

# バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/01/05

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIMI PRESS



DOW JONES

- 1. 困難な市場で利回りを追求 - Where to Find Yield in Challenging Markets** [インカム投資]  
2020年に高利回りを期待できる投資対象 P.2
- 2. ハイテク企業への「ただ乗り」は終わりが近い - Tech Companies Gave Consumers Great Bargains. That Free Ride Is About to End.** [ハイテク]  
黒字化のために値上げを余儀なくされるか P.6
- 3. 新規株式公開 (IPO) の代わりに直接上場が増えていく理由 - Why More IPOs Will Be Replaced by Direct Listings.** [IPO]  
従来のIPOと直接上場の違い P.9
- 4. 調整のきっかけ待っていた株式市場 - The Dow Was Waiting for a Reason to Drop** [米国株式市場]  
テクニカル指標からも下落のきっかけを探していたもよう P.11
- 5. 独立系証券会社LPL - How Brokers Like LPL Use Commissions and Fees to Profit** [フィーチャー]  
LPLのビジネスから、独立系証券会社の儲けの仕組みを知る P.13
- 6. ETFの繰上償還は概して業界だけでなく投資家にとっても良い - ETF Closures Are Good For the Industry—and Usually Investors** [ETF]  
ETFの繰上償還は増加傾向。繰上償還に伴う問題に投資家はいかに対処すべきか。 P.15
- 7. 投資アドバイザーは「独立系」であっても利益相反があり得る。 - Independent Advisors Can Still Have Conflicts of Interest.** [投資顧問]  
ブローカーディーラーを兼営する独立系投資アドバイザーには利益相反の恐れあり P.18
- 8. FRBは再度の株式バブルを構築しつつあるのか? - Is the Fed Building Another Stock Bubble?** [コラム]  
最近の流動性供給と1999年の類似性 P.21
- 9. 2020年に上昇が期待されるインターネット銘柄とは? - Why These Internet Stocks Can Take Off in 2020** [ハイテク]  
二人のアナリストが目指す銘柄は、アルファベット、ウーバー、ジンガ P.23
- 10. ドラッグストア大手の決算発表 - Walgreens Trailed the Dow in 2019 and Needs Help in 2020** [フィーチャー]  
ウォルグリーン・ブーツ・アライアンス：2020年に向けた課題 P.25

※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 © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

# 1. 困難な市場で利回りを追求 - Where to Find Yield in Challenging Markets

[インカム投資]

2020年に高利回りを期待できる投資対象

## ■ インカム投資対象を選好順に紹介

株価と債券価格の世界的な上昇を受けて、インカム投資の機会は1年前よりも減った。しかし、利回りを追求できる投資対象はまだ残っている。さらに、市場の変動が大きくなった場合、インカムの存在は望ましい。本誌は毎年、インカム投資対象の評価を行っており、8回目となる今回は12のセクターを評価した。以下、2020年の選好順に紹介する。



Illustration by Sarah Wilson-Austensen

## ■ パイプライン運営会社

投資家が化石燃料関連の投資に冷淡なため、エネルギーパイプラインの運営会社はインカム投資の世界では例外的な存在である。配当利回りは株式市場全体で最も高い部類（5～9%）に入り、人気復活すれば値上がりの可能性もある。

各銘柄の株価と配当利回りは、業界リーダーのエンタープライズ・プロダクツ・パートナーズ<EPD>が28ドルと6.2%、キンダー・モルガン<KMI>が21ドルと4.7%である。最も人気がないエネルギー・トランスファー<ET>は12ドルと約9%だ。上場投資証券（ETN）のJPモルガン・アリアン・インデックスMLP<AMJ>の分配金利回りは8%である。

トータス・キャピタル・アドバイザーズのポートフォリオマネジャーであるロブ・サンメル氏は、「米国はエネルギーインフラを必要としており、世界のエネルギー需要は伸び続ける見込みだ。このセクターは過小評価されている」と語る。

## ■ 海外の高配当株

海外株は米国株よりも配当利回りが高い。これは過去10年の米国株のアウトパフォームに加え、海外では自社株買いよりも配当が重視されることを反映している。ドルが下落し、海外市場がS&P500指数をアウトパフォームすれば、海外株は大きな勝者となる可能性がある。

エネルギーセクターでは、欧州最大級の石油企業であるロイヤル・ダッチ・シェル<RDS.B>とBP<BP>が優れている。株価はそれぞれ61ドルと39ドルで、配当利回りは共に6%を超え、配当は安定している。通信セクターではチャイナ・モバイル（中国移動）<CHL>（株価41ドル、配当利回り4%）や、欧州の業界リーダーであるボーダフォン・グループ<VOD>（19ドル、5%）が魅力的だ。ドイツ・テレコム<DTGEGY>（16ドル、4%）はTモバイルUS<TMUS>の重要な支配持分を有する。

欧州の製薬会社のパフォーマンスは昨年、米国の同業他社を上回った。このセクターの企業はノバルティス<NVS>（95ドル、3%）やグラクソ・スミスクライン<GSK>（47ドル、4%）などがある。上場投資信託（ETF）ではiシェアーズ・コアEAFEMSCI<IEFA>（65ドル、3.2%）、iシェアーズ・コアMSCIエマージング・マーケット<IEMG>（54ドル、3.3%）、バンガードFTSEヨーロッパ<VGK>（58ドル、3.3%）が挙げられる。

## ■ 米国の高配当株

株価は記録的な水準にあるが、高配当株を集めればS&P500指数（配当利回り1.8%）の約2倍の配当利回りを達成できる。石油大手のエクソンモービル<XOM>（70ドル、5%）とシェブロン<CVX>（120ドル、4%）、製薬大手のファイザー<PFE>（39ドル、約4%）、クルーズ大手カーニバル<CCL>（50ドル、3.9%）、宅配・航空貨物大手ユナイテッド・パーセル・サービス<UPS>（117ドル、3.3%）などがある。

コロンビア・フレキシブル・キャピタル・インカム・ファンド<CFIAX>のマネジャーであるデービッド・キング氏は、食品大手ゼネラル・ミルズ<GIS>（53ドル、3.7%）を選好する。同社は債務削減を進めており、2017年以来となる増配の可能性がある。同氏は石油精製会社のバレーロ・エナジー<VLO>（93ドル、3.8%）も好んでいる。

配当に重点を置いたETFは多数存在しており、パフォーマンスがトップクラスのバンガード配当グロース・ファンド<VDIGX>、配当利回り3%のバンガード米国高配当株式<VYM>、長年の増配実績がある企業に投資するプロシエアーズS&P500配当貴族<NOBL>などが挙げられる。

### ■ 不動産投資信託（REIT）

REITの代表的なETFであり、広範囲に投資するバンガード不動産ETF<VNQ>の2019年のリターンは29%（配当込み）で、S&P500指数のリターンにほぼ匹敵する。JPモルガンのREITアナリストは、増配とファンズ・フロム・オペレーション（FFO）の増加により、2020年のREIT銘柄のトータルリターンが8~9%になると予想している。ネガティブな材料は、REITのバリュエーションが2020年予想FFOの20倍という過去最高に近い水準に達していることだ。

産業施設REITは際立った成績を上げ、中でも倉庫REITのプロロジス<PLD>は50%上昇した。商業施設REITはREITの中で最低の成績となり、サイモン・プロパティ・グループ<SPG>は11%、トープマン・センターズは<TCO>は32%下落した。配当利回りはサイモンが5.7%、トープマンが9%であるのに対して、プロロジスがわずか2.4%、バンガード不動産ETFが3.4%である。

投資家は現在、アバロンベイ・コミュニティーズ<AVB>やエクイティ・レジデンシャル<EQR>などのアパートREITを選好している（共に配当利回りは3%）。ニューヨークのオフィスREITであるボルネード・リアルティ・トラスト<VNO>とSLグリーン・リアルティ<SLG>は、マンハッタンのオフィス供給や古いビルの高額な改修費をめぐる懸念によって逆張り銘柄となっている。両社の配当利回りは4%である。

### ■ 米国の通信会社

通信セクターの企業は配当利回りの高さでバリュエーションの低さを併せ持っている。ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>の株価は約61ドル、2019年の上昇率は10%未満で、配当利回りは4%で安定している。AT&T<T>は、2019年初めのバリュエーションが極めて低かったことや、アクティビスト（物言う株主）のエリオット・マネジメントの圧力によって37%上昇の39ドルとなり、傑出したリターンを上げた。同社の配当利回りは5%を超える。2020年予想株価収益率（PER）はベライゾンが12倍、AT&Tが11倍で、両社ともに市場全体の18倍に比べて割安である。

### ■ 転換社債

転換社債は、株式と債券の特徴を併せ持ったハイブリッド型の金融商品。株式のように値上がり益を狙えるだけでなく、債券のように値下がりリスクを抑制できる。2019年にはSPDRブルームバーグ・パークレイズ転換社債ETF<CWV>が22%のリターンを上げた。転換社債には主に2種類が存在する。満期日が固定されている従来型の債券と、株式の代わりとなる強制転換社債である。

従来型の転換社債は値下がりリスクの抑制機能が強い。電気自動車大手テスラ<TSLA>の転換社債は、年央に株価が落ち込んだ時よく持ちこたえた。借入れコストが2%未満になるため、ハイテク企業とバイオテクノロジー企業が転換社債を主に発行している。

電力会社の強制転換社債は通常、3年満期で普通株よりも利回りが高い。ただし、上値余地は株式よりも小さい。発行者としては、DTEエナジー<DTE>（クーポン利回り6.25%、2022年満期）やアメリカン・エレクトリック・パワー<AEP>（6.125%、2022年）が挙げられる。

## ■ ジャンク債

2019年のジャンク債は過去10年で最高クラスの成績を上げ、ブルームバーグ・バークレイズ米国ハイイールド社債インデックスのリターンは14%に達した。ジャンク債の平均利回りは2019年初の8%から現在はわずか5.1%まで低下しており、2020年のリターンは低調となる可能性がある。

リーマン・リビアン・フリドソン・アドバイザーズのマーティ・フリドソン最高投資責任者（CIO）は、米国債利回りが若干上昇し、ジャンク債と米国債の利回りスプレッドがほとんど変化しないという想定に基づき、2020年のトータルリターンが約3.5%になり得ると語る。

バンガード・ハイイールド・コーポレート・ファンド<VWEHX>は2019年に約16%上昇し、ほとんどの競合ファンドをアウトパフォームした。この分野の2大ETFは、分配金利回り4.3%のiシェアーズiBoxxハイイールド社債<HYG>と同5%のSPDRブルームバーグ・バークレイズ・ハイイールド債<JNK>である。

