「先物・オプション取引への新証拠金計算方式(VaR 方式)の導入等に係る制度要綱」に寄せられたパブリック・コメントの結果について

株式会社日本証券クリアリング機構（以下「当社」といいます。）では、「先物・オプション取引への新証拠金計算方式(VaR 方式)の導入等に係る制度要綱」を 2022 年 6 月 20 日に公表し、7 月 20 日までの間、広く意見の募集を行いました。

本件に関する貴重なご意見、誠にありがとうございます。お寄せいただいたコメントの概要及びそれに対する当社の考え方は以下のとおりです。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	１．先物・オプション取引への新証拠金計算方式(VaR 方式)の導入について	
	（1）導入の目的	
1	現在のＳＰＡＮ証拠金制度で何も問題が発生していない ・　商品関連市場デリバティブ取引では、現在のＳＰＡＮ証拠金制度で何も問題が発生していません。VaR 方式自体を否定するものではありませんが、ＳＰＡＮ証拠金制度よりも複雑で分わかりづらく、業者が十分に説明したとしても、委託者（顧客）が十分に理解できず、大きな混乱が生じかねないと考えます。	・　VaR 方式への移行は、多数のヒストリカルデータの使用による証拠金の急増減の抑制・透明性の向上や、ポートフォリオ単位の計算による証拠金の最適化等を通じた業者と顧客を保護するという証拠金本来の機能の向上により、新たなフローに参入いただけるような安全な市場を提供する目的で導入を検討したものです。 ・　大きな混乱が生じかねないとの点につきましては、当社ウェブサイト等、一般投資者もアクセス可能な領域に VaR 証拠金に係る資料（コンテンツ）の充実を図ることにより、ご理解いただけるよう引き続き努めてまいります。 ・　世界での導入状況につきましては、記載いただい
2	VaR 方式を採用している海外の商品取引所は少数 ・　VaR 方式導入の理由について、ＪＳＣＣは「欧米の主要清算機関の間で VaR 方式への移行が潮流となっており、グローバルな潮流への対応及びリスク管理の高度化が目的」と説明しています。しかし、ＪＳＣＣ作成の資料等を見ると、VaR 方式を採用しているのはＥｕｒｅｘ、Ｏｃｃ（米）、Ｂ３（ブラジル）のみであり、特にコモディティ（商品デリバティブ市場）の分野で世界の価格指標を発信しているＣＭＥやＩＣＥはほぼ導入しておらず、アジアの金融都市シンガポールでも採用していません。	

<table>
<tr><td>3</td><td>既存顧客、既存業者への配慮を
・　総合取引所は「商品市場の活性化」「日本の金融市場の拡大」を目的に政府主導で誕生しました。それまでの商品先物取引について、金融デリバティブ市場と同一のルールを適用しようとしています。しかし、総合取引所が誕生してから２年近く、商品関連市場デリバティブ取引は活性化どころか、衰退の一途をたどっています。当初期待された国内証券会社は参入する気配すらありません。ＪＳＣＣは、それならば海外の投資家の参加を促そうとして証拠金制度を VaR 方式に変更しようとしています。ルールを変えれば本当に海外の投資家が参加するのでしょうか？証拠金制度を変え、既存の顧客や業者が混乱し、ますます市場の流動性が低下した場合、誰が責任を取るのでしょうか？われわれ業者が責任を取らざるを得ません。VaR 方式を導入する前に、他にやらなければならないことがたくさんあるのではないでしょうか？</td><td rowspan="2">た未導入の主要な清算機関においても、一部については導入済み又は導入に向けた計画等が公表されている状況であり、VaR 方式への移行はグローバルな潮流にあるものと認識しております。
・　なお、本施策に限らず、引き続き、取引所とも連携して商品市場の活性化に努めて参ります。</td></tr>
<tr><td>4</td><td>世界における VaR 証拠金制度の導入状況について
・　本制度の導入について反対いたします。御社が配付した制度要綱には本制度について「諸外国の主要清算機関において導入が進んでいる」との記載がありますが、世界の取引所において VaR 方式を採用しているのは、Eurex、Occ、B3 の３ケ所であり、コモディティデリバの分野において中心的な存在であるＣＭＥやＩＣＥでは導入されていません。このような状況において、現在低迷を続けている国内のコモディティデリバティブ市場に VaR 方式を導入すると、一段の市場低迷が懸念されます。
上記を踏まえて以下の通りお尋ねいたします。
（１）VaR 証拠金制度の導入はＩＯＳＣＯ（証券監督者国際機構）で推奨されている等の事情があってのことでしょうか。どのような経緯で本制度の導入を検討されたのか、ご教示いただければと思います。
（２）総合取引所は商品市場の活性化の観点から、いわば国策として進められて</td></tr>
</table>

