

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4回 議事要旨

○日時：2021年9月22日 10:00～12:00

○場所：WebEx開催

○出席者：加賀谷座長、荒木委員、市村委員、江良委員、菊地委員、佐藤委員、杉光委員、三瓶委員、武井委員、竹ヶ原委員、立本委員、中村委員、松島委員、松原委員、森委員

1. 投資家・金融機関側に期待される役割に関して

(証券アナリストの役割)

- 金融業界のビジネスモデルをめぐる構造変化のうち、MiFID2の適用は、コミッションのアンバンドル化、すなわち情報に対するお金は別に払いなさいというもので、オンリーワン情報が非常に重要視されるような時代になってきた。また、情報管理の規制強化により、公開情報と公示情報を中心にレポート等を書いていかななくてはならない時代になっているので、いわゆる非財務情報の中のモザイク情報の読み取りの重要性が増してきている。
- 証券アナリストの仕事は、企業価値を分析し、それが株価に正しく反映されているかを考え、投資家に投資アイデアを提供すること。ただ、財務情報の裏に潜む非財務情報を活用して仮説を構築する。非財務情報の取得には企業との対話が絶対に必要になるので、ここが抜きになるとちゃんとした仮説がつかれない。
- 非財務情報から得られる情報は断片的な情報なので、これをアナリストの力で価値創造プロセスにはめ込んで収益予想につながるような情報に転換する。こういうことができないと一流のアナリストになれない。非財務情報を別の非財務情報といかに結びつけるかという気づく力が重要。
- 特許俯瞰図をつくる際、キーワードが非常に大事。どういうワードで検索していくのか。業界、業種の知見の在り方というのが有効活用されないと、同じ俯瞰図をつくっても読み取りができない。銀行員は経験が浅く、短期間のローテーションで替わってしまうが、アナリストは長く経験しているので、どういう視点で特許の中身に切り込んでいくかというノウハウを持っている。

(アクティブとパッシブ)

- 投資家には、機関投資家と個人投資家、国内投資家と海外投資家、あるいは長期、短期の投資家、パッシブ、アクティブの様々な投資家があり、どういうタイプの投資家であるかが非常に重要な要素。様々なタイプがあるからこそ資本市場が非常に多様性を持ち、市場としての役割を担っていくので、多様性は資本市場の充実化にとっては非常に重要な要素。

- アクティブ運用は、ベンチマークを上回る運用成果を目指す運用手法。運用のプロであるファンドマネージャーが市場や個別企業の調査・分析を行い、企業を選定して運用。ベンチマークであるTOPIXのリターンよりもプラスアルファを目指すという意味で勝者の運用。
- パッシブ運用は、ベンチマーク（運用成果の比較対象）となるインデックスのすべての構成企業に投資し、保有し続ける。日経平均株価や東証株価指数（TOPIX）がベンチマークとして一般的で、これらの指数と同じ値動きを目指す。勝つことはないが、負けない運用。
- 組み入れる企業は、アクティブの運用は、せいぜい数百銘柄、少なければ数十銘柄。パッシブは、上場していれば全てに投資するということになるので、2000以上の企業に投資する。
- パッシブは、売買行動を原則しないので、エンゲージメント方針としては、インデックス全体の底上げになるのに対して、アクティブは選んだ企業をどうやって引き上げていくかになる。
- アクティブは資金配分機能、価格発見機能があるが、パッシブはその両機能ともない。
- アクティブはフリーライダーへの対策は基本的に不要だが、パッシブの場合は協働行動を求めていく。つまり協働エンゲージメントという枠組みがパッシブの場合は機能しやすい。
- 先進国市場へのパッシブの流入が増え、アクティブは流出。価格発見機能や資金配分機能のないパッシブへの資金流入が進み、それぞれの役割発揮がバランスを欠いているのが現状。

（パッシブ投資家の役割）

- パッシブは、リスク的アプローチが多いと見られがちだが、オポチュニティ（機会）に対してもエンゲージメントをもってフォローしている。ただし、アクティブの力はどうしても必要になってくるので、今のパッシブファンドへの資金の流入の動きからすると、あまり望ましくない。本質的には、資金配分機能、価格発見機能を有しているアクティブが主戦場になるべき。
- パッシブの投資家は、資本市場において売ることも買うこともできないが、できることは議決権行使とエンゲージメント。議決権行使のところで、収益性、ROEなどの基準部分と、ESGに対するコミットメント（どう取り組み開示していくか）、取締役会の機能発揮（数だけでなく実効性など）などの要件を定義しながら、取締役会における取締役の選任議案に対してvotingしていく。
- TOPIXを日本株式会社と置いたときに、これらの枠組みがどういった形で日本の産業において影響を及ぼしていくか、競争力を維持していくかといったところがルール形成と併せて重要な世界に入ってきている。その枠組みを日本株式会社として捉えて、そ

