

THIS WEEK'S MAGAZINE Week of September 30

1. **Biotech Roundtable** 医薬品の未来に投資する方法→ P.2 【ラウンドテーブル】
本誌初のバイオテック・ラウンドテーブルを開催
2. **IPOs Have Been Crushed in 2019** 市場の修正進む→ P.9 【新規株式公開】
ビジネスモデル、ガバナンス体制、黒字化見通しが IPO 成否の鍵に
3. **American Airlines Stock Is Ready for Takeoff** 離陸準備完了→ P.13 【アメリカン航空】
トラブルを解決し株価の反転上昇となるか
4. **Dividends vs. Buybacks** 株主還元→ P.15 【インカム投資】
株式の利回りを読み解く
5. **On a Winning App, Food Safety, and Letting Your Burrito Sit** 成功の要因→P.17 【チポトレ】
アプリ、食品の安全性、ブリトーの食べ方についてチポトレの CEO に聞く
6. **Up and Down Wall Street** 株式市場をめぐるさまざまなノイズ→ P.19 【コラム】
高くなる壁も心配無用 増加する年金債務への対策
7. **A Buying Opportunity in the IPO Carnage** 陰る IPO 市場の中の光明→ P.21 【ハイテク】
業務用メッセージアプリのスラックに注目、オフィスの生産性向上に不可欠な存在に
8. **The Trader** 株式市場は四半期末を前に 2 週連続で下落→ P.23 【米国株式市場】
大統領弾劾のニュースは悪材料の一部でしかなく、長期的な影響は不透明
9. **Too Many Stocks Are Living in Cash Burn Alley** 黒字化予想が鍵→ P.26 【株式市場展望】
収益性への道は、キャッシュバーン裏通りと隣り合わせ
10. **Preview** 今週の予定→ P.28 【経済関連スケジュール】
テスラの第 3 四半期販売台数の発表が注目される

※ 当誌は、株式会社 時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※ 当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. Biotech Roundtable 医薬品の未来に投資する方法
本誌初のバイオテック・ラウンドテーブルを開催

【ラウンドテーブル】

■ 投資家に嫌気されているが好材料は多い

本誌は初のバイオテック・ラウンドテーブルを開催した。メンバーは、チャーダン・キャピタル・マーケッツのリーサー担当ディレクター兼ヘルスケアリーサーチ責任者であるグボラ・アムサ氏、T.ロウ・プライス・ヘルス・サイエンス・ファンド (PRHSX) のマネジャーであるジアド・バクリ氏、キャスディン・キャピタルの創設者で最高投資責任者 (CIO) のイーライ・キャスディン氏、グーグル親会社アルファベット (GOOGL) のベンチャーキャピタル部門 GV でゼネラルパートナーとライフサイエンス投資チームの共同責任者を務めるデービッド・シェンケイン氏、パークレイズのバイオテック株リーサーチ担当ディレクターで米国中小バイオテック株リーサーチアナリストのジーナ・ワン氏の5人である。



本誌：なぜ多くの投資家がバイオテックを嫌気しているのか。関心を再燃させる可能性があるのは何か？
 バクリ氏：2011～2016年にバイオテック株が人気だった頃は、追い風となる要因が複数存在した。現在はこれらの追い風が弱まっている。例えば、アルツハイマー病治療薬の失敗が大きな注目を集めた。規制環境もやや厳格化している。

シェンケイン氏：幅広い科学的知見とブレイクスルーが驚異的なペースで生まれていることに変わりはない。規制も10年前に比べれば依然として好ましい。

キャスディン氏：劇的なイノベーション、米食品医薬品局 (FDA) の後押し、新世代の起業家や経営者など、好材料は多い。科学と技術は成功要因の一部にすぎない。優れた人材は平凡な資産から大きな成果をもたらすことができる。とはいえ、バイオテック市場には投機筋やイベントドリブン戦略の投資家が多い。ボラティリティが高いせいで、ほとんどの投資家は確信を維持することができず、セクターのモメンタムを保つのが困難になっている。

Nasdaq Biotechnology Index



Source: FactSet

ワン氏：ゼネラリストの投資家は劇的な株価の動きを怖がっている。しかし、ブレイクスルーによる新薬の売り上げには興味があるはずだ。様子見している潜在的な投資家の数は多い。

アムサ氏：来年は選挙の年なので、不透明感とボラティリティが高まる。過去の選挙サイクルでは、メディケア（高齢者向け医療保険制度）パート D や医療保険制度改革法（オバマケア）などが懸念され、バイオテック株は打撃を受けた。しかし、こうした法律などの制定後も、製薬会社のファンダメンタルズは懸念されていたほど変わらなかった。

破壊的イノベーションと、コスト削減につながる医薬品に注目することを推奨する。例えば、ゾルゲンスマ（脊髄性筋萎縮症の遺伝子治療薬）には優れた代替品がない。たとえ薬価が問題になっても、企業がイノベーターで、代替品が存在しなければ、その企業は実質的に価格設定力を持つ独占企業となる。政治的な不透明感によって株価が下落する可能性はあるが、その時は積み増しの好機だ。コスト削減につながる製品の例はデジタルセラピューティクスで、これは FDA の承認を受けた治療プログラムを処方するというものだ。

■ 希少疾患の治療薬に重点

Q：専門家以外が破壊的イノベーターを見つけるには？

バクリ氏：早期段階での特定は難しい。当社は生存率向上などの点で一定の実績がある製品を探す。競合相手がいないのが理想的だ。実績がある企業は割高だが、リスクは軽減される。企業の経営陣が優れていることや、製品の基になった技術から複数の製品を生み出せることもプラス材料だ。

シェンケイン氏：私は細胞治療や遺伝子治療に楽観的だが、製造とアクセスには課題がある。小規模な医療センターにとって、こうした技術は重荷だ。

キャスディン氏：その点に関して、当社はバイオリフ・ソリューションズ (BLFS) に投資している。同社は細胞と組織の凍結、融解、送達用の製品など、遺伝子治療と細胞治療の幅広いツールを提供する。バイオテック業界にはボラティリティの低い投資機会が数多く存在する。投資家は通常、治療法について考えるが、治療法を支える多数の企業や技術がある。

Q：新たな治療法の中で最も注目しているのは？

シェンケイン氏：過去 20 年で、個別の疾患を把握する能力は大きく進歩した。例えば、肺がんは今や 50 種類の異なる疾患と考えられており、個々の患者に合った精密な治療を実施することができる。腫瘍学の分野でも、体内の細胞を編集したり、T 細胞を体外で改変して再注入したりといった新しい治療手段が生まれている。希少疾患向け治療薬の開発は大きな後押しを受けている。患者が希少なので、臨床試験に必要な患者数も少なく、物事が速く進む。

Q：なぜ希少疾患に重点が置かれているのか？

シェンケイン氏：新薬開発においてリスクが最も高いのは、対象疾患が発生する仕組みの解明だ。希少な遺伝子疾患では、その仕組みが分かる。このような場合、新薬の有効性を証明するのに必要な患者数が少なく、時間と費用が削減される。

キャスディン氏：FDA はリスク軽減とリスク管理のための組織だ。リスク面では、希少疾患の治療薬が対象とする患者は少ないため、多くの患者が未知の有毒物質にさらされる危険は小さい。一方、希少疾患の患者は、治療が成功しなければ死亡するか重篤となることが多いため、劇的なプラスの影響が得られる可能性は高い。FDA は、希少疾患治療薬のリスクに対するメリットが非常に優れているとみなしており、一般的で複雑な心臓病などの治療薬よりも迅速な承認に積極的だ。

Q：希少疾患に重点を置くことは、一般的な疾患の治療にとってどのような意味を持つか？

シェンケイン氏：一部の企業は患者数が多い疾患に挑戦しているが、仕組みの解明は非常に難しい。社会が

必要としている最も重要なブレークスルーの一つは、アルツハイマー型認知症などの神経変性疾患の理解だ。

キャスディン氏：データ抽出には巨大な投資機会が眠っている。ベラナ・ヘルスなどの企業は、複数分野の疾患について、患者と疾患のデータのライセンス、整理、分析を開始している。ベラナが力を入れている分野の一つが神経疾患で、データの整理と検証によって、認知症を異なる疾患のカテゴリーに分割できる可能性がある。これにより、精密治療に基づく新薬開発への扉が開き、成功の可能性は大幅に高まる。

アムサ氏：遺伝子などによって疾患を細かく区分できれば、精密治療に取り組むことが可能だ。各区分にとって適切な治療法を選択すれば、結果は改善する。

キャスディン氏：希少な遺伝性疾患の遺伝子治療では、何が問題なのかを知るために、多額の資金と数年にわたる診断プロセスが必要だ。当社が投資しているインビティ (NVTA) は、DNA シーケンシングに基づくテストを平均 471 ドルで提供しており、2 週間足らずで結果を返してくれる。

■ ワン氏の推奨銘柄

Q：最も有望だと考える銘柄を教えてください。

ワン氏：当社が選好するのはリジェネックスバイオ (RGNX) だ。同社の遺伝子治療薬は、滲出 (しんしゅつ) 型加齢黄斑変性症 (AMD) の治療において、モノクローナル抗体の眼内注射の必要性を低下させるとみられる。

リジェネックスバイオは多数の AAV ベクター (アデノ随伴ウイルスベクター。患者の体内に遺伝子や遺伝子編集ツールを送り込むために使用される) の知的財産権を保有しており、その価値が株価を下支えする。これには、遺伝子治療薬メーカーのエイベックスがゾルゲンスマを開発するためにライセンスを受けたベクターが含まれる。秋には遺伝子治療について、さらなるデータが発表されるとみられ、株価が上昇する可能性がある。当社の目標株価は 88 ドルで、直近の株価は 40 ドル前後 (金曜終値は 33.4 ドル) だ。

サレプタ・セラピューティクス (SRPT) も選好する。同社はデュシェンヌ型筋ジストロフィーに重点を置いている。患者数は米国内で 1 万 3000~1 万 8000 人で、現行の唯一の治療薬はあまり有効ではない。サレプタは 4 人の患者を対象とした臨床試験で自社の遺伝子治療の有効性を証明している。短期的なカタリストは多くないが、2020 年下半期の重要データの発表に先立ち、長期的な上値余地があるとみる。

Q：血友病分野はバイオテック企業の激戦区だ。どの企業が勝つと考えるか？

ワン氏：血友病 A に関しては、バイオマリン・ファーマシューティカル (BMRN) はデータの変動が大きく、持続性もあまり良くない。スパーク・セラピューティクス (ONCE) のデータの方が優れている。サンガモ・セラピューティクス (SGMO) も悪くないが、持続性に関するデータがもっと欲しい。血友病 B では、スパークとユニキュア (QURE) のデータが良い。



Gena Wang

Director, Biotech Equity Research Barclays

Company / Ticker	Price 9/26/19
Regenxbio / RGNX	\$33.31
Sarepta Therapeutics / SRPT	72.81

Bloomberg

■ **キャスディン氏の推奨銘柄**

Q: キャスディン氏が興味を持つ銘柄は？

キャスディン氏: 当社は前述のバイオライフに投資しており、同社が中小企業を買収して、遺伝子治療と細胞治療におけるワンストップ型リソースとなるための資金を提供している。同社のような、遺伝子治療や細胞治療企業向けのサービスプロバイダーに投資すれば、ボラティリティを回避しつつ、業界の成長から恩恵を受けることができる。

細胞治療にとって最大の課題の一つは前処置だ。場合によっては、遺伝的に改変された新細胞を受け入れるため、患者の免疫システム全体を抑制する必要がある。マジエンタ・セラピューティクス (MGTA) は、細胞治療と移植患者のための前処置療法を開発している。成功すれば、価値と利益率が高い製品を複数持つ企業になる。

精密治療の需要が高まるにつれて、診断用の検査の需要も伸びる。過去 3~4 年でこうした分野を手掛ける企業は大幅に増加した。株価売上高倍率は高く、グロース投資家が増収率の加速などを期待して投資している。この分野では前述のインビティを選好する。同社の昨年の上高は 1 億 4800 万ドルだった。まだ黒字ではないが、事業に再投資するための多額のキャッシュフローを創出し始めるのは時間の問題だ。

治療薬分野の選好銘柄は、うっ血性心不全と肥大型心筋症の低分子医薬品を開発するマイオカーディア (MYOK) だ。心疾患は患者数が多いが、同社は心疾患を希少疾患のように捉えている。すなわち、特定の遺伝子を持つ患者を分離し、こうした患者へのソリューションを提供している。

Q: 売り上げも利益も存在しない企業を評価するには、どのような指標を利用しているか？

キャスディン氏: まず、どのような「完璧な未来像」を思い描いているか、そこに到達する可能性はどの程度か、などを質問する。その次に妥当な価値を推定する。どんなプログラムも成功の可能性は低い。従って、リスクを評価し、臨床試験で明確なデータが得られることを確認しなければならない。複数のプログラムを実施している企業に投資することも大事だ。一つが失敗してもゲームオーバーにならずに済む。

■ **バクリ氏の推奨銘柄**

バクリ氏: 特に中小バイオテック株では、リターンを生むのは少数の勝ち組のみであることが多い。元本の 100% を失う危険はあるが、500% や 1000% のリターンを得られるかもしれない。投資先企業のうち、1 社は大きく育つ可能性がある。

Q: どの企業が大勝すると考えるか？

バクリ氏: バーテックス・ファーマシューティカルズ (VRTX) は、われわれが議論してきた多くのテーマに該当する。同社は嚢胞 (のうほう) 性線維症の治療薬で年間 30 億ドル以上の売上高を上げている。対象患者は明確で競争もない。営業部門が小規模であるにもかかわらず、世界で 7 万人の患者に製品を提供している。バイオテック業界では、過去の成功が未来の成功と関連しないことが多いが、バーテックスは成功を繰り返すことができるだろう。株価は約 172 ドル (金曜終値は 166.7 ドル) で、2020 年のコンセンサス予想利益に基づく株価収益率 (PER) は約 27 倍だ。

