

アルノー・コセラ、コムジエスト・グループCEO

ヨーロッパ株式

ヨーロッパ株式運用 30年の歴史

アルノー・コセラ
コムジエスト・グループCEO

- ある企業に長期的視点から投資を行う場合、すべての側面、中でも長い目で見て最も変化しにくく、それ故に最も重要な要素である、文化的な側面を分析することが不可欠です

1849年、パリで13人のメガネフレーム職人が、「眼鏡製造業者共済組合 (Association Fraternelle des Ouvriers Lunetiers)」という名称の協同組合を結成しました。この組合は、のちに「眼鏡製造会社 (Société des Lunetiers)」、さらにEsselへと呼称を変えていきます。当初、メガネフレームのみを製造していたこの会社は、19世紀末に矯正用レンズやメガネ技師向けの精密機械にまで手を広げ、1972年には同じメガネ製造のSilorと合併、これにより光学製品メーカーのEssilorが誕生しました。協同組合を原点とするEssilorは「従業員持ち株制度」を導入しており、この制度は常に、同社をメガネ製造分野の世界的なリーダー企業へと押し上げる強い原動力となってきました。また、最近実現したイタリアのメガネ最大手Luxotticaとの合併も、元をたどれば、これが重要な鍵となっていました。ある企業に長期的な視点から投資を行う場合には、すべての側面、中でも長い目で見て最も変化しにくく、それ故に最も重要な要素である、文化的な側面を分析することが不可欠です。また時にその企業の起源をたどることも必要となります。例えばStraumannは、スイス時計産業の歴史の中で培った技術がなければ、歯科用インプラント分野で世界トップクラスのシェアを誇る企業にまで昇り詰めてはいないはずです。皮革製品のHermèsは、馬具製造業者としてのルーツを最大限活かすにはどうすべきかをよく認識していました。我々が投資する企業に当てはまることは、投資家が運用成果を期待して資金を預ける「資産運用会社」にも当てはまります。

コムジエストが現在の「ヨーロッパ株式戦略」につながる最初ファンド運用を開始したのは、会社設立から4年後の1989年8月のことでした。このプロジェクトをスタートさせたのはウェディグ・フォン・ガウデッカーです。彼はコムジエストに入社する前、フランスの複数の大手銀行でポートフォリオ・マネージャーとして20年余り勤めていましたが、どの銀行の投資戦略も、ベンチマーク(参照指数)などの制約に縛られているのが常でした。そのためガウデッカーはコムジエスト入社後、まったく制限を設けない独自の運用スタイルを考案したのです。最初ファンドは、コムジエストにとって初めての顧客であるスイスの投資会社向けに、ヨーロッパ株式から成るポートフォリオを運用するものでした。これは、ハウスマン・ホールディングズ (Haussmann Holdings) のような著名な運用会社数社が設定したファンドのサブ・ファンドで、Lynxという名称がついていました(ハウスマンは、当時すでにジョージ・ソロスなど米国の著名ファンド・マネージャーに資金を提供していました)。「lynx-eyed(目の鋭い)」という表現がありますが、通常考えられているのとは異なり、この表現は動物のヤマネコ(lynx)とは関係なく、実はギリシャ神話に登場するリンセウス(Lynceus)という人物の名前が語源となっています。アルゴ船で見張り番を務めていたリンセウスは、雲や壁の向こう側さえ見透かすことのできる力を持っていたといわれます。コムジエストのような長期的視点を有する投資会社にとって、先を見通す能力が有用なことは言うまでもありません。企業によっては、煙幕のようにコミュニケーションを阻む障壁が張り巡らされている場合があり、それを突き抜けて見通すためには、そうした能力が不可欠です。

ヨーロッパ株式運用チームは、コムジエスト独自のスタイルで運用を行い、「長期的なクオリティグロース(質の高い成長)」という当社運用哲学の基礎を築く役割

アルノー・コセラ、コムジェスト・グループCEO

ヨーロッパ株式

ヨーロッパ株式運用 30年の歴史

を果たしました。1980年代終盤の時点では、その内容は現在ほど明確ではありませんでしたが、ベンチマークなどの制約を受けず、質の高い銘柄を対象に長期的な観点から行う投資、また我々の高い確信度の証しである厳選されたポートフォリオなど、主な要素はすでに固まっていました。

ガウデッカーは、著名投資家のウォーレン・バフェット氏から大きな影響を受けたといいます。バフェット氏は、株式投資家フィリップ・フィッシャーがその著書“Common stocks and uncommon profits(普通株で普通でない利益を得る)”で指摘した「持続的な競争優位性(franchise)」の有効性を見出した人物です。また1991年にコムジェストに入社し、ガウデッカーと共に働くことになったローレント・ドブラーは、ニューヨークに拠点を置く資産運用会社WPスチュアートでの経験から強く影響を受けていました。WPスチュアートは、1970年代すでに米国のクオリティグロース株式ファンドを立ち上げていた会社です。そのおかげでドブラーは、欧州にも「高い競争優位性を持つ多数の米国企業の一つ一つに相当する企業」が存在することを見出すに至りました。例えば米国のProcter & Gamble(日用品)に相当するのがフランスのL'Oréal(化粧品)、同様にHome Depot(ホームセンター)が英国のKingfisher(小売)に、Oracle(IT)がドイツのSAP(ソフトウェア)に相当、といった具合です。当時、「競争優位性」は、それが一時的なものでさえなければ、優良な投資先を意味する魔法の言葉でした。また当時すでに、子会社を保有する親会社(ホールディングカンパニー)に似た立場で上場企業に投資する「買い持ち」の概念もありました。

