

上場デリバティブ清算業務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

当社では、「上場デリバティブ清算業務における損失補償制度及びリスク管理制度の見直しに係る制度要綱」、「株式会社日本商品清算機構との清算機能の統合に伴う商品市場の清算業務に関する制度要綱」及び「上場デリバティブ清算業務における緊急取引証拠金制度の見直しに係る制度要綱」を2020年1月30日に公表し、同年2月29日までの間、広く意見の募集を行いました。

本件に関して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
I. 上場デリバティブ清算業務における損失補償制度及びリスク管理制度の見直しに係る制度要綱		
1. 上場デリバティブ清算業務における損失補償制度の見直し		
(1) 損失補償財源の見直し		
1	<ul style="list-style-type: none"> 今般の損失補償制度及びリスク管理制度の見直しは、とても前向きな改善である。 	<ul style="list-style-type: none"> 貴重なご意見やご理解をいただき、ありがとうございます。
2	<ul style="list-style-type: none"> JSCCによる損失補償制度の見直しを歓迎するとともに、リスク管理の強化について議論を行うワーキング・グループが設置されたことに対しても感謝している。提示された各制度要綱の内容を概ね支持する。 	
3	<ul style="list-style-type: none"> 清算基金の額とSkin-in-the-game（清算機関・市場開設者による補填）の額の比率について、清算参加者とJSCCのリスクインセンティブの均衡を図るため、当該比率を有意義なものとしてもらいたい。JSCCにおける当該比率は14.5%（2019年9月時点）と諸外国の清算機関と比べ適度に高水準となっているが、JSCCによる更なる貢献に期待したい。 	<ul style="list-style-type: none"> 損失補償財源の一部として当社が拠出する決済保証準備金の水準については、清算業務ごとに、平均的な清算参加者の清算基金所要額の水準等を考慮して、その妥当性を随時検証しています。
(2) 生存参加者の清算基金（第4順位）の取扱い		
4	<ul style="list-style-type: none"> 商品デリバティブ市場における清算基金について、清算資格ごとに設定されているが、万一ある清算資格における損失補償財源が不十分となった場合、他の商品デリバティブ市場の清算資格に係る清算基金は費消され得るか。その場合、費消順位はどのようになるか。 	<ul style="list-style-type: none"> 商品デリバティブの清算基金は「株式会社日本商品清算機構との清算機能の統合に伴う商品市場の清算業務に関する制度要綱」2.（1）の清算資格ご

