

イントロデュース・ファームの増加とその背景

伊豆

久

1 はじめに

本誌先月号「イントロデュース・ファームとクリアリング・ファーム」では、バックオフィス業務を他社に委託する証券会社とそれを受ける証券会社の関係について紹介したが、本稿では、そうした分業体制が生まれた背景について検討する。

はじめに、イントロデュース・ファームとクリアリング・ファームの数の推移を見てみよう。

図1は、ニューヨーク証券取引所(NYSE)会員会社(ただし一般投資家と取引をおこなう証券会社のみ)をイントロデュース・ファームとクリアリング・ファームに分け、その数の変化を示したものである。これを見ると、クリアリング・ファームが大幅に減少しているのに対して、イントロデュース・ファームは、横ばいないし増加傾向にあり、現在(一九九六年)では、二つが全くの同数(一五三社)になっていることがわかる。NYSE会員と言えどもその半数はバックオフィス業務をアウトソーシングしているのである。

図1はNYSE会員のみについてのグラフであったが、図2はNYSE非会員を含めたもの(七四年から八四年のグラフはNASD会員会社、八〇年から九五年のグラフはSEC登録会社で、両者は連続していない。また、どちらも一般投資家と取引をおこなう証券会社のみ)である。非会員を含めると、イントロデュース・ファームの変化はさらに激しいことがわかる。七〇年代からの増加基調を八〇年代に入って加速させ、その後八七年

図1 インTRODューシング・ファームと
クリアリング・ファーム (NYSE会員) の推移

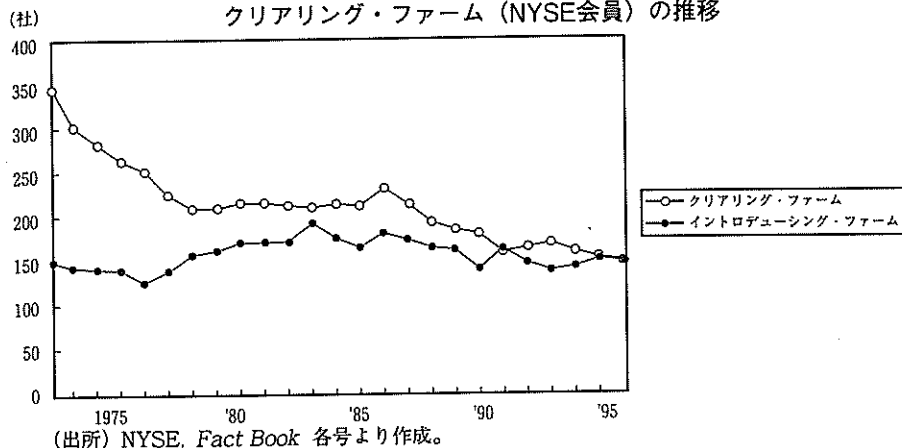
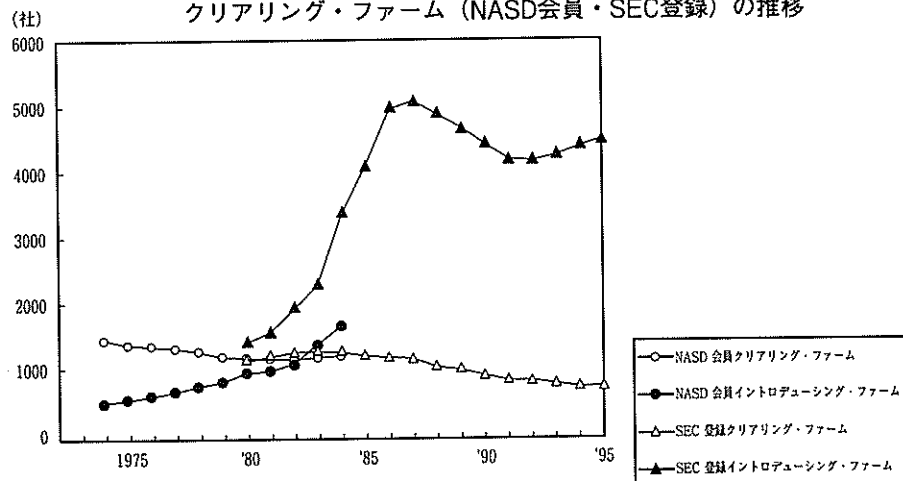