エネルギー会社のジャンク債は、普通株よりもリスクが高い代わりに利回りも高い。発行者としてはサウスウエスタン・エナジー<SWN>（クーポン利回り7.5%、2026年満期）、レンジ・リソース<RRC>（4.875%、2025年）、ダイヤモンド・オフショア・ドリリング<DO>（4.875%、2043年）が挙げられる。

## ■ 非課税地方債

地方債市場は不安定になりつつある。地方債ファンドは2019年に6~11%のリターンを記録したが、現在の低金利環境では2020年も同様のパフォーマンスを上げるのは難しいだろう。

現在、トリプルA格付の10年物地方債の絶対利回りは1.4%で、同じ年限の米国債利回りの約78%に相当し、近年の平均である約85%よりも低い。多くの地方債の利回りは、現在の米国のインフレ率である2%を下回る。最大のファンドであるバンガード中期非課税型ファンド<VWIUX>の過去12カ月分配金利回りは2.7%、最大のETFであるiシェアーズ国内地方債<MUB>の分配金利回りは2.4%となっている。

ハイイールド地方債は、利回りを追求する投資家に人気である。この需要に応じて、ヌビーンはクローズドエンド型ファンドのヌビーン・ミュニシパル・クレジット・オポチュニティーズ<NMCO>を設定した。同ファンドの分配金利回りは5%である。地方債クローズドエンド型ファンドは2019年に20%以上のトータルリターンを上げており、もはや割安ではない。

## ■ 課税地方債

2018年に施行された改正税法によって、州や地方自治体が非課税債券の借り換えを行う能力が制限され、課税地方債が好況となった。総発行額は2019年に700億ドルに迫り、今年は1000億ドルに達する可能性がある。これは過去10年の大部分の年平均額300億ドルを上回る。課税地方債のメリッ

トの一つは、発行者の州では通常、非課税となることだ（ただし、連邦所得税は課税対象）。州によっては所得税率が10%以上になることを踏まえれば相当な利点である。

このセクターに注目したクローズドエンド型ファンドとしては、ブラックロック課税地方債トラスト<BBN>、ヌビーン・タクサブル・ミュニシパル・インカム・ファンド<NBB>（分配金利回りは共に5%超）が挙げられる。他の投資対象としてはインベスコ課税地方債ETF<BAB>（約3.7%）がある。

## ■ 電力会社

多くのプロ投資家は割高で低成長の電力会社を軽視してきた。しかし、このセクターの代表的なファンドであるユーティリティ・セレクト・セクターSPDR ETF<XLU>は、過去10年で11.6%の年率トータルリターンを上げている。

それでも、同ファンドが2019年に25%上昇し、配当利回りが3.1%へと低下した後では、電力会社への投資を支持する強い根拠を探すのは難しい。大手4社（ドミニオン・エナジー<D>、サザン<SO>、デューク・エナジー<DUK>、アメリカン・エレクトリック・パワー<AEP>）の2020年予想PERは平均20倍で、市場に対してプレミアムとなっている。

強気派の論拠としては、公益企業はディフェンシブであり、今後数年にわたって1桁台半ばの利益成長を達成できるという見方がある。

## ■ 優先株

2019年の堅調な上昇の後では、優先株の魅力は乏しいように見える。iシェアーズ優先株式&インカム証券ETF<PFF>の年間リターンは配当込みで16%だった。現在の配当利回りは約5%だ。最大の発行者は銀行で、JPモルガン・チェース<JPM>、モルガン・スタンレー<MS>、バンク・オブ・アメリカ<BAC>による一部の優先株の配当利回りは5%を下回る。

30年物米国債利回りの2.3%に比べると十分に高いが、リスクもある。優先株は通常、無期限（永久優先株）である一方、金利が低下した場合は発行者が5年以内に額面価額で償還できる。これは下値余地が大きく、上値余地が限られることを意味する。

優先株に注目したクローズドエンド型ファンドには、ヌビーン・プリファード・インカム・オポチュニティ・ファンド<JPC>やジョン・ハンコック・プリファード・インカム・ファンド<HPI>などがある。これらのファンドは昨年、30%以上のリターンを上げており、現在は割高にみえる。

## ■ 米国債

米国債の最も優れた点はそのディフェンシブな価値にある。しかし、米国債利回りはごくわずかだ。3カ月財務省短期証券（Tビル）は1.5%、30年物米国債でも2.3%にとどまる。10年物と30年物のブレイクイーブン・インフレ率が約1.8%で、現在のインフレ率の2%を下回っているため、インフレ指数連動債（TIPS）は米国債の代わりとなる。短期債と長期債のスプレッドが小さいことを踏まえ、短期債への投資を続けると良い結果になる可能性がある。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

## 2.

ハイテク企業への「ただ乗り」は終わりが近い - Tech Companies Gave Consumers Great Bargains. That Free Ride Is About to End.  
黒字化のために値上げを余儀なくされるか

[ハイテク]

### ■ 収益性が注目され、画期的なサービスに対する見方も厳しく



Illustration by Peter Ryan

2000年に、1時間以内の配送をうたい文句とするコズモ・ドット・コム（Cosmo.com）のサービスは驚きだったが、赤字にもかかわらず2億5000万ドルの資金調達に成功したのはまさに魔法のようだった。しかしインターネットバブルの崩壊とともに予定されていた新規株式公開（IPO）はキャンセルされ、同社は2001年4月に解散した。当時、アマゾン・ドット・コム（AMZN）やソフトバンクグループ（9984）がコズモ・ドット・コムに出資していた。

それから20年が過ぎ、コズモ・ドット・コムのような企業が多額の資金を集め、消費者を喜ばせている。新たなサービスの料金は、元となるサービスよりも安い。配車サービスのウーバー・テクノロジー（UBER）やリフト（LYFT）の料金はタクシーよりも安く、動画配信大手のネットフリックス（NFLX）の1カ月の料金は映画1回分よりも安い。アマゾン・ドット・コムは、毎日がバーゲンのような価格を設定している。そして、アマゾン・ドット・コムやソフトバンクグループはそれら新興企業の費用を依然肩代わりしている。

しかし、現在われわれは、コズモ・ドット・コムの危険な側面の再来にも直面している。オフィスシェアのウィーワークはIPOに失敗し、企業の収益性が突然注目されたことでベンチャー・キャピタルは旺盛な投資意欲を抑制することを強いられた。投資家は選別色の強まった市場の痛みを感じ始めており、次は消費者の番だ。テクノロジーと寛容なプライベート・キャピタルが可能にしたただ乗りは終わりが近づいている。ライドシェアから料理宅配までの全てにおいて恐らく状況が変わるだろう。

2010年代の大半において、投資家はスタートアップ企業に数十億ドルを注ぎ込み、成功を規模で判断してきた。利益は二の次だったが、そのような時代は二度と訪れないのではないかと投資家は感じ始めている。

まず、ユニコーン企業のIPO後の株価不振がある。ウーバー・テクノロジーやソーシャル・ネットワーキング・サービス（SNS）のピンタレスト（PINS）の株価は、夏場の高値と比較して30%以上下落した。ビジネス向けメッセージングサービス大手の Slack（WORK）の上場後の株価も期待外れだった。

ウィーワークのIPO失敗が転機となった。同社は、上場前には470億ドルと評価されたこともあったが、目論見書に記載された損失の詳細と経営陣の困惑するような経営判断によって投資家は、インターネットバブルの教訓を突然思い起こした。

マラソン・パートナーズ・エクイティ・マネジメントのマリオ・シベリ氏は、「ウィーワークの一連の出来事によって、しばらく存在しなかった規律が市場にもたらされた。多くの非公開企業が視野に入れている出口の機会が、基本的に消滅した」と語る。

キニコス・アソシエーツの創業者で、ショートで有名なジム・チェイノス氏はソフトバンクグループを非難し、「ソフトバンクグループは、この件の主導的な役割を果たしたが、ビジネスモデルの検証のために十分な時間をかけなかった」と語る。ソフトバンクグループは11月の投資家説明会でウィークアップについて、キャッシュフローに注目し、黒字化を目標にすべきと指示している、と述べた。チェイノス氏は、「ソフトバンクが解決策を見いだすのが少し遅過ぎた」と語る。

センチメントの変化は非公開市場も襲った。ダウ・ジョーンズ・ベンチャーソースによると、スタートアップ企業が第3四半期にベンチャー・キャピタルから調達した新規資金は275億ドルで、前期比17%減少し、過去2年近くの最低となった。

### ■ 赤字が許容されずに、サービス料金上昇

一部のスタートアップ企業は新たな環境で生き残れず、事業を確立した企業は値上げを強いられるだろう。今後を予想するにあたってはインターネットテレビが好例となる。仮想ケーブルテレビ・バンドルや仮想放送事業者（MVPD：マルチチャンネル・ビデオ・プログラム・ディストリビューター）が約3年前に登場し、多チャンネルのケーブルテレビを解約した人々に対して、ケーブルテレビと比較して非常に安価なテレビ放送をインターネット経由で提供した。各社の月額料金は30～40ドルだった。

しかし、その状態は長続きしなかった。モフェットネイサンソンのクレイグ・モフェット氏は、仮想事業者の前提が誤っており、コンテンツ事業のコスト構造が重しになった、と指摘する。同氏は、コンテンツ費用だけで、加入者当たりコストは30ドルを上回ると述べる。インターネットテレビ会社は赤字拡大に直面して、ケーブルテレビ加入者がそもそも解約した水準までの料金値上げを余儀なくされ、加入者の増加も停滞した。ソニー<6758>はプレイステーション・ヴェューのサービスを終了すると発表し、AT&T<T>はAT&T TV Nowの料金を35ドルから65ドルへ値上げすると発表した。

モフェット氏は、「どの企業も当初は、市場シェアを獲得して、コンテンツに対する価格交渉力を得て、値上げによっていずれは黒字化すると期待していたが、そのどれもが理にかなっていなかった」と語る。同氏は、他の市場でも仮想ケーブルテレビの状況が繰り返される可能性があると考えている。

配車サービス、料理宅配、映像ストリーミングで今後予想されることを以下にまとめた。

### ■ 配車サービス

ウーバーやリフトといった配車サービス会社の株価が低迷しているために、今年は一連の値上げを予想すべきだし、実際に上昇している。カナコード・ジェニユイティによると、リフトとウーバーの運賃は5月から平均で6%上昇している。パークレイズは、価格弾力性が低いことをレポートしており、渋滞によって料金が23%上昇するときでも、利用者数の減少はわずか10%だ。

