

BLACK BOX COMPANY



応募区分：大学

チームID：SL2401626

学校名：立教大学 2年

チーム名：ダークエンペラーズ

メンバー：浅川（リーダー）・山崎・安藤・時崎

指導教員：石田惣平准教授

基礎学習

1. 私たちの生活に必要な財やサービスを[1] 生産し、[2] 流通させ、[3] 消費することを経済という。財やサービスには、代金を払った人だけが消費を独占できる[4] 私的財と、政府が税金等を使って提供する[5] 公共財とがある。

2. 経済の主体には、生産・流通の主体である[6] 企業、消費の主体である[7] 家計、行政サービスや公共財の提供などを通して一国の経済活動を調整する主体である[8] 政府がある。

3. 通貨には、紙幣や硬貨などの[9] 現金通貨と、銀行などに預けられており振替などで決済手段として機能する[10] 預金通貨とがある。

4. 国民の金融リテラシー向上を目的として 2024 年に設立された[11] 金融経済教育推進機構は、金融経済教育の機会を幅広い年齢層に向けて全国的に提供することを目指し、学校や企業などに講師派遣や、セミナーなどを行っている。

5. 2024 年から始まった新 NISA に関する説明文のうち、正しいものは？ [12] d

- a. 新 NISA では、資産を積極的に投資に振り向けることを目的に、年間投資額の上限が撤廃された。
- b. 新 NISA には、毎月積み立てる「つみたて投資枠」と、対象商品が多い「成長投資枠」の 2 つの枠があり、どちらか一方を選択する。
- c. 新 NISA では、複数の金融機関で NISA 口座を開設できる。
- d. NISA の口座は、18 歳以上であれば親の同意なしで作ることができる。

6. 日本では人口減少が進む中、性別や年齢、言語や宗教など多様な視点を有する人たちが構成される組織のほうが強さを増すという[13] ダイバーシティの重要性が指摘されている。

7. 2020 年に署名された「地域的な包括的経済連携協定（RCEP）」は、日本や中国、韓国など東アジアを中心に[14] 15 国が参加し、世界の人口と GDP のおよそ[15] 3 割を占める世界最大規模の自由貿易圏である。

8. グローバル化の進展に関する次の説明文のうち、正しいものは？ [16] d



- a. 貿易が自由化され、安い輸入品が国内に入ってくることは、消費者にとっても国内の生産者にとってもメリットになる。
- b. グローバル化の進展による影響は、経済以外の分野ではあまり見られない。
- c. 「環太平洋経済連携協定（TPP）」は、FTA（自由貿易協定）の一つである。
- d. 近年の日本の国際収支をみると「第一次所得収支」が大幅な黒字を計上している。

9. 日本経済に関する説明として[]に入る正しい組み合わせはどれか？ [17] c

2022 年頃からは日米の金利差が拡大し、ドル買い・円売りの動きが優勢となり「①」が進んだ。その結果、輸出企業の業績は[②]した。一方で、輸入品の価格は[③]し、消費者物価が[④]した。反面、実質賃金は[⑤]している。

- a. ①円高 - ②好転 - ③上昇 - ④上昇 - ⑤低下
- b. ①円高 - ②悪化 - ③下落 - ④下落 - ⑤上昇
- c. ①円安 - ②好転 - ③上昇 - ④上昇 - ⑤低下
- d. ①円安 - ②悪化 - ③下落 - ④下落 - ⑤上昇

10. 「持続可能な開発目標 (SDGs)」の 17 の目標のうち、今回、グループで設定した投資テーマと特に関連が深い目標を挙げ (3 つ以内)、その主な理由を記述してください。

関連性の高い SDGs の項目		その主な理由
目標 8 働きがいも経済成長も		ブラックボックス企業は、戦略的な情報開示の最適化により専有資産を保護することで業界内での競争優位を確立し、企業価値の最大化に努め、日本経済を牽引していく企業であるため。
目標 9 産業と技術革新の基盤を作ろう		企業が情報開示を最適化し、機密情報の流出を防ぐことは技術革新を支え、持続可能な産業基盤を強化することにつながる。

11. 「ESG 投資」で重視する 3 つの要素の組み合わせとして、正しいものはどれか? [\[18\] b](#)

- 経済 — 科学 — 成長
- 環境 — 社会 — 企業統治
- 効率 — 持続可能性 — 企業統治

12. 日本最大の証券取引所は、東京証券取引所 (東証) であるが、その他にも [\[19\] 名古屋](#)、[\[20\] 札幌](#)、[\[21\] 福岡](#) に地方証券取引所があり、地域経済や地域企業のサポート役として存在している。

13. 投資のリスクを小さくする方法には、「長期」、「分散」、[\[22\] 積立](#) の 3 つが重要とされている。分散投資は [\[23\] 資産](#) や [\[24\] 地域](#)、[\[25\] 時間](#) を分けることで安定した収益が期待出来る。

14. 「積立投資」に関する次の説明文のうち、誤っているものは? [\[26\] c](#)

- 積立投資は、定期的に株式などの金融商品を購入する投資の方法の一つである。
- 積立投資には定量購入と定額購入の 2 つがある。
- 積立投資は、元本が保証されている投資方法である。
- ドル・コスト平均法では、株価が高いときには少ない数しか株を買えないが、株価が下がれば購入できる株が多くなり平均的な購入価格を抑えることができる。

15. 次のうち、資本に対し企業がどれだけの利益を上げているかを表し、数値が高いほど経営効率が良いと言える財務指標はどれか? [\[27\] a](#)

- ROE
- 自己資本比率
- 純利益
- PER

要旨

近年、日本の株式市場において慢性的な株価指数の低迷が問題視されている。日本ではこの対応策として、企業と投資家との対話を促進するべく積極的な情報開示を促す施策が採られてきた。実際、法定開示において各企業が発行する有価証券報告書のページ数が増加していることや、任意開示においても統合報告書を開示する企業数が増えていることなど、企業自身も情報開示を積極的に行い、投資家に自社の魅力を伝えることに注力している姿勢が窺える。

しかし、このような積極的な情報開示にも関わらず、日本市場における株価指数は変わらず低迷状態にあり、積極的な情報開示は、日本企業の成長に十分に寄与しているとは言い難い。本稿では**積極的な情報開示がかえって、重要な経営資源に関する情報を露呈させることになり、結果的に日本企業の競争優位を損ねている可能性**があると考えられる。

このことから、日本企業は現行の積極的な情報開示の潮流に無闇に従うのではなく、戦略的な情報開示の最適化により専有資産を保護することで業界内での競争優位を確立し、結果として企業価値を高めることができると仮説を立てた。本稿ではこのような企業戦略を「**ブラックボックス戦略**」と定義し、これを実践する企業を「**ブラックボックス企業**」と定義する。

ブラックボックス企業を選定するにあたり、日本企業 3,769 社を対象に 4 段階のスクリーニングを実施した。具体的なスクリーニングプロセスは以下の通りである。第 1 スクリーニングでは競争優位と潜在的な専有資産を有する企業を抽出する。第 2 に、財務データを裁量的に調整し競合他社からの関心を逸らせている企業を選出する。そして、第 3 スクリーニングでは、非財務情報をテキストマイニングにより分析し、競争優位を隠している企業を特定する。第 4 スクリーニングでは、企業が競争優位を確立していることをマーケットやアナリストなどの企業外部の人に隠しているかを評価する。最終的に、これらの基準を満たす 19 社を選定し、「**BB ファンド**」を構築した。

さらに本稿では、企業がブラックボックス戦略を実践することが競争優位の確立と企業価値の向上に繋がることを定性・定量どちらの側面からも分析している。各企業が保有する専有資産が競争優位を形成し、各企業のブラックボックス戦略によってこれらが保護され他社に追随されていないことが分かる。

このファンドは、情報開示のデメリットを回避しつつ、競争優位を維持する新たな経営戦略として機能することを目指している。ブラックボックス企業の特性を活かしたファンド構築は、企業価値の向上と競争優位の維持を両立させる革新的なアプローチである。**開示情報の最適化と専有資産の保護**を目的としたこの戦略は、中長期的な利益を追求する投資家にとって魅力的な選択肢となるだろう。本稿は、日本企業が過剰な情報開示のリスクを回避し、持続的な競争力を維持するための新たな手法を提案するものである。

目次

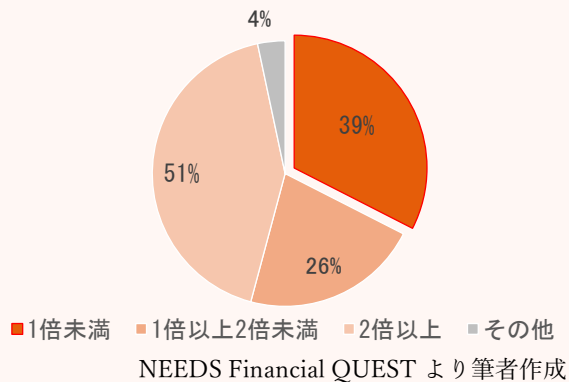
1. テーマ設定の背景	5	3. 投資家へのアピール	18
1.1 現状と問題提起.....	5	3.1 リスク・リターン分析	18
1.2 戦略的な競争優位の獲得	6	3.2 ブラックボックス戦略の実践に関する考察	21
1.3 ブラックボックス企業とは.....	7	4. おわりに	29
2. ファンドの構築	8	5. 参考文献	29
2.1 スクリーニングプロセス	8		
2.2 Condition Screening	8		
2.3 Control Screening	9		
2.4 Complexity Screening	12		
2.5 Clout Screening.....	14		
2.6 投資比率の決定	16		

1. テーマ設定の背景

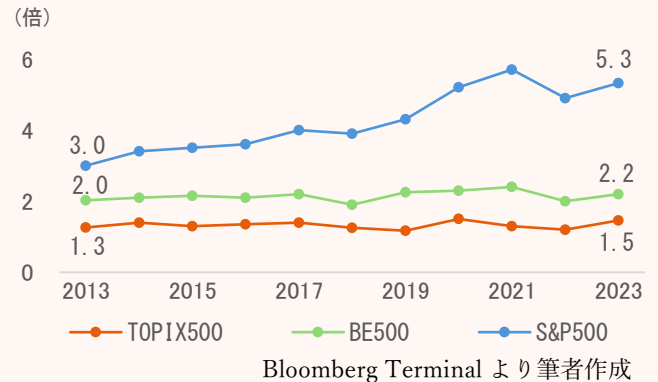
1.1 現状と問題提起

日本の株式市場においては慢性的な株価指数の低迷が問題視されている。2024 年 5 月に開催された「持続的な企業価値の向上に関する懇談会」にて経済産業省が提示したデータによると、2022 年度の PBR1 倍未満の企業の割合は、TOPIX500 の 39%に当たる 197 社が該当している(図表 1-1)。また、米国や欧州の企業と PBR の平均値を比較してみても日本の上場企業は水をあけられており、TOPIX500 は過去 14 年間一度も米国 S&P500 と欧州 BE500 の PBR を上回ったことがない(図表 1-2)。

図表 1-1 TOPIX500 構成銘柄 PBR(2022 年度)



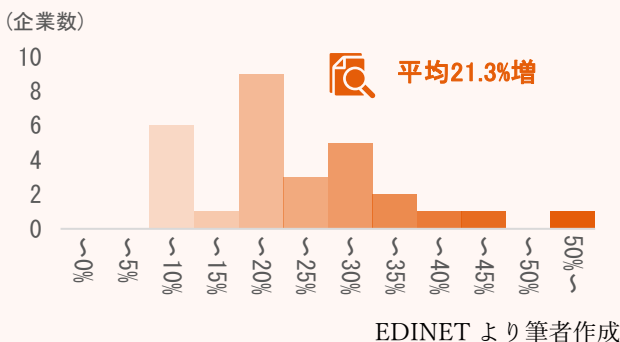
図表 1-2 インデックス別 PBR 比較



日本ではこの対応策として、企業と投資家との対話を促進するべく積極的な情報開示を促す施策が採られてきた。2018 年に法定開示要項が拡充されたことを皮切りに、有価証券報告書に記載される情報開示量は飛躍的に増加している。図表 1-3 より、全ての業種の企業で有価証券報告書のページ数が増加し、最も増加率が高い企業では 50%以上増加している。この他にも、決算短信やコーポレート・ガバナンス報告書の内容の拡充も図られており、日本企業が開示すべき情報量は年々著しい増加傾向にある。

