

# 機関投資家と株券貸借取引

三木 まり

## 1 はじめに

わが国において年金資産がレンディングに活用され始めたのは、ここ数年である。当初は、海外のレンディング市場を経由する形で始まり、その後、日本市場の環境整備の進展とともに国内でも年金資産のレンディングが始まっている。その主役はインデックス・ファンドとなっている。

レンディングの市場自体は、トレーディングの技術が拙かったり、スキームの品質も改善の余地があるといった点で未成熟である。

しかし、機関投資家が貸し手としての課題を一つ一つクリアし、市場に対しても改善を働きかけていくことによって、レンディングの稼働率や貸借料率を高めて、執行コストのカバー程度の貢献から追加的収益の獲得（運用報酬、資産管理報酬のカバー）へとその貢献度合いを高めていくことが可能となると思われる。

## 2 株券貸借取引の歴史

### (1) 欧米における株券貸借取引の歴史

米国<sup>(1)</sup>

一九六〇年代には、受渡不履行や空売りをサポートするバックオフィス業としてレンディングが行われてい

た。一九八〇年代には、一九八一年にE R I S A法の改正により、年金基金が貸し出しを行えるようになり、株券の供給量が増加した。一九八〇年代後半には、急増したヘッジ・ファンドによって需要が増大し、株券貸借取引が急拡大した。

Institutional investor誌の調査によれば、有価証券貸借取引に参加している米国年金基金の割合は、一九八四年で二五%、一九九二年四五%、一九九九年五七%と拡大傾向にある。一九九七年一〇月にレギュレーションDの変更が行われ、資金調達を目的としたエクイティ・レボが誕生している。<sup>(2)</sup>

#### 欧州

欧州では、一九六〇年代にロンドンで株券の貸借が行われるようになり、一九八六年のビッグ・バンによって株券貸借が急拡大した。自国株以外の株券貸借（クロスボーダー取引）も一九九〇年代にロンドンで始まり、現在では日本株も多く取引されている。

株券貸借取引のマーケットサイズは、全世界では、七〇兆ドル（その多くが米国株）であると推定されており、海外での日本株取引残高もロンドン、香港市場において活発で一〇数兆円あると見込まれる。

#### (2) 日本における株券貸借取引の歴史

日本では、証券金融会社が信用取引に必要な株券を貸し出す貸借取引（制度貸借）が古くから行われてきた。しかし、制度貸借の問題点としては、以下の二点が指摘されてきた。

第一に、貸借料である逆日歩が株券の需給によって日々変化するため事前にコストが特定できない、第二に、期間が六ヶ月以内限定されているため空売りを利用した裁定取引などに利用しにくかった点である。このため

昨今の多様な借株ニーズに対応することは難しく、また多くの株式を保有する機関投資家の積極的に貸株を行いたいというニーズも満たせなかった。

その結果、海外における日本株の貸借取引市場が拡大し、日本における貸株業務の空洞化が懸念された。そこで、一九九七年大蔵省が貸株市場の整備が必要との見解を示し<sup>(3)</sup>、一九九八年日本証券業協会によって株券貸借取引の基本的なルールが制定され一二月一日から正式に稼動し始めた。一九九九年の一年間金額ベースで二倍以上に成長している。<sup>(4)</sup> 株券貸借取引の株数の変化は図1に示すとおり増加傾向がある。

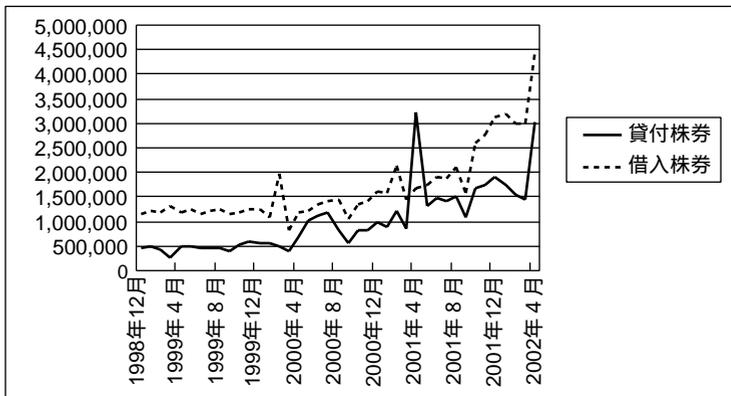
### 3 株券貸借取引とは

日本証券業協会の定義によると株券貸借取引とは、「当事者のどちらか一方（貸出者）が他者（借入者）に株券を貸出し、合意された期間を経た後、借入者が貸出者に対象銘柄と同種、同等、同量の株券を返済する株券の消費貸借取引」であるという。

