

コムジェスト：パートナーシップが生み出す力とクオリティグロース

コムジェストを創設したウェディグ・フォン・ガウデッカーとジャン・フランソワ・カントンの物語



- 「官僚障壁を破壊、長期的なクオリティグロース投資を促進し、卓越したパートナーシップを構築しようとしたのです。」

理想、起業家精神の発露、独立性の追求、利益への貪欲な姿勢、現状打破への渴望が渾然一体となり、誕生するに至ったスタートアップ企業は少なくありません。ウェディグ・フォン・ガウデッカーとジャン・フランソワ・カントンがコムジェストを創設し、官僚障壁の破壊、長期的なクオリティグロース（質の高い成長）投資の促進、卓越したパートナーシップ・モデルの構築など、フランスの資産運用業界に革命をもたらすきっかけをつかんだのも、こうした心理が融合した結果でした。

1980年代中頃、ガウデッカーとカントンは、フランスのパリに拠点を置くインドスエズ銀行でベテランのポートフォリオ・マネジャーとして働き、ガウデッカーはヨーロッパ株式、カントンはアジア株式のポートフォリオ運用を担当していました。二人は、長期にわたり市場平均を上回ることができる最良の戦略について議論を戦わせるなかで、互いに強い友情を育んでいきます。彼らがこの「市場の難題」を解く鍵を見つけるきっかけとなったのは、ドイツ生まれのガウデッカーが、偶然、米フォーチュン誌のある記事を目にした時でした。記事は、高い分析能力を有するにもかかわらず、ほとんどのポートフォリオ・マネジャーが市場インデックスを上回ることができない理由を取り上げていました。

この時ガウデッカーは、運用職という自分の職業に関する悲観的な見通しではなく、実際に市場インデックスを上回る実績を上げている株式ポートフォリオ・マネジャーの紹介記事に興味を惹かれます。中でも特に注目したのは、バークシャー・ハサウェイの現会長で「オマハの賢人」の別名で知られるウォーレン・バフェット氏と、彼の右腕であるチャーリー・マンガー氏でした。共に「バリュー投資の父」として有名なベンジャミン・グレアム（注1）の下で財務分析を学んだ人物です。バークシャー発行の年次報告書や株主への手紙をじっくり読み込んだガウデッカーは、同社が株主とのパートナーシップを重視し、運用上の成功を社の将来性に結びつけている点に着目します。

- 競合他社が容易に模倣できない資質、すなわち様々な特性に守られた市場ポジション、強固な経営、健全な財務こそが、企業の成功をもたらす決定的な要因となります。

バフェット氏らのコンセプトは、「競合他社による模倣が困難な特性、すなわちブランドや特許、商品の必要性、サービスの独自性などによって守られた市場ポジション、強固な経営、それらすべての根底にある健全な財務こそが、企業の成功をもたらす決定的な要因となる」というものでした。この考えに基づいて立案されたのが、「クオリティグロース（質の高い成長）」と呼ばれる戦略です。同戦略では、「将来の利益を正確に予測、考慮する能力を持ち、市場で有利な立ち位置につけている企業」に重点的に投資するアプローチが採られていました。しかしながら米国ではとなく、欧州で、このようなスタイルの運用が果たして成功につながるのか、という疑問はありました。

（注1）ベンジャミン・グレアム（1894～1976）は米国の経済学者。著書に「賢明なる投資家：実践的な助言の書（The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel）」（ニューヨーク、ハーバース出版、1959年）がある。

- 当時の欧州では、クオリティグロースのアプローチは、まだほとんど知られていませんでした。



ラ・ヴィ・フランセーズ誌、1988年4月号



ラ・ヴィ・フランセーズ誌、1988年4月号

独自路線を開拓

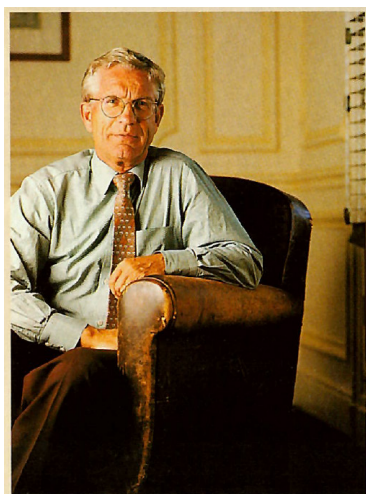
当時の欧州では、このクオリティグロース（質の高い成長）のアプローチは、まだほとんど知られていなかったため、ウェディグの目には他との差別化を図るまたとないチャンスと映りました。しかしこの戦略に全身全霊を傾けられる態勢を整えるまでには、数年の時間が必要でした。1985年、二人は共にインドスエズ銀行を退職します。当時、フランスで働くポートフォリオ・マネジャーとしては思い切った行動でした。ガウデッカーは国内の別の銀行に転職しますが、カントンは、将来のコムジェストとなるペーパーカンパニーを買収します。「Comsam Gestion（コムサム・ジェスティオン）」という穏やかな響きの名前を持つ会社でしたが、地元の通信会社から、テレックスの送信者名としては長すぎるとの指摘があり、二つの単語を合わせて短くすることになりました。「Comgest（コムジェスト）」という社名誕生の瞬間でした。その2年後カントンは、欧州とアジアのクオリティグロース企業を対象とし、ボトムアップ型の銘柄選択を通じてポートフォリオを構築する運用スタイルの実現に向けて、ガウデッカーの力を借りるべく、ついに彼を呼び寄せます。

しかしながら起業を成功させるためには、アイデアや願望だけでなく、まとまった投下資本や戦略的な事業拠点、規制当局の承認、従業員の採用、顧客の確保が必要であり、加えてちょっとした運も求められます。またこの長い旅路においては、唯一無二でかつ必要不可欠な商品を提供する、という野心も重要です。ガウデッカーとカントンが考えていた投資戦略は、厳選されたポートフォリオ、低い回転率（銘柄の入れ替え頻度）、徹底的な企業分析に伴う高いコストといった点に特徴があったため、彼らの以前の勤め先も含め、どの銀行の投資部門も採用に難色を示しました。彼らが以前、同様の戦略に取り組もうとしたときと同じ反応でした。

しかも彼らにはそもそもリソースが欠けており、当初の資本はと言えば、二人がそれまでに蓄積してきた専門知識だけで、これを運用のプロとして培った人脈が支えている、という状態でした。彼らが拠点として選んだのは、有名なパリ・オペラ座（ガルニエ宮）からすぐ脇に入った通りにある建物です。この辺りはかつて、歓楽街として怪しげな雰囲気や漂わせていたエリアとして有名で、フランス人画家トゥールーズ・ロートレックがその様子を描いて不朽の名声を得た場所でもあります。建物を管理する女性は過ぎ去りし日への憧憬の念からか、バスローブ姿のままくつろいでいることが多く、誰が家賃の小切手を渡しに行くかで押し付け合いになることもありました。コムジェストの最初のオフィスは、このように混沌とした雰囲気の中、上下を警察署と極右新聞社に挟まれた中二階にひっそりとありました。

ドイツ生まれのガウデッカーにとって、カントンは、フランスの不可解な行政の仕組みを教えてくれる良き指導者であり、彼の十分とは言えないフランス語表現の理解者でもありました。そんな二人が事業を始めるには幾つか大きな障害がありました。例えば、当時のフランスには資産運用会社に関する法令が存在しなかったため、規制当局からの認可取得が高いハードルとなっていたのです。これを受けて二人は果敢にも規制の草案作成に関わることになりましたが、どの組織がコムジェストの監督権限を有するのか、フランス証券取引所か、それとも中央銀行かがはっきりせず、先行きの不透明感は強まるばかりでした。そのため二人はひとまず「レミシエ（remisier、株式仲買人やファイナンシャルアドバイザーに相当）」として働かざるを得ませんでした。これにより証券取引所へのアクセスが可能となり、手数料獲得の機会もつかむことができました。

