

ニューヨーク事務所通信

Securities News Digest

この Securities News Digest は、ニューヨーク事務所が、米国等における最近の証券関係の興味深いニュースを紹介したものである。

〔一九九六年二月二七日号〕

議会関係

フィールズ法案は原案の修正を経た後、三月七、八日に下院商業委員金融小委でマークアップされる見通し。修正案には、州の証券監督権限を連邦レベルへ移管する条項が残される一方、株式公開買付や企業買収を規制するウィリアムズ法（五〇超の株式保有の報告）及び債券のディスクロージャーを規定する信託証券法を廃止する条項は除外される見込み。

下院商業委員民主党顧問は、フィールズ法案は今年議会を通過したとしても大統領は拒否権を行使するであろうとの見方を表明。

フィールズ及びマキー両下院議員が昨年春に提出したミュートリアルファンド法案は三月のマークアップに向けて最終調整中。同法案は、ミュートリアルファンドの広告制限やファンドへの投資規制を緩和することなどを柱に、一九四〇年投資会社法の改正を行うもの。同法案に対しては、SECはほとんどの条項に賛意を表明し、ICIやミュートリアルファンド業界も強力に支持。

取引所・自主規制機関等関係

NASD、NASDレギュレーションの新設に伴う理事会の再編を受け、今年末を目処に、現在一地域に分割されている同組織の会員を六地域に再分割する機構改革を推進中。NASDRの理事会はシャピロNASDAR会長のほか業界代表及び一般代表それぞれから一〇名ずつ選出され合計

二二名の構成。

ミュートリアルファンド・年金関係

ICIは過去の株式市場下落時のミュートリアルファンド投資家の売買行動を検証した結果、ファンド投資家は市場の下落時には比較的冷静で、下落を加速するどころか下落をファンド購入の好機であると判断しているとし、今後の調整局面でファンド投資家の大量解約が発生するとの通説を覆す結果を発表。

その他

ムーディーズ、証券会社に対する長期信用格付見直しレポートを発表。それによると、ソロモンを、顧客ビジネスの不安定性及び高レバレッジ体質を指摘し「ネガティブ」とし、ペインウェバーを「コーシャス」とする一方、スミスバーニーを格上げの方向で検討中とし、メリルリンチに対しては、安定的高収益やリテール及び投資銀行業務における強固な地盤を評価し「ポジティブ」と評価し

かしながら、業界全体の収益は史上二位の利益を記録した昨年の水準を中期的に維持することはむずかしいとし、今後、ほとんどの証券会社の格付けを引き上げることはないとしている。

クリントン政権の社会保障に関する諮問委員会、一九三五年の創設以来その運用を国債のみに限定している社会保障信託基金の投資を株式市場に解禁する提言を検討中。フィデリティ・インベストメント社は、被用者の支払う七％の社会保障税のうち二〜三％を個人口座で運用することが認められると予想。仮に二％の適用が認められた場合、年間六〇〇億ドル程度の新規資金がミュートリアルファンドやその他の証券に流入する見通し。

SIA、ペンシルバニア大学ウォートンスクールと共同で、インターネット上に投資家教育のサイト開設の準備中。当初はリスクの定義や債券の利回りと価格との関係といった基礎的な情報を提供し、数年後にはより専門的な情報を提供すること

を検討。

〔一九九六年三月二一日号〕

議会関係

「フィールズ法案」

フィールズ法案は、資本形成コストを低減する法案および、一九四〇年投資会社法を改革しミューチュアルファンド業界の規制負担を軽減する法案を統合するかたちで修正され、新法案（一九九六年証券改革法案）として三月七日に下院商業委通信金融小委を通過した。

フィールズ法案を通過させるために民主・共和両党間の妥協策として、原案からウィリアムズ法や信託証券法の撤廃条項、適合性に関するより厳格な規制、SEC委員定数の五名から三名への削減等の条項が削除された。新法案の主要部内容は以下のとおりである。

