

2020年の振り返り

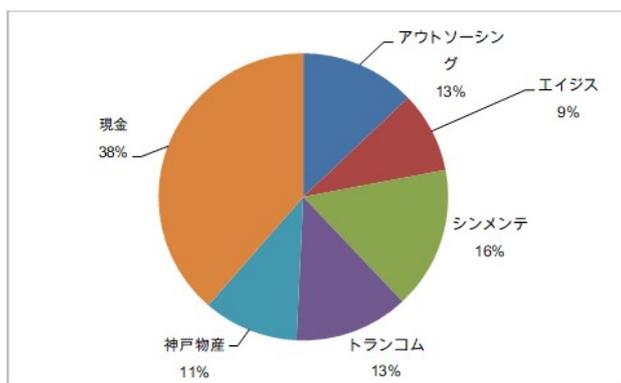
年次リターン(税引前)					
	ポートフォリオ	配当込TOPIX TOPIX		配当込SP500 SP500	
2014(概算)	23.0%	10.3%	8.1%	13.7%	11.4%
2015(概算)	18.7%	12.1%	9.9%	1.4%	-0.7%
2016	26.1%	0.3%	-1.9%	12.0%	9.5%
2017	45.8%	22.2%	19.7%	21.8%	19.4%
2018	6.4%	-16.0%	-17.8%	-4.4%	-6.2%
2019	45.5%	18.1%	15.2%	31.5%	28.9%
2020	10.5%	6.9%	4.8%	18.6%	16.3%
累計	359%	50%	39%	134%	103%
年率換算	24%	7%	5%	13%	11%
過去3年(年率換算)	20%	2%	0%	14%	12%
過去5年(年率換算)	26%	5%	3%	15%	13%

(黄色は配当利回り 2%という前提での概算値)

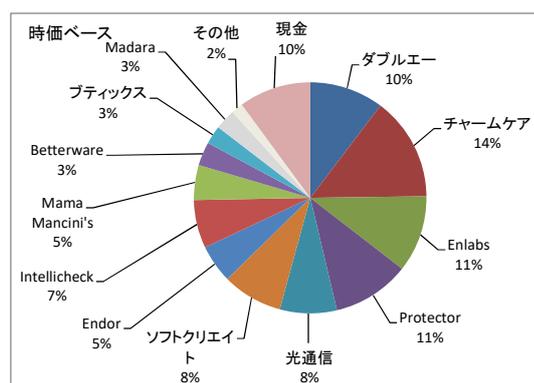
数十年という時間軸で資産の最大化を目指す上では、本来月次はおろか年次実績も気にすべきではないと思います(精進が足りないため、実際にはまだまだ日次損益も気になってしまいます・・・)。私の投資戦略は、今後3年で株価が2倍以上になると思う企業を探すことなので、妥当な評価軸は3年以上の実績ということになります。上の表の通り、過去3年、5年では主要インデックスを上回る運用実績を達成できています。インデックスを買って寝ているだけよりはましだったということで、個別株投資の最低条件はクリアできて良かったです。

インデックスに勝つことが最低条件だとすれば、次は去年の自分との比較です。2019年末と2020年末のポートフォリオを比べると、様変わりしています。コロナ禍に焦ってバタバタと取引が多くなった結果です。忙しくすると付加価値を産んだ気になりますが、仮に2019年末から1年間冬眠していたより、よい結果になっていたのでしょうか? 冬眠リターンは年率6.4%でした。実績年率10.5%が4%ほど上回っていて良かったと思いたいところですが、これは税前の話。利益確定による税後リターン差は、2%以下に縮小してしまいます。2020年を総括すると、膨大な取引が証券会社取引手数料という恩恵をもたらした以外、大して付加価値を産まなかったようです。

(2019年末)



(2020年末)



