

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第301号 一般社団法人 投資信託協会会員 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員

優れた経営陣(資本配分者)を探して



ジャック・ウィルダーマス、CFA パートナー兼マネージング・ディレクター、マーケティング&クライアント・リレーションズ

1989年 ウェストポイントの陸軍士官学校卒業

1989-93 年 湾岸戦争の小隊長を含む米国陸軍野戦砲兵将校

1995年 デューク大学 MBA (経営学修士)

1995-97 年 WR Hough & Co.の投資銀行アソシエイト

1997-98年 ウィルシャー・アソシエイツの投資コンサルタント

1998年~2006年 ストラトフォード・アドバイザリー・グループのパートナー

2006-08 年 リサーチ・アフィリエイト LLC のマーケティング・エグゼクティブ

2008年 ハリス・アソシエイツ入社

27年の投資業界経験

ハリス社の新入社員が営業やお客様サービスのチームに加わると、ウィリアム・N・ソーン ダイクの著書「アウトサイダーズ」(邦題「破天荒な経営者たち」)を読んでもらいます。

型破りな CEO (最高経営責任者) たちとその成功の秘訣を記したソーンダイクの本の 8 つの章には、私たちのチームが企業経営者に求めるもの、すなわち、株主利益に配慮した長期的な資本配分を行う優れた経営陣の素晴らしい実例が記載されています。

第5章「後継者は未亡人」では、キャサリン・グレアムとワシントン・ポスト社に焦点を当てています。1963年に夫のフィリップが急死し、彼女は46歳にして入社後20年も経ずに、ワシントン・ポスト紙のCEO(最高経営責任者)の座を射止めました。1971年の株式公開をはじめ、彼女は、在任中の早い時期から資本配分の決定を行うようになりました。株式公

開は、企業買収のための資金調達が主な目的でした。株式公開の資金を得たグレアムと同社は、統合が進むテレビ・新聞業界で複数の買収候補を綿密に検討しました。結局、安い買収価格の会社が見つからない時は、自分が一番よく知っている会社に投資することにしました。ワシントン・ポスト社です。

グレアムは、自伝「個人史」の中で、ウォーレン・バフェット(米国の投資家、世界最大の 投資持株会社であるバークシャー・ハサウェイの会長兼 CEO)と、長年にわたって対話を してきたことついて触れています。バフェットは、二人が面識を持った初期に、ワシントン・ ポスト社の株式を 5%以上購入するという前向きな手紙を書き、彼女とこの会社に対する信 頼を示しました。

「この購入は、企業としてのワシントン・ポスト社と、その CEO (最高経営責任者) であるかなたに対する、相当なコミットメントであり、明確に数値化された賛辞を意味します。 小切手を切るということは、単なる対話以上の確信を示すものです。」

ウォーレン・バフェットほどの投資家が、自社株がいかに過小評価されているかを教えてくれたことを契機に、ワシントン・ポスト社は、価格が適切でない買収に過剰な支払いをすることをやめ、その後 20 年間で発行済み株式の 45%の自社株買いを行いました。

1980 年代、メディア企業に対する投資家心理が好転すると、グレアムは、トレントン・タイムズやインサイド・スポーツなど、大赤字で改善の見込みがほとんどない成長鈍化の事業を売却しました。この2つの事業を売却したことで、目先の利益は大幅に減少しましたが、その分、当時最高売上高を更新していたコア(中核)ビジネスに注力することができました。

それから約10年後、グレアムはワシントン・ポスト社の収益力とバランスシートが強化されたことを利用し、企業を選択的に買収して行きました。1980年代半ばには、スタンレー・H・カプラン社(後のカプラン教育センター、受験対策事業)など、急成長している企業をいくつか買収しました。グレアムによれば、同社が最も華々しい成功を収めたのは、キャピタル・シティーズ・コミュニケーション社から53のケーブルテレビ事業を買収したことでした。新しいお客様を加え、他の小規模なシステムを買収したことで、ワシントン・ポスト・ニューズウィークのケーブル加入者は1990年代に入ってから大きく伸びました。

