

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。

〔一九九八年六月二二日号〕

議会・制度関係

金融制度改革法案に関して、銀行業と一般事業の兼営禁止を規定した条項が波紋を広げている。同法案が下院を僅差で通過した際、リーチ下院銀行委員長は「兼営は競争を阻害する」と主張、猶予付きの禁止条項を盛り込むことに成功した。このまま法案が成立した場合、既に一般事業会社を所有する証券・保険会社が銀行を買収すれば、事業会社を一年以内に売却する必要が生じる。従って証券・保

険業界は同条項に反対、銀行業界も「証券・保険会社だけが長期間の兼営を認められる」と反発している。但し証券・保険業界は法案の大枠には賛成であるため、法案自体を無に帰することのないよう注意を払っているとのこと。また一部の証券会社は、マーチャント・バンキング業務などがこの禁止条項に該当しないかどうか、既に検討を始めているという。

クリントン大統領は米国民の貯蓄促進のため、税務メリットを拡大する商品性の改善と四〇一(k)の規制緩和を推進すると発言。例えば、四〇一(k)の加入者を増やすため、企業は自動的に社員の加入登録を行うこととなり、現在の六七%から九〇%に上昇が見込まれる模様。

業界動向

株式トレーダーや投資家の間で伝わる、いわゆる口コミの業績予想 (whisper forecasts) は、通常のアナリスト予想よりもかなり正確であるこ

とが、パードウー大学の研究で明らかに。この調査は、ウェブ・サイトや電子掲示板などで流布するインフォーマルな業績予想と、ファースト・コール社(大手証券会社等が共同で設立した情報会社)の提供する業績予想を比較したものの。口コミ予想の出所ははっきりしないが、発行企業自身や、独自モデルを使った個人投資家、或いは文書にして正式に予想修正することを面倒がるアナリストが流しているのでは、とのこと。またこの調査は、口コミ予想が流されるのは急成長中のハイテク銘柄が多い、と指摘している。

低コストを武器に拡大を続けるオンライン取引について、チャールズ・シュワップが三二%、E*トレードが一三%と、上位はいずれもディスクアウト業者が独占していることが明らかに。フルサービスの証券会社の外務員は自己の手数料が危うくなるため、顧客のオンライン取引には消極的であるというのが主たる理由と見られる。

発行増加と値上がりが顕著だったジャンク債市場の見通しについて、急速に弱気が台頭。現在、米国一〇年債との利回り格差は二・九六%と、今年最大となり、また、ジャンク債のデフォルト率も昨年の一・八二%から二・四五%に上昇しているため、アジア危機を契機とした米国企業の業績への影響以外にも、ジャンク債発行企業自体が今後高い利子を払い続けられるかという発行企業の信用リスクも問題になり始めている様子。

規制監督機関動向

国際証券監督者会議 (IOSCO) は、証券規制に関する「重要な」四本のレポートを発表、一般のコメントを求めている。レポートはそれぞれ、(1)証券会社とその監督機関のリスク管理、(2)国際的に活動する証券会社の最低自己資本規制、(3)証券規制の目的と原則、(4)財務諸表以外のディスクロージャーに関する国際的スタンダード、について論じている。

ニューヨーク事務所通信

ニューヨーク事務所通信

FASBは、七年間の議論と一四〇回の公聴会を経て、デリバティブ会計原則を最終的に承認。これにより、これまでのオフバランスで行なわれてきたデリバティブ取引は、時価評価による財務諸表上での開示が求められる。FASBは、「デリバティブ仕組みが複雑なため、投資家保護の観点から会計原則が必要」とするが、銀行業界などはこの決定を一斉に非難。財務諸表での時価評価が実務的でなく、弊害も多い、と主張している。

Nasdaqとの合併を予定しているアメリカン証券は、投資家が取引所のフロアー・ブローカーやスペシャリストを介さずに株取引を行える自動執行システムを検討中。機関投資家にとっての小口注文に関しては速く確実に執行できる利点がある一方で、小口投資家の保護を目的としたNasdaqの小口売買自動執行システム(SOES)で問題となっている大量注文の執行に伴う激しい価格変動を懸念する向きも。

フィラデルフィア証券(Phlx)は、アメリカン証券(Amex)と合併することで合意。Amexは既にNASDとの合併を発表しており、今回、新たにPhlxがこの「市場の市場(Market of markets)」に加わることになる。PhlxはシカゴのCBOEとも合併交渉を進めていたが断念した。今回の合意により、米国のオプション市場は四ヶ所から三ヶ所に集約されることになる。PhlxとAmexは合算すれば米国内の個別株式オプションの約四〇%を取り扱うことになり、四二%のCBOEと比肩する。