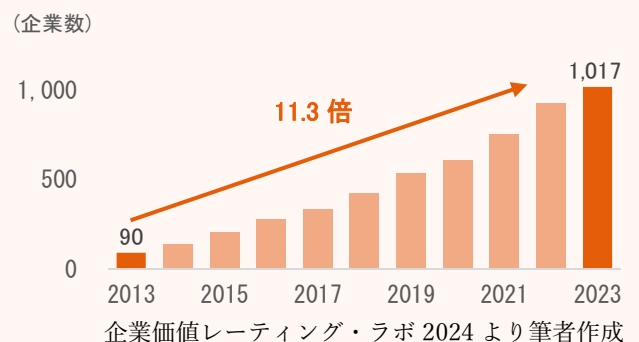
制度開示のみならず、任意開示においても積極的な情報開示の傾向が見受けられる。2013 年 12 月に国際統合報告評議会(IIRC)が「国際統合報告フレームワーク」を公表したことを契機として、企業による統合報告書の開示が年々広がりを見せている。2013 年には統合報告書を公開していた企業は 90 社に過ぎなかったが、10 年後の 2023 年には 1,000 社を超えた(図表 1-4)。

図表 1-3 有価証券報告書ページ数増加企業



注：東証業種分類で各業種の売上高が最も高い企業の有価証券報告書に基づき、過去 5 年間のページ数の増加率を分析

図表 1-4 統合報告書開示企業数の推移



しかし、このような潮流にもかかわらず、日本の株式市場における株価指数の状況は改善されていない。金融庁が公表する「記述情報の開示の好事例集 2023」に掲載された株式会社 LIXIL は、その積極的な情報開示にもかかわ

らず、2021年3月期から2024年3月期にかけて時価総額が約6割まで下落するなど、その企業価値は向上していない。このことから、企業による情報開示の拡充は企業価値の向上に直接的には寄与していないと考えられる。

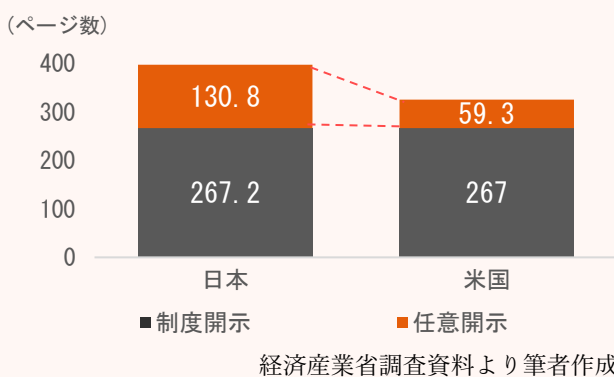
1.2 戦略的な競争優位の確立

では、なぜ積極的な情報開示にもかかわらず、日本企業の市場評価は一向に改善されず、株価指数は低迷したままなのだろうか。本稿では**積極的な情報開示が、かえって重要な経営資源に関する情報を露呈させることになり、結果的に日本企業の競争優位を損ねてしまっている**のではないかと考える。「競争優位」とは企業の行動が業界や市場で経済価値を創出し、かつ同様の行動を取っている競合企業がほとんど存在しない場合にその企業が置かれるポジションのことである(Barney, 2002)。そして、この競争優位の源泉となるのは、価値(Valuable)があり、希少(Rare)であり、模倣不可能(Inimitable)で、代替不可能(Non-substitutable)な**「専有資産」**としての経営資源である(Barney, 1991)。先ほど述べた通り、この競争優位の源泉となるのは、価値(Valuable)があり、希少(Rare)であり、模倣不可能(Inimitable)で、代替不可能(Non-substitutable)な**「専有資産」**としての経営資源である(Barney, 1991)。先述のLIXILによる積極的な情報開示が株価の向上に結びつかなかったことも、同社にとって重大な専有資産の情報を開示してしまうことにより、本来の企業としての競争優位が損なわれ、企業に対する成長期待が薄れてしまったことが要因として考えられる。

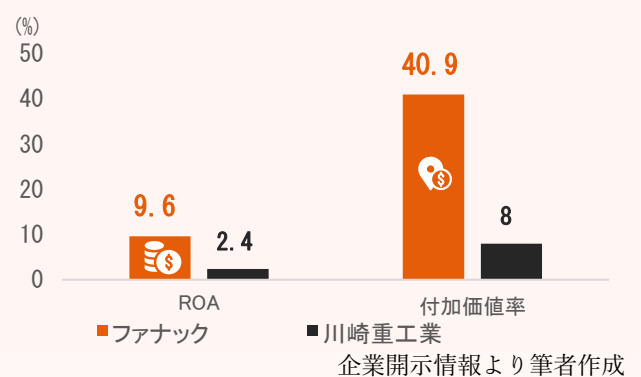
他方で成長著しい米国に目を向けると、テスラ社は自動車産業における自社の競争優位に関わる情報を秘匿することで、競争力を維持し、その時価総額は2019年12月から2023年12月にかけて約10倍になるという目覚ましい成長を遂げている。参入障壁が高いとされる自動車産業において、その生産ラインを最適化することで競争優位を確立させたテスラだが、ルーティン化された生産体制やバイブル化した設計標準を設けることで、競合他社による短期的な模倣を困難なものとしている(佐伯 2024)。つまり、企業は選択的な情報開示制限を採択することで、自社の競争優位の源泉となり得る専有資産の情報を保護し、中長期的な成長期待を醸成することができる。

加えて、日本と米国はどちらも制度開示を中心とする情報開示体系であるものの、日本企業1社あたりの任意開示情報量は米国企業のそれと比べて2.2倍も多く(図表 1-5)、こうした情報開示における傾向性の違いも日本と米国の差異を特徴づける要因であるといえる。

図表 1-5 1社あたりの報告書ページ数



図表 1-6 収益性・成長性比較



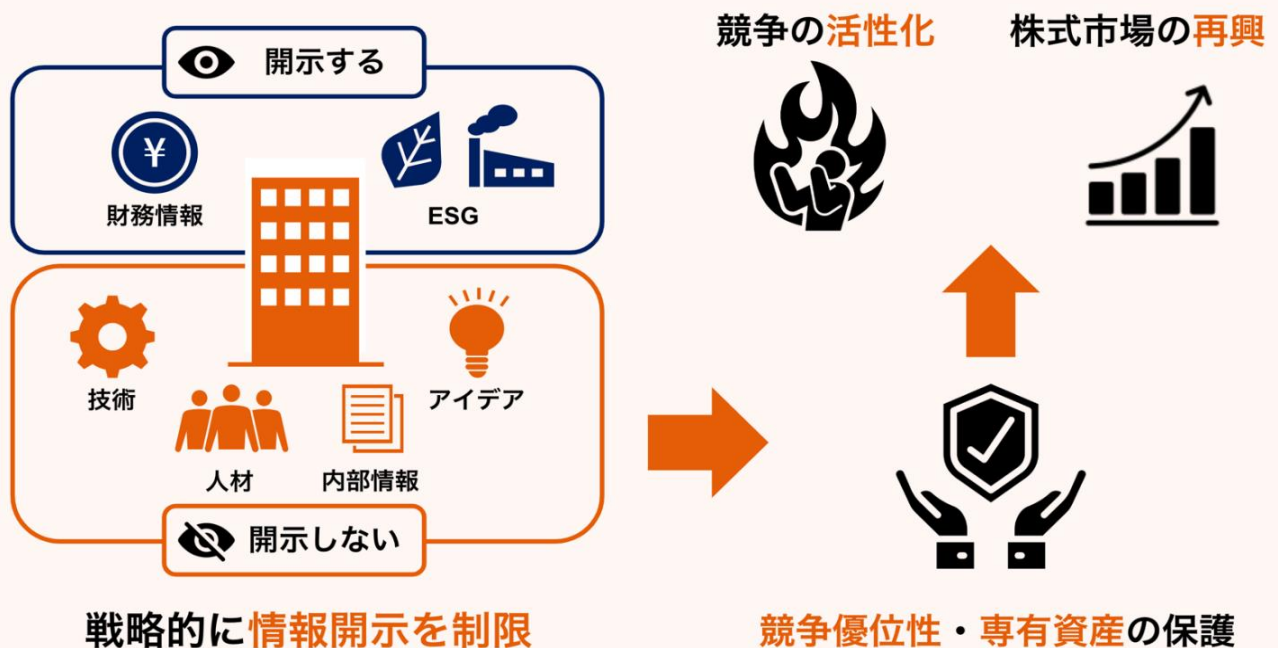
確かに、積極的な情報開示は投資家、ひいてはステークホルダーに対する透明性を向上させる点において非常に重大な経営戦略であると同時に、企業に対する社会的な要請の一つでもあることは否定できない。しかし、日本の市場環境において米国企業と同様に自社の競争優位につながる情報をあえて秘匿する戦略を採択していた日本企業も存在する。その一例が、ファナックである。ファナックは産業用ロボットの開発を行う日本のメーカーであり、世界市場においてもトップクラスのシェアを誇る企業である。同社は企業としての透明性を一定程度保ちながらも、会社説明会や決算説明会を中止し、日本語のホームページを閉鎖するなど、会社情報の公開範囲を制限することによって、その技術が模倣されることを避け、独自の経営戦略や企業文化を維持してきた。2011年版『会社四季報』における「全媒体平等対応理由に個別取材不可のうえ、11年3月期決算説明会中止」との記載からも、同社の情報開示について一貫した姿勢が窺える。

ファナックはこうした秘匿性の高い情報開示戦略により、自社にとって重要な経営資源の露呈や模倣を防ぐことで同業他社に対しての競争優位を確立することに成功している。同産業内でトップクラスのシェアを誇り、尚且つ日経統合報告書アワード 2023 にて優秀賞を受賞するなど、その積極的な情報開示の姿勢が評価されている川崎重工業と比較しても、ファナックは収益性、生産性において優れた実績を誇るに至っている(図表 1-6)。この事例は、日本においても専有資産の保護による競争優位の維持を目的とした情報開示戦略の実行が可能であることを示すのに十分なものである。

1.3 ブラックボックス企業とは

日本企業は現行の積極的な情報開示の潮流に無闇に従うのではなく、**戦略的な情報開示の最適化により専有資産を保護することで業界内での競争優位を確立し、結果として企業価値を高めることができる**かもしれない。本稿ではこのような企業戦略を『**ブラックボックス戦略**』(図表 1-7)と定義し、投資テーマとして設定する。

図表 1-7 ブラックボックス戦略の定義



ブラックボックス戦略を採択する企業は、現行の制度における必要最低限の情報開示を行いながらも、制度開示と任意開示の両者において戦略的に情報を制限することで、競合他社や株主といった市場参加者を巧みにミスリードし、自社の有する競争優位とその源泉たる専有資産を保護することに成功している企業であるといえる。このような企業が台頭することで、競争優位を意識した戦略的な情報開示の動きが普及し、結果として企業環境における競争が活性化され、日本の株式市場を健全な形で再興させることにつながる。

確かに昨今の積極的な情報開示の潮流は、ステークホルダー全体の要求に応える上で効果的なコーポレートコミュニケーションの在り方であるといえる。しかし、透明性を追求するがあまりに自社の競争優位を損ない、結果的に企業価値が毀損されることは、あらゆるステークホルダーにとっても本望ではないことは明白である。その意味において、企業によるブラックボックス戦略は時代の要請に逆行するような反動的なものではなく、普遍的かつ本質的な形での競争による企業価値を向上させるための秘策なのである。

