とされる場合には、連邦参事会は、命令を制定し、及び決定を下すことができる。命令には、期限を付さなければなら

ない」、第一八五条第二項「連邦参事会は、国内的安全を守るための措置を講ずる」、第三項「連邦参事会は、公の秩序又は国内的な安全若しくは対外的安全に対する現在又は急迫の重大なかく乱に対処するため、この条の規定に直接基づき、命令を制定し、及び決定を下すことができる。このような命令には、期限を付さなければならない。」(山岡規雄『各国憲法集(六) スイス憲法』国立国会図書館調査及び立法考査局、二〇一三年三月)。ただし、今回の緊急政令は憲法の認めた範囲を逸脱しているのではないかとの意見もある(前掲関田論文二三頁、吉良論文二二頁)。

- (4) ECB, "ECB Banking Supervision, SRB and EBA statement on the announcement on 19 March 2023 by Swiss authorities," March 20, 2023; Bank of England, "Statement: UK creditor hierarchy," March 20, 2023.

- (5) 前掲秀島論文二〇頁。

- (6) 前掲関田論文三二頁、富永論文二二頁、吉良論文二二頁。

- (7) 「AT1債、『鬼っ子』正念場」『日本経済新聞』二〇二三年三月二七日。

- (8) EUにおけるベイルインについては、拙稿「EUの銀行破綻処理におけるベイルインとベイルアウト」証券経営研究会編『現代金融資本市場の総括的分析』日本証券経済研究所、二〇二一年参照。

- (9) モンテパスキ銀行の再建(公的資金注入)にともなう損失負担については、EU, "State Aid SA.47677 (2017/N) - Italy New aid and amended restructuring plan of Banca Monte dei Paschi di Siena," July 4, 2017, pp. 14-15 (2.3.3. Burden-sharing)参照。

- (10) 元本削減方式だったCSの場合と異なり、株式転換方式による損失負担。AT1債は額面の七五%、ティア2債は一〇〇%で転換された(Ibid., p. 5)。ただし、個人の劣後債投資家については、不適切な販売があったと認定され、保有劣後債がシニア債に交換、保護された。

- (11) 任意償還条項付無担保永久債（債務免除特約及び劣後特約付）。
- (12) 金融庁「自己資本比率規制に関するQ&A（第六条―Q九）」。
- (13) シリコンバレー銀行とシグネチャー銀行。なお、①三月に破綻したシルバークリート銀行（自主廃業による清算）と、②七月にバンクオブカリフォルニアによる買収が発表されたバックウエスト銀行は、いずれも預金保険の発動なく預金は全額保護されている。③五月に破綻し一旦FDIC（連邦預金保険公社）が管財人となったファーストリバブリック銀行も、ただちにJPMorganに買収され預金者に損失はない。FDICはJPMorganの負担のうち約一三〇億ドルを肩代わりする見込みであるが、これも「一預金者につき二五万ドルまでの預金保険と同等額の支援」の範囲内で「例外的システミックリスク」条項は用いられていない。

(14) 連邦預金保険法二三条（c）（四）（G）。

- (15) ドッド فرانクリン法による改正で、この条項の適用は、FDICが当該金融機関の管財人となった時、すなわち破綻処理の際に限定された。存続する金融機関への預金全額保護措置は認められないということである。同条項については、Marc Labonte, "Bank Failures: The FDIC's Systemic Risk Exception," IN FOCUS, IF12378, Congress Research Service, April 11, 2023参照。

（いずみ ひさし・客員研究員）

कोरोケーション・スキャンダル

インドにおける取引所運営の汚点

吉川 真裕

ナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア（NSE）は一九九二年に設立された取引フロアを持たない電子取引所であり、一九九四年六月三〇日にホールセール債券市場セグメントで、一九九四年一月三日に株式セグメントで取引を開始し、一年でインドの中心市場であったボンベイ証券取引所（BSE）を上回り、後発取引所が主市場にとって代わるという世界的に見ても珍しい成果を実現した。そして、二〇〇〇年八月三十一日にニフティ株価指数先物、二〇〇一年七月九日にニフティ株価指数オプションと個別株オプション、二〇〇三年八月に金利先物、二〇〇六年一月二月にニフティ銀行株指数先物・オプション、二〇〇八年八月に外為先物、二〇〇九年三月三日にミニ株価指数先物・オプション、二〇一一年七月に外為オプションの取引を開始し、デリバティブ取引でもBSE等を上回る取引をおこなっており、二〇一九年以降、契約数では世界最大のデリバティブ取引所となっている。ところが、特定業者に対して優先的に注文執行を提供しているという疑惑が二〇一五年に持ち上がり、NSEに逮捕者がでるという事態にまで及んでいる。

