

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14回 議事要旨

○日時：2022年11月2日（水）10:00～12:00

○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、菊池委員、佐藤委員、三瓶委員、杉光委員、武井委員、中村委員、松島委員、松原委員、森委員

1. 企業と投資家の対話イメージについて

(1) 投資家側の視点

① プレゼンテーション（アストナリング・アドバイザー合同会社 三瓶委員）

（投資家としての流派分類について）

- ・ 本発表で対象とする投資家は、パッシブではなくアクティブであり、クオンツのような計量手法ではなく、一つ一つ人間が見て判断するジャッジメンタルに属し、ファンダメンタル分析に基づき、マクロ経済、業種から投資先を選ぶトップダウンではなく、個々の企業の財務分析や価値分析に基づいて投資先を選ぶボトムアップ・アプローチを用いている投資家である。

（投資判断までの流れ・思考構造）

- ・ アクティブ投資家の最終的な投資判断は BUY か SELL に集約され、その判断を下すためリサーチにより必要な情報を収集する。
- ・ 収集した情報を基に行うモデリングの段階では、財務データ（特に財務諸表の諸比率）を用いて、企業情報やマーケット情報、定性的な情報からドライバー（変数）を検出する。検出したドライバー（変数）を基に財務予想や長期予想を立て、そのモデリングを踏まえバリュエーションを行う。
- ・ 企業との対話において、企業のより高い評価（バリエーション）を求める意見をよく聞く。しかし、バリエーションは投資判断への影響が大きく、安易に変更はできず、変更するにはしっかりした根拠が必要となる。
- ・ 株価に反映されていない重要要素が BUY の根拠となり、投資後はドライバー（変数）を観察しながら進捗を把握する。
- ・ 公開情報が株価に反映されない状況は、市場が公開情報を知らないからでなく、公開情報への懐疑心や確信の欠如から生まれる。つまり、投資家による投資額の決定は公開情

報に対する確信度に拠ることから、情報に対する確信に訴求するか否かが企業の情報開示においては重要。

(エンゲージメントにおける思考構造について)

- ・ エンゲージメントにおいて、まずは結果が十分に出なかった原因や背景について、投資家が戦略の妥当性、長期戦略の内容、長期戦略を策定した企業の価値観等から探り、企業の状態を理解する。その結果特定した原因や課題について企業と対話し、その後企業がとる行動や成果が図で示すアウトプットでありアウトカムである。
- ・ 投資家として、投資家の視点や課題・要因を整理し、価値創造診断書を通じて企業に提示している。この際、双方向の対話が必要であるが、IR ミーティングなどでは投資家から企業への質問が多い状況であった。
- ・ 企業に投資家視点の課題を提示することで、企業から投資家への質問が生まれ、双方向の対話を形成する土台が作られる。本来あるべき価値が顕在化していない状態を解決することを Unlock Value というが、双方向の対話により、投資家が求める企業の行動に繋げることが、Value (価値) の unlock (顕在化させる・解き放つ) を実現する。

(投資家の思考回路と求める情報の粒度について)

- ・ 投資家は、企業において Unlock (顕在化させる・解き放つ) すべき Value (価値) の有無を判断するために、連結の業績や各セグメントの業績分析を行うが、この段階では、企業側が説明する内容と実際に証拠として見えるものに矛盾があることが多々ある。
- ・ 例えば、新規事業でまだ利益が出ていない場合に、その事業が投資フェーズか否か、投資フェーズの期間、投資に対する回収開始時期、回収の継続期間等の時間軸についてが、企業との重要な対話内容であり、投資家が求める情報である。
- ・ 投資家は、投資判断する前から投資の期間を決めている訳ではなく、長期的な Visibility (見通し) の有無により長期投資へのコミットの可否が決まる。不確かな見通しの場合には、長期投資のコミットは不可となる。
- ・ 顧客市場、原価・初期投資、差別化要因が企業価値評価と関係する。知財は差別化要因に含まれ、なぜ違いがあるのか、違いは何で、持続可能なのかを投資家は知りたい。

