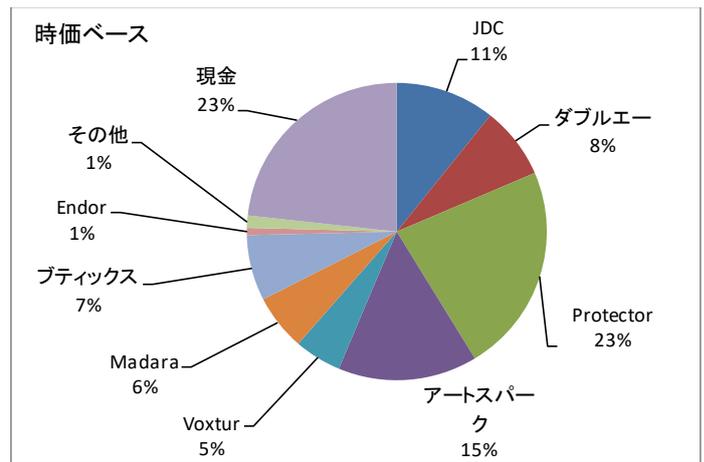
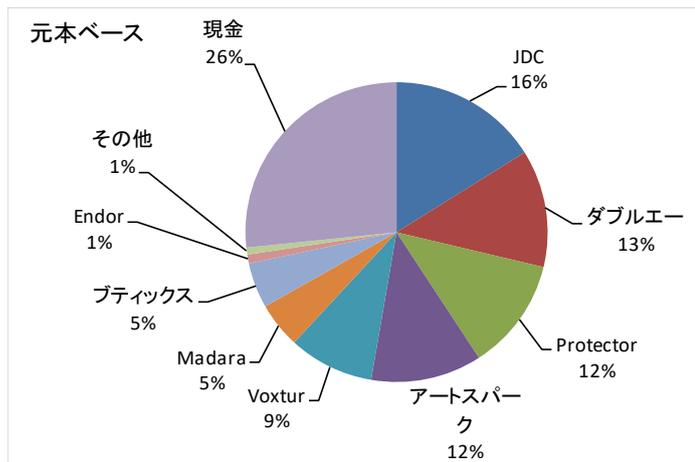
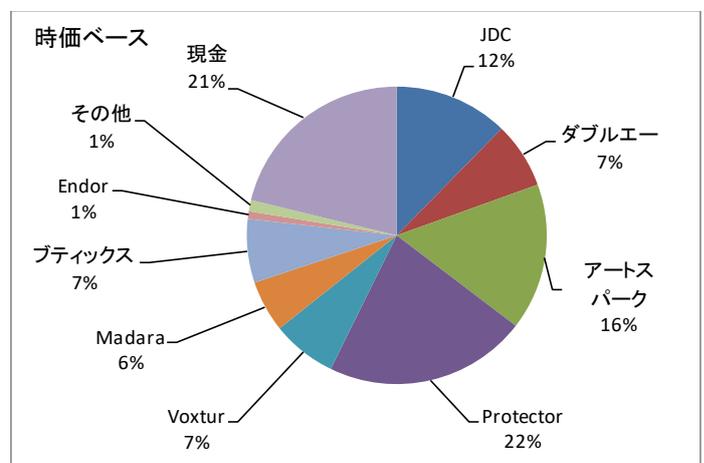
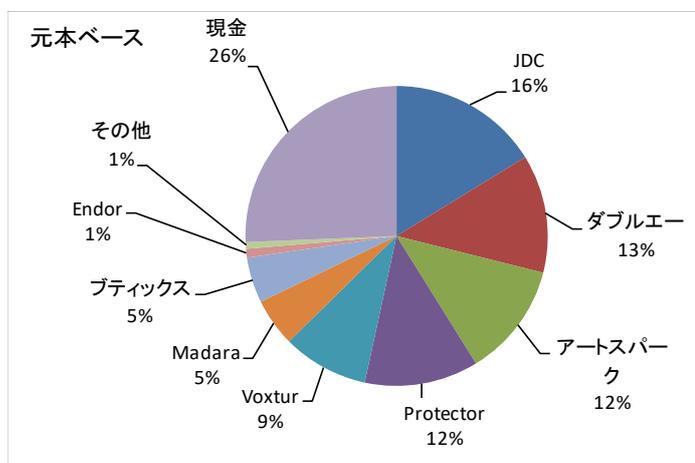


2022年5月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、4月末のポートフォリオは以下の通りです。



