

ESGおよび証券貸付のための グローバルフレームワーク

第2版
2023年5月



GASLAについて

The Global Alliance of Securities Lending Associations (GASLA)は、グローバルな証券貸付市場に関する意見をまとめ、環境・社会・ガバナンス(ESG)について配慮しつつ、効率的かつ流動性のある持続可能な市場をサポートするための透明かつ標準化されたプラクティスを提唱します。

GASLAは、全地域において、規制当局・政策立案者・基準設定機関を含む利害関係者と積極的に対話や活動を行い、ポジティブかつ強い影響力をもって関与していくことに努めています。

GASLAは、社会的包括性inclusivityを原則として創設され、世界各地の金融市場協会financial markets associationsと一層の関わり・対話をもって活動していくことを目指しています。



GASLAは、以下の5つの創設メンバーで構成されています。



- カナダ証券貸付協会
- 国際証券貸付協会
- 汎アジア証券貸付協会
- リスク管理協会
- 南アフリカ証券貸付協会

はじめに



- ESGおよび証券貸付のためのグローバルフレームワーク(GFESL)は、世界各地での証券貸借市場参加者のためにGASLAが作成したものです。ESGの観点を踏まえ、証券貸付を行うレンダーが考慮・判断すべき事項の枠組みを提供することを目的としています。
- GFESLは包括的/総合的なガイダンスの作成を目的とするのではなく、レンダー各社の独自の法務、税務、規制面のアドバイスと併せて考え、レンダーが広範なデューデリジェンスプロセスを行うにあたっての一助となることを企図しています。
- GFESLは、2020年よりGASLAが協会として依頼した研究・調査を基にドラフトが作成されており、レンディングがサステナブルな投資戦略と相反するものではなく、ESGとレンディングが両立するという一般見解をサポートするものとなっています。
- GASLAは、議決権、担保管理、決算期越えの貸出、ショートセルのファシリテーション、および貸借市場における透明性向上を5つの主要な考慮事項とし、GFESLの中で述べています。
- GFESL第二版は、2021年5月に出された第一版を強化・刷新したものです。第二版は、ESGとレンディングの観点から、新たな規制や進化していくマーケットプラクティスにより適した形となっていると考えています。

「証券貸借は市場で重要な役割を果たし、投資家に追加収入をもたらします。同機構では、証券貸借とESGは相容れないもの、とは考えていません。証券貸借契約は貸出当事者と借入当事者のESG目的の達成に合わせて調整できるからです。該当する場合、企業は証券貸借ポリシーを明確にし、持続可能な投資戦略と一貫するための措置を講じる必要があります。」

英国金融行為監督機構

[2022年10月](#)¹



議決権



重要な考慮事項

- 証券のレンダーは、議決権行使などの方法で企業と関与するスチュワードシップ関連の義務がある一方で、株の保有者がリターンを得るよう行動する責務もあり、バランスをとっていく必要があると言えます。
- レンダーには、独自の投資方針に即したスチュワードシップおよび議決権行使に関するさまざまなポリシーがあるため、貸出中の証券に関する議決権行使およびリコール(返済要求)について画一的なルールを決めることは現実的とは言えません。
- レンダーは、レンディングプログラムのリコールポリシーを作成し、エージェントレンダーに連絡する必要があります。レンダーが、すべてのコーポレートアクションの前に貸付証券全てをリコールすることは、スタンダードプラクティスではありません。レンダーが証券をリコールするか貸出を継続するかを決定するにあたって、議決権行使対象の内容の重要性を評価し、貸出から発生するリターンと比較して検討することがより重要といえます。
- 現在いくつかのマーケットにおいては、統一的でタイムリーな基準日情報が不足しています。行使日や株主総会の議事内容について十分な情報がある、とは言えない状況です。
- GASLAは、リコールの権利が契約上ある限り(契約上事前に決められた期間においてリコールの権利を行使しないような特段の定めのない限り)、貸出を行うことでレンダーの議決権行使の機会を妨げるべきではない、と述べています。

法制および規制に関する状況

- GMSLA(Global Master Securities Lending Agreement)²を含めたレンディングに関する業界標準契約書は、議決権取得を主目的とした貸借取引を行わないような内容を定めています。
- 上記は、英国におけるBank of Englandのマネーマーケットコード³、日本のコーポレートガバナンスコードやスチュワードシップコードなどにおいても反映されています。米国のレギュレーション⁴では、借入側が貸借取引を行う条件を定めています。“the permitted purpose requirement,” 「許可される目的要件」として知られるこのルールでは、空売りのための証券借り入れ、またはフェールカバーその他、類似した状況での証券の受渡確保等の場合にのみ、証券の借入が認められています。したがって、議決権を主目的に証券を借入することはできません。⁴
- USのInvestment Company Act⁵下では、form NP-Xが2023年に変更され、議決権行使の数量または指示のあった株式数、ならびにリコールされなかった貸出株数を開示することが必要になりました。これにより投資家は、投資先がガバナンス関連においてどう行動しているかについて、より効率的にモニタリングできるようになっています。