米国におけるセキュリティ・レンディングは、「有価証券の貸借取引」を意味するものと考えられ、債券レポ取引、ストック・レンディング、エクイティ・レポ取引を意味するが、ここでは、ストック・レンディング、エ

図1 株券貸借取引月末残高（株数）の推移

（単位：千株）



（出所）日本証券業協会

クイティ・レポのみを取り扱うことにする。

ストック・レンディング（スペシャル取引<sup>(5)</sup>）は、借入者が特定銘柄を必要とするために行う取引であり、エクイティ・レポ（ジェネラル取引<sup>(6)</sup>）は、資金取引としての性格が強い。両取引とも一般的には、借入者には貸出者への担保の差出が要求される。

現在、貸借市場の慣行として、一般的に用いられている取引手法にコーラブル取引とノンコーラブル取引がある。コーラブル取引は、決算日を越えての貸出が出来ない取引を意味し、ノンコーラブル取引は決算日を越えて貸出できる取引を指す。一般には自由度の高いノンコーラブル取引の貸借料はコーラブル取引の貸借料より高い傾向がある。

また、担保については日本では、現金、国債、銀行保証書などが使用されている。貸出者には、担保の受け入れ態勢が整備されている必要がある。現金担保の場合、貸出者は借入者に金利を支払う必要がある。

次に株券貸借取引における株主としての権利について確認すると、配当相当金、新株などは、借入者から貸出者に返還されることになっている。ただし、貸出者の議決権はなくなる。

ストック・レンディングに焦点を絞ると、日本で貸し出されている株券の多くは、生命保険会社や銀行などが保有する持ち合い株である。これらの株券はその性格上、議決権を放棄できないため決算日前までに返却が要求される。そのため、日本ではコーラブル取引がノンコーラブル取引より大きい。

一方、持ち合い株を保有しない年金基金は、ノンコーラブルによる貸出が可能である。

#### 4 株券貸借取引の意義

まず、貸し手のメリットとして貸株料による収益が挙げられる。株式や債券などへの投資から期待される収益と比較すると大きくはないが、余分なリスクをあまり取ることなく保有ポートフォリオのパフォーマンスを向上できる利点がある。

一方借り手のメリット（運用におけるメリット）を見ると、空売り、ショートを組み入れた投資手法が可能となり、裁定取引ができ、ロングとショートを組み合わせる事で相場変動に関らず収益の機会があるといった点がある。具体的には、転換社債アービトラージ<sup>(7)</sup>、マーケットニュートラル<sup>(8)</sup>、リスクアービトラージ<sup>(9)</sup>、イベントドリブン、マクロ型、株式ヘッジ型、エマーシングマーケット型等がある。また、財務上のメリットとしては借株を利用することで資金調達のコストを下げることができる。オペレーションのメリットはフェイルを未然に防げる点にある（特に海外株式の売買）。

次に株券貸借取引の株式市場への影響をみていきたい。株券貸借取引の株式市場への影響については、二つの考え方が存在する。一つは、「株券貸借取引は空売りを助長し、株価を下落させる」という考え方、二つ目は、「空売りは株式市場における売買を円滑にし、公正な価格形成に役立つ」という考え方である。

平成一〇年一〇月九日の株価下落の際には「風説の流布」と「貸株」が問題視された。その結果、一九九八年空売り規制の導入された。この空売り規制では、空売りを行う場合は、空売りであることを明示し、直近の公表価格以上で売らねばならない。証券会社は空売りを行った時には、銘柄名、約定時間、売付株数などを取引所に報告しなければならぬ、となっている。