オフィスを立ち上げるにあたり、ガウデッカーとカントンは、類い稀な才能を持つ人を雇うことよりも、対等なメンバーから成るチームを作ることを目指しました。彼らは、米国の鉄鋼王アンドリュー・カーネギー言うところの「チームワークは、普通の人々が類い稀な成果を上げるエネルギー源となり得る」という考え方を大事にしていたのです。このアプローチは、社内の多種多様な個性と専門性を育み、ひいてはコムジェスト運用チーム



“Uniquement des
valeurs de croissance”

**Wedig
von Gaudecker**

Comgest

インベスティーラ誌、1998年10月

- 一 会社の限られた資金を節約するため、ガウデッカーは一晚をかけて、たった一人で英語とドイツ語の目論見書案を作成しました。

を強化する原動力となって行きます。1991年には、ジュネーブですでにキャリアを開始していたローレント・ドブラーが三人目のポートフォリオ・マネジャーとしてコムジェストに加わりました。ドブラーは、ヨーロッパ戦略の拡大に重要な役割を果たすことになります。

チームが事業を行う上での障害の一つに、前職で出会った顧客を取りこめない状況がありました。しかしガウデッカーが以前勤めていた銀行がジュネーブでの運用マンドートを彼に委託したことで、コムジェストはスイス市場に足場を築くことができました。同時にカントンは、ベトナム系フランス人という自身の出自と、アジア市場や「アジアの虎」諸国（20世紀末にかけて急速な経済成長を遂げた韓国、台湾、香港、シンガポール）の複雑な状況に関する専門知識を生かし、フランスの別の銀行向けにアジア株式から成るポートフォリオの運用を手掛けました。これは、アジア地域に不案内な大手金融機関を顧客として迎える第一歩となりました。

このように当初銀行から獲得したマンドートや個人的なコネクションはある程度の支えとなりましたが、早急にしっかりと金融商品を提供する必要があることも三人には分かっていた。最大の問題は、クオリティグロス企業を対象とするボトムアップ型の運用手法、すなわち、のちにコムジェストの特徴となる運用アプローチを適用できるマンドートが存在しないことでした。

突如訪れた幸運

コムジェスト最初の思い掛けない幸運は、ガウデッカーの以前の勤め先（彼がスイス顧客のマンドートを担当していた銀行）が経営困難に陥った際に訪れました。これは実のところ人脈を広げるチャンスとなり、ガウデッカーは、米国を拠点に活動するポートフォリオ・マネジャーを試験的に活用し、成果を収めている（そして著名投資家のジョージ・ソロス氏やマイケル・スタインハート氏などを見出した）会社で紹介してもらえることになったのです。この会社が手掛ける新たなポートフォリオの一角に食い込むことになったものの、利用可能な資金量に関するちょっとした連絡の行き違いで、思いがけず2週間の空白が生じた結果、ガウデッカーは逆に市場の下落局面を捉えて割安な水準で株式を購入する機会に恵まれました。これはコムジェストにとって格好の追い風となり、運用資産額の増加につながりました。

しかしながら1992年と1993年は厳しい2年間となり、コムジェストは幾つかのポートフォリオを失うことになりました。これを受けてカントンとガウデッカーは大胆な措置を講じます。数ヵ月間にわたり、自分たちの給与をフランスの法定最低賃金まで引き下げ一方で、従業員の給与は据え置いたのです。そしてこの試練の最中、ガウデッカーは、コムジェストの将来を塗り替える起死回生を成し遂げます。1992年の合同運用ピークルの設定です。ルクセンブルグ籍、スイスフラン建てのこのピークルは「コムジェスト・ヨーロッパ」と名付けられました。会社の限られた資金を節約するため、ガウデッカーは一晚をかけて、たった一人で英語とドイツ語の目論見書案を作成しました。

翌年、同じルクセンブルグ籍の「コムジェスト・アジア」を新たに設定したことも、コムジェストにとってのマイルストーンとなりました。両ファンドの設定は、コムジェストが、他の銀行や証券会社が設定したポートフォリオに関して助言するだけの存在から、アクティブ運用を標榜し、欧州全域から投資家を集めるマネジャーへと変貌した、という意味で、まさに画期的な出来事でした。