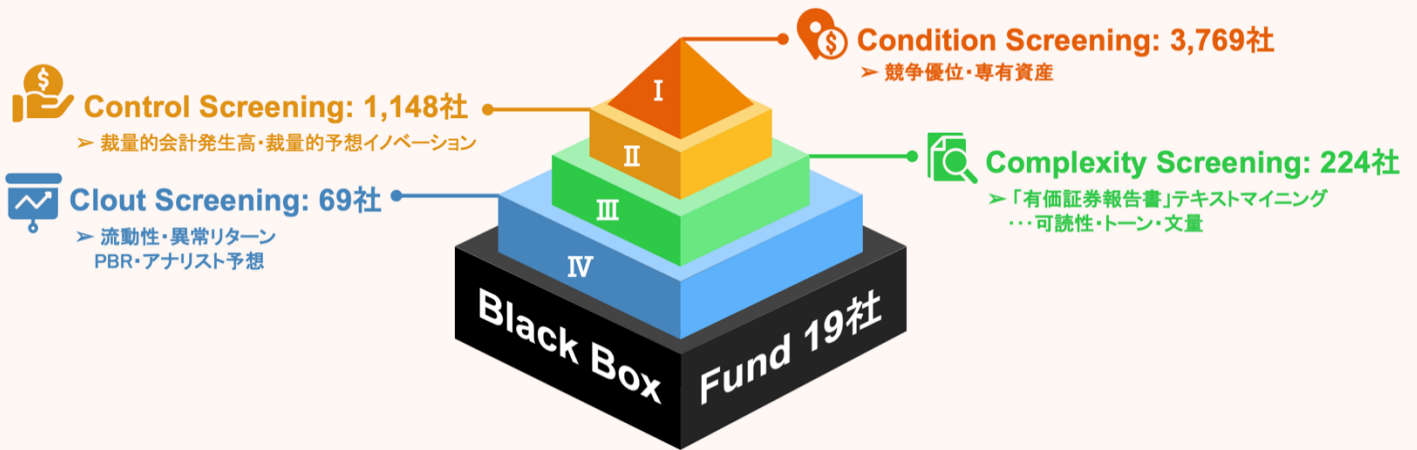
2. ファンドの構築

2.1 スクリーニングプロセス

本稿では、2023 年 8 月末までに日本の株式市場に上場しており、東証業種分類において金融業に属する企業、当該上場期限を基準に直近 1 会計期間の決算月数が 12 ヶ月でない企業を除く 3,769 社を対象企業とする。

具体的なスクリーニング手法としては、まず、第 1 スクリーニングではブラックボックス企業の前提条件として保護すべき競争優位と潜在的な専有資産への投資を行う企業を抽出する。次に、第 2 スクリーニングでは財務報告における裁量性を測定し、ブラックボックス戦略の一環として競合他社からの関心を逸す企業を抽出する。そして、第 3 スクリーニングでは、会計情報に特化したテキストマイニングを行い、有価証券報告書の記述に立ち現れる戦略的な複雑性を評価する。最後に第 4 スクリーニングでは、ブラックボックス戦略の市場評価における影響力に基づいた企業の成長性を評価する。最終的に残る 19 社を、ブラックボックス戦略を通して企業価値を継続的に向上させるポテンシャルを有する企業として選出し、「BB ファンド」を構築する。

図表 2-1 スクリーニングプロセス



2.2 Condition Screening

1.3 にて述べた通り、ブラックボックス戦略を実施することで企業は専有資産の情報を保護し、その競争優位を中長期にわたって維持することができる。すなわち、本稿が注目するブラックボックス企業はその前提として**保護するに値する競争優位**を現時点で既に有している必要がある。それと同時に、そうした既存の競争優位の拡充や、将来的に新たな競争優位に結びつく可能性のある専有資産に対する**積極的な投資**を行っていることも条件の一つとして挙げられる。そこで、本稿ではブラックボックス企業を選定する前提条件である「**既存の競争優位**」と「**専有資産への投資**」について、各種財務情報を代替指標として参照することで評価を行う。

2.2.1 既存の競争優位

1.2 より、ブラックボックス戦略によって保護すべき「競争優位」とは、企業の行動により創出される「経済価値」と、その「独自性」によって規定される。したがって、競争優位の結果として直接的に立ち現れる堅固な「**収益性**」に併せて、それを下支えする企業の「**効率性**」と「**成長性**」を評価することで、企業が潜在的に有する競争優位の存在を推定することができる。

上述の 3 つの観点についての代替指標はそれぞれ、企業の総合的な収益力を示す **ROA**、経営資源の効率的な活用を示す**総資本回転率**、そして企業活動の成長を示す**売上高成長率**を参照し、評価を行う。

2.2.2 潜在的な専有資産への投資

Barney(1991)による競争優位の源泉となる経営資源の特徴に照らし合わせると、企業の潜在的な専有資産の所在は「無形資産」「研究開発」「人的資本」にあると言える。その上で、ブラックボックス企業の前提条件として確認すべきは、中長期での競争優位の確立に向けたこれらの経営資源に対する積極的な投資の姿勢である。よって、各企業の模倣不可能な独自の経営資源の潤沢さを示す**無形資産比率**、製品開発レベルでの専有資産の成長に寄与する**研究開発費比率**、そして人的資本に対する投資の姿勢を表す**平均年収**をそれぞれ企業による将来的な専有資産への投資態度を測る指標として参照し、競争優位の評価を行う。なお、無形資産への投資態度の評価に際して、企業規模による影響を調整する目的から無形資産高を総資産で除した無形資産比率を採用している。

2.2.3 スコアリング

第1スクリーニングでは、上記の評価指標においていずれか1つでも欠損値がある企業を除外した3,653社に対して図表2-2の通りにスコアリングを実施する。なお、産業固有の影響を控除する目的で産業調整後の値を比較する。調整済みの値を5分位でスコアリングし、値が小さい企業から順に1～5点(2～10点)で評価を行う。なお、収益性の指標であるROAについて、企業の競争優位の有無をより直接的に反映している項目であることを考慮し、その他の項目よりも配点を高く設定している。各企業の合計スコアを算出し、上位4分の1にあたる24点以上を獲得した企業1,148社を第1スクリーニング通過企業とする。

図表 2-2 第1スクリーニングの指標評価

観点		評価指標	基準
既存の競争優位	収益性	ROA	5分位でスコアリングを行い、2点4点・・・10点と2点刻みで評価
	効率性	総資本回転率	
	成長性	売上高成長率	
専有資産への投資		無形資産比率	5分位でスコアリングを行い、1点2点・・・5点と1点刻みで評価
		研究開発費比率	
		平均年収	

2.3 Control Screening

第2スクリーニングでは、現時点で競争優位を確立しており、専有資産の拡充に向けた投資を行なっていることがわかった企業群から、実際にブラックボックス戦略を実施している企業を抽出する。

ブラックボックス戦略には、業績に関わる情報を裁量的に調整し、**実際よりも低い利益や、利益合理的に見積られる予想よりも低い業績予想**を公表することで、競合他社やサプライヤーを戦略的に欺き、自社の専有資産やビジネスモデルの模倣の抑止や、サプライヤーとの交渉力を高める効果が期待される。そこで、企業による利益と業績予想の調整行動を測る指標である「**裁量的会計発生高**」と「**裁量的予想イノベーション**」を用いたスクリーニングを実施する(図表2-3)。

図表 2-3 第 2 スクリーニングのイメージ図



2.3.1 裁量的会計発生高

現代の発生主義に基づく財務報告では、現金の流れがない場合でも収益や費用を認識するため、会計数値に経営者の見積もりが介入する余地がある。この裁量性にこそ企業のブラックボックス戦略が顕現するといえる。そこで、企業による裁量的な利益調整を評価するべく、経営者による利益調整を捉える「**裁量会計発生高**」に注目する。

会計発生高とは、企業が公開する当期純利益と営業キャッシュフローとの差異を指すものであり、経営者が会計処理に裁量を働かせて調整可能な「裁量会計発生高」と、会計基準や事業活動の結果として自動的に発生する「非裁量的会計発生高」に分けられる。ブラックボックス戦略を実践している企業は、戦略的な利益操作を通じて自社への注目を回避するため、結果として「裁量的会計発生高」がより大きな負の値を取るはずである。

本稿では、Jones モデル(Jones,1991)(図表 2-4)、修正 Jones モデル(Dechow,1995) (図表 2-5)、CFO 修正 Jones モデル(Kasznik,1999) (図表 2-6)を用いることで、3 つそれぞれの裁量的会計発生高を求める。具体的には、少なくとも 15 社以上の会社が属する産業を対象に産業ごとに各モデルを最小二乗法により推定する。この結果得られた($\epsilon_{t,j}$)が裁量的会計発生高である。

図表 2-4 Jones モデル

Jones モデル (Jones, 1991)

$$\frac{TAC_{tj}}{TA_{t-1j}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta SALES_j}{TA_{t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_j}{TA_{t-1}} + \epsilon_{tj}$$

TAC: 総会計発生高, **TA:** 総資産, **SALES:** 営業収益増分, **PPE:** 償却対象性固定資産, **ϵ :** 誤差項

図表 2-5 修正 Jones モデル

修正 Jones モデル (Dechow, 1995)

$$\frac{TAC_{tj}}{TA_{t-1j}} = \alpha + \beta_1 \left(\frac{\Delta SALES_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \frac{PPE_j}{TA_{t-1}} + \epsilon_{it}$$

TAC: 総会計発生高, **TA:** 総資産, **SALES:** 営業収益増分, **AR:** 売掛債権, **PPE:** 償却対象性固定資産, **ϵ :** 誤差項

図表 2-6 CFO 修正 Jones モデル

CFO 修正 Jones モデル (Kasznik, 1999)

$$\frac{TAC_{tj}}{TA_{t-1,j}} = \alpha + \beta_1 \left(\frac{\Delta SALES_{it} - \Delta AR_{it}}{TA_{it-1}} \right) + \beta_2 \frac{PPE_j}{TA_{t-1}} + \beta_3 \frac{CFO_j}{TA_{t-1}} + \varepsilon_{it}$$

TAC: 総会計発生高, **TA**: 総資産, **ΔSALES**: 売上高変化, **ΔAR**: 売掛債権変化, **PPE**: 償却対象性固定資産,
CFO: 営業活動によるキャッシュフロー, **ε**: 誤差項

2.3.2 裁量的予想イノベーション

さらに、企業が公開する業績予想についても、裁量的な調整が含まれているかどうかを測定する。一般に、企業の業績予想が市場やアナリストが示す予想値を上回る場合、投資家に好印象を与える一方で、下回る場合は悪印象を与える。このため、経営者は業績予想が市場の予想値を下回らないよう調整する傾向があることが指摘されている (Iwasaki, 2023)。

しかし、ブラックボックス戦略においては意図的に業績予想を低く見積もることで、競合他社や他の市場参加者からの注目を回避し、競争優位の露呈を防ぐことに利用できると考えられる。

そこで、企業による業績予想の調整を示唆する「**裁量的予想イノベーション**」に着目した評価を行う。予想イノベーションとは当期予想値と前期実績値の差分を意味し、経営者による次期予想値の意図的な調整が介在する「裁量的予想イノベーション」と、企業の収益性の低下などによる必然的な影響を示す「非裁量的予想イノベーション」から構成される概念である。ブラックボックス戦略を実践する企業であれば、自社の今後の業績への関心を逸らすために、次期以降の業績予想を戦略的に低く見積もることが予想されるため、結果として予想イノベーションが負の値を取るはずである。本稿では企業による戦略的な業績予想の過小性を捉える代替指標として、裁量的予想イノベーションを以下のモデルに倣い算出する。具体的には、非裁量的予想イノベーションを算出するためのパラメータを推計し (図表 2-7)、得られたパラメータを用いて、非裁量的予想イノベーションを抽出する (図表 2-8)。そのうえで、予想イノベーションから非裁量的予想イノベーションを差し引くことで、裁量的予想イノベーションを求める (図表 2-9)。

図表 2-7 非裁量的予想イノベーションを算出するためのパラメータの推計

非裁量的予想イノベーションを算出するためのパラメータの推計 (Iwasaki et al. 2023)

$$\Delta ROA_t = \alpha_t + \beta_1 \Delta ROA_{t-1} + \beta_2 INV_{t-1} + \beta_3 AR_{t-1} + \beta_4 CAPX_{t-1} + \beta_5 GM_{t-1} + \beta_6 S\&A_{t-1} + \beta_7 ETR_{t-1} + \beta_8 TAC_{t-1} + \beta_9 AQ_{t-1} + \beta_{10} LF_{t-1} + \beta_{11} CRET_{t-1} + \varepsilon_t$$

ΔROA: 利益変化, **INV**: 棚卸資産変化, **AR**: 売上債権変化, **CAPX**: 資本的支出変化, **GM**: 売上総利益変化,
S&A: 販管費変化, **ETR**: 実効税率変化, **TAC**: 総会計発生高変化, **AQ**: 監査意見, **LF**: 労働力変化,
CRET: 累積異常日次リターン

