

イギリスの清算会社・ロンドンクリアリングハウス

福本 葵

1 はじめに

一九九九年五月より、東京証券取引所では、東証で行われる全ての取引を対象に清算機関方式を導入している。また、アメリカでは、一九七六年に設立されたNational Securities Clearing Corporationを代表とする清算会社が、決済の二プロセスである清算の役割を果たしてきた。これらは、主に現物取引の清算制度である。清算会社は、オプション取引や先物取引についても存在する。アメリカの先物取引所シカゴ・ボード・オプション取引所（CBOE）の子会社として、一九七二年に設立されたオプション清算会社（OCC）やイギリスのLondon Clearing House（LCH）は、先物取引の清算会社である。先物取引については、ドイツとフランスが共同運営する金融先物取引所EUREX（ユーレックス）の日本進出を今月内に発表することが報道された。⁽¹⁾これは、国債の先物を扱う東京証券取引所とも競合するものである。このように先物取引においても市場間競争が始まっている。そして、先物取引が行われている市場がどのようなバックオフィスシステムを持っているかは、その市場を取引の場として、選択するか否かの一つの決定材料となる。市場間競争で生き残るためには、決済が安全で効率的に行われることが必要となってくる。

⁽²⁾そこで、本稿では、イギリスの先物取引の清算会社である、London Clearing House（LCH）について紹介する。LCHはどのような取引の清算をその業務の対象としているのか。どのような特徴があるのか。

2 設立

イギリスには、London Clearing House (LCH) というクリアリングハウスが存在する。LCHの前身は、ロンドン物産清算会社 (London Produce Clearing House) である。ロンドン物産清算会社は、商品取引の清算を行うことを目的として、一八八八年、設立されたものである。この会社は、ロンドンの商品市場の清算を行うことを業としていた。また、一九六九年以降は、海外の商品市場においても、先物契約の保証と清算という重要な役割を果たしてきた。ロンドン物産清算会社は、一九七三年五月に、社名をInternational Commodities Clearing House Limited (ICCH) と変更している。更に、一九八九年、ICCHはICCHの清算部門とICCH Financial Marketとに二分される。ICCHの清算部門が新たに発足したものの、これが、LCHである。

3 資本

LCHは、一九八六年金融サービス法によって認可されたクリアリングハウスである。また、LCHは株式会社という形態を取っている。その、五千万ポンド (£50M) の株式資本のうち、七五%がその参加者によって、残りの二五%をロンドンの三つの取引所 (LIFE, LME, IPE) によって保有されている。それぞれの参加者が一株を持つように要求されている。取引所の株式はLCHが行う処理量に比例し、それぞれの取引所の分担金に基づいて所有されている。

4 目的・業務

LCHの目的は、安全で効率的なクリアリングを行うこと、参加者と取引所に対してのサービスを提供すること、国内、国際的市場と関係者の利害関係の完全性を守ることである。

LCHは、現在、金融商品、非鉄の主要成分金属、エネルギー、繊維 (Soft commodity) と農産物、の取引から発生する一三〇の異なった先物とオプション契約と九二六の株式取引を清算している。LCHが清算する取引は、The London International Financial Futures and Options Exchange (ロンドン国際金融先物取引所、LIFE)、The London Metal Exchange (ロンドン金属取引所、LME)、The International Petroleum Exchange of London (ロンドン国際石油取引所、IPE)、Tradepoint Financial Networks (Tradepoint) の四取引所で行われた取引である。異なった取引の特徴と広範囲の契約を持つ四つの取引所の取引を清算することは、LCHに多様なリスクポートフォリオを提供する。LCHの手続はそれぞれの契約に合わせて作られている。しかし、それらを支える基礎的なシステムは、大部分は標準化されている。複数の取引所で清算を行う参加者は、それらのバックオフィスシステムを集中化し、標準化することが可能であり、すべての参加者の取引はネットされ、それぞれの通貨ごとに清算された後の契約について、一回の支払いまたは、受け取りを行えばすむ仕組みとなっている。

