

# 米国におけるセキユリティーズ・レンディングの仕組み

清水 和 夫\*

## The Structure of Securities Lending in U.S.A.

Kazuo SHIMIZU\*

### はじめに

海外への証券投資が活発化する中で、従来の機関投資家はすでに購入した有価証券について、これまで為替や価格面にのみ興味を抱いてきた。しかしながら、資産運用のパフォーマンス競争が激化する今日、海外に保管している有価証券をブローカー等に貸出し、その貸付料により運用効率のアップを図ることにより、株式の配当金や債券の利息収入以上の利回り確保を目指そうとする機関投資家が増えてきている。セキユリティーズ・レンディングは、海外マーケットでは早くから発達し、制度としても確立しているため、海外の投資家にとっては、すでに標準的な取引形態となっている。一方、日本国内の機関投資家にとっても、外国証券の投資が拡大するにつれて、レンディング取引を行うことは、徐々に一般化しつつある。現在、主要機関投資家の間では、国内証券のレンディングはもとより、外国証券によるレンディングが盛んに行われている。そこで、海外の中でも、とりわけ活発な米国における有価証券の貸付（Securities Lending）の基本的な仕組みや貸付契約の法的側面について、以下詳しく述べることにする。

### 1 セキユリティーズ・レンディング（Securities Lending）の目的

米国における国債のレンディング市場は、20世紀初頭にBA（銀行引受手形）を使って貿易金融を目的としたレポ（Repo）市場が創設され、FED（連邦準備制度理事会）がBAを対象としたオペを開始したことから始まった。有価証券の貸出しに関する需要は、1970年代以降、国債の大量発行を背景として債券ディーラーが国債のレポを積極的に行うようになると取引が急激に拡大した<sup>1)</sup>。その際の有価証券貸出しの主な理由は以下による。

---

\*大阪電気通信大学金融経済学部アセット・マネジメント学科 教授

(1) Fail to Deliver (受渡遅延)

ブローカーサイドによる債券や株券不足のために、証券の受渡日に決済が実行されず、証券の一時的借入れが必要になる。

(2) Short Sale (空売り)

債券市場や株式市場が下降局面のとき、証券を先に売却しておき、価格が低くなったところで、同じ証券を買い戻しておく。その際、ブローカーは空売りの受渡日に買い方に証券を受渡(Deliver) する必要があるため、証券をどこからか一時的に借入れなければならない。

(3) Arbitrage (裁定取引)

複数のブローカーが、異なったマーケットで、「サヤ取り」の目的で証券を売買しているために受渡決済用の証券が不足する。この不足分の証券を補充しなければならない。

(4) Option Trading (オプション・トレーディング)

ブローカーは、未保有の証券に関して、オプション取引契約の証券を売却し、このポジションをカバーするために証券が必要となる。

これまでの有価証券の貸出しは、ブローカーやディーラー間で相互補完的に行われてきた。特に株式に対する借入れ需要は、これまでほとんど満たされていたが、債券の場合は、かなり供給不足となった。有能な投資運用担当者たちは、これらのブローカーに対して、自己保有の有価証券を貸付け、現金担保を受入れて、担保金をマーケットで運用することにより、保有資産の利回りアップを図った。当然のことながら、Lender (貸手) が多くなるにつれて、貸出競争が激しくなり、その結果、Borrower (借手) へのリベート (Rebate) や証券会社への手数料の割戻しが行われるようになり、貸手は、現金担保の運用益の一部払い出しを認めざるを得なくなった。

## 2 セキュリティーズ・レンディングの基本的な仕組み

本仕組みは、有価証券の貸付を通じて、ポートフォリオのトータル・リターンをより大きくすることを目的としている。図1は、Securities Lendingの基本的な仕組みのフローである。

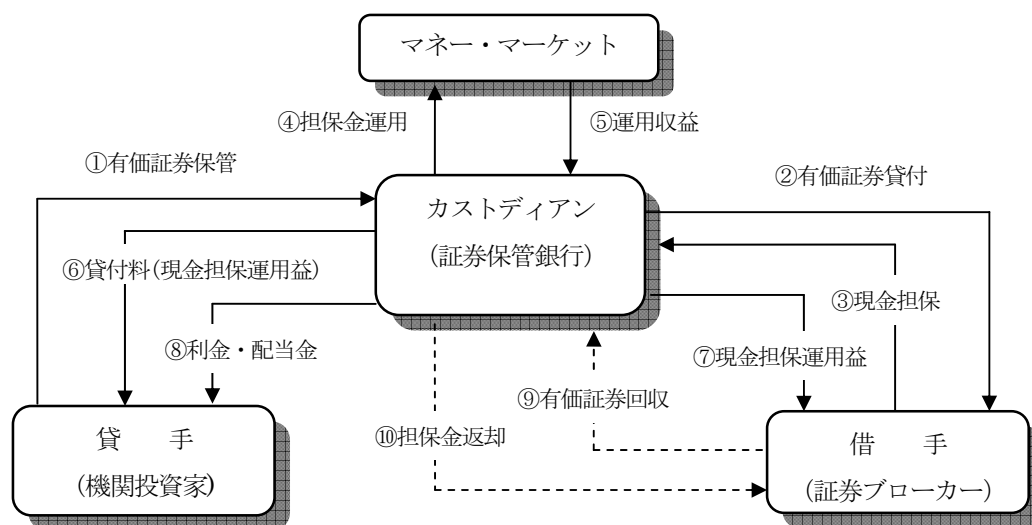


図1 Securities Lendingの基本的な仕組み

- ①貸手は、カストディアンに購入した有価証券の保管を委託する。
- ②カストディアンは、有価証券の借手を探し、借手に対して証券の貸付を実行する。
- ③借手は、借入れた証券の担保として時価相当額の現金（一部は証券でも可）をカストディアンに預け入れる。
- ④カストディアンは、預けられた現金担保をマネー・マーケットで短期運用する。
- ⑤カストディアンがマネー・マーケットで得た運用収益を貸手及び借手に配分する（⑥、⑦）。
- ⑧カストディアンは、保管中の債券の利金または株式の配当金を貸手に支払う。
- ⑨、⑩貸付契約が終了した時点で、借手はカストディアンを通じて貸手のために有価証券を回収すると同時に借手に担保金を返却する。