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
		<p>とに設定され、決済不履行となっていない清算参加者が預託した清算基金が他の清算資格の損失の補填に使用されることはありません。</p> <ul style="list-style-type: none"> • なお、決済不履行となった清算参加者がそれぞれの清算資格ごとに預託した清算基金は、それぞれの清算資格ごとに当該不履行による損失の補填に充当し、そのうえで残額がある場合には、同制度要綱16. (2)の順位のうち、「①不履行清算参加者の自己分の取引証拠金、清算基金等」の順位において、他の清算資格の損失の補填に使用されます。
(3) 第一特別清算料 (第5順位) の取扱い		
5	<ul style="list-style-type: none"> • 第一特別清算料について、清算基金所要額の3倍を上限とするという点は無制限と比較すると当然望ましいものであるが、複数回の特別清算料の徴求は、システムリスクや流動性危機を引き起こしかねず、プロシクリカル効果の抑制という観点からは理想的ではない。3倍が望ましいというJSCCや当局による考え方は認識しているが、長期的には当該水準の低減を検討するようお願いしたい。 	<ul style="list-style-type: none"> • 第一特別清算料の水準を含めた今回の損失補償制度の見直しについては、昨年9月に当社上場商品運営委員会（取締役会諮問機関）の下に設置した「上場デリバティブ取引に係る損失補償制度の見直し検討ワーキング・グループ」（国内外の金融機関から構成）で取りまとめたものです。同ワーキング・グループにおいて本邦における損失補償制度の経緯等を踏まえた議論の
6	<ul style="list-style-type: none"> • 第一特別清算料について、その有限化を歓迎し、有限化のためには清算基金所要額の3倍という水準が適切かつ必要であるというJSCCの考え方は認識する。しかし、プロシクリカル効果の抑制、清算参加者におけるエクスポージャーの測定及び管理可能性、追加的徴求によるシステムリスクや流動性危機の発生可能性の低減、という観点から、清算基金所要額の1倍という水準を提案する。 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
		<p>結果、①投資家に影響を及ぼしかねない第二特別清算料やパーシャル・ティアアップによる損失補償に至ることを極力回避すべき、②システミックリスク回避の観点から損失補償制度の堅牢性の確保が本邦清算機関にとって重要、との基本方針の下、海外CCPの水準も考慮したうえで、第一特別清算料は清算基金所要額の3倍が適当であるとの合意に至ったものです。</p>
(4) 第二特別清算料（第6順位）の取扱い		
7	<ul style="list-style-type: none"> 第二特別清算料について、その計算結果を可能な限り細かい単位別にJSCCが開示するよう引き続き要請する。これにより、清算参加者は損失を顧客単位に転嫁することが可能となる。 	<ul style="list-style-type: none"> 当社は、参加者ごとに自己分及び委託分の全ての区分口座における差金代金相当額をネットした結果から、勝ち分に応じて勝ち方参加者へ按分する方法により第二特別清算料の計算（「上場デリバティブ清算業務における損失補償制度及びリスク管理制度の見直しに係る制度要綱」別紙2参照）し、当社に納付いただきます。
(5) 破綻処理単位期間における担保預託		
8	<ul style="list-style-type: none"> 破綻時証拠金について、その返戻に係る時間軸が不明瞭であるため、更なる詳細の開示を行うようお願いしたい。 	<ul style="list-style-type: none"> 破綻時証拠金は、破綻処理単位期間において発生し得るものであり、同期間の終了に伴い破綻時証拠金の預託義務は解消されます。
9	<ul style="list-style-type: none"> 破綻時証拠金について、その所要額は増加又はその維持のみが行われ、仮に清算参加者のポジションが大幅に縮小したとしても減少することは無いとのことだが、複数参加者の破綻時における 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	破綻時証拠金の返戻時期が不明瞭である。当該返戻に係る時間軸について、更なる詳細の開示を行うようお願いしたい。	
2. 上場デリバティブ清算業務における決済不履行時の処理スキームの見直し		
(1) 破綻参加者の不履行約定（ポジション）の処理		
10	<ul style="list-style-type: none"> オークションについて、その結果が第二特別清算料やパーシャル・ティアアップにも影響するため、オークションの具体的なプロセスを提供するようお願いしたい。 	<ul style="list-style-type: none"> オークションの具体的なプロセス等については、今後検討を進め適宜清算参加者へ提供する予定です。
11	<ul style="list-style-type: none"> オークションについて、その成功がパーシャル・ティアアップの回避の鍵であるため、清算参加者は、破綻参加者が保有していたポートフォリオに対する十分な可視性や、入札に係る意思決定を行うための合理的な時間を有することが重要である。オークションに係る制度についての協議はいつ頃開始する予定か。 	
12	<ul style="list-style-type: none"> 商品デリバティブ取引に係る参加者破綻処理における違約受渡玉（受渡決済が確定した建玉）のオークションについて、その値幅は受渡値段を中心に10%の範囲内とされているが、ストレス環境下では入札価格の幅が広がることもあり得、値幅を設定することは妥当ではない。当該値幅の設定に係る考え方について、説明をお願いしたい。 	<ul style="list-style-type: none"> 現在の東京商品取引所において、違約受渡玉の処理の補償のための附加賠償額が原則10%として設定されており、受渡しを行う現行プレーヤーからも受け入れられてきた経緯があることを踏まえて、統合後も本取扱いを踏襲することとしたものです。なお、10%はあくまで原則であって、市場実勢及び損失補償財源を総合的に勘案しJSCCが必要と認める場合には、10%を超える値幅を設定できることとしています。
(3) パーシャル・ティアアップの実施		
13	<ul style="list-style-type: none"> パーシャル・ティアアップについて、その具体的な適用方法を明確にしてもらいたい。具体的には、JSCCから清算参加者へ割り当てられるパーシャル・ティアアップ割当建玉に対し、どの反 	<ul style="list-style-type: none"> パーシャル・ティアアップ割当建玉は、「上場デリバティブ清算業務における損失補償制度及びリスク管理制度

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>対建玉がティアアップされたかについて、清算参加者が示す必要があるかどうか、明らかにされたい。</p>	<p>の見直しに係る制度要綱」及びその別紙4に記載の方法に従い、当社から該当する清算参加者に対し各区分口座単位にて割当てられます。なお、当該各口座内において期限前終了対象となった個別の建玉に関する情報については、清算参加者から当社に対しお示しいただく必要はありません。</p>
3. 上場デリバティブ清算業務に係る清算基金制度の見直し		
(1) 清算基金所要額		
14	<ul style="list-style-type: none"> （商品デリバティブ市場における）清算基金の計算時における想定破綻社数について、上位1社及び財務下位5社という基準は、業界標準的な上位2社という基準を満たしていない。有価証券関連市場デリバティブとの一貫性を確保すべく、上位2社とすべきである。また、清算機関は商品デリバティブ市場におけるストレステストに係る枠組みを完全に開示すべきであり、清算基金を四半期に一度見直すべきである。 	<ul style="list-style-type: none"> 大阪取引所への商品移管に伴う市場参加者の増加などを通じた商品デリバティブ市場の発展には一定の時間がかかることが想定されることから、当分の間、激変緩和のための経過措置として、商品デリバティブの一部のリスク管理制度については、現行の金融デリバティブの方式を採用することとしています。 当該経過措置の存廃については、今後、商品デリバティブ市場の状況を踏まえて、検討してまいります。 なお、ストレステストに係る枠組みについては、当社のFMI原則の遵守状況