(投資家が重視するビジネスモデルによる価値化とは)

- ・ 投資家は技術そのものに対する値段を付けることはできない。そのため、投資判断においては、技術そのものの説明ではなく、保有する技術が競争優位なビジネスモデルに繋がるか否かの説明が重要。

- ・ 具体的には、投資家は技術の難易度や高度さではなく、技術に対して「誰が、いくら払ってくれるのか」という観点で価値を見定めている。

(知財・無形資産と企業価値向上のつながりについて)

- ・ 知財・無形資産と企業価値向上のつながりに関する試案は、人的資本可視化指針をベースに、「無形資産投資」「関連事項」「経営戦略・施策の視点」の3項目について知財・無形資産版として修正している。
- ・ 投資家の観点からのポイントは「関連事項」であり、投資家が投資判断を下す際には「関連事項」に記載されている観点から企業ごとの特徴を見た上で、「経営戦略・施策の視点」の把握を行う。
- ・ 「無形資産投資」としては、「成長期待」までの流れを想像し、企業が「機会」の提供や「場」を設けているかが重要である。

② プレゼンテーション (ブラックロック・ジャパン株式会社 江良委員)

(投資戦略の多様性について)

- ・ 投資運用方法は、パッシブ運用やアクティブ運用に限らず、プライベート・エクイティファンド、個別企業に変化を働きかけるアクティビストも一つの運用戦略である。
- ・ 業界全体としてアクティブ運用と比較して、パッシブ運用の残高が大きくなっている。

(投資家の視点の多様性について)

- ・ 運用戦略により、付き合う企業数や、対象となる企業数に応じたリサーチ時間の長短、投資後の経営への関与度合いが異なる。
- ・ 投資期間についても戦略により異なるが、アクティブの投資信託の平均株式保有期間が18か月程で、パッシブの保有期間は20年程というデータもある。
- ・ パッシブ運用では、特定の銘柄がインデックスに含まれる限り保有し続けるため、一般的に投資期間が長期化する。また、投資判断にあたり個別企業をリサーチしないため運用コストが下げられる点、分散投資が可能であり、リスク分散ができる点が特徴である。
- ・ アクティブ運用には、ファンダメンタルズ運用とシステムティック運用が含まれる。システムティック運用では、毎日の分析を機械が実施し、世界を対象として15,000社以上の銘柄の分析を更新することが可能である。そのため、個別企業の取材はせず、公開情報(財務・非財務の定型・非定型情報)をデータとして使用する。昨今の流れとして、システムティック運用とファンダメンタルズ運用のコラボレーションが進みつつある。

(スチュワードシップ活動について)

- ・ スチュワードシップ活動では、投資した企業への議決権行使や、課題がある場合に企業との対話を実施する。
- ・ スチュワードシップ活動はパッシブ運用の一部とみられる傾向があるが、パッシブ運用の分だけでなく、アクティブ運用を通じて保有する株式についても一括で統一的に議決権行使と対話を実施している。
- ・ あらゆる資産運用戦略を代表するスチュワードシップ活動であるが、個別の運用戦略から独立して実施されるため、企業と長い時間軸での対話が可能である。

(投資環境の変化について)

- ・ 投資に関連する情報は毎年爆発的に増加しており、新たな情報が発信される中、他の投資家が把握していない情報をより早く正確に分析することで、顕在化していない価値を見出すことが可能となる。先んじて価値に気づいて投資ができ、その後に他の投資家が気づくことで、価値が顕在化することは、投資チャンスにも繋がる。
- ・ テクノロジーの急速な進展により、莫大な情報に応じて、進化するデータ処理技術を活用することで運用の質が上がっている反面、これら技術を活用しないと勝ちづらい状況である。
- ・ システマティック運用におけるデータ分析として、例えば、従業員のセンチメントの分析を行っている。会社の公表情報や転職サイト等より従業員の声を集め、従業員が会社に対して持つセンチメント（感情、見方）を分析する。会社に対し非常に高いセンチメントを持つ従業員が多い企業は、累積のパフォーマンスがより高いことが分かっている。このセンチメントをシグナルとして、実際の運用に活用している。
- ・ また、エネルギー・トランジションへの対応状況を把握するために、特許の状況を分析し、環境関連技術を持つ会社を深く分析している。環境規制が進むとエネルギー関連の既存プレイヤーが衰退していく等の指摘もあるが、実際に調査を進めると、エネルギー関連の既存プレイヤーがエネルギー転換への対応に向けた脱炭素の技術の特許を保有し、エネルギー転換への積極投資をしていることが分かる。エネルギー・トランジションに関心を高くする運用戦略についてはこうした特許情報を用いた分析も投資判断に活用している。