図2 インTRODューシング・ファームと
クリアリング・ファーム (NASD会員・SEC登録) の推移



(ブラックマンデーの発生年)を頂点に減少し、さらにはここ数年株価の上昇に伴って再び増加していることがわかる。すなわち、米国では、市場の繁閑に応じた証券会社の参入・退出が活発であることはよく知られているが、実際にそうした変化が生じているのはイントロデューシング・ファームなのである。それに対して、クリアリング・ファームはほぼ一貫して減少しており、バックオフィス業務をおこなう証券会社では業務の集中が生じていることがうかがえる。

イントロデューシング・ファームとクリアリング・ファームの変化がこのように大きく異なっているのはなぜなのだろうか。

2 委託手数料の自由化

図1、2を見ると、まず七〇年代のはじめから後半にかけてクリアリング・ファームが急減していることがわかる。その理由は、言うまでもなく七五年のメーデーに至る委託手数料の自由化と「株式の死」とまで言われた株価の低迷による証券業の収益悪化である。七二年に三四六社あったNYSE会員のクリアリング・ファームは、七六年には二五二社にまで減少している。しかし、証券業全体がこのような厳しい状況にあった中でも、イントロデューシング・ファームへの影響は小さく、NYSE会員でもその減少幅はわずかで(図1)、非会員を含めるとむしろ増加していることがわかる(図2)。こうした違いの理由はどこにあるのであろうか。

手数料自由化以前は、証券会社であっても、非会員であれば注文をつないでもらう会員にNYSEが定めた手数料をそのまま支払わなければならなかった。七一年九月に非会員に対する四割までの割引が認められたとはいえ、非会員証券は、著しく不利な立場にあったのである。しかし、七五年に手数料が完全自由化されると、非会

員のイントロデュースング・ファームが、会員であるクリアリング・ファームに執行や清算業務を委託する場合、委託したサービスに応じた手数料だけを、しかも自由な交渉にもとづく手数料を支払えばよくなったのである。その下落幅は、顧客から受け取る手数料の減少額よりも大きかったため、手数料自由化は、証券業全体にとって大きな打撃になったとはいえ、非会員を中心とするイントロデュースング・ファームにとっては大きなビジネスチャンスとなったのである。七〇年代にイントロデュースング・ファームが増加している理由の一つはこの点にある。

3 最低自己資本規則

もう一つの理由は、委託手数料が自由化された翌月、一九七五年六月にSECが統一最低自己資本規則（ネットキャピタルルール）を採択したことである。⁽²⁾⁽³⁾

この規則改正では、従来からの、証券会社の健全性を図る指標として自己資本の大きさが有効であるという考え方は維持されると同時に、資本の充実度に対する新たな考え方が導入された。証券会社に対する自己資本規制の目的は顧客からの預かり資産の保護にあるものの、その目的が満たされれば、証券業における資金使途の効率性・柔軟性を妨げる必要はない、すなわち、証券会社の財務状況が顧客の損失やSIPCファンドの減少を招く可能性を最小限に抑えるべく証券会社の資本の充実を図らねばならない一方で、投資家の保護に必要な限度を超えた資本の拘束は望ましくないとされたのである。

具体的には、顧客資産を預かる証券会社（クリアリング・ファーム）と預からない証券会社（イントロデュースング・ファーム）に対する最低自己資本要件に格差を設けることが打ち出された。⁽⁴⁾ すなわち、顧客資産の保

護預かりをおこなわない証券会社には、証券取引所法規則二五C二二の適用を免除するとされ、具体的には、登録ブローカー・ディーラーが、顧客口座をクリアリング・ファームにフルディスクローズ方式で委託する場合には、最低自己資本⁽⁵⁾を五千ドルとする一方、クリアリング・ファームに関しては、二万五千ドルか債務総額の六・六六%のどちらか大きい額を最低自己資本として維持することが決められたのである。