実践ガイド



議決権および株主エンゲージメントに関するGASLAペーパー(2021年11月)⁶

1. リコールポリシー

ESGの考慮事項に基づき、議決権行使の枠組みにおけるリコールポリシーの評価または策定。

2. 重要性

議決すべき決議のタイプを会社別および問題別に特定。

3. パラメータの定義

ESG関連の重要な投票、リコールやレンジング制限のトリガーとなるパラメータを選定する。
意思決定には専門のESGチーム/アドバイザーの使用が必要とされる場合あり。

4. 影響

議決結果が貸出者に重大な財務的、非財務的影響を及ぼすかを検討。

5. 最低基準

市況や流動性条件に応じて、プロキシリコールの最低基準枠組みの設定を検討。

6. タイトル

議決権を行使する場合、レンダーは、エージェント・レンダーを通じてリコールを行う必要がある。

7. 連絡

リコールポリシーについて明確にエージェント・レンダー/借手に伝え、条件の提携を確認。

8. 議決権獲得目的の借入

議決権の取得および/または行使のみを目的に証券を借入または担保を保持することは、受入れられない。



非現金担保、
現金再運用
および再使用

非現金担保の適格性および現金再運用の制限



重要な考慮事項 非現金担保および現金再運用

- 貸手（レンダー）は、許容可能な担保の対象ユニバースを、**中核的投資ポートフォリオ**のために採用したESGアプローチと**連携させる**かどうか、またどの**程度連携させるか**を決定できます。この分析では、担保とはそもそもリスクを軽減する為のものであり、レンダーの信用リスク評価に合致して担保が適切に分散され効果的なリスク管理の役目を果たしているかを確認する必要があります。
- レンダーが、特定の業種を除外してセクターレベルまたは個別証券レベルで非現金担保の適格性を制限する場合は、現地規制で求められる内容も考慮する必要があります。
- **これは**、担保に関し受入不可のものを選定したりダイベストメントを行う一方で、特定の規制当局が、例えばESG事案において、議決権行使を通じてより**大きな株主エンゲージメント**を期待する場合に問題となる場合があります。
- レンダーの投資ポートフォリオが、ESGについて排除する方向でなく統合的なアプローチを取る場合は、現金再運用に関するプラクティスの検討時に、非現金担保の適格基準を用いて検討することが可能と言えるでしょう。



[国際証券貸付協会：
証券貸付という状況下での担保
へのESGの適用性](#)



実務指針

GASLAは、アセットオーナーまたはアセットマネージャーの投資ポートフォリオが様々な観点においてESG関連リスクを検討することが必要不可欠であると考えます。一方、信用リスクを適切に軽減すること、ならびに担保の流動性をふまえ債務不履行の場合に現金化できることを念頭に、担保ガイドラインの適切な多様化の必要性を認識するべきであると考えています。

このアプローチは、市場にいわゆる座礁資産が発生するリスクを軽減するのに役立ち、特に環境要因に関し対応する際、秩序ある移行対応をサポートするものであると言えます。これを基に、

- レンダーがESG原則を担保管理上のルール等策定へ組み込む場合は、受入れ可能な許容レベルの設定にあたり、信用リスクチームおよびESG関連スペシャリストと連携し、担保ガイドラインの適切な多様化について確りと評価する必要があります。次にレンダーは、担保要件とその許容レベルについて、貸出の際のエージェントおよび担保管理マネージャー（該当する場合）に確実に連携する必要があります。

- ESGに関するポリシーは個別性があるため、ESGをふまえた担保の選別およびカテゴリー化に関する世界共通の基準はありません。レンダーは入手可能なマーケットにおけるESGインデックスに合わせた「ESG担保リスト」的なものとして使用することができますが、必要に応じてカスタマイズ/上書き修正し、自身の独自のESGポリシーと連携させることを検討する必要があります。ただし、カスタマイズが増えると、稼働率および収益などのレンディング・パフォーマンスに影響が出ることが考えられます。
- レンダーおよびエージェントは、サードパーティのESGデータプロバイダーを使用して、ESGの観点から担保を評価することも可能です。レンダーはESGデータプロバイダーが利用する方法論を理解し、その方法論が自身のサステナブルな投資ポリシーの要件を満たすかどうかを判断する必要があります。
- レンダーは、コアとなっている投資ポートフォリオを管理する独自のESGガイドラインと、現金再運用のアプローチの整合性を取ろうと考える場合があるでしょう。EUでは、レンダーは「持続可能な財務開示規則(SFDR)」の開示要件の対象となる可能性がある範囲についても、考慮する必要があります。⁷