5 参加者デフォルトファンド (MDF)

参加者は、参加者のデフォルトファンド (MDF) として、一億五千万ポンド (£150M) の分担金を現金で納めることが必要とされている。分担金は三カ月ごとに再計算され、調整される。このMDFについては、すべてのメンバーが三カ月のLIBORプラス一%利子を受け取る。

参加者がデフォルトした場合にはどうなるか。デフォルトした参加者との関係で、LCHに損失が発生し、かつ、その損失が、デフォルトした参加者がLCHに預けていた証拠金を越える場合は、MDFが使われることに

なっている。最初の請求金は、デフォルトしている参加者の基金への分担金から取り崩される。次に、最高一千万ポンド (£10M) がその年のLCHの税引前利益から支払われる。その次に、他の参加者の分担金から支払われる。損害が一億五千万ポンド (£150M) を超えるのであれば、最高一億ポンド (£100M) が別の保険から引き出されることができる。

これまで、LCHの国内の清算活動関係でデフォルトがあったのは三件である。

6 規制機関

LCHは、一九八六年金融サービス法下で、クリアリングハウスとして認可され、証券投資委員会 (Securities and Investments Board, SIB) によって規制されている。その参加者はthe Securities and Futures Authority (SFA)、イングランド銀行等によって規制される。LCHは、参加者規制に関して、情報の共有のためにSFAや取引所と協力している。

7 主要な役割

LCHの主要な役割はロンドンの取引所で行われた取引のカウンターパーティーを務めることである。LCHが取引のカウンターパーティーになることによって、参加者(取引所の清算会員)にデリバリー、執行、決済まで含めてすべての債権債務を保証することができる。

証券取引が行われる取引所では、取引情報を電子的に登録する。それぞれの営業日の終わりに、取引はLCHの名前で登録される。このことによって、取引当事者が行った当初の取引は、買い手当事者とLCH、売り手当事者とLCH、の間の二つの契約に置きかえられる。

LCHの複数取引の集中化されたカウンターパーティーとしての働くことは、参加者とその顧客との清算に多くのメリットを提供している。

まず、LCHは、効率的で集中化されたバンキングシステムとリスク管理のノウハウを有している。また、複数の市場の様々な取引を対象としていることから、様々なリスクポートフォリオを有している。これらのことから、参加者や取引所に対し、効率性と安全性を与える。二番目に、参加者が取引相手方になることを免れ、このリスクをLCHが担うことによって、市場流動性を拡大させることができる。かつ、清算と決済のコストを減らす。三つ目に、LCHは、参加者の顧客と直接、契約の関係を持っていないが、その参加者は自己分と顧客口座を分別して管理することが可能なくみとなっている。クリアリングハウスの規則は顧客口座の利益を保護するものである。参加者がFSAやその他の司法権において要求されている顧客の金銭との分別に従うことを可能にする。

8 リスク管理

(1) 参加者のカウンターパーティーとなることによるリスク

参加者のカウンターパーティーとなることによって、クリアリングハウスはデフォルトの可能性にさらされる。このリスクは以下の三つの手段によって回避される。

Membership Review (参加者の監視)

Position Monitoring (ポジション監視)

Margining (証拠金)

① 参加者審査

このプロセスにはLCHの参加者になるための加入審査と既存参加者に対する継続審査がある。参加者は以下の条件を満たさなければならない。

一九八六年金融サービス法とその他の銀行業務あるいは金融を規定するあらゆる条件に一致すると認められた法人であること、取引所の清算会員であること、LCHが要求するLCHに対する資金の即時転送のための銀行約定を締結すること、最低純資産の条件を満たすこと、最低永久資金需要を満たすこと、である。

LCH参加者の規制は、FSAの導入の結果としてだけでなく、EU指令、国際銀行業務取り決めの下、マーケットリスクをカバーするために、この十年で、さらに包括的になった。

規定する必要条件を満たすことができなくなった場合、五〇以上の国際的取引所とクリアリングハウスに届け出ると共に、LCHの協定の下、SFAとイングランド銀行にも、届出を行わなければならない。