その後もコムジェストの成長と拡大は続きます。1993年に香港支社を開設、1997年2月には、設立から10年を待たずに資産運用額（AUM）が10億ユーロを突破しました。メディアの力も成長を後押しする原動力となります。遡ること1990年10月、「我々は一味違う」というタイトルでドイツの「マネジャー・マガジン」誌に取り上げられた際には、とりわけドイツ市場の注目を集めることになりました。コムジェストは、その後も戦略的な広報活動を通じてブランド認知度を高めて行きます。中には、現在の最高経営責任者（CEO）で、デュッセルドルフでのドイツ支社開設に尽力したジャン・ピーター・ドルフの主導による取り組みもありました。



フォーブズ誌、2000年2月

英語圏でも、コムジェストの名声を高めるもう一つの大きなきっかけがありました。2000年2月、米フォーブズ誌のあるジャーナリストがインタビューを申し込んできたのです。この時、コムジェストの運用アプローチや手本とする人物について問われたガウデッカーは、著名投資家のウォーレン・バフェット氏とその右腕のチャーリー・マンガー氏、そして“Common stocks and uncommon profits（普通株で普通でない利益を得る）”の哲学でマンガー氏に多大な影響を及ぼした株式投資家のフィリップ・フィッシャー氏らと、そのアプローチを参考として挙げました。運用業界におけるバフェット氏の知名度の高さを考えれば、この記事が最終的に”Mr. Buffett goes to Europe（バフェット氏、ヨーロッパへ行く）”というタイトルで発表されたことは、コムジェストにとって実に幸運でした。

しかしその後ガウデッカーは、「良い商品は自然に売れる、よってマーケティングに資金を費やすことは無駄だ」という自身の考え方に誤りがあることに気がつきます。そこで彼は同僚と共に、コムジェストの強みをアピールするべく、メディア報道やインタビュー記事、各種のランキングに取り上げてもらい、業界の様々なイベントにも参加するなど、多大な努力を払うようになりました。

障害を好機に

1990年代前半までにコムジェストは、高い知名度を誇るフランスの合同運用ビークル2本のマンドートを確保します。これは、ある民間銀行が設定したもので、一つはヨーロッパ株式、もう一つはエマージング市場株式に重点的に投資するファンドでした。この銀行が1995年に破綻すると、清算人は別の著名なフランスの銀行に両ファンドとも売却



J.F. カントン（前列中央）とW. フォン・ガウデッカー（後列左から2番目）、コムジェストにて

キャピタル誌（1999年5月）

後列（左から右）

ローレント・ドブラー: (1991-2024) ヨーロッパ担当PM - 退職
ウェディグ・フォン・ガウデッカー: (1987-2003) 共同設立者、ヨーロッパ担当PM - 退職
ビンセント・シュトラウス: (1994-2016) 共同設立者、GEM担当PM - 退職後
 現在はBoPメンバー
ロブ・デネク: (1995-2019) ヨーロッパ担当PM、その後IR担当

前列（左から右）

チャンタナ・ワード: (1999-現在) 日本担当PM、現BoPメンバー
ジャン・フランソワ・カントン: (1985-2010) 共同設立者、アジア担当PM - 退職後
 現在はBoPメンバー
ジャン・ピーター・ドルフ: (1997-現在) 米国担当PM、その後IR担当、現在はCEO
 兼BoPメンバー

*PM = ポートフォリオ・マネジャー、GEM = グローバル・エマージング市場、BoP = コムジェストのパートナーズ委員会、IR = インベスター・リレーションズ、CEO = 最高経営責任者

してしまいます。しかし法律の専門知識を持つカントンは、「ファンドの取締役だけが、ポートフォリオの運用者を選択する権限を有する」ことを知っていたため、この機を逃さずファンドの臨時取締役会を招集、そしてその場で、ポートフォリオの運用を再びコムジェストに委託する、という重大な決定が下されたのです。これはコムジェストのみならず、フランスという国にとっても歴史的な出来事でした。独立系の小さな資産運用会社が、史上初めて、フランスの合同運用ビークルを買収、全責任を負う形となったからです。

