

2024年1月-3月期 運用状況のアップデート

当レポートは、コムジエスの運用哲学、手法、運用状況をお伝えするために作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。最終ページの留意事項を必ずご覧ください。

コムジエスの投資哲学・投資方針

- クオリティグロース企業を厳選し、長期投資を行うことで、お預かりしている資産の長期的な成長を目的として運用を行います。
- クオリティグロース企業とは、長期的に高い利益成長が実現できると期待される企業です。競合他社を寄せ付けない参入障壁、技術力、特許、ユニークなビジネス基盤などを持ち、それらの強さを維持向上できるような企業文化や経営陣を有する企業です。
- 長期的な視点で投資を行う理由は、株価成長率は長期的には企業のEPS（1株当たり純利益）成長率に連動する、と考えているためです。

ESGの「G」の調査：何を、何のためにやっているの？

●ガバナンスとは？

ガバナンスとは、「コーポレートガバナンス（企業統治）」を指し、企業の統治・管理（Governance）がしっかりと機能しているのかをチェックし、整える事を意味します。この“G”は、環境（E）や社会（S）の諸課題に対処する上での大前提の項目となりますので、投資家からも非常に重要視されています。健全なガバナンスなくして、環境や社会の諸課題に対処することはできません。

コムジエスでは、ESGの「G（ガバナンス）」について、主に以下のことをチェックしています。

- ・取締役の能力
- ・取締役会の独立性、効果、ダイバーシティインクルージョン
- ・企業文化と倫理、実行力
- ・株主の権利
- ・監査・会計、汚職・贈収賄
- ・取締役会と取締役会委員会の特性
- ・報酬：役員報酬の有効性
- ・リスク管理
- ・情報開示：透明性
- ・税務コンプライアンス



今回は、なぜ、ガバナンスをチェックする必要があるのか、その目的や効果について、コムジエスによる調査の実例をご紹介しますながら考えてみたいと思います。

●ESGはボランティアの延長？

本題に入る前に、「なぜコムジエスがESG調査を運用プロセスの根幹に置いているのか」についてご説明します。“ESG”という言葉は2017年頃から日本で流行り始め、現在では様々な場面で聞くようになりましたが、現在でもESG要素と金銭的リターンの関係性に確信が持てずにESGをボランティアの延長と捉えている方々も多くいらっしゃるようです（投資家側も企業側もです）。コムジエスはどう捉えているのかというと、投資の意思決定プロセスにESGの調査分析を組み込むことは、ポートフォリオの運用成績を長期的に改善するという目的のために必要不可欠であると考えています。そしてESGの調査を通じて、企業の持続的な成長性や、顕在化した場合に投資価値に大きなマイナスの影響をもたらす得る“未”財務情報（サステナビリティ・リスク）のイベントまたは状況の把握に努めることは、お客様の資産の「スチュワード（財産管理人）」としてお客様の長期的な利益を獲得するための私たちの責任だと捉えています。“未”財務情報（サステナビリティ・リスク）の管理はコムジエスの創業以来、ESGという言葉ができる前から私たちの運用プロセスに組み込まれています。

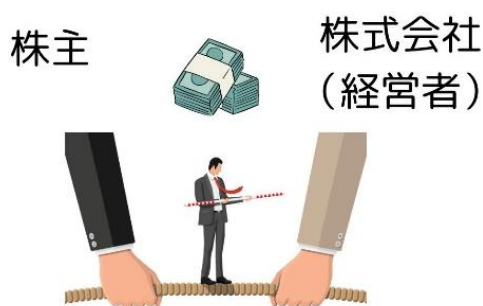
ESGの「G」の調査：何を、何のためにやっているの？ ～企業とは誰か～

●ガバナンスは「誰を」チェックするのか？ ～企業とは「誰」か？～

誰の誰による誰のための、

それでは本題に入ります。まず、コーポレートガバナンスとは実際のところ、「誰が」何の権限を持って「誰を」「誰のために」管理するシステムなのでしょうか？この点については、国や地域、企業によって様々な考え方がありますが、例えば米国で典型となっているのは、企業の所有者を株主とし、株主が企業経営、ひいては経営者を監視することで、株主利益の最大化をめざす仕組みとして捉えるという考えです。

コムジェストでは、コーポレートガバナンスを単に経営者と株主との関係と捉えるのではなく、そこに関係する多くの利害関係者（以下ステークホルダー）との関係として捉えています。株式会社には、経営者と株主以外にも取引先、従業員など多くのステークホルダーが存在しますが、一方で各者の利害関係は必ずしも一致するとは限りません。



一致しない利害関係

例えば、会社（経営者）が自身の報酬を法外に高く設定すると株主の利益は減ります。また、経営者が保身のために不正会計や粉飾決算などを行うと、会社の信頼は損なわれ、中長期的に株主の利益となる企業価値を棄損することになります。

また、経営陣は構造上、ステークホルダーの中でも強い立場にあります。実質的に運営の実権を握っており、企業の実情等の情報を株主等に隠すこともできるため、経営陣の独裁体制を許してしまうと不祥事の温床となる可能性があります。この経営者といかに良好な信頼関係を構築できるかがガバナンスチェックの重要なポイントとなります。

株主に問われる資質

一方、株主も自身だけの利益を追求し、自らの「合理的」期待に応えさせようとするだけめざしてしまうと（ROEの目標値ばかりにこだわる等）、従業員や取引先、顧客に不利益をおよぼす可能性があります。公害問題や、過剰なコストカットによる労働問題等が代表的な例です。

そのため、ガバナンスをチェックする「株主の資質」も非常に重要です。株主はガバナンスの目的を単なる「株主利益の最大化」ではなく、「様々なステークホルダーに利益と満足を生み出すこと」と定め、その視点から企業と議論を行う事が最も重要です。このような対話が真に必要なエンゲージメント（企業との対話）と考えます。



次ページ：
ガバナンスを整える目的とは？



ESGの「G」の調査：何を、何のためにやっているの？ ～目的～

●ガバナンスを整える目的とは？

ここで、ガバナンスチェックを行う必要性や目的について考えてみたいと思います。そもそもなぜ企業をチェックする必要があるのでしょうか。（放っておいたらいけないのでしょうか。）主な目的は、「①不祥事・不正を防ぐこと」、「②企業活動の中長期的な価値向上をめざすこと」の2つです。

①不祥事・不正を防ぐ

人は生来悪いことを積極的にしようと考えているわけではありませんが、非常にもろく弱い存在であり、状況や環境によっては悪いことをしてしまうものです。

そのため、経営者が“人の集合体”である企業を適切に管理しているか、また経営者自身が不正を行なわないようにチェックする体制を整えることが必要です。ガバナンスの効いていない企業には、手っ取り早く自社を成長させることで企業規模の拡大や売上増大を図り、賄賂や独占禁止法、原料偽装等の不正を行うケースが多く見られます。こうした不正は、結果として企業の社会的信用を失墜させ、多大な損害、ひいては倒産の危機をもたらす恐れがあります。ガバナンスチェックでは会社（経営者）に対して、企業の実情等の情報を株主等に隠すことなく開示することを要求し、透明性を確保することで、不正を防ぐことをめざします。

②企業活動の中長期的な価値向上をめざす

また、ガバナンスチェックはもう1つ、組織が有効に管理・運営され適切に機能しているかという、企業の中長期的な価値向上を図るためのものでもあります。

ガバナンス執行の事例として、社外取締役の導入・増員があります。社外取締役とは社外から迎え入れる取締役のことで、他の取締役や社内との間に利害関係がない立場にあり、主な役割として各種経営課題に対する客観的な判断が期待され、企業価値向上の効率性を高める上で重要な役割を果たします。



ガバナンスが効いていない場合に懸念されるリスク

- ・社員の不祥事が発生するリスク
- ・経営者が不正な保身を行うリスク
- ・企業の体裁のために不正を働くリスク

●コムジェストによるガバナンスチェックの視点をご紹介します

次に、コムジェストがガバナンスにおいて企業と関る上でどのような視点を持っているのかをご紹介します。

・税務コンプライアンス

コムジェストでは、企業の社会貢献度を測る優れた尺度として各社が負担する（法定税率との比較で見た）実効税率に注目しています。実際、社会のために相応の負担を負っている企業は、無責任な節税策を過度に講じず、相応の税金を支払っており、結果として、年金や医療保険制度、公共インフラなどを支える資金を積極的に提供していることになります。企業は、そうした責任ある行動があって初めて社会において持続的に事業を行う資格を得ることができるのです。

以上の理由から、コムジェストでは投資先企業が適切に納税義務を果たしているかを確認するため、当該企業が事業を行なっている国の法定税率を加重平均した税率と実効税率の差、すなわち「税率ギャップ」などを検証しています。

これは、健全な投資収益を得るためだけでなく、**当社のお客様が投資家以外の形、すなわち、消費者、従業員、市民、地球に暮らす住民として、投資先企業の影響を受けることから考えても不可欠なプロセスです。**

オリックスESGレポート抜粋

Tax Compliance

Effective effective tax rate: 27.10%
Estimated applicable tax rate: 29.70%
Tax gap is 2.60% so OK.

