

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2020/07/19

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIJIPRESS



DOW JONES

1. 年金保険に注目 - The Best Annuities [カバーストーリー]
退職後のポートフォリオを支える最高の商品は P.2
2. MSCIとS&Pグローバルは株価にかかわらず買い - Why MSCI and S&P Global Are Worth Buying at Any Price [フィーチャー]
ESG指数の需要が拡大 P.5
3. 指数プロバイダーは特斯拉にさえも多大な影響を持つ - The Big 3 Index Providers Have a Huge Amount of Power—Even Over Tesla [フィーチャー]
寡占でもうかる事業 P.7
4. ミニチュア版のバークシャー・ハサウェイ、グラハム・ホールディングス - Graham Holdings Is a Smaller—and Cheaper—Berkshire Hathaway [注目銘柄]
今後に期待できる割安なコングロマリット P.9
5. 新型コロナワクチンの開発競争には政治的な副作用も - The Vaccine Race Might Have Political Side Effects [フィーチャー]
オクトーバー・サプライズの可能性とリスク P.12
6. 女性アドバイザートップ100人のダイバーシティー推進法 - How the Top 100 Women Advisors Are Pushing for More Diversity [フィーチャー]
混乱の時こそ変革のチャンスも大きい P.14
7. ついにハイテク株が痛手を受ける - Tech Finally Took It on the Chin [米国株式市場]
ハイテク株の急落を示唆する兆候が増える P.16
8. ソフトバンクグループ傘下のアームの上場観測が浮上 - Why SoftBank's Chip Business Could Be the Next Big IPO [ハイテク]
現在の評価額は買取価格の320億ドルを上回る400億ドル超との見方も P.18
9. アクティブ運用ETFがよいよ離陸へ - Active ETFs Are Finally Taking Off. Here's How They Differ [ETF]
米証券取引委員会 (SEC) が承認した5つのETFモデルとは P.20
10. 今週の予定 - The Marathon Finds a Way [経済関連スケジュール]
ソーシャル・ディスタンスが叫ばれる中、マラソン大会も工夫を凝らす P.22

※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。

1. 年金保険に注目 - The Best Annuities 退職後のポートフォリオを支える最高の商品は

[カバーストーリー]

■ 年金保険の評価が向上



Illustration by Eva Bee

最近の株式市場の変動は、米国人の退職貯蓄の脆弱（ぜいじゃく）性を明らかにした。3月の下落時に株式を売却した投資家の多くは、ポートフォリオの総額が減少した状態で、依然として様子見状態にある。

一方、低利回りにより、収入源として伝統的な債券に頼ることも不可能になっている。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）による困難は長期的な貯蓄をむしろおぼえており、計画通りの退職（あるいは退職そのもの）を実現できる可能性は低下している。

こうした不透明な環境下で何らかの保証を求める投資家向けに、販売時にコミッションを得るのではなく残高に応じてフィーを受け取るタイプの独立性の強いファイナンシャルアドバイザーは、年金保険を推奨している。DHRインベストメント・

カウンセルのアドバイザー、シャノン・ストーン氏は「資産運用の計画が成功する確率は、年金保険の有無で全く変わる」と語り、「私は年金保険に対して常に否定的だったが、最近になって推奨するようになった」と続ける。

実際、年金保険は長年にわたって価値を疑われていた。商品構造は一目見ただけでも複雑だと分かる。手数料は高額なだけでなく、何重にも上ることや隠されていることもある。また、保険代理店が販売手数料を稼ぐ目的で過剰に販売しているといううわさもあった。

さらに、米連邦準備制度理事会（FRB）が3月に金利をほぼゼロへ引き下げたことを受けて、多くの年金保険は終身所得保障額と投資リターン上限を切り下げた。そのため、退職に備える貯蓄家にとっての魅力はますます減った。業界団体のリムラ安心退職研究所によれば、ほとんどのカテゴリーにおいて前年比で金利が低下し、保障額が減少したため、今年の年金保険販売額は昨年から激減している。

しかし、退職計画を支えるのに役立つ優れた年金保険も数多く存在する。本誌は、年齢、性別、投資額、投資期間などの想定に基づき、競争力の高い年金保険を100種類選んだ。なお、選出結果は想定を微調整することで変化し、保険商品の特色・条件などの数値も頻繁に変更される。そのため、投資家は自身の状況と目標に従い、最適な選択肢を選ぶ必要がある。

■ 人気商品のRILA

Immediate-Income Annuities: Called SPIAs, these contracts turn guaranteed income on right away. Assume a \$200,000 investment at age 70. Payments for "Joint life" assume a man is 70 and his spouse is 65. 10-Year Certain: If an investor dies within 10 years of starting income, payouts go to heirs for what's left of the 10-year period.

	Company	Rating	Annual Income for Life	Annual Payout Rate	Total Income by Age 90
Joint Life	American National	A	\$10,609	5.30%	\$212,180
Joint Life	CUNA Mutual	A	10,507	5.25	210,140
Joint Life	Pacific Life	A+	10,455	5.22	209,100
Single-Life Man	CUNA Mutual	A	\$13,559	6.78%	\$271,180
Single-Life Man	New York Life	A++	13,506	6.75	270,120
Single-Life Man	Nationwide Life	A+	13,448	6.72	268,966
Single-Life Woman	CUNA Mutual	A	\$12,780	6.39%	\$255,607
Single-Life Woman	AIG	A	12,679	6.34	253,586
Single-Life Woman	American National	A	12,582	6.29	251,640

最近の年金保険をめぐるニュースはさえないものばかりだが、それに抵抗しているのが登録指数連動型年金保険（RILA）だ。業界最新のイノベーションであるRILAは、ここ2~3年で爆発的な人気を得た。RILAは、リスク回避的だが成長を求める投資家向けの商品で、株価指数に連動したパフォーマンスに上限を課す代わりに損失を限定する。

今年第1四半期のRILAの販売額は38%増の49億ドルだった。リンカーン・ファイナンシャル・グループのウィル・フラー上級副社長は、「過去100年以上の当社の歴史の中で最も商業的に成功した商品だ」と語る。業界全体におけるRILAの売上高の伸びは、3月に米国でパンデミックが深刻化したことで減速した。しかし、リムラは、RILAが今年、前年比で売上高が増加する唯一の年金商品になると予想している。

最も人気のRILAは「バッファ年金保険」と呼ばれる。この種の商品は、一定の損失（通常は10%、15%、20%のいずれか）を吸収し、それ以上の損失分は契約者が負担する。バッファが10%で、連動する株価指数の年間リターンがマイナス9%である場合、契約者の損失はない。マイナス12%の場合、損失は2%となる。

損失に対する保全、つまりバッファが手厚ければリターンの上限は低くなる。例えば、生命保険会社シメトラ・ライフはバッファ10%、リターン上限16%のS&P500指数連動型年金保険を販売している。同業のプロテクティブ・ライフの商品は同じくS&P500指数連動型で、バッファ15%、リターン上限13.5%である。

RILAが市場で足掛かりを得たため、一部の保険会社は、特色を変形させて現在の市場環境における投資家の好みに合うようなバリエーションを販売している。例えば、保険会社エクイタブルが最近発売したバッファ保険は、指数のリターンがゼロ以上であれば特定のリターンを提供する仕組みである。同社のS&P500指数連動型の商品はバッファが10%で、指数のリターンがマイナスにならないければ、11%のリターンが得られる。

RILAは契約条件が最近改善している唯一の年金商品だ。例えば、シメトラのS&P500指数連動型バッファ保険のリターン上限は2019年の12.5%から16%へ上昇した。リターン上限は毎年再設定されるが、一部の保険契約では数年にわたって固定される。ただし、上限が高く設定されるのは、市場のリターンが高くなる確率が低い場合である。

損失を吸収しつつ一定の上振れ余地を提供するというアイデアは目新しいものではなく、RILAの前に人気商品だった固定指数連動型年金保険と同じだ。しかし、固定指数連動型はリターン上限がRILAに比べて約4%も低い。これはリターンの多くを債券利回りに依存している上、損失を100%

保全するためである。RILAは契約者と保険会社がリスクを分担する。

調査会社キャネックスの年金保険調査責任者であるタミコ・トランド氏は、「一方の商品が良くて、もう一方が悪いということではない。個人の状況や、年金保険をどう利用するかによって変わってくる」と語る。

■ 所得保障年金の支払額は減少

Cash Refund: When an investor dies, any remaining principal is paid to heirs in a lump sum.

