

## 知財投資・活用戦略の有効な開示及びガバナンスに関する検討会

### 第 15 回 議事要旨

○日時：2022 年 11 月 22 日（火）09:00～11:00

○場所：Webex 開催

○出席者：加賀谷座長、荒木委員、安藤委員、江良委員、小野塚委員、菊地委員、三瓶委員、杉光委員、武井委員、立本委員、中村委員、松島委員、松原委員、御供委員、森委員

#### 1. 企業と投資家の思考構造のギャップについて

（企業と投資家の対話の重要性について）

- ・ 思考構造のギャップを埋めるためには、対話が重要であることは共通認識だと考えている。投資家には多様性があり（アクティブの価格発見機能・資産配分機能、短期投資家の流動性の提供等）、その多様性が資本市場にとって重要であることを認識したうえで、企業の情報開示と並んで投資家の情報開示を共通して理解することが重要である。企業が投資家の思考構造を理解するため、投資家側の情報開示（投資家が公表するスチュワードシップレポートあるいはサステナビリティレポート）に触れ、企業が投資家に意見を述べることや、質問を投げかけても良い。このような企業と投資家の双方向の対話が、思考構造ギャップを埋めるための気づきになる。

（サステナビリティの取組への期待について）

- ・ 「投資家・企業の思考構造のギャップ」（事務局資料説明資料 3 頁）における「サステナビリティの取組への期待」に関しては、投資家もかなりリスクサイドから見ていることも多い。「投資家の期待」の項目における説明にも「リスク」を入れ込むか、対比を強調するのであれば「サステナビリティは将来の事業機会『でも』あり」等の表現に修正した方が良い。

## 2. 投資家の分類について

### (企業の開示情報を利用する者の観点)

- ・ 投資家の多様性という問いについて、企業側が開示する情報を変える意味としての多様性であれば、クオンツ運用やパッシブ運用の分類では意味がない。投資家の多様性や重要性の説明はあっても良いが、企業が開示する情報の多様性という問いの目的には不十分で合致しない。投資家の多様性で分類するのではなく、企業の開示情報を利用する者の多様性での分類に置き換えると、ESG 評価機関やバイサイド・セルサイドアナリスト等の多様性も含めることができる。企業価値の評価に繋がる情報の利用者に応じて企業が情報を開示することが重要であり、パッシブ運用、クオンツ運用、アクティブ運用等の市場全体における投資家の多様性の話と、企業が開示する情報の多様性とはリンクしないため、情報を利用する側での多様性で表現した方が良い。加えて、企業としては、投資家の属性を特定した上で、刺さる人に訴求する（刺さる情報を提供する）スタンスが大事だということを示さないといけない。
- ・ 情報の読み手の視点から投資家を分類すると良いのではないか。そのためには、「投資家の分類に関する考え方」（事務局説明資料 2 頁）における一番下の「知財・無形資産投資との関係性」の記載を膨らませることがポイントになる。知財・無形資産に関心が高い投資家は、長期的な企業価値に関心が強い。長期の企業価値に関心がある投資家に刺さる情報開示は何で、運用スタイルやアプローチ方法によってグラデーションで分類すると、それぞれの投資家に刺さりやすくなるポイントが示せる。
- ・ 情報の読み手ベースで整理することに異論はない。他方で、多様な投資家が存在することに対する理解は必要である。ガイドラインを広く経営者に発信していくのであれば、情報の出し方と情報の取り手の種類を意識して、IR 戦略に位置づけたうえで、それぞれの粒度に応じて開示や対話を整理する必要がある。投資家の多様性の現状を示すことは他の報告書等では取り組んでいないと思われるので、意義がある。

### (投資家が発する質問の観点)

- ・ 投資家の分類を行うと「投資家の分類に関する考え方」（事務局説明資料 2 頁）の資料通りになるが、実際に重要なのは投資家側が発する質問を列挙していくこ

と。ロングタームで色々聞きたい投資家は ESG 関連も含めて質問を行っているため、質問項目の観点から分類した方が実務面で分かりやすいアプローチになる。パッシブ運用やアクティブ運用という分類は、実務の方からすれば応用ができない。

(運用手法とスチュワードシップ行動の観点)