ESGの「G」の調査は何を、何のためにしているの？～アメとムチでは不十分～

・報酬

企業は従業員に対し、全社的な成功に対する真の貢献度を反映した、十分な水準の報酬を支払うべきであると考えます。人材の採用・確保、人間としての尊厳の維持、公正な賃金支払いといった問題は、企業と従業員が共に健全性を維持し、進歩を遂げるために重要な要素です。経営陣の業績連動型報酬では、リスク調整後のリターンも測定する等、リスク要因を考慮に入れる必要があります。これは、不適切なリスクや予期せぬリスクがインセンティブとして働かないようにするためです。

また、私たちは報酬がモチベーションの唯一の源であってはならないと考えます。インセンティブに関する過去数十年の心理学研究において、人間が優れたパフォーマンスを上げる上で、外的な動機よりも内的な動機の方がはるかに強力な誘因になることが明らかとなっています。



内的動機とは？

好奇心、興味、探求心、決定権、向上心、達成感、使命感、責任感などです。

・企業文化

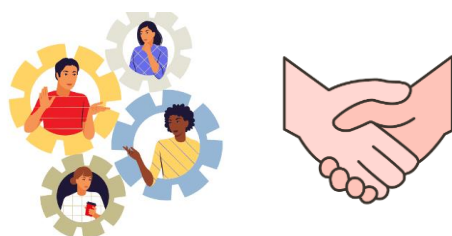
私たちの経験上、企業文化は経営資源を収益に転化する能力と直結しているため、それを分析することは投資家にとって非常に有益です。イノベーションを生み出す企業になれるかどうかの決定要因は、組織の規模、ブランド、研究開発費、財務力などではなく、「企業文化」にあります。つまり、CEOから受付係に至るまで、全従業員が共有する強い信念や価値観です。

明確な目標や強力な文化を持つ企業は、内的動機を持つ従業員で構成され、従業員は相互に信頼感を持つことから、優れたアイデア・能力の共有が可能となり、真のイノベーション創出につながっています。人間は、自分が属する文化や組織に信頼を置く場合にのみ、組織全体の発展のためにリスクを取ることができ、その結果、様々な探検、実験が行われ、企業全体の発展につながります。

内的な目標が、ある業務やその結果に関する個人的な関心や喜びに起因する一方、外的な動機は、その行動によって外部から報酬（金銭的報酬や罰則の回避等）が得られるかどうか依存しています。内的な動機は、企業経営のような「ヒューリスティックな（試行錯誤しながら結論に近づいていく）」仕事においては優れた結果をもたらす傾向にありますが、一定の確立した方法に則って成果を上げる「アルゴリズム」的な仕事においては、さほど良い結果を残すことはできません。このことは、創業者の内的な目標に満ち溢れたスタートアップ企業が、なぜ、老舗の大企業よりも多くのイノベーションを生み出すことができるのかを概ね説明しています。

「安い給料にはそれなりの人材しか集まらない」との格言もありますが、反面、「過度に高い給料を提示すれば、拝金主義者を引き寄せかねない」と言うこともできます。外的な動機付け（アメとムチ）が強い企業では、各従業員は次第に、内的な目標や注力すべき最終的な目的を忘れ去ります。あらゆる企業や業界は、この2つの動機の間で最適なバランスを模索する必要があります。（投資先企業の報酬、および、報奨金に関する方針の詳細については、コムジエスの「議決権行使、および、エンゲージメント方針」にて定めています。）

企業のクオリティを高めるという観点では、単に企業にとって必要なスキルを持つ人材を採用することは最終的な目標にはなりません。むしろ、企業の理念に共感する人材や、価値観が共有できる顧客の問題解決に意欲的な人材を採用することを目指すべきでしょう。



ESGの「G」の調査は何を、何のためにしているのか？～実際の事例～

●コムジストが実施したガバナンスに関する議決権行使の事例

「経営を良くするために何をすればいいか？」という問いや「不正防止策」にもこれという正解はありません。企業ごとに事情は異なり、単純に上手く行っている他社と同様のことをするのが正解というわけには行きません。不正を誘引する要素は様々であり、複雑で階層的に絡み合っており、会社ごとの「個性」があります。従って、各社が原因構造を詳細に分析し、それに応じた対応を講じる必要があります。

以下に、コムジストが実施したガバナンスに関するエンゲージメントの事例をいくつかご紹介しますが、私たちは同じ「取締役の選任に対する決議への投票」であっても、通り一辺倒な投票はしていません。その会社の事情や対象人物の役割、性格、背景などを詳細に調査した上でエンゲージメントしています。

<SAP（ドイツ/ヨーロッパ最大のソフトウェア会社）>

Hasso Plattner氏の監査役会選任に関する決議に**反対**（2022年5月）

私たちは、監査役Hasso Plattner氏の取締役会議長再選に反対票を投じることを決定しました。同氏はSAP社の5人の創業者の一人で、同社に50年近く在籍しています。私たちは、同社のガバナンスの欠点のいくつかについて同氏に責任があると考えており、むしろ彼が取締役会を去ることを望みました。同社は別の人材が必要というのが私たちの見解です。

結果：可決（反対：9.5%）

<スズキ（日本/国内最大級の軽自動車メーカーであり、インドトップシェアの自動車メーカー）>

鈴木修氏を取締役に再選する決議に**賛成**
(2018年-2020年)

コムジストの議決権行使方針をそのまま採用すれば反対に投じることになっていましたが、2018年からは独自の調査の結果、修氏は80歳を超えても、「会社の創設、成長、インドの新プロジェクトに方向転換させた役割」に勝るものはなしと判断し賛成に投票しました。同時に谷野作太郎氏（日印関係に対する比類なき経験と修氏をけん制する能力を擁する）の選任にも賛成しました。翌19年の総会では不正問題により大株主のりそな銀行が「社会的責任の観点」として修会長らの選任に反対するなど、修会長の賛成率は18年の93・19%から65・85%に低下しましたがコムジストは賛成を投じました。

結果：可決

<キングスパン・グループ（アイルランド/建材メーカー。高品質の断熱材をを世界各国で販売）>

Jost Massenberg氏とGene Murtagh氏（現CEO）の取締役再選に関する決議に**賛成**（2022年4月）

同社の取締役会の女性取締役比率はわずか27%でしたが、私たちは彼らの再選を支持しました。この水準は、欧州企業として期待される閾値である30%を下回っていますが、私たちが取締役会と協議して以来、取締役会の女性比率は17%から27%に上昇し、近々30%を超えるとの確約を得ています。彼らはこの進展に尽力しており、彼らを支援しないのは逆効果になると考えました。当社の議決権行使方針から現CEOの再選に反対票を投じることも可能でしたが、いくつかの深刻な論争において彼が責任を負っていることから、私たちは彼を支持することにしました。キングスパン社の取締役会および経営陣との複数回にわたる意見交換、および過去1年半の間に同社が講じた数多くの措置は、グレンフェル・タワー火災の悲劇に対して、今後製品および公共の安全を確保するために深い決意を持って対応していることを示していると考えます。

結果：Jost Massenberg 氏の再任：可決（反対: 23.9%）

Gene Murtagh氏の再任：可決（反対: 5.6%）

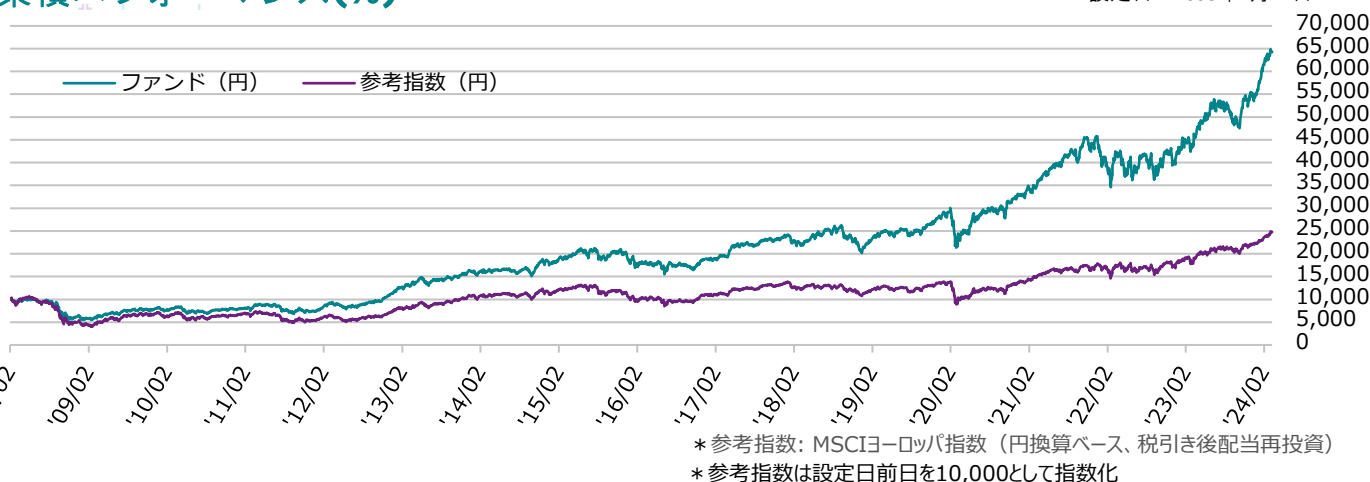
コムジェスト・ヨーロッパ株式戦略

日本籍私募投信マザーファンド

2024年3月末現在

累積パフォーマンス(%)