(1) 州の証券監督権限を連邦レベルに移管し、全米統一証券規制システムを確立。州は詐欺取締法

規の執行、三年以内の統一免許付与システム開発、不正の余地がある小規模企業あるいは地方公開企業の検査を行う権限を維持する。

(2) 連銀の委託証拠金率に対する規則制定権限を経過期間を設けてSECに移管する。

(3) 投資家保護に加え、資本形成、競争、及び市場効率性の促進をSECの使命に加える。

(4) 自主規制団体、SEC、州、及び取引所間で調和の取れた検査を行うための協定を法案として成文化する。

(5) 米国内に情報を伝達する記者に対し海外発行に関する海外プレス・コンファレンスに参加することを認める。

(6) ミューチュアルファンドに対し広告に関する柔軟性を与える。

(7) ミューチュアルファンドの他のファンドへの投資に対する特定の制限を撤廃する。

(8) ファンドのスポンサーは全てのサービスやほとんどの費用を賄う単一手数料制をとる新種のミューチュアルファンドを提供する権利を有す

る。

(9) 投資家数が一〇〇名以下の「プライベート」投資会社に対する適用除外は簡素化され、高度に洗練された投資家のみで構成される投資プールに対して投資会社法規制からの除外が与えられる。

今後の見通しについては、同法案は両党合意に基づき法案であるうえ、共和党は、下院で過半数を占めている期間ほとんど何も達成できなかったという批判をさけるために、選挙を控えた今年ではできるだけ多くの法案を成立させる必要があるもので、同法案は下院を難無く通過すると見られる。

しかしながら、上院には下院の同法案に相当する法案が提出されていないし、ダマト上院銀行委員長も同様の立法に関心を表明していない。上院銀行委は下院の法案を審議し、通過させることもありうるが、ダマト委員長の考えが依然不透明なこともあり、同法案が成立するまでは数多くのハードルを超えなければならない。

リーチ下院銀行委員長の推進する銀行の保険業務参入に影響する案文については、銀行・保険の両業界の考え方に大きな隔たりがあることで、昨秋以降、下院本会議に提出する途中で立ち往生しているが、まだ、正式に「廃案」となったわけではない。その間においても水面下ではいろいろな動きがあるようで、銀行・証券両業界を含む九つのグループは、ここ数週間ダマト委員長やリーチ委員長らの法案に基づく独自の改正法案を回付するなど積極的に活動している。

なお、リーチ委員長は、三月にも法案を下院本会議に提出したいと考えているが、下院共和党指導部はまだ何らの決定も行っていない。

下院商業委金融・通信小委員会、九七年度のSECの予算を三億一七〇〇万ドルにすることや五年間にわたりSECの手数料を七億五二〇〇万ドル以上カットすることを含む「一九九六年SEC歳出認可法」を承認。この法案によれば、五年間で運営費を超えるSECの手数料収入をカットし、

ニューヨーク事務所通信

SECを歳出承認された予算だけで運営される組織にするという。

レビットSEC委員長はこの法案の公聴会で、証券業界の発展でSECの予算のやり繰りは厳しいものがあり、予算の増加はインターネットなど新しい分野の規制に役立つであろうと反論。

SEC関係

SECの「資本形成及び規制プロセスに関する諮問委員会」、外部取締役、独立した監査機関や引受業者の責任に係わる問題を除いて、企業登録モデルシステムの核心部分について合意に至り、三月末までに報告書を発表する予定。一度SECに登録した適格企業は継続開示を強化するとの条件で自分達のタイムテーブルに基づき、証券を発行できるというこの登録モデルは、二年間の試行期間を経て、現在の発行取引ごとの登録制度に取って変わる予定。

SECは三月五日、小規模会社の資金調達に円滑

化や投資家の利便性向上等に資するため、株式の公募に関するSEC規則の統廃合や報告書の簡略化及び目録見書の記載方法の見直しなど一四〇項目にわたる提言を盛り込んだ第一検討委員会での報告書を公表した。

報告書によると、現在七〇〇近くある企業の資金調達の関連規則の四分の一及び届出等に必要なら〇のフォーム類の半数につき整理・簡略化措置を講ずるとともに、小規模会社が未登録の証券により半年間（現行は一年間）で最大五〇〇万ドルまでの資金調達を可能にする措置や目録見書の簡略化などが提言されている。

SECは第一段階の措置として、上記提言のうち、重複したり時代遅れとなっている規則の廃止等を含めとするプロポーザルを三〇日間のコメント期間付きで同日中に発出した。その他の提言については検討の上、年末までに段階的にプロポーザルの形で公表されるものと予想。