これらは、状況が既に変化していることを示す強いシグナルである。リフトの最高財務責任者（CFO）は前回の決算発表コンファレンスコールで、市場の合理性が高まっており、運賃が前年比で上昇している、と述べた。さらに7-9月期の利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）マージンはマイナス13%で、前年同期比32%ポイント改善している。

料金については、リレーショナル・インベスターズに8年の勤務経験があるアクティビスト投資家のマイク・プアングマライ氏は、現在25ドルの距離が30ドルになっても驚かないと語る。

## ■ 料理宅配

ウーバーが赤字を容認しているために、料理宅配業界全体が混乱している。資金力のあるドアダッシュ、ウーバー・イーツ、グラブハブ<GRUB>、ポストメイツの4社が主導権を争っており、赤字が拡大している。ウーバー・イーツの7-9月期の赤字は3億ドルを超え、前年同期比で約70%拡大した。グラブハブの株価は、利益ガイダンスが市場予想を大幅に下回ったために10月末に43%暴落した。業界のアナリストは、ドアダッシュとポストメイツは赤字で、上場も困難だろうと考えている。

グラブハブをショートしているチェイノス氏は、料理宅配企業が、手数料引き下げを要求するレストランの圧力に直面していると考えている。さらに、クーポンや販促が減少すると予想しており、値上げは配達量の減少につながると考えている。

グラブハブを保有しているシベリ氏は、各社が割引を縮小して、事業を建て直さなければならないと予想する。「ウーバー・イーツ、ポストメイツおよびドアダッシュは、損益均衡状態を目指さなければならない。業界再編の可能性は高く、最終的には2社寡占体制になるだろう」と語る。同氏は、生き残った企業の値上げが可能となり、グラブハブの株価に恩恵をもたらすと予想する。

強気派も弱気派も、現状が持続不可能なことで意見が一致している。シベリ氏は、低採算事業を追い求めるために資金調達能力を利用する非上場企業が今後、最大の障害に直面すると述べる。

11月のモルガン・スタンレーの消費者調査によると、利用者の58%が、料理宅配で販促などが重要な役割を果たしていると回答し、一つのプラットフォームだけを利用すると答えたのはわずか36%だった。収益性の観点ではファストフードが特に問題だ。モルガン・スタンレーは、ファストフードの注文の3分の2が7ドル未満であると推定する。ファストフードに典型的な10ドルの注文では配達コストが5ドルで、手数料差し引き後では配達会社は3.80ドルの赤字になると同社は述べている。しかし、消費者は配達料金の上昇を容認しない公算が大きい。

## ■ ビデオ・ストリーミング

ハイテクおよびメディア企業の財力に余裕があるため、インターネット上のビデオ・ストリーミングではただ乗りがしばらく続く可能性がある。これら企業は投資家に対して、コンテンツ充実のために赤字が数年続くことを予想するように伝えている。例えばAT&Tは、HBOマックスが2025年に黒字化するまでに、累積赤字が40億ドルを超えると予想している。

ウォルト・ディズニー<DIS>は11月にストリーミングのディズニープラスを開始して、1カ月の料金をネットフリックスの標準プランを45%下回る7ドルに設定した。同社は、7500話のテレビシリーズと500本の映画をそろえる予定で、2024年までは黒字化しないと投資家に伝えている。

AT&T傘下のワーナーメディアは10月に、5月から始まるHBOマックスの詳細を発表した。1万時間相当のコンテンツをそろえる予定で、コンテンツが2倍になるにもかかわらず、料金は現在のHBO（スタンダード）と同額の月額14.99ドルに設定した。

カウエンは、ネットフリックスとアマゾン・ドット・コムが2019年に、コンテンツのために150億ドルと80億ドルを費やすと推定している。また、アップルTVプラス（月額4.99ドル）を最近開始したアップル（AAPL）は、今後2年間に年間60億ドルを費やすと、カウエンは考えている。

カウエンのアナリストであるジョン・ブラックレッジ氏は、「競争激化によって、価格環境は過去5年間と比べて悪化している」と語る。実際、ネットフリックスは一部の市場で、新規加入者向

けの低価格サービスを検討している可能性があるほか、インドではモバイル限定の低価格プランも試している。

Netflixにとっての問題は、ストリーミング・サービスのコストが上昇傾向にあることだ。同社経営陣は直近の決算発表コンファレンスコールで、人気の高いテレビ番組のコストが、複数社入札の場合には1年前と比べて30%上昇したと認めている。Netflixの株価に対する強気のシナリオは一貫して料金値上げの可能性だったが、ストリーミングにおける新たな選択肢は同社の価格決定力を確実に制限している。

Netflixの株価は過去1年間で乱高下し、2019年年間では21%上昇したものの、主要株価指数をアンダーパフォームした。株主は、今後数年間もさらなる乱高下と、さえない相対パフォーマンスを予想すべきだ。

市場で長らく好まれてきた同社をめぐる今後の不透明感は、ウォール街の新たな動向を物語っている。消費者は喜んだとしても、それが投資家の幸せにはもはやつながらない。ユニコーン企業が成長するにつれて、それら企業はますますケーブルテレビ会社のように見えてくる。「夢のような話というのは、おそらく本当に夢なのだ」とモフェット氏は述べる。

By Tae Kim  
(Source: Dow Jones)

### 3. 新規株式公開（IPO）の代わりに直接上場が増えていく理由 - Why More

[IPO]

IPOs Will Be Replaced by Direct Listings.  
従来のIPOと直接上場の違い

#### ■ 新規株式公開における新しい流れ

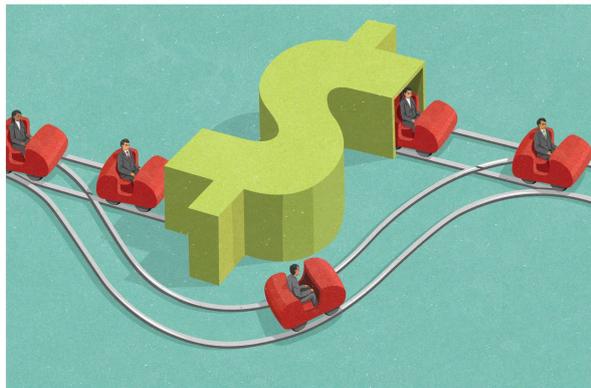


Illustration by John Holcroft

大手企業の新規株式公開（IPO）が期待外れに終わったり、シェアオフィスのウィワークの取りやめがあったものの、IPO市場はここ数年おおむね安定している。現在、投資家にとってより多くの新規株式を意味するような変化が起こりつつあるかもしれない。

直接上場による株式公開は、音楽ストリーミングサービスのスポティファイ・テクノロジー<SPOT>と、ビジネスプラットフォーム運営の Slack・テクノロジーズ<WORK>によって復活した。今年は他の非上場企業もこれに続くと思

想されており、その中には民泊予約サイトのエアビーアンドビーも含まれる。

#### ■ 従来のIPOと直接上場の違い

従来のIPOでは、上場予定企業は投資銀行を引受会社として選定する。引受会社は上場予定企業とともに機関投資家向けのロードショーを行い、株式の需要を測定する。引受会社は、上場予定企業から一定数の株式を購入し、選択した投資家に分配する。既存株主の中には、株式の一部をIPOで売却可能な者もいる。新たに売却される株式は、翌日に取引所で取引が開始される。従業員や初期

投資家のようなインサイダーは、株式を売却する前に、通常6カ月間のロックアップの対象となる。

一方で、直接上場においては、今のところ新株は発行されない。既存株主が唯一の株式供給源であり、ロックアップ期間はない。投資銀行はアドバイザーとして雇われるが、株式の売却は支援しない。アドバイザーは、取引所と協議して、非公開市場での取引状況や外部機関の評価に基づいて、直接上場の参考価格を設定する。しかしIPO価格とは異なり、参考価格では実際には取引されない。翌朝に買い手と売り手が注文を出し、ニューヨーク証券取引所の指定マーケットメーカーが注文板の作成を開始し、株式の初値の範囲の気配値を投資家に示す。ナスダック市場では、このプロセスは自動化されている。注文が入ってくると、マーケットメーカーが調整して取引レンジを狭めていき、アドバイザーが必要と供給の接点に到達したと判断する。

### ■ 直接上場のメリットとデメリット

「投資家の信頼に影響を与える可能性があるため、株式を適切な価格で公開し、激しく揺れ動くような価格での公開はしない」とニューヨーク証券取引所の副会長兼最高商務責任者のジョン・タトル氏は言う。2018年4月2日のスポティファイの参考価格は132ドルで、初値は165.9ドルとなった。スラックでは7月19日の参考価格は26ドル、そして初値は38.5ドルとなった。直接上場の支持者らによると、企業の価値を決定するために市場のダイナミクスを導入することで、透明性と価格設定が向上すると言う。

ニューヨーク証券取引所が提案している大きな変更は、直接上場の一環として、企業が自社株を売却できるようにすることだ。「株式は初日に一回だけ一つの価格で売らなければならない。異なる価格で何日も何週間もかけて、小出しにすることはできない」とタトル氏は言う。デービス・ポークの資本市場グループのパートナーであるマーセル・ファウステン氏は、これは、新株発行の希薄化効果を事前に知りたいと考える潜在的な投資家向けに関連してのことだと言う。

従来のIPOでは、何株がいくらで売却されるかが事前に分かっている。しかし、直接上場の場合は、株式の取引が始まる午前中に注文が来るまで、初値はわからない。「取引開始とともに売るというのは、ちょっと難しいだろう。初値がどうなるか事前にわからない中で、株数や価格レンジに関する証券取引委員会の仕組みがどのように機能するのかわからない」とファウステン氏は言う。

「直接上場の仕組みを通じて、企業が上場する機会を増やすことは良いことだ。一つならず承認されることを願っている」と、クーリーズ・グローバル・キャピタル・マーケッツ・プラクティスの共同会長であるデービッド・ペインシップ氏は言っている。

By Nicholas Jasinski  
(Source: Dow Jones)

## 4. 調整のきっかけ待っていた株式市場 - The Dow Was Waiting for a Reason to Drop

テクニカル指標からも下落のきっかけを探していたもよう

[米国株式市場]

