

有価証券貸付と 責任投資戦略は両立するのか？

公的研究と学術研究の概要

Yoan Chazal

Partner, Risk Advisory - Regulatory Risk

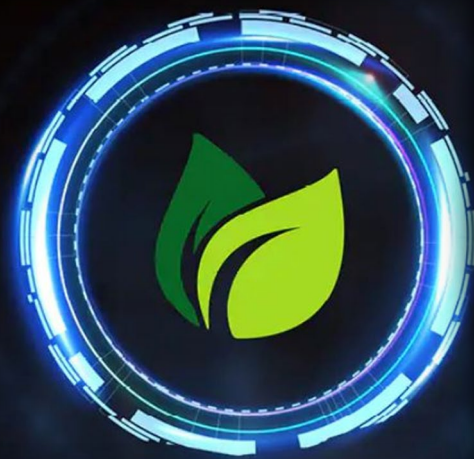
Servane Pfister

Managing Director, Risk Advisory - Regulatory Risk

With the support of **Pauline Nguyen**, Consultant

要点

- 有価証券貸付は、成熟した金融市場に不可欠な要素です。
- 現在のところ、有価証券貸付がサステナブル投資戦略を妨げる可能性があるという証拠は示されていません。
- ISR ラベル基準では、必要なサステナブル基準を満たして実施される有価証券貸付は禁止されていません。
- 責任投資基準を確実に遵守するためにベストプラクティスを取り入れることで、有価証券貸付取引の安全性を確保する市場参加者は少なくありません。



Datalendの統計によると、2021年の世界の有価証券貸付市場で、貸し手は92.8億米ドルの収益を上げています。これは2020年の76.6億米ドルから21.2%、2019年の86.6億米ドルからは7.2%の増加であり、2021年の貸付総額は2018年以来最高額となりました。

環境、社会、ガバナンス（ESG）の課題と大幅なパフォーマンス向上の関連性がいっそう高まり、ESG関連規制がますます厳格化されている今、ESG課題を適切に管理することがファンドマネージャーにとって非常に重要です。責任投資アプローチへの国際的な関心の高まりに後押しされ、規制当局と業界のステークホルダーもこの課題への関与を深めています。

資産運用業界全体と投資家が責任投資とサステナビリティに注目する中で、ESG投資と相容れないという見方から、有価証券貸付には厳しい監視の目が向けられています。そもそも、有価証券貸付は長期的なサステナビリティの取り組みと株主のコミットメントにどの程度影響を与えるのでしょうか。本稿では、有価証券貸付を取り巻く環境、および有価証券貸付とサステナブルファイナンスの両立性についての公的研究と学術研究の見解を要約していきます。

金融学術文献¹では、有価証券貸付は健全で機能的な資本市場を保つ上で不可欠な役割を果たし、資産所有者に大きな利益をもたらす活動として、一般的に認められています。しかし空売りと関連付けられることが多いため、ESGアプローチや責任投資を促進するファンドでの使用には疑問の目が向けられる場合があります。

学術文献の著者は、有価証券貸付を、貸し手が収益増とパフォーマンス強化を図る確実な方法であり、借り手が日々のオペレーションを満たす適切なツールと捉えています。また、証券監督者国際機構（IOSCO）の論文を含むいくつかの学術論文では、有価証券貸付が金融市場の有効な流動性と価格形成機能を促進すること、ボラティリティとコストを抑えて最終投資家にメリットをもたらすこと、そして長期的価値の阻害要因にはならないことが強調されています。

一方で、投資家はサステナビリティをポートフォリオ戦略に組み入れ、責任あるアプローチの実践を本格的に検討し始めています。このように投資戦略にレスポンシブル基準を取り入れることが主流となしつつある中で、有価証券貸付はこうしたアプローチに否定されているように見えます。

世界の学術界と産業界の多数のワーキングペーパー²が、有価証券貸付が市場の効率性と持続可能性を促進することを実証しており、この取引が価格形成プロセスの大幅な強化、市場流動性の向上、スプレッドの縮小に結び付き、取引の不足は市場を劣化させるという議論を支持しています。これらの観点から見ると、有価証券貸付は世界の市場の効率化をスムーズに進める潤滑油なのです。