一方、第二検討委員会においては、既に株式を公開している企業が資金調達する際の規制の緩和を

検討しており、早ければ一ヶ月程度でリリースされる模様。

SECがこれらの思い切った規制緩和に踏み切ったことに対して、ゴア副大統領をはじめとして各方面からの評価はかなり高く、同副大統領は、SECが他の分野での各種規則の見直しの先導役となることを称賛。

取引所・自主規制機関等関係

ゴールドマンサックス、メリルリンチなど大手証券会社は、NASDAQ市場におけるスプレッド問題をはじめとする小口投資家の市場に対する不信感を払拭するためにSECが提案している新ルールの導入について、市場への影響等をより深く見極める必要があるとして、認可を遅らせるようSECに申し入れた。当該ルールは、現在、インターネット等を通してディーラーが私的に示している最良気配を一般にも公表し、さらに、顧客の売り買いの指値注文をマッチングさせるための機会を提供することにより市場の透明性や小口投

資家の価格改善機会を増やそうというもの。このまま順調に認可されれば、今年後半か一九九七年初めから適用される予定であるが、大手証券会社の中には、小口投資家の不満に應えるためには、SECの認可が遅れている新市場取引システム「Naccess」の早期導入が先決との指摘もある。

ミューチュアルファンド・年金関係

ICI、クリントン政権の社会保障に関する諮問委員会が社会保障制度の一部を民営化する提言を検討していることに関連し、個人の退職貯蓄の増加につながるあらゆる社会保障制度の変更を歓迎すると表明。同時に、社会保障制度の一部民営化がミューチュアルファンド業界に与える影響について検討を開始。同委員会は、三月中に社会保障改革のための三種類の計画を大統領に答申する予定で、最も反響が大きい案は、現在一二・四％の社会保障税のうち五％分の運用方法を被用者自身が選択できるという個人口座計画。なお、ICIとは別に、SIAも社会保障制度の民営化を求め

「ニューヨーク事務所通信」
るプロジェクトに協力中。

〔一九九六年三月二十五日号〕

議会関係

上院銀行委スタッフによれば、ダマト上院銀行委員長、グラム同委証券小委員長らは、独自の証券改革法案を四月上旬の復活祭休会前に提出することを希望。上院案は、改訂フィールズ法案の策定過程で断念された「適合性原則の緩和」「ウィリアムズ条項（五％超株式取得の報告）削除」などの争点を蒸し返す意図はないものの、投資顧問業の統一的な規制、連邦・州の証券監督権限の一層の明確化、五年間でのSEC手数料撤廃など、改訂フィールズ法案よりもドラスティックなものとなる可能性がある。クリントン政権、民主党、SECとの関係で、どこまで踏み込んだ規制緩和内容となるのかは不明確ではあるが、上院サイドが大統領選をにらみ証券界受けを狙って法案策定に着手したことで、何らかの証券法改革法案が本

年中に成立する可能性が高まったと言えよう。

下院、SECの九七年度の歳出を三億一、七〇〇万ドルとし、同委員会の運営費用を上回る手数料収入を今後五年間で徐々に削減する「一九九六年SEC歳出認可法」を可決。同法案によれば、SECの予算は議会による毎年の歳出措置にかからしめられることになる。

SEC関係

SEC、NASDやNYSEとともに、多くの証券会社が問題のあるブローカーを雇い、十分監督できていないと指摘したレポート「悪徳ブローカー12」を発表。SECのレビット委員長も講演において、非倫理的なブローカーが証券会社間を渡り歩き、業界の威信に傷をつけていると指摘。このレポートは、九四年二月から九五年一月にかけて二〇一の中小証券を対象として実施した「一斉検査」の結果を踏まえたもので、改善策として、一層厳格な雇用慣行の確立、規律上問題のあ

るブローカーの特別監督手続の創設、支店長の報酬をより一層ブローカー監督能力に連動させることなどを推奨。

ハント・前エイクロン大学法学教授、二月二三日に就任宣誓を行ったジョンソン氏に次いで二月二十九日にSEC委員としての就任宣誓を挙行。これでSEC委員メンバーは、レビット委員長、ウォルマン委員、ジョンソン委員、ハント委員の四名となった。

SEC、マネーマーケット・ファンドに対し、特定の高リスクのデリバティブへの投資を禁止するなど安定性を向上するため規則を改訂。新基準により、MMFは投資を分散するか、金利・信用クオリティー・通貨関連リスクを減少することが義務付けられる。

取引所・自主規制機関等関係

NYSEとSECは、一九八七年一〇月の株価暴

落の教訓から設置された「サーキットブレーカーシステム」の再検討に入った。サーキットブレーカーシステムは、株価が大きく乱高下した時の変動幅によって自動的に取引が停止されるシステムで、例えば前日比で二五〇ポイントの変動であれば一時間停止されることになっている。去る三月八日に一時二七ポイントの下落を示し、サーキットブレーカーシステムが発動される寸前まで至ったことから、市場関係者間で規則の改正を求め声が高まった。リンゼーSEC市場規制局長は、サーキットブレーカーシステムは有益であり、問題はどの水準に設定するかということではないかとしている。

シャピロNASDR会長、違反を犯した証券会社の経歴等をインターネットで公表すること、また、証券会社の管理責任者が悪質行為に対して監督不十分であった場合の罰則を強化することなど、新組織NASDR会長就任に当たり、厳しい姿勢で臨んでいくことを表明。また、投資家保護

の一環としてディスクロージャー強化を掲げ、州の証券委員会と共同で完成度の高いディスクロージャーの徹底を図っていく模様。さらに、仲裁手続に関してルガー委員会報告書によって提案されている七〇の改革案の多くを支持すると表明し、五月に予定されているNASD理事会においてアウトラインを示したい考え。

証券業界

ディスクラントブローカー大手のチャールズシュワップ、三月末までにインターネットを通じてエグゼクティブのオンライン取引の試験を開始すると発表。この結果に基づき夏までに株式や投信の注文から株価照会、最近の取引状況までがわかるフルスケールのシステムに移行する予定。シュワップでは既に自社のコンピュータソフトウェアシステムを通じて取引を始めており、その蓄積がインターネット上の取引に関連する技術上の問題に対応するのに役立つであろうとしている。

ミューチュアルファンド・年金関係

カリフォルニア州公務員退職年金基金(CAL-PERS)、総資産額九六九億ドル)、米国内で繰り広げてきたコーポレート・ガバナンスに関する一連の積極的な行動を今後海外企業に対しても適用することを理事会決定。投資部門担当者の提言では、日本、イギリス、ドイツ、フランスの四方国が対象とされ、日本においては株主団体に対して英仏で採用されている企業行動に関する自主的ガイドラインに近いものを策定することを促す意向。

その他

第2四半期に入り、IPOのペースは、最近の株式市場の乱高下にかかわらず、かつてない旺盛な需要に支えられ、記録的な規模に向かって進んでいる。AT&Tの子会社ルーセントテクノロジの三一億ドル、フォードの関連会社ファーストキヤピタルの二〇億ドルをはじめ大型発行が相次

ぎ、全体の調達予定額は一五〇億ドルを超える見込みで、一九九五年第4四半期に記録した一四〇億ドルをあっさり更新するとの予想。一方で、一九八三年に過剰発行で新規公開がストップしたことを教訓にして、IPOの質的悪化の懸念、市場への悪影響を警告する専門家もいる。

Talk of The Town

大手証券会社、自己株式買いを加速

証券会社株の自己株式買いは過去最高レベルで推移している。典型的な例はメリルリンチで、普通株式数は一九九二年末の二億七二〇万株から昨年末には一億七、一四〇万株へと一七％減少している。過去にはこのような大量の自己株式買いは、経営者による業界の先行きに対する強気姿勢を示していたが、現在はそうではない。自己株式の買戻しを通じて株主へ利益を還元することが社会的により受け入れられているうえに、大企業では社員の報酬として株式や株式オプションを提供することが多くなってきているからだ。さらに、証券

会社はマーチャント・バンキング業務や自己売買などの大きな資本リスクをとることに消極的になっていることも挙げられる。

しかし、証券会社の株価収益率は一五倍から三〇倍と非常に高いため、自己株式買いは企業の財務上の信用度に大きな影響を与えることにもなる。この問題に対応するために、買い戻した自己株を従業員に報酬制度の一環として付与することで格付け機関の懸念を和らげようとする方策も考えられている。モルガン・スタンレーはこの方策を一步進め、先週、従業員持株比率を五九％にする計画を発表した。これが実現すると、公開証券会社で初めて株主のうち従業員が過半数を占める会社となり、経営権を支配するという意味においてパートナー制に近い体制になることになる。