### ■ イランの司令官殺害の報道で下落



Photograph by Spencer Platt/Getty Images

株式市場の下落には様々な理由があるが、今回は米国がイラン革命防衛隊コッズ部隊のソレイマニ司令官を空爆で殺害したことが理由となった。この下落を受けて、株式市場は前週末から値下がりです引けた。

週半ばまでは高安まちまちで、1月2日に大幅に上昇した時は新年が威勢よく始まったように感じられた。しかし米国による司令官殺害の報道が広がると、それまでの上昇分はかき消された。結局ダウ工業株30種平均（NYダウ）は前週末と比較して10ドル38セントとわずかに（0.04%）下落し

て、2万8634ドル88セントで引けた。S&P500指数は同様に0.2%下落して3234.85となったが、ハイテク株の比重が高いナスダック総合指数は0.2%高の9020.77となった。小型株のラッセル2000指数は0.5%安の1660.87で週末を迎えた。

投資家が中東の動向を懸念するのは当然だ。イランは司令官殺害に対応して何らかの反撃を行うのはほぼ確実で、中東の混迷がさらに深まることになりそうだ。市場はこれに反応しており、原油価格はリスクプレミアムの上乗せを反映して先週金曜日に3%超の上昇となった。投資家の安全志向から金価格は2.3%高の1トロイオンス当たり1549.20ドルとなったほか、米国の10年国債利回りは0.093%ポイント低下して1.787%となった。

これらは当然の反応だろう。双方の利益に反すると思われることから本格的な戦争になることはありそうにないものの、イラン側は国民の愛国心を喚起する方法で対応したいと考えていると、ドイツ銀行のストラテジストであるアラン・ラスキン氏は書いている。ペルシャ湾や他の地域での原油の供給が混乱することを意味しており、「現在の市場は、司令官殺害に対する最初の反応を適切に価格に織り込んでいるように見える（だけだ）」と同氏は説明している。

### ■ テクニカル指標での警戒感

ただし、空爆が行われる前でも株式市場は何らかの事件の発生を待っているように感じられた。S&P500指数は2019年の最後の2カ月で8.5%上昇し、2020年はそこから始まることになってきたからだ。市場のバリュエーションは予想利益に対する株価収益率（PER）が18.2倍の水準にあり、異常事態に対して備える余裕がない状態だった。CIBCプライベート・ウェルス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）であるデーブ・ドナベディアン氏は「司令官殺害の報道でなければ、別の要因で株価は下落したと思われ、この段階で上昇一服となるのは健全な相場だ」と述べる。

高値警戒感を示すシグナルはあった。サンダイアル・キャピタル・リサーチの社長であるジェーン・ゴファート氏は、オプションの投機指標（オプショントレーダーが上昇と下落のどちらに賭けているのかを示す指標）は、トレーダーが弱気よりも強気の戦略を30%選好していることを示していたと指摘する。同氏によると、この指標はインターネットバブルが崩壊する前の2000年と同じ水準にあり、この水準に達したのは2000年以降で14回あるという。その後にS&P500指数が下落する

ことは多く、2週間後に下落している確率は40%で下落率の中央値は1.1%、1年後に下落している確率は58%で下落率の中央値は4.5%だという。

ゴファート氏は「2010年以降のリターンは2000年よりも（当然）優れていたものの、それほど大きなものではなく、反落局面で短期的な利益が消失する傾向にあった。今回のことは警告になっている」と指摘する。

赤信号になり得る指標がもう一つある。S&P500指数が0.8%上昇した木曜日では一部の銘柄だけが市場をけん引しており、値上がり銘柄に偏りが見られた点だ。アップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、フェイスブック<FB>およびアルファベット<GOOGL>の5銘柄だけでS&P500指数の約17%を占めているが、これらの銘柄が市場全体の2倍以上の上昇率となった。

結果として木曜日にS&P500指数の「等加重指数」の上昇率は0.3%にとどまり、通常の時価総額加重のS&P500指数との一日のパフォーマンスの差は2017年以降で最も大きかったと、ベイ・クレスト・パートナーズでチーフ・マーケット・テクニカルアナリストを務めるジョナサン・クリンスキー氏は書いている。

この点には十分注意を要するようだ。

## ■ レナー株は割安

今週の水曜日に住宅建築大手のレナー<LEN>が決算発表を予定しているが、同社株は割安で今後の展開が期待される。前回の決算発表は10月2日で、決算発表直後に株価は上昇したものの10月末から下落基調となり、2019年の最後の3カ月は、市場全体が8.7%上昇する中で1.6%の下落だった。しかし、住宅ローン金利の低下と住宅建築業者や消費者の信頼感の強さを考えると、レナー株は割安だと思われる。



Photograph by Joe Raedle/Getty Images

フレディマック（連邦住宅貸付抵当公社、FRE）によると、米連邦準備制度理事会（FRB）の昨年の利下げを受けて住宅ローン金利は2018年末の4.55%から2019年末は3.724%に低下した。金利低下を受けて昨年11月の新築住宅販売件数は年率換算71万9000件と過去6カ月間で5回目の70万件を超えて、これほどの売れ行きを示したのは2007年以降で初めてだ。好調な販売を受けて住宅建設業者の信頼感も大きく上昇している。全米住宅建設業者協会／ウェルズ・ファーゴ住宅市場指数は昨年12月に76となり、2018年12月の56から大きく上昇して1999年以降で最高水準となった。

それでもレナーが好業績を発表するとは期待されていない。2019年第4四半期の売上高の伸びは0.6%にとどまり、1株当たり利益は22%減の1.90ドルとなる見通しだ。ただし2020年は増益に戻ると期待されており、ウェドブッシュのアナリストであるジェイ・マッキャンレス氏は、2020年は8.9%増益になるとみている。最近の株価を考えると、発表された業績が市場予想を上回るか、それと同じでも上昇が期待できそうだ。

ファミリー向け新築戸建て住宅のサイズの中央値は2009年以降に低下しているが、レナーがこの規模の住宅に注力している点も強みだ。S&Pコアロジック・ケース・シラー住宅価格指数によると、同社が注力している中堅クラスの住宅価格はニューヨークやアトランタなどの高級住宅よりも上昇している。レナーの事業の40%がこうした住宅で、同社経営陣もこの傾向が2020年も続くと考えており、マッキャンレス氏は市場がこの点を織り込んでおらず、割安だと指摘する。

レナー株は過去12カ月では43%上昇しているが、今後12カ月の予想利益に対するPERは9.3倍で市場全体の18.4倍を大きく下回る水準であり、S&P500指数に含まれるNVR<NVR>、DRホートン<DHI>、パルトグループ<PHM>といった他の住宅建設銘柄と比較しても割安である。組み入れ銘柄として一考の価値があると思われる。

By Ben Levisohn  
(Source: Dow Jones)

## 5. 独立系証券会社LPL - How Brokers Like LPL Use Commissions and Fees to Profit

[フィーチャー]

LPLのビジネスから、独立系証券会社の儲けの仕組みを知る

### ■ LPLから独立系証券会社ビジネスの仕組みを知る



Photograph by Fox Photos/Getty Images

独立系証券会社最大手のLPLファイナンシャル・ホールディングス<LPLA>のビジネスを見れば、独立系証券会社のビジネスが理解できるだろう。同社の手法はクライアントやアドバイザーに受け入れられ、株価はここ5年間に平均で年率20%上昇し、S&P500指数を9.5%ポイントアウトパフォーマンスしている。アドバイザーと証券業務での預かり資産は、2016年末の5090億ドルから2019年第3四半期には7190億ドルとなった。アドバイザーは1万6349名いるが、そのほとんどは独立した契約業者（インディペンデント・コントラクター）である。

同社の開示資料には、さまざまな利益相反があることがはっきり示されているが、そこから同社が収益を上げる仕組みが説明できる。他のブローカー・ディーラーもLPLと同様の仕組みを持っており、彼らがどのようにコミッションやフィー、その他の収益源から利益を上げているかについても理解できるだろう。

LPLでは、コミッションによる収益とアドバイザー・フィーによる収益はほぼ等しく、合わせて2019年9月までの9カ月間で約28億ドルとなっている。加えて「その他」資産に関わる収益3億8000万ドルがある。

同社は、キャッシュスイープ口座は、顧客よりも同社に利益をもたらしていることを明らかにしている。現在、多くの証券会社のスイープ口座の資金運用先は、マネー・マーケット・ファンド（MMF）ではなくなっている。LPLは昨年、スイープ口座の資金運用先をMMFから、それよりも利率の低い銀行預金に移し、銀行からフィーを受け取ることにした。同様に、同業のイー・トレー

ド・ファイナンシャル<ETFC>、チャールズ・シュワブ<SCHW>、TDアメリトレード・ホールディング<AMTD>、さらにバンク・オブ・アメリカのディスカウント証券部門であるメリル・エッジなども、スイープ口座の資金運用先をMMFから移している。

### ■ 利益相反はあるが違法ではない

LPLの開示資料からは、同社の営業手法の多くに利益相反があることが分かる。たとえば不動産投資信託（REIT）やヘッジファンド、プライベート・エクイティなどのオルタナティブ投資に関して、LPLはスポンサーから「マーケティング・フィー」を受け取っているが、同社の資料によると、これは同社やアドバイザーにとってオルタナティブ投資関連商品を薦めるインセンティブとなっているという。一方、同社で商品およびプラットフォーム・マネジメントのエグゼクティブ・バイスプレジデントを務めるロブ・ペットマン氏は「当社ではオルタナティブ投資に関して、ミューチュアルファンドよりも厳しいデューデリジェンス手続きを定めている」と述べる。

保険商品もLPLに大きな収益をもたらしている。同社によると、2018年の保険商品による収益は約11億ドルに上る。同社と関連保険代理店は、初年度保険料の4%から140%をコミッションとして受け取り、毎年1%~25%の「トレール・コミッション」を受け取っている。アドバイザーは、販売金額に応じて「継続」あるいは「更新」ボーナスを受け取ることがある。LPLは「これらの支払いを受け取り」、新規に加入したアドバイザーと「分配する」こともあるとしている。顧客が保険契約を継続すれば、同社に儲けが出ることになる。同社の2018年の保険商品からのトレール・コミッション収益は6億2700万ドルであり、コミッション収益の合計19億ドルの3分の1近くとなっている。