- ・ 「投資家の分類に関する考え方」(事務局説明資料 2 頁)において、パッシブ運用であればインデックス指数に連動するという説明でよい。一方、エンゲージメント・議決権行使に関しては、パッシブ運用とスマートベータ運用についてもポートフォリオマネージャーの意思がない限り、スチュワードシップチームが運用を代弁する形でエンゲージメントや議決権行使をしている。そのため、この分類だと、運用と議決権行使・エンゲージメントが独立している体制になっていることを捕捉できない。運用手法と必ずしもスチュワードシップ行動が連動しない場合があることを考慮する必要がある。

(投資家との対話について)

- ・ パッシブ運用の比率がグローバルに高まっているため、アクティブ運用の投資家との対話が全てであり、対話の時だけ説明すれば良いという捉え方では済まなくなっている。
- ・ 対話に関して、アクティブ運用の投資家の価値を表面化させるタイプのエンゲージメントもあれば、スチュワードシップ活動のようなエンゲージメントもあるので、両方を含むかたちで記載してもらう方が良い。

(評価機関・海外機関投資家等との関係について)

- ・ 企業側からするとグローバルな ESG 評価機関の存在を意識した方が良い。ESG 評価機関の評価については、パッシブやスマートベータで運用している投資家も活用しているし、最近ではアクティブ運用の投資家も自前でやっている傾向にあるが、投資家がスチュワードシップ責任を果たす最優先課題になっている。主要な機関は評価のマトリックスを公開しているので、その情報を参照することも考えられる。企業側の取組として、海外の機関投資家比率が高い企業は、株主判明調査をしないと有効な対話はできない。日本の機関投資家や個人投資家は株主名簿に名前が載るが、海外の機関投資家は例えば「〇〇信託銀行」としか表示されず、本当の株主が誰であるかを特定しない限りどのような属性の投資をやっている投

資家かどうか分からない。グローバルな ESG 評価機関の存在を意識するとか、株主判明調査を行う等の記載を加えた方が、企業側の参考になる。

- ・ 企業が ESG 評価機関のスコアを上げることで投資家からの評価の向上に結びつくという観点で、具体的にイメージできるのはアクティブ運用の投資家との対話やエンゲージメントである。スマートベータ運用やパッシブ運用の方は原則として対話をしないが、機関投資家の方は自社で独自のものをやっても、グローバルな ESG 評価機関のデータは参考にはしている。情報開示はそのような投資家に向けた重要なアクションである。
- ・ 改訂版ガイドラインが出る来年度には、EU の SFDR は第 2 段階に進み、Article 6, 8, 9 で事実上 3 つに分類されたファンドの区分が非常に話題になっているだろう。イギリスもアメリカも運用機関が提供するファンドを 3 つに分類している。これらのファンドはアクティブ運用に該当することがほとんどだが、アクティブ運用の中でも ESG 分野、サステナビリティ関連に注目している SFDR の 8 条ファンド、9 条ファンドでは、質問も変わってくる。こうしたファンドの分類は評価機関との関係でも影響が非常に大きい。このため、質問や投資家をどう分類するかについては、どこかの時点で考える必要がある。

(投資家の情報ニーズのまとめ方について)

- ・ 「投資家の分類に関する考え方」(事務局説明資料 2 頁)における「投資家の情報ニーズ」の「小・中・大」の分類に関して、例えばパッシブ運用では薄く広く情報を取っていることから情報ニーズは「大」ということもできるため、タイトルと分類は再検討した方が良い。

### 3. 投資家の思考構造について

(投資家の思考構造について)

- ・ 「【開示内容のイメージ】②経営課題・課題解決方策仮説の実現に向けた知財・無形資産投資(+人的資本投資)の表明」(事務局説明資料 8 頁)で、投資家の思考構造が「コーポレートレベルの成長性が低い・産業全体として成長性が低い」という点からスタートしている理由は何か。アクティブ運用の投資家としては、成長性が高いところに注目して、その理由を考えるほうが一般的なのではないか。

