

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17回 議事要旨

○日時：2022年12月19日(月) 16:00-18:00

○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、菊地委員、佐藤委員、三瓶委員、杉光委員、武井委員、立本委員、中村委員、松島委員、御供委員、森委員

1. 企業と投資家の思考構造のギャップの説明について

(事業ポートフォリオ・ビジネスモデルに関する特に重要な企業評価のための問い(キーリサーチクエスチョン))

- ・ 「投資家と企業のギャップを埋める説明(1)：知財・無形資産投資による経営改革のストーリー」(事務局説明資料6頁)に成長性と資本収益性(ROIC)の高低に基づく4象限(新規の成長事業、主力事業、低収益・低成長の旧来事業、成熟事業)の図があるが、これまでアナリストを教育してきた中でそれぞれの象限で企業評価のための問いは違うということ、それぞれの問いはシンプルであるということを伝えてきた。企業と投資家の思考構造のギャップを埋めるためには、シンプルに、かつ深く考えることが近道ではないか。
- ・ 例えば、グロース投資の視点では、当該4象限の左上(新規の成長事業)と右上(主力事業)が該当する。これらの事業に対するキーリサーチクエスチョンとしては、「新規の成長事業」(左上)については「現在の(内部・外部)資金調達は維持可能か?」「キャッシュ・バーンを回避できるか?」、「主力事業」(右上)については「現在の(優位な)利益成長は持続可能か?」といった問いが挙げられる。また、バリュー投資の視点では、当該4象限の左下(低収益・低成長の旧来事業)と右下(成熟事業)が該当する。これらの事業に対するキーリサーチクエスチョンとしては、「低収益・低成長の旧来事業」(左下)については「低迷している収益力は回復可能か?」「変革の実現可能性はあるか?」、「成熟事業」(右下)については「現在の(優位な)利益率は維持可能か?」、「成長可能性はあるか、

または株主還元を増加させるか？」といった問いが挙げられる。これらの問いは、一見すると全て財務に関するもののようにだが、実は答えの裏付けはビジネスモデルにある。知財の価値化（ビジネスモデル化）の方法・考え方に触れながら、各問いに答えることが、知財・無形資産と企業価値をつなぐことになるのではないか。言い換えると、「『知財・無形資産の強み』を使って、各問いに答えよ」と言っているのと同じである。この問いに答えることで、自ずと価値化（ビジネスモデル化）の意味、重要性が分かるのではないか。

- ・ 一つのアイデアとして、本検討会にご参加されている企業側の委員の方に自社についてこれらのキーリサーチクエスチョンに答えていただき、ベストプラクティスを作成できれば良いかと考えていた。4象限には企業一社を丸ごと位置づけても良いし、一企業の事業セグメントを位置づけても良い。CFOは簡潔に答えられるかもしれないが知財・無形資産の内容は必ずしも出てこないと考えられ、他方でCTOからは技術の先進性・強み・採算性の難しさなどの答えが出てくるだろう。CHROからはもっと人的リソースに関わる答えが出るかもしれない。CEOがCFO・CTO・CHROの情報をまとめられると非常に深みがある。これらのキーリサーチクエスチョンはシンプルに伝わるし、回答に対してその理由を深掘して内容が肉付けされていくと非常に良い。

(事業ポートフォリオ・ビジネスモデルの4象限を用いた図と説明について)

- ・ 「投資家と企業のギャップを埋める説明（1）知財・無形資産投資による経営改革のストーリー」（事務局説明資料6頁）にある事業ポートフォリオ・ビジネスモデルの成長性と資本収益性の交わる点から「主力事業」に伸びる曲線(本曲線)の解説を記載してもらうのが良い。
- ・ 本曲線は、ビジネスが成長事業から主力事業へと変化していくことを示したものである。ビジネスの当初は初期投資（追加投資含む）が必要になるため、赤字になり、資本収益性はマイナスになる。当面赤字を積み上げるプロセスを経た後、利益が出て、資本収益性がプラスになり、ようやく新規の成長事業に位置付けられるようになる。それ以降は成長ドミナンスやネットワーク効果によって収益性がさらに高まりポートフォリオ上での主力事業になると考えている。