LPLは顧客への融資における利益相反も明らかにしている。家のリフォームや大学資金などで現金がいる場合には、資産の一部を売却する必要が出てくることもある。ところがLPLには、顧客が金融資産を担保として融資を受けるよう薦めるインセンティブがある。同社の開示資料によると、LPLは有担保ローンの貸付残高の0.75%を受け取っているという。さらに同社はバンコープ<TBBK>、ゴールドマン・サックス<GS>、トライステート・キャピタル・ホールディングス<TSC>と融資に関する契約を結んでいる。同社にこれらの銀行との取引関係があることにより、顧客は「最も有利な融資条件を交渉する」ことができない可能性がある、としている。

### ■ コンプライアンスや管理体制の強化

アドバイザーへの融資があることでも、利益相反が起こる可能性がある。ブローカー・ディーラーは、アドバイザーに返済免除条件付き融資をすることがよくある。証券取引委員会（SEC）が最近行なった調査によれば、こういった融資は必ずしも公表されていない。さらにSECは、「融資条件は、投資の意思決定プロセスに過度に影響を与えている可能性がある」としている。LPLは、アドバイザーの「将来的にコミッションを生み出す能力」などをもとに、「リクルーティング・ローン（採用の際、決められた期間の在籍やパフォーマンスの達成を条件として行われる）やコミッションの前払いなど」を行っていると述べる。2018年のアニュアルレポートによると、LPLのアドバイザーへの返済免除条件付き融資額は2億3300万ドルに上る。ちなみに2017年末は1億6000万ドルだった。

これらの手法はいずれも違法ではない。実際、業界では当たり前のこととなっている。もし規制を逃れる企業があれば罰金の支払いが求められ、そうした慣行は縮小あるいは廃止される。LPLは2011年以降、ずさんな管理や年金等の複雑な商品の販売に対し、数百万ドルに上る罰金の支払いを公表している。マネジング・ディレクター兼ディビジョナル・プレジデントのリッチ・シュタインマイアー氏は、同社はコンプライアンスおよび管理プロセスに「相当の投資」を行なったとし、

「当社が作り上げたコンプライアンスや管理体制は非常に確かなものだ」と述べている。

By Daren Fonda  
(Source: Dow Jones)

## 6. ETFの繰上償還は概して業界だけでなく投資家にとっても良い - ETF

[ETF]

Closures Are Good For the Industry—and Usually Investors

ETFの繰上償還は増加傾向。繰上償還に伴う問題に投資家はいかに対処すべきか。

### ■ インベスコは2020年に42本のETFを繰上償還する予定



インベスコ<IVZ>は2020年に42本の上場投資信託（ETF）を繰上償還すると12月に発表した。2019年には既に19本を繰上償還したばかりだ。過去10年間に業界全体で約1000本のETFが繰上償還されている。業界には2402本のETF（4兆3000億ドル）が存在するが、運用資産額の約65%がブラックロック<BLK>とバンガード・グループの2社が提供するETFで、ステート・ストリート<STT>、インベスコ、チャールズ・シュワブ<SCHW>を加えた5社で運用資産の約90%を占め、ETF業界の25%の資産はこれら5社の10

本のETFが保有しているなど、極端な集中化がみられる。

ETF業界は競争が厳しく、既存の大手が品ぞろえを増やそうとする中で新規参入会社がシェアを奪おうと競い合っており、新たなETFが頻繁に登場する一方で同じペースで繰り上げ償還されている。過去10年を振り返ると、最初の3年の繰上償還は年平均58本だったが、直近3年では年平均136本だった。また、繰上償還までの期間が短くなっている。ETFドット・コム（ETF.com）の設立者のデーブ・ナディグ氏の言葉を借りると、「ファンドはつぶれる上、ますます早くつぶれるようになった」。繰上償還されるファンドは訴求力が限定的で、十分な投資を獲得できていない。ナッシュビル地域ETFやウィスキーETFなどがこの例で、このようなファンドの資産は1400万ドル以下だ。

投資調査会社CFRMのETF・ミューチュアルファンド調査責任者のトッド・ローゼンブルース氏は、「一般的にファンドが立ち行くに十分な資産額は5000万ドルだが、明確なルールがあるわけではない」と述べているが、設定後数年以内に資産総額が5000万ドルに達しないことが繰上償還を決める基準になる傾向がある。

ETFのいわばいここにあたる上場投資証券（ETN）はまた別の理由で急な繰上償還に至ることがある。ETNは基本的には社債に似た債務証券で、投資家の資金を原資として先物やデリバティブに投資している場合が多く、時に厄介な事態に陥る。2018年にはボラティリティ指数に投資していた複数のETNが株式市場急落に伴うボラティリティの急上昇で繰上償還に追い込まれた。

インベスコのETFの繰上償還にはまた別の理由がある。同社は2018年にグッゲンハイムのETFを、2019年にはオープンハイマーのETFを買取したが、その結果同種ファンドの重複が増えたせいもある。そのため設定後10年以上のファンドや5000万ドル以上のファンドも繰上償還対象外とは

なりにくくなっている。また、ナディグ氏によると、4年前は1本の繰上償還に対し新規ファンドは約2本設定されていたが、現在は1本の繰上償還に対して新規設定は1.5本程度になっている。しかし、「資産もなく出来高もゼロのゾンビファンドは望ましくないため、ファンドの繰上償還はむしろ望ましい」と同氏は述べる。ローゼンブルース氏も同感で、「需要の少ない商品を引っ込めることで資産運用マネジャーが多くの顧客に訴求する製品に集中することができ、業界レベルでは健全な動きだ」と述べる。

しかし、ファンドの繰上償還はゾンビファンド同様に投資家にはつらい経験となることもある。投資顧問会社のウェスカップのポートフォリオマネジャー、マーク・グリーンソン氏は、「当社の顧客全体で、今年繰上償還予定のインベスコ・インサイダー・センチメント・ファンド<NFO>の8%を保有している。その結果、顧客たちは多くのキャピタルゲイン課税の悪影響を受ける」と述べる。顧客側に問題が生じるとしても、インベスコにとってファンドの定期的整理は理にかなっている。インサイダー・センチメント・ファンドは、企業インサイダーの購入傾向、モメンタム、ボラティリティに基づき、ルールベース戦略で運用しているが、過去10年間の年平均パフォーマンスはS&P500指数を1%ポイント程度下回っている。過去3年ではS&P500指数と同程度のパフォーマンスだが、純経費率は0.66%で、S&P500指数の最大級のファンドの経費率0.04%の約16倍だ。

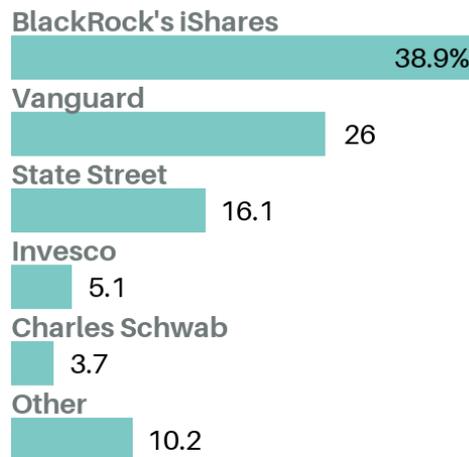
### ■ ETFの繰上償還で投資家が取るべき行動

ETFの繰上償還通知を受け取った場合、投資家はどのようにすべきだろうか。即座に売却するか、繰上償還を待つか、時を見計らって売却すべきか、ということになるが、答えは単純に一つに決めるわけにはいかない。

自分が保有するETFの領域へのエクスポージャーを引き続き望む場合は、代替のファンドを見つける必要がある。モーニングスターのグローバルETF調査部門のディレクター、ベン・ジョンソン氏は、「大抵の場合、似通ったエクスポージャーのファンドは見つかるが、流行の関係でないこともある」と述べている。例えば、インベスコ・カレンシーシェアーズ・スウェーデンクローナ・トラスト<FXS>はそのままの代替ETFがない。バリュー、モメンタム、低ボラティリティなどのファクター別のETFは代替ファンドを見つけやすい。同氏は、「インベスコS&P500低ボラティリティETF<SPLV>には非常に前向き」で、繰上償還されるインベスコ・ラッセル1000低ボラティリティ・ファクターETF<OVOL>の代替として使える可能性がある。しかし、投資目的は似ていても、ポートフォリオの中身は違う。S&P500低ボラティリティの銘柄数は100と少なく、平均時価総額は360億ドルと中型株中心だ。繰上償還されるラッセル1000低ボラティリティのファンドは275銘柄、平均時価総額は1500億ドルだ。また、「同じように見えるからといって規模が最大で最も安いETFを簡単に選ぶべきではない。ポートフォリオの中身やリバランスの頻度などを理解しておくべきだ」とローゼンブルース氏は述べる。

## Tough Competition

The ETF industry is dominated by just a handful of firms—these five firms control 90% of ETF assets; iShares and Vanguard alone control nearly two-thirds.



Note: Data as of Nov. 30, 2019  
Source: Morningstar Direct

## ■ 税金面での影響



Illustration by James Steinberg

完璧な代替ファンドが見つかったからといって、ETFを繰上償還発表以降なるべく早く売却すべきというものでもない。税金面への影響をまず考慮すべきだ。米国の場合、投資後1年未満の短期的投資のキャピタルゲインは通常所得として累進課税され最高税率は37%、一方1年以上の長期投資の場合のキャピタルゲインの税率は最大20%だ。従って、繰上償還日を待てば1年になる場合は長期投資になるのを待つべきだ。さらに事態を複雑化するの、繰上償還時に分配される資産の中に短期的なゲインやインカムがあれば、高い税率で課税されることだ。従って一般的にいっ

て、ETFを先に売っても長期投資扱いになる場合は、売却すれば繰上償還の場合の短期投資の高い税金を避けることができる。ETF購入後1年未満の場合や売却すると損失が出る場合の決定は微妙だ。

## ■ 流動性の問題とトラッキングエラー

ETFを売却できるか否かも心配事だ。繰上償還されるETFは元来小規模のためビッドとアスクのスプレッドが大きく、取引が成立しにくい。繰上償還が近づくとポートフォリオの価値より低い価格でしか売れなくなり、繰上償還日の数日前には全く取引されなくなる。インベスコの繰上償還予定の42本のうち36本は最終取引日が2月14日で、投資家が繰上償還価値を知るのは2月26日の予定だ。繰上償還が近づくと、ベンチマークとのトラッキングエラーも大幅になる可能性がある。繰上償還が近づくと明言された投資目的ではなく、事業の繰上償還と資産価値の保全、債務の返済、株主への分配がファンドの目的となる。繰上償還のために有価証券を売却する際は、マネジャーは現金化を急ぐため、ベンチマーク通りのエクスポージャーとなっていないこともある。しかし、繰上償還前の取引での価値と繰上償還で得られる価値とが同程度であることを目標としている。代替ETFが見つかった場合は、エクスポージャーを得るために繰上償還前に並行的に買い増しを始めるのが賢明だろう。