設定日＝2008年2月22日



	過去3カ月	過去6カ月	過去1年	過去3年 (年率)	過去5年 (年率)	設定来 (年率)
ファンド	16.63	30.96	38.66	21.93	21.54	12.24
参考指数	12.09	18.77	29.48	17.79	15.00	5.79
+/-	+4.54	+12.19	+9.18	+4.14	+6.54	+6.45

保有上位10社 (銘柄総数37 : 株式組入比率 : 95.5%)

名前	国	概要・特徴	保有比率
1 ASMLホールディング	オランダ	半導体製造装置メーカー。先端半導体の生産に不可欠なEUV (極端紫外線) リソグラフィ (露光) 装置で世界最大手	8.1%
2 ノボ・ノルディスク	デンマーク	世界大手の製薬会社、糖尿病治療薬の世界的リーダー	7.7%
3 エシロールルックスオティカ	フランス	世界最大のアイウェアメーカー	4.7%
4 LVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン	フランス	世界最大の高級品コングロメリット	4.3%
5 リンデ	イギリス	産業用ガス分野の世界最大手	4.1%
6 アクセンチュア	アイルランド	アイルランドに本社を置く、世界的なコンサルティング会社	4.1%
7 エクスペリアン	イギリス	アイルランドの信用調査大手	4.0%
8 ストローマン・ホールディング	スイス	スイスの歯科用インプラントメーカー	3.7%
9 アルコン	スイス	世界最大級のアイケア医療機器グローバル企業	3.4%
10 アイコン	アイルランド	製薬、医療関連の開発受託会社	2.9%

データ: コムジェスト・アセットマネジメント

パフォーマンスは、信託報酬を控除していません。1年以上の騰落率は年率平均 (複利ベース)。

日本籍私募投信は、戦略のパフォーマンスをご理解頂くために提示していますが、一般の投資家の方は直接買い付けることはできません。

参考指数は、MSCI Europe指数・税引き後配当再投資 (EURベース) を使用。参考指数の騰落率は、基準日前営業日の現地終値に対EUR為替レート (三菱UFJ銀行対顧客電信売買相場の基準当日 (東京) の仲値) を乗じて算出しています。本資料の情報は、お客様に通知なしに変更されることがあります。当社の事前の許可なく、本資料を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

指数は、パフォーマンスの評価の目安としてのみ利用しており、指数と同じ銘柄に投資しているという事を示すものではありません。

資料の用いられた運用実績に関するグラフ、数値その他いかなる内容も過去のものであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

コムジェスト・ヨーロッパ株式戦略

日本籍私募投信マザーファンド

2024年3月末現在

運用状況について

1-3月期のパフォーマンスについて

・欧州株式市場が上昇（参考指数は+12.09%）する中、当ファンドは+16.63%となりました。

・パフォーマンスにプラス寄与となった主な企業は、AI半導体の好調な需要から恩恵を受けているASMLホールディング（オランダ/半導体露光装置メーカー）、画期的な肥満症治療薬の需要が旺盛なノボ・ノルディスク（デンマーク/肥満症治療薬大手）、バイオ医薬品のニーズの高まりから中期目標を上方修正したロンザ・グループ（スイス/医薬品開発製造受託の世界最大手）等でした。

一方、マイナス寄与となった主な企業は、2024年度は人件費や賃料等のコスト上昇と厳しい消費環境が重なるため慎重な見通しを示したジェロニモ・マルティンス（ポルトガル/ディスカウント食品スーパー）、ダヴィデカンパリー・ミラノ（イタリア/大手プレミアム酒類メーカー）、米国旅行業界で広がる「中抜き」現象（総合旅行予約システム（GDS）を介さない航空券予約）により、業績が悪化することへの懸念から株価が下落したアマデウスITグループ（スペイン/旅行・観光業界向けIT世界最大手）等でした。

主な投資行動

・当四半期は、1社の新規組入れを実施しました。シュナイダーエレクトリック（フランス/電気機器メーカー）：同社は世界的な電気機器・産業機器メーカーで、エネルギー・マネジメントとオートメーションのスペシャリストとして、長年にわたり、ビルやインフラの電化（ソフトおよびハードウェア）におけるリーダー的地位を築いてきました。環境フットプリントの削減を支援する同社は持続可能な成長の加速が期待できると判断し、新規組入れを実施しました。

・利益確定、バリュエーションの観点からジェロニモ・マルティンス、ネメチェック（ドイツ/ソフトウェアメーカー）、アッサ・アプロイ（スウェーデン/大手錠前メーカー）のポジションを一部削減。

・一方で、バリュエーションの観点から2023年はポジションを削減していましたが、安心できる決算内容と成長鈍化リスクは低いと判断したLVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン（フランス/高級品コングロマリット）、クルボアジェ社（仏コニャックメーカーで4大コニャックブランドの一角）買収によるEPS希薄化が懸念され、株価が下落したダヴィデ・カンパリー・ミラノ、株価が調整したロンザ・グループ等の買増しを実施し、引き続き長期的に年率2ケタの利益成長が見込まれる最適なポートフォリオの構築に努めました。

過去3年のパフォーマンス寄与 上位下位企業

・マイナス寄与企業のうち、オーピア（フランス/介護施設等の運営）は、ずさんな経営実態や介護時の注意義務違反を告発する痛烈な批判本が出版される等、メディアで様々な疑惑が報じられ、CEO交代、独自調査の開始を決定しました。疑惑の極一部でも事実であれば、厳格なクオリティ基準への疑念を抱かざるを得ないため、全売却しました。

・プロサス（オランダ/南アフリカのメディア大手兼投資会社の海外部門のスピンオフにより設立）は、相対的により質の高い成長企業に資金を振り分けるために全売却しました。

・パフォーマンス寄与企業はいずれも継続保有しており、当戦略のパフォーマンスに大きく貢献しています。

【過去3年のパフォーマンス寄与企業】（2021年3月末～2024年3月末）

寄与上位3社	国	業種	平均保有比率 (%)	パフォーマンス (%)	保有状況
ノボ・ノルディスク	デンマーク	ヘルスケア	6.91	413.13	継続保有
ASMLホールディング	オランダ	情報技術	7.31	117.33	継続保有
リンデ	イギリス	素材	4.52	127.39	継続保有
寄与下位3社	国	業種	平均保有比率 (%)	パフォーマンス (%)	保有状況
プロサス	オランダ	一般消費財・サービス	1.23	-35.06	全売却
オーピア	フランス	ヘルスケア	0.53	-65.57	全売却
アディダス	ドイツ	一般消費財・サービス	1.61	-15.71	継続保有