- ・ 「投資家と企業のギャップを埋める説明（1）：知財・無形資産投資による経営改革のストーリー」（事務局説明資料6頁）の説明で、売上に繋がる無形資産と有形資産の連動の橋渡し的な説明が表現されておらず、企業と投資家の思考構造ギャップを埋めきれない。知財・無形資産の投資・活用を実際の売上に繋げるためには、よい製品開発ができて工場ラインを新設したりして製品化していくことが必要。成功した過去事例でも良いので、このような時間軸でこの製品を作り、結果として企業価値向上に大きく寄与し、株価も非常に高くなっているといった実例があると分かりやすい。
- ・ 「投資家と企業のギャップを埋める説明（1）：知財・無形資産投資による経営改革のストーリー」（事務局説明資料6頁）の事業ポートフォリオ・ビジネスモデルの図について、銀行もこの観点で融資審査を行っている。銀行サイドもこの図はそのまま活用できるため、前述のキーリサーチクエスションを追記してもらいたい。また、ベンチャー企業は曲線の矢印に示されているような流れの通り赤字を乗り越えて急速に成長していく。ベンチャー企業に対して、組織設計の際にはこの図をうまく活用していくべきである。

（ガイドライン用語集作成の提案）

- ・ 改訂版ガイドラインに記載されることになる一つ一つのキーワードは投資家にとっては常識でも、本ガイドラインを真っ先に検討するだろう企業の知財担当者にとっては馴染みがないのではないか。用語集等によるキーワードの解説があると良い。

（ROIC逆ツリーの改善ポイント）

- ・ ROIC逆ツリーを示すことは非常に良いが、ROIC逆ツリーを説明するために、どのような定量的な指標を関連付けて示していけば良いのかをさらに掘り下げて検討する必要がある。例えば、4象限におけるどこのポートフォリオにあるのかによって知財・無形資産投資と財務数値との結びつき方が違ってくる可能性がある。そのため、財務的価値をストレートに支える指標もあれば、長い時間軸の中で達成していくようなプロセスの指標もある
- ・ 想定される改訂版ガイドラインの中で、実務家が最も利用する可能性が高いのがROIC逆ツリーだと考える。IRの場合でも、ROIC逆ツリーを中期経営計画にて示す企業は

評価が高い。一方で、現在のROIC逆ツリー（事務局説明資料7頁）は項目が多すぎ、繋がりが分かりにくい。個々の指標を因数分解し、細かい要素の掛け算で繋がっていることを何か具体例で示すことができれば企業にトライしてもらえらると思う。

- ・ 事務局説明資料7頁のROIC逆ツリーについて、分子/分母の計算式ではなくこの形で示すのは分かりにくい印象を受けた。この資料をガイドラインの中で提示すると記載された関連指標が標準的なKPIとして捉えられる可能性があるため、知財・無形資産投資の個々の関連指標はあくまで例であることを明示した方が良い。
- ・ ROIC逆ツリーでは、右側の財務情報と左側の非財務情報がリンクする点が重要になる。財務情報の分解要素があり、売上に関係する要素ではこのような非財務情報があるから売り上げが向上していくという部分をつなげていくことが先ず重要。このあたりが分かりやすく表現できると使いやすさが今まで以上に増し、金融機関や投資家が注目する観点のチェックにも使用できる。

（パッシブ運用の投資家目線でのROIC逆ツリー）

- ・ ROIC逆ツリーの右側はPER向上になっており、パッシブ運用の投資家は基本的にはPER向上を念頭にエンゲージメントしないと考える。そうするとROIC逆ツリーの出口は異なるのではないか。ESGに重きを置いたときにPERとどうつながるのか等一つの論点を全体で整合性を持たせようとするとう難しくなると感じる。

（ガイドラインVer1.0に対する改訂版の位置づけ）

- ・ 多くの企業が2022年1月に出たガイドラインVer1.0を参考にして、知財ガバナンス改革を進めている段階である。従って、今回の改訂版で全く新しい内容を盛り込むと企業は混乱するのではないかと懸念している。今回「企図する因果パス」との表現が出ているが、ガイドラインVer1.0ではオクトパスモデルで企業の価値創造ストーリーの中に如何に知財・無形資産を盛り込むかという話をしていた。そのストーリーの中で今回の説明を咀嚼したうえで肉付けした方が良いのではないか。
- ・ ガイドラインVer1.0で、戦略構築の流れの中でAs IsとTo Beのギャップを解消することが掲げられているが、As IsとTo Beのギャップと企業と投資家の思考構造のギ