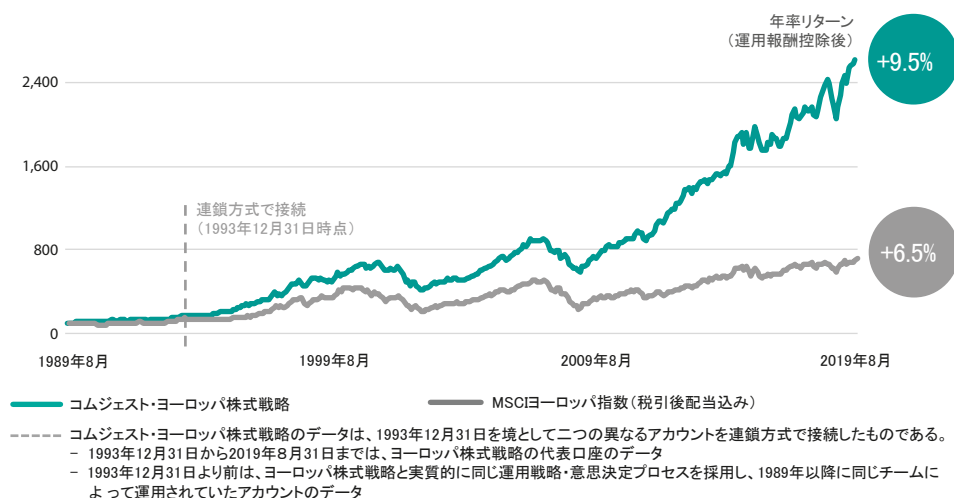
Lynxが幸先の良いスタートを切ったことを受けて、コムジェストは1991年に「コムジェスト・ヨーロッパ」ファンドを設定、同時にパラス・スターン銀行とのパートナーシップの下、フランスのオープンエンド型ファンド(のちのヨーロッパ株式戦略の代表口座)の運用を開始しました。パラス・スターン銀行は当時、このファンドのプロモーター(設定者)兼受託銀行でもありました。しかし同行は、数々の問題に突き当たった末、残念ながら1995年に破産管財人の管理下に置かれることとなりました。それでも同ファンドの株主と取締役会は非常に強い結束を示して、コムジェストによる運用マンドートを承認、プロモーターの役割をコムジェストに委任することを決定しました。これにより当社は同ファンドを買収するに至り、のちにこのファンドは、コムジェストの基幹ファンドとなったのです。当時フランスの規制当局であった証券取引委員会(COB)はこの決定を承認したものの、パラス・スターン銀行の破綻後、運用者の決まっていなかったもう一つのオープンエンド型ファンドも引き受けることを条件としました。これはエマージング市場に特化した小規模ファンドであり、コムジェストの運用の歴史において新たな章が始まるきっかけとなりました。

図表1に示す通り、設定後30年間のヨーロッパ株式戦略のパフォーマンスは、運用報酬控除後で見ると年率+9.5%と、MSCIヨーロッパ指数の+6.5%を300ベースポイント上回っています(配当再投資ベース)。パフォーマンスの数値だけを見ても素晴らしい成果ではありますが、さらに目を引くのはその長期的な安定性と持続性です。

ー 過去30年間のヨーロッパ株式戦略のパフォーマンスは、MSCIヨーロッパ指数を300ベースポイント上回っています(運用報酬控除後、年率)

アルノー・コセラ、コムジェスト・グループCEO ヨーロッパ株式 ヨーロッパ株式運用 30年の歴史

図表1: コムジェスト・ヨーロッパ株式戦略——30年に及ぶクオリティグロース投資
1989年以降の累積パフォーマンス(運用報酬控除後)



過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示唆する信頼できる指標ではありません。

出所: コムジェスト・ファクトセット。データは2019年8月31日時点のユーロベースで表示。MSCIヨーロッパ指数は比較のみを目的として使用したものであり、コムジェスト・ヨーロッパ株式戦略は同指数の複製を意図するものではありません。パフォーマンス・データは、販売手数料控除後の純資産価値(NAV)に基づいて算出しています。販売手数料を考慮に入れた場合、パフォーマンスにマイナスの影響を及ぼすことがあります。

過去30年を振り返って、特に注目すべき点はあるでしょうか。過去のパフォーマンスは重要でしょうか。資産運用に関する文書では多くの場合、「過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示唆する信頼できる指標ではありません」といった文言がページの下の方に入っています。確かに過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。しかし長い目で見れば以前と同じ成果が得られる場合もある、と考えれば、トラックレコードを遡ることに幾らか意味があるでしょう。

金融市場では、先行き不透明な環境下、往々にして噂や理不尽な市場の動き、投資家の臆病な行動といったものに左右される形で決断が下されます。その決断が適切であったかが分かるまでには、数年、一つの景気サイクル、長ければ10年と、多くの時間と若干の距離が必要です。しかし長期のトラックレコードが残っていても、運用チーム、商品、運用スタイルがずっと同じでない限り、その記録には価値がありません。

コムジェストにおいても、トラックレコードを価値あるものとしているのは、まさしく運用チームとアプローチの持続性と継続性です。ヨーロッパ・チームの結成から30年、同じような顔ぶれのマネージャーが、時に継続して、時に前任者を引き継いで、同じファンドを同じアプローチで運用してきました。そして運用プロセスは、社内

アルノー・コセラ、コムジェスト・グループCEO

ヨーロッパ株式

ヨーロッパ株式運用 30年の歴史

蓄積された経験と、通り抜けてきた時代の多様性を取り込む形で、何年もかけて研ぎ澄まされてきました。

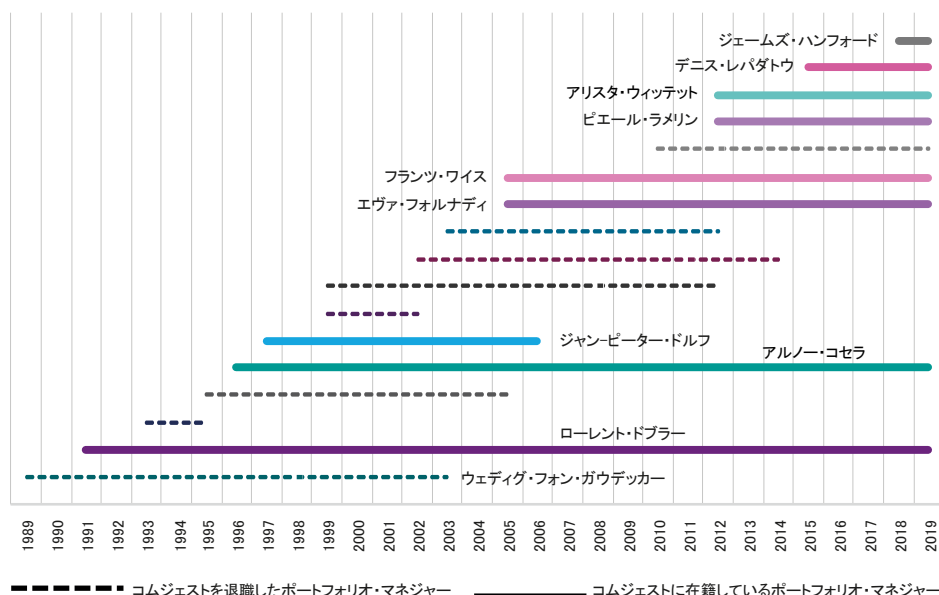
このトラックレコードの長さ、運用に関わるメンバーの変わらぬ顔ぶれ、プロセスの一貫性、そして何より、当社のポートフォリオがいついかなるときでも同じ特性を有するという事実が、コムジェストのヨーロッパ株式戦略に高い価値をもたらしています。

ヨーロッパ株式運用チーム

このようなトラックレコードの背景に「チームメンバーの継続性」があることは確かな事実です。これまで、合計17名のアナリストやポートフォリオ・マネージャーが、時に入れ替わり、時に継続して、ヨーロッパ株式ファンドを運用してきました。チームを構成するメンバーは、1990年代初頭の2名から、現在では9名まで増えています(図表2)。この17名がコムジェストに在籍した期間は平均で10年を超え、最古参の一人などは、社内最長となる28年の在籍年数を誇ります。現チームメンバーの在籍期間を合計すると、実に98年です。チームは今なお、以前と同じ運用哲学に基づき、失敗と成功を繰り返して得た知識を活用し、クオリティグロース企業への投資という同じテーマに取り組んでいます。