図表 2-8 非裁量的予想イノベーションの推計

非裁量的予想イノベーションの推計 (Iwasaki et al. 2023)

$$NDF_{t+1} = (\hat{\alpha}_{t-1} + \hat{\beta}_{1t-1} \Delta ROA_t + \hat{\beta}_{2t-1} INV_t + \hat{\beta}_{3t-1} AR_t + \hat{\beta}_{4t-1} CAPX_t + \hat{\beta}_{5t-1} GM_t + \hat{\beta}_{6t-1} S\&A_t + \hat{\beta}_{7t-1} ETR_t + \hat{\beta}_{8t-1} TAC_t + \hat{\beta}_{9t-1} AQ_t + \hat{\beta}_{10t-1} LF_t + \hat{\beta}_{11t-1} CRET_t) \times Total\ Assets_t$$

NDF: 非裁量的予想イノベーション, **INV**: 棚卸資産変化, **AR**: 売上債権変化, **CAPX**: 資本的支出変化,
GM: 売上総利益変化, **S&A**: 販管費変化, **ETR**: 実効税率変化, **TAC**: 総会計発生高変化, **AQ**: 監査意見,
LF: 労働力変化, **CRET**: 累積異常日次リターン, **Total Assets**: 総資産

図表 2-9 裁量的予想イノベーション

裁量的予想イノベーション (Iwasaki et al. 2023)

$$DF_{i,t+1} = (FI_{i,t+1} - NDF_{i,t+1}) \div Total Assets_t$$

DF: 裁量的予想イノベーション, **FI:** 予想イノベーション, **NDF:** 非裁量的予想イノベーション

2.3.3 スコアリング

第 1 スクリーニングを突破した 1,148 社のうち、欠損値のある企業を除外した 1,097 社に対してスコアリングを行う(図表 2-10)。まず「裁量的会計発生高」について、各モデルで導出された「裁量的会計発生高」が正の値を取る場合は自社の業績を高く見せている企業であり、競合からの関心を逸らすブラックボックス戦略の目的とは相反するためスコアを 0 とする。そのうえで、負の値を取る企業については 5 段階に分類し、絶対値が大きい企業から順に 5～1 点でスコアリングを行う。

次に「裁量的予想イノベーション」も同様に、正の値を取る企業は強気な業績予想を開示しているということであり、ブラックボックス戦略の定義からは逸脱するためスコアを 0 とする。負の値を取る企業については、5 段階に分類した後、絶対値が大きい企業から順に 15、12、9、6、3 点でスコアリングを行う。導出されたスコアを「裁量的会計発生高」のスコアと合算し、企業の業績開示における裁量性を 30 点満点で評価する。そして、30 点満点中 24 点以上を獲得した 224 社を、裁量的な情報開示を駆使し、競合他社やサプライヤーを欺くブラックボックス戦略を体現している企業群として選出する。

図表 2-10 第 2 スクリーニングの評価指標

評価指標		基準
裁量的会計発生高	Jones モデル	各モデルの正の値はスコア 0、負の値を 5 分位でスコアリングし絶対値が大きい順に 5、4、3、2、1 と評価
	修正 Jones モデル	
	CFO 修正 Jones モデル	
裁量的予想イノベーション		正の値はスコア 0、負の値を 5 分位でスコアリングし絶対値が大きい企業から順に 15、12、9、6、3 点と評価

2.4 Complexity Screening

第 3 スクリーニングでは、第 2 スクリーニングで選出された 224 社の法定開示資料における戦略的な「複雑性」をテキストマイニングにより特定し、評価する。

ブラックボックス戦略を実施する企業であれば、外部に公開する情報を制度的な要請の範囲内にとどめた上で、開示資料の記述を戦略的に複雑化させることで、自社の競争優位の源泉となり得る重要な情報を可能な限り露呈させないようにするはずである。そこで、ブラックボックス企業に通底する特徴である開示情報の複雑性を評価するべく、矢澤(2023)の『ネコでも使える！会計テキストマイニング』(以下、「ネコテキ」)を使用し、第 2 スクリーニングを通過した 224 社の有価証券報告書における記述を詳細に分析する。

2.4.1 評価方法

ネコテキによるテキストマイニングを行うにあたり、図表 2-11 に示す 4 つの観点に基づき、対応した 5 つの有価証券報告書における記載内容を分析対象とする。これらの評価指標はそれぞれ第 1 スクリーニングにて定義づけた企業の「既存の競争優位」と「専有資産」に関する項目であり、ブラックボックス戦略を採択する企業であれば、専有資産の保護による競争優位の確立を目指す上でこれらの項目の記述を意図的に複雑にすることで、情報の秘匿性を可能な限り高めようとしているはずである。

図表 2-11 第 3 スクリーニングの評価指標

観点	有価証券報告書の記載項目
事業戦略と将来性に関する記述	「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」
	「経営者による財政状態及び経営成績の検討と分析」
リスクに対する対策の記載	「事業等のリスク」
人材に対する投資情報	「サステナビリティに関する考え方及び取組」
研究開発活動	「研究開発活動」

加えて、ブラックボックス戦略による記載内容の複雑性については、「可読性」「トーン」「文量」の 3 つの観点から評価を行う(図表 2-12)。

本稿では、可読性、トーン、文量の 3 項目をそれぞれ 10 点満点で評価し、合計 30 点満点でスコアリングを行う。可読性については、ネコテキを用いて取得した可読性スコア(スコアが大きいほど複雑な文章であることを示す)を用い 5 段階評価を実施し、小さい値を取った企業から順に 2~10 点で評価する。トーンについては、ネコテキで取得したトーンスコア(ネガティブであるほど小さい値)を基に、大きい値を取った企業から 2~10 点で評価する。文量については、文字数および単語数を 5 段階に分け、大きい値を取った順に 1~5 点でスコアリングし、その合計を 10 点満点で評価する。

図表 2-12 記載内容における「複雑性」の評価項目

観点	評価指標
可読性	文章の読みやすさを 6 段階(「超易しい」から「超難しい」)で評価する。スコアが高いほどブラックボックス性が強いとする。
トーン	テキスト全体のトーンを -1 (超ネガティブ)から 1 (超ポジティブ)で評価する。ネガティブ度が高い企業ほどブラックボックス性が強いとする。
文量	文字数、単語数を指標とし、記載量が少ないほどスコアを高くする。

2.4.2 スコアリング方法

評価に際して、まずテキストマイニングのエラーが出る可能性を考慮して、第 3 スクリーニング対象企業について、有価証券報告書に記載された 5 項目の可読性スコア・トーンスコア・文量の平均値を算出する。

その後、上記の方法で各指標を 5 段階評価し、10 点満点で評価する(図表 2-13)。最終的に、これらの評価指標を合計し、合計スコアが 30 点満点となるようにした。合計スコア 22 点以上を獲得した 69 社をブラックボックス戦略の一環として戦略的に開示情報を複雑化させている企業と見なし、第 3 スクリーニング通過企業とする。

図表 2-13 第 3 スクリーニングの評価指標

階級(配点)	可読性スコア、トーンスコア、文量スコア
下位	2 点
0.2 以上 0.4 未満	4 点
0.4 以上 0.6 未満	6 点
0.6 以上 0.8 未満	8 点
0.8 以上	10 点

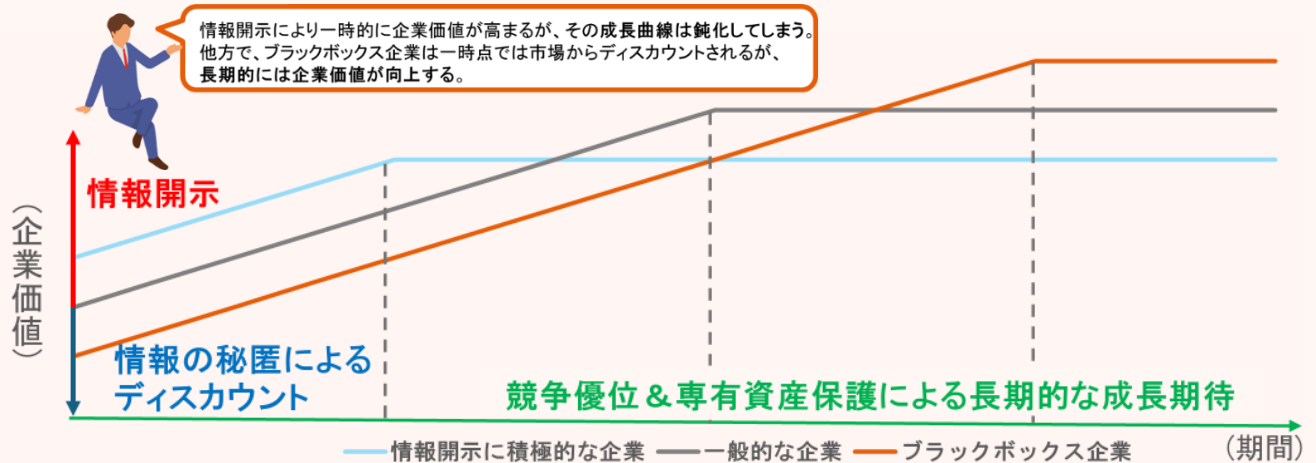
2.5 Clout Screening

第2スクリーニングと第3スクリーニングを経て、十分にブラックボックス戦略を実施していることが確認された69社は、その評価に問わず大半が任意開示資料を公表していない。そのため、これらの企業に対して新たに任意開示情報の質的評価を行うことは妥当とは言えない。そこで、本稿の最終スクリーニングでは、これら企業のブラックボックス戦略の市場における影響力を測定し、中長期的に企業価値を向上させることのできる真のブラックボックス企業の選定を行う。

ブラックボックス戦略における肝要な点は、「如何に自社の専有資産の情報を秘匿し、競合他社を含めた市場参加者をミスリードすることで、自社の競争優位が脅かされないようにするか」という視点である。したがって、ブラックボックス戦略の実践は、**戦略的な低い業績開示と複雑な制度開示内容**によって、必然的に市場評価における一定以上のディスカウントを誘発することになる。株価指数の低迷が問題視される昨今においてこのようなディスカウントは決して好ましいものではない。

1.2における議論の通り、企業による情報開示は一時的な市場評価の適正化にしか寄与せず、むしろ自社の競争優位の源泉を露呈させることで、成長性が損なわれる可能性がある。しかし、ブラックボックス企業は、第1スクリーニングの議論より、既に競争優位がその財務特性に顕現しており、尚且つ将来の専有資産への投資を積極的に行う特徴があるため、市場からディスカウントされたとしても、自社の競争優位を競合他社に模倣されることなく保護し続けることで、企業価値を継続的に向上させることができる(図表2-14)。そのため、ブラックボックス企業にとって現時点での市場からのディスカウントは決してネガティブなものではなく、むしろブラックボックス戦略が適切に機能し、競争優位を構成する重大な情報の秘匿と保護に成功していることの証左であると言える。

図表 2-14 ブラックボックス戦略による持続的な成長



先述の通り、ブラックボックス戦略によって市場からの注目を躲している企業ほどその企業価値は多分にディスカウントされるため、現時点での市場評価は低い水準にあるはずである。そして、市場からのディスカウントが大きいほど、ブラックボックス企業にとっての企業価値向上のポテンシャルも比例して増大する。

よって、本スクリーニングでは、ブラックボックス戦略を実践する対象企業69社が、「既存の競争優位」と「潜在的な専有資産」をどれだけ秘匿できており、市場によるディスカウントからどれだけ**成長余地**を有しているかについて、「流動性」「異常リターン」「株価指標」「アナリスト予想」の観点から評価を行う。

2.5.1 既存の競争優位へのディスカウント

売買代金回転率

「売買代金回転率」は株式や商品などの取引市場において、一定期間内にどれだけ**の売買代金(取引額)**が回転したかを示す株価指標であり、株式の流動性を測定することができる。

第 2 スクリーニングより、ブラックボックス企業は自社の競争優位への関心を避けるために、当期の利益ならびに業績予想を意図的に低く見積もると考えられる。このような裁量的に低く開示された財務実績と業績予想は、ひいては投資家からの注目を避けることに繋がり、結果として株式の流動性、売買代金回転率が低くなると考えられる。したがって、売買代金回転率が小さい企業ほど、ブラックボックス戦略が効果的に働いていると言える。