本稿ではNSEの कोरोケーション・スキャンダルの概要を紹介し、取引所運営と監督機関・政治家との関係について考察する。

1 疑惑の浮上

二〇一五年七月八日、インドの経済誌マネーライフが特定の業者に注文執行を迅速におこなう方法をNSEの関連会社が提供しているという疑惑を報じた。そして、七月一九日にはシンガポールのヘッジファンドがインドの証券取引監督機関であるインド証券取引委員会（SEBI）に一月一四日付けで送付した文書の写しを得ていることがマネーライフ誌上で報じられた。七月二日にはNSEがマネーライフに対して文書の公開差し止めと一〇億ルピーの損害賠償を求める訴訟を開始し、この疑惑は注目を集めることになった（二〇一七年九月二二日、ボンベイ高等裁判所は、①NSEはマネーライフに対して三〇万ルピーの賠償金を支払うこと、②NSEはボンベイのマジナ病院とタタ記念病院に対して四七〇万ルピーの寄付をすること、③SEBIはシンガポールのヘッジファンドによる主張に関する調査をおこなうことを命じた⁽²⁾）。

SEBIに書簡を送ったフォン（Ken Fong）氏によると、OPGセキュリティーズという業者はコロケーションを使用してNSEで六〇〇億ルピーを超える取引をおこなっており、オムネシス・テクノロジーズというNSEの関連会社がOPGセキュリティーズに取引ソフトウェアを提供していた。バンガロールを拠点とするフロントエンド・テクノロジーズ・プロバイダーであるオムネシス・テクノロジーズはNSEの会員業者に取引ソフトウェアを販売し、他の人に先んじて取引所のサーバーに接続する方法を提供して恩恵を与えただけでなく、クライアントとの利益分配の取り決めもおこなっていた。さらに、NSEの完全子会社がオムネシスの二六%の株式（二番目の大株主）を大幅な割引で取得しており、NSEの当時の副マネージング・ディレクターであったチトラ・ラーマクリシュナ女史がオムネシス・テクノロジーズの取締役会に名を連ねていた。

2 SEBIの対応

二〇一五年一月、SEBIのテクニカル・アドバイザー・コミティが一月に届いた文書の内容の検討を開始し、二〇一六年三月に法廷会計学 (Forensic accounting) の手法を用いてNSEの取引システムや कोरोケーションの収入について調査することを役員会に提言した。これを受けてデロイトが報告書を作成し、複数の会員業者が優先的にサーバーにアクセスしていたことを確認して、一二月二三日にSEBIの役員会に提出した。⁽³⁾

二〇一七年五月二二日、SEBIはNSEと一四人の幹部に対して裁判所への出頭命令を送付し、七月には一四人のうち二人のNSE幹部は罪状認否をしないまま罰則を受け入れるコンセント・メカニズムという交渉方法を裁判所に提供した。⁽⁴⁾そして、二〇一八年七月五日、SEBIはNSEに対して取締役や幹部職員が規則違反をおこなったという判断を開示した⁽⁵⁾(なお、二〇一八年五月二八日に中央捜査局(CBI)はOPGセキュリティーズのサンジェイ・グプタとアマン・コクラディ、大学教授のアジェイ・シャール、匿名のNSEとSEBIのスタッフを告発していた)⁽⁶⁾。

二〇一九年四月三〇日、SEBIはこの問題に関して以下の五つの命令を公表した。⁽⁷⁾

- ① NSEは六二億四八九〇万ルピーおよび二〇一四年四月一日以降のこの金額に対する一二%の金利を支払い、六カ月間資金調達を禁じられること、
- ② NSEのマネージング・ディレクターであったラヴィ・ナラインとチトラ・ラーマクリシュナは在職時の給与の二五%を支払い、五年間上場企業または金融機関への関与を禁じられること、
- ③ アジャイ・シャール、インフォテック・ファイナンシャルズの取締役であったスニタ・トーマスとクリシュナ・ダグリ、NSEのスプラバット・ララは二年間資本市場に関わることを禁じられること、

④ OPGセキュリティーズとその取締役は一億五五七〇万ルピーおよび二〇一四年四月七日以降のこの金額に対する一二%の金利を支払い、一年間の新規顧客契約の禁止、五年間の自己売買の禁止、サンジェイ・グプタ、サンジータ・グプタ、オン・プラカシュ・グプタは五年間資本市場の利用を禁じられること、