(スチュワードシップ・ファンダメンタルズの視点について)

- ・ スチュワードシップ・ファンダメンタルズの視点とは、企業の価値創造で、持続的に利益を生み出す仕組みの構築ができていないか、その仕組みをデリバリーできる経営力が

あるか、価値創造の仕組みや経営力についての情報開示や説明ができているか、また企業活動の結果が再現可能であることや、再現可能であることの根拠として、顧客ニーズへの変換の仕組み等が含まれる。

(投資家による共通の関心について)

- ・ 投資家の関心はビジネスモデルや業種により異なり、質問を通して会社の強みやリスクの在り処、将来的な持続可能性を判断する。多様な投資家をひとくくりにするのは難しいが、共通項として投資先企業の競争優位性や競争持続性への関心が挙げられる。

(投資家による時間軸の差異について)

- ・ 投資家の投資スタンスにより時間軸は大きく異なり、その違いから関心領域が異なることから、質問内容が全く相違する。また、時間軸には保有期間だけでなく、企業を見る視点も含まれるため、その点を意識し情報発信や対話の在り方を検討する必要がある。

(投資家としての情報の有用性について)

- ・ 投資家にとっての情報の有用性は、情報の活用メリットが、情報の分析・収集コストを上回るかで決まる。
- ・ 情報開示の範囲(量)と深さ(質)は、情報収集及び分析の量や質とトレードオフの関係にある。このため、企業価値の観点から有用と考えられる情報量と情報の質の充実について、企業と投資家が議論し、ある程度のコンセンサスを形成することが重要ではないか。

③ プレゼンテーション (SESSA パートナース株式会社 松島委員)

(セルサイドアナリストの特徴について)

- ・ 証券会社に所属するセルサイドアナリストは、全ての投資家、特に証券会社の利益に繋がる投資家からのニーズに応えることが重要な仕事である。選定した投資銘柄の質問に対して答える必要もあり、守備範囲が非常に広く、短期・長期の投資家双方に対する活動を行っている点が特徴。
- ・ バイサイドである運用機関においては具体的な運用方法等は門外不出が基本ルールであるが、セルサイドはバイサイドに対するアピールの必要性から、門外不出の部分が少ない傾向にある。

(金融業界のビジネスモデルを巡る 5 つの構造変化について)

- ・ 金融業界のビジネスモデルを巡る大きな変化として MiFID2 (欧州連合による第 2 次金

融商品市場指令：Markets in Financial Instruments Directive II) が挙げられる。欧州では従来は一括化されていた株式の売買手数料と情報提供料が分けられることとなり、質の悪い情報によるコスト負担を避けるために、投資家が取引する証券会社の数を絞った。

- ・ 結果的にヨーロッパにおける証券ビジネスは、証券会社にとって主な収益源でなくなる現象が起きている。ヨーロッパの動きはアメリカへ普及されなかったものの、情報の高付加価値化なしでは、証券会社として生き残れない状況である。
- ・ 大きな影響がある変化として挙げられる情報管理の規制強化により、企業が発信する情報が公平公正であることが当然とされ、アナリスト側も秘匿情報をレポートに使用できない状況。
- ・ 情報管理の規制強化の結果、Big Data などの重要性が増している。具体的には、特許情報を含めた公開情報の収集・分析の必要性や、非財務情報の重要性が増す中で、コンセンサスのない中長期分析のフレームワーク、産業のビッグピクチャー分析へのニーズが高まっており、優秀なアナリストが高付加価値なレポートを作成すれば、ヨーロッパの投資家でも高いコストをかけて情報を購入する。
- ・ 運用スタイルの変化では、リスクとリターンの二次元の世界に、ESG の観点が組み込まれてきている。ROE の追求と ESG の補完が組み入れられ、ROESG 運用スタイルの動きが強化されている。