れがどういった枠組みで今後形成されていくのかというところに、パッシブが果たす役割があるのではないか。

- パッシブの場合は、全体の引上げを目指すので、一つ一つの企業への関与は薄くなる。知財を含む戦略との関わりは、どうしても取締役会に委託・委任するという形になる。したがって、ガバナンスという枠組みと知財戦略との接続性が重要になってくる。
- パッシブといえども、リスクだけ考えたらいいというわけではなく、それらに対するオポチュニティについても、IPランドスケープのような知財戦略を一覧表で日本株式会社として捉えた場合にどんな絵が描けるかといったところに、エンゲージメントを持ってフォローしていくという形になる。

(金融・投資家によるルール形成主導)

- 協働エンゲージメントやルール形成の枠組みの中で投資家が果たせることとしては、気候変動、生物多様性、人権など比較的ほぼ全ての業界に対してテーマとなり得る 이슈が優先される。個別のルール形成に対するコミットメントはパッシブとしては難しいのが現状。これからの日本の競争戦略を考えていく中でのルール形成の枠組みは非常に重要であり、資本市場の中でルール形成に対するコミットメントを強くしていくのは、資本市場の重要な役割。そういった知見は資本市場においてはアクティブが持っているので、アクティブとパッシブの中での役割分担と共有化、日本の競争戦略をどう高めていくかということでのコラボはすごく重要な要素。
- 個々の企業の非財務情報、非財務価値に着目して、企業の持続可能性に着目した評価をしていく以外に、パッシブ投資家の評価には、ユニバーサル・オーナーシップ、つまり負の外部性の最小化という要素も加わってくる。
- サステナビリティ・トランスフォーメーションとの関係では、インデックス、パッシブは、社会のサステナビリティを経営に取り込む方向に向かう方が多い。
- 2000年代、2010年代は、国連のPRIの提唱など、サステナビリティのグローバルアジェンダ化が進み、リスク対応はESG対応になり、金融あるいは投資家からの影響が強まった。さらに、2020年代に入って再度金融からのアクセスが強まり、社会課題対応としてルール形成の急拡大が進んでいる。EUタクソノミーやSFDRといった投資家の情報開示の話はルール主導型市場形成に影響を及ぼし始めており、金融が社会課題対応のルール形成を招いている。社会の持続性から与えられてきている企業のイノベーション力に注目していくというところがパッシブ投資家としての一つのありよう。
- PRIあるいはCDP、Know The Chainあるいは30%Club、こういった枠組みが社会課題対応のルール形成として投資家が協働で活動している領域になる。
- パリ協定に基づくカーボン量の推移とTOPIXのカーボンバジェットがちょうどクロスしているところがティッピングポイント。そうすると残り10年で目標設定、イノベーションの対応が重要な局面に入ってきているので、外から与えられている枠組みが企

業の変革に大きな影響を及ぼす。

(間接金融の役割)

- アクティブ、パッシブのどちらの要素も併せ持っているのが融資。
- 間接金融は相対。入り口は開示が重要だが、一定以上の対話が進むと、守秘義務契約を結んで、本当にインナーの情報を見せて頂きながら深く入っていける。そういう意味では、間接金融の立ち位置は投資家とはちょっと違うかもしれない。
- 銀行法第1条では、「国民経済の健全な発展に資することを目的とする」ことをミッションとして明記。担保・保証を取って融資することはミッションかという話。持続的な日本経済の活力を高めるのがミッションではないか。
- 金融機関が事業性評価に基づく融資プラス本業支援するという事は、事業を理解し、中小企業の生産性の付加価値アップの持続的な改善に取り組んで、キャッシュフローが改善すれば、経営者や従業員等、エコシステム全体が豊かになることを目指そうということ。
- エクイティ・ガバナンスとデット・ガバナンスが車の両輪。この両輪がうまくみ合わさっていくことで日本全体の国力がアップすると感じている。
- アンケートでは、実際に事業性評価をきちんとやって、まず話を聞いて、分析結果を伝え、その分析結果に納得感があればそういう銀行との取引は継続したいのが86%なので、過当競争の中でも事業性評価をちゃんとやれば競争力になるというのはコンセンサス。