Q: なぜバーテックスが成功を繰り返すことができると思うのか？

バクリ氏: 同社には優れた化学的基盤があり、どの企業よりも低分子の設計がうまい。科学的能力が高く、



Eli Casdin

Chief Investment Officer Casdin Capital

Company / Ticker	Price 9/26/19
BioLife Solutions / BLFS	\$16.95
Magenta Therapeutics / MGTA	9.88
Invitae / NVTA	19.24
MyoKardia / MYOK	52.30

Bloomberg

研究機関と良好な協力関係を築いている。

中小型の推奨銘柄も紹介する。アセンディス・ファーマ (ASND) は治療用ホルモンの特性の改変を手掛けている。これはバイオテック業界におけるバリュー投資のようなものだ。注目の的ではないが、大きなリターンを得られる可能性がある。同社は今後 2~3 年以内に成長ホルモンの分野で売上高を上げる見込みだ。他に開発中の製品としては、副甲状腺ホルモンは対象市場が大きく、治療の水準を大幅に引き上げる可能性がある。

トリシダ (TCDA) は腎臓病治療薬に重点を置いている。同社は比較的古いポリマー技術を利用して、水素イオンを吸収し、腎臓病患者の酸血症を緩和しようとしている。FDA への申請は完了しており、来年には承認される可能性がある。

■ アムサ氏の推奨銘柄

Q: アムサ氏の推奨銘柄を聞きたい。

アムサ氏: ワン氏が言及したリジェネックスバイオは、今年のトップピックの一つだ。同社は約 4 億 5000 万ドルのキャッシュを保有しており、ゾルゲンスマによるエイベックスの利益の 10% を得られる可能性がある。エイベックスはノバルティス (NVS) によって約 90 億ドルで買収された。4 億 5000 万ドルと 9 億ドルを足すと、リジェネックスバイオの最近の時価総額とほぼ同額になる。30 種近い製品パイプラインの大部分は、まだ織り込まれていない。

ユニキュアも今年のトップピックだ。2020 年に血友病 B 遺伝子治療の臨床試験データを発表した後、バイオマリンに買収される可能性がある。バイオマリンは血友病 A の遺伝子治療を開発しており、シナジーがある。さらに、バイオマリンは、ユニキュアの特許対象である製造プロセスと類似したプロセスを採用している。

メイラ GTx ホールディングス (MGTX) は、遺伝子調節に力を入れている。遺伝子治療が一般化するには、医師が必要に応じて有効化と無効化ができるようしなければならない。製薬・医療機器大手ジョンソン・エンド・ジョンソン (J&J、ティッカーは JNJ) は、メイラの遺伝子調節技術に関して同社と提携し、後に同社の持ち分を取得した。メイラが J&J との提携対象外の大規模市場で成功すれば、J&J がメイラを買収する長期的な可能性は高まる。

メディシンズ (MDCO) は、コレステロール低下剤である抗 PCSK9 遺伝子治療薬のインクリシランについて、良好な臨床試験結果を報告している。抗 PCSK9 モノクローナル抗体のプロローントやレパーサが低調であるため、市場はインクリシランに懐疑的だが、インクリシランは競合製品とは異なり、室温



Ziad Bakri

Portfolio Manager T. Rowe Price Health Sciences Fund

Company / Ticker	Price 9/26/19
Vertex Pharmaceuticals / VRTX	\$169.55
Ascendis Pharma / ASND	95.80
Tricida / TCDA	30.87

Bloomberg



Gbola Amusa

Director of Research; Head of Healthcare Research Chardan Capital Markets

Company / Ticker	Price 9/26/19
Regenxbio / RGNX	\$33.31
uniQure / QURE	41.20
Krystal Biotech / KRYS	40.98
MeiraGTx Holdings / MGTX	16.08
The Medicines Co. / MDCO	50.37
Kodiak Sciences / KOD	14.21

Bloomberg

保存が可能で年2回服用すればよい。ファイザー（PFE）、イーライリリー（LLY）、ロシュ・ホールディング（RHHBY）などの大手医薬品会社はコレステロール関連の後継製品がなく、メディシズは買収対象となる可能性がある。

クリスタル・バイオテック（KRYS）は、皮膚の遺伝子治療を手掛けている点がユニークだ。米国と欧州で、規制当局の指定を得るのに十分な成功を収めている。コーディアック・サイエンシズ（KOD）は網膜疾患に重点を置いている。この分野の標準的な治療薬は、2018年に100億ドル以上を売り上げており、同社の時価総額5億3500万ドルは割安である。同社の製品は、標準的な治療薬の特徴を維持する一方で、月1~2回の眼内注射が必要という既存製品の課題に対処している。

■ シェンケイン氏が注目する非上場企業

Q: シェンケイン氏にベンチャーキャピタリストとしての見方を聞きたい。

シェンケイン氏: 当社は医学を変える力を持った治療法を探している。最近の非上場企業への投資を3件紹介する。

バーブ・セラピューティクスは今年設立された企業だ。遺伝子編集は希少疾患を対象とする場合がほとんどだが、バーブの研究対象は心疾患だ。同社は、コレステロール値が異常なごく一部の患者について、遺伝子を修正できる可能性がある初の治療法を開発している。

昨年設立されたビーム・セラピューティクスは、ブロード研究所などと提携して遺伝子治療に取り組む。ビームは既存の遺伝子編集技術 CRISPR の正確性が高いバージョンを開発している。CRISPR は、はさみのような役割を果たす分子で、DNA を切断して新たな構造を挿入するが、切断を誤ることもある。ビームが開発した手法は、消しゴム付き鉛筆のようなもので、DNA を切断せずに単独の遺伝コードを変更できる。

ベラナ・ヘルスは、眼疾患や神経疾患の膨大な臨床データを収集している。こうしたデータの収集は、医師、医療保険会社、製薬会社にとって、医薬品に対する理解を深めるのに役立つ。臨床試験では、新薬かプラセボ（偽薬）を処方される患者をランダムに割り当てるのではなく、同社による多数の患者データに基づく架空の統制群（処置を受けない被験者）のデータと、新薬のデータを比較することができる。



David Schenkein

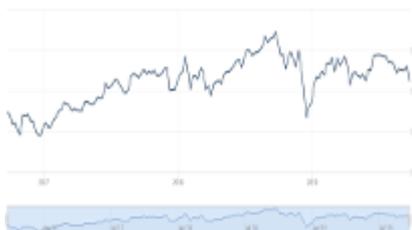
General Partner, Co-Head of Life Science Investment Team GV

Company

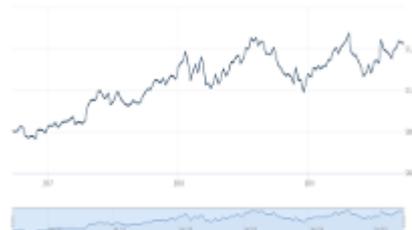
Verve Therapeutics	Private
Beam Therapeutics	Private
Verana Health	Private

Bloomberg

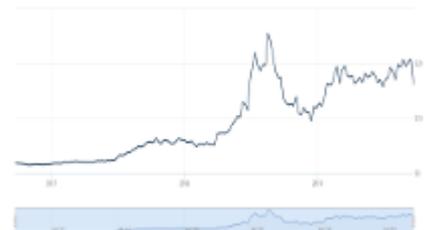
T Rowe Price Health Sciences Fund (PRHSX)



Alphabet Inc. CIA (GOOGL)



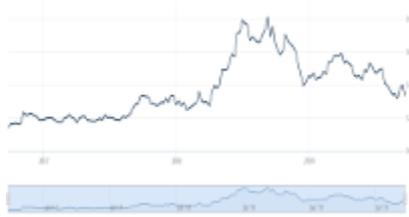
BioLife Solutions Inc. (BLFS)



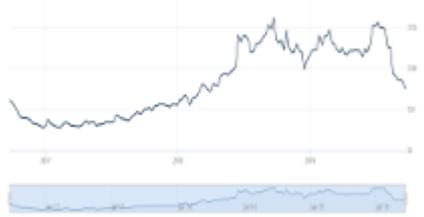
Invitae Corp. (NVTA)



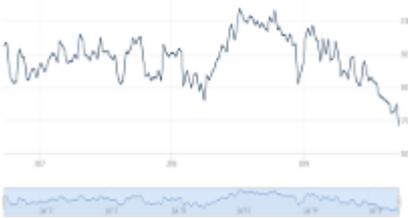
REGENXBIO Inc. (RGNX)



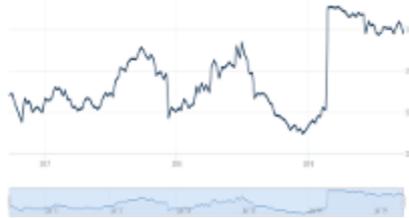
Sarepta Therapeutics Inc. (SRPT)



BioMarin Pharmaceutical Inc. (BMRN)



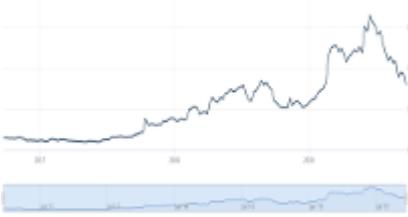
Spark Therapeutics Inc. (ONCE)



Sangamo Therapeutics Inc. (SGMO)



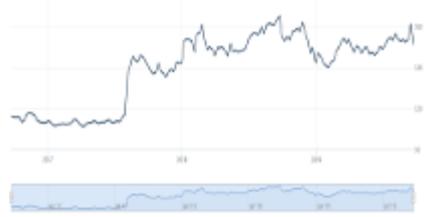
uniQure N.V. (QURE)



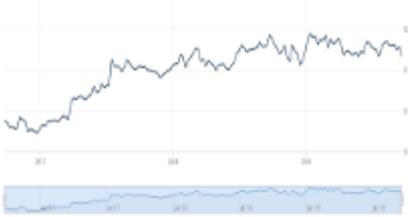
Magenta Therapeutics Inc. (MGTA)



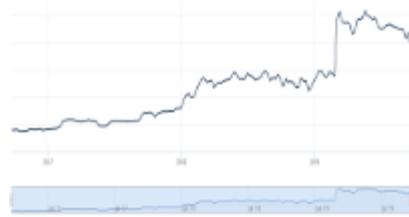
MyoKardia Inc. (MYOK)



Vertex Pharmaceuticals Inc. (VRTX)



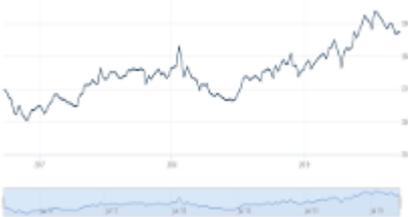
Ascendis Pharma A/S ADR (ASND)



Tricida Inc. (TCDA)



Novartis AG ADR (NVS)



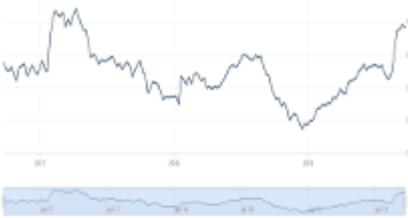
MeiraGTx Holdings PLC (MGTX)



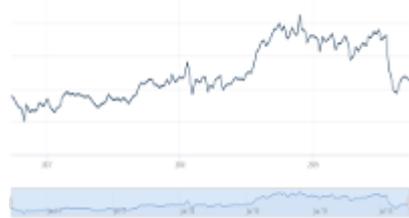
Johnson & Johnson (JNJ)



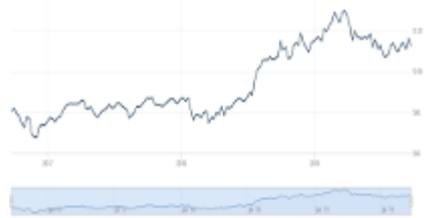
Medicines Co. (MDCO)



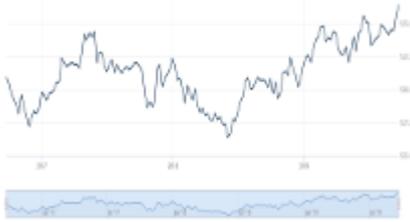
Pfizer Inc. (PFE)



Eli Lilly & Co. (LLY)

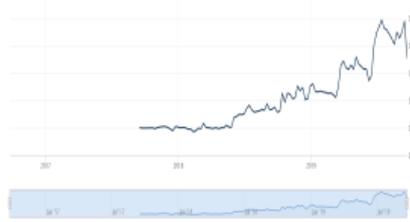


Roche Holding AG ADR (RHHBY)



チャートは3年

Krystal Biotech Inc. (KRYS)



Kodiak Sciences Inc. (KOD)



By LAUREN R. RUBLIN
(Source: Dow Jones)

2. IPOs Have Been Crushed in 2019 市場の修正進む ビジネスモデル、ガバナンス体制、黒字化見通しが IPO 成否の鍵に

【新規株式公開】

■ 合理的に振る舞いだした IPO 市場

新規上場企業が歴史的な規模の資本調達を行った上半期に続き、いたるところで修正の兆候が見られている。フロリダ大学で新規株式公開 (IPO) 市場を追跡するジェイ・リッター教授によると、今年の IPO 銘柄は公開日の株価上昇率が平均 25%と、2000 年以來最も高くなっている。しかし、IPO 銘柄にのみ投資する上場投資信託 (ETF) のルネサンス IPO ETF (IPO) は、今年上半期に急上昇した後、7月下旬から 15%下落している。