非現金担保の再利用

重要な考慮事項

- 担保の再利用は市場に流動性を追加すると同時に、担保を受領・管理するレンダーのリターンを増加させます。また再利用は、短期的なファイナンスや、取引決済のための活用、または保有する証券のクレジット・クオリティを交換するような取引に駆るようされ、証券市場への流動性の供給ともなります。
- ただし、一部の市場参加者は、担保の再利用により、受け取った担保からの追加貸出取引が発生することでオペレーション・リスクが増えると考えられています。従って、一部のレンダーは、レンディングプログラムの中で担保の再利用を禁止する場合があります。
- EUでは、これらの懸念に対応するために、担保の再利用に関して証券金融取引規制(SFTR)に基づき、報告義務があります。
- EUのSFTRでは、再利用は「担保を受け取った先が、自身の名義で、自己の口座で、または**自然人**を含む他の取引先口座で、担保契約に基づき受け取った金融商品/証券を利用すること」と定義されています。⁸

実務指針

- レンダーおよびエージェントレンダーは、レンディングプログラムに、担保の再利用に関する明確なガイドラインを組み込む必要があります。

The background features a complex, abstract pattern of flowing, translucent lines in shades of blue and green. The lines create a sense of movement and depth, resembling a stylized, ethereal landscape or a network of energy. The colors transition from deep blues to lighter, almost white highlights, giving the impression of light reflecting off a textured surface.

配当基準日越えを伴う貸付

配当基準日越えを伴う貸付

重要な考慮事項

- 複数の司法管轄区をまたぐ証券貸借活動は、レンディングチェーンにおけるさまざまな市場参加者の異なる納税義務を発生させる可能性があります。
- その結果、配当基準日を超えたクロスボーダーの証券貸付により、証券が、源泉徴収税率がより高い司法管轄区内に居住するショートポジションをカバーする市場参加者から、源泉徴収率がより低い司法管轄区内に居住する市場参加者に移転する可能性があります。
- 税に関連する規則は、税管理業務を担当するさまざまな国内政府当局の間でも複雑かつ微妙な差異があります。レンダーは、常に中立的な税務アドバイスを受け、レンディングプログラムのパラメータを評価すべきです。

法的／規制状況

- さまざまな市場に多数の立法制度や規制が導入されており、市場参加者は、潜在的な制度の悪用を特定・防止・報告する目的で、強固な税務関連のガバナンスの枠組み策定する必要があります。
- これらの規制には、以下が含まれます(但しこれらに限定されない)。
 - DAC6⁹として知られるクロスボーダー税制に関するEU指令
 - 英国における脱税誘発行為防止懈怠(けたい)に関する企業の刑事責任¹⁰およびイングランド銀行マネーマーケットコード³
 - 世界各地の税務当局に権限を与える包括型回避対抗規定(GAAR)¹¹
 - 経済協力開発機構(OECD)の税源浸食と利益移転(BEPS)防止措置実施条約(MLIとして知られる)¹²
- 多くの市場参加者においては、社内に税務、法務、コンプライアンス管理機能のスペシャリストを擁しており、ビジネス活動についてレビュー／アドバイスし、税リスクに対応するための十分な対策が講じられています。

実務指針

- 税関連規制と世界各地の司法管轄区におけるイニシアチブについて、法の精神に則り法律の条文を遵守します。
- 可能な場合は、社内または外部の税務アドバイザーおよび専門家からのアドバイスを求めます。
- 市場参加者は、司法管轄区の関連規制に従って、配当金相当額授受に関する適切な仕組みが存在することを認識する必要があります。
- 証券貸借に取り組むにあたって、クロスボーダー取引に関して、多くの司法管轄区における税規則を認識することが重要です。