(間接金融と知財戦略)

- 日本の金融は、圧倒的に間接金融のウエートが高いので、ここが知財をちゃんと使えるかどうかというのは極めて大きな意味を持っていると思う。
- 間接金融からみた「知財」は、知財の金銭価値評価（担保価値）から企業の事業性を評価し、差別化した提案につなげるためのツールに位置づけが変化している。企業の事業性を評価して、その上で差別化した提案につなげるためのツールにならないかという観点で使おうとしているというのが今の間接金融における知財の位置づけ。
- 間接金融に求められているのは、金融庁が平成26年のモニタリングで打ち出した事業性評価の実践とレベルアップ。「財務データや担保・保証に必要以上に依存せず、取引先企業の事業内容や成長可能性を適切に評価する」という、事業性評価の一環として知財を使うという流れ。
- 特許庁の「金融機関職員のための知的財産活用のススメ応用編」は、非常によくできており、ビジネスモデルの持続可能性の部分、戦略をきちんと評価しようという観点が織り込まれている。将来的なキャッシュフローの創出の可能性、リスクを知るために知財を見るのだというコンセプト、は既に金融機関に共有されている。

- 企業の非財務情報の評価が重要というところに金融庁もスポットを当てている。経営デザインシートやローカルベンチマークと親和性が非常に高い。
- 金融庁は、金融機関による事業性評価の重要性を2014年に打ち出し、2019年に金融検査マニュアルを廃止し、「金融検査マニュアル廃止後の融資に関する検査・監督の考え方と進め方」を公表した。金融機関が知財も含めた非財務情報、無形資産を重視する事業性評価に本格的に取り組む環境整備は段階的に進められてきた。
- コロナ禍で売上げが減少した企業に対する50兆円の実質無利子・無担保の融資をいかに返済していくか。内閣府「価値デザイン経営の普及に向けた基本指針」における、「特に、新型コロナの影響を受ける各企業が、窮地から脱し、将来にわたって持続的な成長を遂げるための変革を実現するツールとして、価値デザイン経営の考え方や経営デザインシートが求められている」という指摘は重要。
- 特許権などが単独でキャッシュフローをサステナブルに生み出すわけではない。ノウハウや顧客ネットワークを含めた広い意味での知的財産を使った経営戦略（ビジネスモデル）として、将来キャッシュフローをどのように生み出そうとしているのか、投融資の回収やリターンがどうなるのか、が最重要関心事。そこが可視化されないと投融資できない。
- 投融資の論点は、①その企業の将来のありたい姿として、経営理念、パーパスに根差す形で将来キャッシュフローを生み出す顧客提供価値が可視化されるか、②顧客提供価値を生み出すビジネスモデルはどうなっているか、③そのビジネスモデルにインプットする経営資源、人、物、金、情報、知財等は何か、④これらが可視化され、かつ、現在の状況とのバックキャストで明らかとなるギャップをどう埋めるのかという移行戦略（経営計画）がどうなっているか。これらがまさにロジックあるストーリーとして、例えば5年の中期事業計画として提示されてくると、投融資審査会でもしっかりと議論できる。ここがないと議論が進まない。この内容は、経営デザインシート（オリジナルバージョン）にフィットしている。
- ある金融機関は、今年に入って経営デザインシートを融資審査のシステムに組み込んだ。対話・エンゲージメントにローカルベンチマーク、経営デザインシートをツールとして活用。
また、別のある金融機関は、コロナ禍や産業構造の変化等により、取引先の将来ありたい姿を共有（一緒に考えていく取り組みも含む）し、その実現に向けた移行戦略を踏まえた課題解決提案を複合的に行っていくことが効果的と考え、特に、コロナ影響を大きく受けた業種・業態や、脱炭素等ESGの観点から、今後大きな変化が見込まれる取引先等を中心に、強みである特許等を含めた無形資産の活用について対話を行っていく。
- このように、間接金融の世界も、知財を成長戦略の一環として評価しようという直接金融の議論に少なくとも目線は揃えつつあるが、実態はどうかというと中々難しいと