Company	Rating	Annual Income for Life	Annual Payout Rate	Total Income by Age 90
Joint Life Pacific Life	A +	\$10,259	5.13%	\$205,180
Joint Life CUNA Mutual	A	10,249	5.12	204,980
Joint Life Global Atlantic-Forethought Life	A	10,201	5.1	204,020
Single-Life Man CUNA Mutual	A	\$12,245	6.12%	\$244,894
Single-Life Man Global Atlantic-Forethought Life	A	12,227	6.11	244,543
Single-Life Man AIG	A	11,908	5.95	238,560
Single-Life Woman Global Atlantic-Forethought Life	A	\$11,707	5.85%	\$234,140
Single-Life Woman CUNA Mutual	A	11,683	5.84	233,660
Single-Life Woman American National	A	11,462	5.73	229,240

Note: AM Best Rating. Single life pays for one person's lifetime; joint life pays for both spouses' lifetimes.
Source: Cannex

所得保障に利用される年金保険の保険金は急激に減少している。これは低金利と市場のボラティリティ上昇の中で、保険会社にとって保険金支払いが高リスク・高コストになっているためである。

最も基本的な所得保障型年金保険である保険料一括払即時支払開始年金（SPIA）を見てみよう。SPIAは保険料を一括で支払うと、（最短で）翌月から終身にわたり年金が支払われるという保険だ。70歳の契約者が保険料20万ドルを支払い、10年確定（契約者が期間内に死亡した場合でも10年間保険金を受け取る）を選択したという想定で、受け取る年金が最高額となる保険契約を比較すると、昨年の年金は男性が1万5133ドル、女性が1万3813ドル、今年は男性が1万3559ドル、女性が1万2780ドルとなっている。女性の年金が少ないのは、年金額が平均寿命を考慮しており、女性は平均的に男性より長く生きるためである。

リムラによれば、第1四半期のSPIAの販売額は前年同期比32%減少し、年金保険のカテゴリーの中で2番目の大幅減となった。

■ 心の安定を求めて

Personal Pension: Assumes a 60-year-old invests \$200,000 and turns income on at age 70. Any remaining principal at death is paid to heirs. Joint life assumes a married man and woman are ages 60 and 55.

Company	Rating	Annual Income for Life	Total Income by Age 90
Joint Life CUNA Mutual	A	\$14,614	\$292,272
Joint Life Symetra Life	A	14,109	282,173
Joint Life Global Atlantic - Forethought Life	A	13,754	275,088
Single-Life Man CUNA Mutual	A	\$18,982	\$379,656
Single-Life Man Symetra Life	A	17,896	357,934
Single-Life Man Integrity Life	A +	17,223	344,470
Single-Life Woman CUNA Mutual	A	\$17,478	\$349,570
Single-Life Woman Symetra Life	A	16,886	337,728
Single-Life Woman Integrity Life	A +	16,212	324,238

あらゆる保険商品と同様に、年金保険はリスクが急上昇した時に輝く。今年の株式市場は悪夢のようなシナリオをたどったが、64歳独身の退職者であるスー・プロジェクト氏は安心して眠ることができた。同氏によれば、それは市場の状況がどうであれ、また自身が長生きしようとも、所得を保障してくれる変額年金のおかげだと言う。航空機大手ボーイングの防衛・宇宙・安全保障部門で財

務担当ディレクターを務めた同氏は、「相場が下落しても、収入のために投資資産を売却する必要がないという安心感を与えてくれた」と語る。

投資家は最近、年金保険の内容以外の選択肢にも直面している。販売額に応じて手数料を支払うタイプ（コミッションベース）と、運用資産額に応じて手数料を支払うタイプ（フィーベース）のどちらを選ぶかだ。年金保険は従来、保険代理店やブローカーがコミッションベースで販売するのが一般的だった。しかし、フィーベースの登録投資アドバイザー（RIA）が顧客に販売できるように、保険会社は過去2年間でフィーベースの商品を発売している。

DPLファイナンシャル・パートナーズは、ファイナンシャルアドバイザー向けにフィーベースの年金保険データベースを編集している。同社の創設者のデービッド・ロー最高経営責任者（CEO）によれば、過去2年間で800社に所属する約3000人のアドバイザーが、同社の有料サービスにアクセスするために登録を行った。ファイナンシャルアドバイザーは従来、複雑性ゆえに年金保険を避けていたため、これは注目すべき変化である。

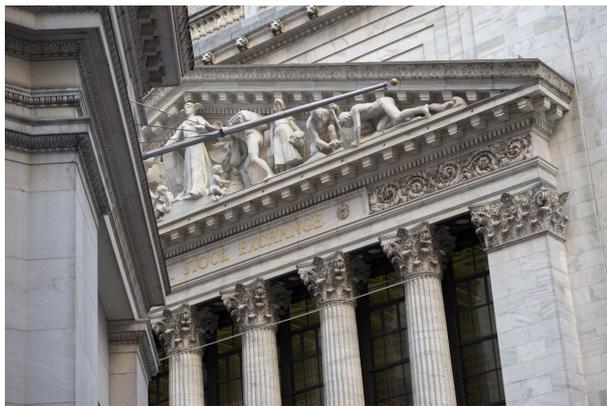
ウェルスワイズ・ファイナンシャル・サービスの創設者のロレーン・ギルバートCEOは、「私は顧客のヘッジとポートフォリオ保全のために年金保険を利用している。目的は退職後の収入を確保し、社会保障給付を補うことだ。105歳まで生きるか、75歳まで生きるか分からないところで、他に備える方法があるとは思えない」と述べる。

By Karen Hube
(Source: Dow Jones)

2. MSCIとS&Pグローバルは株価にかかわらず買い - Why MSCI and S&P Global Are Worth Buying at Any Price [フィーチャー]

ESG指数の需要が拡大

■ 指数プロバイダーの株価が上昇



Bryan R. Smith/AFP via Getty Images

インデックスを設定・算出し、使用ライセンスを供与する指数プロバイダーMSCI<MSCI>とS&Pグローバル<SPGI>の株価は割安ではないが、新たな商品やサービスが業績向上につながり、上昇基調を維持できそうだ。

MSCIの株価は、直近の370ドルまで年初から45%上昇し、2021年予想株価収益率（PER）は47倍である。S&Pグローバルの株価も、直近の354ドルまで年初から30%上昇し、2021年予想PERは32倍だ。

■ ESG指数、関連サービスで先行するMSCI

Long-Term Winners

Shares of MSCI and S&P Global have both rallied sharply, but could keep rising as profits grow.

Company/Ticker	Recent Price	12-Mo. Change	Market Value (bil)	2021E Revenue (bil)	2021E EPS	2021E P/E	Dividend Yield
MSCI / MSCI	\$370.16	53%	\$30.9	\$1.8	\$7.97	46.5	0.7%
S&P Global / SPGI	349.51	46	84.2	7.3	11.08	31.5	0.8

E=Estimate
Bloomberg

MSCIのビジネスモデルは、インデックスに基づいて運用される資産の一定割合を獲得するライセンス収入と、分析サービス手数料に依存する。アナリストのコンセンサス予想は、今年の売上高が前年比7%増の17億ドル、1株当たり利益（EPS）は同9%増の7.04ドル、来年は7.97ドルとなっている。

MSCIのインデックスライセンス収入と関連手数料は、今後4年間に年率9%の成長が予想されている。同セグメントは売上高の60%を占め、調整後利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）マージンは、第1四半期に74%と前年同期の71%から上昇した。

投資銀行BMOキャピタル・マーケッツのアナリスト、ヘンリー・ソー・チエン氏はMSCIの投資判断をアウトパフォームとし、「誰もがインデックスビジネスに参入したが。利益率が高いからだ。しかし指数プロバイダーは、事業基盤の強固さが違う」と語る。

チエン氏は、さらに上値があるとし、MSCIの目標株価を501ドルに引き上げた。同氏は、ESG（環境・社会・ガバナンス）をベースにインデックスを設定するMSCIの事業機会が過小評価されており、こうしたESGベースのインデックスの設定が今後3~5年に加速する可能性があると言う。同社は過去10年以上にわたりESG指数や関連する分析サービスに投資しており、ESG関連ビジネスでは同社の次を走る競争相手の2倍の規模である。

MSCIは94%の契約更新率を誇る。ESGに加え、MSCI指数から派生するオプションや先物取引、投資テーマやファクターに基づく上場投資信託（ETF）、気候変動に関連する分析サービスが成長をもたらすだろう。

MSCIは昨年、世界最大の独立系資産運用会社ブラックロック<BLK>との長期ライセンス契約の再交渉を経て、課題を解消した。ブラックロックはMSCI最大の顧客であり、売上高の12%を占める。「新しい契約は、MSCIから見れば以前ほど有利ではないが、MSCIの経済性をブラックロックの経済性に一層連動するようにした。以前の契約ではブラックロックの業績が良くない時に、MSCIが稼げる内容だった」と、MSCIのヘンリー・フェルナンデス最高経営責任者（CEO）は語る。

■ S&Pグローバルは債券発行の増加が追い風に

S&Pグローバルの株価は短期的にさらに上値が見込めるかもしれない。S&Pダウ・ジョーンズ指数からの収入は売上高の14%にすぎず、これ以外では信用格付け事業が最大のセグメントで、債券発行額の一定割合の他、信用力調査、格付け手数料などが収入となる。企業はリファイナンスやバランスシートを支えるために社債発行を増やしているものの、同社は2020年の世界の債券発行が減少すると予想している。

とはいえS&Pグローバルのビジネスは強固で、売上高の約43%はサブスクリプション契約に基づいており、今年はその底堅さが証明された。アナリスト予想では、2020年の売上高が前年比4%増