## ■ ファンドの規模と会社の実績を重視すべき

繰上償還に巻き込まれたくないなら、1億ドル以上のETFか、ETFを繰上償還しない運用会社を選ぶべきだろう。バンガード・グループとチャールズ・シュワブはETFを繰上償還したことがない。ブラックロック、ステート・ストリート、インベスコは頻りに繰上償還する。2400本以上あるETFは今やあらゆる種類の証券を追随しており、資産額が5000万ドル未満のファンドが1000本以上だ。小規模なファンドも安全と思うのは賢明ではない。

By John Coumarios, Lewis Braham  
(Source: Dow Jones)

7. 投資アドバイザーは「独立系」であっても利益相反があり得る。 - [投資顧問]  
 Independent Advisors Can Still Have Conflicts of Interest.  
 ブローカーディーラーを兼営する独立系投資アドバイザーには利益相反の恐れあり

■ 「独立系」投資アドバイザーは人気だが、利益相反のリスクが減るわけではない



Illustration by Luca D'urbino

投資アドバイザー・ビジネスにおいては「独立系」が一種の流行語となり、小規模の企業で働く独立の投資アドバイザーを好む投資家が増えているが、独立系だからといって利益相反がなくなるわけではない。大手業者と同様、あるいはそれ以上に、非上場の不動産投資信託（REIT）やその他の非上場の証券などの取引手数料が稼げる金融商品へ誘導するインセンティブが働く可能性がある。「こうした投資は適合性基準スレスレのものが多い。懸念事項に関する開示は資料の200ページ目あたりに記載があるのかもしれないが、しっかり説明がなされたかと言えば、私が扱った事案の99%で答えはノーだった」と弁護士ジェイソン・ケーン氏は語る。同弁護士のクライアントは現在、小規模な独立系投資アドバイザーを相手取って、同社のアドバイスで受けた損害について仲裁手続きの最中にある。

独立系投資アドバイザーの世界は活況を呈しており、利益相反の可能性も増大している。多くのアドバイザーが、より多くの収入を得るためウォール街を離れ、自身で起業している。小規模業者の合併や買収も多く、場合によっては顧客を犠牲にしても収益を拡大しようとするインセンティブが働く。「独立系」というと、公平なアドバイスを提供するという印象を与えるが、独立系であっても、利益相反はなくなる。独立系の方が非上場の証券を推奨するなど柔軟性の高いアドバイスが可能で、「この柔軟性を利用して投資家に不利益を与える恐れがある」と全米消費者連盟で金融サービス業を担当するマイカ・ハウプトマン氏は語る。

■ 利益相反の原因は投資アドバイザー業とブローカーの兼営

登録投資顧問業者（RIA）であれば、「信認義務」に基づいて投資アドバイスをする必要があり、顧客の利益を最優先としなければならないが、業者が投資アドバイザー業とブローカーの両方で登録（兼営）している場合、両方の業務が可能となる。賦課される義務は登録業務によって異なるが、投資家には業者がどちらの立場に立っているのか分からない。業者の側はフルサービスで業務展開をすることが可能となるため、両方の登録をする意義はある。業界の自主規制団体である金融業規制機構（FINRA）によれば、現在、62万9000人のブローカー・ディーラーのうち、33万5000人がブローカーのみの登録で、29万5000人は投資アドバイザー業としても登録されている。投資アドバイザー業としてのみ登録のある業者は6万1500人の個人業者だけで、これらの業者は運用資産に対する管理手数料は得られないもの、投資信託や株式の取扱手数料を得ることはできない。

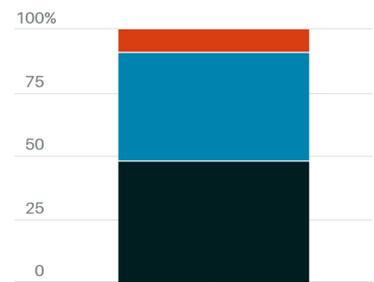
独立系ブローカー・ディーラーがあまり知られていないのは、大手業者の裏で業務展開していることが多いからだ。上場しているのはLPL ファイナンシャル・ホールディングス（LPLA）、レイモンド・ジェームズ・ファイナンシャル（RJF）、およびアメリカン・エクスプレス（AXP）から分離独立したアメリプライズ・ファイナンシャル

Independent vs. Fee-Only

Registered investment advisors are required to put their clients' best interests ahead of their own potential for profit, and must be "fee-only;" they are not allowed to sell commission-based products. Most of the "independent" industry, however, works as a broker-dealer, which doesn't have the same stringent requirements.

Securities Industry Registered Individuals

■ Broker-Dealer Only  
 ■ Dual Representatives  
 ■ Investment Advisor Representative-Only



Source: Finra

(AMP) など、ほんの一握りだ。独立系ブローカーと伝統的なブローカーの主な違いは、前者が小規模な投資アドバイザー業者を基盤としていることで、トレーディング、マーケティング、コンプライアンスなどのサービスや、リサーチや投資信託、オルタナティブ投資、保険などの投資プラットフォームを提供している。独立系も大手同様、良い投資アドバイザーを抱えており、独立系だからといって投資家から不当な利益を得ようとしているわけではない。独立系ブローカーの世界で利益相反が増加する原因の一つとして、投資アドバイザーの自律性の高さが挙げられる。管理手数料や取扱手数料の取り分は、大手ブローカーでは50%のところ、独立系では85%~92%と多くなる傾向にある。大手独立系ブローカーのセトラ・ファイナンシャル・グループで上級顧問を務めていたチェタン・パーティル氏は、独立系では自分の食い扶持は自分で稼ぐ必要があり、手数料の高い金融商品を売り、収入を最大化しようとするインセンティブが自然に働くとする。

## ■ 独立系ブローカーの成長と投資アドバイザーの囲い込み

投資会社セルリ・アソシエーツによると、2018年末までの5年間で、独立系ブローカーは資産を年率で4.9%増加させ、運用資産は2.8兆ドルに達した。これは投資顧問業界全体の運用資産の14%に相当する。また同業界は合併買収の盛んな場所でもある。LPLや他の企業は小規模業者の買収で投資顧問業界におけるランキングを上昇させつつあり、ライトイヤー・キャピタル、ベッセマー・ベンチャー・パートナーズ、ストーン・ポイント・キャピタルなど、プライベートエクイティ投資会社の資金が大量に流入している。大手ブローカーや銀行も買収を行っており、ゴールドマン・サックス (GS) は投資顧問会社ユナイテッド・キャピタル・ファイナンシャル・パートナーズを昨年5月に買収している。

独立系ブローカーは、運用資産や投資アドバイザー、とりわけ特定の地域や、あるいはエンジニアや医師の団体と連携するなど特定の分野に食い込んでいる投資アドバイザーを囲い込もうと厳しい競争を繰り広げている。独立系ブローカーと提携する投資顧問業者も独立の事業者であることが多く、ブローカー側は、運営経費の一部負担、既存顧客保持や、運用資産の拡大、手数料の高い金融商品の販売などに対するボーナス、および条件の有利な返済免除条件付ローンなどで投資アドバイザーの勧誘を図っている。こうしたこと全てが、投資家と投資アドバイザーとの間で利益相反を生む要因となり得る。

## ■ 利益相反に対する現在の規制や内部統制は不十分

証券取引委員会 (SEC) は2018年、自己申告プログラムに基づき、79の投資アドバイザー業者に総額1億2500万ドルを顧客へ返還する旨の合意をさせた。昨年8月には、独立系ブローカーで最大手の一角であるコモンウェルス・ファイナンシャル・ネットワークに対し、収益分配の取り決めがあることを同社が開示せず、その結果、顧客が手数料の高いクラス株を購入することになったとして民事訴訟を提起した。大手ブローカーも自己申告プログラムに参加しており、例えばバンクオブアメリカ・メリルリンチは2018年に顧客から「公平な金融上のアドバイス」を奪ったことで890万ドルを支払った。SECによれば、大手か独立系かにかかわらず、規制違反は多い。SECが最近実施した調査では、対象となった50社 (全社合計で顧客資産500億ドル、顧客数22万人) のほぼ全てが、処分の対象となる投資アドバイザーを雇っており、「不備指摘通知」が出された。主な指摘事項は、コンプライアンスや、投資アドバイスの公平性に影響を与え得る利益相反の存在を開示しなかったことなど、開示に関連したものだ。

大手も独立系も順守すべきルールは同じだが、コンプライアンスをめぐる内部手続きや当局の監視状況には違いがある。大手ブローカーの場合、定期的な内部監査が実施され、支店や地区の責任者による監視もある。独立系投資アドバイザーの場合、自律性が強く、本部の監視も弱い。LPLのマ

ネジグ・ディレクターであるリッチ・スタインマイヤー氏によれば、LPLと提携する投資アドバイザーの大半はLPLが企業として保有するRIA登録の傘下で営業をしており、LPL側にコンプライアンス上の監督責任がある。しかし、投資アドバイザー自身が免許登録をするケースもあり、そうした「ハイブリッド」形態の場合、投資アドバイザー自身が部分的に監督責任を負うため、ギャップが生じ得る。独立系ブローカーと提携する投資アドバイザーの場合は、コンプライアンス手続き、デューデリジェンス、内部監視、監査といった重層的な防御体制が大手ブローカーの場合ほど行き届かない可能性がある。

独立系ブローカーの開示事項には、ファンド会社との収益配分、ファンドがスポンサーとなった投資アドバイザーの教育やトレーニング、ファンドなどからの案件紹介料など、利益相反に関する事項が数多く詰め込まれている。こうした取り決めが投資顧問業者の金融商品選択に影響を与え、投資家が手数料の高いファンドを購入させられることにつながる可能性もある。しかし、開示がなされても、多くの投資家はその詳細まで吟味することはないし、仮にそうしたとしても、投資アドバイザーの利益相反の全容を把握するのは難しい。