ショートセルマーケットへの
参加**促進**

ショートセルマーケットへの参加促進

重要な考慮事項

- 市場ではESGおよびショートセルを可能とする証券貸借に関する誤解が一定程度あります。
- 関連法および規制に従い適切に行動してショートセルを行う場合には、資本市場に対するメリットも存在しています。
- ESGの観点から、規制に従いかつ透明性のあるショートセルに関しては、以下のような役割があると考えられています。
 - ショートセルは、気候変動など、ESG関連リスクに対するポートフォリオのエクスポージャーをヘッジするために活用が可能です。
 - 実社会での影響をふまえたショートセルは、企業行動の変化を促す可能性があります。
 - ショートセルを行うことで、グリーンウォッシングなどの露呈することにつながる場合があります。
 - 借株の手当てがされていないショートセル(あらかじめ証券を借入せずに、または借入を確認せずに空売りする行為)は、ほとんどの司法管轄区で非合法となっています。

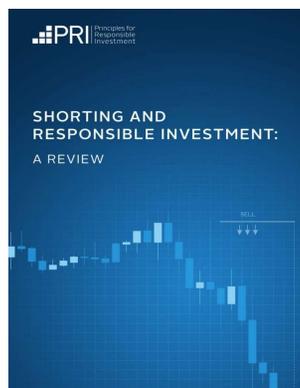
「ショートセルは、金融市場の適切な機能において健全な役割を果たします。市場に必要不可欠な流動性を提供し、それにより企業の投資が活発になり、経済成長に弾みが付き、投資家が株式投資の際に適正価格を支払うことが確保されます。ショートセルは、投資家が投資をヘッジすることで、ポートフォリオのリスクを管理する上でも必要不可欠です。」

英国大蔵省、
英国¹³

ショートセルマーケットへの参加促進



[リスク管理協会: 証券貸付における誤解への対応\(2022年4月\)](#)



[国連責任投資原則による空売りおよび責任投資のレビュー](#)

法的／ 規制状況

- 様々な立法体制が導入され、ガバナンスおよび空売り報告の枠組みが構築されています
- 欧州では、空売り規則は、「EU空売り規制」およびクレジットデフォルトスワップ上の一定の観点に従う形となっています。
- ブレグジット(英国EU離脱)の結果として、英国大蔵省は、EU法を撤回・置換する政府プログラムの一環として、空売り規則を見直す情報提供の照会を開始しました。
- 香港には、指定証券の「カバード」ショートセル(借株確保がなされている空売り)についての成熟した枠組みがあります。空売り者は、売却の実行前に株式を借入したことを確認し、「アップティック」ルールを順守し、また空売りポジションに関する月次報告を行う必要があります。

実務指針

- 大半の司法管轄区では、「カバード」ショートセルのみを行うことが市場プラクティスであり、空売り法に基づく規制要件となっています。
- 「カバード」ショートセルの定義は市場ごとに異なりますが、一般的には、空売りのオーダーを出す前に、空売り者は空売りを決済するための株式を特定(一部の法域では保持または借入)することで規制要件を満たします。
- 借株の裏付けがない空売りは、許可されていない行為です。
- 一部の欧州司法管轄区のエージェントレンダーは、ボロワーに「ロケート」リスト(アベイラビリティリスト)を提供できます。このリストからボロワーは借株可能性を探り、空売りによる株式の決済が期日内に実行できることを確保すべく、適切な措置を取ることができます。
- 株式のロケートに関し照会したブローカーまたはサードパーティが売主とは異なる独立した法人でなければならないことが、いくつかの司法管轄区での規制要件となっています。
- ボロワーは、世界各地の司法管轄区におけるショートポジションの開示要件に関して法の精神ならびに法律の条文の順守を確認する必要があります。

証券貸借チェーンにおける透明性

証券貸借チェーンにおける透明性



重要な考慮事項

- レンダーのための、相手の証券の借入目的およびその後の貸付取引目的に対する透明性の確保が可能となってきています。
- 大半の市場では、証券貸借チェーンへのすべての市場参加者が規制下におかれた金融機関であり、そのステークホルダーからはESGに関して一定レベルの対応がなされていることが求められています。

法的／規制状況

- 証券貸借取引では、レンダーからボロワーへの貸し出された証券の権利の移転が発生します(2018年GMSLAのPledge Agreementでは担保に対する担保権設定のみ規定)。¹⁶したがって、証券が貸出されると、レンダーには**法的所有権または受益所有権もしくは証券に対する管理権**はありません。
- 貸借されたポジションがその後どうなっているかの透明性は、いかなる司法管轄区においてもレンダーが確保することはできません。
- ただし、レンダーは一部の司法管轄区の規制上の報告などで確保される情報を利用することができます。欧州連合の証券金融取引規制(SFTR)による開示などは、欧州の規制当局における証券貸借引の透明性を強化し、米国のSECは規則10C-1を提案し同様の行動をとっています。
- EUでは、株主の権利指令II(SRD II)¹⁷は、貸出ポジションを含め、株主についての透明性/情報を証券の発行者に随時提供しています。SRD IIの前文12では、「アセットマネージャーは、証券貸出のポリシーと、特に被投資会社の総会時にそのエンゲージメント活動を果たすための**ポリシーおよびその適用状況について報告**することが重要」と述べています。
- 台湾および韓国などのアジア太平洋地域の取引所による証券金融市場では、規制当局が証券貸借取引での市場参加者状況を把握することができるようになっていきます。