また有価証券貸付と空売りは、ネガティブな情報をより迅速に市場価格に反映させ、破壊的な価格バブルを防ぐことで市場の効率性を促進しています。有価証券貸付と空売りの抑制は流動性を損なうことも実証的事実によって示されています。つまり、規制の下で行われるこの取引は、市場の流動性と安定性を高めながら、最終投資家に追加の利益を提供することで、資本市場の効率化に寄与し続けているのです。

さらに、有価証券貸付取引の実施は、責任投資の質の保証を目的とする欧州のSRIラベル（Sustainable and Responsible Investment = 社会的責任投資）によって承認されています。例えば、フランスやベルギーなどの重要なSRIラベルでは、一連の評価枠組みの中で許容される有価証券貸付取引の条件とガイドラインが具体的かつ明確に定義されています。これらのSRIラベルの要件により、取引相手の厳密な選定と監視や借り手の動機の監視のほか、株主の深いエンゲージメントを維持するために、議決権行使前に貸付証券を返還することなどが義務付けられています。

2021年3月にサステナブルファイナンス関連規制の最新のステップとして発効し、持続可能な成長関連規制に関する行動計画「EUアクションプラン」の主要部分となっているサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）では、有価証券貸付取引に関して特に具体的な提言は示されていません。しかし、サステナブル投資を目的とするファンド（SFDR第9条該当商品）は、資産のほぼ100%を持続可能資産に投資しなければならないため、それらのファンドで有価証券貸付を使用することは、借入対象資産の持続可能性を確保する特定の規則を設けることを意味します。



公的研究¹では、適切なエコシステムを整備することで、SRIラベルを採用して責任投資を行う投資家は、積極的に資産を貸し付けながら、企業との効果的なエンゲージメントを維持できるという見解が支持されています。入手可能な広範な文献と規制基準を分析した結果としては、有価証券貸付がサステナブル投資戦略を妨げる可能性を示唆する証拠は見つかっていないのです。

「SFDR第9条ファンドで有価証券貸付を使用することは、借入対象資産の持続可能性を確保する特定の規則を設けることを意味します」

公開されている文書によると、市場参加者はこうした運用に対して責任ある行動を取り、有価証券貸付取引の発展を促す確実な枠組みの導入に注力しています。

PASLAの会長Stuart Jones氏は次のように述べています。「委任状による議決権行使、担保、透明性の3つの話題が、有価証券貸付に関する重要トピックとして頻繁に取り上げられています...資産所有者が年次総会で議決権を行使するために証券の返還が必要か、どのようにそれを行うか、証券と引き換えに提供された担保の内容（担保が資産所有者のESG要件を満たしていない場合）、そして所有者への通知なく借り手が当該証券をさらに貸付できるか、などがこれらの話題に含まれる内容です」

市場参加者は、主要目的であるクライアントの利益の増加と確実な保護を考慮しながら、投資のスチュワードシップ、株主のエンゲージメント、取引や顧客とのやり取りにおける倫理的行動の詳細な手順を伴う枠組みを設計してきました。

例えば、25の大手資産運用会社が管理する71のレスポンシブルファンドについてのデロイトの調査では、自社が扱うファンドで有価証券貸付を行うことについて、目論見書に従い一部または全範囲で許可しているとの回答が90%となりました。しかし、目論見書で有価証券貸付が許可されているファンドにおいて、2020年に実際に有価証券貸付取引を行ったのは、ファンドの年次報告書によると

全体の61%にとどまりました。多くの場合、資産運用会社は有価証券貸付取引について、(i)最大金額（純資産ポートフォリオに対して特定の割合を超過できない）、および(ii)貸付契約の最大日数（定量的な基準は特定せず）を設けています。