	2019年末		2020年末		配当	リターン
	株価	比率	株価	比率		
2427 アウトソーシング	1,158	14%	1,381	17%	10	20%
3038 神戸物産	1,875	12%	3,180	20%	15	70%
4659 エイジス	3,205	10%	3,420	11%	72	9%
6086 シンメンテ	1,237	18%	729	11%	17	-40%
9058 トランコム	8,270	14%	8,930	16%	107	9%
現預金		31%		31%		
		100%		106%		6.4%

暗い話が続きますが、今年の主な失敗談を共有させてください。

1、日経先物プットオプション

2月上旬にダイヤモンドプリンセスでの集団感染が発生し、コロナウィルス問題が中国国外へ広がっていきました。まだアジア限定だったこともあり、カナダ人の多くは「アジアは大変だね」と他人事として捉えていたように記憶しています。日本株投資家としては全く他人事ではなく、何かしなくてはと焦っていました。危機の初期にあるパターンとして、「俺は長期投資家」という変なプライドが頭をもたげ、保有株を売却してはいけな
いと思込んでしまいます。コロナウィルスは、経済に大打撃を与える可能性がある出来事ですが、不思議なことに市場はその可能性を反映していませんでした。プットオプションというのは保険契約のようなもので、日経平均2万円の1ヵ月プットオプションを買うことは、1ヵ月後に、実際の日経平均価格がいくらであっても、2万円で売る権利を購入することです。この保険が、非常に安く売られていると感じました。具体的には、2月19日に日経平均23400円の時に、3月13日に日経平均23000円で売る権利が250円で売られていました。 $250 / 23400 = 1\%$ の保険料を払うだけで、この非常に不確実性の高い状況から資産を守れたわけです(実際には、3月13日の日経平均終値は17400円だったので、23000円で売却する権利には $23000 - 17400 = 5600$ 円、市場価格の20倍以上の価値があったこととなります)。2月19日のプットオプション購入後、2月下旬から北イタリアで感染増加するなど、アジアの問題から世界の問題へと拡大していきます。2月28日にプットオプションを1800円で売却し、10日間で250円から1800円へ7倍という高いリターンを得ることができました。ここまで聞くと成功談なのですが、問題は、投資戦略の欠如です。どのようなオプションをいつ、どれだけ買うのか?いつ売るのか?など具体的な計画がないまま投資に臨んでしまいました。結局、ビギナーズラックであり、再現性がありません。さらに悪いことに更に上手く行ってしまったため、本来個別株を調べることに使うべき時間を、オプション投資に使ってしまいました。気付いた時には、自分の勝ちパターンから逸脱してしまい、「小銭を拾って大魚を逃す」という結果になってしまいました。

教訓：投資戦略を変えない。デリバティブ投資の勝ちパターンが分からない以上、手を出さない。デリバティブを買いたいということは、今回のように何かしら不安を抱えている可能性が高い。しかし、一度保有株式を売却して安くなったところを買いなおすという短期トレーダーのような勝ちパターンも分からないので、結局は保有株を持ち続けるしかない。相場が下落したときに買いたい優良企業を探し続けるしかない。

2、アウトソーシング



アウトソーシングは、人材派遣大手で、積極的な買収戦略で事業を拡大してきました。2019年後半、7月のトロント転居前にポートフォリオを整理した影響で、多くのキャッシュ比率を抱えていました。何か投資しない