- ー ヨーロッパ株式運用チームのコムジェスト平均在籍年数は10年超と、運用に関わるメンバーの顔ぶれは安定しています

図表2: ヨーロッパ株式運用チームメンバーの変遷



出所: 2019年8月31日現在のコムジェストの運用体制。現時点で在籍している運用スタッフおよびコムジェスト創設者の氏名のみを記載。

アルノー・コセラ、コムジェスト・グループCEO**ヨーロッパ株式****ヨーロッパ株式運用 30年の歴史****運用哲学**

コムジェストの運用哲学は、その原点から何ら変化しておらず、「長期的に見て、株価を左右する主な要因は企業のファンダメンタルズである」という信条の上に築かれています。これは、噂や不合理な要因、行き過ぎた動きなどに支配されがちな短期の運用には当てはまりません。長期的に見ますと、株価はバリュー（価値）、すなわち収益、配当、キャッシュフローの成長を実現する企業の能力を反映した水準に収斂していきます。忍耐強い投資家から見れば、株式市場のパフォーマンスは企業の業績に沿った動きをするのです。

コムジェストの投資テーマの土台には、以上のような信条に加えて、「短期的利益に対する投資家のこだわりが、長期投資における投資機会を生む」との観察があります。投資家の多くは短期的なパフォーマンスの追求にこだわっている、あるいは長期的な株価上昇を忍耐強く待つ贅沢を自分自身に許さない、という事実を示す証拠は幾らも存在します。ニューヨーク証券取引所(NYSE)のファクトブックによると、株式の平均保有期間は1960年時点で8年、1970年は5年でしたが、1980年になると3年を下回り、2000年は14カ月、2010年には6カ月まで短縮しました。市場の雑音をシャットアウトし、長期的な収益成長のシグナルにのみ集中する我々の能力をもってすれば、昨今の短絡的な運用アプローチから生じる市場の非効率性を、収益に結びつけることが可能です。我々は真の意味での「投資家」であり、これは長期的な視野をもって顧客の資金を投下することを意味します。アルゴリズムや大量のデータを駆使する運用手法の隆盛を背景に、投資家の短期志向に拍車が掛かっている今の世界では、珍しい存在と言えるでしょう。

- 「短期的利益に対する投資家のこだわりが、長期投資における投資機会を生む」というのが我々の信条です

コムジェスト・ヨーロッパ株式運用チームの戦略は常に、「長期にわたり、目に見える形で安定的に高い収益拡大能力を示し、景気や収益の周期性という流れに逆らい続ける一握りの企業」を探り当てることに基礎を置いています。そうした企業は、市場のダイナミックな動きを追い風としつつも、自社の競争優位性と、競合他社を上回る高い収益性を守るべく努力を怠りません。これにより、言わば「複利の法則」すなわち「加速度的に成長する力」が強力な推進力となって、株価が上昇していくのです。当社において厳格な銘柄選択プロセスの柱としているのが、投資時間軸を長期に設定し、ポートフォリオへの組み入れ数を30～50銘柄に絞り込むという方針です。目標とする保有期間は5年間で、実際、ヨーロッパ株式戦略の平均保有期間は5年半となっています。株価が上昇すると、投資家はどうしても利益を確定する誘惑にかられます。従って当社では、「保有する優良銘柄が堅固なファンダメンタルズに支えられている限り、売却せず、株価が上昇の道筋をたどるに任せる」ことを運用規律として定めています。

アルノー・コセラ、コムジェスト・グループCEO

ヨーロッパ株式

ヨーロッパ株式運用 30年の歴史

- 当社では、「保有する優良銘柄が堅固なファンダメンタルズに支えられている限り、売却せず、株価が上昇の道筋をたどるに任せる」ことを運用規律として定めています

当初からコムジェストの運用哲学を支えているのは、知識を深め長期的な確信を強めるべく行う「実地の」調査です。経済状態や市場の動きに関する理屈を長々と聞かされて、顧客が心からありがたく思うことはありません。彼らが求めているのは、当社の投資アイデアを把握し、他から抜きん出た企業を共に見出すことだからです。しかしそうした企業は稀であり、簡単には見つかりません。それでも1990年代初頭、前述のウェディグ・フォン・ガウデッカーは、後にソフトウェア業界のリーダー的存在となるドイツのSAPを見出しました。当時のSAPは、ドイツ以外では特に知られた存在ではなく、ヴァルドルフ市のSAP本社で業績発表が行われた際も、各社のアナリストは、向こう数四半期の業績見通しをメモすることにしか関心がない様子だったといえます。演壇に立ったディートマー・ホップ会長も時間を持て余している様子で、会長自身が設計に参加したSAPの主力商品について、詳しく知りたい人は誰もいませんでした。その後社内のカフェテリアで、アナリストたちが先を争って最高財務責任者(CFO)に話を聞こうとしている時も、ホップ会長は隅の方で一人ぼつんと座っていました。ガウデッカーはこの機を逃すことなく一対一で会長と対話し、いずれIBMの独占を打ち破ることになる革新的なプログラムについて理解を深めることができたのです。こうしてコムジェストは、ヨーロッパ株式戦略にとって最高の投資機会を見出しただけでなく、顧客にとっても非常に興味深い情報を手に入れることができたのでした。

こうして我々は、当社の黎明期にパフォーマンス向上をもたらしてくれた貴重な銘柄を幾つも発掘することになりました。結果として、いつの時代も変わらぬ超過リターンの源泉、すなわち「持続的成長」を追求するべく我が道を行く能力を次第に高めていったのです。1992年のSAPに先立っては、1989年にフランスの化粧品大手L'Oréal、1991年にスウェーデンの衣料品大手Hennes & Mauritz(H&M)を組み入れました。このように保有期間が長期に及ぶ銘柄のおかげで、同戦略のパフォーマンスはこれまで非常に堅調に推移してきました。