IPO への失望をめぐるニュースが出回る一方、より広範な傾向として、投資家はより選択的になっている。それは誰にとっても良いことだ。IPO に関するコンサルティング会社、クラス V グループの創業者であるリズ・バイヤー氏は、「最近、多くのノイズや直接上場をめぐる騒ぎが起こっている。しかし、一番大事なことはファンダメンタルズが変わっていないことだ。投資家は企業、将来見通し、投資機会を提供されている価格を分析する。このことは、私がこの業界に入ってから変わっていない」と述べる。

IPO を追跡する IPOscoop.com によると、2019 年には米国で 114 件の IPO があり、うち 63 件でリターンがプラスになっている。

■ ビジネスモデルにより明暗が分かれる

ライドシェアサービスのウーバー・テクノロジーズ (UBER) とリフト (LYFT)、フィットネス機器のペロトン・インタラクティブ (PTON) のような赤字の消費者向けサービス企業の問題は、クラウドベースの法人向けソフトウェア企業に向けられた投資家の強い関心と混同されるべきではない。後者は、サブスクリプションを基盤とする成長性と予測可能性の高い収益モデルを有している。

こうした企業は、必要とする資本規模が小さく、利益を確保する道筋も明確だ。2019 年に上場した企業としては、ビデオ会議サービスを手掛けるズーム・ビデオ・コミュニケーションズ (ZM)、サイバーセキュリティ会社のクラウドストライク・ホールディングス (CRWD)、クラウドプラットフォームのファストリー (FSLY)、企業向けソフトウェアのメダリア (MDLA)、オンラインセキュリティサービスのクラウドフレア (NET)、クラウドコンピューティング会社のページャーデュティ (PD)、ソフトウェア会社のデータドッグ (DDOG) などが当てはまり、各社とも IPO 以来少なくとも 15%上昇している。

一方で市場は、競争が激しく、コーポレートガバナンスが弱く、莫大（ばくだい）な損失を出し、債務負担が大きい、資本集約型モデルの一連の問題企業に対する関心を失っている。今年に入って上場したリフトとウーバーの株価は、共に IPO 価格を大きく下回っている。両社は競争の激しい市場で真っ向から対決しており、短期的な黒字化の見通しはほぼなく、規制当局の監視の目も厳しくなっている。

ここ数週間で、新たなトラブルも発生した。シェアオフィス大手ウィーワークの親会社ウィーカンパニーは、ビジネスモデルと評価額に関する投資家の深刻な疑念に加え、コーポレートガバナンスの慣行に対する厳しい批判を受け、2週間前に IPO を延期した。ウィーワークは現在、コーポレートガバナンスへのアプローチを見直しており、共同創業者のアダム・ニューマン氏は最高経営責任者（CEO）を辞任した。これらは重要な変更だが、ウィーワークによる年内の IPO の可能性は今や極めて低い。

バイヤー氏は、ウィーワークの状況には幾つかの明確な教訓があると指摘している。「ウィーワークの例は、損失が無制限だと考えられたり、ガバナンスが重要でないと思定されたりしている企業に影響を及ぼすだろう。企業は黒字化に向けた信頼に足る道を示さなければならない。ウィーワークはビジネスモデルが重視されることを企業に知らせる警告フラグであり、率直に言ってウーバーも同様だ。上場株式の投資家は取捨選択をするようになっている」と同氏は述べる。

■ IPO 市場は波乱から沈静化へ

選択的な行動の好例が、歯列矯正製品のスマイルダイレクトクラブ（SDC）の IPO だ。同社は今月に 1 株当たり 23 ドルで上場したが、その後株価は 40%以上下落している。

先週木曜日には、さらに二つの打撃があった。一つ目はペロトンをめぐるものだ。同社は、インターネットに接続された高価なエアロバイクをオンラインクラスのスブスクリプション付きで販売している。ペロトンは 1 株当たり 29 ドルと予想範囲の上限で IPO を実施したが、木曜日に 27 ドルで売買が開始し、そこから下落を続けた。金曜日の終値は 25 ドル強だった。同社の多額の損失、潜在的な市場規模への懸念、フィットネス製品の一過性の流行になりやすい性質に対する懐疑心が足かせとなった形だ。

A Tale of 2 IPO Markets

Among 114 U.S. IPOs in 2019, 63 have positive returns. Here are some highlights.

Company / Ticker	IPO Price	Recent Price	% Chg	Market Val (bil)
Beyond Meat / BYND	\$25	\$154.34	517.40%	\$9.30
Zoom Video Communications / ZM	36	79.75	121.5	21.8
CrowdStrike Holdings / CRWD	34	58.3	71.4	13.2
Grocery Outlet Holding / GO	22	35.71	62.3	3.2
Pinterest / PINS	19	27.38	44.1	14.9
Peloton Interactive / PTON	29	25.76	-11.2	7.2
Slack Technologies / WORK	26*	22.63	-13	12.3
Uber Technologies / UBER	45	31.57	-29.8	53.7
Lyft / LYFT	72	41.9	-41.8	12.3
SmileDirectClub / SDC	23	12.94	-43.7	5

Data as of 9/26 *Reference Price
Source: Bloomberg

同じく木曜日、ハリウッドのスーパーエージェント、アリ・エマニュエル氏のエンデバー・グループは、予想価格を引き下げたわずか数時間後に突如 IPO を取り下げた。エンデバーは複雑な構成のエンターテインメント企業で、大手タレント事務所、映画・テレビ番組制作、ミス・ユニバース、総合格闘技団体 UFC の半分を傘下に抱える。エンデバーは順調に成長しているが、赤字を出しており、レバレッジも非常に高い。IPO が実行された場合、エンデバーの企業価値は 102 億ドル（株主資本 64 億ドル、純負債 38 億ドル）となっていたところだ。

一方で、成功している一連の IPO もある。植物由来の代替肉メーカーであるビヨンド・ミート（BYND）は 500% 以上上昇しており、圧倒的な差で今年最高のパフォーマンスを誇る。リッター氏は、6 年連続で IPO 総額の 4 割をバイオテクノロジー企業が占めていると指摘している。画像共有サイトのピンタレスト（PINS）は、フェイスブック（FB）やツイッター（TWTR）の影に隠れることの多いソーシャルメディアビジネスだが、4 月の IPO 以来 44% 上昇している。

最近のイベントを考えると、IPO の流れがいったん中断すると容易に考えられる。IPO を控えた評価額 10 億ドル以上のユニコーン企業もない。IPO の準備が整った法人向けソフトウェアビジネスの供給が途絶えているという見方がコンセンサスとなっており、第 4 四半期の IPO 件数は少ないと見て良いだろう。誰もが注目する IPO は宿泊予約サイトのエアビーアンドビーだが、それは来年まで待たなければならない。

■ 直接上場の台頭にも注目

もう一つの話は、企業が新たな資金調達なしで公開する直接上場の台頭だ。これは企業が既存の株式を公開市場で取引できるようにする手法である。2018 年 4 月には音楽配信サービスのスポティファイ・テクノロジー（SPOT）、2019 年 7 月にはメディアサービスのアイハートメディア（IHRT）が直接上場した。そして 6 月には、ビジネスチャットツールを手掛けるスラック・テクノロジーズ（WORK）がニューヨーク証券取引所（NYSE）に直接上場したことで、特に注目を集めた。スラックの株価は上場以来 40% 下落している。

これは直接上場の終わりを意味しない。企業が IPO を計画する早期段階でアドバイザーの役割を果たすバイヤー氏は、同氏の多くの顧客にとって直接上場は明確な選択肢であり、全面的にメリットがあると考えている。発行企業としては、株式の希薄化が生じない。ベンチャー投資家にはロックアップ期間がない。証券会社にとっては手間が少なく、手数料を受け取る引受グループもより小さくて済む。「私が話す企業は全て直接上場を話題にする」とバイヤー氏は言う。

直接上場の最も声高な支持者に、ベンチマーク・キャピタルで長年パートナーを務めるビル・ガーリー氏がいる。同氏は、直接上場は全ての投資家に株式保有の可能性を提供するより良いアプローチであると考えており、現在の IPO プロセスは、大手幹事証券が新規公開株の割り当てという形で重要顧客に利益を移転することにつながると指摘する。それでは、直接上場を選択するのは誰か。「特に頭の回転の速い、知的で、非合理的なものを好まない創業者たちだ」とガーリー氏は言う。

ガーリー氏は今後市場が二手に分かれると見ている。クラウドへの移行が続く中、法人向けビジネスの栄光は続く一方、消費者向けビジネスは引き続き苦勞する可能性がある。投資家は、顧客が増えればプラスのリターンが得られる「プラスのユニットエコノミクス」を有する企業を求めようになったとガーリー氏は指摘する。「今や多くのユニコーン企業は、ウォール街はいかなる代償を払ってでも成長を求めているわけではないという現実に対処する必要がある」。

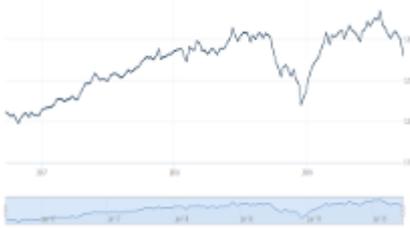
The Selloff

Renaissance IPO ETF^{LYTD}

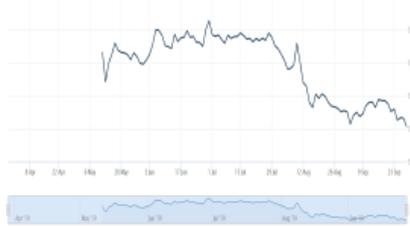


Source: FactSet

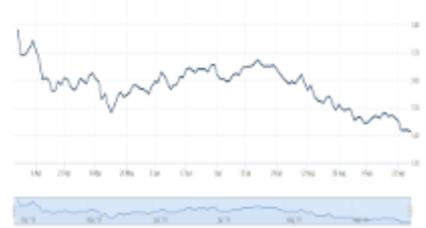
Renaissance IPO ETF (IPO)



Uber Technologies Inc. (UBER)



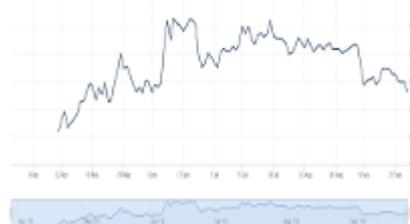
Lyft Inc. CIA (LYFT)



Peloton Interactive Inc. (PTON)



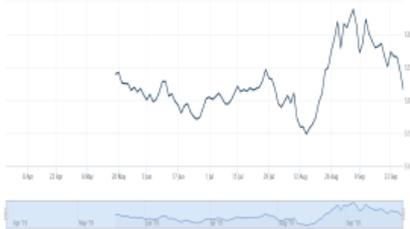
Zoom Video Communications Inc. (ZM)



CrowdStrike Holdings Inc. CIA (CRWD)



Fastly Inc. CIA (FSLY)



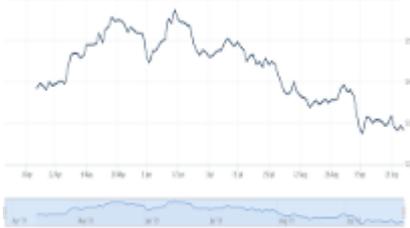
Medallia Inc. (MDLA)



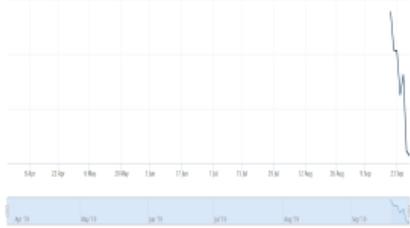
Cloudflare Inc. CIA (NET)



PagerDuty Inc. (PD)



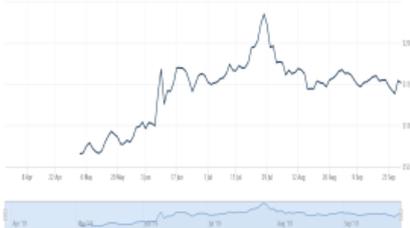
Datadog Inc. CIA (DDOG)



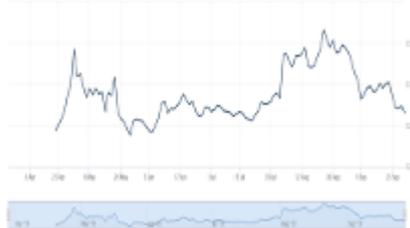
SmileDirectClub Inc. (SDC)



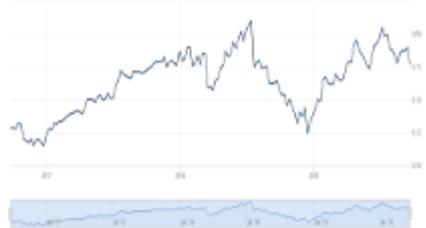
Beyond Meat Inc. (BYND)



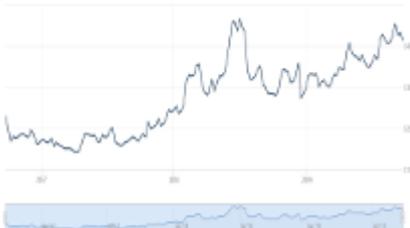
Pinterest Inc. (PINS)



Facebook Inc. CIA (FB)



Twitter Inc. (TWTR)



Spotify Technology S.A. (SPOT)



iHeartMedia Inc. (IHRT)



Slack Technologies Inc. (WORK)



チャートは 6 カ月
(IPO、FB、TWTR、SPOT は 3 年、
PTON は 5 日)

By ERIC J. SAVITZ
(Source: Dow Jones)