累積異常リターン

「累積異常リターン」とは、特定の期間における実際の株式リターンと、予測される正常なリターン(TOPIX)との差を累積した指標である。ブラックボックス企業は自社の業績とその見通しを裁量的に調整することで、市場評価に対して影響を与え、戦略的にミスマッチを誘発する。したがって、市場が悲観的な業績予想に反応し、企業の競争優位や成長性を低く見積もることで企業による過小な業績予想の公表によりネガティブな累積異常リターンが観察される場合には、企業のブラックボックス戦略が市場評価に対して影響を与え、自社の競争優位の存在を秘匿することに成功したと考えられる。

そこで、業績予想が公開された日の前後の株価の反応を測定し、ブラックボックス戦略の市場評価に対する効力を評価する。具体的には、業績予想公開日の - 1 営業日から + 3 営業日までの日次累積異常リターンを用い、企業の過少評価された業績予想に対する市場の感応度を評価する。

2.5.2 潜在的な専有資産へのディスカウント

株価純資産倍率

株価純資産倍率(以下、PBR)は企業の持つ純資産の市場評価が反映されている株価指標である。そして純資産の主な構成要素である利益剰余金(内部留保)は、その企業にとっての将来的な競争優位を形成する潜在的な専有資産であると言える。そのため、市場による純資産の過小評価は、専有資産の過小評価を意味する。これまでのスクリーニングを前提とした上で PBR の低い企業ほど、ブラックボックス戦略による専有資産の保護に成功していると言える。

現時点の PBR が低いことは、1.3 で提示したブラックボックス戦略の定義に基づけばその戦略が効果を発揮していないように見受けられる。しかし、2.5 より、ブラックボックス戦略の本懐とは**中長期での競争優位の維持と、持続的な成長**である。したがって、この戦略による継続的な業績の向上が最終的な株式市場での評価に寄与することが我々の見解であり、潜在的な超過リターンを期待した上で市場から割り引かれている銘柄に投資することは投資戦略の観点からも有効である。

アナリストコンセンサス予想

「アナリストコンセンサス予想」とは、複数のアナリストが発表した企業の業績予想や目標株価を平均化した指標である。アナリストは株式の分析において対象企業にまつわる総合的な情報を扱う。その中には企業のビジネスモデルや競合他社、さらには経営資源に関する詳細な情報も含まれる。そして、アナリストはそのリサーチに際してあらゆる開示資料を網羅し、実地調査などを通じた緻密な情報収集を行う。そのため、アナリストにより企業の秘匿すべき競争優位や専有資産の情報が明るみになる可能性が考えられる。

しかし、第 3 スクリーニングにて評価したブラックボックス戦略の一環としての開示情報の複雑性は、アナリストによる対象企業の経営実態や経営資源の把握を効果的に阻害し、アナリストコンセンサス予想をミスリードすることが期待される。すなわち、アナリストコンセンサス予想と企業が公表した業績予想が近いほど、アナリストは企業の公開情報をそのまま信じていることを示し、企業の戦略に影響されていると考えられる。

本スクリーニングでは、アナリストコンセンサス予想と業績予想の差を決算短信の公表翌日以降に最初に公表されたアナリストコンセンサス予想の値から期初当期利益予想を控除し、その値を期首総資産額で除すことで求める。この値に基づき、アナリストが企業の公表情報をそのまま信じているかを評価する。

2.5.3 スコアリング

上述の評価指標それぞれについて、図表 2-15 の通りにスコアリングを実施する。売買代金回転率・累積異常リターン・時価簿価比率に関しては、5 分位でスコアリングし、値が小さい企業から順に 5～1 点で評価する。なお、アナリストコンセンサス予想については、フォローアナリストが存在せず、アナリストコンセンサス予想が公表されていない企業は既にアナリストからの関心を避けることができていると考えられるため、最もブラックボックス戦略が成功しているとみなした上でスコア 5 点を与える。他方で、アナリストコンセンサス予想が存在する企業に対しては、期初当期純利益予想とアナリストコンセンサス予想との差の絶対値を算出し、4 分位でのスコアリングの後に、その差が小さい順に 4～1 点で評価を行う。

図表 2-15 第 4 スクリーニングの評価指標

観点	評価指標	基準
既存の競争優位に対する ディスカウント	売買代金回転率 (流動性)	値が小さい企業から順に 5～1 点で評価する。
	累積異常リターン	値が小さい企業から順に 5～1 点で評価する。
潜在的な専有資産に対する ディスカウント	株価純資産倍率 (PBR)	値が小さい企業から順に 5～1 点で評価する。
	アナリストコンセンサス予想	値の小さい順に 4～1 点で評価する。 アナリストコンセンサス予想の公表されていない企業は 5 点として評価する

2.6 投資比率の決定

投資比率を決定するにあたり、本稿では合計投資額 500 万円の内、250 万円をポートフォリオ理論にならない、残りの 250 万円をスクリーニングの結果に応じてそれぞれ配分する。

まずポートフォリオ理論による配分については、ハリー・マーコウィッツの提唱する平均分散モデルに基づく最適ポートフォリオを構築し、シャープレシオが最大となる比率を投資比率として採用する。株価データには 2019 年 9 月から 2024 年 8 月の 5 年間の月次終値を用いる。

各リターンの導出は Fama-French の 3 ファクターモデル(以下、FF3 モデル)に基づいて行う。FF3 モデルは、任意の銘柄の無リスク金利に対する超過リターンを市場ポートフォリオの超過リターン、サイズファクター、バリュファクターの 3 つのファクターと誤差項で記述している線形モデルである。当該モデルを用いることにより、CAPM では説明することができない小型株効果やバリュー株効果といったアノマリーをリターンに反映させることができる。本稿では、FF3 モデルの式に当てはめた上で、各ファクターのリスクプレミアムを年率換算し、各銘柄の年率の期待リターンを導出している。

図表 2-16 FF3 モデルにおける α の推定

FF3 モデルにおける α の推定

$$\alpha = (R_i - R_f) - [\beta_i(R_M - R_f) + \beta_{SMB}SMB_i + \beta_{HML}HML_i]$$

R_i : 資産 i のリターン, R_f : リスクフリーレート, R_M : 市場ポートフォリオのリターン,
 SMB : 市場規模に関するリスクファクター, HML : 簿価時価比率に関するリスクファクター,
 $\beta_i \beta_{SMB} \beta_{HML}$: リスクファクターへの感応度

リスクについては、分散共分散行列(Σ)を用いて記述する。期待リターンと同様に FF3 モデルのパラメータを利用して分解する。そして、各銘柄のリターンを年率換算したものと分散共分散行列からファンドの期待リターン及び分散を算出する。

図表 2-17 FF3 モデルによるリスクの分解

FF3 モデルによるリスクの分解

$$\sum = \beta' \sum_{FF3} \beta + \sum_{\epsilon}$$

$$\sum_{FF3} = \begin{pmatrix} Var[R_M^e] & Cov[R_M^e, SMB] & Cov[R_M^e, HML] \\ Cov[SMB, R_M^e] & Var[SMB] & Cov[SMB, HML] \\ Cov[HML, R_M^e] & Cov[HML, SMB] & Var[HML] \end{pmatrix}$$

$$\beta = \begin{pmatrix} \beta_1^M & \dots & \beta_{19}^M \\ \beta_1^{SMB} & \dots & \beta_{19}^{SMB} \\ \beta_1^{HML} & \dots & \beta_{19}^{HML} \end{pmatrix} \quad \sum_{\epsilon} = \begin{pmatrix} [Var[\epsilon_1] & \dots & 0 \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & \dots & Var[Var_{19}] \end{pmatrix}$$

β' : β の転置行列, R_M^e : 市場ポートフォリオの超過リターン

図表 2-18 ポートフォリオの期待リターンと分散

ポートフォリオの期待リターンと分散

$$\mu_p = w_i \mu_i + \dots + w_N \mu_N$$

$$\sigma_p^2 = \sum_i w_i^2 \sigma_{i,i} + \sum_{i>j} w_i w_j \sigma_{i,j}$$

μ_p : ポートフォリオの期待リターン, w_i : 銘柄 i の保有比率, μ_i : 銘柄 i の期待リターン
 σ_p^2 : ポートフォリオの分散, $\sigma_{i,j}$: 銘柄 i と銘柄 j のリターンの共分散

こうして算出された値や行列から、期待リターンを所与としたとき、最もリスクが小さいものの集合である平均分散フロンティアを描画し、接点ポートフォリオの点を各銘柄の投資配分とする。

その結果、接点ポートフォリオの点では一部の企業のみ投資するポートフォリオとなる。一般に、ある企業よりもリターンが高く、かつリスクの低い企業が存在する場合、効率的フロンティア上のポートフォリオでは配分が 0 となってしまう企業が存在してしまう。しかしながら、本稿におけるスクリーニングを全て通過している 19 社はいずれも自社の競争優位とその源泉である専有資産をブラックボックス戦略により保護することで、中長期的に業績を向上させるポテンシャルを十分に有した企業であるため、全銘柄に余すことなく投資することが望ましい。また、上述の各モデルはその性質上、短期的な市場のミスプライスを結果として誘発するブラックボックス戦略の本質を捉えることは出来ない。したがって、ポートフォリオ理論による配分は妥当ではなく、本稿の投資テーマを十分に考慮して、全スクリーニング結果による投資金額の配分を行う。

スクリーニングの結果による配分を行うにあたり、第 1 から第 4 スクリーニングまでの各スコアを合計した「BB スコア(100 点満点)」を算出する。その上で、各銘柄の BB スコアを投資銘柄 19 社の BB スコアの合計で除した後、100 を掛けることで投資比率を決定する。最終的な投資比率は図表 2-19 に示す通りである。

図表 2-19 BB ファンド構成銘柄および投資比率

企業名	SC- I (20 点)	SC- II (30 点)	SC- III (30 点)	SC- IV (20 点)	BB Score (100 点)	投資比率
メタルアート	13	24	26	19	82	6.01%
クレステック	10	28	26	17	81	5.93%
カナレ電気	13	21	26	19	79	5.79%
高砂熱学工業	14	24	26	15	79	5.79%
三谷商事	12	24	24	17	77	5.64%
ナカポーテック	14	19	28	16	77	5.64%
栄電子	14	15	26	16	71	5.20%
フライングガーデン	14	17	24	15	70	5.13%

SEC カーボン	13	15	24	18	70	5.13%
富士古河 E&C	10	21	24	15	70	5.13%
宮地エンジニアリンググループ	13	16	24	17	70	5.13%
AMG ホールディングス	14	15	24	16	69	5.05%
イワプチ	13	15	22	19	69	5.05%
酒井重工業	11	20	22	15	68	4.98%
ミサワ	14	15	24	15	68	4.98%
ジャパンエンジン Corp.	13	15	24	16	68	4.98%
モリタホールディングス	11	15	24	17	67	4.91%
アプライド	11	15	24	17	67	4.91%
エスリード	9	15	22	17	63	4.62%

3. 投資家へのアピール

3.1 リスク・リターン分析

1.3 では、日本企業は現行の積極的な情報開示の潮流に無闇に従うのではなく、戦略的な情報開示の最適化により専有資産を保護することで業界内での競争優位を確立し、結果として企業価値を高めることができるとの仮説を立てている。この仮説が正しいのか検証するためにリスク・リターン分析に関する実証分析を行い、いかに BB ファンドが経済的リターンをもたらすのかを検証する。

3.1.1 リスク・リターン分析

リスク・リターン分析を通じて投資パフォーマンスを測定することで、本稿におけるスクリーニングの正当性や BB ファンドが投資家に対して投資を促すことができるかについて検証する。

図表 3-1 累積リターンの推移 (%) とパフォーマンス指標の比較



評価指標	BB ファンド	TOPIX
累積リターン (%)	26.48	18.11
日率平均リターン (%、年率)	30.24	21.37
リスク (年率)	23.48	22.89
ダウンサイドリスク (年率)	19.19	17.70
VaR (95%)	-1.62	-1.53
シャープレシオ (年率)	1.29	0.93
ソルティノレシオ (年率)	1.58	1.20