というのがアンケートでも出ている。まだやれていないところが多く、やれているところも個人ベースで実施している職員がいるというのが圧倒的で、極めて属人的。

- 狭義の知財から入って戦略を見ていこうという建付けを少し変えて、広義の知財としてももう少し幅広く捉えて、今のビジネスモデルの持続性につなげていったらどうか、という目線を入れられたらよい。目線としては投資の世界とかなりそろってきているので、あと一押しというのが実感。
- 不良債権の案件のときに、裁判所が金融機関に対し厳しい善管注意義務の判断を行ったが、こうした過去の担保重視型の善管注意義務の考え方から脱却して、ロジックが立っているのだったら裁判所の方も金融機関の善管注意義務は問わない、というメッセージも明確に送るところまでいかないといけない。
- 金融庁が検査マニュアルを廃止した際に公表したペーパーでは、監査法人自身も担保・保証に依存しないという流れを理解して、将来キャッシュフローに軸足を置いて引き当てを第三者としてしっかりと見ると書き込んである。監査法人の意識もしっかりと変えていくことが重要。
- 受託者責任のエリサ法の議論と間接金融の善管注意義務は似ているという気がする。非財務を触ると必ずここは論点になると感じた。

(間接金融とサステナビリティ、非連続イノベーション)

- 2050年カーボンニュートラルからバックキャストしろというのが、非連続イノベーションが何枚も絡んでいて、現状の中計からフォワードルッキングでつないでいても絶対つながらない中で、どうやって長期投資家に訴求するかは企業も悩んでいるし、金融機関も2050年ネットゼロの戦略をどう評価するか、すごく悩んでいる。
- 現状のBrown Economyから脱炭素社会には一足飛びに飛べないので、まずは足元の技術や省エネ投資でやれることをやり切り、2030年のトランジション段階が終わった段階で手が届く非連続イノベーションに乗っかっていける会社が脱炭素に生き残っていく。したがって、非連続イノベーションを語るためにも、足元のトランジションフェーズをどう支えるかの方が実は重要で、ここをちゃんと見れるかが間接金融の世界でも大きなテーマ。サステナビリティ・リンク・ローンみたいな形でこのトランジションのところにちゃんと圧をかけて引っ張っていけるかという話。
- 非連続イノベーションが2030年、2040年代に実装されてくるとなると、それまではあまり排出量は減らず、ここからの段階で急激に下げてくる。このカーブは1.5℃線から乖離おり、この点を合理的に説明できないと、ポテンシャルを秘めている会社がダイベストされたり、あるいは変なエンゲージメントを受けかねない。来るべき非連続イノベーションを実装できるだけの会社かどうかをトランジションの段階でどう評価するかが大きなテーマ。実はこれこそ広義の知財ではないか。この辺りを間接金融とサステナビリティという観点できちんと実装できるかを問題提起したい。

(事業成長担保権)

- 金融庁が推進しようとしている事業成長担保権は、事業が生むキャッシュフローの源泉のほぼ全てを対象とするため、担保価値の範囲内での融資かだけでなく、事業を成長させる融資か、つまり知財だけに絞って担保にする発想でなく、将来キャッシュフローを生む無形資産全体を評価するという点が重要。
- 事業成長担保権に対する企業経営者のニーズとして、①新たな形のメインバンクの明確化、つまりデット・ガバナンスの強化、②ベンチャー企業は財務情報がそもそもなく、ベンチャー企業や再生企業等、相対的にリスクのある融資にも活用できる、という2点。

(専門調査会社の活用)

- 専門の人たちが分析するポートフォリオの分析、引用した企業がどんなところで新しい特許を取っているかを使って新分野をどう特定するか、という専門調査会社のノウハウはすぐく会社に刺さる。金融機関は、こうした情報をきちんと解析して業界情報やビジネスモデルに紐づけた提案をすることで、会社に評価をいただいている。

2. 投資家・金融機関側から見た期待に関して

(投資家から見た開示への期待)