の69億ドル、EPSは同7%増の10.24ドルとなる見通しだ。MSCI同様に収益性は高く、調整後EBITDAマージンは約53%である。

S&Pグローバルの株価はアナリスト目標の中央値である348ドルを上回っているため、目先の上昇は限られるかもしれないが、長期的には企業による債券発行の増加とESGを含むインデックスデータ・分析の需要拡大が株価上昇を支えるだろう。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

3. 指数プロバイダーは特斯拉にさえも多大な影響を持つ - The Big 3 Index Providers Have a Huge Amount of Power—Even Over Tesla [フィーチャー]

寡占でもうかる事業

■ インデックスファンド増加で、株価指数の利用も増加



Illustration by Aaron Dana

今年、電気自動車メーカーの特斯拉<TSLA>がS&P500指数の構成銘柄だったら、同社とその株主にとって大きな成果が得られていただろう。特斯拉の株価は年初来で259%上昇している。S&P500指数に追随する投資家、または同指数をパフォーマンスの基準とする投資家は、特斯拉を保有していなければ指数をアンダーパフォームすることになり、そのようなリスクを冒したくないファンドマネジャーは、特斯拉を保有しなければならなかったはずだ。

アップル<AAPL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、マイクロソフト<MSFT>といった

一握りのハイテク銘柄が過去数年間に株式市場の上昇の大半に貢献した背景には、アンダーパフォームに関する同様の懸念が働いている。これは指数の力、ひいてはS&Pグローバル<SPGI>が過半数の株式を保有するS&Pダウジョーンズ・インデックスなどの指数プロバイダーの力である。指数プロバイダーは、株価指数への銘柄組み入れにルール（時価総額、企業所在地、財務力など）を設定し、資金フロー、個別銘柄の需要、さらにはわれわれのポートフォリオの構成にも影響力を持つ。

さまざまな株価指数をベンチマークとするファンドの時価総額は8兆5000億ドルを超えており、ファンド業界の資産の41%を占める（2005年は14%）。ボストン連銀によると、株式のインデックスファンドの時価総額は米国株式市場の14%を占めている（2005年は4%未満）。ブラックロック<BLK>によると、米国以外の株式市場では、インデックス系ファンドが18%超を占め、その大半はミューチュアルファンドや上場投資信託（ETF）以外となっている。ファンドマネジャーやアナリストは、インデックスファンドの割合が引き続き上昇すると予想している。

この上昇の背景には、指数プロバイダー数社が支配する業界の発展がある。S&Pグローバル、MSCI<MSCI>およびFTSEラッセルが株価指数の70%を支配しており、バートン・テイラー・インターナショナル・コンサルティングによると3社の昨年に関連部門の売上高は合計37億ドルだった。他にも株価指数を提供する企業は現れたが、売上高で大手3社に匹敵する企業はない。

指数プロバイダーは、株価指数を投資商品の開発や社内利用のために、銀行、ファンド会社およびその他金融機関に対してライセンス供与して収入を得る。事業の収益性は極めて高く、MSCIの株価指数事業の営業利益率は73%となっている。

インデックス投資は、個別銘柄だけに影響するのではない。国や地域も、株価指数でどのように分類されているかによって、株式市場へ多額の資金が流入し得る。MSCIは2018年に中国本土のA株を新興国指数に含めることを決めた。472銘柄が加わったことで、同指数における中国の割合は28%から41%へ上昇した。リフィニティブによると、MSCI新興国指数のインデックスファンドまたは、それをベンチマークとするファンドの時価総額は2820億ドルを上回る。

MSCIは、中国A株を含めることで批判を受けた。ウォール・ストリート・ジャーナルは2019年初めに、A株を含めるよう中国政府がMSCIに圧力をかけたのではないかと報じた。フロリダ州選出のマルコ・ルビオ上院議員は昨年、中国共産党が支配する企業への投資を許可したという内容の書簡をMSCIに送って同社を批判した。

MSCIのヘンリー・フェルナンデス最高経営責任者（CEO）は、「われわれは、誰のためにも規則を曲げたりしない。各国は、より良い地位にあるべきだという理由の説明を試みるが、われわれは手法と基準について説明し、どうするかは皆さんの判断次第だ」と述べている。

ETFの台頭によって、インデックス投資は近年、ますます顕著になっている。世界のETFの運用資産は、2019年には6兆ドルを超え、2010年の1兆3000億ドルから増加した。ほぼ全ての新規ETFは、株価指数を追随している。ETFの運用資産は、バンガード、ブラックロックのiシェアーズ、ステート・ストリート<STT>のステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズに集中している。これら企業は、MSCI、S&PおよびFTSEラッセルの株価指数に大きく依存している。

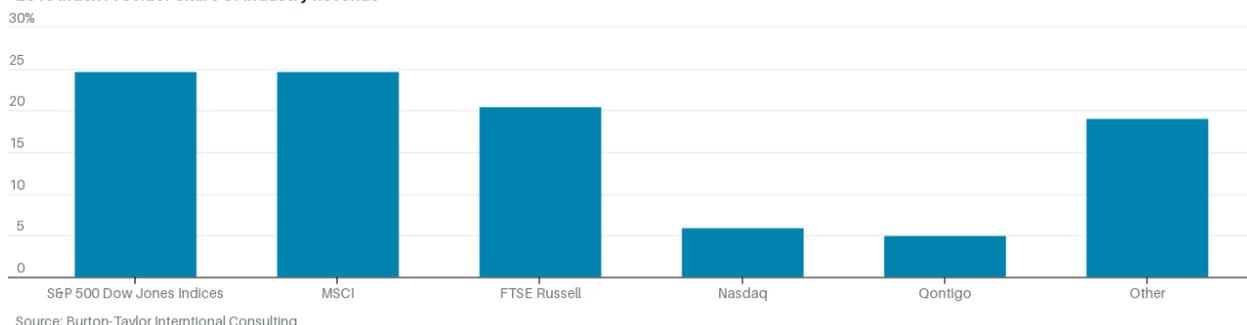
ESG（環境、社会、ガバナンス）投資は、新たなインデックスファンドや関連サービスにおいて特に伸びている分野である。年金などの機関投資家は、ESGの基準でますますスクリーニングするようになっており、炭素排出量や労働慣行を報告する必要がある。S&Pは昨年、ESG評価の新たなサービスを開始し、今年初めにはESG評価事業を買収した。

■ 多少の逆風も

Meet the Gatekeepers

MSCI, S&P Global, and FTSE Russell dominate the market for index construction, boasting data, history, and brand recognition.

2019 Index Provider Share of Industry Revenue



指数プロバイダーは多くの逆風に直面している。欧州連合（EU）は2018年に、業界における利益相反に対処するために、一連の「ベンチマーク規制」を発表した。新たな規則は、ベンチマークの恣意（しい）的な操作防止を目的としており、ガバナンスや報告に関する新たな手続きが盛り込まれている。

指数プロバイダーは手数料の引き下げにも直面している。ブラックロックは最近、iシェアーズで利用するためのライセンス料をMSCIとの間で新たに交渉し、これによりMSCIの収入が減少する可能性がある。また、フィデリティのようなファンド会社がライセンス費用削減のために、自社開発の株価指数を構築して運用している。フィデリティが手数料無料のインデックス・ミューチュアルファンドを提供できる理由の一つは、社内開発の株価指数にある。

しかし、業界の専門家は、大手の指数プロバイダーを押しよけるためには、新たな株価指数の開発以上のものが必要になるだろうと言う。既存の大手は、過去のデータや信頼されたブランドなど、優位点が多過ぎて覆すのは極めて難しい。BMOキャピタル・マーケットのアナリストであるヘンリー・ソー・チエン氏は、「株価指数の自社開発は常に脅威であったが、いままで一度も現実化したことがない」と語る。フェルナンデス氏も懸念していないようで、「自社開発の株価指数は競争激化を意味するが、われわれはそれを歓迎する。株価指数の自社開発が当社の存在を脅かす脅威だとは考えていない」と語る。

By Daren Fonda
(Source: Dow Jones)

4. ミニチュア版のバークシャー・ハサウェイ、グラハム・ホールディングス - Graham Holdings Is a Smaller—and Cheaper—Berkshire Hathaway 今後に期待できる割安なコングロマリット

[注目銘柄]

■ グラハム家の同族企業

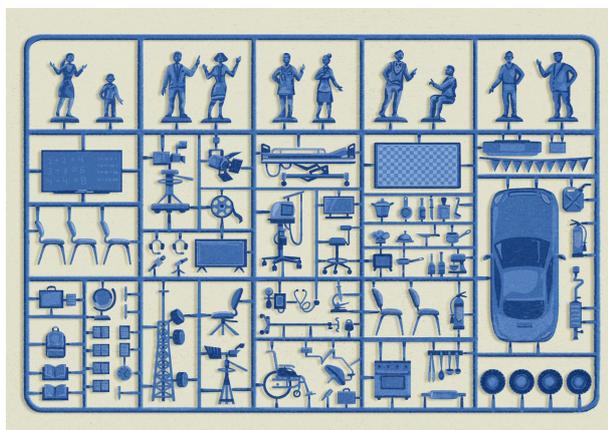


Illustration by Francesco Bongiorno

米国新聞業界において最も名の知れた二つの家族は、別々の方向に進んできた。ニューヨーク・タイムズ紙を支配するサルツバーガー家は、他の資産をほぼすべて売却し、旗艦紙への投資を強化した。ニューヨーク・タイムズ<NYT>は、大規模で成長を続けるデジタル読者基盤が投資家に好まれ、現在最も人気の高いメディア企業の一つになっている。