⑤ NSEは六億二五八〇万ルピーおよび二〇一五年九月一日以降のこの金額に対する一二%の金利を支払うこと、ウエイ・ツー・ウェルスは一億五三四〇万ルピーおよび二〇一五年九月一日以降のこの金額に對する一二%の金利を支払い、GKNセキュリティーズは四九〇〇万ルピーおよび二〇一五年九月一日以降のこの金額に對する一二%の金利を支払い、一年間の新規顧客契約の禁止、二年間の自己売買を禁止されること、サムパーク・インフォテイメントは二年間新規のテレコム・サービスの提供を禁止されること。

二〇二〇年一月一六日、SEBIは二〇一七年五月に出頭命令を出したNSEの一人の幹部のうち九人に対しては免責決定をおこなったが、事態が収束したわけではなかった。チトラ・ラーマクリシュナ女史についてはマネー・ロンダリング疑惑や盗聴疑惑に加えて、最高業務責任者の任命やヒマラヤのヨガ行者への重要情報漏洩問題も取り沙汰され、二〇二〇年三月七日にはCBIによって逮捕されるという事態に及んでいる⁽⁸⁾(CBIはSEBIの捜査が不十分であり、SEBI自身の事件への関与もありえるという姿勢を見せている)。

取引所のトップが在任時のおこないで逮捕されるという前代未聞のスクandalはインド国外ではほとんど報じられていないが、その取引所が従来の主市場に短期間でとってかわり、世界最大のデリバティブ取引所にもなっているという事実は見過ごされるべきではないであろう。そして、チトラ・ラーマクリシュナ女史はNSEの創業時からの中心メンバーのひとりでもあったのである。特定個人や少数の利害関係者の結託であれば話は簡単であるが、発覚から八年を経ても真相が究明されていない問題となると背後に捜査を妨害する大きな力が働いてい

るからではないのかと疑りたくもなる。

3 疑惑の背景

CBIがSEBIの事件への関与を疑うのには理由がある。二〇一〇年一月にNSEが कोरोケーション・サービスを導入した際、NSEの規則変更に対して監督機関であるSEBIはパブリック・コメントを求めるという通常の手続きを省略していた。⁽⁹⁾ SEBIがNSEの कोरोケーション問題に直接関与していたとは考えにくい⁽⁹⁾が、SEBIが通常の手続きを踏まなかったという事実がNSEに対するSEBIの追及の手を緩めることになったのではないかという見方は多い。

また、他国でも見られるように、監督機関の役員や職員が監督される側に転職するということはよくあり、先輩が天下り先にいる間は処罰に手心が加えられるということも考えられる。NSEとつながりのないCBIからすればNSEとSEBIは完全に独立した主体ではなく、とりわけ上層部でのつながりはエリート・ファミリー⁽¹⁰⁾どうしの人間的なつながりも含めて完全に独立しているとみることは難しいだろう。

さらに、監督機関であるSEBIの役員人事や取引所の役員人事には政治家の関与も絡んでくる。Pチダンバラムは財務省が彼のリーダーシップ下にあった二〇〇四年から二〇一四年までの統一進歩同盟(UPA)の支配下で、資本市場のジョイント・セクレタリーおよびアディショナル・セクレタリーを最も長く務めていた彼の側近K Pクリシュナンの間に権力を乱用したとして非難されている。そして、PチダンバラムがNSEの कोरोケーション・スキャンダルで重要な役割を果たしたという主張もある⁽¹⁰⁾。

NSEの कोरोケーション・スキャンダルの概要は明らかになったが、細部においてはなぜそのようなことが生

じたのかという点で疑問が残る。世界的に見ても数少ない取引所の成功物語を短期間に成し遂げたNSEが特定利用者を優遇すると同時に自らも不当な利益の一部を得ることがなぜ生じたのかという点については合点がいかない。コンピューターの知識では進んでいても社会正義という観点では遅れているということなのであるか。特定の個人や一部の集団が間違いを起こすことがあっても社会としては容認しないということが必要であり、 कोरोケーション・スキャンダルを通じてインドの証券界や社会がより良くなっていくことが望まれるところである。そのためにも कोरोケーション・スキャンダルの真相究明が必要であり、CBIを中心とした捜査当局の一層の活躍が期待される。

取引市場はどうあるべきか、取引所はどのように運営されるべきか、取引所と監督機関との関係はどうあるべきか、市場や監督機関に対する政治的な介入をどのように予防すべきかといった多くの問題についてNSEの कोरोケーション・スキャンダルから考えさせられることになった。海の内こうの極端な事例ではあるが、他山の石として、これを機に考えてみるのも意味のあることであろう。