データソース：Factset

コムジェスト・ヨーロッパ株式戦略

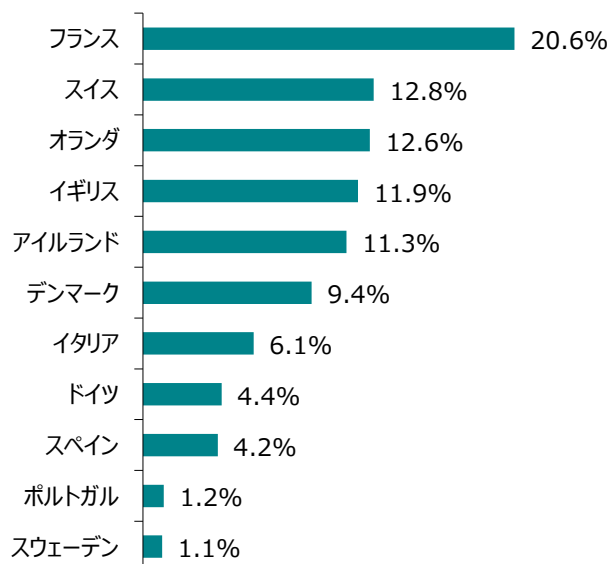
日本籍私募投信マザーファンド

2024年3月末現在

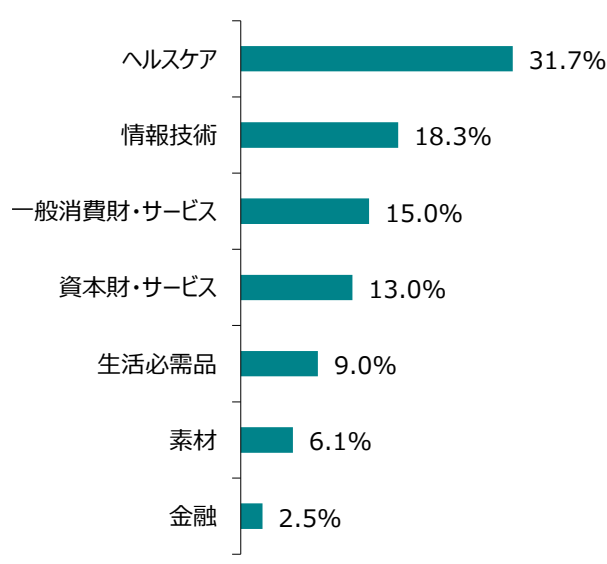
保有上位企業の注目点

1 ASMLホールディング	同社は、先端半導体の生産に不可欠なEUV（極端紫外線）リソグラフィ（露光）装置の世界最大手であり、市場を独占しています。その背景は、EUV装置の製造過程をモジュール化し、コア技術以外の技術をオープンにすることで部品メーカーとの分業体制を構築したことにより、この体制により、同社は他社の追従を許さないコア技術の確立に成功しました。同社の顧客である半導体メーカー大手3社（米インテル、台湾セミコンダクター（TSMC）、韓国サムスン電子）はEUV技術による生産計画を示していますが、これはEUVへの生産シフトが今後数年間、同社の収益成長を支える原動力となることを意味します。
2 ノボ・ノルディスク	同社は、糖尿病や慢性疾患の克服を掲げる糖尿病薬世界トップシェアを握る企業です。研究開発を糖尿病領域等に絞り込んで行った結果、糖尿病治療薬で高い技術力とマーケットシェアを獲得。糖尿病治療薬及び肥満ケアでのマーケットシェア拡大と、市場の拡大から恩恵を受けると予想しています。
3 エシロールルックスオティカ	エシロールとルックスオティカの経営統合により設立（2018年）。圧倒的な市場シェアと強力なブランド、技術ノウハウを持っています。スマートグラス（AR技術を搭載した新世代眼鏡）の開発など、近視コントロール、老眼などへの次世代ソリューションも提案しています。新興国における中間所得層の増加と世界的な高齢化・都市化に伴う近視・老眼の増加・日焼け対策需要の恩恵を受けると考えます。
4 LVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン	高級ブランドのルイ・ヴィトン、クリスチャン・ディオール、フェンディ等や高級酒類のヘネシー、モエ・エ・シャンドン、ドン・ペリニオン等、複数の高級ブランドを傘下に有する高級品コングロマリット。同社の参入障壁は長い歴史を経て醸成された「ブランド」そのものにあります。ラグジュアリーブランドは価格競争に巻き込まれにくい特徴があり、また、同社は事業規模の大きさから、小規模な競合他社に対してマーケティング費用で圧倒的な優位性があります。世界的な富裕層の増加、中国等の新興国における中間所得層の増加、新興国市場への地理的拡大による成長が見込まれます。
5 リンデ	同社は、ドイツのリンデ社と米ブラクスエア社の経営統合により設立された持ち株会社であり、産業用ガス分野の世界最大手です。水素製造事業ブラクスエア社は市場規模が「世界3強」の1つとなっており、水素市場の拡大期待とともに長期的な成長への確信度が高まっています。長期的な視点を持った経営陣についても評価しています。

— 国別



— 業種別



データソース：T-star, Comgest S.A.

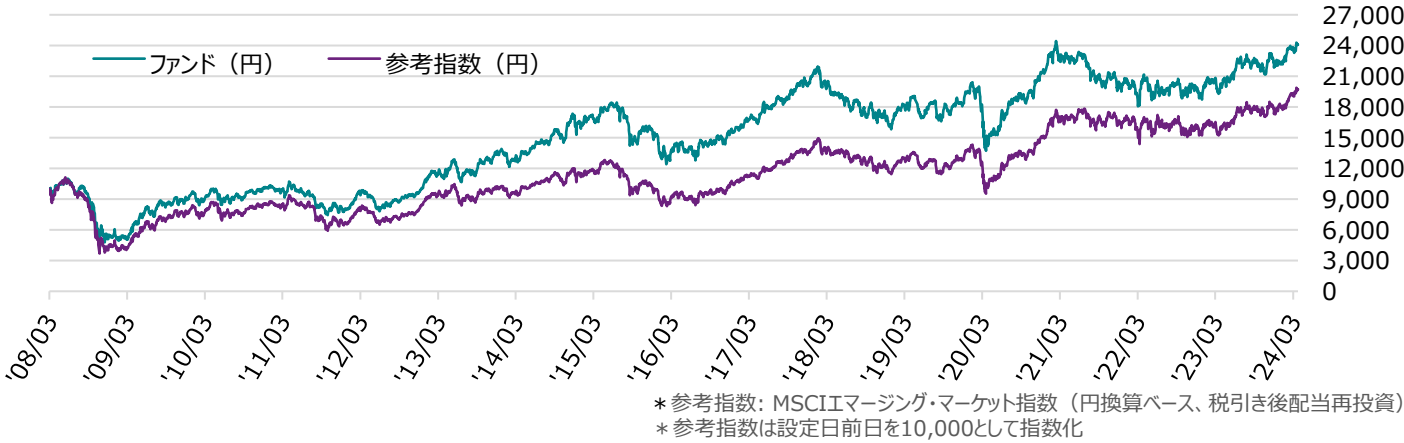
国別はComgest S.A.分類に、業種別はGICS（世界産業分類基準）セクター分類に基づいております。比率は純資産総額に対する割合です。

コムジエスト・グローバル・エマージング市場株式戦略
日本籍私募投信マザーファンド

2024年3月末現在

設定日 = 2008年3月7日

累積パフォーマンス(%)



	過去3カ月	過去6カ月	過去1年	過去3年 (年率)	過去5年 (年率)	設定来 (年率)
ファンド	6.80	9.58	18.57	1.64	6.11	5.61
参考指数	9.08	12.50	22.86	5.22	8.98	4.32
+/-	-2.28	-2.92	-4.29	-3.58	-2.87	+1.29

保有上位10社（銘柄総数35： 株式組入比率：96.8%）

名前	国	概要・特徴	保有比率
1 台湾セミコンダクター (TSMC)	台湾	世界最大のロジック半導体ファウンドリー（受託製造企業）	8.9%
2 サムスン電子	韓国	韓国の大手総合電機メーカー	6.2%
3 フォメント・エコノミコ・メヒカノ	メキシコ	ラテンアメリカ最大のボトリング会社、かつ、メキシコ3番手の小売業者	5.5%
4 デルタ電子	台湾	台湾の大手電源管理製品・システムメーカー	5.3%
5 メルカドリブレ	アルゼンチン	ユニークビジター数とページビューで南米最大のEコマース企業	4.7%
6 ウォルマート・デ・メヒコ (ウォルメックス)	メキシコ	米ディスカウントストア大手ウォルマートのメキシコ・中南米事業を展開	4.3%
7 マルチ・スズキ	インド	インドの大手自動車メーカー	4.1%
8 テンセント・ホールディングス (騰訊控股)	中国	中国のソーシャルメディア／インターネットゲーム大手	4.0%
9 インナ・モンゴル・イーリー・インダストリアル・グループ (内蒙古伊利実業集団)	中国	中国の大手乳製品メーカー。長期的視野をもった経営陣を有する。生乳、粉ミルク、ヨーグルト、アイスクリーム、チーズ等パランスの取れた製品群を製造・販売	3.7%
10 パワー・グリッド・コーポレーション・オブ・インド	インド	インド最大の電気公益事業会社	3.4%

データ: コムジエスト・アセットマネジメント

パフォーマンスは、信託報酬を控除しておりません。1年以上の騰落率は年率平均（複利ベース）。
日本籍私募投信は、戦略のパフォーマンスをご理解頂くために提示していますが、一般の投資家の方は直接買い付けることはできません。
参考指数は、MSCI Emerging Markets 指数・税引き後配当再投資（USDベース）を使用。参考指数の騰落率は、基準日前営業日の現地終値に
対USD為替レート（三菱UFJ銀行対顧客電信売買相場の基準当日（東京）の仲値）を乗じて算出しています。
本資料の情報は、お客様に通知なしに変更されることがあります。当社の事前の許可なく、本資料を第三者へ交付することはご遠慮下さい。
指数は、パフォーマンスの評価の目安としてのみ利用しており、指数と同じ銘柄に投資しているという事を示すものではありません。
資料の用いられた運用実績に関するグラフ、数値その他いかなる内容も過去のものであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

コムジェスト・グローバル・エマージング市場株式戦略

日本籍私募投信マザーファンド

2024年3月末現在

運用状況について

1-3月期のパフォーマンスについて

・新興国市場は上昇する中（参考指数は+9.08%）、当ファンドは+6.80%となりました。
 ・パフォーマンスにプラス寄与となった主な企業は、台湾セミコンダクター（TSMC）（台湾/世界最大の半導体ファウンドリー）、マルチ・スズキ（インド/大手自動車メーカー）、ネットイース（中国/オンラインゲーム等のインターネットサービス運営大手）等でした。一方、主なマイナス寄与企業は、AIAグループ（香港/アジア最大の保険グループ）、合併後の預貸率修正に向けた預金量増加策が懸念視されたHDFC銀行（インド/最大手民間銀行）、ロカリザレンタカー（ブラジル/レンタカー最大手）等となりました。

主な投資行動

・当四半期は、4社を全売却し、2社に新規投資を実施しました。
 ・この他に、株価が相対的に割高になった企業や成長への確信度が低下した企業のポジションを一部削減する一方、株価水準が魅力的な企業、成長への確信度が高まった企業の買増しを実施しました。新興国の状況は引き続きまだら模様ですが、多様な潮流を乗りこなしながら、どのような環境でも2ケタEPS成長によるリターン獲得を目指すポートフォリオの構築に努めました。

<全売却>

LG化学（韓国/EV用バッテリー世界最大手）：EV用バッテリーが供給過剰を背景に、製品価格に影響を及ぼしていること、また、米大統領選挙の行方によっては同社が享受しているEV用バッテリーへの優遇措置が見直されるリスク等が懸念されるため。

ネイバー（韓国/インターネット検索エンジン国内最大手）：コア事業のECとオンライン広告事業が飽和している一方、その他の成長事業の収益性が低く、競争激化もあり、成長減速リスクが高いと判断したため。

ウェイガオグループ（中国/使い捨て医療用品メーカー）：同社は業績見通しの下方修正が相次ぎ、成長見通しが不透明になったため。

サンイ・ヘビー・インダストリー（中国/大手建機メーカー）：海外市場のシェア拡大が進んでおり、国内建機市場回復の恩恵を受けることを予想していましたが、中国不動産市場の回復には想定以上の時間を要すると判断したため。

<新規組入れ>

ディノ・ボルスカ（ポーランド）：ポーランドで農村部の低所得層をターゲットとしたスーパーマーケットを展開する食品小売り企業。ポーランド農村部は近代的小売業の空白地帯であり、同社は今後10年で3倍の出店余地があり、この成長から規模、価格決定力の増大等が期待され、競合よりも長期的に優れたリターンの獲得が予想されます。

FPT（ベトナム）：ITサービス大手。政府機関向け、銀行向け大規模システム開発で実績を築き、ITサービスのニアショアリングでグローバル展開に注力。日本は収益の4割を占める重要市場。低コストのエンジニア（インドより2割安い）、質の高いIT人材の安定流入（毎年新入社員2割が傘下のFPT大学の新卒生）が参入障壁。

【過去3年のパフォーマンス寄与企業】（2021年3月末～2024年3月末）

寄与 上位3社	国	業種	平均保有比 (%)	パフォーマンス (%)	保有状況
フォメント・エコノミコ・メヒカノ	メキシコ	生活必需品	4.76	132.14	継続保有
マルチ・スズキ	インド	一般消費財・サービス	3.73	121.60	継続保有
B Bセグリダーデ・パルティチパソエス	ブラジル	金融	3.25	102.63	継続保有
寄与 下位3社	国	業種	平均保有比 (%)	パフォーマンス (%)	保有状況
LG生活健康	韓国	生活必需品	2.15	-77.30	売却
アリババグループ（阿里巴巴集団）	中国	一般消費財・サービス	2.36	-56.95	継続保有
ピンアン・インシュアランス(中国平安保険)	中国	金融	1.91	-52.02	継続保有

データソース：Factset

コムジェスト・グローバル・エマージング市場株式戦略

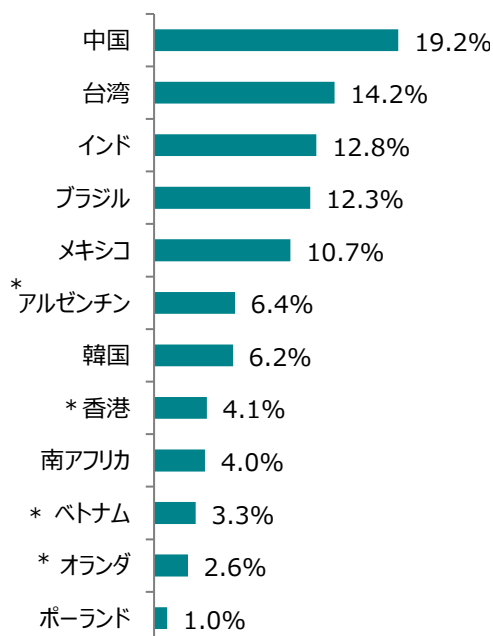
日本籍私募投信マザーファンド

2024年3月末現在

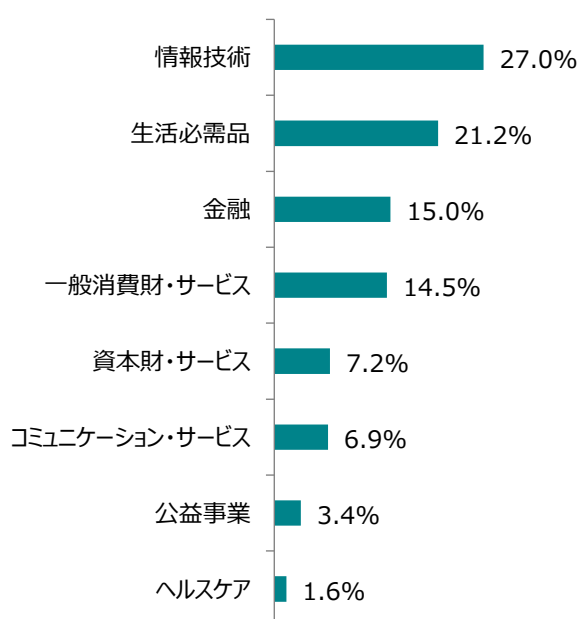
保有上位企業の注目点

1 台湾セミコンダクター（TSMC）	ファウンドリー市場の世界シェアは50%以上。売上は業界2番手の企業の約3倍規模。高機能・高性能のプロダクトでは約70%のシェア。5nmの半導体を安定的に製造できるのは当社のみであり、ハイテク機器を製造するには当社の協力が不可欠となっています。莫大な資金が必要な半導体製造業界において、初めて製造に特化したビジネスを確立し（それまでは垂直統合型が主流）、膨大な設備投資を続けることで築き上げた技術が参入障壁となっています。
2 サムスン電子	韓国の大手総合電機メーカー。毎年の大型設備投資により高い技術力を蓄積し、半導体メモリ（DRAMとNAND）で世界トップシェア（各約4割）です。今後、長期的に進むと予測される5G、IoT、AI、EV（電気自動車）の普及といったデジタル化の恩恵を受けると考えられます。
3 フォメント・エコノミコ・メヒカノ	ラテンアメリカ最大のボトリング会社でメキシコ国内3番手の小売業者。ボトリング事業、ビール事業と小売事業のシナジー効果による利益成長が強みです。同社の小売り事業であるO X X Oの力強い成長が期待されます。
4 デルタ電子	1971年設立。エネルギー効率の高い電源製品の世界的企業。台湾と中国を中心に北米、南米、欧州等を開発、製造拠点を有します。同社のサービスは、自動車業界のEV化やセントリック電源システム等世界的な電源システムの構造変革のけん引役となっています。
5 メルカドリブレ	南米最大のEコマース企業。18カ国で事業を展開。主な事業は、「MercadoLibre」のマーケットプレイス、電子決済「MercadoPago」、物流サービス「Mercado Envios」、「Mercado Libre」の広告クラシファイドサービスと広告ソリューション、オンラインWEBストアソリューション「Mercado Shops」の6つ。物流及びフィンテックへの投資を積極的に実施。デジタル化・キャッシュレス化、また消費者と加盟店の双方にクレジットを提供することにより同地域の銀行普及率の低さを利用し恩恵を享受できると予想しています。

—国別



—業種別



データソース：T-star, Comgest S.A. *MSCI エマージング指数構成国に含まれない国。

国別はComgest S.A.分類に、業種別はGICS（世界産業分類基準）セクター分類に基づいております。比率は純資産総額に対する割合です。

コムジエスト・日本株式戦略

日本籍私募投信マザーファンド

2024年3月末現在

設定日＝2016年3月10日

累積パフォーマンス(%)



	過去3カ月	過去6カ月	過去1年	過去3年（年率）	過去5年（年率）	設定来（年率）
ファンド	14.37	23.26	23.77	1.93	10.25	11.20
参考指数	18.14	20.55	41.34	15.11	14.43	11.99
+/-	-3.77	+2.71	-17.57	-13.18	-4.18	-0.79

保有上位10社（銘柄総数39： 株式組入比率：96.9%）

名前	概要・特徴	保有比率
1 東京エレクトロン	半導体製造装置メーカー。数多くの製品群でトップクラスの世界シェアを誇る。	4.5%
2 信越化学工業	主力製品が世界的に高いシェアを持つ化学メーカー	4.3%
3 レーザーテック	半導体用マスク blanks 欠陥検査装置世界トップシェア	4.3%
4 ファーストリテイリング	ファッションブランド「ユニクロ」をライフウェアとして再定義し、グローバルに展開する大手カジュアル衣料品メーカー	4.1%
5 パン・パシフィック・インターナショナルホールディングス	総合ディスカウントストア「ドン・キホーテ」等を運営する小売り大手	3.9%
6 第一生命ホールディングス	国内生命保険大手	3.9%
7 ダイワク	立体自動倉庫などの搬送・仕分け・ピッキング・保管に用いられる物流システム・マテリアルハンドリングシステムの世界的トップメーカー	3.7%
8 ソニーグループ	6つの事業セグメントをもつ総合エンターテインメント企業（ゲーム・映画・音楽・エレクトロニクス・半導体・金融）	3.5%
9 キーエンス	自動制御機器や光学顕微鏡・電子顕微鏡に強みを持つ	3.4%
10 オリックス	リースを中心に融資、投資、保険業等の幅広いサービスを提供する金融サービス会社	3.1%

データ：コムジエスト・アセットマネジメント

パフォーマンスは、信託報酬を控除しておりません。1年以上の騰落率は年率平均（複利ベース）。
日本籍私募投信は、戦略のパフォーマンスをご理解頂くために提示していますが、一般の投資家の方は直接買い付けることはできません。
参考指数は、東証株価指数（TOPIX）（配当込み）を使用。
指数は、パフォーマンスの評価の目安としてのみ利用しており、指数と同じ銘柄に投資しているという事を示すものではありません。
資料の用いられた運用実績に関するグラフ、数値その他いかなる内容も過去のものであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

コムジェスト・日本株式戦略

日本籍私募投信マザーファンド

2024年3月末現在

運用状況について

1-3月期のパフォーマンスについて

・日本株市場は上昇し（参考指数は+18.14%）、当ファンドは+14.37%となりました。
 ・パフォーマンスにプラス寄与となった主な企業は、東京エレクトロ（半導体製造の前工程で多数の世界トップシェアの製品群を有する半導体製造装置メーカー）、三菱重工（総合重機最大手）、デクセリアルズ（エレクトロニクス製品向け素材メーカー）等でした。一方、マイナス寄与となった主な企業は、日清食品ホールディングス（即席めん最大手）、神戸物産（ディスカウント食品スーパー「業務スーパー」を展開）、LINEヤフー（ポータルサイトの「Yahoo!JAPAN」等を手がける総合ネットサービス大手）等でした。

主な投資行動

・当四半期は、4社を全売却し、3社を新規組入れしました。この他に、株価が相対的に割高になった企業や成長への確信度が低下した企業についてはポジションを一部削減し、株価水準が魅力的な企業、成長への確信度が高まった企業の買増しを実施し、どのような環境でも2ケタEPS成長によるリターン獲得を目指すポートフォリオの構築に努めました。

<全売却>

ダイキン工業：中期計画の主要な成長ドライバーである欧州ヒートポンプ暖房事業において外部環境が大きく悪化し、期待成長率が低下したのに加え、環境規制リスクの影響も不透明さが増したため。

エムスリー：国内及び北米で急拡大したコロナ関連需要の剥落影響が想定よりも長期化し、自助努力での対応策の効果が発現するには時間を要すと判断し、中期的な成長率の見通しが低下したため。

MonotaRO：大企業向け事業は順調に拡大するものの、中小企業顧客のリピーターや新規獲得ペースが鈍化しており、低下した増収率の改善が見通しづらくなったため。

住友金属鉱山：アフターコロナで銅やニッケルなど非鉄金属の市況が悪化し在庫評価損も計上したが、需給バランスが改善する見通しが従来よりも不透明となったため。

<新規組入れ>

マクニカホールディングス：1972年設立、国内首位、世界でも大手のエレクトロニクス商社。5G、データセンター、EV、ファクトリーオートメーション等、産業用途で増加する半導体製品や拡大するクラウド、セキュリティ向けネットワーク製品、新規で立ち上げたサービス・ソリューション事業等が拡大し、2ケタの利益成長が続くと評価。

S H I F T：2005年創業の独立系ITソリューション企業。ソフトウェアテスト等の品質保証サービスが強み。人手不足が顕著なITエンジニア業界において未経験者を大量採用し、独自に育成するノウハウを持ちながら、中途採用を中心に上流コンサルティングサービスを強化し、積極的なM&A戦略でシステム開発やセキュリティ等の周辺領域にも拡大しており、2ケタの利益成長が期待できると判断。

ソシオネクスト：2014年に富士通とパナソニックのシステムLSI事業の統合により設立されたファブレス半導体ベンダー、特定顧客向けカスタムSoCが得意。米中の車載向けや中国の通信基地局向けに加え、英アーム社やTSMC社との協業でネットワークインフラ市場等向けに事業拡大が期待でき、2ケタの利益成長が見込めると評価。

【過去3年のパフォーマンス寄与企業】（2021年3月末～2024年3月末）

寄与上位3社	業種	平均保有比（％）	パフォーマンス（％）	保有状況
レーザーテック	情報技術	2.42	150.30	継続保有
東京エレクトロ	情報技術	0.70	93.50	継続保有
信越化学工業	素材	3.26	76.89	継続保有
寄与下位3社	業種	平均保有比（％）	パフォーマンス（％）	保有状況
エムスリー	ヘルスケア	1.97	-68.58	売却
日本M & Aセンター	資本財・サービス	1.50	-75.83	売却
サイバーエージェント	コミュニケーション・サービス	2.05	-55.00	売却

データソース：Factset

コムジェスト・日本株式戦略

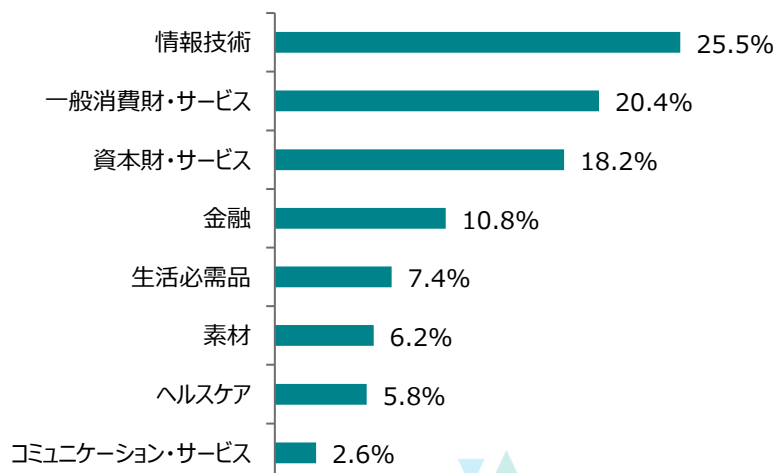
日本籍私募投信マザーファンド

2024年3月末現在

保有上位企業の注目点

1 東京エレクトロン	半導体製造装置(SPE)メーカーの国内最大手。液晶を中心としたフラットパネルディスプレイ (FPD) の製造装置も手掛ける。参入障壁の高さによる競合の限定、切り替えコストの高さ、価格よりも機器の信頼性と納期を重視する顧客によって、利益率と収益性が維持されています。2016年に就任した新経営陣（現CEO河合氏を含む）は、多様でバランスの取れたスキルを持つ有能な人物で構成されており、会社の技術的優位性を維持するために必要な人材が揃っていると捉えています。同社の企業文化「長期的な事業拡大と継続的な価値向上への注力」は、技術リーダーシップとフランチャイズの質の維持に役立つと考えます。また同社は独自の塗布現像技術や成膜技術により、最もエネルギー効率の高い回路設計を実現しており、半導体デバイスやディスプレイの性能向上と消費電力削減に貢献するため環境面でも当然良好なポジションにあります。全体として、東京エレクトロンは持続可能性に長けた企業と考えています。
2 信越化学工業	日本最大の化学メーカー。塩化ビニール樹脂やシリコンウェハー（半導体の基板）をはじめ世界トップシェアを誇る製品を数多く扱っており、バランスの取れた製品ポートフォリオが強みです。ChemSec（国際化学物質事務局）による化学世界大手50社を対象とした有害化学物質対策ランキングでは、2023年のランクが情報開示の充実などで44位から17位にランクアップしました。同社のアニュアルレポートでは社外取締役インタビューやカーボン・ニュートラルについての内容など、私たちが提案していた内容を強化しています。
3 レーザーテック	半導体ウエハー向け回路原版の欠陥を検査する装置（EUVマスクブランクス欠陥検査装置）の分野で世界100%のシェア。高度な半導体デバイスの製造に必要なEUV（極端紫外線、Extreme Ultraviolet）という波長13.5ナノメートル（1ナノメートル＝10億分の1m）の光源を使った半導体製造工程に欠かせない、世界で唯一の検査装置「ABICS」を有します。予測可能な技術シフトの中では、同社は損なわれる可能性の低い圧倒的なポジションにいます。
4 ファーストリテイリング	ユニクロ、ジーユー等のブランドでカジュアル・ウェアの製造販売を手掛けています。厳しい競争環境下で同社は規模、ブランド力、高い商品企画力等で高い参入障壁を構築しています。物流倉庫の全自動化「有明プロジェクト」を始動し、オンライン販売の拡充に取り組む等、テクノロジーを活用した徹底的効率化に注力中です。中間所得者層の増加を見込み20年以上前から中国を始めとするアジア市場進出を推進しています。コムジェストは、同社が環境負荷の大きいアパレル業界において、サプライチェーン情報の開示等、労働環境向上、廃棄を減らす製品開発等に積極的に取り組み、厳しい結果も隠すことなく開示する姿勢を評価しています。今後は現状のさらなる改善と後継者問題の解消に期待しています。
5 パン・パシフィック・インターナショナルホールディングス	当社の戦略の重要な要素は、柔軟な商品配置と値引き、さらにそれらを決定する権限を各店舗に委譲している点です。日用品から高級品に至るまで4万5,000種類を超える商品が1,000平米に満たないスペースに陳列されており、顧客は商品の購入と同時に、まるで宝探しをしているかのような気分を楽しむことができます。強みは比較的小型の店舗で大量の在庫を保有し、高い回転率で販売できる点にあり、そのため国内小売業の厳しい競争環境においても、高水準の収益とキャッシュフロー創出を可能にしています。各店舗は意識的に大量の在庫を保有し、顧客の興味を逸らさぬよう努めています。当社が在庫リスクを負うことで、最大90%のディスカウントでの調達を可能としています。このような販売手法は、価格に敏感な消費者を惹き付ける原動力となっています。

業種別



データソース：T-star, Comgest S.A.