このことが、イントロデュースング・ファーム形態での証券業への参入を容易にしたことは間違いない。投資家保護のために必要な規制と必要でない規制を明確にしたことが、証券業における分業（アンバンドリング）を可能にし、資力が乏しくとも特定の業務で能力をもった者の参入を促したのである。

4 八二年のNYSE規則改正

八〇年代に入ると、もう一つの大きな改革が実施される。一九八二年のNYSE規則の改正である。⁽⁶⁾ この規則改正の目的は、後述のように、クリアリング・ファームとイントロデュースング・ファームの業務の分担を明確にすることにより、それぞれの対顧客責任の範囲をはっきりさせることにあった。図2が示すように八〇年代の初めにイントロデュースング・ファームが急増していることから、この規則改正がバックオフィス業務の外部化をどれほど推進することになったかがわかる。規則そのものの中身を紹介する前に、そうした改正が必要とされた背景を見てみよう。

一言で言うと、この規則改正がもつ意味は、イントロデュースング・ファームの不適切な対顧客営業にともなう損害賠償責任からクリアリング・ファームを解放するところにあった。というのは、それまで、イントロデュースング・ファームの法令違反行為に対して顧客がクリアリング・ファームを訴え、裁判所もクリアリング・フ

アームの賠償責任を認めるケースが少なくなかったからである。八二年の規則改正によって、クリアリング・ファームは契約内容を事前に明らかにしておけば、そうした訴訟リスクから逃れられることになったのである。では、それ以前には、どのようなケースに、どのような論理でクリアリング・ファームの損害賠償責任が認められていたのだろうか。

(1) 規則改正の背景

イントロデューシング・ファームには、クリアリング・ファームである老舗のNYSE会員会社の名前を使うことで顧客の信用を得ているところが多い。コールドコール(見込み客への飛び込み電話)で、自社の名知れた大手証券会社と特別な関係にあることをことさらに強調する場合も少なくないと言われる。また実際、クリアリング・ファームの支店と同じフロアに店舗を構えていたり、あるいはクリアリング・ファームからの資金援助によって開業したというところもある。こうしたことが生じるのは、イントロデューシング・ファームには、クリアリング・ファームの営業員だった者が独立して設立したケースが多いためではないかと推測される。

問題となるのは、そうしたイントロデューシング・ファームが適合性の原則に反した取引、あるいは顧客の承認を得ていない売買や回転売買による手数料稼ぎなどをおこない、かつ、財務状態が苦しいため顧客からの損害賠償請求に応ずることができないといった場合である。その時、クリアリング・ファームにはどこまで責任があるのか、が裁判でたびたび争われて来たのである。

投資家側の主張を最大公約数的に要約すると、クリアリング・ファームは、イントロデューシング・ファームを注文集めのための事実上の子会社として使っており、また、口座を管理する立場にあるものとして、個々の口

座の残高、投資先の銘柄、売買頻度、顧客が支払っている手数料の額などあらゆる取引情報、口座情報を得ているのであるから、イントロデューシング・ファームの不適切な営業を改めさせる能力があり、かつその責任があったはずだというものである。

対するクリアリング・ファームの側は、自分たちはイントロデューシング・ファームの委託を受けてイントロデューシング・ファームのためのバックオフィス業務をおこなっているにすぎない、つまり、イントロデューシング・ファームがプリンシパル(依頼人)で、自分たちはそのエージェント(代理人)にすぎないのであって、プリンシパルがエージェントを監督しなければならずエージェントがプリンシパルに対して責任を負うのは当然としても、エージェント(クリアリング・ファーム)がプリンシパル(イントロデューシング・ファーム)の行為に何らかの責任を負う義務はないと主張してきたのである。

