

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。

（一九九八年八月七日号）

業界動向

株式を新規公開する企業は最近、発行済み総株式数に対する IPO 時点での売出株式数の比率を減らしている。これは、あるリサーチ会社が調べたもので、一九九二年には平均して時価総額の四二％が IPO 時に一般投資家に販売されたのに対し、今年はその比率が三一％にまで低下している。一つには公開後もなるべく経営権を維持したいという経営陣の意向があり、またマーケットで IPO 後

急騰する銘柄が多いことから、最初に多くを売ってしまうのは得策ではない、という認識が強まった事情もある。投資家にとっても、経営陣が公開後も株式の大半を握る会社の方が「今後の会社運営に責任を持つことの表れ」という買い安心感があり、実際 IPO 時の売却比率が少ない銘柄ほど高パフォーマンスをあげている。

過去数年の米国株式市場の堅調な動きを受けて証券人口は大幅に増加しているが、米国内よりも各証券会社の海外拠点での人員増加が大きい。この傾向は、特にヨーロッパやアジア・南米で積極的な買収・拡大路線に走ったメリルリンチ、クレディ・スイス・ファースト・ボストンなどで顕著なほか、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターなども既存海外拠点の強化で人員を増やしている。各社がグローバル戦略の重要性を認識した表われと言えるが、一方海外ではウォール街のドライな雇用慣行は通じにくいといわれ、マーケットが下落した場合、一度増やした人員は簡単

に解雇できず、固定費として経営負担になるとの指摘も。

あるリサーチ会社の調査によれば、過去三年間の一〇億ドル以上のM&Aで、プーリング方式で買収を実施した企業の七八%が類似企業の株価パフォーマンスを下回った。一方、キャッシュによる買収を実施した企業の五二%が平均を上回っている。この結果について、キャッシュ方式だとのれん代を償却する分新たな利益創出へのインセンティブが生まれ、またプーリング方式と違って自社株買い戻しに対する制限もないので資本政策に融通が利く、との指摘がある。一方、大型買収が相次ぐ銀行業界でプーリング方式が圧倒的に多いことについては、デールの規模が大きく、キャッシュ方式だと償却負担が膨大過ぎて耐えられないため、とのこと。

最近の小型株市場の軟調を背景に、比較的小規模な投資家が株式を買い集め、企業に経営改善の

やか。また全体として、資産証券化の流れがバランスシートの膨張を抑制したとの指摘がある。さらに預金残高は七%減少しており、銀行預金から他の投資・貯蓄商品への資金流出が明らかになった。

規制監督機関動向

SECは、企業が公表する利益額の「質」について、「会計処理の際、企業経営者はあまりにも勝手な裁量を用いすぎている」とし、調査に着手することに。既に多くの株式アナリストがSECに対し、「利益数字に対する信頼が損なわれれば、マーケットに悪影響が及ぶ」との懸念を表明、レビット委員長も同意していた。利益率の低下と利益成長を求める外部からのプレッシャーが相俟って、各企業は会計操作に頼ろうとしたものと思われる。特に準備金とR&D費用償却の二項目について、計上のタイミングが恣意的であることが多い、と指摘された。

圧力をかける例が増えている。従来から年金基金などの大口機関投資家が大企業に圧力をかけることは一般的だったが、時価総額の小さい小型株でも同じ構図が生まれつつある。自分の損失を取り戻すために発行企業に強引に株式を買い取らせようとするような投資家はともかく、こうした株主の積極的行動は、IPO後商い閑散になった銘柄への関心を復活させるものとして注目されている。

アメリカン・バンカー紙の調査によれば、世界の上位一〇〇銀行の総資産額は、一九九七年はわずか〇・五%の増加で、一九九六年の六・五%、九四年の一五%などを下回って過去一〇年ほどで最低の伸び率にとどまる。ヨーロッパの大銀行は買収などで資産ベースを拡大したが、日本勢が不振で総資産額を減らす銀行が多く、加えて円安もありドル換算で全体の足を引っ張る形となった。一方、米銀は融資よりも手数料ビジネスに注力した結果、資産の伸びはヨーロッパ勢に比べると緩

SECは、コンピューターの二〇〇〇年問題についての報告書を発表。各方面での真剣な取り組みを評価しつつも、国際的な対応の遅れや、個別企業による二〇〇〇年問題対処費用の開示が不十分であることを指摘している。特に証券業界については、コンピューターに頼る度合いが大きい、業界規模が大きい、また参加者の相互依存度が高い、の三点からトラブルが増幅される恐れがあるとしている。

SECは、一九四〇年投資顧問法に基づくルールを一部改正。これまでは、投資顧問業者がパフォーマンスに基づいたアドバイスを請求できるのは、顧客の預り資産が五〇万ドル以上か、総資産が一〇〇万ドル以上の場合に限られていた。今回は、現行ルールができた一九八五年からのインフレを考慮し、最低額をそれぞれ七五万ドル、一五〇万ドルに引き上げている。一方、契約に際し一定の条件挿入や開示責任を課していた条項を廃止、投資顧問業者の裁量の幅を広げている。