- ・ 「【開示内容のイメージ】②経営課題・課題解決方策仮説の実現に向けた知財・無形資産投資（+人的資本投資）の表明」（事務局説明資料8頁）のスライドでは、「収益性が高いのはなぜか、今後も続くのか」という問いと、「低いのであればそれはなぜか」という問いが混ざっており、「なぜ？」が繋がっていないため分かりにくい。アクティブ運用の投資家は収益性や成長性が高い企業を狙うが、高い状況が続くか否かが重要でそれを支える無形資産を見定めようとする。一方で、収益性や成長性が低く株価が低評価な場合、見過ごしているが隠れた価値があれば投資ができる。投資の入口としてこの2通りがある。
- ・ 「【開示内容のイメージ】②経営課題・課題解決方策仮説の実現に向けた知財・無形資産投資（+人的資本投資）の表明」（事務局説明資料8頁）の図はもっとシンプルにした方が良い。投資家の思考構造が3段階で表現されているが、成長性が低い場合から説明する場合は2段階で良い。一段階目は、現状の市場評価が低いという事実と、その理由である収益性・成長性が低いという説明が入る。二段階目は、「現在アンロック（顕在化）すべきバリューがあるか」、または「将来期待できる潜在的なバリューがあるか」。それに対して企業側から価値顕在化の説明があれば納得感が出る。アンロックすべきバリューや潜在的なバリューがあるかについては、アクティブ運用の投資家からすれば投資機会の話になり、セルサイドアナリストのインデプス（深掘り）リサーチの観点にも繋がり、またパッシブ運用の場合でもエンゲージメントアジェンダになり得る。加えて、企業側から価値顕在化のヒントをもらえれば、スマートベータを開発する際に価値顕在化の条件や要素を整理でき、スマートベータ化に繋がるかもしれない。投資の流派が違ったとしても、自分たちの得意なファンクションで触れることが出来る可能性がある。

（ビジネスモデルの定義について）

- ・ ビジネスモデルという言葉が出てくるが、この言葉は多義的で論者によってイメージしているものが違うため、価値協創ガイダンスのように定義が付けした方が理解しやすい。例えば、サブスクリプションを行っていてもそれが競争優位に結びついていないのであれば、それはビジネスモデルではなくビジネスプロセスである。成長率や利益率、資本生産性に貢献しているものがビジネスモデルである等の説明があれば良い。

(企業との関係で示す投資家の思考構造の表し方について)

- ・ 「【開示内容のイメージ】②経営課題・課題解決方策仮説の実現に向けた知財・無形資産投資(+人的資本投資)の表明」(事務局説明資料 8 頁)については、企業を先に記載するか、あるいは横に並べ、企業を主体にしてそれに合うように投資家はこのような思考構造になっているという表し方の方が企業に対して開示の期待イメージを出すことができるのではないかと。

#### 4. 知財・無形資産投資による企業価値向上を確信させるために必要な開示のポイントについて

(知財・無形資産ガバナンスについて)

- ・ 知財・無形資産を活用してイノベーションを加速するために、知財や技術関連の組織を見直すことが重要であることを記載すべきである。そのうえで、製造業であれ非製造業であれ、自社に合致した組織や権限を考えるべきであり、こうすればよいといったひな形はない。このような観点から、これまで CTO の存在の重要性を強調してきた。どのような組織が権限を持ち、企業価値創造に対して責任を持つかという点が重要であり、どのように組織を作るか・変えるかという組織の在り方については各社各様であることを示した方が良い。
- ・ 知財・無形資産の投資活用戦略を実行する上で、知財部門の位置づけが重要になる。従来は特許出願したものを権利化することが中心であり、過去の成果を如何に財産として守るかが重要であったが、今後は未来に向けてどのような事業を進め、その成長性を担保するような知財戦略モデルを作るかが重要になる。戦略部門としての知財部門の在り方を、ここで提言する必要がある。その際は、イノベーションを実現するような人材やチーム、組織体は如何なるものであって、それが自社に馴染むのかを体制的に検討した方が良い。画一的なやり方ではなく、それぞれの会社に応じたイノベーションを起こすという意味で、人材と知財が一体となって新しいイノベーションを生み出せるようなリーダーシップと組織を検討するのが良い。

(企業の強みについて)