一方、ワシントン・ポスト紙を保有していたグラハム家は逆の路線を選んだ。彼らは2013年に同紙をアマゾン・ドット・コム<AMZN>のジェフ・ベゾス最高経営責任者（CEO）に2億5000万ド

ルで売却した。

グラハム家の企業であるグラハム・ホールディングス<GHC>は、現在は目立たない小規模なコングロマリットとなっている。同社の株価は年初来40%下落して約360ドルと、同社の推定資産価値の半額ほどで、魅力的に見える。配当利回りは1.6%だ。

■ テレビ事業のスピンオフで価値向上の可能性

Post Post

Graham Holdings is a diversified holding company that once owned the Washington Post. Here are its main assets:

Asset	Estimated Value (mil)
TV Stations	\$1,600
Kaplan (Education)	900
Manufacturing	500
Health Care	250
Other Businesses	400
Net Cash, Investments	100
Total Assets	\$3,750
Asset Value per Share	\$707 (
Recent Price per Share	\$360 (

Showing 1 to 9 of 9 entries

Barron's estimates

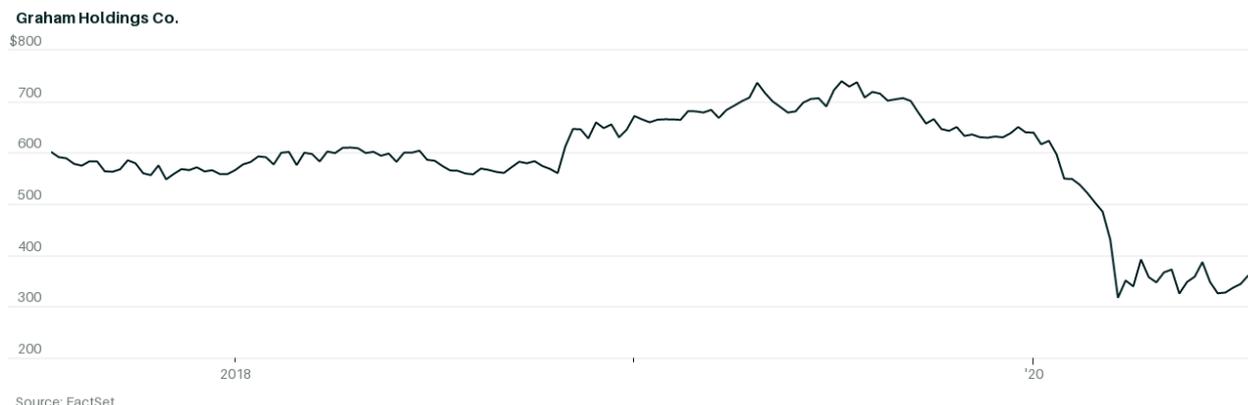
ニューヨークのマディソン・アベニュー・パートナーズでポートフォリオマネージャーを務めるイーライ・サマハ氏は、キャッシュフローの多様性と経営方針から同社を「ミニチュア版のバークシャー・ハサウェイ<BRK.B>」と表現する。同氏はサム・オブ・ザ・パーツ分析に基づき、グラハム・ホールディングスに1株当たり700~800ドルの価値があると述べる。1年前の株価が750ドルであったことを考えると、無理のある推計ではなさそうだ。

サマハ氏によると、同社のテレビ事業はデトロイト（NBC）、ヒューストン（NBC）、フロリダ州オーランド（CBS）、サンアントニオ（ABC）のネットワーク関連会社を傘下に抱え、現行の同社の時価総額に近い約16億ドル相当の価値を有する。主な放送局は各エリアでトップまたは2位にランクインし、上場しているテレビ局の中で最高水準の利益率を誇っている。

「グラハムには株主価値のために正しいことをしてきた長い歴史がある。近年では多数の自社株を買い戻し、ケーブルテレビ事業をスピンオフした。次の合理的なステップは、テレビ局のスピンオフまたは切り離しだ」とサマハ氏は指摘する。

グラハム・ホールディングスのティム・オショーンシーCEOは5月、同社はテレビ事業の売却を検討していたものの、豊富なキャッシュフローもあって今では喜んで保有していると語った。前例として、同社のケーブルテレビ事業ケーブル・ワン<CABO>は2015年にスピンオフされており、その後株価はほぼ4倍になっている。

■ 多彩な事業を抱える構造



時価総額が20億ドルに満たない企業としては、グラハム・ホールディングスは多くの事業を抱えて

いる。傘下にはテレビと教育に加え、一連の製造企業、その他中堅企業とスタートアップを取り混ぜた各種の事業が存在する。その中には電子メディアのスレート、ポッドキャスト業界向けのサービス事業者メガホン、複数の自動車販売店、そしてワシントン周辺の飲食店グループも含まれる。

グラハム・ホールディングスはかつて、論争の的となった営利目的の教育事業の大手だったが、2018年にパデュー大学と提携することで事業から手を引いた。現在は大学が学術面を担当し、グラハムはオンライン大学パデュー・グローバルのマーケティングとインフラを担当している。

教育事業の中で規模と価値が最も大きいのは海外事業で、英国をはじめ他国の大学へのリーダープログラムや、第二言語としての英語教育プログラムが含まれる。また、独自の試験対策事業カブランはオンラインモデルに移行しつつある。

■ 経営方針もバークシャーにならう

バークシャー・ハサウェイのウォーレン・バフェットCEOは、ワシントン・ポストの前会長を務めたキャサリン・グラハム氏（2001年死去）の長年の友人兼アドバイザーであった。その縁もあって、グラハム家はバークシャーを経営の参考にしている。

グラハムは、コングロマリット構造、強固なバランスシート（ネットキャッシュ及び有価証券で約1億ドルを計上）、そして年次の株主向けレターと年次株主総会を除いて投資家とのコミュニケーションがほとんどないという点で、バークシャーを模倣している。

グラハムは依然として同族企業であり、グラハム家が推定20%の株式を保有し、そのほとんどがクラスA株式であることによって取締役会を支配している。38歳のオショーンネシーCEOは、元CEOで現会長のドン・グラハム氏の娘と結婚している。

グラハムの財務業績は、単発のイベントや株式ポートフォリオの価値変動の影響を受けることが多い。同社の2019年の1株当たり利益（EPS）は32.89ドルだった。

より良い指標はフリーキャッシュフローで、昨年は1億9300万ドル、1株当たり約36ドルだった。5月の年次株主総会で、オショーンネシーCEOは同社が2020年に「意味のある営業キャッシュフロー」を生み出すと予想していると語ったが、詳細は明らかにしなかった。

本誌のサム・オブ・ザ・パーツ分析では、1株当たり700ドルを超える価値が算出される。本誌はテレビ事業の価値を16億ドル、2018年と2019年の平均調整後営業利益の約8倍と評価している。

教育事業は、利益が落ち込んでいるため評価がより難しくなるものの、本誌は9億ドルと評価した。昨年の売上高15億ドルと比較するとごくわずかだ。製造企業の評価は5億ドル、これは過去12カ月のフリーキャッシュフローの約10倍に相当する。（年金制度は、昨年末で13億ドルと資金過剰になっていたが、マネタイズが容易ではないため評価に含めていない。）

グラハム・ホールディングスは、過小評価されている小規模なバークシャーに相当し、テレビ事業のスピノフが良い変化につながる可能性も十分に期待できる。

By Andrew Bary
(Source: Dow Jones)

5. 新型コロナワクチンの開発競争には政治的な副作用も - The Vaccine Race [フィーチャー]
 Might Have Political Side Effects
 オクトーバー・サプライズの可能性とリスク

■ 究極のオクトーバー・サプライズ？

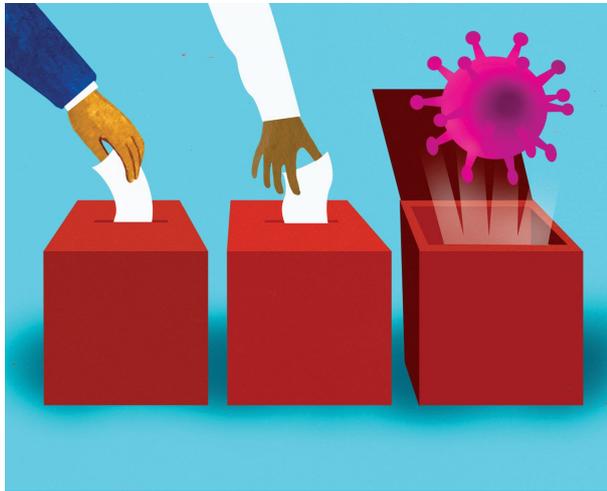


Illustration by Ellen Weinstein

米国で新型コロナウイルスによる危機が拡大する中、ワクチン開発競争が選挙日程とぶつかることになりそうだ。米製薬大手ファイザー<PFE>は、早ければ10月には新型コロナウイルス用ワクチンの承認申請を米食品医薬品局（FDA）に提出すると発表した。一方、米連邦政府の新型ウイルスワクチン開発プログラムも、10月までに英国の製薬会社アストラゼネカ<AZN>が開発中のワクチンの承認を目指すとしている。