(企業と投資家の思考構造のギャップを埋めるための対応策について)

- ・ 運用スタイルの変化により、コストの低いパッシブ運用が大幅に増加。GPIF 国内株式運用では、直近 2021 年度末でパッシブ運用が 93.65%を占めている。
- ・ 証券会社の調査部門が発行する企業調査レポートは、上場企業 3,842 社中 500 社程度にとどまっている。
- ・ セルサイド・バイサイドの双方で企業統合が進んでおり、アナリストが減少している。
- ・ アナリストのレポートが発行されない企業については、企業の依頼により中立的な IR 会社が有償で執筆するスポンサードリサーチレポートを発行し、投資家へアプローチする必要がある。アナリストのレポートが発行されていない企業（上場企業約 3,000 社）に対して、この検討会としてどのようにアプローチしていくかが重要な課題。
- ・ 証券会社の構造を理解していない企業が、まだ多く存在するのではないかと懸念している。証券会社は、事業法人部あるいは金融法人部、引受部、IBD 部門等が入るプライマリー部門と、機関投資家の営業部隊やアナリストが所属するセカンダリー部門に分かれ、両者の間にはチャイニーズウォールが存在している。

- ・ 企業の窓口はプライマリー部門の法人部が担う一方で、法人部は機関投資家を直接知らない。そのため、企業が法人部に対して機関投資家へのアプローチを依頼した場合、法人部はセカンダリーに所属する機関投資家営業部に再依頼をかけ、機関投資家に繋いでもらうことになる。
- ・ 本来、企業は証券会社経由で機関投資家についての知識を蓄積するが、証券会社から投資家にアプローチするルートが細くなってきているので、直接的に機関投資家へのコンタクトを可能にしておく必要がある。企業が投資家を選定するための投資家リストの作成が望まれるが、多くの企業において投資家への直接的なコンタクトもままならない状況。
- ・ 企業側が積極的に投資家へアプローチする必要性が増している中、IRの重要性も高まっており、質の高い統合報告書等を作成し、対話のツールにしていくことが必要。また非財務情報の伝え方が重要で、知財説明会、ESG説明会、工場見学、研究所見学会の開催等が必要。

(投資家の投資判断における非財務情報の重要性の向上について)

- ・ 投資判断の情報ソースとして、アナリストの予想や非財務情報の重要度が増している。財務報告書は、投資判断の情報ソース比率で全体の5%にとどまっており、未来の予測には非財務情報が重要であることが伺える。

(非財務情報(知財)の開示を活用した持続的成長のアピールの必要性について)

- ・ PBR1倍割れは、東証一部上場企業におけるPBRの分布図では半数の企業、TOPIX500でも43%である一方、S&P500では3%にとどまる。財務のバリエーションの比率からも海外の株式市場と大きな差があり、解散価値以下の企業が圧倒的に多いのが日本の株式市場の現実。
- ・ PBRが1倍未満の企業において、IRの強化をする必要がある。多くの投資家が求める非財務情報の開示について、強制的に開示が必要な方向になっているTCFDに加え、企業価値を向上させるために非財務情報の投資戦略について十分に語る事が重要。

(投資家が重要視する点について)

- ・ 投資家が一番知りたいことは企業の競争優位性である。セルサイドアナリストにとって、企業との対話の目的は構造的変化を見つけることであり、特に優秀なアナリストは構造的な変化が行ったときの競争優位性の向上又は低下を、エクイティストーリーとして描くことができる。エクイティストーリーを描く作業は、企業側でいえば価値創造ストーリーを描く作業と裏腹の関係にある。

- ・ エクイティストーリーにおいて、知財・無形資産活用が新しい流れで出てきている。
(知財・無形資産の活用方法について)

- ・ 知財・無形資産の活用においては、従来の守りの知財戦略から攻めの知財戦略への転換を考える必要がある。また、これまでは事業成功に向けて内部で活用していた知財を、IR等で活用し、自社競争力を高めるストーリーとして示すことが重要。

(セルサイドアナリストの仕事について)

- ・ セルサイド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。株価の急激な上昇は、株価に織り込まれていない新たな流れが出てきたときに起こるが、セルサイドアナリストは、非財務情報の取得・活用を通じて、新たな流れを仮説の構築の中で築き上げていくことが最も重要。
- ・ 非財務情報はモザイク情報として開示されるが、アナリストの力で収益予想（企業価値向上）に繋がる情報に転換することが重要。

(IP ランドスケープの応用について)

- ・ アナリストによる IP ランドスケープの応用として、ルノーと FCA の合併の可能性に関する情報が出た際に合併効果の考察を実施。ルノーと FCA が経営統合となった場合、技術領域の 70%以上が重複し、技術的に必要な領域が補完されないことから、無意味な合併であることを示唆。結果的に経営統合は実現されなかったが、合併が成立した場合、アナリストとしては売りの判断となる。
- ・ 特許分析からみる強さと経営課題を深掘したダイキン工業のレポートが非常に高い評価を得ている。当レポートは 2019 年に発行されているが、ダイキン工業の現在株価はレポート発行当時から 2 倍になっている。付加価値のあるレポートにより投資家の高パフォーマンスに寄与した実例の一つ。

(仮説に基づいた自動車産業に属する企業の PBR の考察について)

- ・ ヒアリングを通じて、将来の EV や自動走行車は、完全に分かれたアンダーボディとアッパーボディを組み合わせるという仮説を構築。アンダーボディにおいて重要な、E アクスル関連部品に強みを持つ日本電産やデンソー、これだけが要因ではないものの、持続的成長シナリオが不透明な日産やホンダに対して比較的高い PBR を有している。
- ・ アッパーボディに関しては、エアバックメーカーの豊田合成がパッシブセーフティの領域に留まる一方で、Autoliv や ZF TRW 等は十数年かけ M&A を繰り返し、パッシ

ブセーフティからアクティブセーフティまで一気通貫できる会社となった。ここから、現状のビジネスモデルでは、豊田合成は今後生き残れないおそれがあることが分かる。一方、IP ランドスケープによる分析を行うと、豊田合成、東海理化、トヨタ紡織が統合すると、Autoliv や ZF TRW と比較して遜色ない技術領域を持つ会社となることが分かる。トヨタグループの更なる強化に向けて、例えば「トヨタアッパーボディ」が形成される必要があるという考え方を起点に、企業とディスカッションする動きが実際にあった。

④ プレゼンテーション（エminentグループ株式会社 小野塚委員）

（機関投資家について）

- ・ 機関投資家は、インベストメントチェーンの中のプレーヤーで、基金（年金・大学等）と運用会社の双方を指す。対話や情報提供に関しては、運用会社であるアセットマネジャーは、単体で動いている訳でなく、後ろ側に基金であるアセットオーナーの意向、社会情勢、あるいは最終受益者（個人）といった社会の意向等をかなり踏まえながら企業に対する見方を変化させている。
- ・ 現在は、サステナブル・ファイナンスやグリーンボンド等、インベストメントチェーン外で、自分たちの知財や今後のビジネスの持続可能性を語る必要性も出てきている。

（機関投資家の種類について）

- ・ 機関投資家の理解を深める際、7つの軸を意識すると理解が容易になるのではないか。
- ・ 1つ目は時間軸で、ロングタームインベスターとショートタームインベスターに分けられる。ファンダメンタル分析で長く投資する人なのか、あるいは高速運用等で小さな利益を重ねる人かにより、情報提供の内容や頻度等が全く異なる。
- ・ 2つ目は投資の主体性で、パッシブとアクティブの違い。
- ・ 3つ目は投資戦略で、アクティブ運用でも、成長性が高い企業に投資するグロース、株価が割安である際に投資するバリュー、グロースとバリューのミックスと位置付けられる GARP 等のスタイルがいくつか存在する。
- ・ 4つ目は投資家の所在で、日本国内の投資家であるか、グローバルにオペレーションする投資家であるかにより、情報提供の内容が変わる。日本でオペレーションし、日本に拠点がある場合に日本の業界のランドスケープや文化的側面を理解しているが、グローバルでは必ずしもそうではない。グローバルにオペレーションする投資家に対しては、グローバル規模での業界における立ち位置や、そこでの優位性を語ることに意義が出てくる。