これに対して、裁判所では、二つの会社の契約上の形式的な関係だけでなく、実態として両者がどのような関係にあったかが重視され、クリアリング・ファームに顧客への損害賠償責任を認めるケースが少なくなかった。これが、クリアリング・ファームにとって大きなビジネスリスクとなっていたのである。判例に従えば、形式上は自社の子会社でも支店でもないイントロデューシング・ファームの法令順守状況を、クリアリング・ファームが常に監督せねばならなくなり、それにとまなうコストがクリアリング契約のハードルを高くしていたのである。こうした状況に対して、大手クリアリング・ファームから成るSIA(証券業者協会)のクリアリング・ファーム委員会を中心に積極的なロビー活動がおこなわれたこともあり、クリアリング・ファームの責任免除を可能とするNYSEの規則改正がなされたのである。

新しい規則により、クリアリング契約において明示し、かつ投資家にそれを告知すれば、クリアリング・ファ

ームの分担する業務の範囲、したがってそれにもなう責任の範囲を限定できることが明文化された。これにより、以降、多くの判例がクリアリング・ファームの責任をより限定的に解釈するようになり、クリアリング契約の締結、ひいてはイントロデューシング・ファームの新規参入が容易になったのである。

(2) 改正規則の内容

新しいNYSE規則三八二条は三項目から成り、その主旨は以下の通りである。

(a) NYSE会員がクリアリング契約 (carrying agreement) の少なくとも一方の当事者となった場合、契約の発効日以前に、当該契約をNYSEに届け出、承認を受けなければならない。

(b) フルディスクローズ方式によるクリアリング契約は、少なくとも以下の業務について、イントロデューシング・ファームとクリアリング・ファームの分担と責任を定めなければならない。

1. 口座の開設・承認・モニタリング
 2. 信用供与
 3. 記帳と記録の保管
 4. 資金と証券の受け払い
 5. 資金と証券の保護
 6. 約定の確認と報告
 7. 注文の受託と取引の執行
- (c) フルディスクローズ方式によるクリアリング契約が結ばれている場合、口座が開設される時に、イントロ

デューシング・ファームとクリアリング・ファームの関係を投資家に書面で告知しなければならない。

これによって、クリアリング契約に明示し、顧客に書面で告知すれば、クリアリング・ファームがおこなう業務範囲、したがってそれにもなう責任を限定することが可能となったのである。具体的には、(b) に上げられた七つの業務の内の「1. 口座の開設・承認・モニタリング」をイントロデューシング・ファームの分担とすることに⁽²⁶⁾により、クリアリング・ファームは対顧客業務におけるトラブルを免れることができるのである。

ところが、NYSE規則四〇五条では、いわゆる顧客熟知義務が定められており、「すべての会員は、(中略)すべての顧客、すべての注文、すべての現金口座および信用取引口座に関する重要な事実を知るため、適切な調査 (due diligence) をおこなわなければならない」等とされている。したがって、このままでは、三八二条の責任の限定が意味をなさなくなるため、三八二条改正と同時に、四〇五条のこれらの条項に対して、「イントロデューシング・ファームとクリアリング・ファーム間のこの規則による責任の分担については規則三八二条を参照すること」との付則 (supplementary material. 20) が付け加えられ、これによってクリアリング・ファームの顧客熟知義務免除が保証されることになったのである。

5 おわりに

以上まとめると、イントロデューシング・ファームの急増をもたらしたのは、委託手数料の自由化、最低自己資本規則の改正、クリアリング・ファームの責任免除を可能とするNYSE等の規則改正の三つであったと考えられる。

しかし、こうした規則改正による新規参入の増加は、業界を活性化させる一方で、法令規則の違反行為に対す

る規制機関の対応能力を相対的に低下させることにもなった。また、いくら顧客資産を預からないとはいえ、すでに述べたように、イントロデュースング・ファームの資本が十分でないと、決済リスクがクリアリング・ファーム、さらには決済システム全体に及ぶ危険がある。そのため、一九九二年には、自己資本規則が改められ、最低資金が引き上げられた。⁽⁸⁾これにより、イントロデュースング・ファームの最低自己資本は一時的にせよ顧客資産を受け入れるか否かに応じて五千ドルないし五万ドルに、クリアリング・ファームは二五万ドルに引き上げられた。⁽⁹⁾