アルノー・コセラ、コムジェスト・グループCEO

ヨーロッパ株式

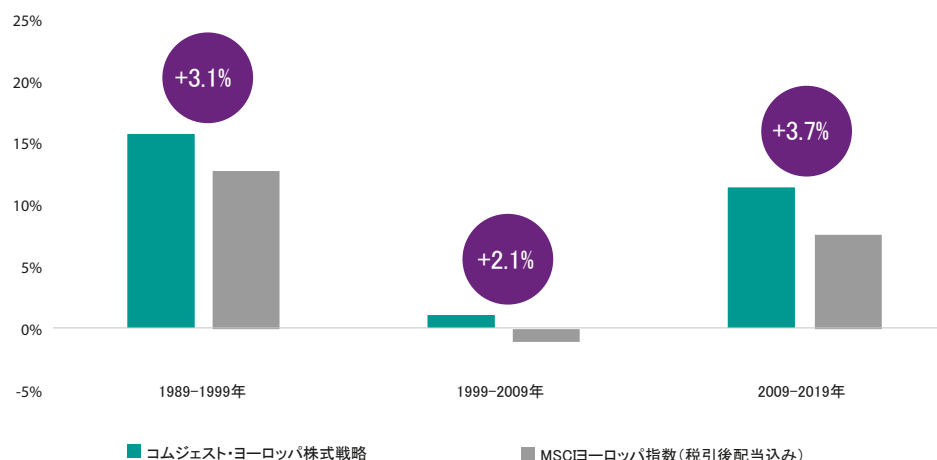
ヨーロッパ株式運用 30年の歴史

運用成果

この30年というもの、特にMSCIヨーロッパ指数との比較で見た場合、ヨーロッパ株式戦略の長期パフォーマンスの持続性には目を見張るものがあります。我々が日々、パフォーマンス実績を確認することには関心がないことを思えば、皮肉な話と言えるかもしれません。ヨーロッパ株式戦略の運用成果について理解を深めるため、当社では個別の要因に分けて頻繁に分析を行っています。それが我々にとって自らの強みと弱みを深く理解し、経験を生かせる方法だからです。

ヨーロッパ株式戦略のトラックレコードを10年ごとに分割してみると(図表3)、時期によって絶対リターン水準は大きく変化しており、同戦略も市場も一方向に動いているわけではないことが分かります。例えば1990年代のように好調な10年の後には、大規模な調整局面が訪れます。しかしながら、MSCIに対するアウトパフォームの幅は、どの10年をとってもほとんど同じです。

図表3: 過去30年間のパフォーマンス比較



過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示唆する信頼できる指標ではありません。

出所:コムジェスト/ファクトセット。データは2019年8月31日時点のユーロベースで表示。*コムジェスト・ヨーロッパ株式戦略のデータに関する詳細説明については図表1の注意書きをご参照下さい。MSCIヨーロッパ指数は比較のみを目的として使用したものであり、ヨーロッパ株式戦略は同指数の複製を意図するものではありません。パフォーマンス・データは、販売手数料控除後の純資産価値(NAV)に基づいて算出しています。販売手数料を考慮に入れた場合、パフォーマンスにマイナスの影響を及ぼすことがあります。

5年移動平均で見ますと(図表4)、ヨーロッパ株式戦略にとって最も厳しい局面は、主に投機バブルの時期でした。

- 1999～2000年の「ニューエコノミー」バブル期:テクノロジー、メディア、通信関連企業が何の根拠もないままに膨大な量の買いを集め、株価が常軌を逸した水準まで高騰。
- 2000年代半ばの前例なき過剰流動性バブル期:銀行業界や資源業界で「永続的な成長」への幻想が生まれ、その行き過ぎた楽観が最終的には50

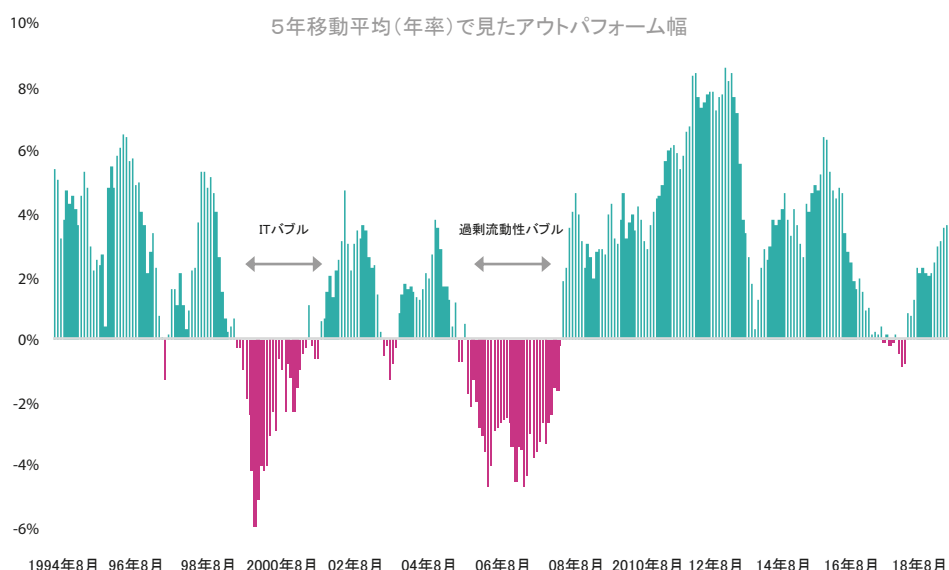
アルノー・コセラ、コムジェスト・グループCEO

ヨーロッパ株式

ヨーロッパ株式運用 30年の歴史

年間で最悪の金融危機(2008年)、さらに景気後退へとつながった。バブル期間中、企業収益は流動性という、いわば「薬物」によって膨らみ続け、バブル崩壊まで3年以上にわたって年20%を超えるペースで増加した。

図表4:コムジェスト・ヨーロッパ株式戦略はMSCIヨーロッパ指数(税引後配当込み)をアウトパフォーム



過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示唆する信頼できる指標ではありません。

出所:コムジェスト/ファクトセット。コムジェスト・ヨーロッパ株式戦略の代表口座データは2019年8月31日時点のユーロベースで表示。MSCIヨーロッパ指数は比較のみを目的として使用したものであり、代表口座は同指数の複製を意図するものではありません。パフォーマンスデータは、販売手数料控除後の純資産価値(NAV)に基づいて算出しています。販売手数料を考慮に入れた場合、パフォーマンスにマイナスの影響を及ぼすことがあります。

ヨーロッパ株式戦略の実績向上において、我々の厳格な銘柄選定のプロセスと、質の高い銘柄を追求する姿勢が重要な役割を果たしていることは、統計から分かります。同戦略の高い実績を物語るのは、アウトパフォームした頻度ではありません。月ベースで見ますと、MSCIを上回った回数は50%をやや下回るからです。同戦略が長期にわたり、いかに市場全体を上回ってきたかを如実に示すのは、アウトパフォーム幅の大きさです。これをさらに深く分析するため、図表5では強気相場と弱気相場の局面を分離して示しました。

我々の選定した企業が、ファンダメンタルズ面で真のクオリティを最もよく示すのは、市場が困難に直面している時です。当社の保有銘柄は、景気循環の影響を受けにくいか、あるいはまったく影響を受けない性質を持つため、景気の上下動を大過なくやり過ごすことができるからです。投資家は通常、市場が調整入りして株価が下落する局面を捉えて、こうした優良銘柄のポジションを積み上げるようになります。