- ・ 「企業価値向上のための経営改革ストーリーとその中における「知財・無形資産投資」が果たす役割の明確化」(事務局説明資料 4 頁)～「知財・無形資産投資

による企業価値向上を確信させるために必要な開示のポイント」(事務局説明資料5頁)はロジカルな説明になっており良い。加えて、会社の強みやコアになるものが何かという観点があると、よりダイナミックな関係が見える。自社の開示では強み(リソースだけでなく、企業体質・DNA等)や、PDCAが回って持続性があることを示したいと考えている。リソースと価値が繋がる場所の強みが他社との競争優位性をもたらし、エンジンになっている。例えば、顧客の使用状況等の現象を良く見る力は様々な事業に繋がるポテンシャルを見せることができればよいと思っている。

- ・ 「知財・無形資産投資による企業価値向上を確信させるために必要な開示のポイント」(事務局説明資料5頁)については従来の国際統合報告フレームワーク(IIRC)で示されているオクトパスモデルの一部抜粋パターンであると理解している。インプットの一つが知財・無形資産や人的資本であるが、一般的に使うのであればオクトパスモデルにおけるインプットの6つの資本の中で今回取りあげる範囲を明確化することで、どの箇所が強調された議論かが分かる。図の中心の価値創造モデルのところ的大事であり、どのような価値を生んでいるのかが記載されている統合報告書は理解しやすいし、評価も高くなる一方、価値創造モデルが曖昧な企業は持続的な事業を展開しているのかが判定できない。価値創造プロセスの一つが、ポートフォリオ変革やビジネスモデル改革であるので、このことを書き込んだ方が分かりやすい。
- ・ 成熟事業から主力事業に転換する際、現在進めている事業の強みが如何なるもので、それを如何に主力事業に反映できるかという価値の見極めが非常に重要になるので、その点を記載したほうが良い。その際に、前回のガイドラインでは7つのアクションでAs-Isの探索とTo-Beでの成長プロセスの記載があったので、今回のガイドラインでも7つのアクションとの関係を加えたほうが良い。プライム上場企業の場合は、成熟事業をいかに主力事業に転換できているかを示したほうが良い。更に、オープンイノベーションを進めるうえでは、自分たちが不足している強みを他企業との連携を通じて、如何に新規の成長事業や主力事業に活かしていくかという点も重要になる。

(開示すべき因果パスの粒度について)

- 因果パスの関係でどこまで情報を開示すべきかという論点については、どこまで開示すれば投資家は評価してくれるのか、どこまでであれば情報セキュリティを保てるかが悩みどころである。荏原製作所はニーズや強み、ビジネス領域等を具体的に開示しており、成長事業から主力事業への転換の実現可能性がある内容になっているが、どの程度まで具体的なビジネスモデルを開示することが期待されているのか、また、開示することでリスクを伴うという課題もあるということ、多くの企業から言われている。
- 投資家が欲しい情報と粒度については、縦2つと横2つのマトリックスで整理できる。一方の軸は結果が出ている場合にその結果が高いか低いか、もう一方の軸は企業が価値や技術を持っていると自覚しているか否か。結果が出ている場合、投資家はなぜその結果が出ているかに興味を持つが、その場合は投資家が自ら時間をかけて調べる。その際には、企業が情報を全部さらけ出すと敵に塩を送ることになるので、ヒントが一言二言あるだけで良い。一方、結果は出てないが企業が頑張っている場合や、将来の価値になる種を持っている場合は、投資家は結果が見えないので強い関心を持たない。企業から説明があれば聞かすが、その説明で情報が足りなければもっと聞きだす。
- 情報の粒度はケースバイケースだが、一番説得力があるのは、過去の勝ちパターンが適用できるという説明である。過去の勝ちパターンが見えていれば投資家からの信頼も得られるし、それと比例して求める情報の粒度も異なる。
- 企業の立場からいうと、どのような経営情報をどの粒度で出すかは企業側が定めることであり、アクティブ運用の投資家との対話エンゲージメントの中でさらに追加すべきものがあるのか、追加してデメリットがあるか否かについては企業側が判断すべきである。フェアディスクロージャールールがあるため、開示情報ベースで対話するのが原則。一方で、直接的に株価に影響が出ないような知財・無形資産の情報としては、人材の話がある。例えば、CTOがどのような経歴であるか、どのレベルで事業を経験したことがあるか、またはCTOの考えやキャラクターを聞くことはフェアディスクロージャールールに違反しない。周辺情報を集め、確実性があるのかとか、将来の再現性があるのかを判断するのが良い投資家である。開示していない情報について細かく教えてほしいというのはご法度なので、それを促すメッセージの出し方はしてはいけない。