これまでの先行研究<sup>(10)</sup>では、について、制度信用売りは残増加銘柄のうちTOPIXを下回った銘柄が五〇%

を上回ることはあるものの、その割合に明確な傾向はみられない。すなわち、信用制度売りは必ずしも株価の下落要因になっていないことを示唆している。その理由としては、信用取引には異常な売り残の増加や株価売買高の変動があつた時には委託保証金の引き上げや信用取引そのものを制限する規制がかかることなどあるからである。について、公正な株価形成がなされていれば、株価の変動は低くなると考え、信用取引で空売りができる貸借銘柄に選定される前と後でのボラティリティの変化を観察した結果、分析対象の八七銘柄中六五銘柄で相対ボラティリティの低下が見られた。この結果から信用取引で空売りできる貸借銘柄に選定された銘柄は株価の変動が小さくなる傾向があることが示唆される。しかし、実際、貸借銘柄選定後に相対ボラティリティが二倍以上になつた銘柄もある。株券を貸し出す場合には、仕手株や売買高が極端に小さい銘柄など空売りによる株価変動が大きくなる可能性のある銘柄には、注意が必要であるといえるだろう。

その後の変化として、二〇〇二年空売り規制導入は周知の通りである。具体的には、証券金融会社が株不足銘柄の注意喚起基準を改正、証券会社による信用取引の明示、確認義務、信用取引の委託保証金率の基準厳格化、直前に付けた株価以下の水準での空売り注文の禁止、証券金融会社が貸株に対して年率〇・四%の貸出料徴収が挙げられる。これらの規制が株式市場の価格形成に及ぼした影響について詳しく調べることは今後の課題である。

## 5 年金基金の株券貸借取引のスキームとリスク

レンディングのスキームとしては、以下の三つのパターンが考えられる。

第一にマスタートラストを代理人とした株券貸借スキームである。この場合のメリットは、代理人が株券貸借取引を行うため必要な体制（担保の管理、リスクの管理、パフォーマンス管理など）を持っているため、基金自

身が用意する必要がない点である。株券貸借取引を行うことによって実質的な信託報酬を下げることもできる。

第二にその他の金融機関を代理人とした株券貸借スキームである。このメリットはよりニーズに合った貸株サービスを受けられる点である。最後に、インハウスで行う場合（仲介業者を使って借入者を探す場合もあり）は、貸借取引を行う体制を整備する必要があるのだから難しいという問題点がある。

次に株券貸借取引のリスクを確認すると、五点挙げられる。

第一に借入者の信用リスクである。借入者の倒産などにより、貸し出した株券が返還されないリスクをいう。対策としては、借入者の管理として、取引開始前に借入者の財務審査を十分に行い倒産の可能性の低い借入者を選択する、借入者ごとに与信上限を設けて、貸出しを分散するというものである。また、担保の管理として、日々の値洗い、受け入れ担保が高い流動性で速やかに売却可能な証券を受け入れる必要性、取引の開始時や終了時に貸出者が信用リスクを取らないようにするため担保の受け入れと返却のタイミングに注意する必要がある。

第二に、現金再投資リスクであり、これは現金担保の再投資に伴うリスクである。現金の再投資からの収益が支払い金利を下回った時に貸出者に損失が発生するリスクである。この対策としては、安全性の高い短期金融商品に投資を限定すること、デュレーション<sup>(1)</sup>と貸借取引の期間をマッチさせること、デリバティブの投資を制限するなどのガイドラインを設けることが考えられる。

第三に流動性リスクとして貸し出した株券を売却したときに売却できないリスクである。第四に、法的リスクとして法律、規制等によって思わぬ不利益を受けるリスクがあり、最後に事務管理リスクとして貸借取引に伴う様々なオペレーションが正確に行えないリスクが存在する。

## 6 受託者責任と株券貸借取引

年金資産運用の受託者責任は、主に、注意義務（合理的な注意を払って職務を遂行する）と忠実義務（受益者の利益のみに専念して職務を遂行する）に分けられる。

具体例として、借入者の信用審査や現金再投資についてガイドラインを設けるなど、十分なリスク管理を行う。また、担保管理体制などのリスク管理体制や、効率的な貸出を行う能力などに注目して、合理的に代理人選定を行う、取引にかかるリスクとリターンを十分に吟味し、受益者の利益が最大となるように努力する等、がある。

議決権については、議決権を行使する義務はなく、貸出中であるなどの合理的な理由であれば、議決権を行使できなくても特に問題は生じない。

## 7 おわりに

今後、株券貸借取引に係わる国内の需要・供給ともに増加すると見込まれる。中でも年金基金が貸株供給の増加において重要な役割を果たすと見られる。特にインデックス・ファンドの場合、銘柄在庫が豊富、売買回転率が低いためリコールの発生頻度が低いといった魅力がある。レンディングによる追加収益は、パッシブ運用の報酬率が低下傾向にあるだけにパッシブ運用機関の経営におとって今後も大きな意味をもつものと思われる。

欧米ではレンディングは機関投資家によって広く行われている。日本の機関投資家もリスクを理解し、十分な注意を払って取引に参加することで、大きなリスクを取ることなく収益を上げ、受益者の利益を増大させることが可能と考えられる。

注

(1) 市場参加者ごとの特徴

Lender (貸付者) State Street Bank, Barclays Global Investors, Bank of New York 等のカスタディアン・バンク(保管信託銀行)、投資顧問、いわゆる機関投資家のポートフォリオがサプライとなる。証券会社の自己売買を行っている勘定のロング・ポジション(買い持ち)がサプライになることもある。

Borrower (借り手)のニーズ(需要)は、ヘッジ・ファンド等の空売りに伴うものがニーズとなる。個人の信用取引での空売りも証券会社を通して、ニーズとなる。証券会社の自己売買を行っている自己勘定のショート・ポジションがニーズとなる。主な借り手として、Morgan Stanley, Goldman Sachs, Nomura, UBS等証券会社がある。

Intermediaries (仲介者)としてLondon Global Securities等がある。

(2) エクイティ・レポでは、銘柄を問わず、担保はキャッシュのみ、貸借料が低い。

(3) 日本版ビッグ・バンにもなっており、一九九七年六月一三日に証券取引審議会が発表した「証券市場の総合改革」<sup>1)</sup> 豊かで多様な二一世紀の実現のために、のなかで、「貸株市場の整備」が謳われた。厚みのある貸株市場を整備し、株式の流動性を向上させる。わが国における貸株は、証券金融会社による信用・貸借取引制度を中心として行われている。しかし今やこの枠組みに納まらない貸株、借株のニーズが出現し、この貸借取引については市場の公平性、透明性の確保の観点から担保の徴収、値洗いの励行、取引状況等に関する適切な情報提供等が図られることが望ましい。この提言を受けて、一九九七年七月三二日に第一回「貸株市場整備に向けた研究会」が開かれ、一九九八年二月に最終報告書をまとめた。その構成は (制度貸借以外の) 一般貸借取引の仕組み、対顧客への貸株、制度貸借との関係、管理・運営の四項目であった。

- (4) 一九九九年末時点で、貸借株券残高は貸付が約一兆円、借入が約二兆円となっている。
- (5) スペシャル取引とは、貸借する株券の銘柄を特定する取引である。
- (6) ジェネラル取引とは、借り入れる株券の銘柄を特に指定しない取引をいう。
- (7) 転換社債とその発行体の株式を用いた裁定取引。
- (8) 相対的に割安・割高と判断される株式の価格差に着目し、ほぼ同額の買い持ち、売り持ちをする運用。市場リスクが中立となるように銘柄、株数を選択する。
- (9) 合併(マージャー)アービトラージは、合併する側の会社、及び合併される側の会社の株式の理論価格と市場での価格との差に着目した裁定取引である。
- (10) 静丈太郎「年金運用と株券貸借取引」『年金運用研究』No. 7、二〇〇〇年三月、参照。
- (11) デュレーションとは、将来発生するキャッシュ・フローを現在価値で織り込んで計算した場合の平均回収期間をいう。

(みき まり・研究員)