

セミナー概要

- 開催日：2026年9月24日（木） 14:00～15:00
- タイトル：上地ゼミ特別編「コムジェストの投資哲学を聞く」
- スピーカー：フランツ・ヴァイス（最高投資責任者〈CIO〉兼ポートフォリオマネージャー）、エバ・フォルナディ（欧州株戦略 ポートフォリオマネージャー兼アナリスト）
- 進行・通訳：渡邊 敬（コムジェスト・アセットマネジメント）

本セミナーでは、フランツ・ヴァイス氏およびエバ・フォルナディ氏を迎え、実践会メンバーから事前に寄せられた質問に対して、フランツ氏が一問一答形式で回答した。コムジェストの投資哲学をはじめ、企業調査の考え方や具体的な投資事例、ESGの活用、日本市場への見方、企業文化、個人投資家へのメッセージなど、多岐にわたるテーマについて意見が交わされた。本レポートでは、その主な内容をまとめる。

1. 投資哲学：クオリティグロース

- クオリティグロースへの集中と長期投資：コムジェストは40年以上にわたり、「クオリティグロース」を中核とする投資哲学を実践している。クオリティグロースとは、持続的な利益成長が期待できる優れた企業を厳選し、長期的な視点で投資を行うアプローチである。短期的な市場環境や株価変動に左右されるのではなく、企業の本質的な価値と利益成長に着目し、長期的には株価が企業の利益成長に連動するとの信念（株式市場の大前提）に基づいて運用を行っている。
- 短期モメンタム相場リスク：現在の市場は短期的な勢いや人気に支配されがちだが、このようなモメンタムは持続せず、いずれ暴落する可能性がある。モメンタムを追い求める投資は、持続不可能な成長に高い対価を支払い、損失を被るリスクがある。
- クオリティ最優先の判断軸：投資判断においては、企業のクオリティを最も重視している。クオリティとは、高い競争優位性、持続可能な利益成長、健全な財務基盤、優れた経営陣などを備え、長期的に価値を創出できる企業の特性を指す。バリュエーションも重要な判断要素ではあるものの、それ以上に企業のクオリティと利益成長の持続性を重視しており、長期的な投資成果は企業の利益成長によってもたらされるとの考え方が示された。
- 変化への適応と厳選投資：コムジェストでは、優れた企業とは変化に適応しながら持続的な成長を実現できる企業であると考えている。そのため、過去には投資対象ではなかった企業や業種であっても、事業モデルや競争環境の変化によって長期的な成長機会が見込まれる場合には投資対象となり得る。既存の考え方にとらわれることなく、常にオープンな視点で企業を調査し、新たな投資機会を発掘することの重要性が強調された。

2. 投資プロセスの具体例

- **ASMLへの長期フォローと段階的な投資:** ASMLは、半導体製造に不可欠な露光装置を手掛けるオランダ企業である。コムジェストでは2009年頃から同社を調査対象としていたが、当時は収益性が十分ではなく、次世代技術であるEUV(極端紫外線)露光技術の商業的な成功も不透明だったことから投資は見送った。その後も約9年間にわたり、経営陣や業界専門家との面談を継続しながら技術開発や市場環境を追跡した。EUV技術の実用化が進み、半導体業界における競争優位性と中長期的な成長の確度が高まったと判断した2018年に投資を開始した。当初はポートフォリオの約1%程度の組入比率からスタートし、その後、事業の成長と投資仮説の進展を確認しながら段階的に投資比率を引き上げ、最大で5%を超える組入れへと拡大した。
この事例は、投資機会を見つけてもすぐに投資するのではなく、長期間にわたる調査と検証を通じて十分な確信を得たうえで投資判断を行うという、コムジェストの投資アプローチを示す代表例として紹介された。
- **売却判断の赤信号(クオリティの毀損):** 理想の保有期間は「永続」だが、企業のクオリティが著しく悪化した場合は売却を行う。例えば、イタリアの補聴器販売会社Amplifonについては、長年にわたり高いクオリティを持つ企業として評価していたが、大規模な買収によって事業戦略が大きく変化し、同時に財務負担も大幅に増加した。コムジェストでは、企業の成長性だけでなく事業の質や持続可能性を重視しているため、こうした変化によって従来評価していた企業の強みが損なわれたと判断し、保有株式を売却した。

3. ESGとクオリティ評価の統合

- **ESGはクオリティの重要な構成要素:** ESG(環境・社会・ガバナンス)は、コムジェストにおいて独立した評価項目ではなく、企業のクオリティを判断するための重要な要素として投資プロセスに組み込まれている。企業が将来にわたり持続的に成長できるかを見極めるため、企業統治のあり方、従業員や社会との関係、環境への配慮などを総合的に分析し、その結果を企業価値評価や投資判断に反映している。
- **ESG評価の運用プロセスへの組み込み:** ESG分析を通じて把握したリスクや成長機会は、企業価値評価やポートフォリオ構築にも反映される。ESG評価が相対的に高い企業はリスクが低いと判断し、評価モデルのディスカウントレートを低く設定して目標株価を高くする。逆に評価が相対的に低い企業はリスクが高いと見なし、ディスカウントレートを高くして目標株価を低くし、ポートフォリオ内での組み入れ比率を調整する。
- **ESGと防衛関連企業に対する考え方:** ESGに関する議論の中では、防衛関連企業への投資に対する考え方についても紹介された。コムジェストでは、特定の業種であることのみを理由に投資対象から一律に除外するのではなく、企業ごとに詳細な分析を行う。具体的には、法令や国際的なルールを遵守しているか、適切なガバナンス体制を備えているか、事業活動に伴う社会的責任をどのように果たしているかといった観点から評価している。また、企業がどのような理念や方針のもとで事業を運営しているか、長期的に社会や顧客へ価値を提供できるかも重要な評価項目としている。このように、業種や表面的な分類だけではなく、企業の行動や経営の質を重視する姿勢がコムジェストのESG分析の特徴として紹介された。

4. アクティブ運用の役割と市場環境

- **インデックス資金流入と市場の変化:** インデックス投資への資金流入や個人投資家の参加増加により、市場の集中度と短期的なボラティリティが高まっている。
- **ボラティリティはアクティブ投資家にとっての好機:** このような市場環境は、一社一社を詳細に分析する長期アクティブ運用にとって、投資機会を見出しやすい環境でもある。市場参加者が短期的な人気やセンチメントに影響されることで、優れた企業であっても本来の価値から乖離した価格で取引される場面が生じる。コムジェストでは、こうした局面を長期投資家にとっての機会と捉え、企業の本質的な価値と成長性を見極めながら投資を行っている。
また、インデックスファンドへの資金流入によって一部の大型企業へ資金が集中する傾向が見られる一方、その影響で市場から十分な評価を受けていない企業が生まれる可能性もある。そのため、企業分析に基づくアクティブ運用には引き続き重要な役割があるとの考え方が示された。
- **10年後・20年後も変わらない投資原則:** 将来の市場環境や世界情勢、技術革新を正確に予測することは難しい一方で、コムジェストの投資原則は今後も変わらないとの考え方が示された。市場や産業構造が変化したとしても、持続的な利益成長を実現できる企業、高い競争優位性を持つ企業、変化に柔軟に適應できる企業が長期的に価値を創出するという考え方は普遍的であるとしている。
そのため、将来のマクロ環境や短期的な市場予測に依存するのではなく、優れた企業に共通する特性を見極めることに注力している。今後10年、20年先を見据えた場合でも、クオリティの高い企業を厳選し、長期にわたって保有するという投資哲学そのものは変わらないとの見解が示された。

5. 日本市場の評価と投資機会

- **日本は「銘柄選択者の楽園」:** 日本市場は、人口減少や低い経済成長率といったマクロ経済面から評価されることが多いが、企業レベルで見ると世界的な競争力を持つ企業が数多く存在する。特定の製品や技術分野で高いシェアを持つニッチトップ企業や、海外市場で大きな収益を上げるグローバル企業も多く、こうした企業の存在が日本市場の大きな魅力であると説明された。このため日本市場は、「ストックピッカー（銘柄選択者）の楽園」と表現されるほど、企業調査によって魅力的な投資先を発掘する機会に恵まれた市場であるとの見方が示された。
- **マクロ経済に依存しない成長機会:** コムジェストでは、国全体の経済成長率だけでなく企業の投資魅力を判断するのではなく、各企業が持つ競争優位性や利益成長の持続性を重視している。そのため、日本のGDP成長率が高くなくても、世界市場で成長を続ける企業や独自の技術・ブランドを持つ企業には大きな投資機会があると考えている。こうした理由から、日本企業はグローバル株式戦略においても重要な投資対象となっており、指数における日本株の構成比率を上回る比率で投資していることが紹介された。

6. 企業文化とブランディング

- **独立性とパートナーシップ文化:** コムジェストは独立系運用会社であり、多くの従業員が株主として経営に参画している。このパートナーシップ文化により、短期的な収益や市場トレンドに左右されることなく、長期的な視点で顧客の資産運用に取り組

むことが可能となっている。

また、投資判断は特定のスター運用者に依存するのではなく、チームで議論を重ねながら行われる。異なる視点を持つ運用担当者が継続的に意見交換を行うことで、一貫した投資哲学を維持しながらも、多角的な視点から企業を評価する体制が構築されている。こうした企業文化が、40年以上にわたりクオリティグロース哲学を継続してきた基盤であると紹介された。

- 長期的なブランディング戦略: コムジェストでは、大規模な広告キャンペーンによって短期間で認知度を高めることよりも、長期的な運用実績の積み重ねと顧客との継続的な対話を通じて信頼を築くことを重視している。日本市場においても、運用成績だけでなく、投資哲学や企業としての考え方を丁寧に伝えることで、長期的にブランド価値を高めていく方針が紹介された。
また、コムジェストの特徴として、地域や資産クラスによって運用方針を変えるのではなく、「クオリティグロース」という一貫した投資哲学をすべての運用戦略に適用している点が挙げられた。この一貫性こそが顧客からの信頼につながり、ブランドの差別化要因となっているとの考え方が示された。

7. 個人投資家へのメッセージ

- 長期志向と理解できるものへの投資: 個人投資家に対しては、短期的な市場の流行や価格変動に左右されるのではなく、長期的な視点を持って資産形成に取り組むことの重要性が強調された。特に、自らが事業内容や成長の仕組みを理解できる企業や投資対象を選ぶことで、市場環境が悪化した局面でも冷静に保有を継続しやすくなるとの考え方が示された。
また、投資家自身が「なぜその企業に投資しているのか」を説明できる程度に理解していることが重要であると述べた。事業内容や競争優位性、成長機会について理解と納得感を持つことで、市場の下落局面においても感情的な判断に流されにくくなり、長期投資を継続することにつながると説明された。
- IFAの役割: IFAには、投資家が短期的な市場変動に振り回されることなく、長期的な視点で資産形成に取り組めるよう支援する重要な役割があるとの考え方が共有された。
日本では依然として預貯金の比率が高く、株式投資への理解や経験が十分ではない投資家も多い。そのためIFAには、株式が長期的な資産形成に果たす役割や、複利効果を活用した長期投資の重要性を伝えることが期待されている。また、単に商品を紹介するだけでなく、投資家が市場の変動局面でも投資方針を維持できるよう、継続的に対話を行い、理解を深めることの重要性についても言及された。
コムジェストの投資哲学が長期投資を前提としているからこそ、その価値を投資家へ適切に伝え、長期的な視点を共有するIFAの存在が重要であるとのメッセージが示された。

結論

本セミナーでは、コムジェストが一貫して実践する「クオリティグロース」中心の長期アクティブ投資哲学が、ASMLへの段階的な投資やAmplifonの売却といった具体例を交えながら紹介された。

その根底にあるのは、企業のクオリティを最も重視し、そのクオリティを継続的に検証しながら投資判断を行うという考え方である。

また、その評価にはESG分析が統合されており、ESGは単なる除外基準ではなく、企業のガバナンスや事業運営の質、持続可能性を評価するための重要な要素であることが示された。

インデックス資金流入による市場構造の変化やボラティリティの高まりは、綿密な企業分析を行うアクティブ運用にとって投資機会を生み出すとの見方が共有された。

また、市場環境や技術が変化しても、持続的な利益成長力と競争優位性を備えた企業を見極めて長期保有するという投資原則は変わらないとの考え方が示された。

さらに、日本市場には世界的な競争力を持つ企業が数多く存在し、「ストックピッカーの楽園」として魅力的な投資機会があることや、コムジェストの独立した企業文化、顧客との継続的な対話と運用実績の積み重ねを重視する長期的なブランド構築の考え方についても紹介された。

最後に、投資家に長期投資の価値を伝え、長期的な資産形成を支援するうえで、IFAが果たす役割の重要性についてもメッセージが送られた。