Bloomberg Terminal より筆者作成

運用結果を比較するにあたり、ベンチマークとしては TOPIX を採用している。

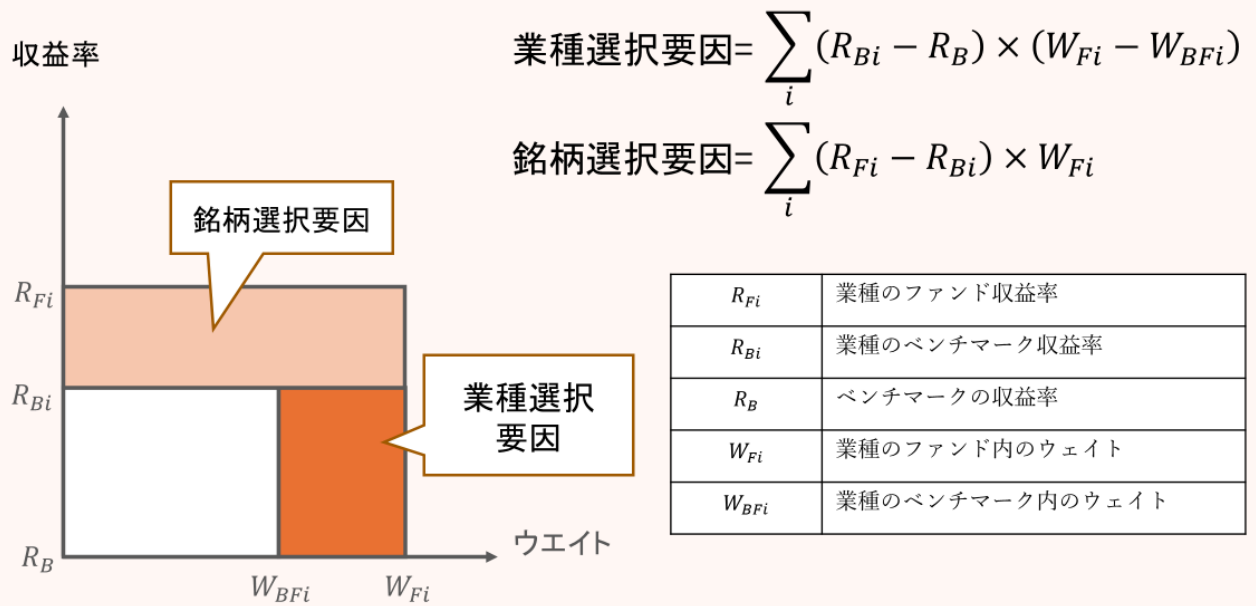
まず、累積リターンは BB ファンドがベンチマークを上回る結果を示している(図表 3-1)。これはブラックボックス戦略を実践できている企業が競争優位を確立し続けていることで、戦略的な情報開示の制限による市場からのディスカウントをも跳ね除けた業績の成長によりめざましいリターンをもたらしたことを示している。また、リスクやダウンサイドリスク、VaR の値も累積リターンと同様に、BB ファンドが TOPIX よりも高い値を示しており、ハイリスク・ハイリターンの投資であると言える。ブラックボックス戦略によって、株価のディスカウントが誘発されることで、一時的なダウンサイドリスクの高まりが考えられるが、ブラックボックス企業であれば、それを上回るリターンをもたらすことが十分に可能である。のいくら情報開示の最適化を行っていてもリスクが高くなるのは必然であると考えられる。

ハイリスク・ハイリターンの投資である以上、リターンとリスクを比較した上で、本当に BB ファンドに投資すべきかを判断する必要がある。そこで、リスク 1 単位あたりの超過リターンを計測し、リスクに対し適正なリターンを得ることができるのかを確認するべく、シャープレシオの比較を行う。図表 3-1 より、シャープレシオは BB ファンドが高くなっていることから、投資効率性の側面からも魅力的なファンドと言える。しかし、シャープレシオは上昇局面の変動も下落局面の変動もリスクとして捉えてしまうという特性を持っている。投資家はリターンがマイナスになることをリスクと認識することから、下落局面の変動のみをリスクとして捉えるソルティノレシオを用いた比較も行う。ソルティノレシオはシャープレシオと同様に、BB ファンドがベンチマークより高い値を示している。すなわち、BB ファンドは下落局面におけるリスクは小さく、投資家が捉えるリスクに対してより高いリターンが期待できる。加えて、TOPIX よりも BB ファンドの方がシャープレシオとソルティノレシオが高くなっている。この結果は、本稿が構築する 4 段階のスクリーニングの有意性を裏付けている。つまり、ブラックボックス戦略を取り入れ実践していれば、より高い経済的便益を得ることが可能となるのである。

ここまでの様々なパフォーマンス指標はいずれも、BB ファンドがベンチマークと比較してパフォーマンスが高く魅力的であることに加えて、各スクリーニングが正当であることを証明している。しかし、パフォーマンス指標の比較だけでは、なぜ BB ファンドがベンチマークに比べて超過リターンを得ることができたのかを明らかにできない。そこで、パフォーマンス要因分析を行うことで更に詳細な分析を行う。

国内株式ファンドでは、業種選択及び銘柄選択の決定がパフォーマンスに大きく影響を与えることになる。そこで、Bloomberg Terminal を用いて、TOPIX に対する超過リターンを業種選択による要因(業種選択要因)と銘柄選択による要因(銘柄選択要因)に分解する。要因分析の手法については図表 3-2、結果は図表 3-3 に示す通りである。

図表 3-2 ブリンソン-ファクターモデルによる超過リターンの分解



CFA Institute より筆者作成

図表 3-3 パフォーマンス要因分析の結果

東証業種分類	業種選択要因	銘柄選択要因	東証業種分類	業種選択要因	銘柄選択要因
水産・農林	+0.01%	+0.01%	精密機器	-0.14%	0.00%
鉱業	+0.03%	0.00%	その他製品	+0.36%	-2.47%
建設	+0.62%	+3.40%	電気・ガス	-0.02%	0.00%
食料品	+0.31%	0.00%	陸運	0.00%	0.00%
繊維製品	+0.04%	0.00%	海運	0.00%	0.00%
パルプ・紙	+0.03%	0.00%	空運	0.00%	0.00%
化学	+0.20%	0.00%	倉庫・輸送関連	0.00%	0.00%
医薬品	+0.03%	0.00%	情報・通信	0.00%	0.00%
石油・石炭製品	-0.15%	0.00%	卸売業	-0.18%	-1.67%
ゴム製品	+0.07%	0.00%	小売	-0.23%	+0.26%
ガラス・土器製品	-0.12%	-0.52%	銀行	-0.27%	0.00%
鉄鋼	-0.77%	-0.43%	証券・先物取引	-0.10%	0.00%
非鉄金属	+0.69%	-1.29%	保険	-0.11%	0.00%
金属製品	-0.52%	+2.95%	その他金融	-0.11%	0.00%
機械	+0.07%	-0.69%	不動産	+0.75%	+1.20%
電気機器	-0.85%	0.00%	サービス業	+0.04%	0.00%
輸送用機器	-1.09%	+9.03%	合計	-1.41%	+9.78%

Bloomberg Terminal より筆者作成

BB ファンドの超過リターン+8.37%の内訳は、業種選択要因が-1.41%、銘柄選択要因が+9.78%ということから、超過リターンの大部分は銘柄選択要因によるものであるということが分かる(図表 3-3)。では、業種選択要因、銘柄選択要因の値はそれぞれどういった影響によるものなのか詳細に分析する。まず、業種選択要因-1.41%の内訳をみると不動産+0.75%、非鉄金属+0.69%、建設+0.62%という順で超過リターンに寄与している。中でも、不

動産と非鉄金属については TOPIX に比べて大きなウェイトを置いている。しかし、輸送用機器-1.09%や電気機器-0.85%の順に負の値を取る業種が複数あることが響き、結果的にマイナスになった。

続いて、銘柄選択要因を見てみると、全体として+9.78%となっているが、内訳は輸送用機器が+9.03%と非常に高く、次点で建設+3.40%の値を示している。累積リターンを比較すると、TOPIX に比べて特に輸送用機器が+81.43%、次点で建設が+25.15%とこれらの業種が大きな超過リターンを生み出しており、これはジャパンエンジンコーポレーションなどの比較的企業規模の小さい銘柄による牽引が考えられる。この結果から、BB ファンドを蘇生する銘柄 15 社は同業種の中でもブラックボックス戦略を通じた高パフォーマンスを実現することができており、本稿におけるスクリーニングが有効であったことが考えられる。


3.2 ブラックボックス戦略の実践に関する考察

BB ファンドが高パフォーマンスを実現できている背景には銘柄選択要因が大きく寄与している。ブラックボックス企業は戦略的な情報開示の最適化を行い、競争優位を確立し、企業価値を高めているはずである。この情報開示戦略を明らかにすることによって、企業がどのように自社の情報を守りつつ企業価値を向上させているのかが分かる。よって 3.2 では、ブラックボックス企業として選出した企業が実際に行っているブラックボックス戦略について定性的に分析を行っていく。

3.2.1 ファンド構成銘柄によるブラックボックス戦略と競争優位に関する分析

選定企業と仮説との整合性、およびテーマ設定の妥当性を示すため、フィールドワークについて記載する。本稿では、現行制度に基づく必要最低限の情報開示を行いつつも、制度開示および任意開示の双方において戦略的に情報を制限することで競争優位を維持している企業を選定している。そのため、19 社に問い合わせを行ったが、実際に企業インタビューを実施できたケースは少なかった。その中でも、対面での企業訪問にご協力いただいたミサワに関して、詳細なヒアリング内容を図表 3-4 に記す。

図表 3-4 企業インタビューの結果

株式会社ミサワ【対面】	
日時	12月27日(金)
ご担当者様	取締役 管理本部長 鈴木様
訪問者	浅川・安藤・時崎・山崎
	
1. 情報開示増加による懸念点	
<p>有価証券報告書の開示条件が増加することで、企業には次のような課題が生じる。第一に、作業量の増加に伴いコストが膨らむ点である。特に、開示内容が複雑化するほど専門知識が求められ、適切な人材の確保が難しくなる。さらに、ミサワは自社ブランド(unico)の根幹となる情報が競合他社に有益となる可能性を考慮し、その開示を行わないという戦略を採っている。</p>	
2. 業績予想の修正について	
<p>業績予想の修正は、東証が定める「売り上げ 10%、利益 30%」のルールに基づき行われている。企業は毎月シミュレーションを行い、現状の予想と実績との差異を分析している。決算日までに開示する目標に合わせて、戦略的な調整を実施している点が特徴である。</p>	
3. 非財務情報に関する開示戦略について	
<p>公開している非財務情報については、他社との比較を踏まえ、最低限の情報開示に留めることを重視している。一方で、時価総額が大きい企業は、透明性が求められるため、自社の強みとなる部分を公開せざるを得ない場合もあると考えられる。</p> <p>他方、同社が他企業の開示情報を参考に記載内容や方法を模倣することもある。たとえば、女性管理職の割合といった人事情報やコーポレートガバナンスに関連する項目では、他企業の記載を参考にすることが多い。</p>	

4.投資家へ自社の強みは伝わっていると思うか

ミサワは自社の強みは十分に伝わっていないと考えている。一般的に、時価総額が 100 億円以上の企業でなければ、機関投資家からのインタビューを受ける機会が少なく、詳細な情報を公開する場もほとんどない。この状況を逆手に取り、中小企業は専有資産や機密性の高い情報について、公開の意義が低いと判断し、情報開示を抑える戦略を取ることが可能となっている。

図表 3-5 BB ファンド構成銘柄

株式会社メタルアート				
TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
5644	鉄鋼	82	6.01%	300,366 円
<p>鍛造から機械加工完成品までの一貫生産体制を持ち、ロス削減、リードタイム短縮、低コストを実現することで、競争力の高い製品を提供している。創業以来の技術力と革新的なものづくりへの挑戦により、国際競争力を持つ価値提案を行う鍛造業のリーディングカンパニーである。一方で、統合報告書の非公開や CSR 活動、サステナビリティ情報の開示を限定的にするなどブラックボックス戦略をとっている。</p>				

クレストック株式会社				
TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
7812	その他製品	81	5.93%	296,703 円
<p>テクニカルドキュメンテーションを基盤に、マーケットリサーチからアフターマーケット支援までを一貫提供するワンストップ体制が強みだ。高品質なサービスと多言語対応の専門性を発揮し、新事業領域への挑戦を通じて持続的成長と顧客基盤の拡充に努めている。情報開示は決算短信や有価証券報告書が中心であり、統合報告書をはじめとするリスク管理体制や内部統制などの非財務情報を公開せず情報を管理できている。</p>				

