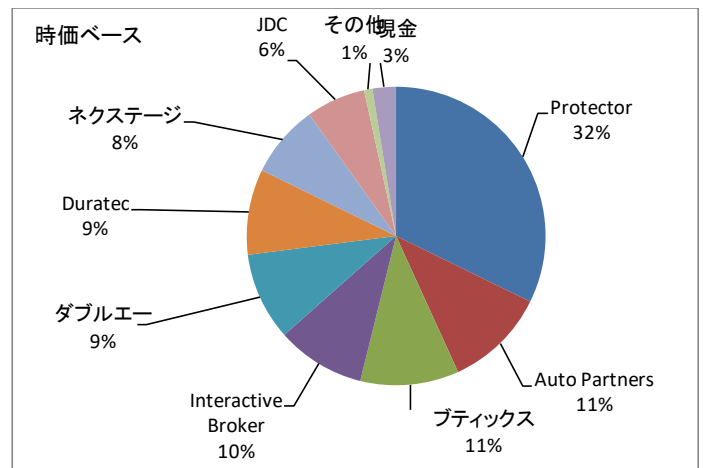
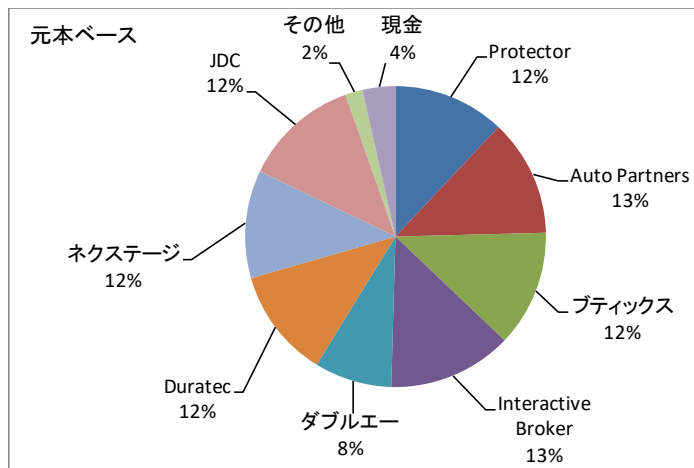
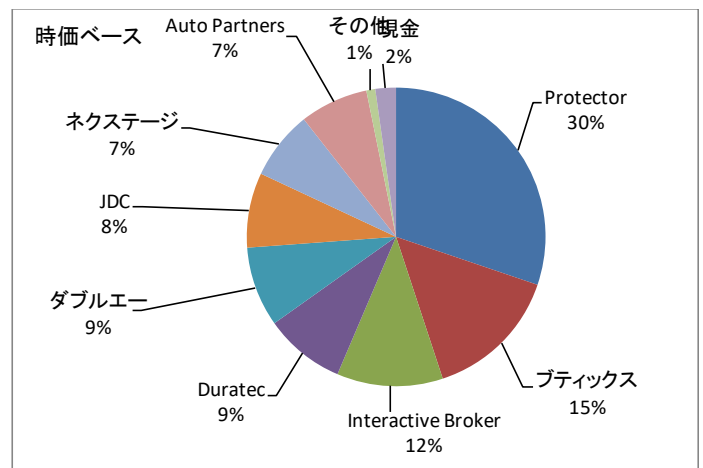
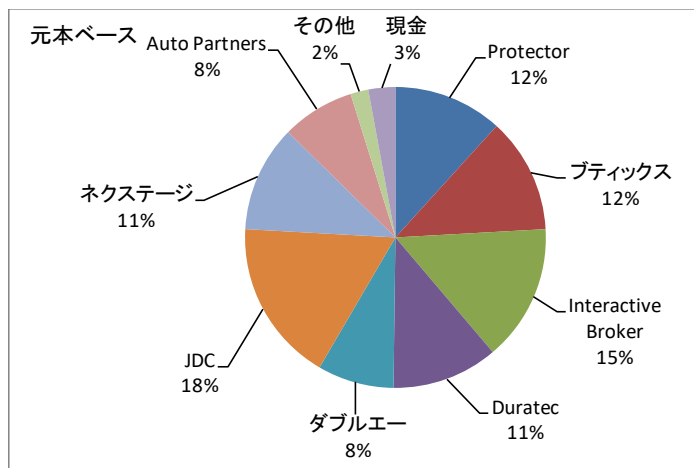