- ・ セカンダリーに所属する証券マンとプライマリーに所属する証券マンの間にはチャイニーズウォールがある。資金調達をする、M&A をする人はセカンダリーのアナリストよりも会社の秘密情報に接触しているケースが多い。公にできない極秘情報を握りながら、ビジネスを企業と相談しながら考えているのが実情である。銀行の融資部門についても同様であると考えている。セカンダリーのアナリストが公に使う情報をどの程度まで獲得するかに関しては、企業側が開示する・しないの意思決定を下すので、アナリスト側がここまで情報を出してくれという要求は出しにくい。ただ、優秀な企業はアナリストの要求に応えようとして、深掘する情報を出す。

(開示前の企業変革の必要性)

- ・ 投資家へどのように情報を開示するべきかが論点になっているが、ゲームチェンジにつなげる、投資への考え方を考える等の企業側の改革が先ずあり、それを開示するという意識するべきである。

(企業の開示レベルについて)

- ・ 例えば日本証券アナリスト協会のディスクロージャー優良企業選定では、同じ質問項目で点数を開示しているので、企業間での開示レベルが明らかになる。下位の企業が上位の企業を見ることで、IR が進化していくことはある。ブレイクスルーを起こす企業が出てくると、それがきっかけになって全体の開示レベルが上がってくることはある。

## 5. 知財・無形資産投資・活用戦略が結果につながる「因果パス」について

(「因果パス」の定義について)

- ・ 「因果パス」という言葉について、因果関係までを求めることは無いものねだりであり、企業にも投資家にもハードルが高い。そのため、トラックレコードを用いて相関関係を示し、それに対して投資家が評価するプロセスを重視した方が良い。過去のことであれば因果関係をアカデミックに検証できるが、オンゴーイングのことを因果関係で特定することは企業にとってハードルが高い。例えば、ある投資をする場合はどの程度売上高や営業利益が増えるかを示さないと評価できないと IR の場で言われたことがあるが、その証明は誰にもできない。過去のトラックレコードによって成果が出たのか、成果が出てなくても課題を示すことがで

きる方がむしろ大事である。個人的には、企業側には説明責任があり、因果関係の証明を求められると萎縮してしまう可能性があるため、「因果パス」という言葉は使用しても良いが因果関係をきれいに説明することをメッセージで出すことはやめた方が良い。

- ・ 「因果パス」については厳密な因果関係を示す意味で使用していない理解である。このことを明確にすれば、言葉自体は残しても良いのではないか。
- ・ 「因果パス」を落としてしまうことは大変残念である。「因果パス」を見抜いて理解することは、半分以上は投資家の責任でもある。特にアクティブ運用の投資家は、企業がうまく因果パスを出せなくてもそれを突き止めて、確認することが求められる。逆に言えば、アクティブ運用の投資家でアルファ（超過リターン）を取ろうとすれば、因果パスを見つけられることが差別化になるため、企業はうまく出せない方が良い。ただし、初めから因果関係が無いとなると、そもそも何をしているか疑問に感じる。企業が無形資産に対して何らかの投資をしている場合、何かしらの目的や期待する結果があるはずである。百発百中ではないことは承知しており、成功した場合にそれが期待通りなのかどうか、偶然成功したのかどうかは説明を聞けば分かる。期待通りに成功したことが分かると、企業の苦勞も理解できるし、次回への期待にも繋がって潜在的な実力を見落とさないよう評価するようになる。
- ・ 「因果パス」は、企業によっては因果関係を厳密な意味で理解する可能性や、正確性に置き換える可能性があるため、将来を語ることについての指標になり得るような言葉（つながり、相関関係等）に置き換える等、言葉の使い方は慎重に選んだ方が良い。
- ・ 「因果パス」という言葉を残す方向で考えた際、「想定する因果パス」等のように形容詞を付すと意図が伝わるのではないか。今回、日本企業に対して、世界のアクティブ運用の投資家からの発掘の機会を顕在化してほしい意図がある。企業が想定する因果パスを自信を持って語り、機関投資家と議論を戦わせることが主であるが、先ず機関投資家の思考構造を理解しておくことが重要であるという順序ではないか。
- ・ 「因果パス」は聞き慣れない言葉なので、単にプロセスに置き換えても良いのではないか。一般的に通用させるためには言葉は考えた方が良い。