実務指針

- GASLAの目的は、規制当局と証券の発行者が必要とする透明性へのアクセスを確保することです。
協会(GASLA)はローカルの規制当局や政策立案者と協働し、市場内の透明性に貢献していると確信しています。
- レンダーはエージェントを介して効果的な最低基準の策定を検討し、直接取引先の選定に関して企業レベルでの持続可能性枠組みに反映させ、それによりESGポリシーを「承認済み」ボロワーリストにおいて組み込むことができると言えるでしょう。
- 独自のESGポリシーとESG関連リスクの評価に従った取引先の承認はレンダーによって異なり、承認済みボロワーリストをレビューする際に、エージェントレンダーに連携する必要があります。
- 市場に参加する当事者全員が地域の規制と法の精神に準拠する必要があります。

免責条項

本ペーパーに含まれる情報が信頼できる情報源から入手したものであることを保証するためにあらゆる努力を行ったものの、証券貸付協会のグローバルアライアンスおよびそのメンバー協会は、エラーおよび脱漏、または本情報の使用から取得した結果に対しては責任を負いません。GFESLのすべての情報は、「現状のまま」で提供され、完全性、正確性、適時性は保証はなく、また、この情報の使用から取得した結果は、業績、商品性および特定目的に対する適合性の保証など(ただし、これらに限定されません)、明示的または黙示的なその他のいかなる保証もありません。本契約のいかなる条項も、あらゆる範囲で独自の調査および読者の技術面およびビジネス面に関する健全な判断に対する代替策とはなりません。いかなる場合であれ、GASLA、またはそのメンバー協会、またはその従業員または代理人は、本GFESLに記載する情報を信頼して下された結論または講じられた措置、または結果的損害、特別損害または同様の損害に対して、たとえその損害の可能性について知らされていた場合であっても、あなたまたは他の人物に対する責任を負いません。提供される情報は、法律およびプラクティスにおけるすべての進展に対する包括的レビュー、または言及されるすべての面を網羅することを目的としたものではありません。読者は、特定の問題または取引に適用する前に、法律、規制および税に関する中立的なアドバイスを受ける必要があります。GFESLは英語で出版されます。GASLAは簡単に参照できるよう他の言語に翻訳したGFESLを追加版として提供する場合がありますが、本英語版と翻訳版の間に不一致がある場合は本英語版が優先されます。

別紙

- ¹ <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp22-20.pdf> - 29ページ
- ² <https://www.islaemea.org/gmsla-title-transfer/gmsla-2010-agreements/> - 第14(e)条項
- ³ <https://www.bankofengland.co.uk/markets/money-markets-committee-and-uk-money-markets-code>
- ⁴ <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/boardacts/1997/199712232/R-0905.pdf>
- ⁵ <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2022-12-22/pdf/2022-24292.pdf>
- ⁶ https://www.islaemea.org/wp-content/uploads/2021/11/GASLA-Voting-Practices-Shareholder-Engagement_November2021.pdf
- ⁷ https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/disclosures/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en
- ⁸ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32015R2365> – 第3(12)条
- ⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32018L0822>
- ¹⁰ <https://www.gov.uk/government/publications/corporate-offences-for-failing-to-prevent-criminal-facilitation-of-tax-evasion>
- ¹¹ <https://www.imf.org/en/Publications/Tax-Law-Technical-Note/Issues/2016/12/31/Introducing-a-General-Anti-Avoidance-Rule-GAAR-Ensuring-That-a-GAAR-Achieves-Its-Purpose-43662>
- ¹² <https://www.oecd.org/tax/treaties/multilateral-convention-to-implement-tax-treaty-related-measures-to-prevent-beeps.htm>
- ¹³ https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1129031/SSR_CfE_-_Official_Publication_FINAL_.pdf - 6ページ
- ¹⁴ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0236&from=EN>
- ¹⁵ <https://www.sec.gov/news/statement/gensler-statement-rules-increase-transparency-short-sale-activity-022522>
- ¹⁶ <https://www.islaemea.org/gmsla-security-interest/gmsla-security-interest-agreements/>
- ¹⁷ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828>