業界で使用されるウェルスマネジャー、ファイナンシャルアドバイザー、ブローカー、登録外務員といった肩書きには、それぞれ違った響きがあり、異なる規制が適用される。RIAとブローカー・ディーラーで適用されるルールは違う。そして規制当局に、こうした状況を改善する気があるようには見えない。例えばSECは、最近新しい規制を導入した。今年の6月から、ブローカーは投資の推奨を行う場合、これまでの「適合性基準」ではなく、「最善の利益」基準を適用されるようになる。これは、推奨する内容が顧客に適しているだけでなく、最善の利益となることを要求しており、求められる水準は厳しくなる。しかしこの規制は、ブローカーが利益相反を軽減する努力をする限り、ファンドの手数料が高いクラス株を販売することも可能としており、利益相反の可能性を排除しきれていない。

これに対し、RIAの場合は引き続き「信認義務」を負わされ、顧客の利益を最優先しなければならない。投資アドバイスに関するブローカーの責任は取引の段階で終わるが、RIAにはポートフォリオを継続的に監視する責任がある。手数料を透明にすることで、顧客の信認を得ることができると主張するRIAもある。管理資産50億ドル、管理手数料のみが収入源のRIAであるクレセット・キャピタル・マネジメントで共同会長を務めるダグ・リーガン氏は、「投資アドバイザーは、手数料率や具体的にどのような報酬を得るかを明らかにすることで、顧客の共感を得ることができる。見込客や既存客に対する訴求力の大きさに私は驚いた」と語った。

By Daren Fonda  
(Source: Dow Jones)

## 8. FRBは再度の株式バブルを構築しつつあるのか？ - Is the Fed Building Another Stock Bubble? 最近の流動性供給と1999年の類似性

[コラム]

### ■ ハイテクバブル直前の株価高騰に似た状況



Getty Images

一部の識者は、米連邦準備制度理事会（FRB）がレポ市場を落ち着かせるために最近実施した積極的な流動性提供とそれに続く株価上昇と、2000年問題の脅威に対処すべく数十億ドルを投じ、その過程でハイテクバブルをさらに膨らませた時期の間に類似性を見出している。

もちろん、日付が1999年から2000年に変わると同時に現代社会が崩壊することはなかったが、FRBは念のため、レポを通じて約1200億ドルを供給することで金融市場の混乱を防ごうとした。

マクロ・インテリジェンス2パートナーズ（MI2）でチーフエコノミストを務めるジュリアン・ブリグデン氏は、2000年問題対応資金の株式市場への影響について、確かな状況証拠が存在したと指摘する。同氏によると、当時モメンタム投資の最大の対象だったナスダック総合指数は1年前の水準から100%上昇していたが、FRBが流動性を高め始めるとその上昇が急激に加速した。

今回、FRBはバランスシートを4カ月間で4000億ドル拡大した。年率にすると1兆2000億ドルの拡大に相当する。10月11日にFRBが国債の買い入れ開始を発表すると、株式は高騰した。そのタイミングは1999年と似ていたが、規模はより控えめだった、と調査会社ビアンコ・リサーチを率いるジム・ビアンコ氏は指摘する。

### ■ 恩恵を受けるモメンタム銘柄

ブリグデン氏によれば、20年前と同様、最も明確な勝者はモメンタム株のようだ。「勝者を選ぶのはFRBではなく市場の仕事である以上、これはある程度あるべき姿と言える。FRBの役割はパーティーを続けさせることに尽きるが、実際それに成功しているようだ」と同氏は書いている。

「もちろん、FRBのバランスシートやレポなどの指標だけで株式市場の動きを説明することはできない。しかし、FRBが資金を市場に注入すると、その資金は一般にリターンの最も高い市場に流れる。金融危機時のそれは債券市場だった。現在は1999年と同様、株式市場がそれに当たる」とビアンコ氏は書いている。

さらに、投資家の気分も明るい。CNNの恐怖・欲望指数は木曜日、高揚感を伴う97という最近のピークに達した。米国の攻撃によるイランのガセム・ソレイマニ司令官殺害の報道後、金曜日の株式市場は、S&P500指数先物のオーバーナイトの急落を約3分の1戻し、下落はわずかにとどまった。CNNの恐怖・欲望指数もわずかな低下にとどまった。

原油価格は上昇したが、上場投資信託（ETF）のエネルギー・セレクト・セクターSPDRファンド〈XLE〉が追跡する石油銘柄はわずかに下落し、米国とイランの対立激化の可能性にもかかわらず、市場の恐怖指数とされるシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（VIX指数）

も16を超えることはなかった。これは、FRBの流動性供給がボラティリティを抑える可能性があることを示している。

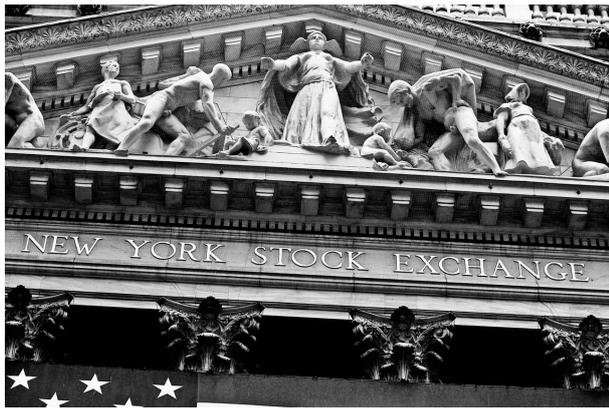
### ■ 祭りの終わりはどうなるか

しかし、FRBがレポ市場のサポートを停止するとどうなるか。過去の例は励みにはならない。ピアンコ氏によると、FRBの2000年問題対応枠が終了した2000年4月7～14日の週に、ナスダック総合指数は25%下落している。

ブリグデン氏は、FRBの現在の流動性運用について四つのシナリオを想定する。まず金融当局は、リスクが沈静化したと判断した時点でレポプログラムを収束させる可能性がある。または、懲罰金利を設定するなどして、柔軟性を持たせながらプログラムを維持する可能性もある。いずれの場合も、市場への流動性供給が中断して「2000年風の惨劇」を繰り返す危険を冒すことになるため、これらを選択する可能性は低い。

一方、FRBはバランスシートを安定維持させる可能性もある。または、流動性を高め続け、バブルが崩壊するまで、市場にレバレッジの大盤振る舞いをする可能性がある、とブリグデン氏は結論付ける。それまでパーティーは続く。

### ■ チャリティーは強気市場の最大の勝者の一つ



Photograph by Spencer Platt/Getty Images

株式市場の着実な上昇は、投資家の2019年末の財務状態を良くするだけではない。米国民の支出意欲を高めることに加え、政府と慈善団体も恩恵を受ける可能性がある。

ストラテガス・リサーチ・パートナーズの分析によると、税収と連邦財政赤字も株価上昇の恩恵を受けそうだ。米国の株式時価総額が増加すると、その約1年後に配当、キャピタルゲイン、ボーナス支払いといった非源泉徴収税収入が増加する傾向があるという。

前年の利益は、翌4月15日に課税所得に変換される。「2018年の株価下落により、2019年の所得税収の伸びが制限された。2020年にはその逆が起こるはずだ」と彼らは指摘する。低い失業率と賃金の適度な上昇も、給与から源泉徴収される税金を押し上げている。

### ■ ドナー・アドバイズド・ファンドに資金流入

最大規模のドナー・アドバイズド・ファンドについて簡単に確認したところ、株式の強気相場に加え、2017年末に可決された減税の恩恵を受けている。2019年の数字は確定していないが、フィデリティ、チャールズ・シュワブ、バンガードのドナー・アドバイズド・ファンドは皆、価格が上昇した有価証券を投資家が寄付したことから、年末に強い資金流入を報告している。

バンガード・チャリタブルでファンドのプレジデントを務めるジェーン・グリーンフィールド氏によると、12月の寄付額は前年同月比で20%増加し、金額の半分以上は価格が上昇した資産による。7月1日に始まるファンドの会計年度の上半期の寄付額は前年同期比15%増となった。

フィデリティ・チャリタブルで資金調達を統括するカーラ・バラス氏によると、有価証券ではなく

現金の寄付は全体の4割のみだった。「2019年には、ドナー・アドバイズド・ファンドへの資金と慈善団体向けに依頼された寄付金の両方が、われわれの期待を上回った」と同氏はメールで書いている。

シュワブ・チャリタブルのプレジデントを務めるキム・ラフトン氏によると、ドナー・アドバイズド・ファンドにおいても、税制改革の結果としてバンキング戦略への関心が高まった。2017年の税法により、夫婦の標準控除額が2万4000ドルに倍増し、慈善寄付を含む個別控除のインセンティブが低下した。また、州税と地方税の連邦控除額も1万ドルに制限されたことで、個別控除がさらに減り、標準控除が促進されている。

2019年のように納税者の所得が高い年に控除をまとめて申請し、他の年に標準控除を取ることは、寄付の税メリットを最大化したい上流～中流階級の投資家にとって、現行の税法下で最適な戦略である。これは、キャピタルゲイン税の支払いを避けつつ、評価額に基づいて控除を受けられる証券で特に当てはまる。ラフトン氏によると、これはチャリティーへの寄付が最大20%増えることを意味している。

資金を慈善団体に分配することなく、非課税の成長を続けることができるこれらのファンドに価格が上昇した資産を寄付するこの仕組みは、批判を集めている。明らかに、価格が上昇した資産を寄付して税控除を受けることは、募金箱や小切手経由で寄付する庶民には得られないメリットだ。しかし、超富裕層ではない人々にとっても、ドナー・アドバイズド・ファンドは寄付の最大化に役立つし、多くの慈善団体を手軽に支援できる仕組みとなっている。

記録的な株価上昇の恩恵は、ウォール街をはるかに超えて広まっていくということだ。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 9. 2020年に上昇が期待されるインターネット銘柄とは？ - Why These Internet Stocks Can Take Off in 2020 [ハイテク]

二人のアナリストが注目する銘柄は、アルファベット、ウーバー、ジンガ

### ■ 2019年のアンダーパフォームが2020年の買いの好機をお膳立て



Photograph by Hulton Archive/Getty Images

インターネット株は2019年に主要株価指数をアンダーパフォームした。だが、それは買いの好機を示しているのかもしれない。そこで、RBCキャピタル・マーケットズのマーク・マハニー氏とベアードのコリン・セバスチャン氏の二人のインターネット株アナリストに2020年の注目銘柄を聞いた。

マハニー氏の考えでは、インターネット株のアンダーパフォームは同セクターの複数年にわたる好調なリターンのお膳立てをしている。ダウジョーンズ・インターネット指数に連動する投資成果を目指すファースト・トラスト・ダウジョーンズ・