- ・ 5つ目は投資家の形態であり、ブティックか、オールラウンドかが挙げられる。オールラウンドは、多様な戦略を持っており、デパートの様なイメージであるが、ブティックの投資家は1つか2つ程の特化した戦略を持っている。これにより、情報提供や対話、思考のプロセスが少し異なる。
- ・ 6つ目は投資の手法で、ボトムアップなのかクオンツ、システムティックなのか挙げられる。ボトムアップと、クオンツでは、注目する情報の粒度や場所が異なる。
- ・ 7つ目は投資の志向で、これまでは伝統的なリスクとリターンを重視する投資家が多かった一方、最近は社会的なインパクトを加えた3軸で投資判断と成果を測る投資家が出てきており、この違いでも提供される情報内容は変わる。

(投資家の種類によるエンゲージメントの違いについて)

- ・ 運用スタイルによりエンゲージメントが発生するポイントは異なる。アクティブ運用であれば、対話をアルファ（超過リターン）の源泉を把握する場合に発生しうる。
- ・ スチュワードシップ活動については、運用のスタイルに関係なく発生する。

(非財務情報活用の視点について)

- ・ 非財務情報の活用視点について、パッシブ運用やスチュワードシップ活動は業界比較や改善分野の発見を重視し、アクティブ運用は、アルファの源泉となる差別化要素や、競争力を見極める情報を重視する。インパクト投資は、環境・社会の課題解決への貢献度（インパクト）を重視する。

(投資家の立ち位置による求める情報の違いについて)

- ・ 投資家の立ち位置による求める情報の体系として定型的、客観的なESGデータがベースにあるとすれば、その上に企業価値に影響を与えるESGストーリーがあり、またその上に個別企業の状況があり、最終的に社会的なインパクトがあり、運用スタイル毎に、求める情報や重視する箇所や場所が変わる。

⑤ プレゼンテーション（三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社 澤嶋様）

(スチュワードシップ活動の考え方について)

- ・ 中長期的な投資リターンの向上をゴールとした当社のスチュワードシップ活動では、ESGへの対応、議決権行使、エンゲージメント3つがセットになっている。
- ・ 従来は議決権行使とエンゲージメントは重なり合わず、「ガバナンスのミニマム・スタンダードを求める機会」として議決権行使を行い、「企業へのベストプラクティスを求

める機会」としてエンゲージメントを行う位置付けであった。一方、最近では、エンゲージメントで対応していた項目を議決権行使のガイドラインに盛り込む流れも出ている。

(エンゲージメントにおける注力テーマについて)

- ・ エンゲージメント活動を行うにあたり、ESG マテリアリティとして重要であると考え、12 テーマを選定。各項目が SDGs に通ずる重要テーマと考えているが、企業ごとにマテリアリティが異なるように、当社がエンゲージメントを行う優先順位も、対象企業や時点毎に変わる。

(エンゲージメント活動の体制について)

- ・ エンゲージメント活動の対象として、個別企業や業界に詳しいリサーチ運用部のアナリスト、ESG の潮流や業界を横断的に把握するスチュワードシップ推進部のメンバーが協働し、互いの強みを掛け合わせたエンゲージメントを実施。

(非財務情報の重要性について)

- ・ 非財務情報が企業価値に大きな影響を及ぼす可能性があり、重要になっているが、「経営者との対話」「経営戦略説明会」「統合報告書」「SR ミーティング」「6つの資本戦略」「事業戦略説明会」「環境レポート」「工場・見学」といった様々な機会を活用して、総合的に非財務情報を集約・分析を実施。

(非財務情報評価「MBIS」について)

- ・ MBIS は当社独自の非財務情報評価の仕組み。M はマネジメント、B は事業基盤、I は市場動向、S は事業戦略を表している。各項目について、ESG マテリアリティの 12 のテーマを加味してスコアを付与。MBIS のそれぞれに対して、評価軸が 2 つずつあり、その各評価軸に幾つかのチェック項目があり、その項目をチェックしていく。その結果を、縦と横の軸でプロットして最終的なスコアを定めていく。
- ・ MBIS のフレームワークを応用した知財情報の評価については、M のマネジメントでは経営層で知財マネジメント体制等、組織力で知財オペレーションとして人材戦略との整合性等が評価対象となり、B の事業基盤では差別化要因として経営情報との整合性や、特許ポートフォリオの優位性、ブラックボックス戦略の場合は貢献度等が評価対象となり、S の戦略では知財ポートフォリオマネジメントとして、投資、撤退の巧拙が評価対象となる。

(非財務情報評価「MBIS」の活用事例について)

- ・ 知財に関する情報開示が進んでいる旭化成を事例とすると、M のマネジメントにおけ

る経営の軸であれば、知財マネジメント体制として研究開発の本部下に知財部があることに加え、経営企画の担当役員の下に、知財インテリジェンス室が属していることから、経営戦略の推進に知財が関わっていることが分かる。組織力の軸では、人材レコメンドシステムというプラットフォームを構築している点に着目している。

- ・ Bの事業基盤については、IP ランドスケープを活用して、積極的に自社の知財活用が可能となる顧客開拓をしており、顧客基盤の観点から高く評価できると考える。
- ・ Sの事業戦略では、経営戦略と知財に関する非財務 KPI が結び付けられており、撤退のルール、ライセンスアウトの考え方も明確に示しており、知財の活用が評価できるポイントである。

(投資判断における MBIS の活用について)

- ・ MBIS 評価により、種類の異なる数多くの非財務情報を集約・分析し、可能な限り可視化、それらを財務情報の補完材料として投資判断に活用している。
- ・ MBIS の評価結果を、企業とのエンゲージメントに活用し、MBIS の品質向上を目指している。場合によっては分析結果を企業に直接フィードバックすることも行っている。例えば、企業側にスコアを直接共有し、特定の項目について低い評価であることや、低い評価の項目が改善することによる評価改善の可能性について伝え、具体的に課題を共有し、その課題解決のための企業の取組やアクションを後押ししている。
- ・ MBIS の高度化を進めることを繰り返し、投資先企業との信頼関係を深め、持続的な成長をサポートし、中長期的な投資リターンの向上を目指している。

(2) 企業側の視点

(非財務・財務の資本生産性の重要性に対する認識と PL 依存経営からの転換の必要性について)

- ・ 現状、企業側には、非財務に加え、財務的な資本生産性の重要性に対する認識を改める必要があると感じる。過去の自らの経験では、海外の長期投資家から、売上高や営業利益で成長を語るばかりで投資家に響かないという指摘、ROIC を経営陣の報酬 KPI の一つに採用しているのであれば ROIC を目標化し開示する点についてアドバイスを受けたことを契機に、ROIC を正式な経営目標とし、また社内で定着させる方法論等を研究し、目標化を実現した企業がある。結果として、その企業は、フェア・ディスクロージャーベースでのリターンや ROIC、WACC の説明が可能となり、投資家から非常に高い評価を受けた。また、中期経営目標に ROIC を掲げ、

EPS の目標も追加で公表し、投資家との対話でも大きな成功を収めた。こうした変更は、損益計算書 (PL) 依存の経営から、貸借対照表 (BS) やキャッシュフロー、非財務的価値を重視した経営への転換となり、ショートターミズムからロングターミズムへパラダイムシフトしたともいえる。

(経営者の意識変革のドライバーになりうるインデプスレポート (In-depth Report) について)