- ・ 価値創造プロセスの関係で、「因果パス」の表現はしっくりする。個々の融資判断の観点では分かりやすい。

(各指標について)

- ・ 「(参考) 知財・無形資産と企業価値向上のつながり(案)」(事務局説明資料 10 頁)で、指標の例の中に「新規事業領域の特許出願件数」が記載されているが、特許出願件数は企業価値に結びつかないことが先行研究の概ね一致した見解になっている。「出願件数」は記載しない方が良く、例えば「重要特許件数」や「必須特許件数」等の重みづけをした方が良い。
- ・ イノベーションを起こすことが非常に重要な課題であることを鑑みると、「(参考) 知財・無形資産と企業価値向上のつながり(案)」(事務局説明資料 10 頁)の一番左側の記載は、現状頑張っていることがメインの指標になっており、イノベーションを起こすための起爆剤が書かれていない点が気になった。

## 6. その他

(投資家側の課題について)

- ・ 機関投資家側の課題にも触れるべきである。企業と投資家のやり取りは双方向であるべきで、投資家側も企業に対して情報を開示する必要がある等、機関投資家側がやるべき課題を記載する必要がある。
- ・ 投資家側の課題の点で、銀行も将来価値を見極められつつあるが、課題もある。銀行側も変わっていく必要があるニュアンスでガイドラインが改訂されると良い。

(開示内容のイメージについて)

- ・ 「【開示内容のイメージ】①中長期的な事業ポートフォリオの改革方針、そのための経営課題・課題解決方策仮説の提示(1/2)」(事務局説明資料 6 頁)と、「【開示内容のイメージ】①中長期的な事業ポートフォリオの改革方針、そのための経営課題・課題解決方策仮説の提示(2/2)」(事務局説明資料 7 頁)のタイトルに「仮説の提示」との記載があるが、「仮説」ではなく「戦略」だと考える。丸井グループや東京海上ホールディングスは戦略という言葉を使って説明していた。

(知財・無形資産ガバナンスガイドラインの読み手の観点)

- ・ 資金提供側の観点で銀行が読み手として改訂版をどのように受け止めるか、また金融機関をどう巻き込むかについて、金融機関は、プライム市場に上場していることもあり、上場企業側と資金提供者側の両サイドの位置づけにあるので、本ガイドラインの内容については関心が高いのではないかと。
- ・ 銀行は、資金提供者側として、アクティブ運用の投資家の思考構造と似ており、個々の企業の価値創造プロセスを対話を通じて見極め、最終的には、アクティブ投資家が投資判断としてバイカセルかに集約しているのと同様、銀行は融資の減額実行を含め融資を実行するか、謝絶するかである。銀行も企業との対話の中で財務情報だけでなく知財・無形資産を相当程度意識し始めているので、今回の改訂版の投資家側と企業側との思考構造のギャップを埋めていく点は銀行サイドも関心が高いと思う。特許庁では知財金融を数年前から精力的に進めており、銀行が知財創造プロセスの評価に関わってきているので、価値創造プロセスの対話のところが書き込まれることは良い。
- ・ 銀行で法人営業の研修の際に、コンサルティングの様な要素を要求される度合いが高くなっている。新しい企業価値の見方を教えないと人材育成に繋がらないので、銀行にガイドラインを如何に使用してもらうかは大きな課題である。銀行の事業法人の部門の方々が企業に対してアイデアを提供することになる。融資まで考えると、新しい担保価値の変革で新しい融資スタイルが出てくるのは間違いない。
- ・ 読み手の対象としては経営者も重要だが、投資家と対話するのは IR 部門であるため、IR 部門が改訂版ガイドラインを活用し、企業の中の知財や価値創造プロセスの進化を説明する必要がある。したがって、知財部門の今後の在り方としては、IR とのタッグを如何にして組むかも重要になる。銀行と対面するのは財務部になるが、財務部が企業価値を正しく伝えることで新しい投資資金を得ることも重要で、企業の財務部門の方々にこのような考え方を重視してもらう必要がある。読み手のターゲットを具体的に特定した方が普及率は高まる。

以上