その後ガウデッカーは機会を捉え、ヨーロッパ株式ポートフォリオの運用手法を、今やコムジェストの特徴となっている「クオリティグロース（質の高い成長）」スタイルへと変貌させて行きます。エマージング市場株式ポートフォリオについてはすでに、カントンがアジア株式、また彼らの長年の知己であるビンセント・シュトラウスが南米株式について、それぞれ助言を行う体制となっていました。両ポートフォリオの買収後、シュトラウスはコ

ムジェストに入社します。これは、彼がエマージング市場株式ポートフォリオの担当者となり、コムジェストのエマージング市場戦略の基礎を築くことになるという意味で、重要な転機でした。シュトラウスがリード役を務めたことで、ファンドはさらに輝かしい成果を上げ、20年以上にわたりコムジェスト運用資産の中核的な存在として君臨することになります。彼のもたらしたノウハウのおかげで、コムジェストは確かな信頼を勝ち得ただけでなく、独自の運用アプローチをさらに強固なものとすることができました。こうした実績から、シュトラウスは「コムジェスト第3の創業者」の名を授けられる榮譽を手に入れました。

その後2008年に金融危機が到来し、信用不安の大波が世界の市場に押し寄せます。振り返ってみれば、この時期のコムジェストは、無負債、最低限の固定費、潤沢な資本のおかげで強い耐久力を示し、運用事業もサブプライム問題に巻き込まれることなく、堅調に推移していました。まるでこの世の終わりのような雰囲気の中にもかかわらず、コムジェストの顧客基盤は無傷のまま残るところか、拡大を続けました。当社は、質が高く、バリュエーションが妥当な水準にある銘柄を優先して組み入れるアプローチを採用しているため、株価が高騰し市場が陶醉状態にある局面では出遅れるものの、市場が危機的な状況に置かれている場面では、他社と比較して損失を大きく抑え、全体として安定したパフォーマンスを実現します。そのためコムジェストは運用業界で、「悪天候ファンド専門のアセットマネジャー」と呼ばれるようになりました。

パートナーシップの開拓

少人数で強い結束を誇っていたコムジェストのスタッフ数も、2000年までに運用チームメンバー14名を含めて34名を数えるまでになりましたが、その時点でも上下の序列から成る一般的な組織構造を持ち込まない運営体制が続いていました。驚かれるかもしれませんが、コムジェストでは2010年になって初めて正式に最高経営責任者（CEO）が任命されました。この時、引退するカントンの後を継ぐタイミングに合わせて、最初のCEOに就任したのがシュトラウスです。彼は、カントンとガウデッカーが普段から実践していた「現場に行き直接話す」、すなわちコミュニケーションを促進し、衝突があれば積極的に対応することを目指すスタイルで組織運営を続けます。会社は成長しましたが、創業者たちは、誰もが模倣したがるような完璧な事業構造を依然見つけられずにいたのです。

一 創設者らは、コムジェストの理念を象徴するものとして、幅広いパートナーシップ構造を採用しました。

しかしながらコムジェストは、法的な制約から会社組織に移行する必要性に迫られることになります。三人の創業者は最終的に、移行当初から全従業員を株主にすることを決意しました。ガウデッカーとカントンによるコムジェストの立ち上げもそうでしたが、これも当時のフランスでは非常に珍しい試みでした。彼らは、「従業員、顧客、投資先企業、同業他社との強固な関係性を育む」というコムジェストの理念を象徴するものとして、幅広いパートナーシップ構造を採用したのです。株主としての心構えと共同体としての説明責任に根差したこのアプローチは、ダイナミックな職場文化を育む土台として機能することになります。目的は、従業員のモチベーションを高め、運用ポートフォリオで卓越したパフォーマンスを実現することにあります。彼らはゼロから事業計画を策定し、給与や賞与、株式の配分に関する複雑な作業をやり遂げました。