このいずれか、あるいはモデルナ<MRNA>などワクチン開発競争を繰り広げる他の企業が大統領選の前に大規模な第3相臨床試験で良好な結果を出せば、FDAはその歴史上最も難しい決断の一つを下すことになるかもしれない。ワクチンの迅速

な開発がトランプ政権のパンデミック（感染症の世界的流行）対策の重要な柱になっており、11月3日より前にワクチンが認可されれば、政権にとって大きな政治的勝利となる可能性がある。

2016年の大統領選でテッド・クルーズ陣営のリサーチ・ディレクターを務め、現在は調査会社WPAインテリジェンスで最高経営責任者（CEO）を務める共和党世論調査員クリス・ウィルソン氏は、「究極のオクトーバー・サプライズになる」と言う。

■ 大統領選を控えた緊急使用許可圧力

共和党と民主党がこの夏に議論を予定していた数々の政策課題は、新型コロナウイルスによるパンデミックと、これによる経済危機に取って代わられた。そして、政権側の危機に対するこれまでの対応を考えれば、トランプ大統領に勝ち目はないと言う専門家もいる。しかし、そうした見通しも今後15週間のパンデミックの進展次第で変わる可能性はある。

調査会社ハート・リサーチ・アソシエイツの会長で、民主党世論調査員のピーター・ハート氏は、「トランプ氏にとっては、もう手遅れだ。国民が経験したこと、今現在経験しつつあることが、何か新しい情報で塗り替えられて、万事めでたしということにはならない」と語る。

ワシントン大学保健指標評価研究所（IHME）は、現在1日平均700人の新型コロナによる死者数が11月1日までに800人を超え、ロックダウン（都市封鎖）が解除され続ければ1300人に達すると予測する。その時までにはワクチンが認可されれば希望が出て来る。専門家はワクチンが正常な生活を取り戻すためのカギであるとし、トランプ大統領は繰り返し迅速な対応を約束してきた。同大統領は、7月14日の記者会見で、「極めて近い将来、幾つかワクチンに関する良いニュースがあるだろうと思う」と述べている。

FDAには選挙前に新型コロナウイルス用ワクチンを承認する時間は恐らくないだろう。しかし、同局は緊急使用許可の発行が可能で、これにより医師は未承認薬を使用することが可能になる。2017

年から2019年まで米保健福祉省の副次官補を務め、現在は投資銀行レイモンド・ジェームズでアナリストを務めるクリス・ミーキンス氏は、「選挙前に少なくともワクチンの緊急使用許可を発行するよう、FDAには大きな圧力がかかるだろう。ワクチン開発を計画通りに進めるのは難しいが、仮に計画通りに進めば、選挙日より前に緊急使用許可が発行される可能性が高い」と語る。

■ 拙速なワクチン使用許可は不信を招くリスクも

しかし、FDAの元関係者は、選挙前に特定の新型コロナウイルス用ワクチンを承認するよう圧力をかければ、その安全性について国民が疑問を抱くことになり、全体的な回復を遅らせると語る。米国民の中には既にワクチンに懸念を持つ者もいる。AP通信の調査によると、米国民の5分の1は新型コロナウイルスワクチンを拒否すると回答し、3分の1はワクチンを接種するか分からないと回答している。3月、トランプ大統領が新型コロナウイルス治療薬としてヒドロキシクロロキンを推奨した後、FDAはこの薬の緊急使用許可を発行したが、有効性がないとする研究結果を受け、先月になり、この許可を取り消した。

FDAで2009年から2014年まで主席サイエンティストを務めたジェス・グッドマン博士は、「私も含め多くの人が懸念しているのは、この困難な時期に、同じような圧力をFDAだけでなく政府の他の関連部局も受けていることだ。もしFDAがそうした圧力に屈しなかったとしても、そのリスクがあるというだけで、国民の信頼が損なわれる」と指摘する。

前例もある。1976年の大統領選挙の数カ月前、フォード大統領は、パンデミックになるリスクがあると考えられていた新しいインフルエンザ株に対し、全国民にワクチンを接種させるキャンペーンを支持した。パンデミックは起きず、4000万人に投与された時点で少数の被接種者がギラン・バレー症候群を発症し、ワクチンの接種は中止された。この事件は現在のワクチン不信の遠因にもなっている。

FDA当局者は、新型コロナウイルスのワクチンについては科学的な根拠に基づいて判断するとしている。先週、ニューヨーク経済クラブのウェビナーで、FDA長官のステーブン・ハーン博士は、同局は「データに基づいてボールかストライクかを判定する」と語った。元保健福祉省次官でハーバード大学公衆衛生大学院教授のハワード・コー博士は、外部から多数の目でワクチンのデータを吟味されるため、FDAは正しい行動を取るだろうとし、「科学界や医学界、そして国際社会がこうした状況で最高水準の科学以外を受け入れるとは思わない」と語る。

仮にFDAが選挙前にワクチンを認可したとしても、大統領にとって明確な勝利にはならないかもしれない。2008年から2017年までFDAに勤務し、その後2019年まで国家安全保障会議のメンバーを務めたルシアナ・ボリオ博士は、ワクチンの認可直後は、「こんなに早い段階で接種したくないという人々や、供給が限られる中、自分が接種できなければ憤慨する人々が出てくる可能性がある」として、厄介な状況になり得ると警告する。

By Josh Nathan-Kazis
(Source: Dow Jones)

6. 女性アドバイザートップ100人のダイバーシティ推進法 - How the Top

[フィーチャー]

100 Women Advisors Are Pushing for More Diversity

混乱の時こそ変革のチャンスも大きい

■ ウェルスマネジメントにダイバーシティが重要な理由



Illustration by Golden Cosmos

ウェルスマネジメント業界にはダイバーシティ（人材の多様性）面での問題がある。まず、業界のファイナンシャルアドバイザーのうち女性が占める割合は20%に満たない。大手ウェルスマネジメント会社の20年にわたる男女平等の取り組みにもかかわらず、この数字はなかなか変わらなかった。性別以外にもダイバーシティの不足がより顕著に感じられるのは年配の白人が多いという点だ。調査会社のJDパワーによると、米国のアドバイザーの平均年齢は約55歳で、20%が65歳以上だという。米国の人口に占めるヒスパニックとアフリカ系の割合は31.3%だが、認定ファイナンシャルプランナー（CFP）に占める割合は3.7%にすぎない。「業界はダイバーシティに取り組んできたが、全般に素晴らしい成果があったとは言えない」とウェルズ・ファーゴ・アドバイザーズのダイバーシティ・クライアント・セグメント・グループ

の責任者、デービッド・ドーキンズ氏は述べる。

ダイバーシティが重要視される理由は多い。米国において白人以外の人の割合は増加しつつあり、2045年までには過半数を超えると予想されている。一方、女性は男性より長生きし、毎年世界の富を保有する割合は増えている。ボストン・コンサルティング・グループによると、女性は今や世界の富の約3分の1を握っている。さらに、女性は年率6.1%の複利で富を増やしており、毎年世界の富に金額にして約5兆ドルを加えている。人間には同類を好む傾向があるため、多様性のある顧客に対応するには多様性のあるアドバイザーで対応することは筋が通っている。また、ダイバーシティがビジネス上有効な別の理由として、多様性はクリエイティブな計画立案や問題解決を促進することも挙げられる。多様性の高いチームの業績はそうでないチームより高いとする研究結果もある。

■ ダイバーシティを高める方法

それではウェルスマネジメント業界がダイバーシティを高めるにはどうすればよいのか。言葉ではなく実践が重要と言うのはUBSの6人のチームで構成されるエバグリーン・ウェルスマネジメントの共同設立者アンジェラ・ムワンザ氏だ。同氏は、「500年近くも続くシステムを崩すために重要なのは、実践的な変革の努力をしなければ実際はそのシステムに貢献していることになるという認識だ」と述べる。

困ったことに、変革しなければいけないことが非常に多く、ウェルスマネジメント業界の均質性を変えるのは無理だと思えることがある。明るい面としては、ダイバーシティ改善に対する意欲が以前より高まっており、ウェルスマネジメント・チームという変化を実現するためのメカニズムが既に備わっていることが挙げられる。10年前の業界は一匹狼として活動するアドバイザーが支配的だったが、チーム重視へと業界の傾向が徐々に変化し、今やチームの方が圧倒的な存在だ。これら