また、株主が年次総会で議決権を行使できるように、特定の証券の貸付について返還や制限を課す権限を設ける、あるいは貸付契約の発効前にCSRやSRIも含めた相手方の慎重な評価を実施するといった特定の規則を策定している市場参加者もいます。

資産運用会社にとってのもう一つの重要課題は、投資家に対する透明性です。円滑なコミュニケーションを維持し、取引の流れの追跡を保証し、有価証券貸付取引期間の情報交換の流動性を確保することが、市場参加者、特にレスポンシブルファンドの管理者にとって、非常に重要だと思われる。

スチュワードシップとエンゲージメント、取引相手の選定と透明性、そして取引のための確実な法的エコシステムに関する優れたイニシアチブと手順を実施することで、市場参加者はサステナビリティの観点に立った有価証券貸付を行うことができるはずですが、

1 本稿で参照した学術論文および公的研究の全リストは、レポート全文をご覧ください。

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/fr/Documents/risk/Publications/deloitte-securities-lending-and-responsible-investment.pdf>

結論

- 有価証券貸付は、流動性と価格発見機能を強化することで、市場の効率性を向上させます。学術研究の総合的な見解によると、有価証券貸付の制限はボラティリティの上昇と高値を招く可能性があることから、この取引はスプレッドとボラティリティを抑制し、市場の流動性を促進する潤滑油として機能しています。マクロレベルでは、有価証券貸付の禁止は市場の安定性を損なう可能性があります。このことから、有価証券貸付は市場の安定性を促進し、資本市場のグローバルな効率性向上に寄与していると言えます。
- 文献によると、有価証券貸付はクレジットショック、欧州ソブリン危機、そして最近では COVID-19 パンデミックなどのマクロ経済事象を乗り越えてきた、成熟した力強い市場活動とされています。現在、有価証券貸付は厳格な規制の下で管理され、透明性も高いことから、SFDR やフランスの ISR ラベルといった今後重要度が高まるサステナブル規制や基準と共存する形で存続していくものと考えられます。レジリエントな有価証券貸付市場の構築には、貸し手、仲介業者、規制当局を含むあらゆるステークホルダーの貢献が必要です。
- 文献や公的研究に加えてラベルや規制の要件を考慮すると、有価証券貸付と責任投資は両立可能であり、協調しながら発展していくことが可能です。有価証券貸付のプログラムに、具体的なプロセスや統制と共に持続可能性の検討事項を組み込むことで、有価証券貸付と責任投資は互いに補完し合うことが可能になります。特に、適切に設計された取引は、最終投資家の確実な保護を約束しながら、透明性と長期的展開に深く関与することで、サステナブルな有価証券貸付の道を切り開くでしょう。



注意事項：本資料はDeloitte Globalが2022年7月に発表した内容をもとに、デロイト トーマツ グループが翻訳・加筆したものです。和訳版と原文（英語）に差異が発生した場合には、原文を優先します。

Deloitte.

デロイト トーマツ

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイト トーマツ税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイト トーマツ コーポレート ソリューション合同会社を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 30 都市以上に 1 万 5 千名を超える専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト（www.deloitte.com/jp）をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）のひとつまたは複数指します。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL および DTTL の各メンバーファームならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドは DTTL のメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィック における 100 を超える都市（オーストラリア、バンコク、北京、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、リスクアドバイザー、税務、法務などに関連する最先端のサービスを、Fortune Global 500®の約 9 割の企業や多数のプライベート（非公開）企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的な信頼を高め、クライアントの変革と繁栄を促し、より豊かな経済、公正な社会、持続可能な世界の実現に向けて自ら率先して取り組むことを通じて、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来 175 年余りの歴史を有し、150 を超える国・地域にわたって活動を展開しています。“Making an impact that matters”をパーパス（存在理由）として標榜するデロイトの約 345,000 名のプロフェッショナルの活動の詳細については、（www.deloitte.com）をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性及び完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。また DTTL、そのメンバーファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接また間接に発生したいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTL ならびに各メンバーファームおよびそれらの関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of

Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2022. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.