ヤップとの関係も整理をした方が良い。企業が考える成長の因果パスを投資家はどのように考えるのか、また企業はどこまで開示すべきかを考える必要がある。

- ・ 企業が投資家に伝えるべきアンロックバリュー（顕在化すべき価値）について、企業が自社のAs Isを分析することがスタートラインになると考えるが、類似した内容はガイドラインVer1.0でも提言されていた。ガイドラインVer1.0との関係で今回のアンロックバリューはどのような位置付けになるのかを改訂版で盛り込むことが、これからの知財ガバナンスの持続性という観点で一番重要だと考える。

（ガイドラインの理解促進に向けた具体事例の活用）

- ・ ガイドラインに具体的な事例を盛り込まないと、一般に理解されにくい。IRの担当者にガイドラインを活用してもらうことが重要。知財部門とIR部門とが協力し、自社の知財戦略を適切に理解して、それをIRに活用しないと次のステップのIRレベルに到達しないことを気づいてもらいたい。経営企画、知財部門、IR部門が一体となって内部の戦略を築き、その中で外部に開示してもよい部分を知財部門と十分に協力しながら具体的に語るようなストーリーの事例が良い。

（知財・無形資産投資による経営改革のストーリーの見せ方）

- ・ 「企業と投資家の思考構造のギャップを埋めるための説明のポイント（案）」（事務局説明資料5頁）、「投資家と企業のギャップを埋める説明(1)：知財・無形資産投資による経営改革のストーリー」（事務局説明資料6頁）に関して、重要な要素として成長性と資本収益性（ROIC）の2つが挙げられているが、企業にとってはどちらも重要である。本来は売上成長が先にあり、後に資本収益性が向上する流れだと考えているが、現在の資料を企業が参考にすると収益性にバイアスがかかった開示が行われぬか懸念している。

（知財・無形資産投資を促進する組織・権限の重要性）

- ・ 「【第15回検討会】企業の開示・対話・ガバナンスが評価される観点」（事務局説明資料2頁）の一番上の組織の観点で、「知財・無形資産を活用してイノベーションを加速させるために知財・技術関連の組織を見直し、権限を持つ組織、企業価値創造に対する責任を明確化すること」との記載があるが、CTOの重要性に触れるなど、もう少し強いメッセージを出した方が良いのではないかと考える。企業にお任せします

といった記載内容になっており、これでは組織の変革は促進されない可能性が高い。人的資本に関する議論ではCHROを置くべきということが明確に示されているように、権限の問題は大きく、イノベーションが加速しない一つの要因だと考えているので、記載内容は検討いただきたい。

(「企図する因果パス」の採用について)

- ・ 企図する因果パスは重要なキーワードになると認識した。過度に因果関係をイメージしないように、「投資家と企業のギャップを埋める説明(3)：企図する因果パスの在り方①(案)」(事務局説明資料8項)や、「投資家と企業のギャップを埋める説明(3)：企図する因果パスの在り方②(案)」(事務局説明資料9頁)で掲げた簡潔な解説をしてもらうと良い。

2. 知財・無形資産の投資・活用を通じた企業価値向上に向けた企業・投資家の役割および課題について

(企業・投資家の役割および課題、期待されるアクションの位置づけ)

- ・ 「2. 知財・無形資産の投資・活用を通じた企業価値向上に向けた企業・投資家の役割および課題について」のパートにおける記載事項については、基本的にはファクトを整理している認識で、企業からすると違和感はない。
- ・ 投資家から見てもファクトについては違和感ない。他方で、企業や投資家に何かしらのアクションを要望しているのであれば、各自の投資哲学に踏み込むことになるので要望通りにはならないだろうと考える。投資家は、誰が売買しても同じプライスのものを公開情報のみで判断しており、「How」のところを差別化している。このため、投資家は、その「How」のところを全て隠さずに開示することを追及されても困るのではないか。
- ・ 思考構造を突き詰めるとノウハウにまで行きついてしまう側面がある。投資家がどのようなポリシーで投資先を決めるのかは重要だが、それを広く開示すべきなのかという話と、企業との対話の中で提供するのかという話を識別して混乱を招かないようにした方が良い。