現在、グレアムのように優れた資本配分を行っていると考えられる経営陣の例としては、 TE コネクティビティ、チャーター・コミュニケーションズ、DSV A/S(ディエスヴィ・エ アーシー)などの企業があります。TE コネクティビティの経営陣は、電気自動車、工場自 動化、高速データの成長から恩恵を受ける、競争優位性を持つ事業に会社資源を効果的に絞 り込んでいます。TE コネクティビティでは、経営陣が強力なキャッシュフローと事業分離からの収益を利用して発行済み株式の 40%を消却したため、1 株当たり利益の成長が加速しました。2016 年以降、チャーター・コミュニケーションズも大幅な自社株買いプログラムにより、発行株式数を約 45%削減しました。チャーター・コミュニケーションズの EBITA (金利・税金・償却前利益) は、この過去 6 年間で約 50%増加したと推定しています。

デンマークに本拠を置く DSV A/S は、貨物輸送事業の買収と事業統合に大きな実績があります。UTi ワールドワイド、パナルピナ、そして最近ではアジリティのグローバル・インテグレイテッド・ロジスティクスの買収により、DSV A/S は DHL(ディー・エイチ・エル)とキューネ・アンド・ナーゲルに続く市場第 3 位として巨大な企業規模を達成しました。DSV A/S の長年の経営陣は、事業統合、経費管理、IT 投資に徹底的に注力し、この規模を活かしてシナジーを引き出し、常に業界トップクラスの収益性とキャッシュ利益の創出力を実現してきました。また、DSV A/S は定期的に自己株式を取得しており、非常に効率的なバランスシートで運営されています。グローバル・インテグレイテッド・ロジスティクスの買収に際しては、DSV A/S は公正な価格で株式を発行し、株主の価値の希薄化を回避出来たとみています。多くの選択肢を検討し、最も高いリターンを得られるところに資本を配分することで、DSV A/S は株主価値を最大化し続けていると我々は考えています。

1971 年にワシントン・ポスト社が上場してから 1993 年にキャサリン・グレアムが会長を退くまで、株主が得た年率複利リターンは、S&P 500 株価指数の 7.4%に対し、22.3%となりました。1976 年の創業以来、ハリス社は、株主のために賢明な資本配分の決定に注力するグレアムのような経営者を常に探し求めているのです。

■当社がハリス・アソシエイツ社に運用を委託している各ファンドと、同社が米国で運用するファンドの投資哲学や基本的な運用方針等は共通のものです。当社では、当社が提供する各ファンドの運用内容をお客様がご理解頂くうえで有益と思われる情報を提供して参りますが、当該ファンドの勧誘を目的とするものではありません。

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元金が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)をよくご覧ください。

■投資信託に係る手数料等について

[ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。]

- ■申込時に直接ご負担いただく費用 …… 申込手数料 上限 5.5%(税抜 5.0%)
- ■換金時に直接ご負担いただく費用 …… 信託財産留保額 上限 0.3%
- ■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

…… 信託報酬 上限 2.035%(税抜 1.85%)

■その他の費用 …… 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。 詳しくは投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)でご確認ください。 《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率等につきましては、朝日ライフ アセットマネジメントが運用するすべての投資信託が徴収するそれぞれの費用のうち、最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)をご覧ください。

本資料は、朝日ライフ アセットマネジメントが、提携先であり、運用を委託しているハリス・アソシエイツ社がホームページに掲載した資料を、同社の情報提供を目的として、日本のお客様向けに日本語に翻訳したものです。したがって、特定の金融商品の勧誘を目的としたものではありません。本文中に特定のファンド、銘柄についてのコメントがある場合、当ファンド、銘柄についての投資の勧誘、助言や取引の推奨を行うものではありません。また、法令に基づく開示資料ではありません。十分な注意を払い翻訳しておりますが、英文と日本文の内容に相違が生じた場合には、英文が優先するものとします。なお、英文につきましては http://oakmark.com/ をご参照ください。資料の記載事項については資料作成時の執筆者の見解であり、将来予告なく変わることがあります。