3. American Airlines Stock Is Ready for Takeoff 離陸準備完了 【アメリカン航空】
トラブルを解決し株価の反転上昇となるか



■ **トラブル続きで株価が低迷しているが**
今年に入って、アメリカン航空グループ (AAL) はトラブル続きだ。ボーイング 737 MAX が運航停止となり、アメリカン航空本体が運航する 956 機のうち 24 機が使用できなくなった。整備士組合との交渉は陰険な状況となっている。荷物の紛失や定刻到着率のランキングも最下位付近で顧客の不興を買っている。

こうしたトラブルは同社の株価を直撃している。航空業界そのものの株価パフォーマンスも芳しいものではなく、過去 1 年間に平均で 3% 下落している。2020 年予想利益ベースで株価収益率 (PER) は 8 倍を下回り、S&P500 指数を構成する他の一般消費財・サービスセクターの株と比較すると 60% 割安となっている。アメリカン航空の株価は同期間に 33% 下落し PER も 5 倍と、競合を大きく下回っている。景気が減速すれば、さらに株価が影響を受ける懸念もある。

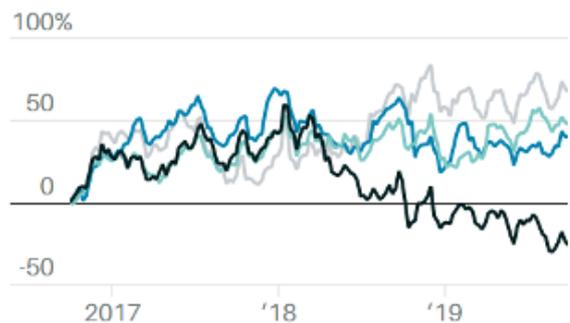
しかし、こうした状況の中、同社の株価が底を打ち始めていると判断する投資家も現れている。JP モルガンで長年アナリストを務めているジェイミー・ベイカー氏は最近の調査レポートで、「この株価水準なら収益力の低さやバランスシートの脆弱 (ぜいじゃく) 性を織り込んで割安」として「買い」を推奨し、目標株価を 40 ドルに置いた。アメリカン航空の株価は 7 月 24 日から 8 月 27 日の間に 30% 以上下落しているが、同氏の「30 日間で 30% 下落」ルールによれば、これは投資家が「投げた」兆候であり、株価は底を打った可能性がある。

■ **ボーイング 737MAX と労働争議の状況**
ボーイングの最新型ナローボディ機 737MAX は、2 件の致命的な墜落事故を受け、3 月中旬以降は運航が停止されている。これによりアメリカン航空は第 2 四半期に 7800 便をキャンセルし、税引き前利益ベースで約 1 億 7500 万ドルの費用を被った。ボーイング 737 MAX を運航できないことによる費用は通年で約 4 億ドルとなり、今年度の予想営業利益の約 10% に達すると同社は見積もっている。ボーイングは 2019 年第 4 四半期に運航再開を目指しているが、そうなればアメリカン航空に対する逆風も一つは減るだろう。

Excess Baggage

How the four biggest airline stocks have fared since Sept. 30, 2016.

- American Airlines Group Inc.
- Delta Air Lines Inc.
- Southwest Airlines Co.
- United Airlines Holdings Inc.



Source: FactSet

労使関係の面では、アメリカン航空は8月に、国際機械工・航空宇宙産業労働者組合に対する終局的差止命令を勝ち取り、整備士は労使交渉の戦術として意図的に整備作業を遅らせることを禁止された。整備士側は整備業務の外部委託を減らすよう求めているが、会社側は運営の柔軟性を求めている。組合と会社は全米調停委員会の支援を受け、これから交渉のテーブルに戻る。

もちろん、労働争議決着の結果がコスト増となる可能性もある。また、ボーイング 737 MAX の運航再開によって航空業界全体の運送能力が増えれば、航空運賃に値下げ圧力がかかる可能性もある。バンクオブアメリカ・メリルリンチのアナリストであるアンドリュー・ディドラ氏は最近の調査レポートで、「12月と1月にパイロットと客室乗務員の契約が修正可能（再交渉の対象）となるため、2020年度のコスト上昇圧力になるとわれわれは予想する」と語った。同氏は労使問題と景気減速を理由にアメリカン航空の投資判断をニュートラルに引き下げた。これに対し、アメリカン航空の最高財務責任者（CFO）のデレック・カー氏は、「労使交渉の結果が航空会社やその競合会社に長期的な影響を与えるとは考えられない。今は他社で妥結された条件の採用を要求する『パターン交渉』がほとんどで、主要4社の間で労務費上の優劣は発生しない」と述べる。

■ 「正常化」後の伸び代は

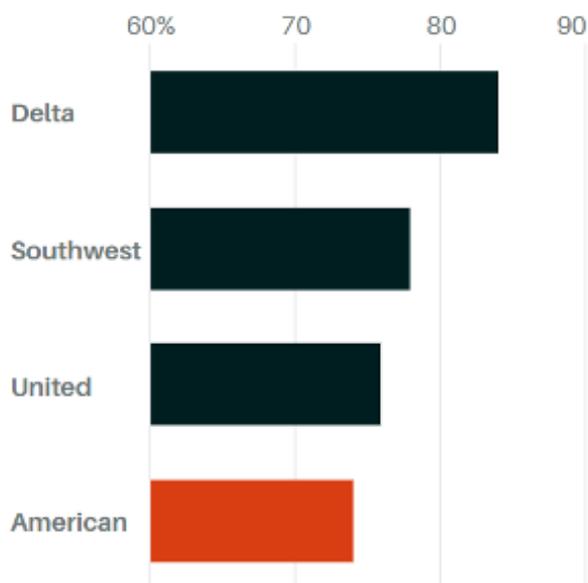
強気筋は、アメリカン航空には競合他社より大きな業務改善の余地があると主張する。2016年以降、同社の利益率は約50%低下しているが、他社の落ち込みはその半分程度にとどまる。定刻到着率も他社を約5%ポイント下回っている。アメリカン航空の経営陣は10億ドルに上る利益改善を目標としており、この目標が達成されれば、利益率は競合他社と同水準となる。

運営が正常化し、ボーイング 737 MAX の運用も再開されれば、アメリカン航空の株価は直近の27ドルから、2020年予想ベースPERで6.7倍の37ドルまで上昇する可能性があるが、それでも競合のデルタ航空（DAL）やサウスウエスト航空（LUV）と比較すれば割安だ。

また多額の債務を削減することで、株価がさらに上昇する可能性がある。同社は今後12カ月で10億ドル、すなわち時価総額の8%に相当する金額の債務削減を目標としている。「機体の更新プログラムは完了し、今後数年間は設備投資が減少するため、債務の減少傾向は続く」とカー氏は語った。また、自社株買いや配当も可能だ。直近の配当利回りは約1.5%であり、過去3年間で発行済み株式数は16%減少している。

Unfashionably Late

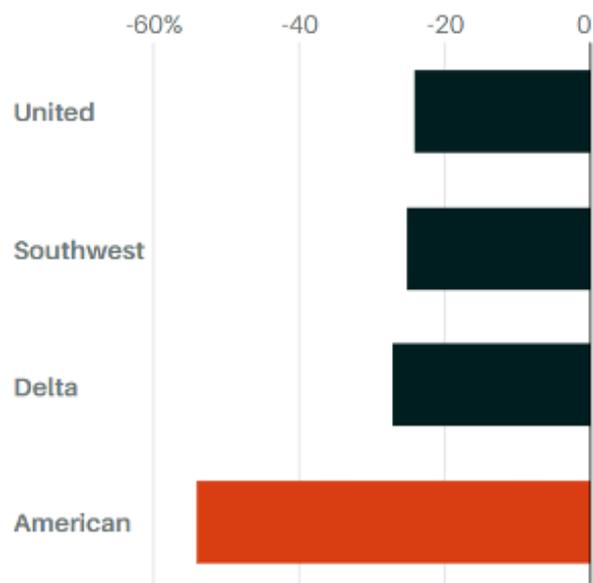
2019 on-time airline performance



Source: Bureau of Transportation Statistics

American Lags

Margin decline since the end of 2016

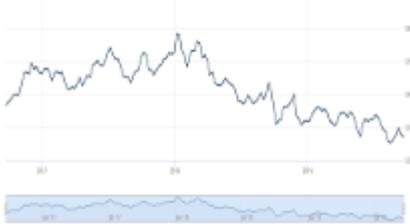


Sources: Bloomberg, Barron's calculations

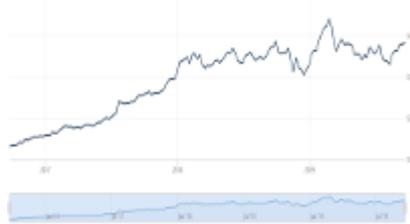
航空会社が景気減速時も利益を上げられれば、同業界の PER も改善するだろう。景気減速時も確実に利益を計上できるというにはまだほど遠いが、以前に比べて、その可能性は高くなってきている。金融危機後の合併を経て、米国の4大航空会社の市場シェアは傘下の地域航空会社を含めれば約80%に達する。そして、現代の経営陣は業容の拡大よりも収益性に重点を置いている。新しい業界構造と規律によって航空会社の財務内容も改善した。アメリカン航空の2020年度予想営業利益率は約8%で、2016年の13%よりは低いものの、2013年にUSエアウェイズと合併するまでの14年間であれば、これが最高の利益率となっていただろう。

投資家は通常、長く続いた景気拡大が終盤に近づくと、割安さが「バリュートラップ」に変わることを恐れ、景気敏感株には近寄らない。しかし、アメリカン航空の株はとりわけ割安で、浮上する可能性も見えてきている。バリュー投資家のウォーレン・バフェット氏も同じ便に乗っている。同氏が率いるパークシャー・ハサウェイ (BRKA) はアメリカン航空株のほぼ10%を保有しているのだ。

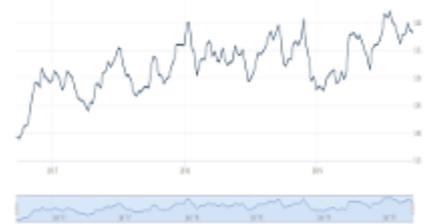
American Airlines Group Inc. (AAL)



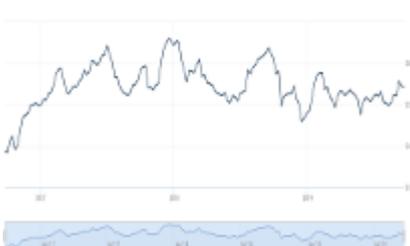
Boeing Co. (BA)



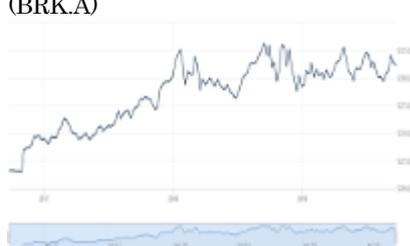
Delta Air Lines Inc. (DAL)



Southwest Airlines Co. (LUV)



Berkshire Hathaway Inc. Cl A (BRK.A)



チャートは3年

By AL ROOTY
(Source: Dow Jones)

4. Dividends vs. Buybacks 株主還元 株式の利回りを読み解く

【インカム投資】

■ 配当利回りと自社株買い利回り

配当利回りは企業とその株式について重要な手掛かりを与えてくれる。実績配当利回りが過去平均より高い場合、その株は出遅れ株かもしれない。反対に配当利回りが低ければ、その企業にとって配当の支払いの優先順位が低いこと、または割高な株価を示唆している可能性がある。

企業の資本の優先順位を速やかに評価するもう一つの方法は自社株買い利回りだ。これは自社株買い実施額の時価総額に対する割合を表したもので、自社株買い利回りが高いことは、その企業が自社株を多く買い戻している可能性が高いことを示している。



この二つの利回りはいずれも株主への資本還元と結びついているが、それぞれの重点は異なっている。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスでシニア指数アナリストを務めるハワード・シルバーブラット氏は「自社株買いは株価を支え、配当は株主にキャッシュを支払う」と語る。

■ 自社株買いの効果

理論上、自社株買いは少なくとも株式数を減らし、1株当たり利益（EPS）を押し上げる。だが、実際の影響と目的を見極めるのは難しい。「自己株式を消却するための自社株買いと、ストックオプションによる希薄化効果を相殺するための自社株買いとを区別する必要がある」と語るのは、資産運用会社マトリックス・アセット・アドバイザーズの最高投資責任者（CIO）のデービッド・カッツ氏だ。換言すれば、自社株買いは報酬プログラムの一環として役員と従業員に与えられた株式を吸収する役割を効果的に果たしている。同氏はまた、買い戻されている株式のバリュエーションに注意することも重要だ、と指摘する。多くの銀行銘柄の株価収益率（PER）が12倍未満で推移しているが、このバリュエーションでの自社株買いは1株当たり利益を「増加させる傾向がある」が、「25倍のPERにおける自社株買いは通常、長期的にはそれほど好影響を与えない」。

魅力的なバリュエーションで自社株を買い戻した企業の例として、ホームセンター大手のホーム・デポ（HD）とアップル（AAPL）が挙げられる。カッツ氏によれば、両社は配当も支払っているが、「資本配分プランの一環である大規模な自社株買いプログラムから多大な恩恵を受けている」。

配当と自社株買いをひとつくりにして語る企業役員もいる。石油大手のシェブロン（CVX）でノース・アメリカン・エクスプロレーションの副社長を務めるジェフ・グスタフソン氏によれば、同社は今年、配当と自社株買いを通じて130億ドルを株主に還元する見通しで、総還元利回りは約6%になる計算だ。同銘柄の配当利回りは3.8%である。シェブロンは第2四半期に、普通株式に対して22億ドルの配当を支払った。これは普通株式の自社株買いに支出した10億ドルよりはるかに多い。

Yield Plays

A dividend yield offers a quick assessment of a company. Another approach is the buyback yield, which looks at share repurchases as a percentage of a company's market value.