注

- (1) Sucheta Dalal, "Blowing the Whistle on Manipulation in NSE," *Moneylife*, 19 June 2015 (<https://www.moneylife.in/article/blowing-the-whistle-on-manipulation-in-nse/42337.html>).
- (2) Moneylife Digital Team, "NSE withdraws its Rs100 crore defamation suit against Moneylife, pays Rs50 lakh as cost and penalty," *Moneylife*, 19 June 2015 (<https://www.moneylife.in/article/nse-withdraws-its-rs100-crore-defamation-suit-against-moneylife-pays-rs50-lakh-as-cost-and-penalty/51608.html>).

- (3) Jayshree P. Upadhyay, "Sebi examining NSE directors' role in algo-trading investigation," *Mint*, 28 May 2017, 11:43 PM IST (<https://www.livemint.com/Money/DBJrjsgvbqWNdrcnmFQQGO/Sebi-examining-NSE-directors-role-in-algotrading-investigah.html>).
- (4) Partha Sinha, "Sebi sends show-cause notices to NSE, ex-MDs," *TNN*, Jul 5, 2018, 09:58 IST (<https://timesofindia.indiatimes.com/business/india-business/sebi-sends-show-cause-notices-to-nse-ex-mds/articleshow/64862154.cms>).
- (5) Sajet Manghat, "NSE Gets Second Show-Cause Notice From SEBI In Co-Location Probe," *BQ Prime*, 5 Jul 2018, 01:39 PM IST (<https://www.bqprime.com/markets/2018/07/04/nse-gets-second-show-cause-notice-from-regulator-in-co-location-probe>).
- (6) "NSE Co-Location Case: CBI Books OPG Securities Owner. Others For Manipulating NSE System," *PTI*, 30 May 2018, 09:47 PM IST (<https://www.bqprime.com/markets/2018/05/30/cbi-books-stock-broker-opg-securities-for-manipulating-nse-system#gs.56fqbsY>).
- (7) "SEBI passes five orders in NSE co-location case (Column: Market Watch)," *IANS*, Last Updated : May 02 2019 | 1:30 PM IST (https://www.business-standard.com/article/news-ians/sebi-passes-five-orders-in-nse-co-location-case-column-market-watch-119050200199_1.html).
- (8) Moneylife Digital Team, "Former NSE Chief Chitra Ramkrishna Arrested by CBI in NSE Co-location Scam," *Moneylife*, 7 March 2022 (<https://www.moneylife.in/article/former-nse-chief-chitra-ramkrishna-arrested-by-cbi-in-nse-co-location-scam/66568.html>).
- (9) Debashis Basu, "NSE Started Tick-by-Tick Service Illegally in 2010 While SEBI Looked the Other Way," *Moneylife*,

23 August 2018 (<https://www.moneylife.in/article/nse-started-tick-by-tick-service-illegally-in-2010-while-sebi-looked-the-other-way/55096.html>).

- (11) "Co-location 'super white-collar crime,' says Jignesh Shah," *PTI*, 8 Sep 2019, 01:32 PM IST (<https://www.livemint.com/news/india/co-location-super-white-collar-crime-says-jignesh-shah-1567926731830.html>).

(よつなむ ちやむる・密買研究員)