その他

一部のエマージング・マーケットの株式市場が大きく下落しているが、現地通貨ベースで上昇している市場についても、ドルベースで評価すればかなり割引かれることが判明。例えば、九七年七月から九八年六月四日にかけて、インドネシアは現地通貨ベースで四六%の下落だが、ドルベースでは八八%の下落に及び、一一六%上昇してい

ニューヨーク事務所通信

ニューヨーク証券取引所は、上場基準を三〇年

ぶりに変更すると発表。収益性とキャッシュフローに基づく現行の基準を見直すとともに、利益が出ていない企業についても上場を促すため、別の基準を設ける模様。設立直後の成長性が高いと言われるテクノロジーやサービス関係の企業の重要性が高まっていることを反映していると思われる。

米財務省、FRB、SECの三機関は、CFTC(商品先物取引委員会)が一方的に店頭デリバティブ取引のルールを策定することに強く反対。議会に対し、三機関の長は連名でCFTCの試みを阻止するよう求め、ルール作り(が必要か否か)はこの三機関プラスCFTCで構成するワーキング・グループが決めるべき、としている。業界からも反対の声が強いが、ポーンCFTC委員長は「批判は無理解に基づくもの」と一蹴、今後店頭デリバティブ規制の検討を続けていく意向を表明した。

るトルコもドルベースでは二四%の上昇にすぎず、改めて国際分散投資の観点によるエマージング・マーケットへの投資効果は、為替リスクにかなり左右されるという見方を示している。

〔一九九八年六月二六日号〕

議会・制度関係

上院銀行委員会で金融制度改革法案に関する最初の公聴会が六月一七・一八日に開かれた。一七日に出席したルービン財務長官は「銀行の他業種参入には、持株会社方式だけでなく直接子会社方式も認められるべき」と従来の主張を繰り返した。これに対し、FRBのグリーンズパン議長は「銀行経営者が自由に企業形態を選べるようにすべき、というのはインチキな議論で、もし複数の選択肢を用意すれば、全員が(セフティー・ネットのある)銀行の直接子会社方式を選ぶに決まっている」と反論。しかしながら両者は、ダマト上院銀行委員長による要請を受け、今後お互いに相

違点を埋めるべく努力することを表明した。

金融制度改革に関する一八日の公聴会では、業界団体や各企業のトップらが意見を表明。保険業界と証券業界が金融制度改革法案に賛成しているが、銀行業界は法案における保険業務に関する条項などに強い不満を示した。一方、ダマト上院銀行委員長は法案阻止に動く銀行業界に特に批判的で、同氏が銀行側出席者の発言を途中で遮って反論する場面も見られた。

米下院の歳入委員会は、SECの収入が今後も予算を大きく上回りそうだと、という見通しに懸念を表明。一九九六年に成立したNSMIA法は、SECの収入(登録料や取引料)は予算に見合う額にするよう定めているが、株式市場の活況で、一九九九年(財政年度)には収入超過が三二%にも達する見込み。超過部分は財務省に回され、他の目的に使われるが、同委員会の議員は「資本市場に課せられた税金が、市場監督機関のSECと関係な

いところで使われるのは不公平だ」と指摘した。

消費者団体は金融制度改革に関し、「金融コングロマリット化で弱者保護の観点がおろそかにされる」と指摘。具体的には、銀行が事業活動を持株会社の子会社に移せば、「Community Reinvestment Act(銀行は貧しい地域に配慮すべき」と定めた法律)の条項が素通りされる恐れがある、とした。従って、銀行が直接責任を負う直接子会社方式のほうが望ましいとし、消費者団体が銀行業界・財務省の立場を支持することを明確にした。これに対しダマト上院銀行委員長は「我々が議論している間に大規模M&Aが続いている」と指摘、相次いで誕生する巨大金融機関に見合った監督体制の整備の必要性を訴え、法案が不成立になれば逆に消費者にダメージとなる、とした。

業界動向

証券業界は、コンピューターの二〇〇〇年問題に対処するためのテストを来年から大規模に行う

が、その「テストのためのテスト」を七月一三日から実施する。今回は参加者を二九社と九取引所に限定して行い、その結果を八月に検討する。もし結果が悪ければ九月か一〇月に再度予備テストを行い、業界全体で行う本格テストの前に万全に期する予定。

投信・資産運用会社などいわゆる「バイ・サイド」の機関投資家は、投資に際して従来は「セル・サイド」の証券会社のアナリストに多くを依存していたが、近年、自前のリサーチ部門を強化する動きが顕著に。最近の調査では、バイ・サイドの機関投資家の六三%が、向こう一年間にリサーチ部門を大幅に増強すると回答。背景には、インベストメント・バンキング部門を持つ証券会社のアナリストに対する不信感があり、また自社でリサーチ能力を持てばパフォーマンスが向上する、との認識も強まっている。

米不動産市況の高騰と税務面の恩恵を受け、

ニューヨーク事務所通信

REIT市場の拡大が続いていたが、九七年末以降REITの株価が下落に転じており、米国株のベンチマークとの乖離が鮮明になっていることが明らかに。通常の商業不動産に比較し、REITは株価キャッシュフロー比率で既に割高に買われていたことの外、今後数年間は不動産の供給が必要を上回り続ける見通しが背景にあると見られる。

長期間継続している強気相場の中、IPO案件の数も大きく増加してきたが、投資家側に警戒感が台頭していることが明らかに。投資家は、経験豊かな経営者と規模の大きな会社のIPOを嗜好しており、その結果IPO金額の平均が八三百万ドルと九七年に比較して一四%、九〇年に比較して五一%も増大している。この背景には、小型株に対する大型株のパフォーマンスが良好であったことが指摘されている。

DLJ Direct, Ameritrade, E*Trade などの米国の比較的新たなオンライン業者は、海外の

投資家の勧誘を積極的に実施しており、例えば E*Trade は海外投資家向けに複数の言語と通貨で取引できるようシステムを整備している。米国株式市場以外に営業基盤を構築することにより、収益源の多角化が促進できるというメリットもあると見られる。

ディスカウント・ブローカーの E*Trade は、オプションの電子取引所を目前で設立することを検討中。現在、オプション取引は CBOE など四取引所の立会場でなされるが、E*Trade はコンピュータ業者と組んでこれに対抗する意向といわれ、パートナーとして IBM や各国取引所にシステム納入実績のあるスウェーデンの OMC 社の名が噂されている。実際に運営するにはオプション取引の自主規制機関である OCC (Option Clearing Corp.) の認可が必要。OCC は CBOE など四取引所が所有するため、既得権益を脅かす新規参入を容易に認めない、との声があるが、一方で競争促進の立場をとる SEC が認可すればこの

ハードルもクリアできるだろう、との指摘も。

M&A アドバイス業務のランキングで、米商業銀行が着実に順位を上げている。昨年は一五位までにならずか二行 (J・P・モルガン、バンク・オブ・トラスト) しか入らなかつたが、今年は六月一二日までの時点で七行が入った。そのうち、七位のネーションズと、一位のバンク・オブ・アメリカは、昨年の中堅投資銀行買収が順位上昇に大きく貢献した。但し上位はゴールドマン、メリルリンチ、ソロモン・スミス・バーニーなど大手証券会社が独占、銀行との差は依然として大きい。

規制監督機関動向

SEC コーポレート・ファイナンス部門のレイン局長は、報酬制度の一環として企業が自社株を従業員に販売する際、重大な情報を開示する必要がある、と指摘。SEC は従業員による自社株取得時の企業情報開示について三月にルール改正を提案しており、これに対するネガティブなコメン

トが多かったことから、レイン氏が SEC の立場を繰り返した。中間管理職やその下の従業員は、役員と違って「インサイダー」に該当せず、そのため、例えば従業員への不十分な情報開示のち倒産してお金を奪うようなことがあってはならない、とした。

六月一六日の議会でグリーンズパン FRB 議長は、近年の金融機関の大型合併について、競争激化への取り組みが遅かったり、顧客サービスが充実できないければ、規模が大きくなっても期待した結果は実現できないだろうと発言する一方、合併が健全な競争を阻害している証拠はないと、合併自体が経済に悪影響を及ぼしているとの考えには反論。

NASDAQ はドイツ証券取引所と技術面、マーケット面などで提携を模索している模様。これにより、米国の証券取引所と提携することで、ドイツ証券取引所はロンドンとの対抗を図ると見

られる。

ニューヨーク証取とパシフィック証取が、取引所間を結び取引システム (ITS) の使用方法を巡って対立している。パシフィック証取は新電子売買システムの Opti Mark を九月に移動させる予定だが、Opti Mark が ITS 経由で NY 証取に接続されると、同証取の会員を素通りしてしまう。このため NY 証取は、「パシフィック証取は Opti Mark 内部でのマッチングに少し時間をかけて、こぼれた注文の僅かの部分だけ NY 証取に流してもよい、とするべき」と主張。この背景には、「パシフィック証取は Opti Mark 立ち上げにあたって、NY 証取の流動性の高さを勝手に利用しようとしている」との懸念がある。

NASDAQ とアメリカン取引所の合併に関する会員の投票結果は、予想通り合併を支持。八二八票のうち、賛成が六二二票と全体の七五%を獲得。今後 SEC と司法省による審査が残されている。