業種別はGICS（世界産業分類基準）セクター分類に基づいております。比率は純資産総額に対する割合です。

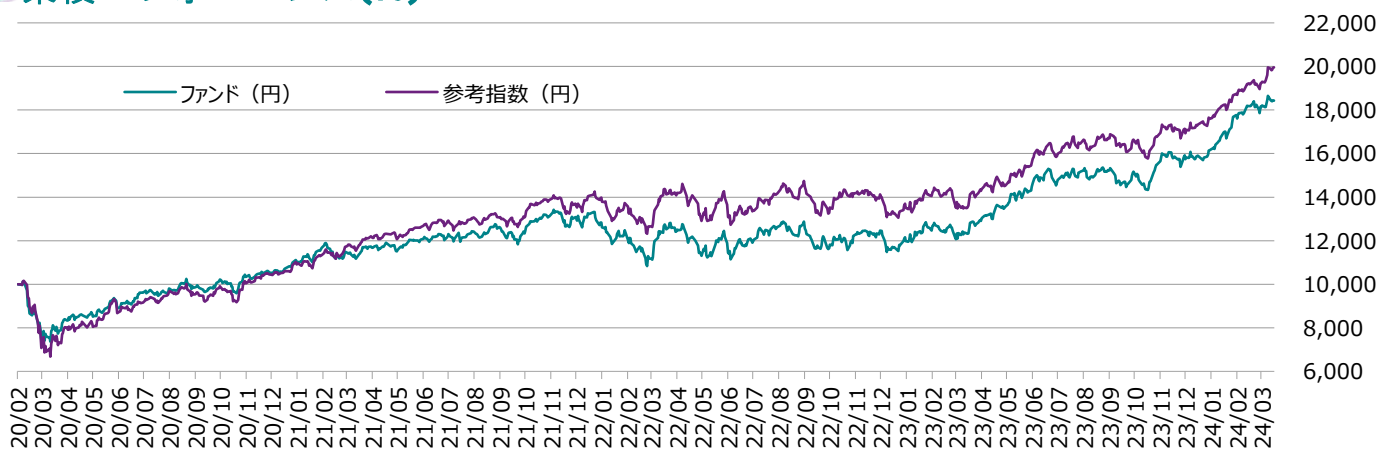
コムジェスト・世界株式戦略

日本籍私募投信マザーファンド

累積パフォーマンス(%)

2024年3月末現在

設定日 = 2020年2月13日



* 参考指数：MSCI ACWI指数（円ベース、税引き後配当再投資）

* 参考指数は設定日前日を10,000として指数化しています。

	過去3カ月	過去6カ月	過去1年	過去3年（年率）	過去5年（年率）	設定来（年率）
ファンド	15.85	25.88	43.72	17.07	-	15.97
参考指数	15.17	21.56	41.14	18.77	-	18.16
+/-	+0.68	+4.32	+2.58	-1.70	-	-2.19

保有上位10社（銘柄総数35： 株式組入比率：98.0%）

名前	国	概要・特徴	保有比率
1 マイクロソフト	アメリカ	クラウドサービスAzureで世界シェア2位。サブスクリプション型クラウドを軸とした幅広い製品・サービス（Windows等）の提供により、顧客のDX化、業務効率化を図り、付加価値を提供する	7.2%
2 イーライリリー	アメリカ	米国の研究開発型大手製薬会社。糖尿病、がん、関節リウマチ、乾癬、成長障害等の領域をカバー。世界8か国に研究所を有し、120か国以上で事業展開	7.2%
3 ASMLホールディング	オランダ	半導体製造装置メーカー。先端半導体の生産に不可欠なEUV（極端紫外線）リソグラフィ（露光）装置で世界最大手	6.1%
4 リンデ	イギリス	産業用ガス分野の世界最大手	4.8%
5 台湾セミコンダクター（TSMC）	台湾	世界最大のロジック半導体ファウンドリー（受託製造企業）	4.2%
6 インテュイット	アメリカ	中小企業・自営業者、個人、財務・税務の専門家向けに業務用ソフトを開発。主な製品はビジネス向け会計ソフト「QuickBooks」、消費者向け確定申告ソフト「TurboTax」など。	3.9%
7 エシロールルックスオティカ	フランス	世界最大のアイウェアメーカー	3.8%
8 ロレアル	フランス	化粧品世界最大手。「ロレアル・パリ」、「ランコム」、「メイベリン」、「キールズ」、「シュウ・ウエムラ」、「ザ・ボディ・ショップ」、「ケラスタス」等、約30の有名ブランドを保有。	3.5%
9 ジョンソン・エンド・ジョンソン	アメリカ	家庭用から医療用まで幅広く製薬、医療機器その他のヘルスケア関連製品の開発・生産・販売を手掛ける	3.5%
10 LVMHEエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン	フランス	世界最大の高級品コングロマリット	3.5%

パフォーマンスは、信託報酬を控除しておりません。1年以上の騰落率は年率平均（複利ベース）。

日本籍私募投信は、戦略のパフォーマンスをご理解頂くために提示していますが、一般の投資家の方は直接買い付けることはできません。

参考指数はMSCI ACWI指数（円換算ベース、税引き後配当再投資）を使用。

指数は、パフォーマンスの評価の目安としてのみ利用しており、指数と同じ銘柄に投資しているという事を示すものではありません。

資料の用いられた運用実績に関するグラフ、数値その他いかなる内容も過去のものであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

コムジェスト・世界株式戦略

日本籍私募投信マザーファンド

2024年3月末現在

運用状況について

1-3月期のパフォーマンスについて

・世界株式市場は上昇（参考指数は+15.17%）、当ファンドは+15.85%となりました。
 ・パフォーマンスにプラス寄与となった主な企業は、イーライリリー（アメリカ/糖尿病治療薬大手）、ASMLホールディング（オランダ/半導体露光装置大手）、マイクロソフト（アメリカ/ソフトウェア世界最大手）等でした。
 一方、マイナス寄与となった主な企業は、堅調な決算にもかかわらず、中国経済のネガティブなセンチメントの影響を受けたAIAグループ（香港/アジア最大級の保険グループ）、HDFC銀行（インド/国内最大手の民間銀行）、第3四半期決算が市場予想を下回り株価が下落したナイキ（アメリカ/スポーツ用品最大手）等でした。

主な投資行動

・当四半期は全売却、新規組入れはありませんでした。一方で、株価が堅調に推移し、割高になった企業や成長への確信度が低下した企業のポジションを一部削減し、株価水準が魅力的な企業や成長への確信度が高まった企業の買増しを実施し、引き続き長期的に年率2ケタ以上のEPS成長が見込まれるポートフォリオの構築に努めました。

<主な削減>

HDFC銀行（インド）：昨年7月に完了した住宅ローン専門会社の旧HDFCとの合併により預貸率改善の必要に迫られる等、事業の複雑性が増し、利益の可視性が低下したため、ポジションを一部削減しました。

ネットイース（網易）：昨年末の当局によるゲームに対する新規制案の発表を受け、一時株価は下落しましたが、規制案の撤回や同社が新作ゲーム発売の承認を受けたこと等が好感され、株価はほぼ回復しました。この間の堅調な株価推移によりポジションを一部削減しました。

信越化学（日本）：バリュエーションの観点からポジションを一部削減しました。

<主な買増し>

ゾエティス（アメリカ/動物用医薬品大手）：3月に発表した2023年決算が予想をやや下回る結果となりました。投資家は2024年年央に見込まれる他社競合品の発売にも神経を尖らせていますが、コムジェストではそのような懸念は行き過ぎであると考え、株価が調整した機会を捉え、買増しを行いました。

ナイキ（アメリカ/スポーツ用品世界最大手）：3月に市場予想を下回る2024年度第3四半期（2023年12月～2024年2月）業績を発表しました。需要が鈍化し、平常時を上回る在庫水準が続く中で、引き続き販促競争を強いられている現状が背景にあります。株価が調整した機会を捉え、買増しを行いました。

S&Pグローバル（アメリカ/格付け機関）：政策金利の高止まりが長引けば、債券発行量の減少を通じ、格付け事業を中心とする同社の成長が一部抑制されかねないとの懸念が広まり株価が下落しましたが、妙味あるバリュエーション水準で買増しを行いました。

【過去3年のパフォーマンス寄与企業】（2021年3月末～2024年3月末）

寄与上位3社	国	業種	平均保有比率 (%)	パフォーマンス (%)	保有状況
イーライリリー	アメリカ	ヘルスケア	5.58	473.56	継続保有
マイクロソフト	アメリカ	情報技術	6.02	148.17	継続保有
インテュイト	アメリカ	情報技術	3.81	137.91	継続保有
寄与下位3社	国	業種	平均保有比率 (%)	パフォーマンス (%)	保有状況
アリババグループ (阿里巴巴集団)	中国	一般消費財・サービス	0.76	-43.10	売却
アクティベーション・プリザード	アメリカ	情報技術	0.52	-32.95	売却
テンセント・ホールディングス (騰訊控股)	中国	コミュニケーション・サービス	2.04	-26.75	継続保有