2023年11月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、10月末のポートフォリオは以下の通りです。



保有銘柄詳細 (時価ベース順)

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	投資収益	3年後価値予想	対時価	年利換算	今月の取引
Protector	損害保険	ノルウェー	52	12%	193	32%	272%	259	34%	10%	
Auto Partners	自動車部品卸売り	ポーランド	21	13%	25	11%	21%	54	111%	28%	追加購入
ブティックス	展示会	日本	1,137	13%	1,342	11%	18%	3,900	191%	43%	
Interactive Broker	オンライン証券	アメリカ	78	13%	78	10%	0%	158	103%	27%	一部売却
ダブルエー	靴小売	日本	1,625	8%	2,573	10%	58%	3,013	17%	5%	
Duratec	インフラ補修	オーストラリア	1.15	12%	1.26	9%	9%	2.72	117%	29%	
ネクステージ	中古車販売	日本	2,438	12%	2,289	8%	-6%	3,104	36%	11%	
JDC	保険プラットフォーム	ドイツ	25	12%	18	6%	-28%	31	72%	20%	一部売却
その他				2%		1%					
現金				4%		3%					

ノルウェーの損害保険会社である Protector は買値の4倍に迫る圧倒的な株価上昇でポートフォリオの30%以上を占める一本足打法傾向が強まりました。ピーター・リンチさんに「花を抜いて雑草に水をやるな」という言葉があります。安易に値上がりした株を売って、値下がりしているものを買うなという意味です。まさにこの格言に反して、2021年下旬から2022年上半にかけて Protector を20%程度売却してしまいました。Beenos など損失が出る銘柄が多く、Protector 比率が大きくなり過ぎたと感じたからです。その時の株価は100クローネ。今や200クローネ・・・大きく稼げるチャンスは限られています。お気をつけください。

## チャーリー・マンガー追悼

ニュースで見た方も多いかと思いますが、11月28日(火)、ウォーレン・バフェットのパートナーであるチャーリー・マンガーが99歳で亡くなりました。誕生日は1月1日で、2024年には大規模な100歳の誕生会を企画していたということなので、老衰で穏やかに息を引き取ったのではないのでしょうか。私にとってチャーリーは長期投資家にとっての灯台というべき存在で、ITバブル、デリバティブ取引、仮想通貨、プライベート・エクイティなど次々とやってくるブームに惑わされることなく、流されることなく、借入に頼らない現物株式の買いという最もオーソドックスな方法でコツコツと資産を積み上げました。発言内容がお行儀のよいウォーレン・バフェットに比べて、チャーリーは無修正画像、無濾過原酒というイメージ。バークシャー・ハサウェイの年次総会では数万人を前にも歯に衣着せぬ物言いで知られ、何を言い出すのか、ドキドキしてしまいます。多くの人が思っているもなかなか口に出せないようなこと、それも彼のように要職にある大人は特に遠慮して言わないことをズバズバ言ってくれる様子に、「やっぱりそうだよな」、とすさまじい安心感がありました。初めて聞くとあまりにストレートで心地悪いかもかもしれませんが、何しろ30年も変わっていないので、表裏のない、誰かを喜ばすために発言していないまともな人だと感じます。世界中の投資家がチャーリーに追悼の意を表している様子を見るに、人生で一番築くことが難しい、大きな信用を築いた人なんだと感じます。その卓越した人間性に少しでも近づきたく、彼らの言葉を体に染み込ませるために何度も文章を読み、動画を聞いてきました。投資界の北極星であり巨人がいなくなってしまって、寂しいです。残っている多くの教えをもとに、次は自分が同じように灯台となって道を照らしたい。生前にバークシャー・ハサウェイの年次総会を経験できて、同じ時代を生きることができて幸運でした。チャーリー、ありがとう。

- ・チャーリーの過激な発言集 (<https://www.youtube.com/watch?v=JxepFC-cDt0>)
- ・バークシャー・ハサウェイ年次総会の録画集 (<https://buffett.cnbc.com/annual-meetings/>)
- ・Daily Journal というチャーリーが会長を長く務めた会社の年次総会録画。晩年まで会議中にコーラを飲んで、See's candyのお菓子を食べてます。チャーリーはお菓子を食べ過ぎるので、年次総会のとき以外は禁止されていたそうです。1年分食べるぞと張り切って食べていたのかもしれませんが。
  - 2023 (<https://www.youtube.com/watch?v=9VVPO3KWj3A>)
  - 2022 (<https://www.youtube.com/watch?v=22faKkazye4>)
  - 2021 ([https://www.youtube.com/watch?v=cMKrFPde\\_W8](https://www.youtube.com/watch?v=cMKrFPde_W8))

## 個人投資家に戻りました

11月中旬に2年少々お世話になった機関投資家を退職しまして、個人投資家に戻りました。ヨーロッパやオーストラリアの企業を調査して、どこの国にも素晴らしい企業があると肌で感じられたことは良い経験です。特にスウェーデンは人口1000万人しかいませんが、競争力のある企業、買収巧者が多く上場している印象です。2024年にはスウェーデンを訪問して、その秘密を探りたいです。同時に、機関投資家の難しさも感じました。

(1) 時価総額。\$1bn USD、つまり1500億円以上の企業を探すように言われていましたが、大きすぎると感じました。会社のファンドの規模が小さいことを活かして、もっと小さな企業を対象にしたかったです。例えば、日本では4000社が上場していて、1500億円以上は700社、1000億円以上は850社しかありません。選択肢の20%しか見ないというのは、もったいないと感じました。個人投資でうまく行っている Protector の時価総額は現在 1.5bn USD です。コロナ後に 0.3bn USD まで売られたところで購入できました。個人的な経験では、

100～300億円くらいにチャンスが多いように思います。超小型株を対象にしている機関投資家は300億円くらいまで守備範囲です。事業がスケールして機関投資家が投資できるの時価総額帯に入ると、バリュエーションが改善する傾向にあります。

(2) 顧客説明。勤務した2年間、アナリストとして手伝っていたファンドの運用成績はまいちでした。結局上司であるファンドマネージャーが8月に解雇されてゴタゴタ続きでした。結果、顧客が資金を引き揚げないかを気にして、本当は売りたいんだけど、説明が難しいから保有を続けようと顧客対応を優先した意思決定がなされていました。新しいファンドマネージャーが赴任して、意見を聞かれたので、「1/3の会社はまいちだと思うので売却しますね」と正直に答えたら、そんなに売ったら顧客がこれまで保有していたファンドは何だったのかとビックリしてしまうからダメという反応でした。ダメだったから変えるんじゃないのかと思うのですが、そうして保有を続けるままにダラダラと株価が下がっていくというのは、精神的につらいものでした。

(3) チーム意思決定。会社という組織で運用する場合、最終的に誰が意思決定をするのか難しい問題だと再認識しました。勤務した会社は小所帯で、運用部は北米チーム4名、海外チーム2名。海外ポートフォリオについて、誰が最終責任を負うのか、明確になっていませんでした。入社当時は全社ミーティングで議論していましたが、例えばヨーロッパの会社について調べてきた海外チームと普段はアメリカ・カナダをみている北米チームには情報格差があります。さらに、北米チームと海外チームのファンドマネージャーの考え方に隔たりがあり、海外チームは売りたいけど、北米チームの反対で売れないような状況が生まれます。まず、延々と会議をすることも時間をもったいたいですし、さらには議論が面倒になり、「お前がそこまで言うならいいよ」と売買判断が先延ばしになることがありました。結果として、ポートフォリオの中身は遠慮の塊のようになってしまい、誰もポートフォリオ全体に最終責任を負いたがらない結果になってしまいました。

私の経験では、良い投資先を見つけるだけでも難しい。さらに、時価総額の制限、顧客説明の制限、チーム意思決定の制限を加えると、ますます勝つ確率が低下する気がしました。怖いのは、それに慣れてしまう事。制限があるから勝てなくて仕方ないなどと言い訳を作ってしまうこと。海外株調査の経験は活かしながらも、悪い癖は捨てて個人投資家としての勝ちパターンに戻っていきたいです。

## 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。投資関連のことでなくて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 2023年12月1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%	-3.2%	1.7%	1.7%	-5.0%	9.9%	-3.6%	-0.7%	-13%
2023	5.5%	3.2%	-1.3%	3.8%	3.5%	14.5%	6.4%	-3.2%	-2.0%	-8.4%	4.3%		28%

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%	-3%	-4%	-18%	-19%
2023	28%		26%		19%
累計	553%	78%	84%	147%	147%
年率換算	21%	7%	6%	11%	10%
過去3年(年率)	7%	6%	3%	8%	6%
過去5年(年率)	14%	3%	1%	9%	8%

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