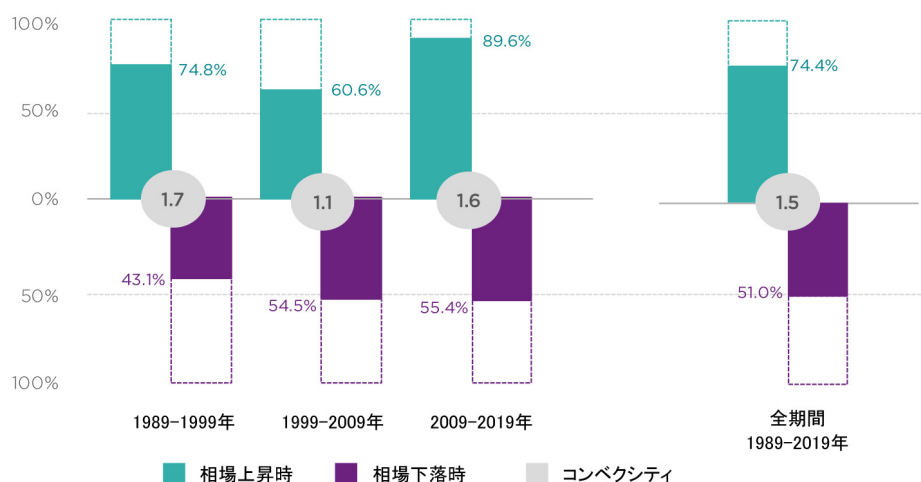
- 我々の選定した企業が、ファンダメンタルズ面で真のクオリティを最もよく示すのは、市場が困難に直面している時です

アルノー・コセラ、コムジェスト・グループCEO

ヨーロッパ株式

ヨーロッパ株式運用 30年の歴史

図表5: コムジェスト・ヨーロッパ株式戦略とMSCIヨーロッパ指数(税引後配当込み)のパフォーマンス比較—相場上昇時と下落時

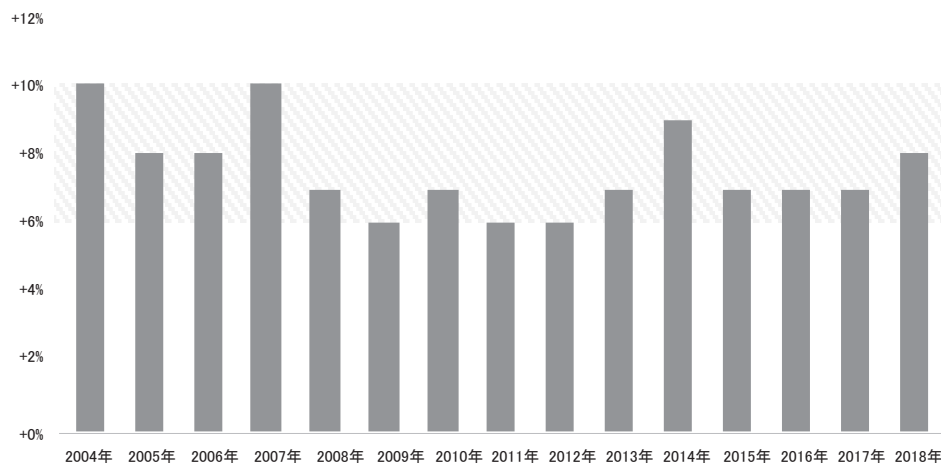


過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示唆する信頼できる指標ではありません。

出所:コムジェスト/ファクトセット。データは2019年8月31日時点のユーロベースで表示。*コムジェスト・ヨーロッパ株式戦略のデータに関する詳細説明については図表1の注意書きをご参照下さい。MSCIヨーロッパ指数は比較のみを目的として使用したものであり、ヨーロッパ株式戦略は同指数の複製を意図するものではありません。パフォーマンス・データは、販売手数料控除後の純資産価値(NAV)に基づいて算出しています。販売手数料を考慮に入れた場合、パフォーマンスにマイナスの影響を及ぼすことがあります。

相場下落時の底堅さの最たる例が、1997年の段階です。すでにヨーロッパ株式戦略ポートフォリオに組み入れていたデンマークの医療器具メーカーColoplastです。図表6に示す通り、過去15年間のColoplastの内部売上成長(オーガニックセールス)は、2008/2009年の大規模危機の間もほとんど影響を受けず、まるでメトロノームのように安定して推移してきました。

図表6: Coloplast—内部売上成長(オーガニックセールス)の推移



出所:コムジェスト/ファクトセット。2018年12月31日時点のデータ。

アルノー・コセラ、コムジェスト・グループCEO**ヨーロッパ株式****ヨーロッパ株式運用 30年の歴史**

持続的な収益成長は、株価を押し上げる力強い原動力となります。例えば市場がITバブル真っ直中にあった2000年2月25日、フランスのソフトウェア開発企業 **Dassault Systèmes** の株価収益率 (PER) は96倍に達していました。その3カ月前、コムジェストが同社のポジションを解消した時、PERはすでに50倍でしたが、株価はその後目を見張らんばかりの上昇を続けました。しかしバブルは崩壊し、コムジェストはその5年後に、PER 24倍と割安な水準で Dassault Systèmes に再投資することができました。不幸にもバブル最盛期にこの株式を購入した投資家がいたとしても、あれから19年が経過した現時点で、年率5% (配当再投資ベース) のリターンを確保できているはずです。ところが、同じ期間のMSCIヨーロッパ指数のパフォーマンスは、年率2.8%にとどまっています。実際のところ、Dassault Systèmes の収益はあの日から1年に10%の割合で成長していますが、欧州市場全体で見ると、企業収益は同じ期間にむしろ縮小しています。

資産運用会社にとっての「ルールその1」は、「顧客の資金を失わないこと」であるべきです。この「長期的な資産の保全」は、コムジェストが実践しているような制約の少ないアンコンストレインド型の運用戦略の中心に位置する考え方であり、企業の持続可能な収益成長がもたらす株価の底堅さ (回復力) がその戦略を支える柱となります。当社がポートフォリオに組み入れている銘柄でも、根拠のない短期的な弱気相場が生じると、最初のうちは巻き込まれることがあります (特に下落が急激な場合)。しかしほとんどの場合は、その後選別が進むに連れて、割安なクオリティグロース銘柄が次第に投資家のターゲットとなっていきます。過去30年間の平均で見ますと、10%を超える下落局面の後、ヨーロッパ株式戦略のパフォーマンスはMSCIヨーロッパ指数より4カ月も早く直近最高値を更新しています*。

* 過去30年間で10%以上の下落幅を示した回数は、ヨーロッパ株式戦略が43回、MSCIヨーロッパ指数が56回。直近最高値まで戻す期間は、同戦略が101週、同指数が120週。