投資家（貸手）にとってレンディングは、カストディアン\*に業務を委託しながら、最小のリスクですむように安全に設計されている。特にポートフォリオ・マネジメントに影響がないように、貸出期間中の証券の売却はいつでも可能となっている。従って、貸手は証券の元本の値上がりはもちろんのこと、果実を享受しながら貸付料という追加的な利益を得られることになる。通常、債券の貸借取引を行う場合、借手は貸借料を支払うが、一方で担保として提供した現金に対する利息を借手は貸手から受取ることになる。このため、実際の取引にあたっては、担保金利率と貸借料率の両方が使用される。この2つのレートの差がレポ・レート（Repo Rate）であり、このRepo Rateによって取引が行われている。例えば、貸借料率が2%、担保金利率が3%の場合、Repo Rateは1%（担保利率3%－貸借料率2%）となる。

#### <外国債券及び外国株式のレンディング市場規模>

2011年3Qの海外市場で行われている主要な貸手による外国債券のレンディング取引の貸出対象証券（Lendable Assets）の規模は3兆4,758億ドル、貸出残高は6,625億ドルに上る。貸出残高の内訳をみると、70.3%は米国債券（国債及び政府機関債、事業債）であり圧倒的なウェートを占めている。次いでユーロ債券の12.5%となっている。一方、外国株式のレンディング取引の規模は、貸出対象証券の規模が5兆6,829億ドル、貸出残高が4,025億ドルとなっており、貸出残高の内訳では、米国株式が60.8%、欧州株式16.4%、日本株は4.8%となっている<sup>2)</sup>。

#### (1) 貸出可能な有価証券

貸出対象証券は、普通株、優先株、社債、国債及び政府機関債、国際機関債等である。中でも、Fedwire（Federal Reserve's wire transfer system）やDTC（Depository Trust Company）\*\*に預託されている証券は、貸出しの機会が極めて大きい。何故なら、これらの該当証券は、現物の移管を伴わず、ほとんどコストが掛らないからである。

\* 投資家は現地の金融機関を常任代理人として、証券の保管や配当金・利金の取立、議決権行使等を委任する。この業務を行う金融機関のことを、広く一般にカストディアン（Custodian）と呼んでいる<sup>3)</sup>。

\*\* Fedwire：米国の中央銀行である連邦準備制度（Federal Reserve System）によって提供されている決済システムであり、取扱対象証券としては、財務省証券・連邦機関債・モーゲージ担保証券・国際機関債等があげられ、それらの証券は電子的な振替決済（ブック・エントリー）形式で管理がなされている<sup>4)</sup>。

DTC：1973年にニューヨーク州銀行法に基づく限定目的の信託会社として設立された世界最大の証券決済機関（CSD）である。国債を除く、株式・社債・地方債・投資信託・預託証券・CD/CP等を取り扱っている<sup>5)</sup>。

## (2) 担保管理

貸付有価証券の担保は、通常現金担保によるが、証券担保（政府債ないしは政府機関債に限る）や大手銀行発行の信用状（L/C）でも可能である。担保の種類は、国債等の優良格付け債券や信用力のある流動性の高い証券とされている。担保比率は、政府債の場合は市場価格の100%以上、その他の貸付証券は市場価格の102%程度が一般的であるが、貸出証券と担保証券の種類・通貨別や流動性リスク等により102%～105%の範囲となっている。担保金は、債券時価の価格変動に伴い、受入れた債券時価の100%に満たなくなった場合、カストディアンは日々マーケットプライスを管理し、もし不足額があれば借手に「追い証（担保不足の場合の追加保証金）」を請求し、必要な担保金を確保している。

なお、担保管理はカストディアンが直接行う場合と、担保の保管管理業務を専門的に行うトライパーティー・バンク（決済情報と在庫玉の所在を管理する銀行）を使う場合がある。大手米銀とユーロクリア\*等の決済銀行がこの主要なサービスの提供者になっているケースが多い。

## (3) 担保の運用

現金担保の場合、ニューヨークにある大手銀行のCD等を購入またはフェデラル・ファンド・レート\*\*によるオーバーナイト（Overnight）での短期運用を行う。証券担保の場合は、必要に応じてRepo取引で売却される。Repo取引は、本来買戻し条件付取引のことを指すが、日本では、特に債券の貸借取引で金銭を担保として差し出す「現金担保付債券貸借取引」といわれている。一般に、有価証券の貸借取引には担保金等を差し出す有担保取引と無担保取引の2つの方法があるが、この有担保取引のうち、金銭を担保として受入れ、債券を貸し出す取引を「現金担保（Repo）」または単に「Repo取引」と呼んでいる。欧米では、「Repo取引」は「買戻し（Repurchase）条件付き売却取引」のことを意味している。日本におけるRepo取引、すなわち現金担保付債券貸借取引は、現金を担保とした債券の消費貸借契約（貸借取引）のことであり、当事者の一方（貸手）が他方（借手）に債券を貸し出し、その見返りとして担保金を受入れ、一定の期間経過後に同種同量の債券の返還を受けて、担保金を返却するという仕組みになっている。