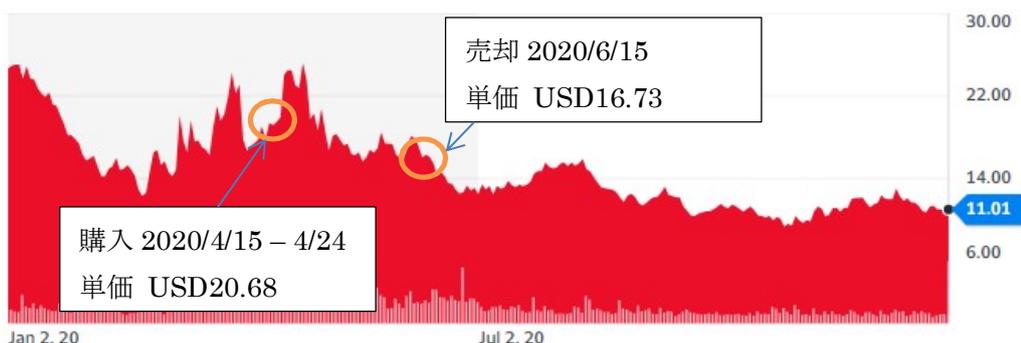
といけないと思い、成長力のある企業を求めてアウトソーシングに興味を持ちました。リスクは2つあり、一つ目は業績が景気循環の影響を受けること。リーマンショック時は製造業派遣比率が高かったことから大赤字に陥りました。二つ目は買収を繰り返している結果として、借入金が多いことです。コロナウィルスによるマクロ経済への影響を考えると、不安になるばかりでした。解雇ラッシュになるのではないかと、しかもリーマンショック後に派遣切りと批判された影響で、人材派遣企業側の雇用リスクが高い契約が増えている点も気になりました。リーマンショック時は借入金が少なかったため、派遣先のなくなった派遣社員を大量解雇することで一気に赤字解消することができましたが、今回は借入がある上に、大胆な人員削減はできない可能性があります。「俺は長期投資家」というプライドはどこかへ行ってしまい、オプション投資の利益を原資に損切を始めます。3月のニュースは悲観的になるばかりで、未体験の株価下落スピードでした。私は売却するとき、前日終値以上で指値売却するというルールがありますが、連日の株価下落では全く売れないことになります。悲観的な考えに拍車がかかり、勝手に「潰れるんじゃないか、いや、潰れるに違いない！」という不思議な結論に達してしまいました。株価下落に殴打されたボクシングのパンチドランカーのようになってしまい、何を思ったのか正直良く覚えていないほど精神的に動揺していました。「もうダメだ」と1/3ほど残った全株を成行売却したのが3月23日。相場の悲観の極みと相まって、見事に大底値での売却となりました。

教訓：良い企業しか買わない。良い企業とは、(1) 競争優位性があり、(2) 成長余地があり、(3) 事業が景気循環の影響を受けず、(4) 借入金が少なく、(5) 経営陣を信頼できる企業のこと。この5つが揃っていないと、今回のような厳しい相場環境で持ち続けることができません。

3、タンカー

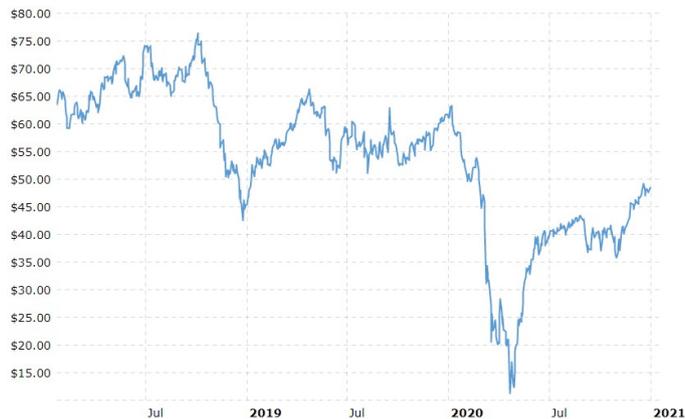
3月下旬の売り後、先行きの不確実性が高すぎると感じて身動きが取れないでいました。コロナの影響を理解しようと、普段ベースにしている企業の開示情報を離れて、ツイッターやブログを乱読していました。そんな中、コロナ禍でガソリンなど原油製品需要が激減し、原油製品貯蔵設備が底をついていると知りました（詳しくは2020年4月のポジション報告をご覧ください）。コロナ禍の状況が長引けば長引くほど恩恵を受ける、プットオプションとは別の形の保険というイメージです。実際に、4月15日に購入を始め、4月下旬には期近原油先物がマイナス価格となり、予想通りの状況が発生しました。タンカー株も急騰し、東の間の有頂天を経験します。5月下旬から6月上旬にかけて、タンカー各社の四半期決算が発表されました。私の想定より悪い決算で、そもそもタンカー事業を理解できているのか、という妥当な疑問を持ち始めます。3月末のコロナショックから2か月が経ち、市場も落ち着きを取り戻し、私自身も少しは冷静に考えられようになっていました。冷静になってみると、タンカー事業に競争優位性はなく、景気循環の影響を強く受けます。6月中旬に損切しました。

Teekay Tankers (TNK)の株価

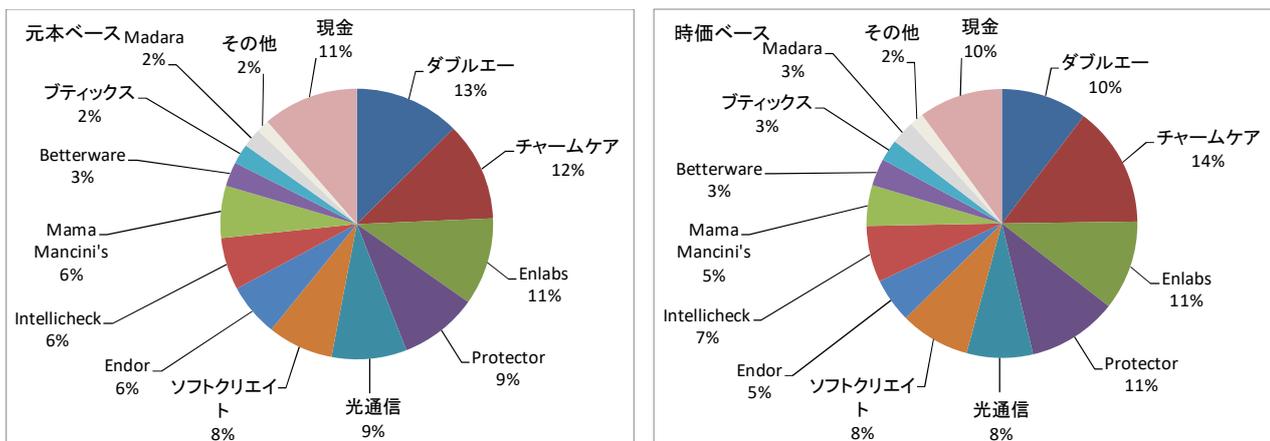


教訓：脆弱な企業に追い風が吹き、非常に割安に見えることがあります。元々投資家の期待値が低い会社ですから、市場評価が変わると株価は急騰します。しかし、追い風が止まった途端に元の脆弱な企業の姿が残るだけで株価は急落。シンデレラのカボチャの馬車のような話です。コロナショックで原油需給バランスが崩れ、貯蔵場所不足からタンカーが一時脚光を浴びただけの話です。また、前日終値以下で指値注文して買うという取引ルールを破って急いで買わなくては、と思うときほど、市場が過熱していて失敗することが多いです。

WTI 原油価格



12月末のポジションは以下の通りです。保有理由について、簡単にコメントします。



ダブルエー (日本)

靴のSPA (製造小売り) です。靴は成熟市場ですが、過当競争の結果、ダブルエーとABCマートを除くほぼ全上場企業がコロナ前から赤字という厳しい業界です。コロナ禍で各社の業績はさらに悪化しており、集約化が進んでいくと予想しています。2020年9月のレポートもご覧ください。

チャームケア (日本)