アルノー・コセラ、コムジエスト・グループCEO

ヨーロッパ株式

ヨーロッパ株式運用 30年の歴史

高い銘柄集中度

ヨーロッパ株式戦略代表口座のデータには、運用チームの実績について理解を深めるために必要な情報が豊富に含まれています。

この25年間、ヨーロッパ株式戦略ポートフォリオの組み入れ銘柄数は常時19～36銘柄と、かなり集中度の高い状態を維持してきました。この間、運用チームが投資してきた銘柄数はわずか135、スピノフで分離した会社を除けば131銘柄です。年間に引き直せば、平均してわずか5.2銘柄ということになります。この高い集中度は、すなわちアクティブ運用比率(ベンチマークに含まれない銘柄の組入比率)が常時90%前後に達していることを意味します。関連書類の読み込み、財務諸表の分析、経営陣やステークホルダーとの対話など、徹底的なリサーチと、その後の選別プロセスを経て、数百単位の銘柄が排除されていくのです。

こうした選別的なアプローチの妥当性を証明するのが、これまで組み入れてきた131銘柄のパフォーマンスです。ポートフォリオ全体のパフォーマンスに関しては、いわゆる「20/80ルール」が当てはまります。つまり、20%の銘柄がリターンの80%を創出する状態です。そのため我々は過去25年にわたり、ポートフォリオ運用に「ダーウィンの進化論」(自然淘汰)の考え方を適用してきました。ある銘柄が期待したほどのリターンを創出しない場合、あるいは時間と共にファンダメンタルズの質が要求水準を下回った場合、ポジションを徐々に解消していくのです。

過去25年間のデータでも、さらに短い期間のデータでも、プラス寄与度上位20位までの銘柄、すなわちパフォーマンス向上の原動力となっている銘柄は、以下の条件に当てはまります。

- 組み入れ銘柄全体の約20%(15～26%)
- ポートフォリオにおけるウェイトは52～68%
- ファンドのパフォーマンスへの寄与は80%以上

これらパフォーマンスの原動力となる銘柄は、主にどのような特徴を有しているのでしょうか。こうした優良銘柄は、ポートフォリオへの組み入れ期間が長くなるほど、収益成長による寄与が大きくなります。実際どの時期をとってみても、プラス寄与度上位10位と20位に入っているのは、保有期間が非常に長い銘柄です(図表7)。上位10位以内の銘柄ですと、保有期間は過去25年間のうち16年、2000年代の10年間では7.3年、2010年代ではほぼ10年です。これと対照的に、マイナス寄与銘柄の組み入れ期間は決して長くなく、どの時期をとっても2年から3年にとどまります。

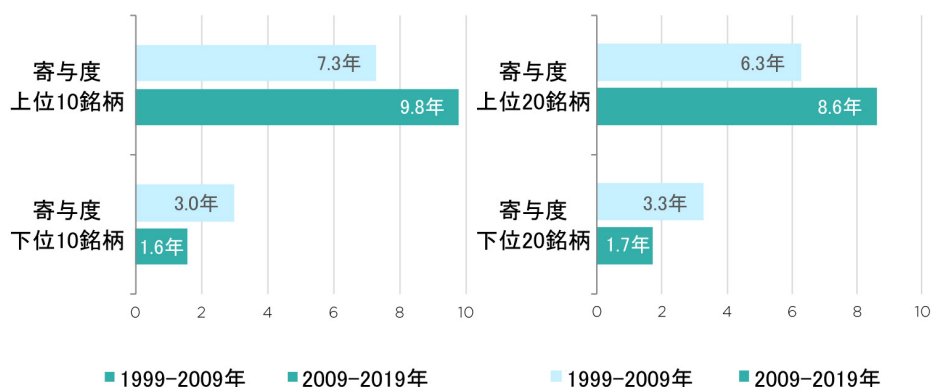
— パフォーマンスに関しては、20%の銘柄がリターンの80%を創出する「20/80ルール」が当てはまります

アルノー・コセラ、コムジェスト・グループCEO

ヨーロッパ株式

ヨーロッパ株式運用 30年の歴史

図表7: コムジェスト・ヨーロッパ株式戦略—過去20年間の平均銘柄保有年数



出所:コムジェスト/ファクトセット。コムジェスト・ヨーロッパ株式戦略代表口座のデータ、2019年8月31日現在。

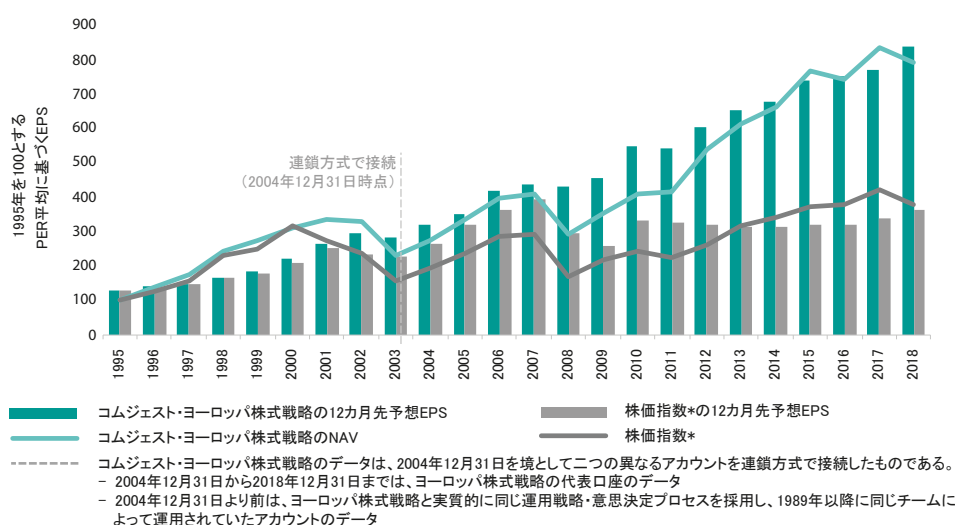
ヨーロッパ株式戦略ポートフォリオへの組み入れ期間が20年超と長く、パフォーマンスの牽引役となってきた銘柄としては、Essilor(フランス/光学製品)、H&M(スウェーデン/衣料品)、L'Oréal(フランス/化粧品)、Roche(スイス/医薬品)、SAP(ドイツ/ソフトウェア)、Sodexo(フランス/フードサービス)が挙げられます。これらの企業も、当初資金を投下した時点では、現在我々が知っているような世界的大企業ではありませんでしたが、優れた製品を生産し、独自の組織を構築するなど早くから成功を収め、高い将来性を示していました。コムジェストは、これらの企業の発展を見守りながら株式を保有し続けることで、安定的な収益拡大を原動力とした加速度的な成長を、顧客の利益につなげることができたのです(図表8)。

アルノー・コセラ、コムジェスト・グループCEO

ヨーロッパ株式

ヨーロッパ株式運用 30年の歴史

図表8: コムジェスト・ヨーロッパ株式戦略—EPS成長がパフォーマンス向上の重要な原動力



過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示唆する指標ではありません。

出所: コムジェスト/ファクトセット。データは2018年8月31日時点のユーロベースで表示。*「株価指数」はStoxx Europe 600指数。同指数は比較のみを目的として使用したものであり、ヨーロッパ株式戦略は同指数の複製を意図するものではありません。パフォーマンス・データは、販売手数料控除後の純資産価値(NAV)に基づいて算出しています。販売手数料を考慮に入れた場合、パフォーマンスにマイナスの影響を及ぼすことがあります。