SECは、インターネット上での不正取引・株価操作の監視を専門とするチームを発足させた。二名でのスタートだが、今後予算・人員とも拡充し、ネット関連検査についてSEC内部でのまとめ役を務める。他の証券監督機関・自主規制機関もネット上での監視を強化していく方針で、特にNASDは、NetWatchという高性能サーチ・エンジン(検索データベース)を開発中。この検索データベースは、誇大・ミスリーディングな文言を探し当てるほか、尋常でない取引をも見つけ出すという。

その他

債券格付けビジネスは、ムーディーズとスタンダード・プアーズ(S&P)の二社が長く牛耳ってきたが、最近ではフィッチIBC&Aとダフ・フェルプスの二社も、米国外で急速に勢力を伸長している。南米・アジアのほか、通貨統合でビジネスチャンス拡大が見込めるヨーロッパなどで、S&Pとムーディーズが依然として強い通常の社

債格付けよりも、ABS等の成長分野に注力。その結果、例えばダフ・フェルプスは南米でのストラクチャー・ファイナンス案件の七八%を格付けし、他社を大きく引き離している。

財務省は、財務省証券(満期一年以下のTreasury Note)の最低投資単位を大幅に引き下げる。これまでは、Treasury Noteの最低額は一万ドル、Corporate Noteは五〇〇〇ドルだったが、個人が投資しやすいようにするため、それぞれ一気に一〇〇〇ドルとした。加えて九月一六日からは、インターネット上やタッチトーン電話でも財務省証券を直接購入できるようにする。

〔一九九八年八月二一日号〕

業界動向

大手証券のソロモン・スミス・バーニーを傘下に持つトラベラーズは、女性及びいわゆるマイノリティ顧客へのマーケティングを強化するため、

五万通に上るアンケート調査を開始。なお、メрил・リンチも九六年に同様のことを行っているとのこと。

最近の米国株式市場の乱高下を受け、ジャンク債の発行状況に影響が出ている模様。一週間に二〇本以上、六〇億ドル以上の発行があった今年の実績から見れば、八月第一週の発行は四本、一四億ドルに留まったもの。株式市場が直接ジャンク債の発行水準に影響するとは必ずしも言えないが、投資家が企業の信用リスクに敏感になり、銘柄選択を鮮明にしていることは指摘されている。

パートナーシップ制を採用している証券会社のゴールドマンは、パートナーの持ち分の一五%を公開することを投票において決定。公開金額は、三〇億ドルと推定され、これまでの金融機関のIPOで最大規模となる。IPOは今年の秋に行われる予定。

個人投資家がIPO銘柄をIPO直後に売却して、短期的利益を上げていることに対し、オンライン業者はそのような個人投資家にはIPO銘柄を配分しないと警告していることが判明。例えば、E*Tradeは個人投資家の売買は原則自由だとしながらも、三〇日は最低限保有して欲しいとコメント。他の証券会社も投資家の保有期間の記録に照らし、今後の配分を見直すこともあると説明。一方、機関投資家においては、IPO銘柄の配分方法が問題になっているが、個人投資家においてもIPOの問題が生じてきたことになり、SECは調査を開始している。

銀行のミューチュアル・ファンド資産残高は、九八年六月末現在で七、五五〇億ドルと前年同期比三六・四%増となり、S&P500指数の上昇率である二八・一%、ミューチュアル・ファンド全体の資産増加率の二八・三%を上回るもの。銀行が順調に資産を積み上げていく様子は明らかである一方、資産の増加が単なる投資資産の時価

の上昇なのか否か、どのような顧客に販売しているものなのかによって、評価が分かれるとの見方も。

大手オンライン取引業者は、取引所外取引のための電子ネットワークを共同で設立することを検討中とE.F. Ryngaertの幹部が発言。急成長を続けるオンライン市場は非常に魅力的であるものの、激しい競争を展開するオンライン取引業者が一転して協力するとの見方には疑問の声も。

規制監督機関動向

地方債の規制機関であるOMSRBは、出来高が比較的多い地方債に関して日々の出来値を公表させる案を検討中、SECの認可を待って実施する。地方債は上場株式に比べ、価格が投資家に伝わりにくく、特に小口の個人投資家にとって情報が得られにくかった。しかし、対象となる地方債が限定されるため、大きな効果は期待しにくいとの声も。

その他

企業合併が相次いでいるが、異なる組織と文化を持つ企業を融合することに企業の人事担当者は腐心していることが判明。調査対象の二二八社のうち、六九％は企業文化の融合に腐心していると、次いで四一％は従業員の確保、福利厚生・報酬体系の融合が続く。調査対象の会社は従業員一、〇〇〇人以上の米国企業で、七四％は既に合併や買収を経験している。

二〇〇〇年問題を控え、米国証券会社二八社がテストを実施、大半の証券取引の決済が問題なく行われたとSIAが発表。若干の問題はあったが、簡単に修正できる程度のものであるため、予定通り対応が進んでいるとのコメント。なお、 Merrill Lynchは二〇〇〇年問題対応のため、今後三七五百万ドルを費やすという予測を発表している。

株価の呼び値単位が縮小したことから、NASDAQ市場での投資コストの低減が期待されていたが、スプレッドの縮小は認められるものの、一六分の一単位での呼び値の出現が理論的には五〇％の確率で生じるはずである一方、三三％程度しか現れていないことから、トレーダーが依然として一六分の一単位での呼び値を唱えることに消極的であるとの指摘。これによれば、投資コストの低減は、もっと起こるべきであると言つ。