データソース：Factset

コムジェスト・世界株式戦略

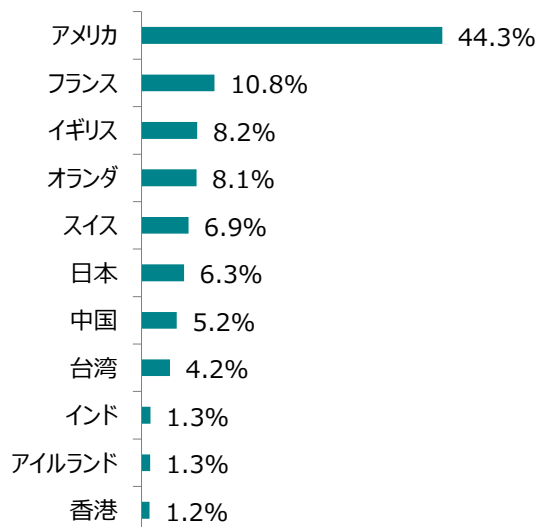
日本籍私募投信マザーファンド

2024年3月末現在

保有上位企業の注目点

1 マイクロソフト	OSのWindows、業務用ソフトOffice、クラウドサービスAzure、タブレットSurface、ゲーム機Xbox、複合現実レンズHoloLens等、多岐にわたるIT関連サービス・機器を提供しています。同社は、サティア・ナデラCEOの下、ソフトの売切りによるWindows主導の独占的なビジネスモデルからクラウドを軸としたサブスクリプション型、かつ、他社との提携を取り入れる友好的戦略への転換により、同社ビジネスは持続可能性が高まり、かつての成長を取り戻しました。AI浸透に伴い、大量データの取り扱いが見通される中、高い安全性と網羅性を有する同社のサービスは、顧客企業にとって、重要なITインフラとしてニーズがますます高まりそうです。
2 イーライリリー	同社は、世界初となるインスリン製剤の大量生産に成功する等、革新的な医薬品の研究開発を強みとする糖尿病治療薬の業界リーダーです。その他に、がん治療薬、アルツハイマー型認知症治療薬を含め、充実した製品パイプラインを有しています。2021年6月に同社のアルツハイマー型認知症の抗体治療薬である「Donanemab（ドナネマブ）」が、米食品医薬品局（FDA）から画期的治療薬の指定を受けました。同社に期待がかかります。
3 ASMLホールディング	同社は、先端半導体の生産に不可欠なEUV（極端紫外線）リソグラフィ（露光）装置の世界最大手であり、市場を独占しています。その背景は、EUV装置の製造過程をモジュール化し、コア技術以外の技術をオープンにすることで部品メーカーとの分業体制を構築したことにより、同社は他社の追随を許さないコア技術の確立に成功しました。同社の顧客である半導体メーカー大手3社（米インテル、台湾セミコンダクター（TSMC）、韓国サムスン電子）はEUV技術による生産計画を示していますが、これはEUVへの生産シフトが今後数年間、同社の収益成長を支える原動力となることを意味します。
4 リンデ	同社は、ドイツのリンデ社と米ブラクスエア社の経営統合により設立された持ち株会社であり、産業用ガス分野の世界最大手です。水素製造事業ブラクスエア社は市場規模が「世界3強」の1つとなっており、水素市場の拡大期待とともに長期的な成長への確信度が高まっています。長期的な視点を持った経営陣についても評価しています。
5 台湾セミコンダクター（TSMC）	ファウンドリー市場の世界シェアは50%以上。売上は業界2番手の企業の約3倍規模。高機能・高性能のプロダクトでは約70%のシェア。5nmの半導体を安定的に製造できるのは当社のみであり、ハイテク機器を製造するには当社の協力が不可欠となっています。莫大な資金が必要な半導体製造業界において、初めて製造に特化したビジネスを確立し（それまでは垂直統合型が主流）、膨大な設備投資を続けることで築き上げた技術が参入障壁となっています。

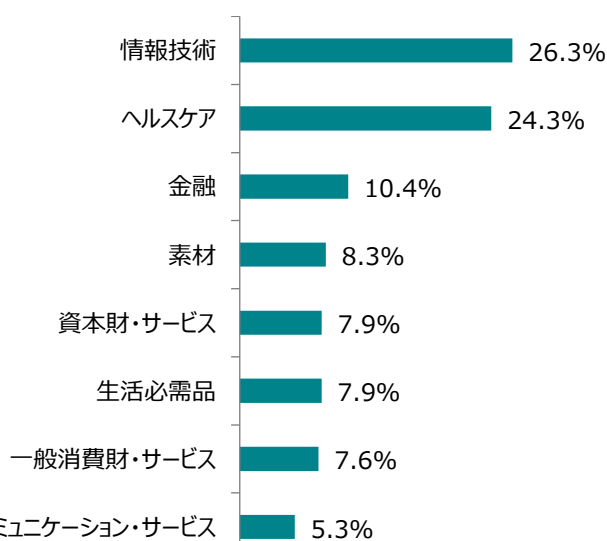
—国別



データソース：T-star, Comgest S.A.

国別はComgest S.A.による分類に、業種別はGICS（世界産業分類基準）セクター分類に基づいております。比率は純資産総額に対する割合です。

—業種別



コムジェスト運用チーム 日本籍ファンド主担当

EUROPE



WILLIAM BOHN
Analyst/PM
(5/4)



DENIS LEPADATU
Analyst / PM
(13/8)



LAURENT DOBLER
Analyst / PM
(38/32)



EVA FORNADI
Analyst / PM
(19/18)



JAMES HANFORD
Analyst / PM
(13/5)



MEHDI HUET
Analyst
(4/<1)



PIERRE LAMELIN
Analyst / PM
(20/12)



CONNOR MIDDLETON
Analyst
(5/<1)



FRANZ WEIS
Analyst / PM
(34/18)



ALISTAIR WITTET
Analyst / PM
(17/12)

GLOBAL EMERGING MARKETS



ABLA BELLAKHDAR
Analyst / PM
Paris, (11/9)



ANNE-LAURE GIRAUD
Analyst
Paris, (7/4)



CAROLINE MAES
Analyst / PM
Paris, (20/11)



PIERRE MAINDRON
Analyst
Paris, (5/9)



NICHOLAS MORSE
Analyst / PM
Paris, (37/8)



SLABBERT VAN ZYL
Analyst / PM
Paris, (16/10)

ASIA EX JAPAN



ADAM HAKKOU
Analyst / PM
Singapore, (11/9)



GARY PINGGE
Analyst / PM
Singapore, (25/9)



DAVID RAPER
Analyst / PM
Sydney, (25/21)



JIMMY CHEN
Analyst / PM
Hong Kong, (15/6)



JASMINE KANG
Analyst / PM
Hong Kong, (19/9)



JIMMY YANG
Analyst
Hong Kong, (7/4)



BAIJING YU
Analyst / PM
Hong Kong, (16/12)

GREATER CHINA

INDIA



SWATI MADHABUSHI
Analyst / PM
Singapore, (12/4)



BHUVNESH SINGH
Analyst / PM
Singapore, (24/7)



MUM TAGGU
Analyst
Singapore, (2/<1)



CHANTANA WARD
Analyst / PM
(24/24)



RICHARD KAYE
Analyst / PM
(30/14)



MAKOTO EGAMI
Analyst / PM
(23/10)



JUNZABURO HYUGA
Analyst
(13/5)



HEYANG PING
Analyst
(12/1)



ERIC VORAVONG
ESG Analyst
(35/6)

JAPAN



REMI ADAM
Analyst/PM
(10/4)



LOUIS CITROEN
Analyst / PM
(14/5)



FRANCESCO MANFREDINI
Analyst
(4/1)



CHRISTOPHE NAGY
Analyst / PM
(27/15)



JUSTIN STREETER
Analyst / PM
(13/8)



ALICIA ZHANG
Analyst
(12/2)

USA



KIRA HUPPERTZ
Analyst
(9/2)



ALEXANDRE NARBONI
Analyst / PM
(20/14)



LAURE NÉGIAR
Analyst / PM
(14/13)



ZAK SMERCZAK
Analyst / PM
(18/7)



FRÉDÉRIC YOBOUE
Analyst
(9/3)

GLOBAL



KIRA HUPPERTZ
Analyst
(9/2)



ALEXANDRE NARBONI
Analyst / PM
(20/14)



LAURE NÉGIAR
Analyst / PM
(14/13)



ZAK SMERCZAK
Analyst / PM
(18/7)



FRÉDÉRIC YOBOUE
Analyst
(9/3)

ESG



SÉBASTIEN THÉVOIX-CHABUEL
Head of Responsible Investment
ESG Analyst / PM
Europe, Global, USA
(25/10)



PETRA DAROCZI
ESG Analyst/PM
USA, Europe
(14/3)



VIVA JIANG
ESG Analyst
Asia ex Japan
(7/1)



ERIC VORAVONG
ESG Analyst
Japan
(35/6)



XING XU
ESG Analyst / PM
Asia ex Japan
(6/3)



LIUDMILA STRAKODONSKAYA
ESG Analyst
(7/<1)

2024年3月31日現在

(業界経験年数 / コムジェストでの経験年数)

RICHARD KAYEとMAKOTO EGAMIは、投資顧問契約において日本株式の価値等の分析に基づく投資判断に関する助言を行います。

資料ご利用に当たっての留意事項

商号等：コムジェスト・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

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。

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。

代表口座情報：この資料において紹介する代表口座は、該当する戦略のコンポジット内で最も長い運用期間を持つファンドです。コンポジットのGIPS準拠のプレゼンテーションの受け取りについては、別途ご連絡ください。当ファンドは代表口座と同様の運用プロセスで運用を行いますが、設定日、投資制限、およびその他の要因に基づいて変動する場合があることから、同様のパフォーマンスにはなりません。

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。

本資料はコムジェスト・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、コムジェスト・エス・エー社が作成した資料等に基づきコムジェスト・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ご確認の上、ご自身の責任と判断でお願いします。

本資料に掲載したインデックスに関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、当該インデックスの公表元またはその許諾社に帰属します。

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。