のチームはインフラや専門知識を持っているだけでなく、極めて重要なことに、これまでは入ることができなかった社会的ネットワークへのアクセスをもたらす。「有色人種のアドバイザーはネットワークがないため成功するのがより難しい」とムワンザ氏は述べる。同氏のチームは、超富裕な家族にサービスを提供しており、ダイバーシティの拡大に向けチーム内での初心者からの教育というアプローチを採用している。

多様性のある才能を見つけることは従来通りのやり方の枠を超えることもある。均質的なチームの多くが高いレベルの仕事をしていることも事実だ。しかし、米国最高のアドバイザーらは、多くの人が「十分」と思うようなことに関しても、自分自身のみならず顧客のため、世界のために一層良い仕事をする意欲を持つ。多くの成功したアドバイザーチームはダイバーシティの面でもリーダーシップを発揮しつつある。成功したチームがもっと参加するようになれば、業界としてもこれまでよりも幅広い層の顧客を歓迎するようになる可能性がある。ムワンザ氏は会社レベルでは従業員の構成に関する目標設定や可視化を支援しており、「数値的な透明性を提供するのには、マラソンを走ると周囲の人に言って回るようなもので、責任を持ってやり遂げなければならない」と述べる。

■ 女性アドバイザーの特徴

本誌の女性アドバイザートップ100ランキングは今年で15周年を迎える。この期間にトップの女性アドバイザーらははずば抜けて優秀な業績を上げただけでなく、ダイバーシティの推進者でもあった。

彼女らはEQ（心の知能指数）においても優れている。これは警官による黒人殺人事件を受けて社会的正義を求める動きから起きた社会的混乱の中において非常に求められているスキルでもある。トップ3にランキングされ、ニューバーガー・バーマンで24億ドルの資産を運用するステファニー・シュティーフェル氏は、「女性は男性とは異なったスキルセットを使う。例えば思いやりとか共感を多く使い、財務状況や価値に対する感受性も高い。そのため、顧客の目的や目標の理解がより十分に生まれ、より包括的な解決策につながる」と述べている。

大半の投資家は、2～3月の大暴落後の急回復に対してはうれしい驚きを感じてきた。しかし投資アドバイザーは経済のファンダメンタルズの悪さに気付いていないわけではない。「株価と経済の見通しの間に断絶がある。市場は最良のシナリオに基づいて動いているようだが、『最良』のことが起きる確率はどの程度あるのか分からない」と語るのはモルガン・スタンレーで10人のチームとして27億ドルを運用するメアリー・デサレージ氏だ。同氏の今年のランキングは10位だが、今後経済も市場も長くつらい歩みとなる可能性がある中、顧客のリスク許容度がそれに対応したものになるよう密に連絡を取り合ってきた。「高齢者にとっては、新型コロナウイルスは、不安、恐怖、孤独、孤立の連続だ。一体いつになったら正常に戻るのかという大きな疑問が残る。不確実性が大きいため人々は不安になる」と述べる。

ランキング入りした他のアドバイザーたちも同じく警戒感を持っている。99位にランクインし、アメリプライズ・ファイナンシャル・サービスで8億8500万ドルを運用するオードリー・ビゲイ氏は、「真の回復が訪れるまでにもう1度下落するのが典型的で普通だと顧客に念を押ししている」と述べる。同氏は、パンデミックがいつ終わるのか分からないが、メディアが流す不穏なニュースと自分のポートフォリオのパフォーマンスを混同しないようにと助言する。

混乱の時にこそ大きな変化のチャンスがやってくる。最高のアドバイザーにとっては、本当に顧客に価値をもたらす存在だと示す機会でもある。米国がさまざまな危機を乗り越える中でも、ダイバーシティ実現への扉も開かれているとドーキンズ氏は希望を持ち、「人種問題に関しては重要な瞬

間であり、システミックな問題に対処する真の機会がある」と述べる。

By Steve Garmhausen
(Source: Dow Jones)

7. ついにハイテク株が痛手を受ける - Tech Finally Took It on the Chin ハイテク株の急落を示唆する兆候が増える

[米国株式市場]

■ ナスダック総合指数の下落



Jeenah Moon/Getty Images

誰もがハイテク株を愛しているものの、驕り（かげり）の兆候も出始めている。ナスダック総合指数は2020年に投資家が選ぶべき指数となっており、ハイテク株比率の高い同指数は年初から17%上昇している。一方、S&P500指数は年初からほぼ横ばいだ。

同時に、ハイテク株が唯一の選択肢だった20数年前の時代を思い出させるような小さな出来事も幾つかあった。市場では光り輝く新しいものを好む傾向が続いており、先週あった7件の新規株式公開（IPO）では、取引初日の株価が公開価格の2倍以上となった。これは2000年以來のことで、その中には先週火曜日に公開したクラウドバンキング向け金融ハイテク企業のエヌシーノ<NCNO>が含まれる。

それでもナスダック総合指数は先週痛手を受けた。同指数は1.1%下落して1万503.19となったが、S&P500指数は1.2%高の3224.73で引けた。この週間における2.3%ポイントの差は2016年以降で最大だった。ダウ工業株30種平均は両指数を上回る2.3%高の2万6671ドル95セントとなり、小型株のラッセル2000指数は3.6%高の1473.32で週末を迎えた。

■ ボラティリティの上昇

この1週間の数値は気にするほどではないものの、ナスダック市場の下げ方には気になるものがある。大きく上昇した後に起きたからだ。先週月曜日に、ナスダック100指数（ナスダック上場の、金融機関を除く時価総額上位100銘柄で構成）は前日比でプラス2%まで上昇した後に2%以上の下落で引けた。これはあまり頻繁に起こることではなく、実際、同指数が前日から1%以上上昇した後に1%以上の下落で引けたのは、これまで9回しかない。サンディアル・キャピタル・リサーチによると、それが起きてから3カ月後のナスダック100指数は60%の確率で下落し、平均下落率は4.4%だった。そして、2%以上上昇して新高値を更新した後に2%以上の下落で引けた日が1日だけあり、それは2007年3月7日だった。

サンディアル・キャピタル・リサーチのジェーソン・ゲップファート社長は「これらの銘柄の上昇は歴史的なものであり、指数の動きの根底にある多くの銘柄のモメンタムは弱まっている。今後も途切れることなく高値を更新していくとは考えにくいので、注意が必要だ」と述べている。

ハイテク株の上昇に対して警告を発する指標はこれだけではない。ナスダック100指数のボラティリティを表すシカゴ・オプション取引所（CBOE）のVIX指数は、同様にS&P500指数のボラティリティを表すVIX指数を3月では下回っていたものの、7月は上回っている。BTIGのストラテジスト

であるジュリアン・エマニュエル氏によると、これは歴史的には問題が起きる兆候だという。「このようなVIX指数とVIX指数の素早く強烈な入れ替わりは、特に3カ月という時間枠を考慮すると、絶対的および相対的なナスダック100指数のアンダーパフォームにつながる傾向がある」と同氏は指摘する。

■ 業績発表と経済指標

現時点でナスダック市場に必要なのはきっかけであり、それはちょうど一つだけあるようだ。業績発表シーズンは始まったばかりだが、これだけのアウトパフォーム後に、最も人気のあるハイテク株がアンダーパフォームする理由として絶好のものだろう。先週木曜日の引け後に決算を発表したネットフリックス<NFLX>の株価は金曜日に6.5%の急落となった。他のFAANG銘柄も同様の反応を示す可能性がある。

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「大きな期待が織り込まれており、業績発表によってアウトパフォームするようなポートフォリオをこれらの銘柄で組むことはない」と述べる。

ただし、これらの銘柄がある時点で反騰しても驚きではないと同氏は指摘する。最近の投資家はハイテク株に安全を求めており、最新の経済指標からは今後に厳しい経済局面が来ることが示唆されているからだ。例えば、木曜日に発表された週間の新規失業保険申請件数は前週からほとんど減少しておらず、金曜日に発表されたミシガン大学の消費者信頼感指数では将来への期待が大幅に低下していることが明らかになった。米国南部のサンベルト地帯での新型コロナウイルスの感染拡大がさらに影響し始めた兆候だ。

ドナベディアン氏は「7月の雇用統計がこれまでよりも見劣りするものとなり、8月までに再びマイナスの数字が出てくる状況が見られるかもしれない」と述べる。

しかし現時点では、2000年との比較においても経済指標においても、あまり気にすることはないのかもしれない。ハイテク株が上昇する中で、ブレドス（上昇銘柄数と下落銘柄数の差）が堅調に推移しているからだ。ウェリントン・シールズのフランク・グレッツ氏は「騰落株線が新高値を更新しており、ほとんどの日で大多数の銘柄が上昇している。市場が大幅に下落する兆候ではない」と指摘している。もちろん、われわれは下落を求めているわけではない。

By Ben Levisohn
(Source: Dow Jones)

8.