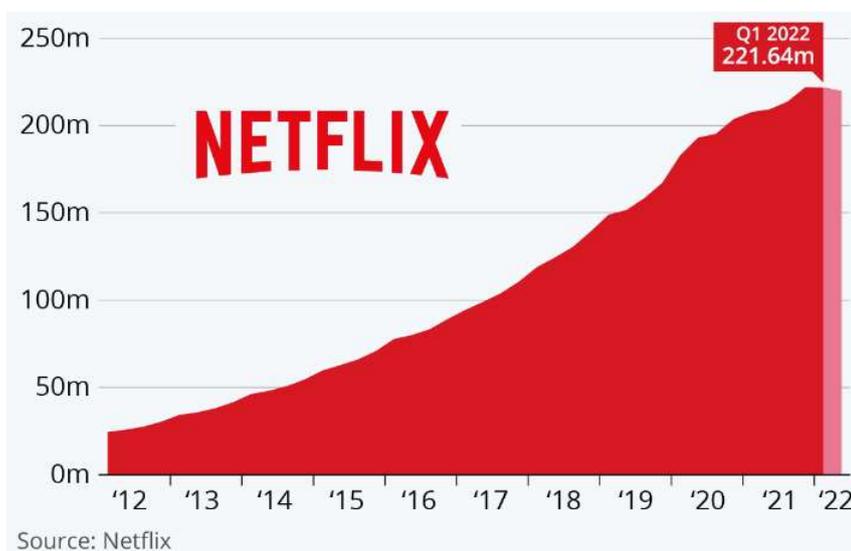
保有銘柄詳細 (元本ベース順)

銘柄コード	会社名	事業	本社	取得単価	元本ベース比率	時価	時価ベース比率	3年後 価値 予想	対時価	年利 換算	5月の取引
7683	JDC	保険プラットフォームドイツ	日本	25	16%	19	11%	62	224%	48%	
	ダブルイー	靴小売	日本	3,131	13%	2,385	8%	4,432	86%	23%	
	Protector	損害保険	ノルウェー	51.87	12%	106.00	23%	134	26%	8%	
3663	アーツパーク	漫画作成ソフト	日本	503	12%	786	15%	657	-16%	-6%	一部売却
	Voxtur Analytics	不動産テック	カナダ	0.92	9%	0.92	5%	3	173%	40%	
	Madara	化粧品	ラトビア	17	5%	25	6%	21	-14%	-5%	一部売却
9272	ブティックス	展示会	日本	1,292	5%	2,321	7%	3,590	55%	16%	
	Endor	ゲーム機器	ドイツ	16	1%	15	1%	29	98%	26%	
	その他				1%		1%				
	現金				27%		23%				

今月の取引

アートスパーク (一部売却) : 漫画描画ソフト、本社 : 東京

強烈的なインフレのお蔭で、消費者の実質購買力が低下しています。家賃、食料、燃料など必需品が値上がりしているため、必然的に嗜好品への支出が削減される可能性が高いと思います。漫画描画ソフトが必需品なのかと言われると……。もちろん漫画家などプロの方にとっては必需品ですが、それはコロナ禍に入って巣ごもり需要で増えたユーザーに比べればほんの一部だと思います。4月にはネットフリックスが初のユーザー数減少を発表し、株価が1日で350ドルから220ドルへ急落しました。1日で時価総額が7兆円消えてしまいました。ちなみに7兆円というのは、ユニクロを運営するファーストリテイリングやソフトバンク、ディズニーランドを運営するオリエンタルランドが丸々買える金額です。



日本時価総額ランキング	兆円
1 トヨタ	35.3
2 ソニー	15.3
3 NTT	14.1
4 キーエンス	12.5
5 KDDI	10.3
6 MUFJ	9.8
7 東京エレクトロン	9.4
8 ソフトバンク	9.3
9 リクルート	7.8
10 信越化学	7.7
11 任天堂	7.5
12 ファーストリテイリング	7.1
13 ソフトバンク	7.1
14 オリエンタルランド	7.0
15 三菱商事	6.7