インターネット指数ファンド<FDN>は2019年に19%上昇した。一方、同年のS&P500指数のトー

タルリターンは32%、ナスダック総合指数は37%の上昇だった。

インターネットセクターのバリュエーションは妥当な水準にあるとマハニー氏は言う。大型インターネット株の予想EV/EBITDA倍率（企業価値と利払い・税引き・償却前利益の比率）の中央値は12倍前後と2018年末の水準にとどまっている。

### ■ 高水準の投資が長期的な成長を支えるアルファベット

マハニー氏のトップピックの一つはグーグルの親会社であるアルファベット<GOOGL>だ。その理由は、人工知能（AI）利用における同社の主導的地位が同社の検索と広告プラットフォームの改善につながるからだ。「最も多くのデータを持つ企業が勝者だ。同社の機械学習によって、表示される広告と消費者の嗜好の一致度が増している」。

マハニー氏の目標株価は1500ドルで、投資判断はアウトパフォームだ。同氏の推定によると、アルファベットは2019年12月期に研究開発と設備投資に510億ドルを投じた。高水準の投資は同社が自らの長期的な成長トレンドに強気であることを示す前向きな兆候だと指摘する。

セバスチャン氏もアルファベットに対して強気な見方をしており、クラウドコンピューティング事業とYouTube（ユーチューブ）が同社の業績に顕著な影響を及ぼすだけの規模によろしく成長すると予想する。また、同社がこのところ自社株買いのペースを引き上げていることも株価上昇につながるだろうと言う。

セバスチャン氏の大型インターネット株のトップピックはアマゾン・ドット・コム<AMZN>だ。アマゾンの収益性が2020年下半期に改善し、クラウドコンピューティング、輸送ロジスティクス、広告などの事業に大きな成長機会があると同氏は予想する。

### ■ 過小評価されているウーバー、ゲームコンテンツが魅力的なジンガにも上値余地

マハニー氏とセバスチャン氏は大型株以外でも幾つかの投資アイデアを持っている。マハニー氏が現時点で最も割安化している銘柄、すなわち最も上値余地の大きな銘柄に挙げているのは配車サービスのウーバー・テクノロジーズ<UBER>だ。同社に対する投資家心理は悲観的になり過ぎており、新規株式公開（IPO）価格から30%下落していると同氏は指摘する。同氏は、配車サービスは「非常に可能性のあるビジネス」であるとし、ウーバーのライブ部門の増収率が直近四半期に約20%となったことを指摘している。

マハニー氏は、ウーバーの利益率が投資家の予想を上回るペースで上昇する可能性があると考えている。「（ウーバーの経営陣が）赤字を縮小し続け、健全な増収率を維持できれば、株価は大幅に上昇する可能性がある」。

セバスチャン氏が選好するのはモバイルビデオゲーム制作・運営会社のジンガ<ZNGA>だ。理由は、同社が制作中および公開済みのゲーム作品が魅力的であるからだ。7-9月期決算は市場予想を上回り、売上高は過去最高を記録した。また、同社の最高経営責任者（CEO）であるフランク・ギボー氏は本誌との最近のインタビューで、アップル<AAPL>のゲームサービスApple Arcade（アップル・アーケード）の開始による悪影響は見られないと述べている。

セバスチャン氏は、「ジンガは（インターネット利用型）ライブサービス・ポートフォリオの構築をうまくやり遂げた。これは、ユーザー層が拡大するにつれて収益性と可視性が高まることを意味する」と言う。

セバスチャン氏は、2020年代にはAIとコンピューティングのさらなる進化がハイテク企業の新たな成長の波を生む可能性があると考えている。「思考力と知性を備えたコンピューターが問題を解決する本当の意味での機械学習が今後数年で実現する。今後10年間を見渡すと、計算能力を飛躍的に高める量子コンピューターにも大いに注目している」。

マハニー氏とセバスチャン氏は楽観的な見方をしている一方で、大手ハイテク企業に対する規制当局の監視が2020年のリスクだと認める。政府機関は大手インターネット企業の競争慣行を調査している。

だがセバスチャン氏は、規制当局の措置の比重は規制や法律よりも警告に置かれると考えており、より大きなリスクは経営陣が実際の規制や法律に気を取られて動揺することだと指摘する。

セバスチャン氏の見立てでは、ハイテク業界にとって2020年代は、1920年代の米国経済と同様、新たな「狂騒の20年代」となる見通し。投資家はイノベーションの恩恵を受けることのできる企業に投資すべきだ。

By Tae Kim  
(Source: Dow Jones)

## 10. ドラッグストア大手の決算発表 - Walgreens Trailed the Dow in 2019 and Needs Help in 2020 [フィーチャー]

ウォルグリーン・ブーツ・アライアンス：2020年に向けた課題

### ■ 2019年は大幅にアンダーパフォーム



Illustration by Elias Stein

ドラッグストアチェーン大手のウォルグリーン・ブーツ・アライアンス<WBA>が、1月8日に決算発表を行う。S&P500指数構成銘柄としては、2020年に入って2番目の決算発表となる。

だが、多くは期待できないだろう。同社は、ダウ工業株30種平均（NYダウ）構成銘柄中、2019年のパフォーマンスが最低だった（NYダウが23%上昇する一方で14%下落）。2020年も、同社を取り巻く状況は好転しそうにない。

医療保険会社や薬剤給付管理会社（PBM）を傘下に持つ競合のCVSヘルス<CVS>とは対照的に、ウォルグリーンは小売りチェーンであり、アマゾン・ドット・コム<AMZN>や他の新興オンライン業者の攻勢に対し脆弱（ぜいじゃく）である。

同社は、2019年度の売り上げが伸び悩み、前年比4%上昇にとどまった。医療保険会社がドラッグストアへの払戻率を引き下げたため、コスト削減や店舗の統廃合にもかかわらず利益率が低下し、1株当たり利益（EPS）は前年比でわずかに低下した。

ウォルグリーンの株価は、プライベート・エクイティ・ファンド大手KKR<KKR>が同社をレバレッジド・バイアウト（LBO）により非公開化するとの思惑から、昨年11月に一時上昇した。しかし、大規模な同社をLBOの対象にすることの困難さが指摘され、株価の上昇分は大半が消失した。同社は、いまだ公開企業である。

短期的な好材料も見当たらず、同社の2020年度第1四半期（2019年9-11月期）決算に対するウォール街の期待は大きくない。売り上げは2.4%増の346億ドル、EPSは前年比3.4%減の1ドル41セントと予想される。今年、同社の株価が上昇するには、投資家に再び希望を与える大きな変革が必要である。何か良いアイデアはないだろうか。

■ 先週のニュース

株価が非常に順調な一年

2019年は株価が好調で、NYダウは22.3%、S&P500指数は28.9%、ナスダック総合指数は35.2%、それぞれ上昇した。住宅関連は好調、製造業関連は不調、消費関連は堅調であった。株価の上昇率は利益の伸び率を上回り、人件費の上昇が利益率を圧迫する兆候も見られた。インフレ率は2%弱で推移した。中国の景気刺激策を好感して、株価は1月2日に最高値を更新したが、米国によるイラン司令官殺害のニュースを受け、3日に下落した。NYダウは2万8634.88ドル（0.04%下落）、S&P500指数は3234.85（0.2%下落）、ナスダック総合指数は9020.77（0.2%上昇）で、それぞれ週の取引を終えている。

米国とイランの対立が激化

イラン革命防衛隊の精鋭組織「コッズ部隊」のガセム・ソレイマニ司令官が、バグダッドの国際空港近くで、同司令官の車列を狙った米軍のドローン空爆により殺害された。米国防総省は、ソレイマニ司令官がイラク駐在の米軍関係者や外交官への襲撃を計画していたと主張。イラクの民兵組織幹部のアブ・マハディ・アル・ムハンディス氏も、この攻撃で死亡した。昨年12月にはミサイル攻撃があり、イラクに駐在していた米国の民間請負業者が死亡。米国は報復として空爆を行い、イランが支援するイラクの戦闘員25人を殺害。バグダッドの米国大使館が、抗議デモの参加者から攻撃を仕掛けられている。今回の空爆も、一連の軍事行動の延長線上にあると見られる。イラン側は、ソレイマニ司令官の殺害に対し「厳しい報復」を宣言。イスラエルは厳戒態勢に入り、原油価格は急騰した。

米中貿易交渉：最終合意の詳細

中国の劉鶴副首相がワシントンを訪れた。同氏は米中貿易交渉の第1段階の合意文書に署名する予定。署名式は、1月15日にホワイトハウスで行われる。トランプ大統領は、「後日北京を訪問し、第2段階の協議を開始する」との意向を表明した。合意内容の詳細については、まだ全体が公表されていない。

Underwhelming

Walgreens stock was the worst performer in the Dow Jones Industrial Average last year.

2019 stock performance



\*Performance since Dow began trading as a standalone entity on March 20, 2019. Source: FactSet

### ゴーン氏の華麗な逃亡劇

大手自動車メーカーの企業連合「ルノー・日産・三菱アライアンス」の前社長兼最高経営責任者（CEO）で、特別背任などの罪で起訴された（保釈中の）カルロス・ゴーン氏が、日本から姿を消した。トルコ経由で、生まれ故郷のレバノンに逃亡した模様。フランス、ブラジル、レバノンの国籍を持つ同氏は、日本で逮捕された当時、日産自動車<7201>とルノー（<RNO>フランス）のより緊密な関係を模索していた。逮捕後は、拘束・尋問が繰り返され、起訴された。レバノンと日本は、容疑者の犯罪人引渡条約を結んでいない。15億円（約1400万ドル）の保釈金は、没収される見通し。

### フラッキングの見通しに暗雲

ウォール・ストリート・ジャーナルは、フラッキング（水圧破碎法）による石油・天然ガス開発の見通しが、不透明になりつつあると報じた。同紙は、2014年から2017年にかけて29のシェールオイル生産業者から収集した推定値を、公開データの推定値と比較。以前の報道では、フラッキング大手4社が推定値を10%程度超えたと伝えられていたが、今は15%下回ったとの見方が強まっている。

### オーストラリアの森林火災

オーストラリアの南東岸で森林火災が発生。広範囲にわたる避難が行われる一方、消防隊に負担がかかっている。オーストラリアの夏（火災シーズン）は始まったばかりであり、政府は記録的な猛暑への警戒を呼び掛けた。

By Evie Liu  
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

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onz・ダイジェスト』 2020/01/05

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : [barrons@grp.jiji.co.jp](mailto: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、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。

※図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2020 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます