

イントロデュースング・ファームとクリアリング・ファーム バックオフィス業務の外部化について

伊豆 久

1 はじめに

よく知られているように、米国では、顧客への営業活動に特化し、清算・執行などのバックオフィス業務を自社ではおこなわない証券会社が多い。そうした証券会社はイントロデュースング・ファーム（注文取次会社）と呼ばれる。逆に、バックオフィス業務を自社で処理している会社、さらに他社から清算業務のアウトソーシングを受託する証券会社はクリアリング・ファーム（清算会社）と呼ばれる。

個々の会社の大きさを比較すると、クリアリング・ファームが圧倒的に大きく、日本で名前を知られているような大手証券会社はたいい自社で清算業務をおこなっている。一九九五年の数字を見ると（表1参照）、クリアリング・ファーム一社あたりの収益が一億四九二三万ドル、税引き前利益で九六九万ドルなのに対して、イントロデュースング・ファームの場合、収益が四五八万ドル、税引き前利益で五七万ドルにすぎない。一社あたりの規模が二〇〇三〇倍違うことになる。しかしながら、証券会社の数では、クリアリング・ファームが七八六社にすぎないのに対して、イントロデュースング・ファームは四五二社もあり、一般投資家との取引をおこなう証券会社五三〇八社の八五%を占めている。つまり、イントロデュースング・ファームは、一社一社の会社の規

表1 会社数と収益の規模 (1995年)

	会社数 (社)	1社あたり 平均収入 (1,000ドル)	1社あたり 平均税引前利益 (1,000ドル)
イントロデューシング・ ファーム	4,522	4,580	570
クリアリング・ ファーム	786	149,230	9,690

(出所) SEC, 1996 Annual Report.

模は極めて小さいものの、数の上では米国証券業の大多数を占めているのである。米国では、自社でバックオフィス業務をおこなわないほうが「普通」だと言ってよいであろう。言い換えれば、自社でバックオフィス業務をおこなうためにはかなりの収益規模が必要だということである。

バックオフィス業務がアウトソーシングされる第一の理由は、取引所・清算機関の会員となるためのコストを負担することなく取引所市場にアクセスするためである。しかし、会員権を取得するに十分な資金力があるにもかかわらず、イントロデューシング・ファームにとどまる証券会社も少なくない。バックオフィス業務にかかるコストがあれば、自社が比較優位をもつ別の分野に投入しようと考えるためであり、また、何よりも収入が市況に左右されやすい証券業では、固定費の比率が大きいバックオフィス業務は外部化したほうが合理的だからである。米国の証券業では、

こうした業務のアンバンドリング(分業)によって、中小証券会社の新規参入と活躍、そして容易な退出が可能となつていのである。日本でも以前より同様の指摘はなされてきたが、業務のアンバンドリングは実際にはなかなか進んでいないようである。では、米国では、バックオフィス業務の外部委託はどのようなようになっており、クリアリング・ファームとイントロデューシング・ファームの関係はどのようなようになっていのか、以下、整理し

てみたい。

2 定義

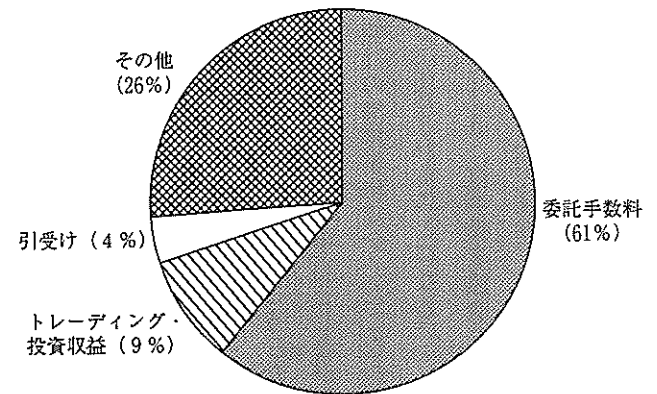
はじめに述べたように、米国の証券会社は、自社で清算業務をおこなう証券会社とおこなわない証券会社に大別できる。前者は、clearing firm (broker) またはcarrying firm (broker) と呼ばれ、後者は、一般にintroducing firm (broker)、クリアリング・ファームからはコレスポンダント (correspondents) と呼ばれている。また、クリアリング・ファームのイントロデューシング・ファームに対するサービス提供は、コレスポンダント・ビジネスと呼ばれる。

SECの分類では、イントロデューシング・ファーム以外は、すべてクリアリング・ファームとなるため、そこには、

- (A) パーシング社のようにこうした清算業務の受託を自社の主業務としている会社、
 - (B) 自社取引の清算を中心としながらもバックオフィスの余力を活用すべく他社の清算業務も引き受ける会社、
 - (C) 他社の清算業務は全くおこなわず自社分の清算だけをおこなう会社、
- のすべてが含まれることになる。

他方、SIA (証券業者協会) は、一般投資家と取引をおこなうNYSE会員会社を八業態 (全国展開証券、大手投資銀行、地方証券、ニューヨーク市中証券、デイスカウント・ブローカー、クリアリング・ファーム、コミッション・イントロデューシング、その他) に分類して、財務データなどを公表しているが、そこである「クリアリング・ファーム」は、清算業務を主たる収益源としている証券会社 (一七社) のことであり、右に述べた

図1 (狭義) イントロデュースング・ファーム (94社) の収入構成 (1996年)



(出所) SIA, Securities Industry Databank より作成。

- 1 対顧客業務
- 2 注文の執行
- 3 顧客への取引の報告
- 4 顧客との決済
- 5 証券会社間の取引内容の照合・確認

- 6 証券会社間の決済
 - 7 信用取引口座への信用供与
 - 8 リサーチ
 - 9 リスクテイク業務 (引受け、マーケットメイク、ブロックトレーディングなど)
- この内、中小の (狭義) イントロデュースング・ファームの多くは、1 (対顧客業務) に特化しており、2 から7はすべてクリアリング・ファームに委託している。また、8 (リサーチ) は別の証券会社からレポートを購入、9 (リスクテイク業務) はおこなわないのが一般的である。つまり、こうしたイントロデュースング・ファームがおこなうのは、対顧客営業、すなわち、顧客口座の承認・開設・モニタリング、適合性のチェック、フィナンシャル・プランニングや投資アドバイスの提供、市場動向・価格情報の提供、注文の受託、だけなのである。

その結果、図1が示すように、こうした証券会社の収入構造は、委託手数料に極端に依存した形となっている。委託手数料が自由化されて二〇年を経て、それでも委託手数料に収入の六一%を依存している証券会社が多数存在することは驚くべきことである。なぜこのようなことが可能なのだろうか。

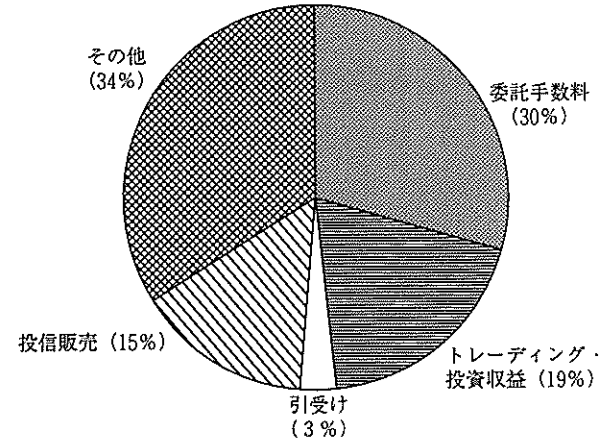
注文の執行や清算、口座管理などはクリアリング・ファームに委託しているのであるから、イントロデュースング・ファームは、当然、そうした業務で収益をあげることができない。また、単に注文を集めるだけでは、コストを大幅に引き下げなければならない。したがって、イントロデュースング・ファームであるためには、コストを削減してディスカウント・ブローカーとなるか、競争力のあるサービスを提供するかのどちらかが必要である。図1に示した収入構成となっている (狭義) イントロデュースング・ファームは、付加価値の高いファイ

(A) に相当する。以下、必要に応じて、SECによる分類を広義のSIAの分類を狭義のクリアリング・ファームとする。またSIAのいう「コミッション・イントロデュースング」(二〇四社) が指すのは、SECの分類によるイントロデュースング・ファーム (自社で清算業務をおこなわない証券会社) の内、NYSE会員であり、かつ地方証券会社やディスカウント・ブローカーの範疇に入らないものに限定されるため、同じく必要に応じて、SECの分類を広義、SIAの分類を狭義のそれとすることにする。

3 アウトソーシングされる業務と収益構造

では、具体的に、イントロデュースング・ファームはどのような業務をアウトソーシングしているのだろうか。今、仮に証券業務を以下の九つのプロセスに分解してみよう。⁽²⁾

図2 (広義) イントロデュースング・ファーム (4522社) の収入構成 (1995年)



(注) 四捨五入のため合計は100%とならない。
(出所) SEC. 1996 Annual Report より作成。

ナンシヤル・プランニングや投資アドバイスを提供することによって、生き残っているのである。言わば投資アドバイスの提供だけに特化している証券会社と言ってよいであろう。このことが意味しているのは、バックオフィスの全面的な外部委託をおこなうためには、会員証券会社であることに付随する執行や清算といったサービス以外に付加価値をもったサービス提供能力が必要だということである。

現在、日本でも一切勧誘をおこなわないことを売り文句とする通信取引やオンライン取引が伸びているようであるが、銘柄推奨等の対顧客サービスを提供する口座(証券会社)と提供しない口座(証券会社)が固定手数料制の下で併存するのは、米国の常識からすれば奇異なことである。米国であれば、同一料金であれば、当然に営業員からのアドバイスを要

求するからである。したがって、現在の通信取引の拡大は、対顧客サービスが付加価値をもっていないことの端的な証拠と言わざるをえない。こうした現状のまま、フルディスクローズ方式(後述)のバックオフィスの外部委託が進むことは難しいであろう。(狭義) イントロデュースング・ファームが存立しえないからである。

米国の(狭義) イントロデュースング・ファームの支出構造を見ると、営業員の報酬が完全歩合制である上にバックオフィスコストが外部化され流動費化されている。費用と収入がともに市況に連動する構造となっており、会社はそのスプレッドを利益とするのである。手数料自由化後、大手証券会社が積極的なリスクテイク業務(投資銀行業務)に注力する中で、こうした中小証券会社は、全く逆に、リスクをできる限り排除することを選んだのである。

しかしながら、(広義) イントロデュースング・ファームは、こうした委託手数料依存型の中小証券会社ばかりではない。図1は、SIAの分類による(狭義) イントロデュースング・ファームの収入構成であったが、(広義) イントロデュースング・ファームの収入構成は、図2のようになっている。それによると、(広義) イントロデュースング・ファームは、トレーディングや引受けなどの投資銀行業務からも収益を上げることがわかる。これは、そうした業務をおこなう地方証券会社の中にも、バックオフィス業務をアウトソーシングするところが決して少なくないためである。つまり、こうした証券会社は、先の証券業の分類で言えば、1(対顧客業務)のほか、8(リサーチ)や9(リスクテイク業務)も一部おこなないながら、会社の技術力や人材から、清算関連業務に資本を振り向けるのは得策ではないとしているのである。

4 オムニバス方式とフルディスクローズ方式

具体的に、バックオフィス業務の委託はどのような形でなされているのであろうか。アウトソーシングには、オムニバス(一括)方式とフルディスクローズ(全面開示)方式がある。

オムニバス方式では、クリアリング・ファームはイントロデュースング・ファームの顧客の注文をイントロデュースング・ファームの名前で執行、清算する。クリアリング・ファームは、顧客の個別の名前を知らされず、顧客の側もクリアリング・ファームの存在を知らない。したがって、個々の取引の報告、報告書の送付等はクリ

アリング・ファームからイントロデューシング・ファームに一括して送られ、個別顧客への送付はイントロデューシング・ファームがおこなう。

オムニバス方式の場合、バックオフィス業務のどこまでをクリアリング・ファームがおこなうかは個々の契約ごとにまちまちである。最も少ない場合だと、上記証券業務の内の5（証券会社間の取引内容の確認）と6（証券会社間の決済）だけである。この場合、2（注文の執行）はイントロデューシング・ファームでおこなわれるのであり、SIAの分類が示すようにNYSE会員会社であるにもかかわらず自社で清算業務をおこなわない証券会社があるが、その場合のアウトソーシングはこうした形になると考えられる。しかし、ほとんどは、2（注文の執行）もクリアリング・ファームによっておこなわれる。

委託契約のポイントとなるのは、4（顧客との決済）と7（信用取引口座への信用供与）をどちらが負担するかである。（これをイントロデューシング・ファームがおこなう場合はまれであるが、その場合、その会社は、クリアリング・ファームではないがキャリイング・ファームであることになる。）顧客との決済をおこなう証券会社は、同時に、顧客の資金・証券を預かり、売買にともなう受渡・決済、配当・利子の支払いもおこなうことになるが、その時には、顧客口座の余剰資金（証券）を使って別の信用取引口座への信用供与をおこなうことができ、金利収入を得ることができるのである。そのため、こうしたサービスもクリアリング・ファームに委託した場合には、かえって委託費用が割り引かれることになる。

しかしながら、こうしたオムニバス方式のクリアリング契約は、現在ではまれで、フルディスクローズ方式が一般的だと言われている。この場合、クリアリング・ファームは、イントロデューシング・ファームから個別顧客の名前、住所等を知らされており（fully disclosed）、アウトソーシングの範囲は形式上は契約によって異

なるとはいえ実際には上記2から7のバックオフィス業務のすべてがクリアリング・ファームに委託されるのがほとんどである。すなわち、イントロデューシング・ファームが新規顧客を獲得すると、顧客の資金・証券は顧客から直接クリアリング・ファームに送られるか、イントロデューシング・ファームが一旦受け取る場合もすぐにクリアリング・ファームに送られ、クリアリング・ファームに口座が開設される。後は、イントロデューシング・ファームが注文を受ける度にそれをクリアリング・ファームに連絡すれば、その後の執行、決済、口座管理、報告書の送付等すべてはクリアリング・ファームがおこなうのである。売買委託手数料も、クリアリング・ファームが顧客口座から徴収しそれをイントロデューシング・ファームに送金する形を取る。

こうしたクリアリング・ファームのサービスに対する対価は、おおよそ委託手数料の一五〜二〇%程度と言われているが、その算出方法は、契約によりまちまちである。委託手数料の一定割合もあれば、取引一株あるいは取引一件につきいくら、また取引量に関係なく一カ月につきいくらという方法もある。

5 アウトソーシングと法的責任

イントロデューシング・ファームとなっている証券会社は、三四年証券取引所法が証券会社に求めている義務のいくつかを免除されている。例えば、規則15c3-3は顧客証券の保管義務を定めているが、そのk（適用除外）の(2)で「イントロデューシング・ファーム[Introducing broker or dealer]として、顧客と（および顧客のため）のすべての取引をフルディスクローズ方式によりクリアリング・ファーム[clearing broker or dealer]と清算し、かつ、「中略」クリアリング・ファームに顧客のすべての資金および証券を速やかに交付する者」を挙げ、同条の適用を免除している。同様に、最低自己資本要件（ネットキャピタルルール）（同

規則15c3-1)、記録作成義務(17a-3)、顧客用説明書送付義務(17a-5)などが免除されている。

では、投資家が資金・証券の受け払いに応じない場合のリスクはどちらが負担することになるのだろうか。そうした場合、当然、清算機関等の会員であるクリアリング・ファームが責任を負うことになる。しかしながら、クリアリング・ファームにとっては、自分たちが直接接触しない顧客の信用リスクを負わされるのは割にあわない。そのため、クリアリング契約において、顧客の不払いによって生じたクリアリング・ファームの損失は、イントロデュースング・ファームが賠償することと定めるのが一般的である。つまり、市場に対しては会員であるクリアリング・ファームが責任を負うものの、その負担は事実上、イントロデュースング・ファームに転嫁されているのである。しかしながら、株価が急激に動いた時など、多くの投資家が決済不能となり結局イントロデュースング・ファーム自身も支払い不能に陥る場合もある。そうした時には、クリアリング・ファームは市場に対する清算債務を他に転嫁できないまま自分で被るほかない。実際、八七年のブラックマンデーの際には、そうした理由で巨額の損失を被ったクリアリング・ファームも少なくなかったのである。そうしたリスクに対処するため、クリアリング・ファームは、自社が管理する口座の状況、例えば、投資証券の価格変動、流動性、特定証券への集中度などを常時チェックしている。さらに、ほとんどのクリアリング契約において、クリアリング・ファームに対して様々な権利、例えばイントロデュースング・ファームから顧客の信用情報を受ける権利、いかなる顧客の口座・注文もいつでも停止・拒否する権利、イントロデュースング・ファームに財務状況の報告を求める権利等が認められている。

次に、イントロデュースング・ファームとクリアリング・ファームの関係を、インデペンデント・コントラクター (Independent Contractor: IC) とそれが属する証券会社の関係と比較してみよう。ICとは、証券会社に属しながらも、営業活動は会社から全く独立しておこない、その代わり委託手数料の八割程度の戻しを得る証券営業員のことである。³⁾ ICが所属する証券会社自身がクリアリングを外部委託している場合も少なくないが、簡単にするため、所属証券会社が(広義)クリアリング・ファームである場合を考えてみよう。その時には、ICとイントロデュースング・ファームは、どちらも、一定の手数料を払ってバックオフィス業務をアウトソーシングしており、かつ営業組織としてはそれらから独立しているという点でよく似ている。ICも、戻し率が八割であるというより、手数料の二割を払ってバックオフィス業務を会社に委託しているといったほうが実態に近いからである。したがって、両者は、証券営業員が独立する際の段階の違いにすぎないと考えることもできる。すなわち、証券営業員の典型的な独立化のパターンは、大手証券会社の営業員から地方証券会社に移籍し、それからICとなり、次にイントロデュースング・ファームを設立するというプロセスと考えられるからである。

しかし、決定的な違いは、言うまでもなくイントロデュースング・ファームが三四年証券取引所法上の証券会社 (Broker-dealer) であり、したがって、それにとまなう様々な義務を負うのに対して、ICは実態的には独立した営業をおこなっていると法令上は証券会社に属する営業員にすぎないという点である。それが具体的に問題となるのは、一つには顧客とのトラブルが発生した場合である。顧客の不払いという場合なら、ICもイントロデュースング・ファームも同様であり、すでに述べたように、市場に対してはクリアリング・ファームが責任を負い、次にクリアリング・ファームがICないしイントロデュースング・ファームに損害賠償を請求することになる。しかし、適合性違反などの不適切な営業行為に対して投資家から損害賠償が請求された場合、その被告となるのは、ICの場合、その所属証券会社であるのに対して、イントロデュースング・ファームの場合はクリアリング・ファームではなくイントロデュースング・ファームそのものとなる。ICが所属証券会社の

代理人にすぎないのに対して、イントロデューシング・ファームは、法令上もそれ自体が独立した証券会社だからである。

以上、イントロデューシング・ファームとクリアリング・ファームの関係を見てきたが、こうした現状は、実は七〇年代後半以降の制度改革によって成立したものである。次号では、七〇年代後半以降のアウトソーシングの急増とその背景について検討することとする。

- (1) クリアリング・ファームを指す言葉としては、三四年証券取引所法規則ではclearing broker or dealer、SH Cのアンチマネージャーではclearing and carrying firm、NYSE規則ではcarrying organizationが使われている。clearingは取引の清算、carryingは顧客の証券・資金の保管(口座管理)を意味し、厳密にいえば両者は全く同じではなく、二つの機能を別の証券会社が担うことも従来皆無ではなかった。しかし、最近では、取引の執行・清算と口座管理はほとんどの場合、同じ証券会社でおこなわれており、二つを区別することに現実的な意味はなからず。後掲参考文献等でも二つの言葉は区別なく使われており、clearing firmが一般的用語となっているようにある。

(2) 文献 [2] pp.34-5 による。

(3) 100については、拙稿「インデペンデント・コントラクターについて」本誌一五四一号、一九九六年十二月参照。

参考文献

[1] Fitzpatrick W.J and R.T.Carman, "An Analysis of the Business and Legal Relationship Between Introducing and Carrying Brokers", *The Business Lawyer*, Nov. 1984.

[2] Minnerop, H.F., "The Role and Regulation of Clearing Brokers", *The Business Lawyer*, May 1993.

[3] Minnerop, H.F. and Hans R.Stoll, "Technological Change in the Back Office: Implications for Structure and Regulation of the Securities Industry", in *Technology and the Regulation of Financial Markets* (A.Saunders and L.J.White, eds.), LexingtonBooks, 1986.