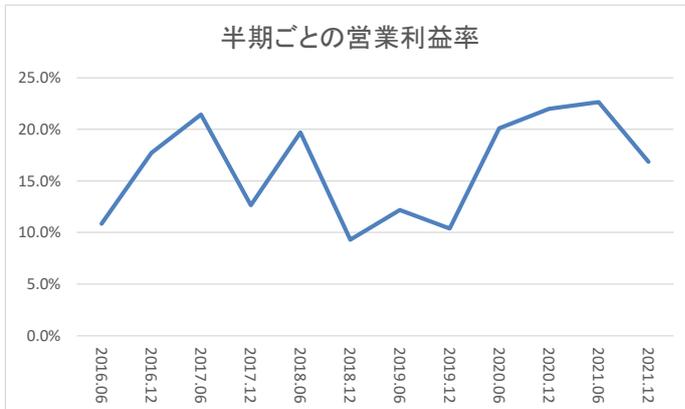
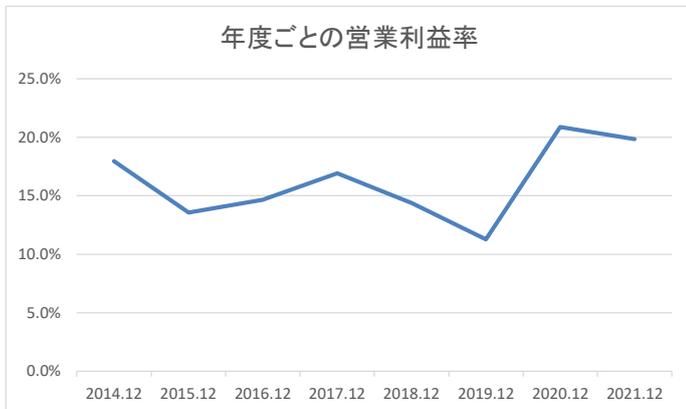
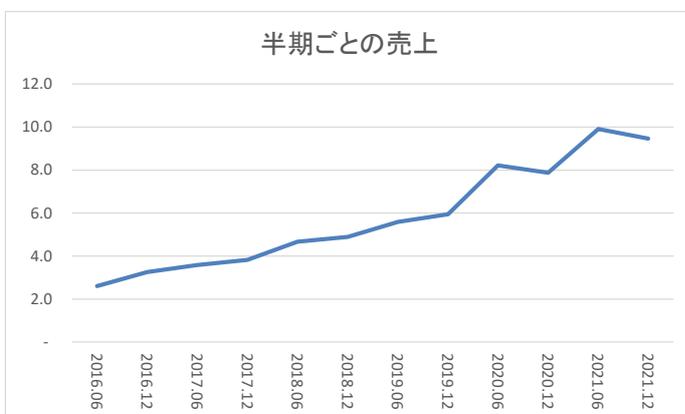
景気悪化局面など不確実性が高まれば高まるほど、事業の質に加えて経営陣に対する信頼感が試されます。例えば、自らが株主でもある創業社長が経営していて、かつリーマンショック時を見事に切り抜けた実績があれば、株主はあまり心配する必要がないでしょう。例えば、数々の経済危機を乗り越えた実績のあるバフェット氏が率いるバークシャー・ハサウェイの株主は、まったく心配していないと思います。逆に不確実性が高まって株価が下がれば下がるほど、バフェット氏の買収戦略に有利だと楽しみにしているかもしれません。割安な株価を自社株買いや買収のチャンスと活かすことができるか、逆に割安な株価で新株発行して既存株主にダメージを与えるか、仮に同じ事業だったとしても、天国と地獄ほどの差がついてしまいます。

不確実性を活かすことができるのか、翻弄されてしまうのか。経営陣の力量が問われる局面です（投資家にも全く同じことが言えます）。この観点から、残念ながらアートスパークの経営陣を高く評価することはできません。昨年12月に Webtoon 社と資本業務提携で、898円で5%の新株発行。今年4月には、描画機器大手のワコムと資本業務提携で、883円で5%の新株発行しました。アートスパークは潤沢な現金を持っていますから、市場が

ら自社株買いをして資本業務提携に利用することもできたはずですが、簡単に新株発行を行われると、既存株主にとってコストが高いという事実をどれほど理解しているのか不安になります。

Madara (一部売却): 化粧品、本社: ラトビア

コロナ禍で実店舗が閉鎖になり、売上が減少するかと思いきや、EC が補って予想外に増収になりました。さらに、これまでは欧州各国の実店舗には卸業者経由で売っていたところ、EC は直販となるため中間マージンが削減されて営業利益率が15%から20%に改善してしまいました。では、今後の利益率はどうなるのか?当初はEC 売上げ比率が上がっていけば、ドンドン改善しちゃうかも、なんて思って浮かれていましたが、現実には厳しいです。コロナ禍でEC への新規参入が増えたことによる競争激化、インフレによる消費者の購買力低下、燃料高によるEC 運送費の高騰など、逆風ばかり。コロナ前の15%程度の営業利益率が維持できたら御の字かなと思う今日この頃。その前提では、現在の株価は高すぎるため、徐々に売却しています。コロナという特殊な環境を過ぎて、宴の後の売上・利益水準の見極めが難しいです。



宴の後に

バフェット氏が、「経済学については、常に二次効果を考える必要がある」と言っています。コロナ禍で行われた経済支援策の副作用が見えてきた昨今、この言葉を噛みしめます。経済対策として、2020年3月に1人最大1200ドル、2020年12月に1人最大600ドル、2021年3月に1人最大1400ドルの給付金を配りました。1人最大3200ドル x 3億3千万人 = 約1兆ドル。アメリカのGDPが約21兆ドルなので、その5%をばらまいた計算です。失業対策なら分かりますが、全員を対象にしたことで、コロナ禍で旅行や外食など支出が減っていたところにさらに給付まで受けて、オンライン消費や株式投資、住宅投資に火が付きまします。短期的には財布パンパンで気持ちよくなりました。めでたし、めでたしとはいかず、二次効果がやってきます。ロシアのウクライ

ナ侵攻などの特殊要因もあったとはいえ、足元では8%を超えるインフレ。経済の5%の給付を行ったことで8%のインフレが起きたとすれば、実質成長は-3%。。8%のインフレで済むのかも分かりませんが、変な政策を選択してしまったものです。短期的に良さそうな政策、政治家の人気取り政策は、ほぼ常に長期的には負の側面があります。日本は家計に対するサポートは米国ほどではなかったと思いますが、企業に対しては大甘です。その最たるものが、企業に実質無利子・無担保で融資するゼロゼロ融資。当初2022年3月までだった予定が2022年9月まで延長され、多くのゾンビ企業を延命させています。融資を受けた80%の企業が、予定通りの返済は難しいと答えたアンケートもありました。そんな企業は、コロナ禍の有無にかかわらず返済能力がなかったということ。コロナの影響で売上減少したと言えば融資が受けられたため、事業経営に行き詰って売上減少している企業まで融資を受けてしまっています。企業が倒産することは決して楽しいことではないが、弱い企業や経営者が退場して新陳代謝があることは、経済活性化には不可欠です。長期的に良いことは、だいたいの場合は短期的に痛みを伴う。コストなくして便益だけを提供できるかのような政治家のコメントに、辟易してきます。結果として事態はさらに悪化してしまうということに、気付かないのでしょうか。常に二次効果を考えるようになりたいです。

なんだか気分が悪くなってきました。中央銀行がらみのことを考えると、たいてい気分が悪くなる。一方で、これくらいで済んでいてラッキーという見方もできます。資本主義や経済成長に疑問を感じたときに訪れた、私有財産を否定する共同体など、さらにやばい雰囲気でした。ふと『くそつまらない未来を変えられるかもしれない投資の話』という本のタイトルを思い出す。まずは、豊かな時代の日本という先進国に健康に生まれたことに感謝。

質問コーナー&オンライン説明会

毎月一方的にレポートをお送りしていますが、何か質問があればメールしてください。次の月次レポートまでには回答します。また、半期に1度、6・12月末にオンライン説明会を開催しようと思います。投資関連のことでも何でも意見交換できれば嬉しいです。ご都合よければご参加ください。

長友 2022年6月4日@トロント

月次リターン(税引前)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年次
2014(概算)													23%
2015(概算)													19%
2016	0.0%	0.0%	1.0%	-0.4%	1.5%	4.1%	1.1%	-2.7%	1.3%	4.9%	6.7%	6.3%	26%
2017	-2.8%	2.9%	13.5%	-9.6%	-1.6%	5.6%	1.7%	9.5%	11.0%	2.2%	11.5%	-2.9%	46%
2018	16.0%	-10.7%	3.5%	0.8%	-1.3%	-0.3%	1.5%	7.0%	5.5%	-6.3%	3.7%	-10.0%	6%
2019	5.9%	6.7%	-1.9%	1.7%	1.2%	0.6%	5.8%	0.6%	0.8%	7.7%	3.4%	5.9%	45%
2020	0.0%	-5.8%	-10.6%	7.9%	3.3%	4.5%	-3.0%	5.8%	2.9%	3.2%	2.9%	0.5%	11%
2021	4.2%	5.5%	9.5%	6.2%	-0.7%	0.6%	2.1%	-0.4%	-1.9%	10.9%	-11.6%	2.5%	28%
2022	-11.9%	-2.5%	7.7%	-0.9%	-5.2%								-13%

年次リターン(税引前)

	ポートフォリオ	配当込TOPIX	TOPIX	配当込SP500	SP500
2014(概算)	23%	10%	8%	14%	11%
2015(概算)	19%	12%	10%	1%	-1%
2016	26%	0%	-2%	12%	10%
2017	46%	22%	20%	22%	19%
2018	6%	-16%	-18%	-4%	-6%
2019	45%	18%	15%	32%	29%
2020	11%	7%	5%	18%	16%
2021	28%	13%	10%	29%	27%
2022	-13%		-4%		-13%
累計	411%	82%	47%	201%	124%
年率換算	21%	8%	5%	15%	10%
過去3年(年率)	27%	13%	10%	26%	24%
過去5年(年率)	26%	8%	6%	18%	16%

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