	きた経緯がありますが、創設から２年経過しても商品市場が活性化しているとはいえない状況にあります。ＪＰＸグループにおいては、まず低迷している商品市場の活性化策を進めるべきだと考えますが、この点いかがお考えでしょう	
5	・ 当社は、この重要なテーマについて、二社間ミーティングやFIAを通じて、長年JSCC と議論を重ねてまいりました。当社といたしましては、強固な証拠金制度の構築に対するJSCCの努力と永続的なコミットメントを評価いたします。これを念頭において、JPMは、先物・オプション商品の証拠金計算をSPANからVaRベースに移行することを幅広く支持しております。当社は、JSCC が、参照期間におけるストレスシナリオを含む期待ショートフォールリスク測定を使用したフィルター付き（訳注：EWMA 付）ヒストリカルシミュレーションにシフトすることを心強く思っています。	・ 本施策にご理解いただき、ありがとうございます。今般の VaR 方式への移行については、証拠金本来の機能の向上を図ることで、新たなフローに参入いただけるような安全な市場を提供する目的で導入を検討しているものになります。 ・ 今後も引き続き、本施策などを通じて清算機関としての信頼性の向上に努めてまいります。
	（２）証拠金計算上の保有日数の取扱い及び前受け証拠金の取扱い	
6	顧客本位の業務運営に支障を来しかねない ・ ①ＪＳＣＣが作成した資料によると、VaR方式での金先物１枚の証拠金額は、ＳＰＡＮに比べ、大幅な上昇となっています。これまでの証拠金制度で何の問題も生じなかった顧客にとって、制度のみの変更に伴う証拠金の大幅な上昇は、大きな負担になります。既存顧客が市場からの撤退を余儀なくされ、「顧客本位の業務運営に関する原則」に反すると考えます。同時に、既存顧客のみならず、新規に参加しようとする投資家からも敬遠され、これだけ低迷している日本の商品先物取引市場がさらに衰退してしまうのは明白です。 ・ ②商品関連市場デリバティブ取引の大多数の顧客は現在、取引を行う時の必要な資金について、1枚当たりの証拠金×取引枚数で計算し、資金管理の計画を立てています。商品取引業者と顧客との間では古くから、例えば 1 キロ 800 万円の金を 1 枚当たり幾らの証拠金で取引できるのかが重要視されています。この	・ VaR証拠金の水準については、商品、ポジションの組合せや計算時点により異なります。 ・ 原案では、VaR方式の導入と同時に、日本商品清算機構との清算機能の統合に伴う激変緩和のための措置として「１日」としている証拠金計算上の保有期間を「２日」とすることを想定しており、これが証拠金の水準に大きな影響を与える要因になっておりましたが、ご意見を踏まえ、商品先物・オプション取引（電力先物取引及びLNG先物取引を除きます。以下同じ。）の保有期間については、現に取引されている投資者の属性などを勘案し、当分の間、「1日」とします。

	考え方は、ＳＰＡＮ証拠金制度が導入されても変わっていません。ところが、VaR方式になると、正確な証拠金額が判明するのは、取引を行った後となります。顧客は取引を開始する前に、正確な資金管理の計算ができないことになります。商取引上、取引を行う際に必要な資金が正確に分からないということは、社会通念上も許されないと考えます。 ・ ③ＳＰＡＮ証拠金制度においては、顧客が 11 枚買い、10 枚売りの注文を出した場合、枚数を相殺した上で、上回っている買い 1 枚の証拠金しか必要ではありません。しかし、商品先物市場においてはスパン証拠金制度導入後、建玉の多い方、つまり 11 枚買いのすべての証拠金を預かる「ＭＡＸ方式」を採用しています。さらに、ほとんどの業者は、以前は取引所、現在はＪＳＣＣが算出した証拠金額を上回る証拠金を、一般の顧客や法人等の当業者が取引する前に「前受け証拠金」として預託するよう求めています。これは、商品先物市場の相場変動が大きく、証拠金を厚めに取ることで「顧客を守る、つまり顧客本位の考え方」を実践するための知恵です。VaR 方式では、取引終了後に当日分の証拠金が確定するため、これまで築き上げてきた業者と顧客との証拠金の在り方を根本から作り直す必要があり、顧客に大きな負担・迷惑をかけてしまうと考えます。	・ また、前受け証拠金については、各社にて必要性や方式等を検討いただくものと認識しておりますが、商品先物取引業者における対顧客実務についてのご意見を踏まえ、商品先物・オプション取引については、当分の間、当社が別途定める方式（AS-VaR 方式）により VaR 証拠金を計算することとし、AS-VaR 方式における各種パラメーターの更新の頻度は、現状どおり原則週次更新といたします。 ・ ただし、電力先物取引及び LNG 先物取引については、市場参加者等から精緻な証拠金計算が期待されている新分野の商品であり、既存投資家への影響も限定的であることを踏まえ、金融デリバティブ商品と同様の保有期間（2 日）・方式（HS-VaR 方式）を用いた VaR 証拠金を算出することとします。
7	顧客に証拠金の金額を正確に告知・説明ができない ・ 当社は現在、商品先物取引法施行規則第 104 条に基づき、証拠金額について、契約締結前交付書面に記載しているほか、毎週、ホームページに掲載しています。証拠金額は、外務員を通じて顧客に周知するとともに、新規契約時には説明して取引証拠金一覧表を必ず手渡しています。VaR 方式では、こうした顧客への告知が毎営業日の取引終了後になってしまい、顧客に混乱が生じかねません。（東京金融取引所は毎週月曜日に証拠金を発表し、翌週の月曜日から適用しています。総合取引所が誕生する前の商品取引所時代は、証拠金額の発表がひと月に２回、それよりも前はひと月に１回でした）	

8	顧客は立ち会い中、証拠金の状況を正確に把握できない ・　顧客は立ち会い中、外務員やＷＥＢ経由で、証拠金のリアルタイムな状況を正確に把握できなくなります。当社は顧客訪問時、訪問残高照合書を持参して、それを元に証拠金や建玉の照合等を行っています。また、顧客が新規に建玉をした場合や建玉を決済した時に、外務員が電話で現在の証拠金の過不足等の状況を伝えたり、ＦＡＸで訪問残高照合書を送ったりするなどの対応を取っていますが、証拠金の正確な状況は分からなくなってしまいます。 ・　ロスカット制度を導入している業者においては、ロスカット時の証拠金額が取引終了後に判明するため、顧客にロスカットが適用された場合、本当にロスカットが必要だったのか、あるいは不要だったのか正確な判断ができなくなってしまいます。	
9	システム入力の手間が増え、社内規程等の変更も必要。システム改修費の負担も ・　VaR 方式では、全限月＋売りと買いの証拠金額が異なります。当社の場合、ＭＡＸ方式を採用しており、全銘柄、各限月の売りと買いの証拠金額をそれぞれ手入力する必要があるため、かなりの時間・人員を要し、夜間立ち会いのスタートまでに間に合わない恐れがあります。 ・　社内規程等の見直しを行い、変更があれば顧客および社内に周知しなければなりません。場合によってはシステムの改修も必要となり、そのコストは各社が負担することとなります。	
10	法的に問題はないのでしょうか ・　VaR 方式への変更について、当社顧問弁護士より、金商法、商先法のみならず、消費者基本法を始めとする消費者保護に関連する法律や裁判等において法的に問題はないのか、ＪＳＣＣやＪＰＸ（ＯＳＥ、ＴＯＣＯＭ、ＪＰＸＲ）に確認してもらうよう助言をいただいています。ＪＳＣＣが VaR 方式の導入を決定すれば、清算参加者である当社は従わざるを得ません。その場合、当社の顧客も VaR	

	方式に従うしかありません。これまで、監督官庁である金融庁を始め日本証券業協会等の各関係機関から「顧客本位の業務運営に関する原則」について、いろいろと指導を受けてきましたが、こうした流れは果して顧客本位と言えるのでしょうか？顧客にとって、現実に取引をしている最中の証拠金が正確に分からず、大きな混乱を招いてしまうと考えます。 ・　VaR 方式を導入した場合、訴訟の際に「証拠金制度が理解できなかった」等の主張がなされるであろうと容易に予想され、かつ裁判所がそうした見方に同調する可能性は、これまで以上に高くなる恐れがあります。証拠金制度を理解したとの書面を徴収しても、「分からないまま書かされた」等の主張がまかり通ってしまいます。制度は出来るだけ単純な方が良いのではないでしょうか。	
11	取引終了後に証拠金額が判明する件について ・　新制度では、当日の立会時間終了後に証拠金額が判明するものと理解しています。これについて以下の通りの問題があることをご指摘いたします。 （１）契約締結前交付書面の記載事項（商先法省令第 104 条） 「取引証拠金等の種類及びその額又は計算方法」が記載事項とされ、また当該事項については顧客に対する説明義務（商先法第 218 条）の対象事項となっています。しかしながら、証拠金額が確定していないと交付書面に記載することができません。 （２）広告類似行為における記載事項について（商先法第 213 条の２、同政令第 29 条第２号） 「取引証拠金の額又は計算方法」は商先業者が広告類似行為を行う際に表示しなければならない事項とされています。これについても上記（１）と同様事前に記載することができないこととなります。 （３）取引抑制効果について 以上の通り、取引証拠金額が事前に確定していないことは、相応の取引冷却	

	効果を生むものではないかと懸念していることを申し上げておきます。	
12	限月別・売買別に取引証拠金額が設定されることについて ・　VaR 方式証拠金制度の特徴として、①日々証拠金所要額が変動すること、②限月別・売買別に証拠金額が異なること、があると承知しております。このことについてお尋ねいたします。 （１）手間と効果（Cost Benefit） 日々証拠金額が変動し、またそれが限月別・売買別に異なるとなると、商先業者並びに金商業者（以下「取引業者」といいます。）及び投資家の証拠金管理の手間は大幅に増大します。例えば、日中立会終了後に当日の証拠金額が遡及的に適用されることから、夜間立会開始までの短い時間に、証拠金預託不足額発生の有無、夜間立会における取引受注の可否を判断するための情報の整理、入力が必要になります。このような状況を踏まえても、御社としてはこれを上回る取引活性化効果があるとお考えになっていると理解していいでしょうか。 その場合、それはどのような効果でしょうか （２）取扱廃止と厚めの証拠金徴収 例えば 15 限月制を採用している銘柄について売買別の取引証拠金額を設定すると、取引業者は合計 30 通りの証拠金額の設定を、上記（１）でも記載いたしましたが、日中立会終了後から夜間立会開始までのわずかな時間に行わなければいけません。	

	それができないのなら、証拠金額を厚めに顧客から預託していただくか、一部の銘柄については取引業者の判断でその取扱いを中止することも選択肢に入ってきて、結果として取引抑制につながるのではないかと懸念いたします。	
13	その他、証拠金が増額となる件について ・　御社の配付資料によると、VaR 方式による計算方法自体がＳＰＡＮ方式による計算よりも大幅に増額となるとの計算結果があり、新しい証拠金制度の導入により流動性が低迷している商品市場がさらに低迷することが懸念されます。商品先物取引及び商品関連デリバティブ取引が今以上に冷却されることのないよう取引振興策を優先的に実施していただきたくお願い申し上げます。もし、現時点で何らかの施策を検討中であるのなら、その内容についてご教示いただければと思います。	
14	商品デリバティブ市場については、「我が国の商品市場が価格形成機能を持ち、商品取引のリスク・ヘッジ機能が安定的に確保されるためには、商品デリバティブ市場をこれ以上衰退させてはならない。」（規制改革会議 2018 年 11 月 8 日「総合取引所を実現するための提言」）とされており、総合取引所実現による商品デリバティブ市場の拡大が国策となっています。この場合、総合取引所の実現は手段であり、政策目標は商品デリバティブ市場の拡大です。 市場移管によって 2020 年 7 月に総合取引所が外形的には実現しましたが、商品デリバティブ市場が出来高減少・衰退の一途となっている現状は、残念なことではありますが、残念なことですが、JPX が国策を実現していないことにほかなりません。 グローバルな潮流への対応として VaR 方式の導入は望ましいとしても、商品デリバティブ市場については、（VaR 方式導入が市場拡大に資することが明確との認識が共有されない限りは、）まず国策である市場の拡大を実行してから行うことが	

	必要です。VaR 方式の導入は商品デリバティブ市場の出来高を減少させて市場の衰退を加速することになるので（詳細は【補足】として後述）、導入する場合には、総合取引所実現による商品デリバティブ市場の拡大が達成された後とすることが不可欠です。 　具体的には、実質的に国策としての決定がなされた 2018 年度（21.3 百万枚/年≒1.8 百万枚/月の出来高）との対比で、出来高がこの水準を安定的に上回る状況になってから導入することです。 　また、国策実行後に商品デリバティブ市場に VaR 方式（ヒストリカルデータから計算される想定損失が 99%カバーできる水準を証拠金とすること）の導入を行う際には、これが出来高の大きな減少をもたらさないように、証拠金の計算自体は VaR 方式に基づきながら、計算された証拠金額の適用については、計算された証拠金額を当日の建玉でなく翌営業日（翌計算区域）の建玉に適用することが必要です。 （補足） 　VaR 方式の導入が商品デリバティブ市場の出来高を減少させることになる理由は、以下のとおりです。 　日本の商品デリバティブ市場においては、出来高に占める割合は必ずしも多くなくとも、様々な市場環境においても確実に市場に流動性（市場に出される売り又は買いの注文の多さのことをいいます。以下同じです。）を供給することができる個人投資家が市場の興隆・衰退の鍵となっています。価格変動リスクのヘッジを行う当業者（生産・流通に携わる企業）はもとより、プロップ等のファンドも、個人投資家が核となっての流動性があってこそその市場に参入します。個人投資家の利便性を考慮せずに、限月の拡大を行って、市場の衰退に拍車をかけたゴム先物又は上場失敗となっている LNG 先物の例からも、個人投資家の参入確保は市場の重	

	要な要素です。 　商品デリバティブ取引を行う個人投資家は、長年SPAN証拠金に慣れ親しんできました。銘柄においては同一、原則として変更は週単位との比較的画一的な金額の証拠金を事前に預託して取引を行い、通常の場合は取引直後に追加の証拠金を求められること（すなわち、追加の証拠金を送金する手間を生じること）なく取引ができています。取引業者（商品デリバティブ取引を扱う第１種金商業者又は商先業者をいいます。以下同じです。）においても、法人と異なって余剰の資金力が必ずしも盤石でない個人投資家の与信の観点から、証拠金について事前の預託が必要となっています。 　このため、VaR方式が導入された場合、個人投資家を顧客とする取引業者（商品デリバティブ取引を扱う第１種金商業者又は商先業者をいいます。以下同じです。）は、同一銘柄において、VaR証拠金における売り買いさらには限月ごとの中で最も高い金額の証拠金をもとにして、かつ、（日々のVaR証拠金の増額によって追加の預託がすぐに生じないように）一定割合（5割等）を加算して決定した金額の証拠金預託を事前に受けるとの対応にならざるを得ません。 　この結果、余剰の資金力に限りのある個人投資家の場合、VaR方式が導入されると取引量が証拠金の増加に反比例する形で減少します。 　特にJSCCが作成した資料によると、貴金属市場においては１枚の単純なポジション（方建て）の場合にSPAN比で大幅に証拠金が増加するとのことです。 　個人投資家の場合は、単純なポジションをとることが多く、取引業者に事前に預託する証拠金が結果としてSPANの2~４倍になることが想定され、個人投資家の取引縮小、市場全体としても流動性の核を失っての出来高の大幅な減少が必至です。 　上記のとおりですので、VaR方式の導入は、JPXとしては意図しないながらも、商品デリバティブ市場に、さらなるといいますか、衰退の一途の現状においては（市場拡大の国策に反した）致命的な、打撃をもたらします。	

	（３）VaR 証拠金計算方法の詳細	
15	・ 当社では、モデルの微調整作業が進められていると認識しつつも、移行前に対処すべき主要な課題があると考えております。そのため、当社は、以下に詳述するように、VaR ベースの証拠金制度をより強化できると思われるいくつかの提言を行いたいと思います。 ・ 大変申し訳ないですが、JPM は、97.5%の目標信頼水準に疑問を持っています。正規分布のリターンの想定のもとで、97.5%期待ショートフォールが約 99%VaR と等しいと JSCC は主張されています。我々は、実際には、市場が常にこのような形で動くとは限らず、むしろよりファットテールを示す、との懸念を持っています。条件付きリターンが正規分布でない場合、計算される期待ショートフォール証拠金は、規制要件である 99%カバーを達成できないことになります。	・ 予定している方式においても証拠金の 99%カバーを達成していることは確認しておりますが、99%カバーの状況については当社としても引き続き、モニタリングを実施し、必要に応じて見直し等を検討してまいります。
16	・ JPM は、ボラティリティが低い期間の証拠金の減少を回避することを目的とした IM 参照期間におけるストレスシナリオを 100%支持します。しかしながら、JSCC が提案するストレスの数は、限定的で、すべてのテールイベントをカバーしない場合があると思われます。JSCC は、ストレス証拠金部分が、すべての ETD 商品について過去 30 年間、あるいは信頼できるデータが存在する最長の期間、の適切な数の極端な市場変動を含むものであることを確保すべきです。我々は、ストレスがすべての重大なリスクファクターに適用されるべきであり、これが潜在的に証拠金における大きな一歩となる変化につながりうると考えています。	・ 今後の検討の参考にいたします。
17	・ 我々は、プロシクリカリティに対するコントロールを強化するためにさらに努力が必要であると強く思います。具体的には、我々は、プロシクリカルな証拠金を防止するためにより安定的なテールリスクを考慮した観点として Stress VaR を提案します。ストレス期間は、入手可能なすべてのヒストリカルデータをスキャンして、個々の銘柄の最大の SVaR を生じる 1 年の期間を抽出することによってダイナミックに選択されます。SVaR は、少なくとも 99%の信頼水準、ベースラ	・ 当社で検討しているストレスシナリオの導入方法であってもカバー率の向上やプロシクリカリティ抑制に十分寄与していると考えていることから、当該方法を採用することといたしましたが、頂戴しましたご意見につきましては、今後の検討の参考にいたします。