カナレ電気株式会社				
TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
5819	非鉄金属	79	5.79%	289,377 円
<p>音響ケーブルやノイズ問題の解決に取り組み、事業を音響から映像、デジタルテクノロジーへと広げ、ケーブルやコネクタの分野でトップブランドを確立した。情報開示状況は、法定開示に加えて適時開示により役員人事や配当に関する情報が不定期に公開されているのみで、統合報告書などの定期的な企業情報の開示は行われておらず、情報開示は最小限に抑え、徹底した秘匿を図っている。</p>				

高砂熱学工業株式会社				
TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
1969	建設業	79	5.79%	289,377 円
<p>空調設備事業を基盤とした高度な技術力と豊富なノウハウを強みに、省エネルギーや環境配慮型の技術を提供することで他社との差別化を図っている。また、環境エンジニアリングを活用して脱炭素社会の実現に貢献するとともに、一貫したサービス提供力で多様な顧客ニーズに応え、安定した需要を確保している。決算説明会での質疑応答では具体的な言及を避けるなど情報の公開を慎重に行っている。</p>				

三谷商事株式会社

TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
8066	卸売業	77	5.64%	282,051 円

化学、機械、エネルギー、繊維、情報通信など多岐にわたる事業を展開しており、技術開発に強みを持ち、独自の製品や技術を市場に提供している。また、非財務情報の公開を抑え、さらに決算報告会が報道機関向けの 1 回しか開催しておらず、競合他社は詳細な経営戦略やリスク管理に関する深い情報は得られないように工夫されている。

株式会社ナカボーテック

TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
1787	建設業	77	5.64%	282,051 円

専有資産として電気防食技術に特化し、ライフラインや海洋構造物の維持・延命化を支える技術力がある。この専門性により、他社と差別化され、安全な社会基盤の維持に貢献している。また、法廷開示を軸とした情報開示で統合報告書などにかかれる競争優位関連の情報は公開していない。

株式会社栄電子

TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
7567	卸売業	71	5.20%	260,073 円

エレクトロニクス技術の進歩に貢献し産業発展に尽力してきた過去から、情報ネットワークを活用した商流やエレクトロニック・コマースに注力している。情報開示に関して、同社の HP にアクセスすると適時開示を中心としたブラックボックス戦略だとわかる。

株式会社フライングガーデン

TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
3317	小売業	70	5.13%	256,410 円

看板メニューを軸に顧客からの人気を得て、地域密着型の経営をおこない長期的な安定性を確保している。本当の商品は「真心・おもてなしの心」であるというトップメッセージを筆頭に顧客とのかかわりを一番に考えている。情報開示は、株主総会や株主優待など株主への情報開示は網羅している一方で、統合報告書やアニュアルレポートなどは出しておらず財務データも非財務データも詳細には公開しない企業方針をとっている。

SEC カーボン株式会社(SEC CARBON, LIMITED)

TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
5304	ガラス・土石製品	70	5.13%	256,410 円

炭素の可能性を追求し、炭素専門メーカーとして炭素製品の生産を手掛け、カーボンテクノロジーの進化を牽引しつつ、品質向上・研究開発強化・人材育成・内部統制の確立に積極的に取り組み、業界内外での存在感を高めることを目標に活動している。決算説明会は開催せず、年間を通じて決算説明資料が一度のみ開示されているが、その内容の約 7 割は法定開示の内容と重複しており、競合他社に有用な情報は公開していない。

富士古河 E&C 株式会社

TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
1775	建設業	70	5.13%	256,410 円

2009 年に 3 社が統合して設立されたメーカー系総合設備企業として、電気設備、空調設備、エネルギーソリューション、環境改善などの分野において、高い技術力を有し、DX を含む製造現場の最適化を実現している。これにより、社会インフラの整備や環境への貢献を通じて、持続可能な社会の実現に寄与している。任意開示も行われているが、法定開示の内容と重複しており、重要な情報は保護されている。

宮地エンジニアリンググループ株式会社

TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
3431	金属製品	70	5.13%	256,410 円

鉄構造物や橋梁の設計・施工・補修を一貫して行い、特に大型構造物で高い信頼を得ている。また、豊富な仮設機材を活用し、柔軟かつ効率的な対応が可能であることを強みとしている。同社は株主・機関投資家から情報開示が不十分と指摘されており、情報開示量を制限している姿勢が窺える。

AMG ホールディングス

TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
8891	不動産業	69	5.05%	252,747 円

商業施設や住宅不動産開発など多岐にわたる事業を展開し、安定した収益基盤を築きながら「協働共生」のポリシーでさらなる収益拡大を目指している。情報開示においては適時開示情報や自己株式の取得状況に関する情報が中心であり、非財務情報の統合報告書などはあまり公開していない。さらに、コーポレートガバナンスの記載も少なく、ESG の記載も見当たらず、情報管理を徹底している。

イワブチ株式会社

TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
5983	金属製品	69	5.05%	252,747 円

70 年以上の実績と専門性を基盤に、独自の技術開発力と高品質な製品提供で業界内での競争優位を確立している。さらに、全国展開による地域密着型の迅速なサービスを通じて顧客との信頼を強化し、社会インフラを支える事業で安定した需要と社会的意義を兼ね備えた差別化戦略を展開している。また、情報開示を最小限に抑える方針を徹底し、統合報告書や決算説明会の実施、ESG やコーポレートガバナンスの詳細記載を控えている。

酒井重工業株式会社

TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
6358	機械	68	4.98%	249,084 円

国産初のロードローラ開発を起点とする約 100 年の歴史を持ち、締固め技術と次世代技術を融合させた製品開発を強みとし競争優位を築いている。また、豊富な実績と高い信用力により国内外で高いマーケットシェアを維持し、安定した事業展開を実現している。情報開示においては、ESG 情報の開示を限定に公開し、具体的な数値目標や取り組みも具体的には明示していない。また、決算説明会は決算説明動画配信のみであり同社の専有資産の保護に努めている。

株式会社ミサワ

TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
3169	小売業	68	4.98%	249,084 円

ライフスタイルショップ「unico」を中心に、独自デザインの家具・雑貨を企画販売することで競争優位を築いている。迅速な生産体制とコスト削減を実現し、全国規模の店舗網を活かして多様な顧客ニーズに対応している。統合報告書などの非財務情報や ESG 関連の開示を控え、企業の専有資産の保護に努めている。

株式会社ジャパンエンジンコーポレーション

TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
6016	輸送用機器	68	4.98%	249,084 円

大型船舶用エンジンの開発、設計、製造、販売、アフターサービス及び日本で唯一のライセンス業務を一貫して行っており、競争優位を確立している。また、決算説明会や投資家向け資料の提供を限定し、経営戦略や業績に関する情報の開示を抑制することで、競争優位の維持を図っていると考えられる。経営の意思決定過程やリスク管理、ならびにコーポレートガバナンスに関する情報の外部への開示を制限している。

株式会社モリタホールディングス

TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
6455	輸送用機器	67	4.91%	249,084 円

日本初のガソリン・エンジン付き消防ポンプの開発をはじめ、災害対応分野で他社に対する競争優位を築いてきた。また、リサイクル施設や環境車両の開発を通じて、多角的な事業展開と環境市場での競争力を強化し、明確な企業理念が競争差別化を図っている。また、統合報告書をはじめ、決算補足説明資料作成、決算説明会の開催が無く、外部への非財務情報の開示を抑えている。

アプライド株式会社

TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
3020	小売業	67	4.91%	249,084 円

IT を活用した多様な事業展開と、顧客ニーズに応える幅広い製品ラインナップを軸に競争優位を築いている。また、社員の成長を促す企業文化や研修制度を通じ、組織全体の活性化を図り、時代の変化に対応した持続的な成長を実現している。情報開示は業績報告や会社概要に限られており、統合報告書や ESG に関連する詳細な情報は開示せず企業として情報を管理できている。

エスリード株式会社

TS	業種	BB Score	投資比率	投資金額
8877	不動産業	63	4.91%	249,084 円

エスリード株式会社は、マンション分譲事業を中心に多角的な事業展開を行う総合不動産会社である。同社は、厳選された用地取得と優れた商品企画力、用地取得からアフターサービスまでの一貫体制、そして安定した業績と強固な財務基盤を強みとしている。財務データや株主への情報は十分に開示している。その一方で非財務情報の統合報告書や決算短信説明会の開催などは無く、競争優位につながる情報は出ていない。

3.1 における BB ファンドの高いパフォーマンス結果が得られた要因として、各企業が保有する専有資産が競争優位の形成に寄与し、さらに各企業のブラックボックス戦略によってこれらの専有資産が効果的に保護されている点が挙げられる。株式会社ミサワでのヒアリングで、企業規模が小さいからこそブラックボックス戦略をとれているとの言及があったが、BB ファンドには企業規模が大きい会社も含まれており、企業規模に関わらず、ブラックボックス戦略が実施できると言える。

企業規模が小さい企業の例として、BB スコアが最も高い**メタルアート**に注目する。同社は製品の詳細を紹介しているものの、品質向上に寄与している生産設備やその稼働状況については具体的な情報を公開せず、専有資産の保護に努めている。他にも、**フライングガーデン**や**クレストック**なども企業の方向性や理念を公開している一方で、独自のサービス体系や人材教育、ビジネスモデルといった専有資産となる情報は秘匿している。

企業規模の大きい企業の例としては、**高砂熱学工業**は上述のような取り組みに加えて、法定開示以上の情報を公開しない限定的な情報開示のスタンスを取っており、最低限公開すべき情報と秘匿する情報の戦略的な取捨選択を行っている。**三谷商事**では企業外部の第三者に専有資産の情報が露呈しないよう決算報告会を年に一度の限定的な形に留めており、情報公開の場を減らすというブラックボックス戦略が取られている。**エスリード**でも、統合報告書などの任意開示資料を公開しないことで、自社の企業価値向上の手立てを隠している。

このように、比較的規模の大きい企業であっても、制度的要請の範囲内で必要最低限の情報開示を行いつつ、ブラックボックス戦略を採用することは可能である。したがって、企業はその企業規模に依らず、**公開すべき情報と秘匿すべき情報を最適に調整することで、専有資産の模倣を防ぎ、自社の競争優位を維持することが可能**である。BB ファンドのベンチマークに対する優位性は、ブラックボックス戦略のポジティブな影響がもたらした結果である。

3.2.2 競争優位の獲得に関する実証分析

3.1 では、運用期間における BB ファンドのパフォーマンスの優位性が示されたが、実際にブラックボックス戦略を実践することは企業の競争優位の確立と業績の向上にどれほど寄与するのかについて、重回帰分析により明らかにする。

被説明変数には、競争優位の結果として顕現する収益性を表した ROA を置く。2.5 より、ブラックボックス戦略による企業業績への影響には一定の遅効性があると考えられるため、t+1 期(2023 年 9 月期決算から 2024 年 8 月期決算)の値を用いる。ブラックボックス戦略の実践それ自体が企業業績に与えるポジティブな影響を検証すべく、説明変数には Condition スクリーニングの合計点数(CONDITION)、Control スクリーニングの合計点数(CONTROL)、Complexity スクリーニングの合計点数(COMPLEXITY)、売上高の自然対数、負債比率の自然対数を用いる。サンプルサイズは Complexity スクリーニングを通過している 69 社とし、実行する重回帰分析の結果を図表 3-6 に示す。

図表 3-6 回帰分析の推定式及び推定結果

変数	係数	t 値	p 値
切片	0.253	3.163	0.002
CONDITION	0.320	4.000	<0.001
CONTROL	0.220	2.750	0.008
COMPLEXITY	0.225	2.807	0.007
売上高	0.511	6.388	<0.001
負債比率	0.187	2.340	0.020
修正済決定係数		0.629	

CONDITION、CONTROL、COMPLEXITY がそれぞれ 1%水準で有意な値となっていることから、本稿で実施しているスクリーニング結果は十分な統計的信頼性のもとに有効であり、ブラックボックス戦略が競争優位の結果としての収益性にポジティブな影響を与えていると言える(図表 3-6)。この結果は、1.3 における「**戦略的な情報開示の最適化により専有資産を保護することで業界内での競争優位を確立し、結果として企業価値を高めることができる**」という本稿の主張を裏付けている。