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
		に係る開示文書等に記述されています。
II. 株式会社日本商品清算機構との清算機能の統合に伴う商品市場の清算業務に関する制度要綱		
2. 清算参加者制度		
15	<ul style="list-style-type: none"> 清算資格の喪失に係る手続きについて、喪失にJSCCの承認を要するという点が有価証券関連市場デリバティブにおける扱いと異なっており、これにより清算参加者破綻時における負担が実質無制限の状態となっている。清算参加者における責任の有限化及び定量化が重要であることから、有価証券関連市場デリバティブにおける制度との調和を強く提案する。また、一般的に、我々は清算参加者破綻時における負担が無制限である市場の参加者となることは出来ない。 	<ul style="list-style-type: none"> ご意見を踏まえ、商品デリバティブについても、他の金融デリバティブと同様の資格喪失手続きとします。
10. 差金・代金等の授受の方法		
16	<ul style="list-style-type: none"> 差金・代金の授受時限について、支払時限と受領時限に2時間の開きが存在しているが、これは非常に大きいため、当該時間の開きを可能な限り縮小又は撤廃するようお願いしたい。 	<ul style="list-style-type: none"> 商品デリバティブの差金・代金等は、原則として、指数先物等の既存の金融デリバティブの差金等を含めてペイメント・ネットリングした金額を授受するため、その時限については、既存の金融デリバティブと同時刻としております。 金融デリバティブに2時間の間隔をあけている理由は、金融インフラを含めたオペレーションに現に要する時間を考慮し、安定的に実現可能な時間を設定しています。
11. 最終決済		
17	<ul style="list-style-type: none"> 「受渡期日までに受渡しの当事者となった清算参加者が受渡しを履行しない場合には、当該清算参加者によるJSCCへの金銭の納入、並びにその受渡しの相手方への当該金銭の交付をもって決 	<ul style="list-style-type: none"> 東京商品取引所における現行の決定方法と同様とする予定です。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>済する。」とありますが、この金銭に係る額の決定方法については、どのようにお考えですか。東京商品取引所の業務規程第47条第3項と同様の整理をされる予定ですか。</p>	
<p>13. 取引証拠金</p>		
18	<ul style="list-style-type: none"> 証拠金所要額の計算における保有期間（参加者破綻から当該破綻参加者のポジションの処分が完了するまでの期間）が1日であることは、業界のベストプラクティスを満たしていない。商品デリバティブ市場についても、その流動性を考慮しつつ有価証券関連市場デリバティブとの一貫性を保ち、保有期間を最低2日とするよう提案する。 	<ul style="list-style-type: none"> 大阪取引所への商品移管に伴う市場参加者の増加などを通じた商品デリバティブ市場の発展には一定の時間がかかることが想定されることから、当分の間、激変緩和のための経過措置として、商品デリバティブの一部のリスク管理制度については、現行の金融デリバティブの方式を採用することとしています。 当該経過措置の存廃については、今後、商品デリバティブ市場の状況を踏まえて、検討してまいります。
19	<ul style="list-style-type: none"> 参照期間が54週であることは、ベストプラクティスと比べかなり短く、結果として証拠金が不十分となりプロシクリカルとなり得る。証拠金は多様なシナリオに基づき調整されるべきであり、多くの先物・オプション商品については少なくとも10年の参照期間が適用されるべきである。有価証券関連市場デリバティブとの一貫性を確保すべく、最低限5年とすべきである。 	
20	<ul style="list-style-type: none"> 大阪堂島商品取引所に上場する商品について、日中取引証拠金、緊急取引証拠金、特定先緊急取引証拠金及びリスク量に応じた取引証拠金所要額の引上げの対象外となっているが、他商品と同様の制度を適用するようお願いしたい。 	<ul style="list-style-type: none"> 大阪堂島商品取引所の上場商品については、同取引所から受領可能な取引データの頻度が限定的であることから、取引量や同取引所の対応負担も勘案し、当分の間、日中取引証拠金、緊急取引証拠金、特定先緊急取引証拠金、リスク量に応じた取引証拠金所要額の引上げの制度の対象外としております。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
		<ul style="list-style-type: none"> 大阪堂島商品取引所の上場商品についてもこれらの制度の対象とするよう、関係者との調整を行ってまいります。
21	<ul style="list-style-type: none"> 差入可能な担保の種類について、流動性のある商品に限定し、特定の有価証券の種類に偏ることの無いよう、現金の最低所要額や効果的な集中制限を設けるべきである。 	<ul style="list-style-type: none"> 当社は、破綻参加者の担保を換金処分することになった際に期待した価値を得ることができるよう、既存の金融デリバティブについて、当社に預託可能な担保の種類を流動性のある商品に限定するとともに、各担保の掛目を保守的に設定しているほか、集中リスクにも配慮した運用を行っています。具体的には、清算基金について、所要額から10億円を差し引いて得た額の半額以上の額を現金（日本円）で預託するよう清算参加者に求めているほか、自己及びアフィエイトについては発行済株式数の2%を超える数量の株式の預託を認めないなど各区分口座の特性に応じた預託可能な担保の種類や数量に対する制限も課しています。 こうした上場デリバティブに関する担保の制限の運用は、商品デリバティブにも適用することとしています。
22	<ul style="list-style-type: none"> 証拠金の預託時限について、担保されていない取引に伴うリスクの低減のため、証拠金の徴求から預託までの時間軸をより短くすべきである。 	<ul style="list-style-type: none"> リスク管理の観点から当該時間軸が短い方が望ましいことを認識したうえ