	イン証拠金に使用されるものと同じ処分期間、を使用すべきですが、スケーリング技術（訳注：EWMA のこと）の使用は避けるべきです。さらに、歴史的に安定した相関の内訳をモデル化するためにフォワードルッキングシナリオを含めるべきです。 ・ JSCC は、ベースライン証拠金 75%、ストレス証拠金 25%のウエイトで、EWMA ベースライン証拠金モデルをウエイトなしの Stress VaR（上記参照）と組み合わせるべきです。CCP は、計算で求められた証拠金所要額が大幅に上昇している期間中にベースライン証拠金がストレス証拠金に近づいたら、ベースライン証拠金に適用されるウエイトを一時的に増加させ、またこのインプライドなバッファーが徐々にかつ自動的に低下したら、ストレス証拠金に適用されたウエイトを同様に引き下げることができます。	
18	・ 当社は、別のサイロとの横断的な証拠金相殺を認めないという点で JSCC におおむね同意します。しかしながら、サイロ内では、VaR は、破綻の際に真のクローズアウトコストを完全に反映しない可能性のある商品間での広範囲に及ぶ相殺を認めています。JSCC は、満たすべき相関の水準と安定性(stability)について一定の閾値、ならびに過去の相関が測定された期間に関する最低の閾値を適用すべきです。	・ 相殺制限の細部については引き続き検討して参りますが、相関が崩れる局面等の状況を加味すべく、必要に応じて同一の清算資格区分内の商品についても相殺制限を導入する予定です。
19	・ 同様に重要な点として、我々は、証拠金モデル計算に対してさらなる透明性を求めます。JSCC が当初証拠金の計算に使用されるパラメータを中心として完全な開示を行っていないため、我々としてはモデルを適切に評価することができません。例えば、EWMA ボラティリティの計算に使用される decay factor と decay factor の調整のアプローチは知らされていません。さらに、JSCC は、市場変動を想定した証拠金計算の再現を可能とするために、IM モデルにおけるストレスシナリオを完全に開示すべきです。さらに、我々は、特に銘柄レベルでのバックテストの結果と証拠金ブリーチ情報の追加開示を提言します。透明性について	・ 当社としても、当社ウェブサイト等、一般投資者もアクセス可能な領域に VaR 証拠金に係る資料（コンテンツ）の充実を図ることにより、投資者に VaR 方式をご理解いただけるよう引き続き努めてまいります。

	のもう一つの極めて重要な分野は、流動性および集中による証拠金割増の調整です。これによって、参加者は追加のマージンコールをより予測できるようになります。SPAN から VaR ベースのモデルに移行することで、どのようにしてモデルが証拠金所要額を算出するかについて CCP がさらなる透明性を提供することがより重要になります。例えば、JSCC は、モデルの主要な側面を再現するスプレッドシートを共有すべきです。さらに、様々なボラティリティシナリオにおいて証拠金所要額がどのようなものになるかユーザが試算できるようなツールが利用可能とされることが、市場参加者が証拠金所要額の大幅変更を想定する能力に多大な影響を与えると我々は強く信じています。	
	２．祝日取引に係る取引証拠金の事前割増制度について	
20	・ 2022 年 9 月 23 日から祝日取引がスタートします。祝日中は証拠金額が割り増しされることになりますが、割増額の根拠となる証拠金はどう算出されるのでしょうか。	・ SPAN 方式においては、SPAN 方式により計算された証拠金からネット・オプション価値を考慮しない額（SPAN リスク額）を祝日取引に係る事前割増額として計算しますが、VaR 方式においても同様に、VaR 方式により計算された証拠金からネット・オプション価値を考慮しない額（VaR リスク額）を祝日取引に係る事前割増額として計算します。

提出者：1～3、6～10、20=豊トラスティ証券株式会社、4、9、11～13=日本商品先物振興協会、14=大起証券株式会社、5、15～19=J.P. Morgan

以　上