首都圏・近畿圏で老人ホーム運営しています。当初から駅近立地にこだわったことで、従業員の通勤や入居者の子供が訪問しやすく、高い入居率を維持しています。高い入居率が評判になり、三菱地所など大手デベロッパーから優良物件を紹介されるという好循環が回っていると理解しています。コロナ禍で老人ホームのクラスター発生が懸念されます。チャームケアでは、これまで8名のコロナ感染が確認されています。老人ホーム62施設4200室と2000名の従業員を抱えていますから、単純計算で陽性確率 $8 / 6200 = 0.13\%$ 。日本全国の陽性確率は、 $24万 / 1億2000万 = 0.2\%$ ですから、チャームケアは高齢で高リスクの比率が高いことを考えると検討していると思います。

			判明 従業員入居者	追加 従業員入居者	合計	営業再開	日数
8月26日	チャーム尼崎東園田	兵庫	1		1	9月9日	14
9月5日	チャームスイート京都桂川	京都	1		1	9月18日	13
9月16日	チャーム南いばらき	大阪	1		1	9月25日	9
11月16日	チャームプレミア代々木初台	東京	1	1	2	11月28日	12
11月28日	チャームやまとこおりやま	奈良	1		1	12月9日	11
12月16日	ルナハート千里丘の街	大阪	1		1	12月25日	9
12月23日	チャームスイート調布	東京	1		1	12月28日	5
					8		

チャームケアのコロナ対応を業界最大手のベネッセスタイルケア（334 施設）と比較すると、ベネッセではこれまで 120 名の陽性者が報告されています。3 ホームでは、クラスター発生により 10 名以上に感染拡大したようです。施設規模の違いもありますが、施設数が 5 倍あるとして、 $120 / (8 \times 5 \text{ 倍}) = 3 \text{ 倍}$ チャームケアがうまく対策できています。何より、チャームケアでクラスター発生を抑えてられている点を評価しています。理由を会社に問い合わせたところ、「陽性者が出た時点で、保健所の対応を待たずに本社社員を派遣し、濃厚接触者の PCR 検査とゾーニングを徹底するクラスター防止策を取っている」そうです。保健所の担当者が訪問した時には、既に PCR 検査結果も揃っている状態ですから、営業再開までの日数も短縮できているようです。短期的には追加対策費用が利益を圧迫するかもしれませんが、長期的には入居者、従業員の評価が高まると考えます。老人ホーム各社のコロナ対応を見て、私のチャームケアへの評価は一層高まりました。2020 年 8 月のレポートもご覧ください。

Enlabs（スウェーデン）

2002 年創業で、本社はスウェーデンですが、ラトビアで最大手のオンラインカジノです。カジノは儲かるので、新規参入が絶えません。一方で国ごとに規制対応が必要なため、ラトビアのように小さな市場に大手は参入しません。現在のカジノ競争の最前線は、2018 年にオンライン賭博が合法化されたばかりの巨大市場アメリカですが、大手各社がシェア獲得するためにマーケティング費用を投下しており、赤字企業が多く、将来の収益水準が見通せません。Enlabs はニッチ市場でトップシェアを取る堅実な戦略を取っており、競争優位性があると評価しています。コロナ禍で物理カジノからオンラインカジノへの転換が加速しています。さらに、違法賭博を規制するため賭博を合法化する国が増えており、Enlabs はウクライナへの進出を検討しています。最後に、コロナ禍で各国政府は大きな借金を抱えることになりました。税収を増やす手段として、賭博合法化には追い風です。

Protector（ノルウェー）

2003 年創業、ノルウェーの新興損害保険会社です。IT 活用に長け、競合他社よりも低コストで運営できています。短期的な損害保険（自動車保険など）は損失リスクが広く知られているため、誰でも値付けできます。低コストが低料金につながり、長期的に市場シェアを拡大できる可能性が高いと思います。北欧中心に事業展開していましたが、ここ 2-3 年で大きな市場であるイギリスに進出しています。保険は膨大な市場規模があるため、今後 10 年単位で成長を続けられる企業だと思います。2020 年 7 月のレポートもご覧ください。