Sector	Div Yield	Buyback Yield	Combined Yield
Consumer Discretionary	1.43%	3.12%	4.54%
Consumer Staples	3.74	1.97	5.71
Energy	4.03	2.11	6.15
Financials	2.53	5.04	7.58
Health Care	1.87	2.77	4.64
Industrials	2.10	3.22	5.32
Information Technology	1.52	4.90	6.42
Materials	2.35	2.46	4.82
Real Estate	3.17	0.38	3.55
Communications Services	1.60	1.50	3.10
Utilities	3.18	0.44	3.62
S&P 500	2.18	3.25	5.43

Data is based on stock prices as of Sept. 11; buyback and dividend yields are based on the 12 months ending in the second quarter of 2019.

Source: S&P Dow Jones Indices

■ 変動が大きい自社株買い利回り、持続的な配当利回り

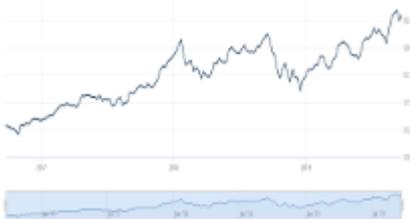
もう一つ注意すべき点は、配当の支払いは自社株買いよりも持続する傾向があることだ。S&P500 指数構成企業による自社株買いプログラムは、過去 20 数年間には盛んな時期と下火の時期がありながらも、配当支払い額を優に超えていた。シルバークラット氏は、自社株買いは「永続的とは思えず、短期間で変化する可能性がある」と語る。一方、配当は「一度支払われ、増額されれば、それを後退させるのは難しい」

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスによれば、第 2 四半期の S&P500 指数構成企業による自社株買いは暫定値で約 1650 億ドルに鈍化する見通しだが、それでも配当の合計である 1187 億ドルを大きく上回っている。

配当と自社株買いのどちらが好まれるかについては、セクターごとの違いが明白だ。S&P500 指数の公益企業セクターの配当利回りは 3.18%で、エネルギー (4.03%) と生活必需品 (3.74%) に続いて 3 番目に高い。一方、公益企業の自社株買い利回りはわずか 0.44%と、不動産セクター (0.38%) に次いで低くなっている。自社株買い利回りが 11 セクター中 1 番高いのは金融セクターで 5.04%、次いで情報技術の 4.9%、資本財・サービスの 3.22%となっている。S&P500 指数構成企業の配当と自社株買いの合計利回りは 5.43%、配当利回りは 2%を小幅に上回っている。

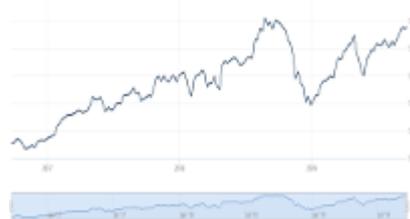
配当利回りと自社株買い利回りはいずれも重要だが、背景を踏まえて分析することが大切だ。

Home Depot Inc. (HD)

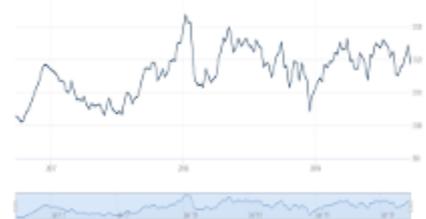


チャートは 3 年

Apple Inc. (AAPL)



Chevron Corp. (CVX)



By LAWRENCE C. STRAUSS
(Source: Dow Jones)

5. On a Winning App, Food Safety, and Letting Your Burrito Sit 成功の要因 【チポトレ】アプリ、食品の安全性、ブリトーの食べ方についてチポトレの CEO に聞く

■ チポトレの急回復を担った新 CEO に聞く

手頃な価格帯でオーダーメイド式メキシコ風料理を提供するチポトレ・メキシカン・グリル (CMG) の最高責任者 (CEO) のブライアン・ニコル氏に話を聞いた。2018 年前半の CEO 就任はサプライズ人事だった。というのも、同氏は同じくメキシコ料理ではあるが、派手なマーケティングやファストフードが売りのタコベルからの移籍だったからだ。新 CEO の指導力に懸念を抱いた人も今や懸念は捨て去ったことだろう。チポトレの株価は、2019 年に 89% 上昇、同氏の起用が発表された時点からでは 225% も上昇した。



■ チポトレの強み

Q: 急回復について。

A: 業績は改善すると予想していた。しかし、その実現の早さは予想を超えた。2500 軒のレストランと 7 万 5000 人の従業員を抱え、行動や役割、職務や責任の見直しと再構築を行うのだから、結果は早く出てほしいが、人間の行動の変化に関しては一直線に進まないのが普通だ。うまくいった理由の一つは、「本物の料理を

本物の食材を使い、速く、バリュー価格で提供することができる」レストランの経営という創業の目的に根差し、基本に立ち返るだけで済んだからだと思っている。

Q：タコベルとチポトレの違いは？

A：食材に対する態度が重要なポイントだ。以前の職場では、客の注意を引くため多くのプロモーションやエンターテイメントを必要としていた。今は、「本物の料理に出会える、本物の食材が目の前できちんと調理される」というチポトレの強みについて客に知ってもらうことがより重要で、それ自体が非常に魅力的だ。

Q：テクノロジーとその限界は何か？

A：テクノロジーを利用して、顧客が注文しやすいようにすると良い結果が出る。アプリを利用すると、初めての人や時々しか利用しない人は、列に並ぶより楽になる。しかし、今やチポトレを頻繁に利用する人は列に並ぶ方を好んでいる。というのは、そういう人の好みはより微妙なため、現場の方がアプリではできないカスタマイゼーションができるからだ。

Q：2015年の病原性大腸菌による食中毒以降の変化。

A：サプライチェーンのどこかで機能不全があったようで、仕入れ先がやるべき厳しい検査を怠っていた。当時はそのような誤りを発見するシステムが不全だったため、変革した。その変革の進展ぶりこそチポトレの素晴らしい点の一つだ。活用したい新しいテクノロジーはあるかという問いに対しては、もちろんある。今取り組みが進行中だ。多種多様な改革を行った。手洗い所やレストラン全体のろ過システムを取り入れ、洗浄工程についても、アボカドの湯通し、ハラペーニョの湯通しなど、次々と新たな手順を追加している。

Q：新店舗開店について。

A：去年は135~140店舗を新規に開店した。今年は150店舗が見込まれ、来年はそれ以上だと思っている。チポトレはピーク時に200~225店舗開店していたが、そのペースに戻ることが可能と私は考えている。多くの店舗を新規開店するには、優れた運営と能力ある人材が必要だ。1年に150~200店舗も開店すると、新規店の事業運営がうまくいかなかったり、また既存店から人材を連れ出したら、その店の事業運営が悪くなったりするからだ。そのあたりは、バランスの問題だ。経済状況は、「進め」と示唆している。しかし、店舗は財務諸表ではなく、人間が運営する。経済状況は良いのだから機会はある。米国での成長余地はふんだんにあると私は考えている。

■ フェイクミート、アボカド、宅配

Q：フェイクミート（代用肉）を使わない理由は？

A：植物を原料とした食品へ向かうトレンドは実際に存在するものの、肉のような見かけや味がする植物由来製品が長期的なトレンドであるとの確信は持てない。当社の植物ベースのソリューションには豆腐を利用している。植物由来の代替品は日常生活の一部になるだろうが、100%替えてしまうものではない。ベジタリアンや完全な菜食主義者は依然として少ない。大きな話題ではあるが、当社のブランドの目的には合致しない。

Q：アボカドの高値と利益について。

A：四半期決算を左右するほどではないだろうが、影響はあり得る。他の点ではうまくいっているにもかかわらず、「アボカドについて議論しなければならないなんて信じられない」と思う時がある。ただし、生のアボカドを使うことにこだわっている。果物で、農産

Recovered

Chipotle's stock has more than recouped its losses



Source: FactSet

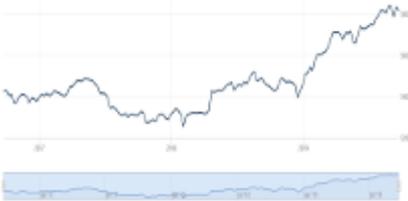
品なのだから、価格変動はあるものだ。原因は収穫量の問題のほか、需要の多さ、供給の配分先といったことにある。

Q：ブリトーは待つ方が良いということについて。

A：宅配に向けた食品だと思う。簡単な容器で運べる。さらに格別に宅配向きの要因もある。レストランで食べる時でも、ほおぼるまでに5分くらい待つ方が良い。熱でチーズが少しとろけ、サワークリームも少し温まる。ブリトーを手にしたら、ほんの少し待つてほしい。

Chipotle Mexican Grill Inc. (CMG)

チャートは3年



By DAVID MARINO-NACHISON
(Source: Dow Jones)

6. Up and Down Wall Street 株式市場をめぐるさまざまなノイズ 高くなる壁も心配無用 増加する年金債務への対策

【コラム】

■ 高くなる壁

市場には、強気相場は心配の壁を登る、という言い回しがある。壁はどんどん高くなっているが、心配する必要はないかもしれない。

トランプ政権が、年金基金による中国株保有の制限や米国の証券取引所からの中国株式の上場廃止を含む、中国への投資制限を検討しているとブルームバーグが報じたため、米国株式市場は金曜日に下落した。これは、紛争に資本移動を加えることで米中貿易戦争をエスカレートさせることになる。



実際に議論されているのは、中国以外の外国企業や米国企業が直面している開示要件を、中国企業が免除されている抜け道をふさぐことだ。この抜け道は、オバマ政権時代に米証券取引委員会（SEC）によって認められたと、チャイナ・ページブック・インターナショナルのリーランド・ミラー氏は言う。

ただ、貿易交渉のカードとしては使えても、中国企業を米国の資本市場から切り離すという考えは合理的とはいえない。ミラー氏は、中国政府が資金を提供できるからと指摘する。また、アジア・タイムズのコラムニストであるデービッド・P・ゴールドマン氏によれば、中国は1兆3000億ドルの対外純資産を保有しており、海外の資本を必要としていない。

それでも米国上場の中国企業の株価は下落した。上場投資信託（ETF）であるiシェアーズMSCIチャイナETF（MCHI）は2.2%下落し、アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集団、BABA）は5.2%下落した。上海と深センで取引されている銘柄に追随するXトラックーズ・ハーベストCSI 300チャイナAシェアETF（ASHR）でさえ1.3%下落した。ゴールドマン氏は、買いの好機とみている。

注目を浴びた新規株式公開（IPO）は不振が続いている。自宅で行えるフィットネス事業を展開するペロトン・インタラクティブ（PTON）の株価下落が株式市場全体を暗示している。S&P500指数は、1年前や2018

年 1 月からそれほど上昇しておらず、過去 12 カ月の上昇率は 1.64%で、債券の ETF である i シェアーズ 20 年超トレジャリー・ボンド ETF (TLT) の 21.39%上昇に後れを取っている。ただし株式市場が、赤字のユニコーン企業の投資家に儲かる出口を提供することを合理的に渋るのであれば、それはそれで良い兆候だ。



レポ取引が異常に注目された。税金支払い、財務省の借り入れ増加および来たる四半期末といった季節的要因に加えて、米連邦準備制度理事会 (FRB) のバランスシート縮小が相まって、クレジットに対する需要が増加してきた。FRB は市場へのレポ供給で対応しており、主に通貨と銀行の準備預金によって、債務拡大のペースに見合う形で資産を増やすだろう。これは単に貸借対照表における資産と債務の関係で、危機ではない。

政治面では、ニュースはトランプ大統領弾劾でもちきりだが、弾劾は実体経済やウォール街にいつも大きな影響がない。消費者信頼感は過去 12 カ月間高止まりしており、下院による弾劾調査も消費者心理にたいした影響を及ぼさない公算が大きい。

8 月の失業率は 3.7%で約 50 年ぶりの低水準にあり、最近の調査によると求人倍率は 1 倍を上回っている。一方で、雇用と労働時間の増加ペースは鈍っており、労働需要増加の勢い減速を示唆している。

バンクオブアメリカ・メリルリンチのエコノミストは、月間約 12 万 8000 人の非農業部門就業者数の増加が労働需給の均衡点であると試算しており、雇用成長がその均衡点まで鈍化しつつあると示唆される。10 月 4 日に発表される 9 月の雇用統計が、減速の始まりか否かを示唆する可能性がある。エコノミストの予想は 15 万人増で、8 月の 13 万人増を上回るが、過去 12 カ月平均の 17 万 3000 人を下回る。

バンクオブアメリカ・メリルリンチのエコノミストは、月間約 12 万 8000 人の非農業部門就業者数の増加が労働需給の均衡点であると試算しており、雇用成長がその均衡点まで鈍化しつつあると示唆される。10 月 4 日に発表される 9 月の雇用統計が、減速の始まりか否かを示唆する可能性がある。エコノミストの予想は 15 万人増で、8 月の 13 万人増を上回るが、過去 12 カ月平均の 17 万 3000 人を下回る。

■ 増加する年金債務

FRB のファイナンシャル・アカウントスには、良いニュースと悪いニュースがある。第 2 四半期の家計資産は 113 兆 5000 億ドルで過去最高に達した。一方で公的部門の様相は異なる。州および地方政府の年金債務は 8 兆 8000 億ドルで、積立率はわずか 52%だ。低金利は資産価格を押し上げたが、運用収入を減少させた。

スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) によると、州退職年金の平均想定リターンは 7.25%だが、ウィルシャー・トラスト・ユニバース・コンパリゾン・サービスによると、公的確定給付型年金基金の 6 月 30 日現在のリターンの中央値は 6.79%で、1 年前の 8.40%から低下している。