最近では、ASML(オランダ/半導体製造装置)、Ferrari(イタリア/高級スポーツ車)、Lonza(スイス/医薬品)、Sika(スイス/建材)などを代表口座のポートフォリオに組み入れましたが、このうちどれが将来的にパフォーマンス向上の原動力となるかは分かりません。我々の経験から言って、10年以上にわたりポートフォリオを構成し、パフォーマンスの牽引役となり、「20/80ルール」の20%に入る銘柄はごく一部です。しかし、力強いビジネスモデルを有する企業は稀有な存在ではあるものの、それだけに一度認知されれば、その後は底堅さを発揮するものです。過去25年間に我々がポートフォリオに組み入れた131企業は、その後どのような展開をたどったでしょうか。

- 20%は、合併・買収(M&A)の結果、消滅した。
- 30%は、事業が成熟段階を迎えたか、または競争優位性を維持できなくなったが故に、収益の伸びが止まった。統計的に見て、一年間の平均投資銘柄数5.2銘柄のうち、10年近く経過してもポートフォリオに残るのは1銘柄のみ。Prada(イタリア/高級ブランド)、Geox(イタリア/靴)、Novozymes(デンマーク/バイオ技術)、Gemalto(オランダ/デジタルセキュリティ)など一時は注目を集めた企業も、当社の求めるファンダメンタルズの基準を満たせなくなった。これらの銘柄は、パフォーマンスにマイナスに寄与したものの、ポートフォリオ内で主体的にポジション調整を行い、その影響を抑制した。

アルノー・コセラ、コムジェスト・グループCEO

ヨーロッパ株式

ヨーロッパ株式運用 30年の歴史

- 50%に相当する質の高い65銘柄は、現在も満足すべきペースで成長を続けている。

これらの堅実な企業を継続的にモニターし、経営陣との間で息の長い関係を築いていく取り組みが、専門家としての我々の知識と能力を支えています。このような取り組みを続けることにより、企業が長期的にたどる道筋とそのターニングポイントを次第に評価・判断できるようになるのです。コムジェストの事業とその活動においては、実地調査に基づく長期的な視点が、大きな競争優位として働いています。

アルノー・コセラ、コムジェスト・グループCEO**ヨーロッパ株式****ヨーロッパ株式運用 30年の歴史****まとめ**

通常、パフォーマンスに最も大きくプラス寄与するのは、保有期間が最も長い銘柄です。しかしその銘柄の「加速度的な成長力」が効果を上げるまで待つには、かなりの忍耐力が必要となります。そのために時間を使うのは贅沢なことです。我々は長期的に高いパフォーマンスを実現すべく、この贅沢を自ら許容しています。これは顧客の皆様が我々を信頼して下さっているからこそこの贅沢であり、この点、感謝してもしきれものではありません。また投資家の皆様の当ファンドに対するロイヤリティは高く、1999～2000年や2005～2007年のバブル期のように、我々のスタイルにとって時に不利な局面でも、耐え忍ぶことを受け入れて頂いています。我々は常に、短期的にアンダーパフォームする局面を「長期的に市場全体をアウトパフォームするために支払うべき対価」と見なしています。

我々の銘柄選択が株価指数から乖離していることも、贅沢の一つと言えるでしょう。複数の規制当局が最近、アクティブ運用を標榜しているにもかかわらず、実際にはインデックス投資家と大差ない運用を行うマネージャーが存在するとして、これを批判する報告を行ったことを受け、投資家は、高いアクティブ運用比率の重要性を認識するに至ったようです。しかしこれだけは確かに言えるのですが、1990～2000年代にかけては、「一部のセクターは長期的にバリューをほとんど創出しないなど、投資対象から外す確固たる理由がある」と我々が判断していても、それを投資家の皆様に納得して頂くことは非常に難しい状況でした。例えば、コムジェストが30年にわたって銀行にまったく投資していない事実を知ると、眉をひそめる投資家が少なくありません。同じ30年間に、MSCIヨーロッパ指数には常に10～30%の割合で銀行セクターが組み込まれてきたからです。

忍耐強く待てるという贅沢、そして他と一線を画すという贅沢を享受するためには、特に長期戦に合わせた適切な組織と、社内の心構えが必要です。その意味で、コムジェストが数十年にわたり守り続けてきた当初からの組織構造、すなわち極めて幅広いパートナーシップ構造が、我々を成功へと導いた主な理由であることは間違いありません。当社が従業員持ち株制度を導入していなければ、ヨーロッパ株式戦略が市場を大きく上回った2000年～2001年や2008～2009年以降に、かなりの数のヨーロッパ担当ポートフォリオ・マネージャーがそのスキルを買われ、高い報酬で他社に引き抜かれたことでしょう。また、2008年の世界金融危機へとつながった過剰流動性バブルを背景に、3年にわたり低調なパフォーマンスが続いた2007年の時点で、ヨーロッパ株式チームは内部崩壊していても、おかしくはありませんでした。しかしそうした状況でもなければ、アクティブ運用比率が常時90%前後になってしまうような、株価指数から大きく乖離した運用を行ったり、極めて長期の時間軸で投資を行ったりして、自分の地位を危険にさらすポートフォリオ・マネージャーはいなかったでしょう。設立当初からのパートナーシップ型組織構造は、当社の長期的な企業文化と考え方の基盤であり、ESG(環境・社

- コムジェストが数十年にわたり守り続けてきた当初からの組織構造、すなわち極めて幅広いパートナーシップ構造が、我々を成功へと導いた主な理由であることは間違いありません

アルノー・コセラ、コムジェスト・グループCEO**ヨーロッパ株式****ヨーロッパ株式運用 30年の歴史**

- 我々が常に責任ある投資家として振る舞ってきたのは、我々自身が財産の大部分をコムジェストを通じて所有しているが故であり、また長期的視野を持つが故でもあります。長期的視野からの投資は、企業のあらゆる面のリスクを考慮せねばならないことを意味するからです

会・ガバナンス)やSRI(社会的責任投資)といった略語が考え出される遥か以前から、コムジェストが常に責任ある投資家として行動してきた理由でもあります。その責任感、我々自身が、財産の大部分をコムジェストを通じて所有しているが故に生じるものであり、また長期的視野を持つが故に生じるものでもあります。長期的な視野をもって投資を行うということは、文化面や人材面をはじめ、企業のあらゆる面のリスクを考慮せねばならないことを意味するからです。

コムジェストではパートナーシップ構造を採用しているため、スタッフは、顧客のために行った投資のリスクに個人的にもさらされることになります。我々が慎重ながらリスクをとり、株価指数から乖離した運用ができるのはそのためです。これは“skin in the game(身銭を切る)”,つまりスタッフ全員がリスクを背負う状態として知られています。パートナーとして、独立した一個人として、そして自らの運命の支配者として、我々は確信をもって長期的投資を実現しているのです。