光通信（日本）

日本最強の営業組織です。現役創業者かつ重田康光さんは株式投資の達人でもあり、事業と資本配分の両輪が揃った日本では稀有な企業です。携帯電話、インターネット、水、など継続課金商品売りまくっていますが、自社商品比率が上がっているため、顧客獲得コストが先行します。顧客が積みあがるにつれ、利益率が改善していくという、株式市場で大人気のインターネット SaaS 企業と似た収益構造を持っています。

ソフトクリエイト（日本）

EC サイト構築の日本最大手です。日本の数々の大企業が、当社に EC サイト構築と運用を依頼しています。コロナ禍で EC 化が加速しています。各社とも EC 投資を増やさざるを得ない中、最大手のソフトクリエイトが恩恵を受ける可能性が高いと考えます。6 月になってようやく自分が冷静さを取り戻し、タンカーなど余計なものを売却し、当社のようなコロナから恩恵を受ける優良企業に目を向けることができました。2020 年 6 月のレポートもご覧ください。

Endor（ドイツ）

コンピュータ能力の向上で、レーシングゲームの画質は年々改善しています。最近のゲーム画面を一目見ただけでは、本物かどうか見わけが使わないほどです。レーシングゲームをより楽しむためには、ペダルやハンドルが必要となりますが、Endor は Fanatec というブランドでトップメーカーです。コロナ禍がオンラインゲームの追い風となっていますが、コンピュータ能力の向上はさらに続き、市場の拡大が続く可能性が高いと思います。創業者の Jackermeier Thomas さんはご自身も熱狂的なゲームファン。1999 年の創業以来、短期的な収益を犠牲にして高いスペックを求め続けてきた先行投資が、花開いています。先日の発表では、BMW と Endor が共同開発し、レーシングカーで使うハンドルが、そのままゲーム機で使えるそうです。レーシングカーのレプリカから、実物を手に出来るということで、ファンにはたまらないでしょう。2020 年 6 月のレポートもご覧ください。

Intellicheck（アメリカ）

アメリカでは運転免許証による身分確認が、酒類購入の年齢確認や、クレジットカード利用時の本人確認などに利用されています。しかし、問題は偽造です。特に 2017 年に Equifax という個人信用スコア会社がハッキングされ、1 億 4000 万人の個人情報（名前、納税者番号、生年月日）が流出してしまい、ネット上で数ドルで売買され偽造運転免許の元データとなっているそうです。偽造防止策として、免許に暗号化されたバーコードが付与され、Intellicheck はこのバーコードを確認して運転免許が本物かどうかを判定するシステムを提供しています。顧客は主にクレジットカードを発行する銀行や店舗です。アメリカでは毎年 10 兆円を超える不正利用被害を受けているそうで、仮に 1%被害を軽減できるだけでも、1000 億円支払う価値があるサービスです。当社の時価総額は 200 億円と、提供しているサービスの付加価値ポテンシャルから考えると、非常に割安だと思っています。

Mama Mancini's（アメリカ）

冷凍ミートボールを製造し、スーパーや外食店に卸しています。添加物の少ないミートボールを製造しており、大手スーパーとの契約が進んでいます。2 年前に増設した工場の稼働率が現在 60%ですから、売上増加に伴って固定費を吸収して利益率の改善が見込めます。2020 年 7 月のレポートもご覧ください。

Betterware（メキシコ）

メキシコの生活雑貨通販大手です。流通インフラが脆弱なメキシコの事情に合わせ、全土に個人事業主を販売パートナーとして組織しています。日本で EC 事業を始めることは、楽天市場に登録するなど簡単ですが、それは宅急便という流通インフラを前提としています。

ブティックス（日本）

介護業界向け展示会の最大手から、そのネットワークを活用した介護 M&A 仲介事業に展開しています。2020 年 10 月のレポートもご覧ください。

Madara (ラトビア)