ムーディーズ・インベスターズ・サービスによると、公的年金のリターンを今後想定に近づけるためには、リスクが最も高い資産の組み入れを余儀なくされる。JP モルガンによる今後 10 年間の資本市場の予想によると、国内の投資適格社債のリターンは 4%強の一方、投資不適格の社債は 6%弱、米国の大型株は約 5%、マクロのヘッジファンドは 4%未満となっている。プライベート・エクイティと新興国株式のリターンは 8%超と予想されるが、リターンに応じてリスクも高くなる。

この予想は、既に 11 年目に入った強気相場の持続を前提にしているが、状況がいつ悪化するのだろうか、あるいは悪化したらどうなるのだろうか。紙幣を発行すれば済むという、大胆ながら簡単な解決策が提案されている。

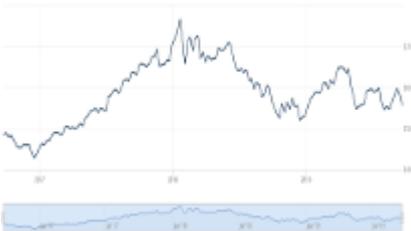
経済調査を提供するマクロメイブンズの経営者であるステファニー・ポムボイ氏は、景気後退入りした際に

は、FRB がバランスシートを拡大して資産バブル崩壊を修復することが不可避だと言う。コンベクシティ・メイブで情報を発信し、債券のボラティリティを示すムーブ指数の作成者でもあるハーレイ・バスマン氏も、同様の結論に達している。

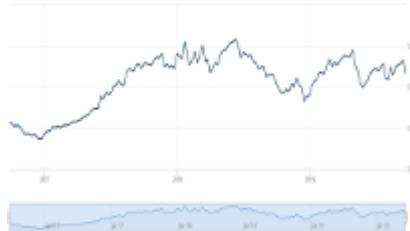
民主党の大統領候補者の 1 人であるアンドリュー・ヤン氏は、「貯蓄不足のベビーブーマーが退職年齢に達すると、現代貨幣理論 (MMT) 以外に、政治的に実行可能な手段はない」と語る。

この結果による投資への意味合いは、株式と債券からなる通常のポートフォリオから遠く離れたところにある。日本が金融政策の最も極端な実行国であるため、バスマン氏は、日経平均の小幅のアウト・オブ・ザ・マネーの 10 年のコール・オプションを買い、日経平均の大幅なアウト・オブ・ザ・マネーのプットを売るよう推奨する。ポムボイ氏は、紙幣発行が 2007~2008 年同様に金を指し示すと語る。当時、2011 年のピークにかけて金の価格は 140% 上昇しており、現在の価格に当てはめると 3500 ドルとなる。

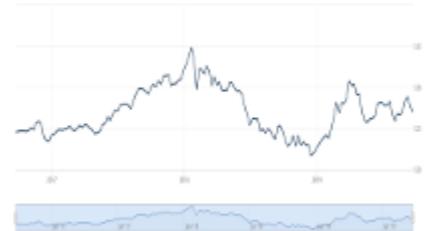
iShares MSCI China ETF (MCHI)



Alibaba Group Holding Ltd. ADR (BABA)



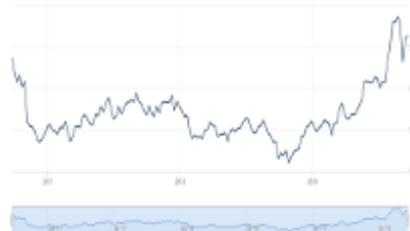
Xtrackers Harvest CSI 300 China A-Shares ETF (ASHR)



Peloton Interactive Inc. (PTON)



iShares 20+ Year Treasury Bond ETF (TLT)



チャートは 3 年 (PTON は 5 日)

By RANDALL W. FORSYTH
(Source: Dow Jones)

7. A Buying Opportunity in the IPO Carnage 陰る IPO 市場の中の光明 【ハイテク】 業務用メッセージアプリの Slack に注目、オフィスの生産性向上に不可欠な存在に

■ 2019 年の IPO 銘柄は軒並み下落

投資家の自信は壊れやすい。数カ月前までは誰もがハイテク企業の新規株式公開 (IPO) を待ち望んでいたようだった。ところが今や、投資家心理は逆方向に向かっている。

ライドシェア大手のリフト (LYFT) およびUber・テクノロジーズ (UBER) から写真共有サイトのピンタレスト (PINS)、ペット用品オンライン販売の Chewy (CHWY) に至るまで、2019 年に注目された IPO はいずれも打ちのめされる結果となった。これら

新規上場企業の株価は夏場の高値から平均で 30% 以上下落している。シェアオフィス大手ウィークの親会社であるウィーカンパニーの場合、未公開市場で 470 億ドルと評価された時価総額を半分以下に引き下げても上場株投資家の関心を引くことができず、IPO 延期に追い込まれた。



こうした現実にはリスクの再評価につながっている。投資家向け調査と IPO 銘柄の上場投資信託 (ETF) を提供するルネッサンス・キャピタルのキャサリン・スミス氏は、「未公開市場で過剰に評価され、あらゆる代償を払っても成長することを基本とするビジネスモデルにとって、IPO の窓は閉ざされている」と指摘する。

■ 業務の生産性向上に不可欠の存在となりつつあるスラック

とはいえ、明るい兆しもある。センチメント主導の株価下落は、長期的な成功を目指す銘柄に買いの好機をもたらすからだ。本誌が繰り返し述べてきたように、素晴らしい製品で顧客を喜ばせる企業に注目する投資家は見返りを受けている。

2019年に上場した企業でそうした期待に応えるのが、職場向けメッセージアプリ「スラック」を手掛けるスラック・テクノロジーズ (WORK) だ (同社はニューヨーク証券取引所に直接上場したため IPO の基準は満たしていない)。スラックは基本的に、企業のオフィス内で使用される電子メールを置き換えるツールであるが、それだけではない。やりとりされたメッセージと文書を蓄積し、簡単に共有できるようにする。スラックが企業のワークフローにいったん組み込まれると、それを置き換えることはほぼ不可能だ。このことは、同社の価格決定力の強さを示唆している。

ヘラー・ハウスのヘッジファンドマネジャーを務めるマルセロ・リマ氏はスラックに対して強気な見方をしており、その理由としてユーザーの関与の深さを挙げる。スラックによると、有料ユーザーが営業日にスラックに接続する時間は平均9時間で、活発に使用する時間はそのうち90分間だ。

投資家の主な懸念の対象は、マイクロソフト (MSFT) の比較可能なソフトウェア製品である Microsoft Teams との競合が激化していることだ。だが、ウィリアム・ブレアのアナリスト、バーバン・シュリ氏は、競合リスクは高くないと言う。同氏が顧客を対象に実施したチャンネルチェックによると、スラックの使用率は Teams を、両方のソフトウェアが共存している場合でさえ、大幅に上回っているからだ。同氏は、「Teams の機能はスラックに比べてかなり限定的だ」と指摘する。

同社は一部の IPO 企業と異なり、資金調達の問題に直面しておらず、手元現金は8億ドル弱にのぼる。今年度に約1億ドルを支出する見通しだが、それには直接上場に伴う費用である3000万ドルが含まれる。

■ 強気派アナリストは年率50~60%の増収を見込む

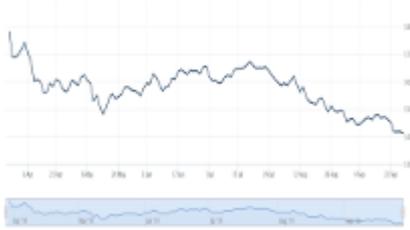
6月20日に直接上場した直後のスラックの株価は38.50ドルだったが、それ以降に43%下落し、直近では22.06ドルとなっている。直接上場は資金調達を伴わないため、インサイダーはロックアップ (取引制限) 条項による制約を受けない。だが、それによる売り圧力の大半は既になくなっている可能性が高い。

同社が9月初めに発表した上場後初めての四半期決算は予想を上回る内容だった。第2四半期 (5-7月期) の前年同期比増収率は58%となり、今では720社の顧客が年間10万ドル以上を支払っている。決算発表を受け、一部の投資家がより大幅な予想超過を見込んでいたために株価は下落した。だが、そうした見方が近視眼的であることが判明する可能性がある。

モルガン・スタンレーのアナリスト、キース・ワイス氏によると、生産性向上ソフトウェアに代金を支払っているユーザーは全世界で3億5000万人にのぼる。1ユーザー当たりの料金を約100ドルとすると、市場規模は年間350億ドルだ。スラックがその15%を獲得できるとすると、年間売上高は約50億ドルとなる。

この推定額が高過ぎるとしても、スラックの前には広大な事業機会が広がっている。シュリ氏は、「同社の事業は今後数年にわたり50~60%のペースで持続的に成長する可能性がある」とわれわれは考えている。妥当な株価売上高倍率を設定した場合、5年後の株価は現在の3倍を超えるだろう」と語る。

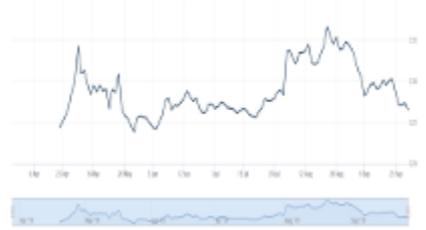
Lyft Inc. CIA (LYFT)



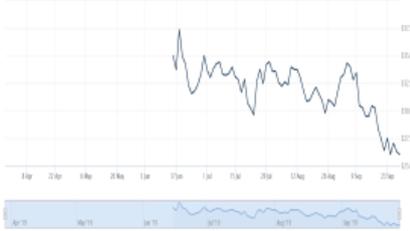
Uber Technologies Inc. (UBER)



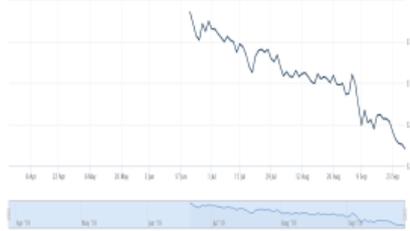
Pinterest Inc. (PINS)



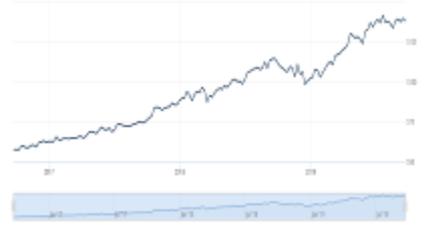
Chewy Inc. CIA (CHWY)



Slack Technologies Inc. (WORK)



Microsoft Corp. (MSFT)



チャートは6カ月 (MSFTは3年)

By TAE KIM
(Source: Dow Jones)

8. The Trader 株式市場は四半期末を前に2週連続で下落 【米国株式市場】
大統領弾劾のニュースは悪材料の一部でしかなく、長期的な影響は不透明

■ 弾劾調査開始と中国企業上場廃止のニュース市場で重視されるものが、必ずしも世間で重視されるとは限らない。

われわれが気になったものとして、最近のケーブルテレビでひっきりなしに流された話題を基準とするならば、トランプ大統領に対する弾劾調査の開始が挙げられる。市場もこの材料に反応して、ペロシ下院議長が弾劾調査を開始する計画だとのニュースが流れた先週火曜日には、S&P500指数が0.8%下落した。もっとも、その日は消費者信頼感指数が予想を下回って発表されたことを受けて、市場は既下落していた。



一方、金曜日の市場の反応はそれよりも大きかった。金曜日には、米国株式市場に上場している中国企業を上場廃止にする可能性があるとの報道があった。ダウ工業株30種平均 (NYダウ) は一時、前日比で1.1%安まで下落した。

CIBCプライベート・ウェルス・マネジメントで最高投資責任者 (CIO) を務めるデーブ・ドナベディアン氏は「ある種の資産への投資を制限することは、非常に直接的で明瞭な結果につながる。弾劾に関しては、実際にそこに至るまでは長い期間がかかり、結論はずっと不透明だ」と述べる。

結局、主要株価指数は2週連続の下落となった。NYダウは0.4%安の2万6820ドル25セントとなり、S&P500指数は1%下落して2961.79、ナスダック総合指数は2.2%安の7939.63で引けた。小型株のラッセル2000指数は2.5%下落して1520.48で週末を迎えた。

■ 過去の大統領弾劾の影響

弾劾のニュースはテレビのネタとしては有効だが、市場に対する影響は不透明だ。1974 年 2 月にニクソン元大統領に対する弾劾調査が始まってから同年 8 月に同大統領が辞任するまで、S&P500 指数は 13%下落した。しかし、1998 年のクリントン元大統領に対する弾劾から 1999 年に上院で無罪判決が出るまで、S&P500 指数は 28%上昇した。



明らかに弾劾以外のことが影響しており、それまでの市場動きそのものが重要な要因となっているようだ。ニクソン元大統領に対する弾劾プロセスが始まった時点で株式市場は既に下落しており、下落が継続したのだと、ウェリントン・シールズ・フランク・グレッツ氏は指摘する。クリントン元大統領の場合は、ロングターム・キャピタル・マネジメントの問題で下落に転じそうだったが、結局、上昇が続いた。グレッツ氏は結論として「弾劾は深刻に聞こえるが、他の材料と同様に、影響はその時点の市場の状況次第だ」とレポートに記している。

ニクソンの弾劾が明らかな弱気市場の間に始まり、クリントンの弾劾がインターネット・バブルの間に始まったのであれば、今後の株式市場の行方を占うのは運任せということになりそうだ。かなり長い間、実際に市場の動きは乏しく、今週の月曜日に終了する今四半期に S&P500 指数は 0.7%上昇しただけで、2018 年 1 月の高値からの上昇率も 3.1%にとどまっている。