コムジェストでは、「力強く持続的な成長をもたらす企業の発掘」という、設立当初とまったく同じ哲学を今なお引き継いでいます。この先も、市場が根拠なき熱狂に包まれる局面が必ずや訪れるでしょう。しかし我々は引き続き、有望な企業の株式を最適な株価で購入し、ポートフォリオに組み入れるべく、強い忍耐をもって対応していく所存です。可能な限り長期にわたって、これら有望な企業に内在する加速度的な成長力を収益につなげ、顧客の皆様のトータル・リターンを最大限まで高めることが目標です。欧州が、外国人投資家にとって夢誘う地域となることはあまりありません。しかし欧州はまた、優良で高い成長力を有する企業に肥沃な土地を提供する場所でもあるのです。

冒頭に挙げたEssilorが2世紀にわたり成長し続けているのは、協同組合という原点からの流れを汲み、従業員持ち株制度が維持されているからです。コムジェストの場合、人と人との魅力的な結びつき、すなわち広範なパートナーシップを突き詰める姿勢こそが、「独自の運用アプローチを維持し、長期的なコミットメントを失わない」ことを投資家の皆様に約束する何よりの根拠となります。これはまた、我々の将来的な運用成果の基礎ともなるはずです。



アルノー・コセラ
コムジェスト・グループCEO

アルノー・コセラ:1996年にコムジェスト入社。現在はコムジェスト・グループの最高経営責任者(CEO)。長年にわたりヨーロッパ株式運用チームのポートフォリオ・マネージャーを務めると共に、チーフ・インベストメント・オフィサー(CIO)として、社内の運用チームを監督、コムジェスト哲学の浸透を図り、長期的視野に立った投資で高い成果を収めるべく、ベストプラクティスを社内に定着させる任を負う。1989年パリバ銀行にアナリストとして入社、その後はポートフォリオ・マネージャーとして、ソシエテ・ドゥ・ブルス・オッド、次いでゼネラルに移籍。パリのESSECビジネス・スクールにて理学修士号を取得。フランス証券アナリスト協会(SFAF)会員。

IMPORTANT INFORMATION

業務内容:当社は金融商品取引業者として投資運用業、第二種金融商品取引業及び投資助言・代理業を行っております。

運用報酬(消費税込):当社の投資運用サービスをご利用になる場合の当社の報酬については、投資運用業において実施される投資略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。また、当社の投資助言サービスをご利用になる場合の当社の報酬は、助言の前提(投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等)により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

ご負担頂く費用等:当社の投資運用サービスをご利用になる場合、有価証券等の保管に係る費用、売買委託手数料等をお客様にご負担いただくことがあります。これらの費用については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、各費用の上限額又は計算方法並びに運用報酬を含めた合計額又は計算方法を表示することが出来ません。

リスク情報:投資運用業において行われる運用は、主に国内外の株式や公社債等の債券などの値動きがある有価証券を投資対象としており、投資元本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や評価価格の変動や為替の変動及び金利水準の変動等により、運用資産の価値が変動します。従って、当社がお客様から受託した資産の当初の元本額を下回ることがあります。投資対象は、個別の投資信託または投資一任契約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。株式の価格は株式相場の変動等により変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。債券の価格は、一般に、金利の変動により上下します。また、市場・経済の状況の変化等によって変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。外貨建ての株式、債券、投資信託等は、一般に取得時にその外貨を買付け、換金時などに取得外貨を売却し円貨を取得します。その間、為替相場の変動によっては、外貨額に変動がなかったとしても、取得・換金のタイミング次第で円貨において元本欠損となることがあります。

上記に記載しているリスクや費用項目については、一般的な投資信託または投資一任契約及び投資助言契約を想定しております。投資信託または投資一任契約及び投資助言契約に係るリスクや費用は、個別の投資信託または投資一任契約及び投資助言契約により異なりますので、ご契約にあたっては、契約締結前交付書面及び契約締結時交付書面をよくお読み下さい。

注記:本資料に記載されている過去の例はあくまでも投資運用業務における運用のご参考として表示したものです。過去の例は将来の運用成果を保証するものではありません。パフォーマンスの数値は特に記載のない限り、すべての手数料(取引費用を除く)が控除された後の数値です。またトータルリターンをもとにした時間加重収益率です。

本資料はコムジエスト・グループの運用方針および運用状況等に関する情報提供を目的に、コムジエスト・エス・エー社が作成した資料等に基づきコムジエスト・アセットマネジメント株式会社が作成したものです。本資料は、当グループのファンドの取引を勧誘又は推奨するものではなく、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。特定の商品や取引、あるいは資料中に個別の銘柄名等が含まれている場合であっても、当該銘柄への金融商品取引を勧誘・推奨するものではありません。

本資料は弊社が信頼できると考える情報等に基づいて作成されておりますが、その正確性・完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。投資される際には、投資リスク及びご負担いただく手数料などの諸費用について約款等でよくご確認の上、ご自身の責任と判断をお願いします。

当社の事前の承諾なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配付等する行為はお断りします。

商号等:コムジエスト・アセットマネジメント株式会社(金融商品取引業者)、登録番号:関東財務局長(金商)第1696号
加入協会:一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会



www.comgest.com

COMGEST S.A.

17 square Edouard VII, 75009 Paris
France
Tel: (+33) 1 44 94 19 00
info@comgest.com

COMGEST ASSET MANAGEMENT INTERNATIONAL LIMITED**Dublin Office**

46 St. Stephen's Green, Dublin 2
Ireland
Tel: (+353) 1 631 0100
info.camil@comgest.com

UK Representative Office

Park House, 116 Park Street,
London, W1K 6SS
United Kingdom
Tel: (+44) 20 3871 4109
info.camil@comgest.com

COMGEST FAR EAST LIMITED

Level 10, 28 Hennessy Road
Hong Kong
Tel: (+852) 3972 0200
info.asia@comgest.com

**COMGEST ASSET MANAGEMENT
JAPAN LTD.**

1-8-2 Marunouchi, Chiyoda-ku
Tokio 100-0005
Japan
Tel: (+81) 3 4588 3640
info-jp@comgest.com

COMGEST SINGAPORE PTE. LTD.

8 Temasek Boulevard,
#20-01A Suntec Tower Three
Singapore 038988
Tel: (+65) 6672 7100
info.asia@comgest.com

COMGEST DEUTSCHLAND GMBH

Sky Office
Kennedydamm 24
40476 Düsseldorf
Germany
Tel: (+49) 211 44 03 87 0
kontakt@comgest.com

COMGEST US LLC

101 Arch Street, 8th floor
Boston, MA 02110
USA
Tel: (+1) 857 304 0135
info.us@comgest.com

COMGEST BENELUX B.V.

Gustav Mahlerplein 3-115
1082 MS, Amsterdam
The Netherlands
Tel: (+31) 20 260 1948
contactnl@comgest.com