証研レポート既刊目録

No.1725 (2021.4) 証券リテールビジネスのD X F R B のコロナ危機対応策と財政資金 イギリスのE U 離脱に伴う市場動向 ー取引・人員の減少とクリアリングの滞留ー ゴーン氏の役員報酬は「重要な事項につき虚偽の記載のあるもの」か？	執筆者 二上 伊豆 吉川 梅本	No.1732 (2022.6) アルケゴス破綻 ー一起訴文書等から見た実態ー アメリカのミーム株取引とデジタル・エンゲージメント 米国オプション市場におけるメイカー・テイカー制度をめぐる議論と状況 グローバル・トップ・バンク・ランキングの変遷とその意義	執筆者 吉川 清水 志馬 中野
No.1726 (2021.6) 証券業界の近年の動向について コロナ対応策と資金フロー ペイメント・フォー・オーダー・フローはどこから来るか S E C におけるアルゴリズム取引の状況認識と評価 ー米国SECスタッフによる「資本市場におけるアルゴリズム取引」報告書(後半の抄訳)ー	二上 伊豆 清水 志馬	No.1733 (2022.8) 証券リテールビジネスのD X (再論) ジェンダーレンス投資とジェンダーレンス投資ファンド 二%目標と異次元緩和と政策 E S G ファンドのパフォーマンス ーE S M A による分析結果の考察ー	二上 松尾 伊豆 吉川
No.1727 (2021.8) 金融分野の顧客情報共有を巡る最近の動き 大阪における店頭売買承認銘柄 ー昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場ー 欧州株式市場の流動性 ーE S M A 統計の批判から見てきたものー メガバンクF G の業務変容と収益低迷のジレンマ	二上 松尾 吉川 中野	No.1734 (2022.10) わが国O T C デリバティブ市場の現況 ー二〇二二年六月末B I S 定例市場報告ー ペイメント・フォー・オーダーフローと投資家の資産選択 S E C ゲンスラー委員長のスピーチと「オークション」 E D F (フランス電力) 再国有化のインプリケーション	吉川 清水 志馬 中川
No.1728 (2021.10) 発足が間近に迫る金融サービス仲介業 東京における店頭売買承認銘柄 ー昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場ー ロビンフッド証券のI P O 書類から見る収益状況 米国オプション取引所の現状と歴史	二上 松尾 清水 志馬	No.1735 (2022.12) ラップ・アカウントの現状について 資金余剰下の金利引き上げ ーF R B とM M F ー O T C デリバティブ市場の現況 ー二〇二二年外為・デリバティブ・サーバイー	二上 伊豆 吉川
No.1729 (2021.12) 「その他手数料」再論 S R F 導入の背景 ーF R B と国債市場ー ゲームストップ株式をめぐる問題 ーS E C の報告書に見る実態ー なぜイギリスでは議決権行使助言会社の影響力がアメリカほど大きくないのか	二上 伊豆 吉川 梅本	No.1736 (2023.2) クラウドファンディングの世界的概況 O T C デリバティブ市場の現況2 ー二〇二二年六月末残高調査結果ー ホールセラーへの競争導入提案 独オプション市場における高頻度取引(H F T) 抑制の取り組み ー非対称スピードバンプの導入ー 敵対的買収における強圧性について	松尾 吉川 清水 志馬 梅本
No.1730 (2022.2) 米国S P A C 市場の実情 ーナスダックによる分析ー F R B ・国債市場・P T F ペイメント・フォー・オーダーフローの規制について 米国株式オプション市場におけるP F O F を巡る議論 ーその始まりから現在までー	吉川 伊豆 清水 志馬	No.1737 (2023.4) 英国および米国におけるクラウドファンディング ー株式投資型を中心にー シリコンバレー銀行の破綻と資金フロー ー預金・M M F ・F R B ー 世界の取引所取引の現況 ーW F E 報告書に基づく考察ー 米国のUniversal Proxy (ユニバーサル・プロキシ) の導入	松尾 伊豆 吉川 福本
No.1731 (2022.4) デジタル技術の活用と証券ビジネスの新奇性 名古屋における店頭売買承認銘柄 ー昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場ー L M E のニッケル取引をめぐる問題 ー価格急騰への対応と取引所運営ー 進化する米大手投資銀行のトレーディング業務	二上 松尾 吉川 神野	No.1738 (2023.6) プライベート市場の拡大と「ゲートキーパー」 ナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア ー世界最大のデリバティブ取引所ー S E C による最良執行ルール提案 米国株価情報配信政策をめぐるS E C と取引所の争い ーS E C によるS I P の改革提案と敗訴ー	二上 吉川 清水 志馬

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

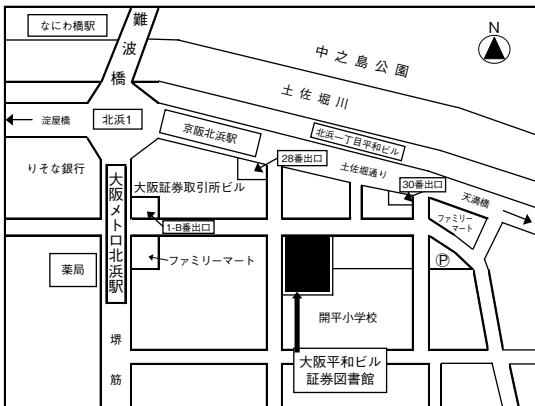
所在地 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル 7階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前 9:30 ～ 午後 5:00
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券（経済、制度、取引法）関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順
大阪メトロ堺筋線・京阪本線 北浜駅 1-B 番出口又は28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<https://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一七三九号
二〇二三年八月十四日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2023年8月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

〒541-0041 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<https://www.jsri.or.jp>

定価：418円(本体380円+税10%)