② ポジション監視

LCHは参加者のポジションを日々監視する。これは、参加者に、日々更新される証拠金を請求し、また、デリバリーすることができかどうかを監視することである。これらの行為によって、LCHはその参加者のリスクを分析する。LCHは、極端な価格変動の可能性とマーケット不安定性を考慮に入れながら、未決済建玉と証拠金債務の大きさに関係する、ポジションの集中や異常な動きを見つける。LCHのモニタリングは取引所の監視によって補完される。取引所は、FSAの下、市場の秩序と完全性を保証する責任を持っている。LCHは取引所等の規制機関と常に情報交換を行っている。また、清算会社のリスク管理は、すべてリアルタイムで行われる。

③ 証拠金

決済を保証するために、信用証拠金として当初証拠金の積立が義務づけられている。また、市場価格が予想に反して変動したために、証拠金が目減りした場合には、価格変動に見合った変動証拠金の追加積み立てが必要になる。

(a) 当初証拠金 (Initial Margin)

潜在的なマーケットリスクに対して、リスクをカバーするためのに、LCHは、すべての未決済の建玉について、現金、抵当あるいは銀行保証の形で証拠金の預託を求めている。これを当初証拠金という。当初証拠金は、参加者が新規に取引を行う場合に、参加者のそれぞれからLCHに預託されるものである。当初証拠金の金額は、清算会社と取引所によって決められているが、清算会社は、個別契約の日々の変動に応じて、追加的に証拠金を徴収することができる。

当初証拠金は、契約がやむをえず手舞いされる時、清算会社が資力を持っていないなければならないため、LCHの参加者によって支払われるものである。契約は、すべてネットイングされているので、証拠金が、すべての建玉に必要とされる。証拠金は、第一義的には、顧客が、次に、ブローカーによって支払われる。

一般に、他の市場では当初証拠金の必要額が日々計算される。しかし、LCHは一日中価格を監視している。異常な市場状態のために、契約に必要な証拠金が既存の当初証拠金(適切な取引と関連して、LCHによって設けられた)を越えるのであれば、追加証拠金が要求される。

(b) 変動証拠金 (Variation Margin)

変動証拠金は、営業日終了後、すべての未決済の先物とオプションのポジション、株取引について、日々計算され、関連ある取引の終値に照らし合わせて再評価される。参加者は、決済の前に、これらの相当量の代金をLCHに支払うか、LCHから受け取る。あるいは、金属取引やオプション取引の場合のように、参加者の貸方残高は決済日まで、借り方を埋め合わせるために使われる。

(2) デリバリーリスク

LCHは受渡まで含めてすべての契約のカウンターパーティーであり続ける。参加者の受渡不履行によって被るリスクを、証拠金の支払いによって、また、DVPを実行することを通じて、カバーする。買い手参加者からの支払いや売り手参加者から引渡は、どちらも反対の移転が行われる前に受け取られる。買い手がフェイルした場合、クリアリングハウスは、商品や証券の貸与や代替売却によって、購入者に資金を渡せるようにする。反対に、売り手がフェイルしたならば、クリアリングハウスは、借入、買戻しによって、先ほどの売り手のために、商品や証券を調達する。この行為のコストは、最終的には、参加者に請求される。

(3) 銀行、担保預金に関するリスク

当初証拠金の大部分が現金の形態で保持される。LCHは参加者にその利子を払う。この現金は慎重にロンドンインターバンク市場に投資され、元本は清算会社の業務を支えるものとなっている。LCHはこのマーケットにおける主要な仲介者の役を務める。そして、満期の短期化や、取締役会公認の銀行、取締役会によって承認された銀行にその運用を制限することによってリスクをコントロールする。

(4) 契約リスク

不適当な取引、詐欺、非流動性の結果として、契約が予定通りに行われず、そのために受渡が不可能になる可能性がある。この場合、LCHは、関連する取引所と協力し、フェイルされた契約が完全に決済されるようにすることによって市場の完全性を守る。