- 開示で足りない部分は、ばらばら感。知財だけこういうふうなものを持っていますよという開示が多いが、ビジネスモデルの中でそれをどのように活用して、自分たちの会社はどうなっていくのか、どうありたいのかという戦略論にまで落とし込んだ会社はほとんどない。知財・無形資産の開示だけ求めるといい資料をつくるが、それが実際にIR戦略の中に生かし切れていないし、企業戦略の中にももしかしたら生かし切れていないのではないかという感じがする。
- (規制ないしはルール形成に絡む非連続イノベーションの開示について) 実現したらどのようなメリットがあるのかが見えることが重要。次にどのようなことがネックとしてあるか。特に日本の場合は法律の壁があるので、法改正のスピードによって実現の速度が決まってくる。法律の改正に対する動き、法改正の時期まで含めると、実現の達成可能な年月がちょっとは見えてくる。実際にいい技術があってもそれが実現しないなら絵に描いた餅。技術のアピールを常々やっておいてもらおうと、投資家の中で必ず頭の中に残ってくる。
- 幾らいい技術を持っていても、それをしっかりと投資家に種まきで伝えておかないと芽が出ないので、ちらっとした技術でも将来的にすごいマーケット創造ができるということを考えている技術だったら、投資家側に前倒しでお話ししていただくのがよい。
- 将来のSDGs対応をやりようと思ったらお金が絶対必要なので、投資機会をどこでつくる

かが重要。新興国でキャッシュを稼いで、もうからない先進国対応をやりましょう、アジアで稼げないところ、アジアで稼げるところと共同連携でやっていくとか、そういう話が必要になってくる。

- 社内技報や工場見学会で技術情報の開示をしてくれることが重要。
- 経営者が一丸となり、技術に裏づけられた中長期の持続的成長戦略をIRすることが大事。いい技術や特許を持っていることは分かるが、それをいかにIR戦略と結びつけていくのが大事。
- 特許俯瞰分析は、できれば企業から出してもらった方がよい。M&Aに際して企業内だけで使うのは勿体ない。自社のポテンシャルを探って、それをIR戦略とひっつけて投資家に知らせて頂くと、持続的成長のポテンシャルはより色濃く見えてくる。
- (特許俯瞰分析について) 自社が何をやるべきかという戦略を他社とのコレクティブアクションの中で実現していく必要があることを考えると、むしろ企業としても積極的に出された方がいい時代になるのかもしれない。

(対話モードの修正)

- 投資家と企業の対話がちゃんとできておらず、対話のモード修正が必要。投資家と企業が面と向かうと、9割以上は投資家が質問して企業が答えることになるというアンバランスを変えないといけない。できるだけ企業側が投資家に質問するモードにしていく。企業は対話に臨む際に質問の準備が必要。投資家が普段必要としている情報をどういうふうにするのか、投資家がどんな哲学を持っていて、最終的な結論に結びつけるプロセスはどうなっているのか、それはちゃんと成果に結びつけられているのか、そういうことを企業側が聞く中で、一つ一つの課題について、どこまで話せば分かってくれるかとか、話したことが反映するかということに発展し得る。
- TCFDコンソーシアムなどで投資家と産業界が同じテーブルで膝詰めで議論するという場があって、コミュニケーションの転換点みたいな感じがある。こういう動きを各地でやるべき。

3. 開示の在り方に関して

- サーキュラーエコノミーやリサイクルなどへの対応は1社では無理なので、いかにほかともちゃんとつながるかということをIRで言っていけないといけない。
- 特許俯瞰図の中で重心の動きを解析して時系列に示すところが非常にポイントになる。ここ何年間の動きから、世の中の環境や自社の動きを見ていくことがポイント。
- カーボンニュートラル、サーキュラーエコノミーへの対応は、自社のみでは絶対無理。エコシステムの中に自分たちをどう置いていくのか、どういう戦略を取っているのかの見極めを投資家がどう判断するかがポイントになるのではないかと。
- 知財・無形資産が価値創造やキャッシュフローにどうつながるかがIRにおいて重要で

あるが、すぐにキャッシュフローにつながるかという点と難しい。時間軸の問題、あるいはビジネスモデルとの直結ができていないところもある。

4. ガイドライン全般に関して

- 大企業と中小企業もサプライチェーンでエコシステムを形成しており、エコシステム全体として競争力を持続的に改善させていくのが重要。サプライチェーンをどのように組むかというビジネスモデルも可視化していく観点が重要。日本全体のサプライチェーン力をいかに持続的に高めるかといった観点で、エクイティとデットのガバナンスをうまく絡ませた報告書となればいい。
- 例えば多くの事業を持っている会社や、ホールディングス会社の場合は、どういった戦略をその中で組み合わせて自分たちの企業としての成長を考えるかということや、日本株式会社として見た場合に、日本企業のそれぞれの素材とか、組立てとか、部品というのをどう組み合わせてやっていくかという点ではすごい大きなテーマになってくる。

以上