ソフトバンクグループ傘下のアームの上場観測が浮上 - Why SoftBank's

[ハイテク]

Chip Business Could Be the Next Big IPO

現在の評価額は買収価格の320億ドルを上回る400億ドル超との見方も

■ IPOが実現すれば大型半導体銘柄の上場はほぼ10年ぶり



Courtesy Arm

ハイテク株の新規株式上場（IPO）の復活は今年最大のサプライズの一つだ。とはいえ、その顔触れは主にソフトウェアおよびクラウド企業だ。ハードウェア企業のIPOは極めて少なく、大手半導体銘柄が最後に上場したのは10年近く前のことだ。しかし、こうした閑散とした状態に終止符が打たれる可能性がある。

複数の報道機関は先週、ソフトバンクグループ<9984>（以下、SBG）が傘下のアーム・ホールディングスの売却またはIPOを検討していると報じた。SBGは2016年にアームを320億ドルで買収したが、IPOに際しての評価額は400億ドルを超える可能性がある。

アームとSBGは、報道内容とアームに関する今後の計画についてのコメントを避けた。だが、アームのIPOは理にかなっており、投資家に半導体ビジネスの将来に関する重要なシグナルを発している。

■ モバイル端末向けプロセッサの95%以上がアームの技術を使用

アームはインテル<INTC>のような伝統的な半導体メーカーではない。インテルは半導体を設計し、製造し、デバイス機器メーカーに販売する。アームは半導体を設計するだけで、ブロードコム<AVGO>、マーベル・テクノロジー<MRVL>、エヌビディア<NVDA>などの半導体メーカーにライセンス（特許使用権）を提供する。これらの会社がアームの設計した半導体を販売したときにロイヤリティを得る。

アームにとって最大の市場は、長年にわたりモバイル機器である。同社によると、アームの設計または特許を使用したマイクロプロセッサは、世界のスマートフォンとタブレット端末の95%以上に使用されている。また、SBGがアーム買収を発表したとき、孫正義最高経営責任者（CEO）は、アームがモノのインターネット（IoT）の重要な原動力になると期待していると述べた。

1年前、アームのサイモン・セガーズCEOは筆者に対し、SBGの下で非公開化されたことで情報開示義務から解放され、2000人以上のエンジニアを追加でき、IoTなどの新しい取り組みを拡大できたと語った。同氏はアームが2023年まで非公開のままとなる可能性が高いとも述べたが、1年の間に多くのことが起こり得る。先週の報道によると、SBGはゴールドマン・サックスをアドバイザーとしてアームの戦略的選択肢を調査しており、その選択肢には全ての持ち分を売却するか、株式再上場のスケジュールを数年前倒しすることが含まれている可能性がある。

こうした報道のタイミングは理にかなっている。一つには、SBGが自社の時価総額と保有している資産の価値との間の大きなギャップを埋めることにやっきになっているからだ。同社はTモバイルUS<TMUS>の持ち分を大半を売却済みだ。また、アリババ・グループ・ホールディング（阿里

巴巴集団、BABA)と通信会社ソフトバンクの持ち分の一部を売却した。こうした資産売却が一巡すると、投資銀行の関心がアームに向けられるのは当然である。半導体企業の株式を売却するタイミングは、ハイテク株が上昇している今が最善かもしれない。

アームが非常に多くの半導体メーカーにライセンスを提供していることを考えると、SBGがアームにとっての戦略的な買い手を見つける可能性は低い。もしアームがインテルやクアルコム<QCOM>のような大手半導体メーカーの一部になれば、全方位型ビジネスアプローチは危うくなるだろう。

■ 2021年中にIPO、持分の一部を売却するとの見方も

SBGが取る可能性が高いのは、IPOに合わせて保有株式の一部を売却するアプローチだ。このアプローチは、アームの株式の75%を保有するSBGと、残りの25%を保有するビジョンファンドの両方に現金をもたらすことになる。

アームのIoT事業はSBGが保有し続ける可能性が高い。SBGは先月、アームのIoT部門を別の完全子会社に移すと明らかにしたばかりだ。アームのIoT以外の部分は、次世代通信規格「5G」ネットワークの立ち上がりにちょうど間に合う形で上場されるだろう。

では、アームの価値はどう評価されるのだろうか。SBGに買収される前の2015年の同社の売上高は15億ドルだった。つまり、320億ドルの買収価格は年間売上高の21.3倍だったことになる。

SBGの直近の決算によると、アームの売上高は19億ドルだった。株価売上高倍率(PSR)を2016年の買収時と同水準の21倍と想定すると、企業価値は400億ドルとなる。このPSRの水準は、半導体株としては高いが、企業向けソフトウェア銘柄と同等である。アームのビジネスモデルは、半導体メーカーではなくソフトウェア会社に似ている。

ニューストリート・リサーチのアナリスト、ピエール・フェラグ氏は、アームのIPOは2021年に実施される可能性が最も高く、時価総額は400億ドルから450億ドルに達すると考えている。時価総額が400億ドルで、SBGがビジョンファンド保有分も含めてアームの全株式の35%を売却した場合、140億ドルを調達し、そのうち35億ドルがビジョンファンドに行くことになる

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. アクティブ運用ETFがいよいよ離陸へ - Active ETFs Are Finally Taking Off. [ETF]
 Here's How They Differ
 米証券取引委員会 (SEC) が承認した5つのETFモデルとは

■ アクティブ運用ETFに潮目が到来



Johannes Eisele/AFP via Getty Images

アクティブ運用の上場投資信託 (ETF) が大きな話題になってきた。新しい種類のETFが承認されたおかげで、潮目が変わったのだ。アメリカン・センチュリー、レグ・メイソン<LM>、フィデリティ・インベストメンツからの相次ぐ設定、そしてT.ロウ・プライス<TROW>、ブラックロック<BLK>、ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズからの多くの取り組みによって、2020年はアクティブ運用元年となりつつある。

アクティブ運用のETFは約400本ある。しかし、成功と言えるものはほとんどない。現在のアクティブ運用は、4兆ドルと言われるETF市場の3%以下しか占めておらず、さらにそのアクティブ運用資産の4分の1は、たった2つで占められている。問題は、ファンドのポートフォリオの中身を、投資家なら誰でも知ることができるというETFの構造に内在するポートフォリオ開示透明性を、ファンド会社が警戒してきたことだった。転換点となったのは、2019年に米証券取引委員会 (SEC) がポートフォリオの開示頻度を減らしてよいとする新しいETFモデルを5つ承認したことだった。

それ以来、多くのアセットマネジャーは、プレシディアン・インベストメンツ、ニューヨーク証券取引所 (NYSE)、ブルー・トラクター、フィデリティ、T.ロウ・プライスが提供する5つの認可モデルと提携し、独自のアクティブ運用ETFを開発してきた。5つの仕組みにより、さまざまなポートフォリオ開示透明性が選択できるようになった。アセットマネジャーは異なるファンドに対して異なる仕組みを用いることができる。例えば、集中型ファンドは、よりガードが固い仕組みつまり開示頻度が少なくすることが適しているかもしれないというように。

■ SECが承認した5つのETFモデル

Varying Transparency

Thanks to SEC approvals last year, active ETFs can now disclose holdings less frequently.

ETF / Ticker	Active ETF Model	Expense Ratio	Similar Mutual Fund / Ticker	Mutual Fund Expense Ratio	Mutual Fund YTD Return
American Century Focused Dynamic Growth / FDG	Precidian	0.45%	American Century Focused Dynamic Growth / ACF5X	0.54%-1.39%	37.8%
American Century Focused Large Cap Value / FLV	Precidian	0.42			
American Century Sustainable Equity / ESGA	NYSE	0.39	American Century Sustainable Equity / AFDAX	0.49-1.84	1.7
American Century Mid Cap Growth Impact / MID	NYSE	0.45			
ClearBridge Focus Value / CFCV	Precidian	0.50	ClearBridge Large Cap Value / SAIFX	0.54-1.57	-9.1
Fidelity Blue Chip Growth / FBGC	Fidelity	0.59	Fidelity Blue Chip Growth / FBGRX	0.70-0.80	25.7
Fidelity Blue Chip Value / FBCV	Fidelity	0.59	Fidelity Blue Chip Value / FBCVX	0.65	-18.0
Fidelity New Millennium / FMIL	Fidelity	0.59	Fidelity New Millennium / FMILX	0.61	-12.8

Note: Mutual fund tickers represent the fund's oldest share class; expense ratios represent the range among all share classes; year-to-date returns represents total returns for the oldest share class through July 15
 Sources: Morningstar; company reports

最初に承認されたプレシディアンのモデルでは、そのETFはミューチュアルファンドと同様に、四半期ごとに保有株式を開示する必要があるとされた。プレシディアン株式の20%を保有するレグ・メイソンおよび、アメリカン・センチュリー、ブラックロック、ゴールドマン・サックス<GS

>、JPモルガン・チェース<JPM>他10社がプレシディアンと提携しており、プレシディアンのモデルを使ったETFをローンチしている。

フィデリティのモデルでは、ETFは毎日「プロキシ・バスケット」を公開する必要があるとされた。そのプロキシ・バスケットの銘柄は、実際のポートフォリオと重複しているが、同一ではない。同社は先月、この仕組みを使ったアクティブ運用ファンドを3本発表し、また、仕組みをインベスコ<IVZ>とゴールドマンにもライセンスを与えた。