ラトビアの自然化粧品ブランドです。2019年にラトビア旅行した際に商品を購入し、シャンプーなど品質の高さに驚きました。このときは、株を買うという発想につながりませんでした。2020年9月の決算説明会で、コロナ禍で実店舗閉鎖していた4-6月の業績が、EC販売が補い絶好調だと知り、がぜん興味を持ちました。環境問題が深刻化する中、消費者がより持続可能性や自然素材への志向を強める可能性が高いと思います。化粧品にしても、自分が綺麗になるという機能面を超えて、同時に自然や社会に良い影響を与えているのかどうか問われています。化粧品はMadaraが主戦場としているヨーロッパだけで10兆円という巨大な市場です。Madaraの売上は20億円足らずと、膨大な伸び代があります。今後10年を考えたときに最も楽しみな会社の一つです。やはり自分が消費者として良さを実感できる企業は、安心感があります。ただ悩みは、十分な株数を買えないこと。時価総額が小さく、リガ証券取引所というマイナーな取引所で取引され、経営陣などインサイダーが85%の株を保有しているため、1日の取引高が平均300株(約50万円)しかありません。

保有株式の特徴

	事業	本社	創業	社歴	経営者	創業	生年	年齢	持株比率	インサイダー比率
ダブルエー	靴小売	東京	2002	19	肖俊偉	○	1972	49	67%	80%
チャームケア	老人ホーム	大阪	2003	18	下村隆彦	○	1943	78	16%	50%
Enlabs	オンラインカジノ	スウェーデン	2002	19	George Ustinov	×	1990	31		50%
Protector	損害保険	ノルウェー	2003	18	Sverre Bjerkeli	○	1961	60	4%	38%
光通信	営業販売	東京	1988	33	重田康光	○	1965	56	46%	57%
ソフトクリエイト	ECサイト構築	東京	1969	52	林勝	○	1945	76	25%	51%
Endor	レースゲーム用具	ドイツ	1999	22	Thomas Jackermeier	○	1969	52	42%	45%
Intellicheck	運転免許認証	アメリカ	1994	27	Bryan Lewis	×	1962	59		13%
Mama Mancini's	ミートボール製造	アメリカ	2009	12	Carl Wolf	○	1944	77	20%	52%
Betterware	生活雑貨通販	メキシコ	1995	26	Andres Campos	○	1983	38		90%
ブティックス	介護展示会+MA仲介	東京	2006	15	新村祐三	○	1966	55	50%	71%
Madara	自然化粧品	ラトビア	2006	15	Uldis Iltners	○	1984	37	24%	85%

最後に、保有株式を一覧にまとめました。特徴としては、(1)若い企業であること、(2)創業者が経営していること、(3)創業者やインサイダーが多く株を持っている、という3点です。若者がそうであるように、若い企業は成長産業に属しています(例:自然化粧品のMadara、オンラインゲームのEndor)。もしくは成熟業界に新しい視点を持ち込み、全くコスト構造の異なる戦いを挑むことでシェアを取ります(例:靴のダブルエー、保険のProtector)。特にインターネットが浸透した2000年代以降に設立された会社はデジタル社会を念頭に設計されていることが多く、歴史ある企業がレガシーコストに苦しむ姿を横目に軽々とコロナ禍にも対応している様子が印象的です。また、日本でもガバナンスを強化しようと社外取締役の義務化など検討されているようですが、一番のガバナンスは身銭を切らせることだと思います。経営者は個人資産の50%以上を自社株に投資すること、というルールを導入するだけで、ガバナンス問題の多くは解消すると思います。誠実、優秀でガッツのある創業経営者が率いる若い成長企業を見つけると、本当にワクワクします。これらの企業が未来であり、投資家として応援できることに誇りも持てます。このような企業を一つでも多く見つけられるよう、2021年も頑張っていきたいと思っています。

長くなりましたが、最後までお付き合い頂き、ありがとうございました。

皆さまにとって、2021年がより良い1年になりますように。

長友

2021年1月2日@Dead Man's Flat