3.2.3 ブラックボックス戦略の実践による企業価値向上に関する実証分析

3.2.1 では、BB ファンド構成銘柄の個別事例を踏まえ、いかなる企業規模であろうともブラックボックス戦略の実践が可能であるという見解を示した。そして、3.2.2 における重回帰分析の結果からは、ブラックボックス戦略の実践と企業業績の向上には相関があることも確認された。これらの議論を踏まえ、現時点でブラックボックス企業ではない企業がブラックボックス戦略を実践する場合に、その企業価値は具体的にどれほど増大するのかについて、企業価値評価におけるディスカウントキャッシュフロー法(以下、DCF 法)を参考に、独自のシミュレーションモデルを構築し、検証をおこなう。

本分析の対象企業には BB Score が最も高いメタルアートと同業種かつ、その業種内で最も時価総額が大きい株式会社アイシンを採用する。まず、図表 3-7 に示す前提に基づき、2023 年度を基準としてアイシンの今後 5 年間の業績予測モデルを構築する(図表 3-8)。そして、DCF 法による企業価値算定を行うべく、業績予測の値からアイシンのフリーキャッシュフロー(以下、FCF)を算出する(図表 3-9)。こうして導出された FCF を計算基礎として、アイシンの現時点での株価と、仮にブラックボックス戦略を実践した場合における理論株価の比較を行なう。

図表 3-7 業績予測と企業価値算定方法に関する前提

項目	前提
売上高	自動車部品市場の 2024 年から 2028 年にかけての年平均成長率を適用する
売上原価率/販管費率	過去 5 年間(2019 年度から 2023 年度)の売上高比率の平均を適用する
減価償却費	過去 5 年間(2019 年度から 2023 年度)の有形・無形固定資産の平均償却率を算出。期首の有形・無形固定資産に乗じることで期末の償却費を算出する
設備投資費	2024 年度と 2025 年度は会社予測を適用。2026 年度以降は横ばいとする
余剰現預金	現金及び現金同等物から必要手許現預金(売上高の 5%)を差し引く
売上債権/棚卸資産/仕入債務	過去 5 年間(2019 年度から 2023 年度)の平均回転率を算出。売上債権は売上高に乗じて算出、棚卸資産と仕入債務は売上原価に乗じて算出する
有形・無形固定資産	会社の設備投資費を振り分け、前期末の減価償却費を差し引くことで算出
持分法投資	2023 年度の数値を横ばいとする
非支配株主持分	2023 年度の数値を横ばいとする
WACC	インプライド…8.69%、アイシン公表値 6.30%、BB プレミアム加算後 9.57%
TGR	1.74%…地域別の予測 GDP 成長率と地域別海外売上高の加重平均
BB スコア	アイシン：60 点(I：14、II：15、III：18、IV：13)

図表 3-8 株式会社アイシンの業績予測モデル

(百万円)	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度
P/L 項目						
売上高	4,909,557	5,243,407	5,599,959	5,980,756	6,387,447	6,821,794
売上原価	4,358,900	4,683,351	5,001,819	5,341,943	5,705,195	6,093,148
売上原価率	88.78%	89.32%	89.32%	89.32%	89.32%	89.32%
販管費率	407,260	408,121	435,874	465,513	497,168	530,975
営業利益	8.30%	7.78%	7.78%	7.78%	7.78%	7.78%
営業利益率	143,397	151,935	162,266	173,300	185,085	197,670
B/S 項目						
余剰現金	245,478	262,170	279,998	299,038	319,372	341,090
売上債権	705,193	824,081	880,119	939,967	1,003,885	1,072,149
棚卸資産	536,600	598,337	639,024	682,478	728,886	778,450
仕入債務	514,125	614,542	656,330	700,961	748,626	799,533

固定資産	1,593,947	1,579,647	1,579,614	1,569,805	1,560,003	1,551,875
持分法投資	514,125	614,542	656,330	700,961	748,626	799,533
非支配持分	266,192	266,192	266,192	266,192	266,192	266,192
CF/S 項目						
減価償却費	274,300	260,000	269,776	269,770	268,095	266,421
設備投資費	230,033	260,000	259,967	259,967	259,967	259,967

図表 3-9 フリーキャッシュフローの導出過程および結果

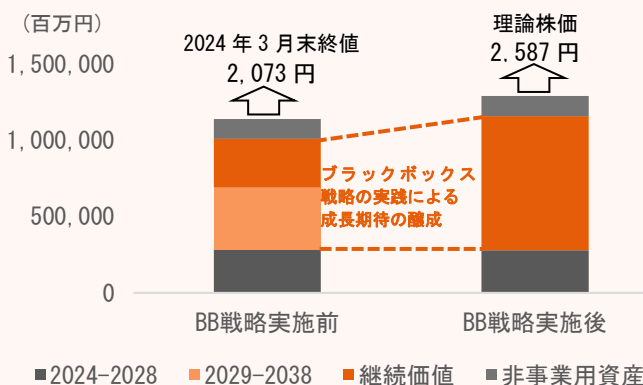
(百万円)	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度
営業利益	143,397	151,935	162,266	173,300	185,085	197,670
実効税率	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%
税引後営業利益	100,278	106,248	113,473	121,189	129,430	138,231
減価償却費	274,300	260,000	269,776	269,770	268,095	266,421
設備投資費	230,033	260,000	259,967	259,967	259,967	259,967
Δ正味運転資本	-33,702	80,209	54,936	58,671	62,661	66,922
フリーキャッシュフロー	178,247	26,039	68,346	72,320	74,897	77,763

ブラックボックス戦略実施前の理論株価については、多段階成長モデルを用いて算出する。割引率は、インプライド手法によって測定された加重平均資本コスト(以下、WACC)を適用する。導出過程においては、基準日時点でのアイシンの情報開示戦略に基づき、長期的な競争優位の維持を期待できない点を考慮して、予測期間の 2024 年度から 2028 年度以降の 10 年間については一定の成長率 1.7%を適用し、その後の期間は成長率をゼロと仮定する。

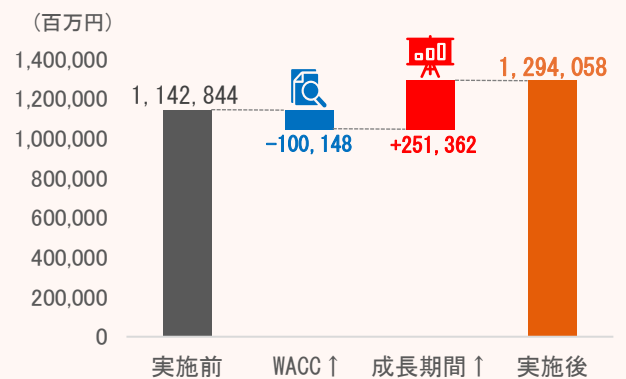
ブラックボックス戦略実施後の理論株価のシミュレーションについては、競争優位の確立による中長期的な成長期待を反映し、永久成長モデルを用いる。割引率については、インプライド WACC を基準に、アイシンの公表する WACC6.3%と同社の BB スコアを加味したプレミアムを加算することで、ブラックボックス戦略に伴う追加的なリスク分を考慮した値を求める。

その結果、ブラックボックス戦略を実践した 2024 年 3 月末のアイシンの理論株価は 2,587 円となり、同日終値(2,073 円)をベースに 24.8%上昇することがシミュレーション結果より示された(図表 3-10)。この結果は、**ブラックボックス戦略により競争優位と専有資産の保護に努めることで、資本コストの増加を上回る中長期での成長性の獲得が可能である**ことを証明している(図表 3-11)。したがって、ブラックボックス戦略は情報開示しないことによるリスクを上回る形で、競争優位を高め、継続的な企業の成長を実現する有効な経営戦略であると言える。

図表 3-10 企業価値・株主価値の向上



図表 3-11 企業価値の増加プロセス



4. おわりに

現代の日本においては、情報開示の拡充が積極的に推進されており、企業と投資家との対話を促進するための施策が数多く実施されてきた。そのような中で、我々が今回注目した「ブラックボックス企業」とは、一般的に見られる情報開示の拡充と対照的な戦略を採っている企業であり、表面的には投資家の信頼を得ることが難しいように思える。本稿で作成した BB ファンドは、企業価値の向上と競争優位の維持を両立させる革新的なアプローチであると同時に、戦略的な情報開示の最適化により専有資産が効果的に保護されていることから、競争優位を確立しており、実際に堅実なパフォーマンスを示している。この結果は、現在推進されている情報開示の拡充が必ずしも最適であるとは限らないことを示唆しており、このレポートを通して我々は情報開示に関する従来の常識に対して一石を投じる可能性があるかと期待している。

私たちは、テーマ設定から始めた半年間にわたるストックリーグへの取組みにおいて、いくつもの困難を経験し、そこから多くの学びを得ることができた。その中でも特に困難であったのは、スクリーニング方法の決定である。本稿においてブラックボックス企業を選定するにあたり、さまざまな指標を用いてスクリーニングを行う必要があった。しかし、ブラックボックス企業は情報開示を戦略的に最適化しているため、私たちが入手可能な情報には制約があった。このような限られたリソースの中で最適なスクリーニング方法を策定することは容易ではなかったが、メンバー間で活発な議論を重ね、最終的に完成に至ることができた。この経験を通じて、独自性のある研究を行うことの困難さと、困難に直面しても最後までやり抜くことの重要性を深く学ぶことができた。また、ストックリーグを通じて、「仲間と協力してやり遂げる力」を身につけることができた。グループワークでは意見の相違や課題の分担といった困難に直面する場面もあったが、協力し合いながら目標を達成することができた。この経験を今後の大学生活や将来の社会人生活に活かし、さらに成長していきたいと考えている。

最後に、今回のレポートを執筆するにあたって、熱心にご指導していただいた石田先生、先輩方、同期に心より感謝いたします。また、お忙しい中インタビューにご協力いただいた、ミサワ株式会社様、宮地エンジニアリング株式会社様にこの場を借りて深くお礼申し上げます。そして、このような大変貴重な機会を設けてくださった日本経済新聞社様、野村ホールディングス様にも大変感謝申し上げます。

5. 参考文献

- Barney, J. B. [1991] "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage" *Journal of Management*, 17 (1), 99-120.
- Barney, J. B. [2002] "Gaining and sustaining competitive advantage" *Prentice Hall*.
- Jones, J [1991] "Earnings Management During Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, 29, 193-228.
- Kasznik R [1999] "On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management." *Journal of Accounting Research*, 37(1), 57-81.
- Patricia M. Dechow, Richard G. Sloan, Amy P. Sweeney [1995] "Detecting Earnings Management" *The Accounting Review*, 70, 193-225.
- Ishida S, Iwasaki K [2024] "Budgetary Participation and Top Managers' Earnings Forecasts" *Journal of Management Accounting Research*, forthcoming.
- Iwasaki T, Kitagawa N, Shuto A [2023] "Managerial discretion over initial earnings forecasts" *Pacific-Basin Finance Journal*, 77, 101892.
- 相澤鈴之助 [2016] 「戦略的ポジショニングが競争優位をもたらす要因の検討」『JASM 経営戦略研究』, 16, 31-43
- 安珠希・金川一夫 [2017] 「2016 年 No.6 会計利益操作と会計発生高モデルに関する一考察」『九州産業大学 産業経営研究所基礎研究部研究プロジェクト ディスカッションペーパー』

- 岡田正〔2003〕「企業戦略論－競争優位の構築と持続－」ダイヤモンド社, 115-119
- 企業価値レポート・ラボ〔2024〕「日本の持続的成長を支える統合報告書の動向 2023」https://www.edge-intl.co.jp/wp-content/themes/edge-intl/assets/pdf/01_research/02/list2023_J.pdf (2024 年 12 月 28 日アクセス)
- 金融庁〔2023〕「記述情報の開示の好事例集 2023」<https://www.fsa.go.jp/news/r6/singi/20241108/09.pdf> (2025 年 1 月 3 日アクセス)
- 経済産業省〔2024〕「日本の企業情報開示の特徴と課題」
https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/corporate_information/pdf/001_a_04_00.pdf (2024 年 12 月 11 日アクセス)
- 佐伯靖雄〔2024〕「テスラの事業戦略研究：競争優位の構築と蹉跌」『関西大学商学論集』, 69(2), 21-41
- 日隈信夫〔2015〕「競争優位の持続性と長期的なイノベーション戦略－ポーターの所説を中心とした理論的考察－」『証券経済学会年報』, (50), 別冊, 2-5-1
- 矢澤憲一〔2023〕「ネコでも使える！会計テキストマイニング第 1 回～第 3 回」『週刊経営財務』(3632～3634)