9 資産

LCHは、自動化された資金オペレーションを集中化している。それは、すべての支払いと受け取りを管理し、担保預金の手続きを行っている。そして、おおよそ一五億ポンドの現金資産を管理している。

(1) 取扱い可能な通貨と担保

LCHによって清算された契約は、英国通貨、ドイツマルク、USドル、イタリアリラ、ECU、スイスフラン、日本円、スペインペセタ、フランスフランという、広範囲の通貨に換算され、参加者が当初証拠金、変動証拠金の債務をどの通貨によってもカバーできるようにしている。また、現金以外でも、LCHは当初証拠金をカバーするイギリス国債、ギルト (UK Treasury Bills and Gilts)、英国預金証書 (Sterling Certificates of Deposit) 等の担保を広く受け入れている。

(2) 参加者債務のネットティング

それぞれの参加者の支払いと受け取りはすべての契約が、通貨ごとにネットされている。これは、参加者とL

ＣＨの間の金銭のやり取りの回数を減少させ、管理を容易にし、コストを節約している。特に取引所をより多く利用する者にとってコスト安になる。

(3) London Deposit Rate

ＬＣＨは、利息を参加者に支払う（現金での支払いに制限があるが）。この支払いはLondon Deposit Rate (LDR)と言われる。これは一晩のLIBORマイナス二五ベースのものである。これは厳選された金銭ブローカーとそれぞれの通貨を持つ主要銀行によって行われる。ＬＣＨは毎朝これらの情報を得、平均のLIBIDからLDRを計算する。

(4) 資金支払システム

すべての証拠金とＬＣＨに対するその他の支払いはProtected Payments System (PPS) という確実な資金の支払いシステムを通じて行われる。PPSは、二五の銀行関係者を持ち、それらの全てがＬＣＨと契約関係を締結している。すべての参加者がPPS参加銀行に口座を持っており、ＬＣＨから指示で、口座の金額を差し引く許可を銀行に与える義務を完了しなくてはならない。PPSはＬＣＨにおいて扱われている九通貨を処理する。ＬＣＨはそれぞれのPPS銀行へのそれぞれの通貨での口座を持っている。支払いに対する請求は、特別に開発されたSWIFTメッセージを使ってなされ、銀行にメンバーの口座から金額を差し引き、ＬＣＨの、同じ支店の口座に入金するよう指示する。

10 まとめ

以上が、ＬＣＨの特徴である。ＬＣＨは、四つの取引所の複数の取引をその対象としているため、様々なリスクポートフォリオを有しており、ＬＣＨが、カウンターパーティとなることによって、参加者や取引所に効率性と安全性を与えている。

ＬＣＨの前身であるICCHが一九七三年、インターネットと称する商品市場国際対応システムを開発した当時、以下のような利点を強調した。

一つは、多数市場の売買について一つの銀行保証で足り、費用の削減になること、いくつかの市場の純決済額が一回の現金支払いで済むこと、ある市場における証拠金の貸方残を他の市場における借方残に国際的に相殺できること等である。このような利点は、今現在ＬＣＨで行われているシステムにも該当する。

EURONの日本進出に見られるように、先物取引の市場間競争が国内のみならず、国際的にも激化しつつある。このような動きに対抗するためにも、ここで改めて、日本のシステムを整備し、効率化を図る必要がある。ＬＣＨのように複数の商品先物やデリバティブ市場の清算を担う清算会社は、日本においての清算機能を考える際の、参考になることと思われる。⁽³⁾

注

(1) 日本経済新聞、二〇〇〇年三月一日付。

(2) <http://www.lch.co.uk/Whoarewe/who.stm> 参照。

(3) 第七回日本商品先物シンポジウムにおいてもクリアリングハウスの導入が不可欠という意見がみられた。日本金融新

参考文献

高橋弘「イギリスの先物・オプション市場」東洋経済新報社、一九九〇年三月八日。
関要編「債券先物取引と財務戦略」金融財政、昭和六〇年八月一〇日。