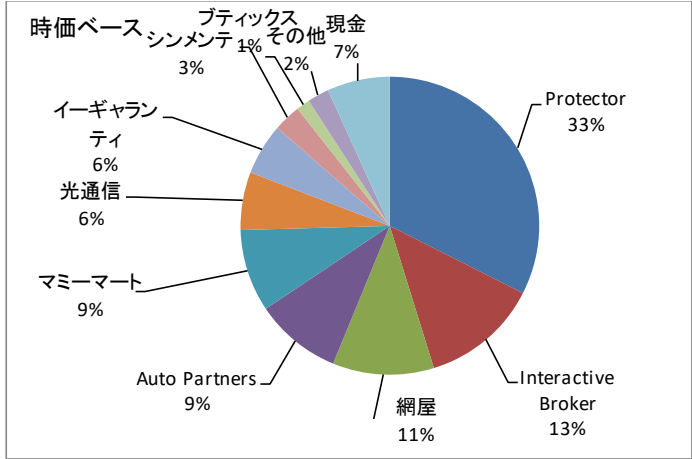
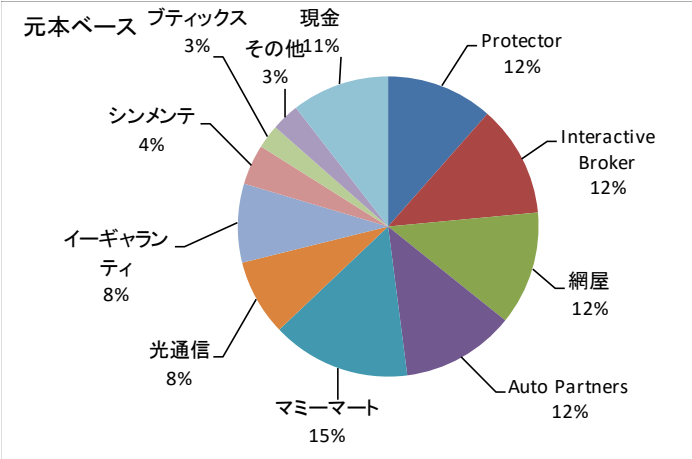
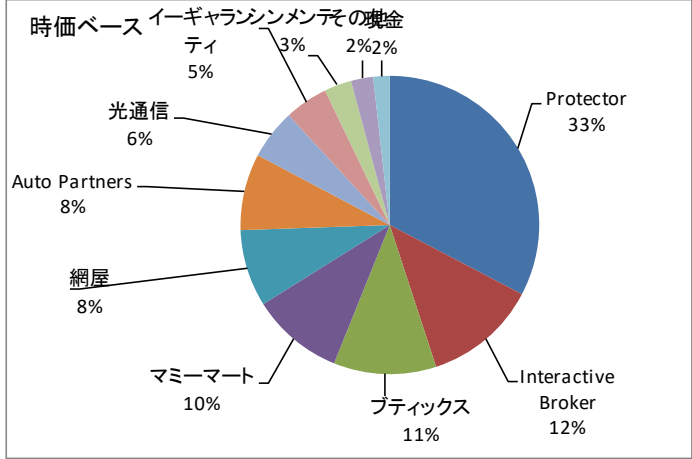
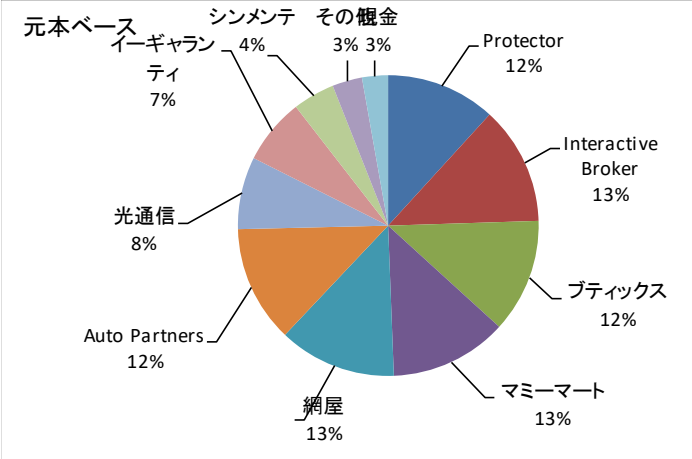


2024 年 8 月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、2024 年 7 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	11%	227	32%	337%	329	45%	13%	
Interactive Broker	オンライン証券	アメリカ	79	12%	129	13%	64%	158	23%	7%	
網屋	ログ管理	日本	2,557	12%	3,535	11%	38%	5,187	47%	14%	
Auto Partners	自動車部品卸売り	ポーランド	21	12%	25	9%	19%	40	62%	17%	
マミーマート	スーパー	日本	4,689	15%	4,345	9%	-7%	13,907	220%	47%	追加購入
光通信	各種ストック事業	日本	25,900	8%	30,660	6%	18%	56,232	83%	22%	追加購入
イーギャランティ	売掛債権保証	日本	1,392	8%	1,414	6%	2%	2,620	85%	23%	追加購入
シンメンテ	飲食店保守	日本	1,428	4%	1,519	3%	6%	2,442	61%	17%	
ブティックス	展示会	日本	1,701	3%	1,490	1%	-12%	2,036	37%	11%	一部売却
その他				6%		4%					
現金				10%		7%					

ブティックス（一部売却）

株価推移



2020年10月から保有していたブティックスを売却することにしました。2024年7月まで買い増したことはあっても、約4年間1株も売却しませんでした。8月に85%ほど売却しました。9月に残りを売却予定です。8月初めに日経平均が4万円から3万2000円まで3～4日で20%も下落するという相場の急変がありました。小型株も激しく売られ、株価下落で3年後に上昇余地2倍という基準を満たす銘柄が続出するも、買い付け余力（現金）がないという問題に直面しました。株価が下がった中でも、売る会社と買う会社の優先順位を付けて行動すればよかったのですが、わずか2日という短期間（しかもトロントは夜中）で行動することはできませんでした。投資余力を作るためにも、将来性に疑問を感じる会社は売却しようと思いました。

	株価						変化率		
	7月31日	8月1日	8月2日	8月5日	8月6日	8月29日	7/31対8/5	8/5対8/6	8月
日経平均	39,102	38,126	35,910	31,458	34,675	38,363	-20%	10%	-2%
網屋	2,654	2,661	2,521	2,021	2,283	3,260	-24%	13%	23%
マミーマート	6,010	5,800	5,600	4,600	5,150	4,285	-23%	12%	-29%
光通信	28,210	27,410	25,425	22,235	24,520	30,660	-21%	10%	9%
イーギャランティ	1,471	1,423	1,340	1,174	1,347	1,414	-20%	15%	-4%
シンメンテ	1,483	1,476	1,412	1,310	1,373	1,519	-12%	5%	2%
ブティックス	1,615	1,591	1,481	1,218	1,278	1,490	-25%	5%	-8%

ブティックスは介護業界向けの展示会事業と、展示会事業で得た認知度と介護事業者ネットワークを活かしたMA仲介事業が2本柱です。投資したときはコロナ禍。対面の展示会事業が大打撃を受けて株価下落する中、MA仲介が好調。MA仲介は利益率が高いため、展示会の減益を補ってあまりあり、なんと2021年3月期は50%の営業利益増益となります。成功に気を良くしてそこから属人的なMA仲介を仕組み化し採用強化して伸ばす方針に切り替えますが、人材定着、性善説に基づいた甘い管理体制の元で交通費の不正請求、案件数を確保するためにインバウンドからアウトバウンドへの変更などなかなか成長軌道が定着しません。そもそも、ブティックス創業陣は新

村社長を筆頭にリードエグジビションジャパンという展示会最大手の出身者。展示会ノウハウに長けており、そこで得たネットワークを活かした事業に強みがあったはずです。介護業界展示会→介護業界MA仲介という流れです。しかし、建設業界展示会をやっていないのに建設業界MA仲介を初めてみたり、大卒新卒就活あっせん事業（リアライブ社）を買収してみたり、強みがない分野へ進出して良さが薄まっていると感じてきました。しかも、リアライブ社の再建にMA仲介のエースコンサルの一人である松島さんを社長として投入するなど、収益面からも理解に苦しみます。上り調子だった2021年1月に、2025年と2026年の営業利益の合計25億円達成に応じたストックオプション（しかも約6%の希薄化という巨額）を発行してしまったことで、その業績目標に縛られていると感じます。もともとは展示会+MA仲介で達成できるはずが見通しが厳しくなってしまう、社内の士気を落とさないためにストックオプション目標が必達になってしまい、そのために2023年1月にリアライブ社を買収したというのが私の見立てです。もちろん、経営陣が因果関係を認めることはないでしょうが、そうした考えが無意識にしろあったとは思います。営業利益の目標金額を達成するだけであれば、新株発行して既存株主を希薄化して買収すれば容易に達成ができます。中計など長期目標の立て方が大事なんだと再認識した次第です。一株当たり利益など株式調達を牽制する仕組みにしておかないと、業績達成のための買収したくなってしまうのは仕方ないでしょう。わずか3年の間に市場評価は悲観（株価300円）から楽観（株価3000円）と大きく振れました。小型株ならではの問題も頻発して、学びの大きな案件でした。『自分が当初想定した会社の勝ちパターンから外れた経営判断が出てきたら、経営陣が自信過剰になっている可能性が高く要注意』というのは、普遍的だと思います。

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 2024年8月30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%	-11.0%	1.5%					16%

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	16%		15%		18%
累計	684%	128%	110%	212%	206%
年率換算	21%	9%	7%	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)

