

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。

〔一九九八年七月一〇日号〕

## 議会・制度関係

上院銀行委員会のダマト委員長は、「銀行が直接子会社で他業種に参入すれば、預金保険基金を危険にさらすことになる」と指摘。金融制度改革に関する公聴会で、同委員長が直接子会社方式を露骨に批判したのは初めてで、銀行業界・財務省との相違を一段と浮き彫りにした。一方、ウイリアムズOCC長官代行とタノウエFDIC長官は改めて直接子会社方式のメリットを強調。これに対しレビット

SEC委員長は持株会社方式を支持すると明言、この方が証券業務の監督を行いやすい、とした。

## 業界動向

証券会社、ミューチュアル・ファンド会社から投資家に送付される報告書について、過去に比べて改善されているものの、依然として分かりにくいものであることが明らかに。複数の大手証券、ミューチュアル・ファンド会社の報告書を専門家が分析したところ、投資家本人の収益率が掲載されておらず、また、その収益率は指標となる収益率と対比して比較表示されるべきであるとの指摘も。

新規公開（IPO）銘柄は公開直後に値上がりすることが多いが、多くの証券会社は個人投資家に対し、すぐに売却すること（Flipping）を勧め、一定期間（三ヶ月程度）保有するよう強く勧めている。引き受けた銘柄の株価を安定させ、以後のIPO引受ビジネスでの印象を良くしたい、

ということがその理由。Flippingをやめさせる手段として、一定期間内に売却した個人投資家には今後IPOの割り当てをなくし、また担当のブローカーの手数料も没収する、といった罰則を設けている。一方で機関投資家にはこうしたペナルティーは科されず、「ダブル・スタンダードではないのか」との指摘も。

九七年以降、長期金利が低下傾向にあるが、モーゲージ証券への投資家の損失が拡大している模様。モーゲージ証券は比較的高い利回りを得る手段として投資家層が拡大してきたが、金利低下による期限前償還のリスクが高く、あるヘッジ・ファンドは最近毎月のように数%の損失を重ねているという。

第2四半期の証券引受の状況が発表され、引受総額は四、九四四億ドルと前年同期を五七%上回り、今年前半の総額も一兆ドルとなった。この水準は、九三年、九六年の年間合計に匹敵し、九四

年、九五年を大きく上回るもので、年間合計では九七年を上回る可能性もある。なお、引受ランキングはメルル・リンチ、ソロモン・スマス・バーニー、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター、手数料ベースではメルル・リンチ、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター、ゴールドマンの順。

九八年上半期の米国を含めた世界各国の株式市場の比較によれば、米国（一六・三%）を上回る上昇率となったのは欧州であり、一三ヶ国が一六〇%超（ドルベース）の上昇を見せた。一方、東南アジア、南米は総じて大きな下落となっており、国際分散投資が結果的にはうまく機能しない投資環境となったことが明らかに。また、産業別には通信、ソフトウェアが上位となり、石油、植林などが二〇%以上の下落となった。

第2四半期のミューチュアル・ファンド運用成績（推定）が発表され、米国株に投資する一般的

なファンドは平均〇・三%のマイナスとなった模様。大型株、欧州株に投資するファンドは総じて五%程度の上昇を見せているが、全体にはマイナスとなった。また、債券に投資するファンドは一%程度の堅調な上昇となった。

チャールズ・シュワップ、E\*Tradeなどのオンライン取引業者がオンライン・バンキングに進出の模様。例えば、チャールズ・シュワップはオンライン上で請求書の支払いが可能なサービスを開始、E\*Tradeではオンラインの融資申込みが可能。また、クイック・アンド・ライリーは現在では銀行の子会社になっているため、銀行サービスが提供しやすくなっている。オンライン取引で顧客を獲得した、これらの業者は銀行にとって大きな脅威であるとするアナリストも。

ペインウェバーがギャラップ社に委託したアンケート調査によると、投資経験の浅い人ほど株価見通しに最も楽観的であるとのこと。さらにこう

した投資家は、自らの投資が今後株価指数などのベンチマークを上回ることに最も自信を持っている。この調査結果に対しペインウェバーは、「最近の年率二五・三〇%の高リターンしか見えない人は、年率八・一〇%の「普通の」リターンでもショックを受けるだろう」と指摘。

第2四半期のジャンク債発行額は、五三八億ドルと、前年同期の二八六億ドルに対し、ほぼ倍増、年初からの合計額でも九九九億ドルとなり、前年の一、二四〇億ドルを上回る勢いとなっている。金利が低下傾向にある中で比較的高い利回りが得られるジャンク債の人氣が根強い一方、アジア危機をはじめとする信用リスクに対する意識が投資家に高まっているとの指摘も。

#### 規制監督機関動向

FRBは不動産投資信託への融資リスクが高まっていることを受け、不動産投資信託への融資基準を緩和することは危険だと警告。過去不動産

投資信託には、今年六月末で約四五〇億ドルの融資が行われており、今後経済状況が悪化すれば一転して銀行が大きなリスクに晒されるといえる。これに対し、銀行側もFRBからの警告を予期していたようで、当面融資基準を緩和する動きはなく、現状にも特段の問題はないと見ている模様。

米司法省は、証券各社がコンピュータの二〇〇〇年問題に対処するために情報を共有することに對し、反トラスト法に違反しない、との見解を示す。これはSIAの質問に答えたもので、同省は「価格戦略や顧客情報などを共有しなければ問題ない」とした。今回は業界全体のこうした試みに対する判断が示された初の事例で、同様に二〇〇〇年問題に直面する電気・通信・航空などの他業界に参考になると思われる。

NASDAQの売買高の集計方法が変更されることが明らかに。ブローカーが注文を受け、発注

者に販売する取引において、従来は二つの取引と認識していたが、これを一回と改めるもの。

ロンドンとフランクフルトの両証券取引所は、統合に着手すると発表、ニューヨークを中心とする米国の証券取引所との競争に備えると思われる。

財務省は、九七年一月から機関投資家向けに発行していたインフレ連動の貯蓄型債券について、新たに最低単位を五〇ドルに引き下げるなどして個人投資家向けに発行の予定。アナリストの一部には、今後インフレが上昇し利益が上がると予想されることから、魅力的の商品であるとする向きも。

#### その他

アジア訪問中のルービン財務長官は、投機筋の通貨取引がアジア危機の原因となったという説に反論し、規制強化に反対であると述べた。なお、

ニューヨーク事務所通信

同長官はゴールドマン在籍中に通貨トレーダーを務めていたことがある。

今年になって米産業界で相次ぐ大型M&A(A T&T/TCI、SBC/アメリカテック、シティーコープ/トラベラーズなど)は、必ずしも株価上昇に結びつかず、逆に発表後下落するケースが多いとの指摘。例えば、安定事業中心の大会社が急成長中の会社を突如買収し、保守的な株主から見放されている。また、異業種企業同士の合併ではビジネス拡大を主眼としたものが多く、コスト削減といった直接的な合併効果が疑問視される。さらに、大企業同士の対等合併が多いことについて、「過去にうまくいった例は少ない」との意見も。加えて「マーケットは以前なら(合併効果が)疑わしい場合はプラスに判断していたが、最近では株価が高値圏にあり、投資家が懐疑的になってきた」とのこと。

とんど手付かずの状態であったため。

上院銀行委員会は、金融制度改革法案の採決を九月に延期。他に優先すべき案件が多数あることと、法案に反対する財務省・銀行業界との融和を図るため急いで採決したくない、というのがその理由。ダマト委員長は銀行に配慮し、低所得者向けに低コストの銀行口座を提供するよう定めた条項を削除する意向だが、銀行が他業種に参入する際の直接子会社方式の是非については譲歩するつもりはなく、対立したままとなっている。

リーチ下院銀行委員長は、デリバティブ契約が履行されない場合に金融システムへの影響を最小限に止めるために法案を提出すると表明。現在、ワーキング・グループが同法案(仮名:金融契約ネットティング法、Financial Contract Netting Improvement Act)の草案を作成しており、下院の指導者の賛同も取り付けるとのこと。

ニューヨーク事務所通信

〔一九九八年七月二四日号〕

#### 議会・制度関係

上院で可決されたIRS改革法案によれば、有価証券等売却した際に優遇税率を受けるための最低保有期間が短縮される。昨年の税制改正で長期保有時のキャピタルゲイン税率が二八%から二〇%(低所得者層への税率は一〇%)に引き下げられたが、同時に適用対象の最低保有期間は一二ヶ月以上から一八ヶ月以上となった。今回は税率は据え置くが、最低保有期間は再び一二ヶ月に短縮する。但し下院のギングリッチ議長は、税率をさらに一五%(低所得者向けは七・五%)へ引き下げたい意向。

下院商業委員会で社債のプライシング(価格決定)の透明性についてヒアリングが行われる予定。マーケットにおける価格の透明性の確保はSECに権限があるが、これまで株式や財務省証券については十分確保されていたものの、社債はほ

#### 業界動向

六月の株式投信の販売は二四〇億ドルと、五月に比べ三〇%あまり増加する見通し。七月についても順調な販売が継続しているという。

日本の金融機関・証券会社が米国から撤退を強めている状況が明らかに。シンジケート・ローンに占める邦銀のシェアは八八年第一四半期に二六%だったが、今年第一四半期は一〇%に満たず、またニューヨークのあるオフィスの数も以前の七〇から五五に減少した。また、大手都市銀行が米国の拠点の一部を再編、売却しており、日本の不況が米国での銀行業務に深刻な影響を与えていると説明。

物価上昇率が二%程度と安定しているため、現在はインフレ懸念が高くないものの、一部の債券アナリストによれば、新たに発行されるインフレ連動債を注目すべきとの見方。九七年以降、米国