- ・ アクティブ運用やパッシブ運用など運用のウェイトを明示した上で、投資家の位置づけを説明する必要がある。
- ・ 「投資家の役割および課題（投資家等へのヒアリング等に基づき事務局整理）」（事務局説明資料14頁）の整理と、「投資家の役割および課題を踏まえた期待されるアクション」（事務局説明資料18頁）の整理を対応させてもらいたい。
- ・ 投資家ないし仲介者が多様の中で、各投資家に求められるものを一つ一つ突き詰めているため、全体の繋がりに違和感がある。例えば、「知財・無形資産の投資・活用を通じた企業価値向上に向けて働きかける資本市場プレイヤーの位置づけ」（事務局説明資料13頁）の図で、お金の出元は家計・個人投資家になっている点、大企業が全て上場企業として記載されている点にも違和感がある。資金の出し手や個人の位置づけについて見直した方が良い。

（金融機関の位置づけについて）

- ・ 「知財・無形資産の投資・活用を通じた企業価値向上に向けて働きかける資本市場プレイヤーの位置づけ」（事務局説明資料13頁）で、大手金融機関との関連が見えないため、金融機関の位置づけを見直した方が良い。
- ・ サステナブルファイナンスは銀行が熱心に獲得しようとしている分野でもあるので、このファイナンスの意味も含めてガイドラインに記載しなければいけない部分である。

（企業と投資家（特にバイサイド）間でのIR活動の重要性について）

- ・ 投資家のアクティブ運用が減り、パッシブ運用が増えてきている中で、パッシブ運用に対してどのように働きかけを行うのが非常に重要になる。またセルサイドアナリストの数も増えないので、企業と投資家（バイサイド）の直接ルートが太くなり、セルサイドアナリストを介さないIR活動が太い軸になる可能性がある。

（外国人投資家を視野に入れた開示の在り方）

- ・ 「企業から開示・発信された情報の利用者の多様性」（事務局説明資料15頁）の図で外国人投資家の視点が欠けている。ウェイトが増えている外国人投資家に対してどのようにアプローチをするかは重要な問題である。例えば、人的資本については法定開示の中で開示してもらった方が良い。英語での開示については、決算短信は英

文化されている割合が高いが決算短信で全て書くべきなのか、他の資料で代替すべきなのか、企業側の今後の一手を示唆するメッセージは必要だと考える。

(企業の開示情報の利用者を踏まえた企業としての対応方針の例示)

- ・ 「企業から開示・発信された情報の利用者の多様性」(事務局説明資料15頁)で整理したマトリックスを見ても、企業は何をすれば良いか分からない。また、コングロマリットの企業は様々な投資家に種々の指摘を受ける傾向がある。単一的な事業を行う企業も複数の事業を行う企業もあるので、企業としての対応に関する情報については、あくまで例示であり、業態に合わせて参考にさせていただくことを示すと良いのではないか。

(パッシブ運用の投資家へのアプローチ)

- ・ GPIFの株式運用の資料によるとパッシブの運用比率は21年度末に93.65%であるが、パッシブ運用のコストは安いので今後も増える流れに変わりはない。その中で、アクティブ運用でのノウハウの一部をコストが高くならないようにパッシブ運用の方で活用できれば良い。
- ・ 最近ではESG関連での企業評価におけるスクリーニングがうまく工夫されているので、ESGの評価機関がどのような内容で評価しているのかを調べると参考になる。企業の知財活用のうち、ESG、特にEとSへの対応が適切な場合は高く評価され、よい方向にスクリーニングされる可能性がある。このような事例についてヒアリングも含めて深堀すると示唆を得られる可能性がある。ESG投資でのESG評価機関が着目している点を探ることで、ポイントを適切にIR部門で評価した上で、情報開示を行うことで企業価値が顕在化するのではないか。

以上