T.ロウ・プライスとNYSEのモデルは、フィデリティのモデルに似ている。T.ロウ・プライスの初のアクティブ運用ETFは第3四半期にデビューする予定だ。NYSEはナティクス・インベストメント・マネジャーズ、ノッティンガム、アメリカン・センチュリーと提携している。後者は、この仕組みを使って、ESG（環境、社会、およびガバナンス）要因に焦点を当てた2つのアクティブ運用ETFを開始したばかりだ。

ブルー・トラクターのシールド・アルファというモデルは、5つの中で最もポートフォリオの開示透明性が高い。ETFにおけるすべての保有銘柄を開示しているが、各保有銘柄の金額は開示していない。

同社はノッティンガム、タイダルETFサービス、トルソー・アセット・マネジメントなどの小規模なETFプロバイダーとの提携に焦点を当てている。

■ 投資信託からETFへ

アクティブ運用戦略においては、完全なポートフォリオの開示透明性さえも、ファンド会社に受け入れられるようになってきたようだ。2020年上期には、毎日ポートフォリオを公開する完全に透明なETFが35以上もローンチされた。これはすでに2019年全体よりも多い数字だが、さらに近々ブラックロックとディメンジョナルから3本ずつローンチされる予定だ。

現在のところ、ほとんどのアクティブ運用ETFは、同じ投資哲学と運用チームを持つ既存のファンドを真似たものである。しかし、ETFは保有できる資産に制限が多く、流動性に多くの注意を払わなければならないため、保有資産は同一ではない。包括的なETFは、同じポートフォリオをより低コスト、かつより税効率的にすることで、アクティブ運用の最大のハードルであるコストの克服に役立つ。また、より多くのプラットフォームで、より低い取引コストで利用できるようにもなる。

ノッティンガム社のキップ・メドウズ最高経営責任者（CEO）は、「ファンド業界のバランスは今後10年間で投資信託からETFに移行するだろう」と語る。ファンド会社は共倒れを心配していないようだ。T.ロウ・プライスのETF責任者であるティム・コーン氏は、同社の戦略にアクセスできる追加措置を提供する用意があると言う。そして、フィデリティのフリードマン氏は、「投資信託を利用する顧客は、ETFを利用する顧客とは異なる」とも言っている。

結局のところ、アクティブ運用ETFにさらなる弾みが付くかどうかは、これからのパフォーマンス次第ということだ。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定 - The Marathon Finds a Way

[経済関連スケジュール]

ソーシャル・ディスタンスが叫ばれる中、マラソン大会も工夫を凝らす

■ バーチャル・フィットネス・アプリで、マラソン大会の新たな形を探る



Illustration by Elias Stein

ソーシャル・ディスタンス（社会的距離の確保）が叫ばれる中、マラソン運営会社も工夫を凝らすことが迫られている。ボストン・マラソンが今年中止されることが決まったが、大会主催者は9月にバーチャルで開催すると発表した。ダウンロードできるフィニッシュ・ラインや、優勝者が切る「フィニッシュ・テープ」も用意される。

さらにニューヨーク・シティ・マラソン大会主催者は先日、アスリート向けのソーシャル・ネットワーク・アプリのストラバを使ったバーチャル大会の計画を発表した。レースは10月17日から

11月1日の間に、ニューヨーク市の5行政区全てにまたがる26.2マイル（42.195キロ）の通常コースではなく、ランナーのいる各地域をそれぞれが走って行われる。

大会を運営するニューヨーク・ロード・ランナー協会のマイケル・カピラソ社長兼最高経営責任者（CEO）は、「実際に参加できるレースが中止となったこのような時勢でも、自分に挑戦できる素晴らしいチャンスだ」と語る。

バーチャル・フィットネス・サービスを展開するペロトン・インタラクティブ<PTON>やバーチャル・サイクリング・サービスのズイフトといった企業が展開するバーチャル・フィットネスが家での運動をサポートするのに対し、ストラバは屋外での運動をサポートする。ランナーやサイクリストはアプリを使ってワークアウトを計画し、ルートを共有する。2009年に設立されたストラバは、頻繁に走る区域の順位表や自己ベストなどを記録する。例えば前年の自分と競争したり、地元のプロ選手と勝負したりすることも可能だ。2月時点のユーザー数は5000万人以上に上る。

非公開企業である同社は、パンデミックの影響による会員数の変化についてコメントを避けている。5月に同社は、順位表やルート計画といった、それまで無料だった機能を年60ドルの会員限定に変更することを発表した。それでも昨年のニューヨーク・シティ・マラソンの参加費である295ドルと比べて安いことを考えると、バーチャル・レースにはメリットが少なくとも一つはある。

■ 今週の予定

7月20日（月）

・ 半導体開発用ソフトウェアのケイデンス・デザイン・システムズ<CDNS>、油田開発サービス会社ハリバートン<HAL>、IT大手IBM<IBM>、オランダの電子機器・家電メーカー、ロイヤルフィリップス<PHG>、銀行持ち株会社ザイオンズ・バンコープ<ZION>が四半期決算発表。

7月21日（火）

・ 米上院の銀行委員会が、ジュディ・シェルトン、クリストファー・ウォラー両氏の米連邦準備制度理事会（FRB）理事指名をめぐる採決を実施。

・ 金融サービス持ち株会社キャピタル・ワン・ファイナンシャル<COF>、飲料大手コカ・コーラ<KO>、医療ロボットメーカーのインテュイティブ・サージカル<ISRG>、軍事用航空機・宇宙

関連機器大手のロッキード・マーチン<LMT>、スイスの大手医薬品・バイオテクノロジー企業ノバルティス<NVS>、たばこ製造・販売のフィリップ・モリス・インターナショナル<PM>、不動産投資信託（REIT）大手プロロジス<PLD>、半導体大手テキサス・インスツルメンツ<TXN>、大手航空会社ユナイテッド・エアラインズ・ホールディングス<UAL>が決算発表。

- ・ ディスカウント証券会社チャールズ・シュワブ<SCHW>がバーチャル説明会を開催し、今後の経営戦略について説明。ウォルト・ベッティンガー最高経営責任者（CEO）とピーター・クロフォード最高財務責任者（CFO）らが参加の予定。

- ・ シカゴ連銀が6月の全米活動指数を発表。コンセンサス予想は5と、5月の2.6から上昇。

7月22日（水）

- ・ 油田サービス大手ベーカー・ヒューズ<BKR>、バイオ医薬品のバイोजェン<BIIB>、ファストフード・チェーンのチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>、大手鉄道貨物輸送会社のCSX<CSX>、病院運営持ち株会社HCAヘルスケア<HCA>、IT大手マイクロソフト<MSFT>、電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>、科学関連サービス企業サーモ・フィッシャー・サイエンティフィック<TMO>が四半期決算発表。

- ・ 全米不動産協会（NAR）が6月の中古住宅販売件数を発表。コンセンサス予想は、季節調整済み年換算490万戸と前月比25%増。5月までの3カ月連続で、前月比マイナスとなっていた。

- ・ 連邦住宅金融庁（FHFA）が5月の住宅価格指数を発表。4月の指数は前年同月比5.5%の上昇で、FHFAが統計を取る9地区全てで上昇を記録した。最低はニューヨーク州を含む大西洋岸中部で同5%上昇、最高はロッキー山脈地帯で同6.8%上昇。

7月23日（木）

- ・ 航空大手アメリカン航空グループ<AAL>、通信大手AT&T<T>、計測装置および医療機器メーカーのダナハー<DHR>、化学品大手のダウ<DOW>、信用調査会社大手エクイファクス<EFX>、半導体大手インテル<INTC>、日用品メーカーのキンバリークラーク<KMB>、鉄鋼メーカーのニューコア<NUE>、REITのSLグリーン・リアルティ<SLG>、サウスウエスト航空<LUV>、ツイッター<TWTR>、鉄道貨物大手ユニオン・パシフィック<UNP>が決算コンファレンスコールを開催。

- ・ コンファレンス・ボードが6月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は102.6で、上昇率は前月比2.8%と、5月とほぼ同水準。

- ・ 7月18日までの週の新規失業保険申請件数発表。申請件数は、3月後半の690万件をピークに15週連続で減少しているが、100万件超の水準が続いている。

7月24日（金）

- ・ 金融総合サービス大手アメリカン・エクスプレス<AXP>、総合テクノロジー企業ハネウェル・インターナショナル<HON>、再生可能エネルギー大手のネクステラ・エナジー<NEE>、油田サービス開発会社シュルンベルジェ<SLB>、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>が四半期決算発表。

- ・ IHSマークイットが7月の購買担当者景況指数（PMI）を発表。コンセンサス予想は製造業PMIが52（6月は49.8）、サービス業PMIが51（6月は47.9）。

- ・ 6月の新築住宅販売件数発表。コンセンサス予想は、季節調整済み年換算で70万5000戸と、5月から4.9%増加。

By Sarah Max
(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』 2020/07/19

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

（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