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
		<p>で、証拠金所要額の通知から清算参加者による預託までにおける清算参加者側の実務運用上の手続きに要する時間を考慮し、現在の時限を設定しています。</p>
III. 上場デリバティブ清算業務における緊急取引証拠金制度の見直しに係る制度要綱		
23	<ul style="list-style-type: none"> 緊急取引証拠金の発動基準について、わずかな所要額の預託義務を避けるべく、運用面に係る基準の採用を提案する。当該基準は、一定の金額や証拠金所要額に対する一定の比率とすることが考えられる。 	<ul style="list-style-type: none"> 当社では、わずかな所要額の変化で預託義務が生じないように、緊急取引証拠金所要額が、直近に適用されている清算参加者自己分の取引証拠金所要額を1,000万円を超えて上回った場合に緊急取引証拠金所要額を適用しています（日中取引証拠金においても同様の基準を設定しています。）。
24	<ul style="list-style-type: none"> 緊急取引証拠金の計算頻度について、より高頻度に計算を行い、同証拠金によりカバーされない時間を短縮するようお願いしたい。 	<ul style="list-style-type: none"> 当社では、特定先緊急取引証拠金の制度を通じ、リスク額等を常に高頻度にて算出しており、財務体力や預託担保残高等に照らして過度に高いエクスポージャーとなっている先に対して同証拠金を適用しています。これにより、ご指摘の点については担保していると考えています。
25	<ul style="list-style-type: none"> 緊急取引証拠金と日中取引証拠金の概念を統合することで、日中取引証拠金の枠組みが合理化されると考える。 	<ul style="list-style-type: none"> 緊急取引証拠金は相場急変時に計算する一方、日中取引証拠金は日々計算するという違いはありますが、計算方法

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
		等を含む概念は同じものを採用しています。
26	<ul style="list-style-type: none"> 緊急取引証拠金の徴求について、セグメント単位にて行われるべきであるが、有価証券関連市場デリバティブ取引及び商品デリバティブ取引の全てに対し徴求が行われるのかどうか不明瞭であるため、この点を明確化するようお願いしたい。 	<ul style="list-style-type: none"> いずれかの商品で緊急取引証拠金発動基準に該当した場合、全ての清算資格について緊急取引証拠金の発動対象となります。この場合、通常証拠金計算や日中取引証拠金の計算と同様に、参加者ごとに、金融商品取引法に基づく緊急取引証拠金と、商品先物取引法に基づく緊急取引証拠金とに分けてそれぞれ所要額の再計算を行い、証拠金の追加預託の要否を判定します。なお、金融商品取引法に基づく緊急取引証拠金制度の対象には、一部の商品デリバティブ取引（大阪取引所に上場している貴金属、ゴム及び農産物に関する商品デリバティブ）を含みます。

提出者： 1,3,5 = ゴールドマン・サックス証券株式会社、4,7,8,10,13~16,18~25 = JPモルガン証券株式会社、2,4,6,9,11,12,15,23~26 = FIA、17 = 個人

以上