九二年のこの改正に対しては、当然のことながら、イントロデュースング・ファームから強い反対があったが、実際の影響はクリアリング・ファームにより大きかったと言われている。中小のクリアリング・ファームの中には、自社でのクリアリングを断念し、イントロデュースング・ファームに転身するところも少なくなかったのである。

また、昨年来、一、二のイントロデュースング・ファームの悪質な行為が注目を集め、取引・口座情報を知り得る立場にあるクリアリング・ファームの責任を問うべきではないかとの意見が再び強まっている。そうした声を受けてNYSEは、この九月の理事会でクリアリング・ファームに新たな義務を課すことを決定した。⁽¹⁰⁾具体的には、イントロデュースング・ファームの顧客から苦情を受けたクリアリング・ファームは、その内容をイントロデュースング・ファームとNYSEなどの自主規制機関に通報しなければならないというものである。すでに述べたように、現在までは、イントロデュースング・ファームがなんらかの不適切な営業行為をおこなっていても、クリアリング・ファームには何の責任も生じなかったのであるが、イントロデュースング・ファームの売買手法などを知り得る立場にある以上、一定の条件のもとで規制機関への通報義務が課されたのである。

(1) H.F.Minnerop 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.) Lexington Books, 1986, p.35.

(2) SEC.Release No.11497 (Adoption of Amendments to Rule 15c3-1 and Adoption of Alternative Net Capital Requirement for Certain Brokers and Dealers). June 26, 1995.

(3) 統一規則が採択された背景は六〇年代末のいわゆるバックオフィス危機にさかのぼる。それまでは取引所会員証券会社には取引所の自己資本規則が適用されていたが、バックオフィス危機の過程で多数の会員証券会社が破綻すると、SECと議会は取引所の監督能力は十分でないと判断、SECレベルでの統一的な自己資本規則制定に踏み切ったのである。

(4) 自己資本規制上、イントロデュースング・ファームとして認められるためには顧客の資産を預からないことが必要であるため、オムニバス方式で清算業務をアウトソーシングしている場合は、クリアリング・ファームとしての自己資本要件を満たさなければならぬ。

(5) 「*net capital*」とは、純資産 (*net worth*) に一定の条件を満たす劣後債務を加え、そこから「容易に現金化できない資産」と証券などのポジションの一定割合を差し引いたものと定義されている。

(6) SEC.Release No.18497 (Order approving Proposed Rule Change). Feb.19,1982.アメリカン証券取引所でも同じく一九八二年に、また九二年にはNASDでも同様の規則改正がなされている。

(7) E*トレード社のホームページには「顧客への責任の告知」のページ (http://www.etrade.com/html/open_acct/sfml.htm) があり、イントロデュースング・ファームであるE*トレード社とそのクリアリング・

フォームであるノンソナ・ソーン・ケダルト社のそれぞれの対顧客責任の範囲が示されている。

- (8) SEC Release No.34-31511 (Net Capital Rules:Final Rule Amendments) .Nov.24.1992.
- (9) その他には、清算業務をおこなうが、信用取引口座をもたず清算に必要な以上の証券・資金は受け入れないタリマリング・フォームは10万ドル、マーケットメイカーは、マーケットメイクする銘柄数に応じて10万ドルから100万ドルを最低自己資本に追加、ミューチュアル・ファンド専門のプロローカーは二万五千ドルなどとするこゝろが定められた。
- (10) Garry Weiss."Clearing Firms.clear thyself".Business Week July 7.1997."Heat Rises On Wall Street 'Clearing'Operations".Wall Street Journal.June 17.1997."Big-Board Rules Might Be Added For Clearing Firms".W.S.J.July 31.1997."Big Board Requires Clearing Brokers To Report More Data on Small Firms".W.S.J. Sept.8.1997.

(29)

※参考文献については、本誌先月号掲載の拙稿を参照された。

重複上場オプション