## (4) リスク管理及び貸出先の選定

有価証券貸付には、複数のリスクが伴う。第一に、借手が債務不履行に陥り証券を貸手に返却できない場合である。この場合は、債券市場の上昇局面では「追い証」として、現金担保を追加させて損失を防ぐ。第二は、配当金や利息の取立を見逃すことにより損失を招く場合である。第三は、現金担保の投資先の金融機関が倒産するケースや担保として預かっていた信用状の発行銀行が破産してしまう場合である。第四は、貸付けていた証券の返却が遅れた場合、プライスリス

---

\* ユーロクリア（Euroclear）：ヨーロッパにおける代表的な国際証券決済機関の一つ。ユーロ債の決済機関としての印象が強いが、その取扱対象証券は、ユーロ債のほか、サムライボンド（円建外債）や米国債の一部の債券や株式・DR（預託証券）等も取り扱っている。また、証券保管の付随サービスとして、オートマティック・レンディング・サービスや担保管理サービスを行っている<sup>6)</sup>。

\*\* 米国の連邦準備制度（FRS）に加盟している民間銀行が、準備預金の過不足を調整するために、無担保で相互に貸し借りをする際に適用される金利のこと。日本の無担保コール翌日物金利に相当する。

クに晒される場合である。米国では、Securities Investor Protection Act of 1970（証券投資家保護法）の規定が、証券の貸手には及ばないため、借手や信用状発行銀行に対しては、すべての財務内容、経営状況を厳重にチェックしなければならない。このため、カストディアンは、貸手の指定する信用力のあるところにしか貸出さない限定方式をとっている場合が多い。1カストディアンあたり30～40社が一般的である。また、カストディアンは貸し出された証券の市場価格を、毎日コンピューターにより時価評価して担保が十分であるかを絶えず確認し、適正な担保水準を維持している。

#### (5) Securities Lending サーベイ

Risk Management Association (RMA) の調査によると、米国の貸出対象証券 (Lendable Assets) の規模は全体で5兆8,574億ドル、貸出残高 (Lendable Outstanding) は7,077億ドルに上る。そのうち米国における国債の有価証券貸付率は41%と圧倒的に高く、次いで政府機関債21%、株式7%、事業債5%となっている。欧州では、ドイツ国債が貸付率40%と高くなっている (表1・表2)。

表1 米国における貸出対象証券 (Lendable Assets) 別の貸付率 (単位: 百万ドル)

種類	国債	政府機関債	事業債	株式	合計
貸付					
Lendable Assets	876,957	188,358	1,291,346	3,500,819	5,857,480
Lendable Outstanding	359,462	39,667	63,864	244,742	707,735
有価証券貸付率	41%	21%	5%	7%	12%

表2 米国以外における国債・株式の貸付率 (単位: 百万ドル)

国名種類	カナダ		フランス		ドイツ		イギリス	
	国債等	株式	国債	株式	国債	株式	国債	株式
貸付								
Lendable Assets	101,579	168,259	71,898	157,071	110,617	153,168	172,845	469,369
Lendable Outstanding	12,856	16,569	20,775	10,024	43,838	8,022	56,853	16,118
有価証券貸付率	13%	10%	29%	6%	40%	5%	33%	3%

表3でその実態をもう少し詳しく見てみると、北米が、株式・債券とも貸出対象証券が多い。有価証券貸付率で見ても、特にカナダ債 (国債及び事業債) は13%、株式は10%とレンディング・マーケットでより多く使われている。アジア・オセアニア地域では、オーストラリア株の8%を抜き、香港株のウェイトが13%と日本株の倍近くになっている。ユーロ債では、ドイツのソブリン債 (Sovereign Bonds)\*のほか、英国ギルト債 (国債) が33%と圧倒的にポジションが高くなっている。次いで、フランスのソブリン債が29%、スペインのソブリン債が15%となっている。また、ラテンアメリカや東ヨーロッパのエマージング・マーケット債も規模が小さいこともあり10%と高くなっている。このようにSecurities Lendingは、世界各国において海外資産運用の効率的な手段として貴重な役割を担っている。

\* 各国の政府または政府関係機関が発行・保証している債券 (国債等) のこと。

表3 SECURITIES LENDING INDUSTRY COMPOSITE

(Average Number of Lending Markets 18)	Lendable Assets (\$MM)	Total on Loan (\$MM)	Total on Loan (%)
<b>North American Treasuries / Bonds</b>	<b>\$2,576,606</b>	<b>\$479,211</b>	<b>19%</b>
U.S. Treasuries / UST Strips (aggregate)	876,957	359,462	41
U.S. Agencies	188,358	39,667	21
U.S. Mortgage Backed Securities	118,365	3,362	3
U.S. Corporate Bonds	1,291,346	63,862	5
Canadian Bonds (Government & Corporate)	101,579	12,856	13
<b>North American Equities</b>	<b>\$3,669,079</b>	<b>\$261,312</b>	<b>7%</b>
U.S. Equities (includes ADRs)	3,500,819	244,742	7
Canadian Equities	168,259	16,569	10
<b>European Equities</b>	<b>\$1,182,114</b>	<b>\$65,977</b>	<b>6%</b>
French Equities	157,071	10,024	6
German Equities	153,168	80,022	5
Italian Equities	40,512	3,444	9
UK Equities	469,369	16,118	3
Scandinavian Equities	92,179	7,725	8
All Other European Equities	269,814	20,645	8
<b>Pac-Rim Equities (includes Australia)</b>	<b>\$707,273</b>	<b>\$59,948</b>	<b>8%</b>
Japanese Equities	275,782	19,327	7
Hong Kong Equities	140,574	17,671	13
Australia Equities	158,283	12,486	8
All Other Pac-Rim Equities	132,634	10,465	8
<b>All Other Equities (not previously listed)</b>	<b>\$124,518</b>	<b>\$15,309</b>	<b>12%</b>
<b>Total Equities (Aggregate Total)</b>	<b>\$5,682,983</b>	<b>\$402,546</b>	<b>7%</b>
<b>EURO Denominated Sovereign Bonds</b>	<b>\$283,182</b>	<b>\$83,284</b>	<b>29%</b>
French Sovereign Bonds	71,898	20,775	29
German Sovereign Bonds	110,617	43,838	40
Italian Sovereign Bonds	36,179	3,286	9
Spanish Sovereign Bonds	12,398	1,888	15
All other EURO Denominated Sovereign Bonds	52,090	13,497	26
UK Gilts	172,845	56,853	33
Emerging Market Bonds (*)	44,893	4,534	10
Eurobonds & Foreign Corporate Bonds	309,604	23,586	8
All other Sovereign Bonds (not previously listed)	88,762	15,118	17
<b>Total Bonds (Aggregate Total)</b>	<b>\$3,475,892</b>	<b>\$662,586</b>	<b>19%</b>
<b>TOTALS</b>	<b>\$9,158,875</b>	<b>\$1,065,132</b>	<b>12%</b>

(\*) Latin America &amp; Eastern Europe

(出所) Risk Management Association, Average for the Period : 3rd Quarter 2011

## (6) 収益性について

カストディアンに10億ドルの米国債と1億ドルの米国株式を保管し、そのうち国債が平均40%、株式6%が貸付けられたと仮定すると、

## ①基本カストディ・フィー

証券保管料/10万ドル … (A)

## ②Securities Lendingによる収入

担保金運用益 (3%) 4.06億ドル×3% = 1,218万ドル

借手へのリベート支払い (2%) 4.06億ドル×2% = ▲ 812万ドル

カストディアンへの支払い (0.4%) 4.06億ドル×0.4% = ▲ 162万ドル

差引 244万ドル … (B)

ネット貸付収入 (B) - (A) = 234万ドル/年間

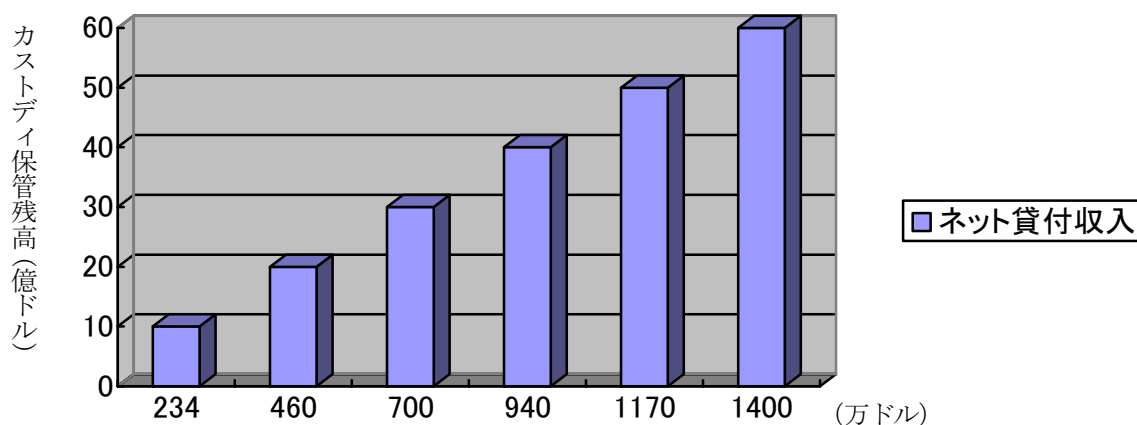


図2 カストディ保管残高から見た収益予想値

#### (7) Lender (貸手)

貸手となるのは、銀行、保険会社、年金基金、事業会社、公的機関、財団法人等である。一般的には、貸付相手先を長期債格付シングルAマイナス以上の格付け取得先に限定している。具体的には、慎重に選定した信用力の高い投資銀行、商業銀行、証券会社が対象となっている。

#### (8) 外貨建会計処理

外貨建有価証券貸付の会計処理は、以下の点で日本における貸付有価証券と同等の取り扱いをすることは適当でないと判断される。

- ①貸付のエージェントであるカストディアンが、投資家のために、必要なとき、オーバーナイトで必要な銘柄の貸出しを行っているため、銘柄、貸付期間、貸出先を予め特定できない。
- ②貸付料もマーケットで日々変動するため、正確な未収貸付料の計上をすることが困難なこと。
- ③現金担保による預金の取扱い、運用益の経理処理等に明確な規定がないこと。

従って、セキュリティーズ・レンディングは、単に貸付有価証券という取扱いにせず、カストディアン（ブローカーを含む）に対する与信リスクとして管理する方が実務的である。

### 3 法律的側面

#### (1) Repo取引におけるリスクと貸付有価証券の関係

現在、米国政府証券のほとんどが登録債であり、受渡決済や証券の保管は連邦準備制度のブック・エントリー・システムやDTCシステムの中の帳簿上で行われているが、担保の多重活用や横流し、Commingle（混蔵）といった連鎖からくる悪用が行われる潜在的な可能性もあるため取引においては注意を要する。過去には、ドライスデール等の倒産事件\*があった。