は五八〇億ドルのインフレ連動債を発行したが、投資家の関心はさほど高いものではなかった。しかし、一九二九年以降の平均物価上昇率は三・一％である一方、今年五月までの物価上昇率は一・五％に過ぎず、今後インフレ連動債の方が高い運用成果が期待できると指摘。

ドイツ銀行のプレナー会長は、同行が米国での証券業務を拡充するため、米国の証券会社または銀行との戦略的提携または買収を検討していることを表明。同行は三年前から多数の著名な人材を高給でヘッドハントし、米国証券業界の件費高騰の一因をもたらしたと米国証券から非難されていた。同行による買収ターゲットには、J. P. モルガン、ペイン・ウェバー、リーマン・ブラザース、クレディ・スイス・ファースト・ボストンが挙げられている。

一部の住宅ローン会社は、顧客がモーゲージを組んで家を購入する際に、家の評価額の一五〇％

まで借入れできるよう、最近になって積極的なキャンペーンを始めている。数年前から家屋評価額の一二五％を限度としたローンが出ているが、評価額を上回る部分の借入については、他の用途(例えばクレジットカード負債の集約)に使うことができる。こうした動きに対し、最近個人デフォルト率が増加していることもあり、行き過ぎとの指摘も。また、一五〇％ローンのように三分の二が資産に裏打ちされていないモーゲージ債権は、有利な証券化が難しいのでは、との声がある。

近年、商業用不動産を担保にしたローンの証券化が急増しているが、一方でそうした資産担保証券(CMBs=Commercial Mortgage-Backed Securities)の質の低下が指摘されている。あるアナリストによれば「CMBsを買うのはワインを買うのと似て、年によって質に大きな差がある。一九九三―九五年に発行されたCMBsは掛目が高く、審査も慎重だったのでよいもの

が多く、買っておけば良かったと思うはず。今は競争が激しいので融資の質も低下し、掛目も低く、後で振り返ればハズレの年だったと思われるだろう」とのこと。またCMBs発行急増によって格付け需要が高まっているが、格付け期間の人員増強はそれに追いついていない様子。

今年上半期の債券発行市場が前年同期比で六七％(金額ベース)の拡大を見せている一方、銀行を中心とするシンジケートローンは四％の縮小となった。しかし、レバレッジド貸し付けにおいては、九八年第二四半期は八二八億ドルと前年同期の五九四億ドルから大きく増加しており、企業買収が増加している現在の資金調達を反映しているとの指摘も。

金利の低位安定と順調な米国経済を受け、引受業務からの手数料収入も拡大しているが、競争の激化から手数料率自体は低下していることが明らかに。セキュリティーズ・データ社によると、今

年上半期の債券の平均手数料率は前年同期の〇・五六七％から〇・四六二％へ、普通株式でも四・八七〇％から四・七〇七％へそれぞれ低下(但し優先株は二・一五五％から二・七二一％へ微増)している。

公開直後に大きく値上がりすることが多いIPO銘柄の割り当ては、従来フルサービスタイプ証券会社の顧客に限られていたが、ディスクカウント・ブローカーやオンライン業者も徐々にIPO割り当て確保に動いている。そのうち大手のチャールズ・シュワブやE\*トレードは、IPOを割り振ってもらおうようウォール街の投資銀行と個別契約を結んでいる。一方、小規模のアメリトレードなど数社は共同でオンライン投資銀行のウィット・キャピタルとパートナーシップ契約を結ぶ見込み。ウィット社はモルガン・スタンレーからCEOを迎え入れて投資銀行業務を強化、未だ小規模ながら最近ではバンカーズ・トラストやDLJなど有力投資銀行とともにビジネスをしているとの

こと。

## 規制監督機関動向

マドリッド証券取引所は、南米の六証券取引所と提携を結び、欧州の投資家が直接マドリッドで南米の上場証券に投資できるよう計画。今年末まで一五社の取引を目標とし、将来は五〇社まで拡大、先物、オプションも対象とする。なお、他の欧州の証券取引所と提携を拡大することにより、米国との競争を有利に展開するという意図もあると言っ。

シカゴのCBOEと西海岸のパシフィック証券取引所が合併を検討中と公表。現在両証券取引所はオプション取引で米国の一位と三位を占めている。NASDAQとアメリカン取引所、ロンドン取引所とフランクフルト証券取引所など、米国、欧州では、証券会社、銀行だけでなく、証券取引所の再編も続出している。

パシフィック証券取引所とNASDAQが合併を検討との観測。パシフィック証券取引所が現在CBOEと合併を検討しており、一カ月間は他の証券取引所との合併を行わない条件がついているため、当面NASDAQとの合併はなされないと見られるが、パシフィック証券取引所とNASDAQは今年早々に合併を検討していた模様。特にNASDAQはパシフィック証券取引所への興味を持っているようで、加速度的に証券取引所の統合が進む可能性もある。

## その他

いわゆる二〇〇〇年問題に関し、SECのEDGARコンピューター・システムは支障がないと議会での報告で発表。