楽観主義者であれば、過去数週間に出た若干の悪材料にもかかわらず S&P500 指数が過去最高値からわずか 2.1%低い水準にとどまっていることに気付いているかもしれない。悲観主義者であれば、S&P500 指数はチャート面で危惧される「ダブルトップ」を形成したばかりであり、再度上昇基調になる前に企業業績の伸びが確認される必要があると考えるだろう。

ジョン・ハンコック・インベストメント・マネジメントのストラテジストであるエミリー・ローランド氏は「最近、市場で力強い上昇はあまり見られておらず、企業業績というエンジンの作動を見る必要がある」と述べる。今週は住宅建設のレナー (LEN)、飲料大手のペプシコ (PEP)、大手小売りのコストコ・ホールセール (COST) などの決算発表があるが、本格的な業績発表シーズンは 10 月半ば以降となる。市場がそれまで様子見となる可能性は高そうだ。

■ ハイ・フリークエンシー・トレーディングが市場に及ぼす影響

市場がボラティリティに苦しむたびに、ハイ・フリークエンシー・トレーディング (超高速取引、HFT) に対する非難が持ち上がる。2018 年の最後の数カ月間の乱高下ではムニューシン財務長官が HFT に関する政府調査を求め、直近の 8 月の乱高下では、伝統的なディーラーのマーケットメーカーからの撤退が株式取引の流動性を傷めたとの声の一部にあった。

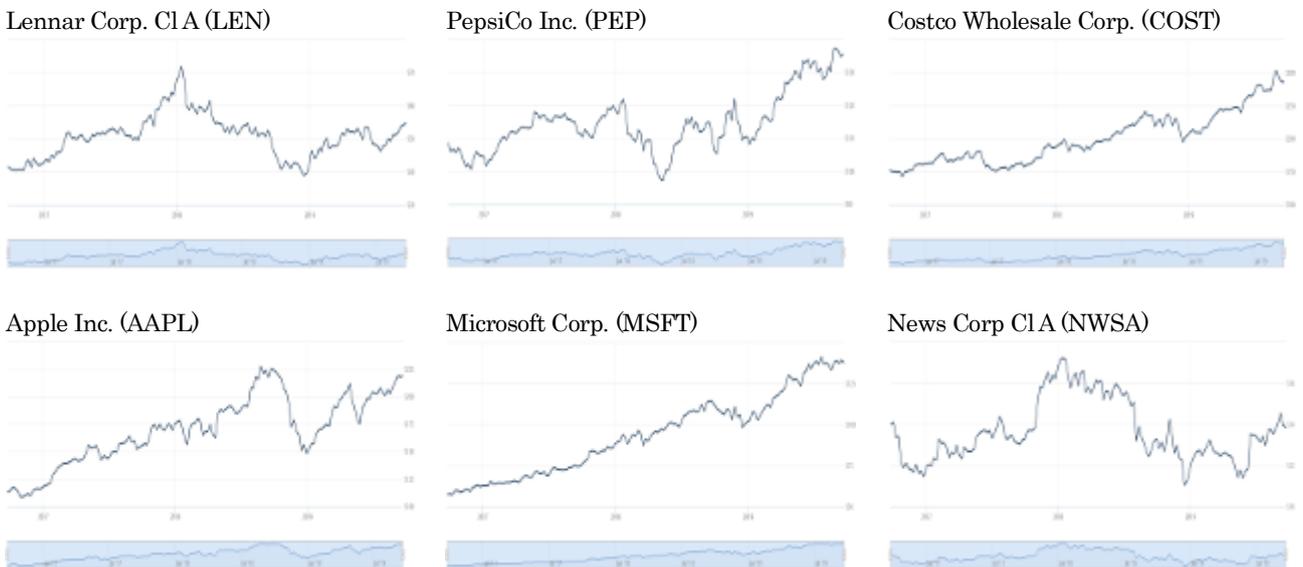
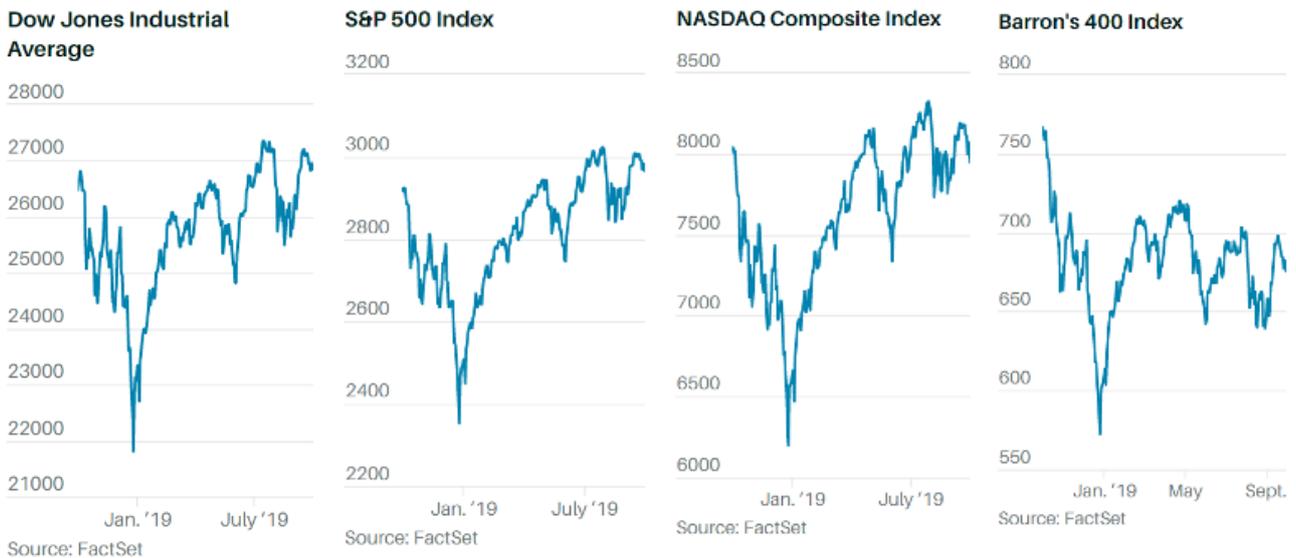
シタデル・セキュリティーズはヘッジファンドマネジャーが立ち上げたマーケットメーカーで、HFT のデータに詳しい。最新の調査で同社は、HFT のトレーダーが取引所の流動性を低下させ、市場のムードを急変させたとの指摘は当たらないとの結論を示した。同社で市場分析部門の責任者を務めるグレッグ・バーマン氏は、株式市場の構造はアルゴリズム取引、電子マーケットメーカー、および新たな投資商品の台頭によって変化したものの、「流動性の量は基本的に一定のままだ」と述べる。

シタデルは自社のコンピューターの強大な能力を使い、S&P500 指数とラッセル 2000 指数に採用されている全ての株式の 10 秒ごとの注文状況を、2011 年半ば以降の米国の 13 取引所について調べた。結論として、流動的な市場では注文が株価に大きな影響を与えずに、売買が可能なが分かった。これまでの研究のほとんどでは、注文状況の表面部分しか調べられていなかったが、今回のシタデルの調査では、注文状況の奥深くまで調べており、スプレッドがわずかに広がっただけで、数百万ドル相当の大量の注文も執行されることが分かった。また、100 万~1000 万ドルの注文であれば、上記の 2 指数の採用銘柄はボラティリティが上昇している局面でもスプレッドは安定していたことが分かった。ただし、1 億ドル相当の巨額

の場合はボラティリティの急上昇時にスプレッドが変化することが分かったものの、長期的な流動性の状況は同じだった。

また、今回の調査ではアップル (AAPL) やマイクロソフト (MSFT) などの大型株や、バロンズの親会社であるニュース・コープ (NWS) などの相対的に小さな銘柄を含む 6 銘柄について、流動性の推移を検証した。他の調査の結論と同様に、コンピューター化されたマーケットメーカーの時代のスプレッドは、個人投資家や機関投資家による小規模取引のコスト削減につながったことになる。大口注文の場合は小口注文ほどにはスプレッドは縮小しなかったものの、100 万~1000 万ドルの取引の場合でも以前よりはスプレッドは縮小し、1 億ドル程度だとボラティリティ水準によって変化したものの、長期的には以前と変わらなかった。

ニュース・コープなどの相対的に小型の銘柄のスプレッドに関して、特筆すべき出来事があった。それは、2016 年後半に議会が小型株のスプレッドを広くさせ、マーケットメーカーの参加を促すという実験をした時に起きた。議会の思惑は外れて流動性は悪化し、実験が終了するまでトレーダーに高いコストを強いる結果となった。結論は「政治家に市場のルールを決めさせると流動性が悪化する」というものだった。



チャートは3年

By BEN LEVISOHN and BILL ALPERT
(Source: Dow Jones)

9. Too Many Stocks Are Living in Cash Burn Alley 黒字化予想が鍵 【株式市場展望】

収益性への道は、キャッシュバーン裏通りと隣り合わせ

■ 健全な懐疑論

ウォール街では、常識に近い健全な懐疑論の事例が出てきた。この疑問が片付くまでは、株式購入者はフリーキャッシュを生み出さない企業、特にキャッシュバーンの予想が悪化している企業に注意を払うべきである。その理由は、いわゆる収益性への道を歩んでいはずの企業が、最近大きな株価下落の事態に陥っているからだ。



最新の事例はエクササイズバイクメーカーのペロトン・インタラクティブ (PTON) で、26日の新規株式公開 (IPO) では、買い手は火傷を負ったと感じさせられた。

同日の終値は11%安だった。IPO 銘柄だけではない。電気自動車メーカーのテスラ (TSLA) は2010年から株式を公開しているが、安定したフリーキャッシュを生み出しておらず、株価は今年に入って27%下落している。

アマゾン・ドット・コム (AMZN) や動画配信大手のネットフリックス (NFLX) のように、投資家に利益をもたらしてきた赤字企業はどうだろうか。実際アマゾンは15年以上にわたってフリーキャッシュを生み出している。その金額は爆発的に増加しており、今年は前年比50超増の300億ドルを突破する可能性がある。2023年までと大胆に推測してきた一部のアナリストのコンセンサスは900億ドルである。

ネットフリックスはその逆の例だ。今年は34億ドル、来年は25億ドルの手持ち資金の減少が予想されており、これで5年間のキャッシュの流出総額は120億ドルを超えることになる。そして、フリーキャッシュフローの予想は下方修正され続けている。同社は昨年時点では、2021年までにフリーキャッシュフローがプラスに転じると予想されていたが、今年のアナリスト予想によれば、プラスに転じるのは2022年とみられる。株価は長期的には驚異的な伸びを示している。しかし、2018年夏に400ドルを優に超えていた株価は、その後263ドルにまで落ち込んでいる。

■ 流れは変わった

業績のファンダメンタルズはそれほど重要ではないはずだった。4月になって再び金利が低下し、ビットコインが活気づいたとき、筆者はナンセンスへの逃避を予言し、トレンドに乗った会社のIPOに備えて、この分野でのブレインストーミングを始めた。しかし、市場のムードは変わった。配車サービス大手のウーバー・テクノロジーズ (UBER) の最近の株価は31ドルで、5月のIPO価格45ドルから下落している。シェアオフィスのウィーカンパニーは、評価額の下落のために先週IPOを延期したばかりだが、既に長髪の最高経営責任者 (CEO) を短髪CEOに入れ替え、経費管理を優先事項にしている。

■ 黒字化予想が鍵

ゴールドマン・サックスによれば、今年取引件数から判断すると、まだIPOバブルではないが、上場して未だに利益を上げていない企業の割合に関しては、ドットコム・バブルのレベルに近いという。同社は9月初め、25年間で4000件以上のIPOを分析し、どのような特性が見事なリターンにつながるかという疑問に答えを出そうとした。好調な売り上げの伸びも重要だったが、上場後3年以内に黒字化を達成というのも重要だったのだ。3年以内に利益を上げていない企業の中で、5年後に利益を上げた企業はほとんどない。誰もが口にする「収益性への道」は、のんびり歩くにはいい場所のようだが、名前を変える必要があるかもしれない。つまり、キャッシュバーンの裏通りと考えてほしい。必要以上に多くの時間を過ごしたいと思うような場所ではない。

一方、メッセージアプリ「スナップチャット」を運営するスナップ (SNAP) は、手元のキャッシュを減らしているが、今年の株価が急上昇している企業として際立っている。なぜだろう？業績予想の修正が鍵かも知れない。1年前には、2022年までフリーキャッシュを生み出すことは期待されていなかった。しかし現在、アナリストらは2021年としており、また、来年のキャッシュバーンレートも十分に小さく、フリーキャッシュフローが2020年にプラスに転じる可能性もあるとみている。先週、グッゲンハイム証券は同銘柄に対する投資判断を引き上げた。

■ キャッシュバーンの裏通りには近づくな

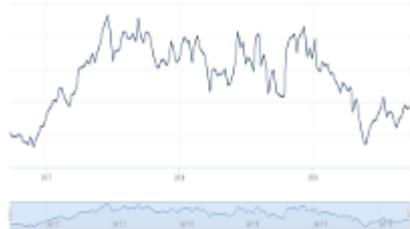
予想の修正は、聞きなれない技術を備え、うわさになっている企業に関して、限定的ながら情報を与えてくれる。ビジネスチャットツールを手掛けるスラック・テクノロジーズ (WORK) については、コラボレーション、メッセージング、ワークフロー最適化には電子メールよりも優れていると、職場の一部の人たちが言っている。そういうのは好きではないので、筆者は利用をまだ控えている。スラックのファンの間では利用が減少しているようには見えない。しかし、まだメールも依然として広く使われている。