毎週火曜日朝には、タウンホールスタイルのミーティングが開かれ、仕事の配分からオフィスの整備、報酬体系、雇用手続き、利益配分の取り決めに至るまで、業務に関するありとあらゆる詳細が明らかにされました。鍵となったのは「透明性」で、社内には秘密も階層構造も存在せず、法律で定められた役職のみが置かれました（注2）。この全社的なアプローチは現在に至るまで続いており、毎週火曜日のミーティングはコロナ禍以降、範囲をグローバルに拡大し、オンラインで行うようになりました。こうしたコムジェストのアプローチに欠点があるとすれば、航海には決断力のあるリーダーが必要だが、これは上下の序列を持ち込まない当社のスタンスとは相容れない、という点でしょうか。しかし時には意見の相違があるにせよ、コムジェストの広範なパートナーシップ文化により、従業員は、常に顧客とパートナーシップにとって最善の利益となるよう行動する必要性を身につけています。

（注2）非階層的構造および法定役職のみの体制はComgest S.A.設立時特有のものであり、Comgestグループの他の拠点（日本を含む）には必ずしも該当しません。

「創設者の我々から見て、コムジェストは期待を超える企業に成長した、と言っていいでしょう。」

－ ウェディグ・フォン・ガウデッカー

ー コムジェストのパートナーシップ構造は早くも第4世代を迎えます。

未来への種まき

会社の規模は大きくなりましたが、それでもコムジェストの開かれたコミュニケーションと責任共有の理念は確実に受け継がれています。この精神は長きにわたり、多様だがバランスのとれたチームを形作るための礎となってきました。現在では、世界の従業員のうち 49%、運用チームのポートフォリオ・マネジャーのうち 35%を女性が占めています（注3）。これは単なる構想にとどまらず、互いの協力を旨とする文化が着実に影響を及ぼし続けたが故の進化です。

創業から 40 年が経過し、今やコムジェストは、ただただ起業家精神にあふれていた当初からは考えられないほどの進化を遂げました。時と共に経済や社会の情勢が変化すれば、どんなに強靱な企業であっても、不安定な市場、現状に満足してしまうリスク、官僚主義、自信過剰に至るまで、様々な課題に突き当たる可能性があります。

コロナ禍の時期を見ても分かるように、コムジェストの運用アプローチは、株価の上昇と下落どちらの局面をも耐え抜いてきました。当社が一貫して採用し続けている運用アプローチ、すなわち「クオリティグロース（質の高い成長）企業を対象に、ボトムアップ型の銘柄選択を通じてポートフォリオを構築する」アプローチは、組入企業による ESG（環境・社会・ガバナンス）面の対応実績をも考慮に入れるなど、長い時間の中で一層磨き上げられ、今なお、責任ある運用スタイルを求める長期投資家の期待に十分沿うものとなっています。コムジェストのパートナーシップ構造は早くも第4世代を迎えますが、創業者たちが残したクオリティグロースとパートナーシップという遺産は、社の DNA に深く刻み込まれ、おかげで従業員は今も、社内で自由に自己表現できる環境に置かれています。彼らは、顧客の利益のため、これまでに得た知識に基づいて一定のリスクをとると同時に、そのリスクを経験と責任に見合ったものとするよう努めています。

最後に、コムジェストが企業として長く存続している背景には、パートナーシップ構造、顧客への献身、そして様々な当事者間の良好な関係性があります。創業者たちの長年変わらぬサポートのおかげで、これらの価値観は社全体に浸透し、新たな世代のリーダーが登場するなかでも継続性は確かに保たれています。またコムジェストの DNA には長期的で前向きな視点が刻み込まれており、今後も優れた成果を着実に実現できる態勢が十二分に整っています。来たるべき課題や機会への対応に向けた準備も怠りありません。



我々二人は、事業から身を引き、経営権を手放すまで、常に後継者育成と変化するニーズへの対応という観点から次世代への移行に備えておこう、と考えていました。若い世代への資本と責任の移行を円滑に進めると同時に、チームの結束を促すことが目的でした。これは見過ごされがちですが、重要な要素です。

－ ジャン・フランソワ・カントン、ウェディグ・フォン・ガウデッカー
(写真は 2024 年日本にて)

本稿の個人的な回想部分は、ジャン・フランソワ・カントンおよびウェディグ・フォン・ガウデッカーの見方を反映しています。

（注3） 2025 年6月 30 日現在