カストディアンは、ある意味でブローカーの役割を果たす。つまり、証券の借手（大手ブロー

\* 1982年5月、政府証券ディーラーであるドライスデール社倒産に伴う117百万ドルの損失や、同じくロンバルト・ウォール社の倒産により45百万ドルが不良債権化した事件。

カー)と貸手(カストディアン)の間を仲介するが、同時にこの取引の中で、カストディアンはPrincipal(契約の当事者)となる点に注目したい。すなわち、借手から担保を見返りとして貸手に対しIndemnity(保証)を発行することでTrustee(受託者)の役割を兼ね、貸手に代わって与信枠の管理、担保の管理をする義務が生じている。従って、貸付有価証券におけるリスクは2局面あり、カストディアンにおけるリスクと貸手としての投資家のリスクは当然異なる。カストディアンにおいては、ブローカー(借手)のSolvency(支払能力)と担保管理にリスクが集中する。一方、投資家のリスクはIndemnityの効力とカストディアンのSolvencyであり、たとえブローカーの倒産があっても、Indemnityを通じカストディアンからFull payment(全額支払)を受けなければならない。

貸付有価証券(ないし逆のブローカーローン)とRepo取引は極めて類似しており、両者とも流動性及び経済性を貸手、借手に与えるものとされている。Repo取引における証券は、購入したものにとっては単なる担保にしかすぎない(ニューヨーク最高裁—ドリスデールのケース)とした判断もあり、Repoとブローカーローンは法律的に同じだとする見方が多い。特に政府証券におけるRepoや政府証券を担保としたブローカーでは物理的に担保を押さえることは不可能で、このことが政府証券ディーラーによる担保の多重利用を促している。

一方、貸付有価証券における場合も担保の種類によって物理的に押さえることが困難であるが、実際にはCashまたはL/C担保が中心となるこの取引ではRepoのような関係は生じていない。貸付有価証券におけるカストディアンの会計上の処理は、オフバランス項目となる。また、証券の保有者(Holder)においてもバランスシート(B/S)上、投資有価証券勘定から貸付有価証券勘定への転換は原則行われていない。現時点では、これらに対する厳密な特定の原則や規則は少なくとも米国では見当たらない。

貸付有価証券とRepo(ないしブローカーローン)との比較で、前者がリスク的にSuperiorと考えられる。担保管理面で倒産の際の担保効力については、Repoやブローカーローンと同様な法律問題が生じる。このリスクは、カストディアンのとるリスクであり、貸手の直接的なリスクとはならないからである。

## (2) Bankruptcy Law(倒産法)から見た貸付有価証券

Repo取引においては、通常Bankruptcy Law(倒産法)が適用されないことになっている(1984 Bankruptcy Code Amendment)。ただし、政府証券、政府保証債及びCD(預金)、BA(銀行引受手形)のみが、貸付有価証券においては一般のSecured Lending(有担保貸付)と見なされるため、破産法廷による管財人の任命及び清算手続きを待たずに担保の処分ができないという解釈が支配的である。ただし、貸付証券自体を証券売買の契約(Securities Contract)と見れば、Repo取引同様、借手の倒産に際し即刻処分が可能となる。この場合、貸手は単にエージェントないしカストディアンでなければならず、貸手が自己勘定の証券を貸していた場合、Bankruptcy Protection(会社更生手続き)は存在しない。

さらに言及すると、当該証券が政府証券であれば貸付証券自体が、「先物契約」と見なされ、従ってRepo同様、Liquidation(清算)及びセットオフが可能である。貸付有価証券一般におけるBankruptcy Lawの適用可能性は法廷でテストされた訳ではなく、コードの解釈にすぎない。



Repo取引同様、貸付有価証券のレギュレーションは特定のものとして存在せず、証券法、破産法、商法等が複雑に入り混じっており、Market practiceが支配的な概念となっている。貸付有価証券に関するガイドラインはFED（連邦準備制度理事会）及びFDIC（連邦預金保険公社）、FHLB（連邦住宅貸付銀行）、さらにNational Credit Union（全米信用組合）が統一的な見解として持っているものの、BorrowerのCredit Analysis（担保保全のための与信分析）に止まっており、法律적인見解については、厳密な意味では、明確化されていないのが現状と思われる。

#### 4 有価証券貸付契約解説

##### (1) 有価証券貸付契約（Securities Lending Agreement）

貸手は、カストディアン（グローバル・カストディアンの場合が多い）との間で有価証券貸付契約\*を取り交わす。貸手は、外国証券の保管を行っているカストディアンを代理人（レンディング・エージェント）に任命し、カストディアンに対して、仲介業者との間で同様の契約を締結する権限を与えている。カストディアンは、その裁量により貸手に対する事前の通知を要せずして、有価証券の貸付を拒絶し、または現に行っている貸付を中止する権限を有している。なお、基本的な有価証券貸付の契約形態は以下のようになっている（図3）。貸手は、カストディアンとの間で①カストディ契約のほかに②有価証券貸付契約を締結する。カストディアンは、借手との間で③貸借基本契約を締結する。カストディアンがグローバル・カストディアンの場合は、各国市場の現地法人やサブ・カストディアンを通じて、実際の有価証券の貸出・回収を行っている。

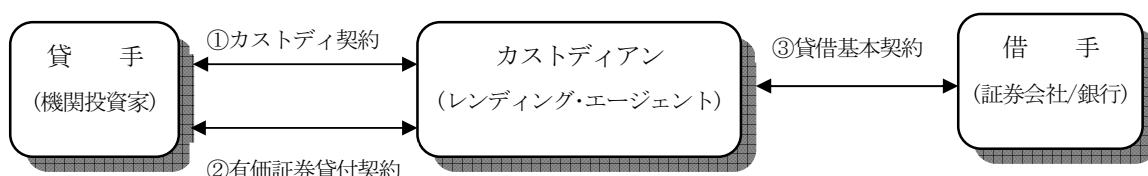


図3 基本的な有価証券貸付の契約形態

##### (2) 貸付有価証券の選択及び引渡、担保の受領

貸手は、カストディアンに対して以下の権限を与える。

- ①貸手の保管口座に保管されている有価証券のうちから、カストディアンがその裁量により選択したものを必要に応じて借手に引き渡すこと。カストディアンは、引渡の都度、その旨を速やかに貸手に通知しなければならない。

\* 現地での取引にあたっては、カストディアン等のレンディング・エージェントが証券会社とGlobal Master Securities Lending Agreement (GMSLA) やOverseas Securities Lender's Agreement (OSLA) の貸借取引に関する基本契約を締結する。

②借手からまたは借手のためにナショナル・ストック・クリアリング・コーポレーション (NSCC) またはDTCから、ニューヨーク手形交換所決済資金、信用状もしくは正味時価を有する適用有価証券を受け取る。ただし、この受取金額は、借手に貸付けられた有価証券が政府債の場合にはその時価の100%以上、その他の貸付有価証券の場合は、時価の102%以上とする。

### (3) 適用有価証券の利子・配当金受取及び貸付有価証券に関する返還義務

- ①借手が貸付有価証券の利子・配当金の支払い及び引渡を行ったか否かにかかわらず、カストディアンは当該利子・配当金と同額のことを貸手の保管口座に入金しなければならない。
- ②貸付有価証券の貸付期間が満了した場合、カストディアンは該当有価証券及び利子・配当金を直ちに引渡可能な形態で、貸手の保管口座に速やかに振り込まなければならない。ただし、アメリカ合衆国統一法第11章、または債務者の救済、整理、負債についての和議や繰り延べ、会社更生等に関する連邦もしくは州の破産法その他の法律の規定により、カストディアンが貸付有価証券の返還に関して借手に対して有する権利の行使または履行が妨げられる場合、カストディアンは当該法律の減免を得るべく活動している間で10日間を超えない期間に限り、貸付有価証券の保管口座への返還を遅らせる権利を有する。
- ③カストディアンは、貸手のために貸付に関して発生する手数料または割戻料等について借手と交渉する権限を有している。カストディアンは、借手から実際に受取った手数料を貸手の口座にクレジット（入金）する。

### (4) 追加担保

カストディアンは、ニューヨークにおける毎銀行営業日に、貸手に代わり、担保物件（現金または証券）が貸付有価証券の時価の100%を下回ることのないよう、追加の現金または有価証券、信用状を引渡すように借手に要求する。

### (5) 担保提供及び信用状

- ①貸手は、現金及び担保証券をカストディアンに独占的に占有させなければならない。加えてカストディアンは、当該現金を投資し、かかる投資から生じた利益を貸手の保管口座にクレジットしなければならない。
- ②カストディアンに交付された現金の投資及び再投資の結果発生した利益または損失は、すべて貸手に帰属する。従って、(イ) 現金担保価値が借手に返還しなければならない金額を下回った場合は、貸手はカストディアンより要求あり次第、差額を借手に現金で支払わなければならない。(ロ) 貸付期間終了後、現金の対象となっている証券の価格は、カストディアンにより誠意をもって決定されなければならない。(ハ) 現金担保金額が当該有価証券の価格を上回る場合は、貸手は請求あり次第、カストディアンに対して差額を現金で支払わなければならない。

### (6) カストディアンの手数料

毎月特定日まで、貸手はカストディアンに対して貸付によるサービスの対価として、貸付契約に基づき、トータル収益の〇〇%の手数料を支払う。

(7) 解約

貸付有価証券契約は、各営業日の午前10時までに、一方の当事者から他方の当事者に対して書面により少なくとも5営業日前に解約の旨通知を行うことにより、いつでも解約することができる。

最後に、参考資料として、貸借取引に関する基本契約書（Master Securities Lending Agreement）の例をあげておく。

<参考資料>

**Master Securities Lending Agreement**

Gentlemen:

This letter sets forth the terms of an agreement between custodian as Agent for one or more holders of securities (the "Agent"), and \_\_\_\_\_ (the "Borrower").

**1. Position of Agent**

The Agent has been appointed the agent for one more holders of securities (collectively, the "Lenders") to arrange and administer on behalf of such holders, pursuant to this Agreement, loans of securities. A list of such Lenders is available upon request to the Agent.

**2. Loans of Securities**

If the Borrower desires to borrow securities it may telephone the Agent, specifying the securities the Borrower wishes to borrow, the nature of the Collateral (such term and certain other defined terms employed herein being defined in Annex I) the Borrower proposes to deliver to the Agent as security for such loan, the Maintenance Percentage to be applicable in connection with such loan, the fees and rebates the Borrower proposes to pay and collect in connection with such loan and principal terms of the Loan to Section 4 hereof. The Agent, on behalf of willing to consummate a loan (a "Loan") of such securities (the "Loan Securities") upon such terms shall so notify the Borrower by telephone (such day of notification being herein referred to as the "Trade Date"), Unless otherwise agreed by the Agent and the Borrower and provided in the Confirmation (as defined in Section 4 hereof), the settlement date (the "Settlement Date") for such Loan shall be the Trade Date.

**3. Delivers on the Settlement Date**

( a ) On the Settlement Date for any Loan and during the Agent's business hours, the Lender making such Loan shall ( i ) cause the Loaned Securities which are to be the subject of such Loan to be credited to the account of the Borrower in accordance with subsection ( c ) ( ii ) ( B ) of Section 20 hereof or ( ii ) deliver to the Agent for delivery to the Borrower certificates representing such Loaned Securities in accordance with

subsection ( c ) (ii) ( A ) of Section 20 hereof, in which event the Agent shall list such Loaned Securities on a receipt which the Borrower shall execute and return to the Agent at the times such Loaned Securities are received by the Borrower.

( b ) Against receipt of such Loaned Securities, the Borrower shall deliver to the Agent, as Initial Collateral, ( i ) cash, (ii) Marketable Securities or (iii) a Letter of Credit, or any combination thereof as agreed to on the Trade Date with respect to such loan. The Market Value of the Initial Collateral for such loan shall be at least equal to the Maintenance Percentage of the Market Value of the Loaned Securities subject thereto at the time the Agent has been notified by the Borrower of its intent to borrow securities.

( c ) Upon the delivery of the Loaned Securities by the Agent to the Borrower as contemplated by subsection ( a ) of this Section a Loan of the Loaned Securities, upon the terms and conditions agreed to on the Trade Date and subject to the terms and conditions of the Agreement, shall be deemed to have been made.

#### **4. The Confirmation**

The terms and conditions of each Loan shall be memorialized in a written confirmation (the "Confirmation") in the form attach as Exhibit A. By the close of business on the Business Day following the Trade Date for each Loan, the Agent shall send to the Borrower a confirmation that reflects the principal terms of such Loan, (iii) the basis of compensation for such Loan, (iv) the type and amount of Collateral to be provided for such Loan, (v) the termination date of such Loan agreed between the parties on the Trade Date. The Borrower shall review such Confirmation in accordance with procedures set forth therein. This Agreement shall be deemed to be incorporated into each such Confirmation as though set forth therein.

#### **5. Security Interest**

The Borrower shall be deemed to have granted to each Lender with respect to any and all Loans extend by such Lender a security interest in all cash and Marketable Securities held by the Agent as Collateral for such Loans and any proceeds thereof to secure all present and future obligation of the Borrower to such lender under this Agreement with respect to such Loans. Any such security interest shall survive the termination of any Loans arising from a Borrower's Default under Section 16 hereof or a failure of the Borrower to make a delivery required by Section 15 hereof and shall continue until all obligation of the Borrower to the Lender hereunder have been satisfied.

#### **6. Representations and Warranties of and Covenants by the Borrower**

The Borrower represents and warrants to the Agent and on the Settlement Date for any Loan shall be deemed to have represented and warranted to the Agent and the Lender making such Loan and covenants with the Agent and such lender that :

( a ) this Agreement has been duly authorized and validly executed and delivered by the Borrower and constitutes the legal, valid and binding obligation of the Borrower.

( b ) any securities borrowed by the Borrower hereunder will be borrowed and used only for purposes permitted by, and in full conformity with, all applicable laws and regulations :

( c ) any Marketable Securities delivered by the Borrower as Collateral hereunder shall be owned by Borrower and delivered free and clear of any lien, claim or encumbrance whatsoever (other than the security of Lender under section 5 hereof) :

( d ) it has delivered to the Agent audited financial statement of the Borrower for its last fiscal year and the most recent available unaudited balance sheet of Borrower and the related statements of income and retained earnings (if more recent than such audited statements) and such other financial informs, if any, relating to it as has been made available to the public by the Borrower since the date of such audited financial statements : the financial statements and information furnished hereunder fairly present, in accordance with generally accepted accounting principles consistently applied, its financial condition and results of operations as of the respective date thereof : there has been no material adverse change in its financial conditions or results operations subsequent to the date of the latest such statement delivered to the Agent : no Borrower's Default has occurred or is expected to occur and :

( e ) The Borrower will promptly deliver to the Agent all revised and future such statements and information as long as this Agreement is in force and Loans are outstanding hereunder, all of which will fairly present, in accordance with generally accepted accounting principles consistently applied, the Borrower's financial condition or results of operations as of the dates of such revised and future statements or information : the Borrower will provide the Agent with audited financial statements of the Borrower as of the end of each fiscal year of the Borrower within ninety days thereof : and Borrower will promptly notify the Agent in writing of any material adverse change in the financial condition or results of operations of the Borrower from the date of the most recent audited financial statements for its last fiscal year furnished under this Section.

#### **7. Representation and Warranties of and Covenants by the Lender : Limitations on Liability of Lender**

( a ) Each Lender by the Agent on the Settlement Date for any Loan hereunder shall be deemed to have represented and warranted to and covenanted with the Borrower that :

( i ) any securities furnished as Collateral to such Lender hereunder will be used only for purposes permitted by, and in full conformity with all applicable laws and regulations :

( ii ) any Loaned Securities delivered by such Lender hereunder shall be owned by this Lender and delivered free and clear of any lien , claim or encumbrance whatsoever :

( iii ) the obligation of the lender hereunder have been duly and validly authorized by all

necessary action of the Lender :

(iv) it will not direct the Agent to draw against any Letter of Credit furnished as Collateral unless a Borrower's Default has occurred and is continuing : and

(v) no Lender's Default by or attributable to such Lender has occurred or is expected to occur.

( b ) The Borrower agrees that no Lender will have any liability to the Borrower with respect to any Loan hereunder arising from any breach by the Agent of the representation and warrants set forth in Section 8 hereof negligence or willful misconduct of the Agent in performance of duties hereunder.

#### **8. Representation and Warranties of Agent : Limitation on Liability of Agent**

( a ) The Agent represents and warrants to the Borrower that :

(i) This Agreement has been duly authorized and validly executed and delivered by the Agent and constitutes the legal, valid and binding obligation of the Agent :

(ii) The Agent will hold all Collateral for any Loan pursuant to the terms of each lender's authorization which will provide that the Agent will hold any Collateral for such Lender and that such authorization will not be revocable on less than 5 Business Days notices. The Agent will give the Borrower prompt notice of any notice of revocation thereof received by the Agent from any Lender which has made an outstanding Loan : and

(iii) the Agent has been duly authorized by the respective Lenders to enter into this Agreement and the transactions contemplated hereby.

( b ) The Borrower agrees that the Agent will have no liability to the Borrower with respect to any Loan hereunder except for breach of the foregoing warranties and representations and any negligence or will full misconduct by the Agent in the performance of its duties hereunder.

#### **9. Rights of Borrower in Respect of Loaned Securities**

Until such time as a Loan is terminated pursuant hereto, the Borrower shall have all of the incidents ownership of the Loaned Securities which are the subject of such Loan.

#### **10. Rights of Lender in Respect of Cash and Marketable Securities Delivered as Collateral**

( a ) The Agent, on behalf of each Lender having a Loan outstanding hereunder, shall be entitled to exercise all rights of ownership of any cash held by the Agent as Collateral for such Loan, including the right to invest it, and may deal with such cash at the risk and for the account of such lender. The sole obligation of such lender in respect of any such cash shall be to direct the Agent to transmit to the Borrower upon termination of any loan in respect of which such cash was delivered an amount of cash equal to the amount of cash therefore delivered to the Agent as Collateral for such Loan (net of redeliveries, if any)

( b ) Until such time as a Loan is terminated pursuant hereto, a Lender shall have all of the incidents ownership of any Marketable Securities delivered as Collateral for any Loan made by such Lender.

( c ) The Agent shall not have obligation to segregate any Collateral but the Agent will record on its books and records all deliveries of Collateral made by the Borrower hereunder.

#### **11. Distribution on Loaned Securities and on Marketable Securities Delivered as Collateral**

( a ) With respect to each Loan hereunder, the Borrower will, provided no Lender's default by or attributable to the Lender making such Loan has occurred and is continuing, and except as provided in subsection ( b ) of the Section:

( i ) deliver to the Agent an amount equal to any cash distributions or dividends payable on the Loaned Securities subject to such Loan within one Business Day after the payable date for any such payment or distributions : and

( ii ) deliver to the Agent securities or rights corresponding to any securities or rights distributed on such Loaned Securities within one Business Day after receipt by the Borrower of any such distribution or within one Business Day after distribution date, whichever date is earlier. In the event a distribution or dividend on such Loaned Securities is payable in one of several forms at the option of the owner of record of such Loaned Securities and one of such options is a cash option, the borrower shall deliver to the Agent within one Business Day after the payable date for such cash option, free and clear of any claims of the borrower hereunder, a payment in cash equal to the amount that would have been received if the cash option had been chosen with respect to such distribution or dividend.

( b ) In the case of distributions or dividends in securities made on Loaned Securities subject to any Loan, such securities will be added to the Loaned Securities, and be considered as Loaned Securities subject to such Loan for all purposes, unless the Borrower and Agent agrees otherwise. Where such securities are to be added to the Loaned Securities, the Borrower shall deliver to the agent on such distribution date additional Collateral with a Market Value at least equal to the Maintenance Percentage of the Market Value of such securities on distribution date.

( c ) With respect to each Loan hereunder the Lender making such Loan will, provided no Borrower's Default has occurred and is continuing :

( i ) direct the Agent to deliver to the Borrower an amount equal to any cash distributions or dividends payable on any Marketable Securities included in the Collateral for such Loan within one Business Day after the payable date for any such payment or distribution :

( ii ) direct the Agent to deliver to the Borrower securities or rights corresponding to

any securities rights distributed on such Marketable Securities within one Business Day after receipt by the lender of any such distribution. In the event a distribution or dividend on such Marketable Securities is payable in one of several forms at the option of the owner of record such Marketable Securities and one of such options is a cash option, Lender shall direct the Agent to deliver to the Borrower within one Business Day after the payable date for such cash option free and clear of any claims hereunder a payment in cash equal to the amount that would have been received if the cash option had been chosen with respect to such distribution or dividend.

(以下省略)

**12. Market to Market**

**13. Transfer Taxes and Fees**

**14. Indemnification**

**15. Termination without Default**

**16. Termination of Loan upon Default**

**17. Reminds of Lender**

**18. Reminds of Borrower**

**19. Substitution**

**20. Notices, Delivers and Payments**

**21. Miscellaneous**

**22. Matters Concerning the Securities Investor Protection Act of 1970**

A LENDER MAY NOT BE PROTECTED BY THE PROVISIONS OF THE SECURITIES INVESTOR PROTECTION ACT OF 1970 WITH RESPECT TO SECURITIES LOAN TRANSACTIONS AND, THEREFORE, COLLATERAL DELIVERED TO A LENDER MAY CONSTITUTE THE ONLY SOURCE OF SATISFACTION OF THE BORROWER OBLIGATION IN THE EVENT THE BORROWER FAILS TO RETURN THE SECURITIES.

**注**

- 1) 日本トラスティ・サービス信託銀行編『THE資産管理専門銀行 (第3版)』(金融財政事情研究会、2009年) 161頁
- 2) 「Securities Lending Industry Composite (3rd Quarter 2011)」(The Risk Management Association、2011年)
- 3) 清水和夫『THE資産管理実務用語700』(金融財政事情研究会、2010年) 56頁
- 4) 前掲書 (3) 10頁
- 5) 前掲書 (3) 7頁
- 6) 前掲書 (3) 9頁