最終的にはスラックをもっと詳しく見てみるつもりだが、今のところ、同社の株価は6月の最初の取引から40%下がり、IPOの基準価格を下回っている。もしかすると、これは買い場なのかもしれない。しかし、初期の予想では、会社は次の会計年度にフリーキャッシュを生み出すと言われていたが、今ではその次の年と言われていたことも筆者は知っている。この株に興味を持つのは、そのトレンドが反転してからにしたい。筆者は完全に最適化されたワークフローを持っていないかも知れないが、キャッシュバーンの裏通りに近づかないようにはしている。

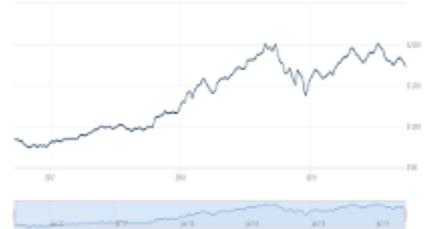
Peloton Interactive Inc. (PTON)



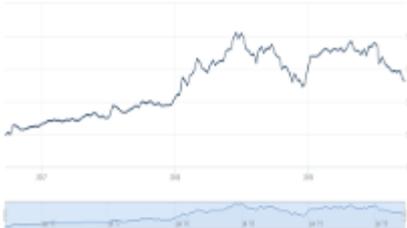
Tesla Inc. (TSLA)



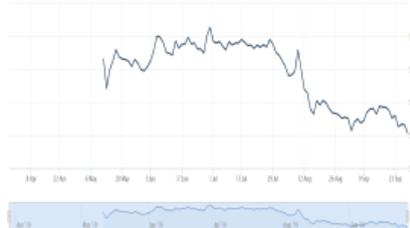
Amazon.com Inc. (AMZN)



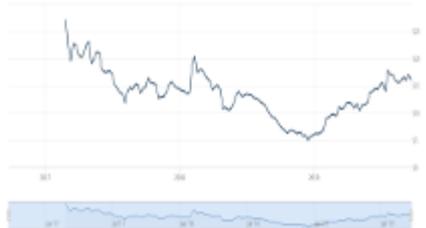
Netflix Inc. (NFLX)



Uber Technologies Inc. (UBER)



Snap Inc. (SNAP)



Slack Technologies Inc. (WORK)



チャートは3年(PTONは5日、UBER、WORKは6カ月)

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定

【経済関連スケジュール】

テスラの第3四半期販売台数の発表が注目される

■ 第3四半期の販売台数発表で、株価が大きく動く可能性も

電気自動車（EV）メーカーのテスラ（TSLA）は、強気・弱気どちらの投資家にも強い関心を持たれている。考えられるあらゆる理由で、いかなる時にも急激な動きをしかねない。今週、また大きな動きが起こる可能性がある。

同社は通常、四半期が終了した直後に前期の販売台数と生産台数を発表している。発表の日程は事前に知らされないが、30日は第3四半期の最終日である。



テスラは通常、モデルごとの販売台数を発表するため、それによって利益がほぼ明らかになる。ウォール街は販売台数について、第2四半期の9万5386台をやや上回る9万8000台と予想している。電動輸送を積極的にカバーするニュース・サイトのエレクトレックが9月26日に報道したところでは、イーロン・マスク最高経営責任者（CEO）は社内の電子メールで、納車台数10万台を「狙う」と発言したそうだが、テスラは本誌のコメント要請には応じていない。ファクトセットが集計した予想レンジは8万9000台～10万8000台と、予想利益のレンジと比べると狭くなっている。

ウォール街のコンセンサス予想は1株当たり42セントの赤字だ。ところが、1株当たり1ドル以上の赤字と予想するアナリストもいれば、黒字を予想する者もいる。マスク氏は、テスラは第3四半期にブレイクイーブン（損益分岐点）に達し、第4四半期に黒字化すると語っている。にもかかわらず株価は、7月24日に行われた前回の業績発表前から8.7%下落している。

第3四半期の予想は既に過去のものと考えられているかもしれない。バーンスタインのアナリスト、トニー・サッコナギ氏は24日、「テスラの粗利益率、および同社が実行可能な経済モデルを有しているかについては、引き続き重要な疑問だ。近い将来、投資家が確かな答えを得るかは分からない」と記している。

■ 今週の予定

9月30日（月）

- ・ 9月シカゴ購買部協会景気指数（シカゴ PMI）発表。予想は8月とほぼ同水準の50。6月と7月は好不況の分かれ目となる50を下回っていた。
- ・ ダラス連銀が9月のテキサス州製造業景況指数を発表。コンセンサスは2.1（8月は2.7）。

10月1日（火）

- ・ スパイス・メーカーのマコーミック（MKC）が第3四半期決算を発表。
- ・ オーストラリア準備銀行が政策金利発表。先物市場は50%以上の確率で、政策金利であるオフィシャル・キャッシュレートを現行の1%から0.75%に引き下げると見込む。
- ・ 米商務省が8月の建設支出を発表。季節調整済み年率換算で0.4%増の1兆2900億ドルとなる見込み。

10月2日（水）

- ・ 冷凍食品メーカー持ち株会社のラム・ウェストン・ホールディングス（LW）、住宅建設会社大手レナー（LEN）、給与計算代行業者のペイチェックス（PAYX）が四半期決算を発表。
- ・ 自動車大手フォード・モーター（F）が第3四半期の米国内売上を発表。
- ・ 製薬大手イーライリリー（LLY）が、同社のがん治療薬に関してアップデートを行うウェブキャストを実施。

- ・ 大手家庭用品メーカーのクロックス (CLX) が、2019年のアナリスト向け説明会をウェブキャストで開催。新しい企業戦略について説明される。
- ・ 給与計算代行大手オートマテック・データ・プロセッシング (ADP) が9月民間雇用者数を発表。15万人増と予想される (8月は19万5000人増)。

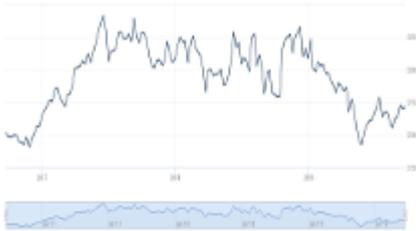
10月3日 (木)

- ・ 酒類大手コンステレーション・ブランズ (STZ)、会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール (COST)、飲料・食品大手のペプシコ (PEP) が、決算発表コンファレンスコールを開催。
- ・ コンピューター機器メーカーHP インク (HPQ) がカリフォルニア州パロアルトで証券アナリストミーティングを開催。
- ・ 事業・財務管理ソリューションを提供するインテュイット (INTU) がカリフォルニア州マウンテンビューで年次投資家向け説明会を開催。
- ・ 9月のサプライ管理協会 (ISM) 非製造業景況指数発表。コンセンサスは55.3 (8月は56.4)。ISM 製造業景況指数は8月に好・不況の分かれ目となる50を下回ったが、非製造業景況指数は今年に入り50を上回り続けている。

10月4日 (金)

- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB) は首都ワシントンでイベントを開催。パウエル議長がシンポジウムで発言予定。

Tesla Inc. (TSLA)



チャートは3年

By DAVID MARINO-NACHISON
(Source: Dow Jones)

2019年 特集記事年間予定表

Special News Reports

January

7 Fund Quarterly
14 ETF Feature
21 Barron's Roundtable Pt. I
28 Barron's Roundtable Pt. II

February

4 ETF Feature
11 Top 100 Sustainable Companies
25 Best Online Brokers

March

4 ETF Feature
7 Top 1,200 Advisors
11 Best Fund Families
18 Roundtable Energy
25 Retirement Quarterly
25 Penta

April

1 ETF Feature
8 Fund Quarterly
15 Big Money Poll
22 Top 100 Financial Advisors
29 Best Performing Hedge Funds

May

6 ETF Feature
13 Roundtable: Biotech Investing
20 Income Investing
27 Technology
30 Top CEOs

June

3 ETF Feature
10 Retirement Quarterly
17 Top 100 Women Financial Advisors
24 Penta
30 Sustainable Investing

July

1 ETF Feature
8 Fund Quarterly
15 Midyear Barron's Roundtable
22 Top Annuities
29 Ranking Robo Advisors

August

5 ETF Feature
19 Technology

September

2 ETF Feature
9 Retirement Quarterly
16 Top Independent Financial Advisors
23 Penta

October

7 Fund Quarterly
14 ETF Feature
21 Big Money Poll

November

4 ETF Feature
11 Technology

December

2 ETF Feature
9 Retirement Quarterly
16 Penta
23 Outlook: Where to Invest in 2020

**THIS WEEK'S MAGAZINE**

COVER

1. The Future of Biotech: Our Roundtable Experts Pick 15 Promising Stocks

As medical breakthroughs lead to revolutionary cures, the future looks bright for patients—and patient investors.

FEATURE

Biotech Funds Are a Belt-And-Suspenders Play On a Volatile Industry

Investors have fled biotech funds in recent years, but it might be time for some bargain hunting. Five funds to consider

FEATURE

2. The Easy Ride Is Over for the IPO Market

Many high-profile stock debuts have disappointed in 2019. The good news is that investors have become more discriminating.

FEATURE

3. American Airlines Shares Could Be Ready to Climb

The overhead bins are full on American's crowded flights, but the bargain bin beckons investors willing to take on some risk.

FEATURE

Samsung and Other Asian Companies Will Profit From Electric-Car Demand. Will Investors Get on Board?

Investors can bet on Asia's lead in electric-vehicle technology. Betting on the battery producers is trickier.

FEATURE

4. Dividends vs. Buybacks: How to Read a Stock's Yield Signals

Dividend yields and buyback yields are both tied to returning capital to shareholders, but their focus is different. "Buybacks support stock prices, but dividends put cash in my pocket and pay my rent," says one analyst.

Q&A

5. Chipotle CEO Brian Niccol on a Winning App, Food Safety, and Letting Your Burrito Sit

Anyone who harbored concerns about Brian Niccol's stewardship of Chipotle Mexican Grill has likely abandoned them: The stock is up 89% in 2019.

FINANCIALS

Wells Fargo's Overhaul Is Set to Begin Under New CEO. Buy Its Stock Now.

Investing in systems while cutting expenses is among the challenges facing the longtime banking executive. But patience for investors should pay.

THE ECONOMY

How to Fix Germany's Ailing Economy

The contraction of Germany's export markets presents the country with a valuable opportunity to overhaul its economic model by having Germans spend more on themselves.

MUTUAL FUND PROFILE

How a Market-Beating Small-Cap Fund Finds Killer Companies

John Malooly, manager of Wasatch Ultra Growth, explains how he has beaten his benchmark by more than seven percentage points a year over the past five years.

EUROPEAN TRADER

How Cartier's Parent Is Losing Some of Its Sparkle

Due to its product mix and exposure to Asia, Richemont is likely to suffer more than most from disruption in Hong Kong and depreciation of the Chinese yuan.

UP AND DOWN WALL STREET

6. Phantom Fears Take a Toll on Stocks

UP AND DOWN WALL STREET

6. How to Solve the Public Pension Crisis

TECHNOLOGY TRADER

7. A Buying Opportunity in the IPO Wreckage

THE TRADER

8. The Dow Drops 115 Points as Impeachment Looms

THE TRADER

8. Don't Blame Market Makers for Volatility, a New Study Says

STRIKING PRICE

How to Bet on a Bounce in Netflix Stock

CURRENT YIELD

Jim Grant: Trouble Ahead for Investors in Austria's 100-Year Bonds

STREETWISE

9. Too Many Stocks Are Living in Cash Burn Alley

COMMODITIES CORNER

Silver, Nickel Outshine Gold to Score Biggest Commodities Gains Since June

FUNDS

Will the SEC's New ETF Rule Benefit Investors?

REVIEW

Google Maps, Waze, Are Buried Treasure for Alphabet

PREVIEW

10. Buckle Up, Tesla Stockholders

MAILBAG

Letters to Barron's

13D FILINGS

Beacon Roofing, Sunrun, Marchex, and Other 13D Filings

MARKET WATCH

Treasury Yields, Safety Sectors, and the Dollar in Volatile Times

RESEARCH REPORTS

Link to Amazon Could Boost Semtech Shares

『バロンズ拾い読み』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

監修

時事通信社

編集人

川田 重信 (かわた しげのぶ)

大和証券入社後 1986 年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー (現 UBS) 証券を経て 2000 年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学 MBA。

バロンズ拾い読み 主要作成者の略歴 (五十音順)

内田 薫 (うちだ かおる)

大和証券グループでロンドン、マニラなどの海外勤務を含め、アナリスト活動を中心に国内外の調査業務に従事。2009 年より翻訳活動。東京工業大学機械工学科卒。日本証券アナリスト協会検定会員。

西田 万里子 (にしだ まりこ)

旧東京銀行 (三菱 UFJ 銀行) にて外国送金業務に従事した後、フリーランス通訳・翻訳に転向。現在同志社大学講師を兼務。神戸大学教育学部教育心理学科卒。英国リーズ大学国際学修士、ペンシルベニア州立テンプル大学 MBA。

西村 嘉洋 (にしむら よしひろ)

プロクター&ギャンブルのファイナンス・IT 部門で長らくマネジャーを務め、欧州、米国、アジア各国で勤務経験がある。京都大学大学院 情報工学 情報工学科修士、ロンドン大学大学院 金融経済学修士。

『バロンズ拾い読み』 (2019年9月30日号)

発行 : Dow Jones & Company, Inc

監修・配信 : 時事通信社

製作 : エグゼトラスト

お問い合わせ先 (法人・個人の購読契約者様)

記事内容に関すること : info@exetrust.co.jp

ご契約・システムに関すること : barrons@grp.jiji.co.jp

(※ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください。)

- ※ 当誌は、時事通信社が Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。
- ※ 当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。当誌はダウ・ジョーンズ社が信頼できると判断した資料およびデータ等に基づき作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。
- ※ 図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます