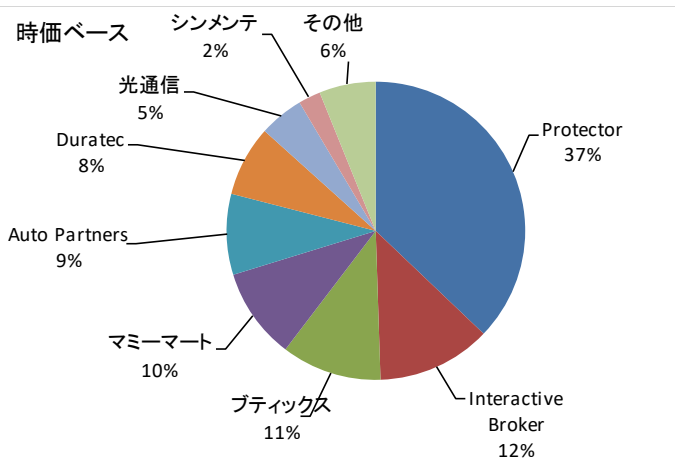
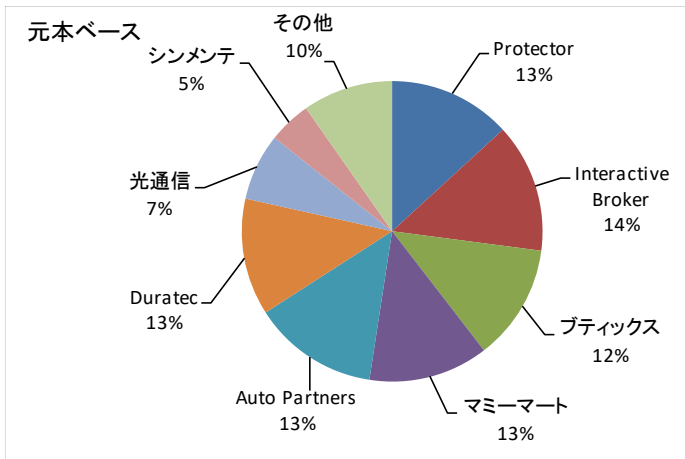
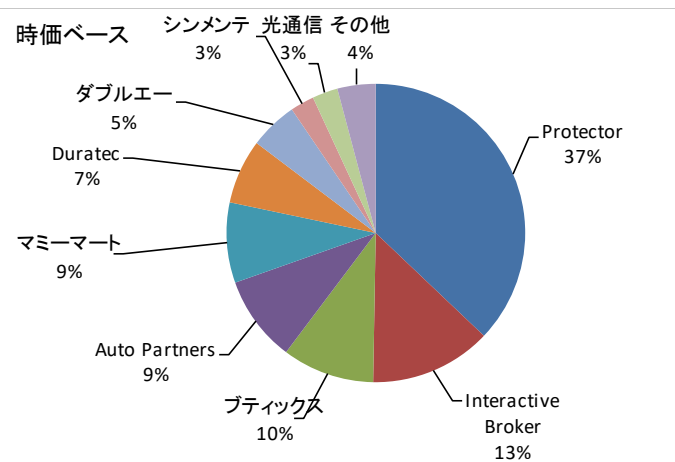
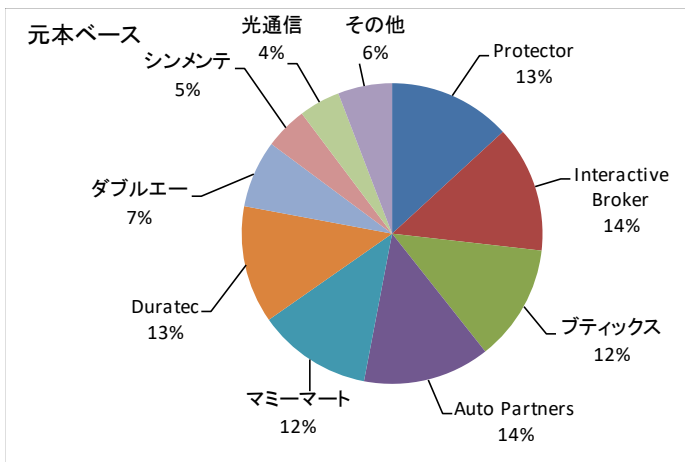


2024 年 6 月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、2024年5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)

[illegible]

イー・ギャランティ（新規購入）

株価推移



イー・ギャランティは、2000年に伊藤忠に在籍していた江藤さん（当時25歳）が社内ベンチャーとして創業しました。伊藤忠は現在も13%を保有する筆頭株主です。この会社は企業に対して売掛債権保証という聞き慣れないサービスを提供しています。たとえばA社がB社に100万円の商品を販売した場合、企業間では30日や60日以内に支払うという取り決めがあり、実際の現金支払いが完了するまで、A社はB社に対して売掛金、B社はA社に対して買掛金がある状況になります。もしこの間にB社が破綻してしまった場合、A社は販売した商品の資金が回収できなくなります。すると、A社は材料を購入したC社に対して支払いができなくなると言った玉突き事故状態（連鎖倒産）が起きたりします。特にB社に対するよからぬ噂が出回ったりした場合、A社としては売掛金の回収リスクが高まり、そのリスクを回避したい需要が生まれます。このように、保有している売掛金が支払われないリスクに対する保険が、売掛債権保証です。

この事業で一番難しいのは、保険料の算出です。B社に対して1か月後に支払われるはずの100万円の売掛金があったとして、いくら保険料が妥当なのでしょう？この算出を行っているのが、イー・ギャランティのコア業務です。日本には300万社以上がありますが、上場企業として財務諸表が公開されている会社は4000社しかありません。非上場企業の経営状況、財務内容を調べるのは難しいと想像できると思います。取引銀行なら分かると思いますが、銀行は100%回収が基本ですから、破産確率を算出しようという意識はありません。むしろ不動産担保を取ることで、回収リスクを低減しようとしています。つまり、銀行融資という間接金融が主流の日本において、企業の支払いリスクについて考え、データを集め、保険料を算出してきた企業は、イー・ギャランティくらいしかありませんし、今から参入しようと思っても非上場企業の時系列データを入手するのは難しく、参入障壁が高いことが想像できます。

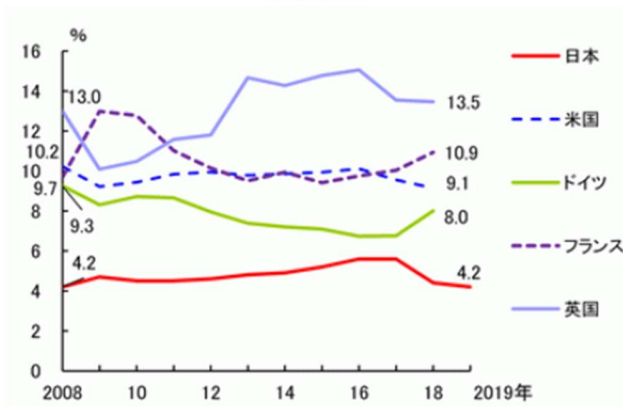
売掛債権保証は、金融市場が銀行融資を超えて発展している欧米ではより普及しています。日本では、「廃業＝悪」という考え方が根強いと感じます。たしかに短期的には痛みを伴いますが、中長期的には時流についていけない会社が退場することで、その資産や人材がより将来性のある企業に移る新陳代謝が起こり、社会全体が活性化します。もちろん程度の問題です。廃業率があまりに高いことは問題ですが、日本は逆にあまりに低すぎる、つまり弱い企業を守りすぎていると感じます。長く続いたゼロ金利政策、さらに亀井静香議員が金融担当大臣として主導した2009年12月から2019年3月まで10年も続いた「中小企業等金融円滑化法」（通称モラトリアム法）がや

っと終わったかと思ったら、コロナ禍のゼロゼロ融資と弱い企業を甘やかす法案が目白押し。弱い企業の方が多いから、選挙になると票が取れるのかもしれませんが、それで中長期的な国全体の経済力が弱くなったら本末転倒。現在の大幅な円安という症状につながっていると考えます。企業にしろ人間にしろ、すべからく甘やかすと中長期的に弱くなるというのは普遍的だと思います。

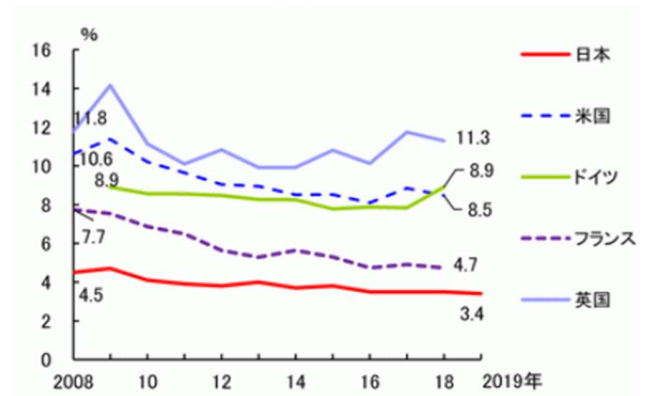
【図表5-4-10】 主要国における開廃業率の推移



(A)開業率



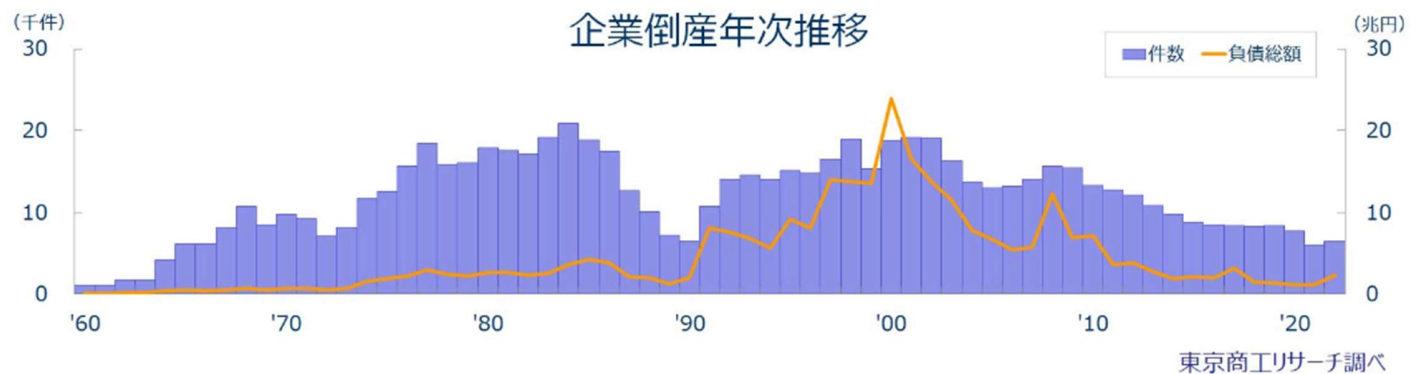
(B)廃業率



注：企業の開廃業率の算出方法は、国によって異なるため、国際比較するには注意が必要である。また、科学技術指標2020とは数値が異なるので注意されたい。

資料：中小企業庁、「中小企業白書」

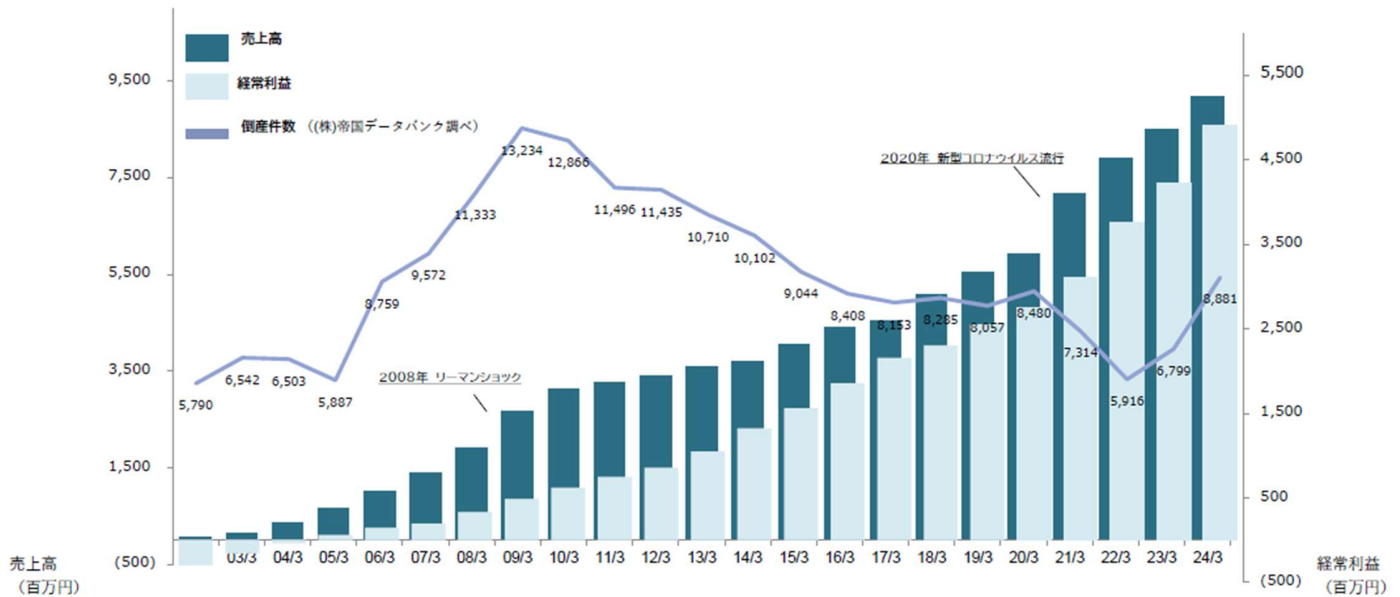
(出典：科学技術・学術政策研究所)



上記グラフから分かるように、1980年代に年間2万件ほどあった企業倒産は、2023年には8000件です。経済が成長して企業数も増えているはずなのに、倒産件数が減っておかしくないですか？しかし、イー・ギャランティは、倒産件数が減り続けたリーマンショック以降の過去15年でも、売掛債権保証の普及に伴い年率10%で安定成長を続けてきました。しかし、それでも日本の売掛債権で何らかの保証・保険の対象となっている金額はわずか1.3%と伸びしろが大きいようです（英国では12-14%、フランスでは30-35%、ドイツでは40%以上）。

業績推移

ストック型のビジネスモデルにより22年連続増収増益を達成。



足元の環境はようやく変わってきていると感じます。「倒産＝悪」という価値観はなかなか変わりませんが、外部環境は変化し続けています。人手不足による倒産を補助金で助けることは出来ないし、インフレと円安で利上げ圧力がかかっています。倒産件数が上がる要因が揃っており、将来が不確実になればなるほど債権保証ニーズは高まります。イー・ギャランティも6月12日に意欲的な中期経営計画を発表しました。攻める時期だと判断して営業マンを大幅拡充して、2025年3月期から2028年3月期での3年で売上、利益とも2倍の高成長を目指しています。売掛債権保証の需要は景気次第というところはありますが、参入障壁の高いニッチな事業を行っている企業が、安定成長から高成長に変化するタイミングで株価は何故か下落。営業マン拡充のコスト先行して短期的には減益になると思われるのかもしれませんが、3～5年という目線では誤差だと思います。面白いビジネスだなと思って長年観察してきましたが、いよいよ投資できるタイミングが来たと感じます。

ニューヨーク雑感

先週末、ニューヨークでモルガン・スタンレー新卒同期4人が集まりましたが、マンハッタンは活気がありました。円安効果で物価は恐ろしく高く感じました。QBハウスは30米ドル（約5000円）。私は高く感じすぎて全くチップなど払う気になりませんでしたが、前の客はチップ10米ドルを含めて40米ドル（約6500円）払ってましたし、客が並んでました。一風堂や一蘭が一番安いラーメンが24米ドル（約4000円）。それでも混んでます。この人たちは一体いくら稼いでいるのか…。日本でQBハウスやラーメンは1000円という感覚が染みついている私には超高く感じてしまいましたが、基準の違うニューヨーカーにとっては普通なんですかね。不思議です。

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。6月末のオンライン説明会は、7月6日（土）日本時間午後9時から開催します。投資関連のこと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。<https://meet.google.com/prd-nfmt-ioy>

長友 2024年7月2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%	3.2%	32%
2024	-0.6%	5.6%	3.8%	0.9%	8.2%	8.1%							29%

年次リターン(税引前)

	ポートフォリオ JPY	配当込TOPIX JPY	TOPIX JPY	配当込SP500 USD	SP500 USD
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%	-2%	-4%	-18%	-19%
2023	32%	28%	25%	26%	24%
2024	29%		19%		15%
累計	767%	128%	118%	212%	196%
年率換算	24%	9%	8%	12%	11%
過去3年(年率)	14%	12%	10%	10%	8%
過去5年(年率)	19%	12%	10%	16%	14%
過去10年(年率)	21%	9%	6%	12%	10%

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