- ・ 近年のアナリストレポートは、マーケットコンセンサスや、アナリスト自ら掲げた目標株価に偏った内容のレポートが多く、企業経営者側として活用が難しい状況である。コンセンサスのない中長期の分析のフレームワーク、産業の big picture の分析の切り口で知財・無形資産に深く着目した、アナリストによるインデプスレポート (In-depth Report) のようなものが最低年 1 回程で今後発行されていけば、経営者の意識変革のドライバーになるのではないか。また、セルサイドアナリスト・コードのような具体的な話が出てきても良いのではないか。

(潜在的な企業価値の顕在化において重要な点について)

- ・ 価値があるはずなのに顕在化していない Value を Unlock することと、技術の価値が「誰が、いくら払ってくれるのか」に集約される点についてプレゼンテーションを伺い、企業の知財担当が力を入れるべき観点が明確になった。Unlock できていない Value を見出し可視化するのを、内向きの IP ランドスケープと表現しているが、価値があるのに顕在化していないリソースや強みを検知し、説明する必要がある。
- ・ 企業側の反省としては、特許として出していない点に強みがある場合もあり、そこは補足情報で補完して伝える必要がある。対競合他社で見たときに、特許数では劣る一方で、優秀な人材が無形資産を作り、その無形資産が事業に活用可能な知財として抽出・形式化され、そのサイクルが回る仕組みや、仕組みを支える土壌を有しており、そうした点を示していきたい。

(人材戦略と成長機会について)

- ・ 従業員が会社に対し高いセンチメントがある場合に、企業としてのパフォーマンスが高くなる分析の説明があったが、企業内で人材が活性化できる環境づくりも含めて知財活動といえる。
- ・ 当社では、従業員における一定の比率を外部人材にすることで、組織文化の変革やネットワーク型の働き方の取り込みを目指し、外部人材の採用を積極化している。組織文化

の変革も無形資産の力であり、それが将来の成長機会に繋がることから、投資家やアナリストから評価されて初めて、実際の企業価値につながっていく。

2. 企業とギャップを感じる観点・情報について

(業績予想の情報開示方法における欧米諸国との比較について)

- ・ 業績予想の財務的な数字の背景には、必ず非財務の影響がある。また、現状の財務で行っている将来の訴求の根本を変えるところの表裏に非財務情報の開示がある。欧米では、非財務情報がビジネスモデルに与える影響等をモザイク情報として示している。典型的な人材に関する開示例として、ゼネラル・エレクトリックではリスキリングを実施し、その結果、リスキリングが人材流出の歯止めとなった点を開示している。Amazonにおいても理系人材のリスキリングに関して開示しており、投資家としては企業のビジネスモデルの変化を想像しやすい。一方で日本では、リスキリングをするとなった場合に、具体的な対象や目的は開示されていない。
- ・ 人材を軸にいかなる企業価値を構築するかが、柱として投資家の分析の対象になる必要がある。技術にしても、人材なしでは技術は生まれにくい。特許についても、なぜその特許が価値を創造するかを深掘りした開示がアメリカではなされている。

3. 企業が投資家への理解を深める方策について

(経営者の意識変革におけるガイドラインの在り方について)

- ・ 最近でも、他企業の経営者から、資本コスト一つを取っても定着が難しい話を聞く。それに対しては、経営陣が真剣にBSやキャッシュフローを重視した経営を執行し、グローバル社員も納得するような、持続的な企業価値の発揮の重要性について気付く必要がある。今回の投資家からの発表の観点は、経営者にぜひ知ってほしい内容であり、改訂版ガイドラインに取り上げていただきたい。
- ・ 企業側としては、無形資産の価値評価につながる開示情報を、投資家がどう運用プロセスに導入し、投資のホライズンを含めて、銘柄選択やバリエーション評価等のアクションに落とし込んでいるかが見えにくいと感じる。無形資産の価値評価の具体的な活用方法が運用スタイル別でも示されれば、企業側の情報開示が点から線となり、面的に広がると期待している。

(非財務情報評価の活用可能性について)

- ・ 非財務情報評価指標は、各企業の知財戦略を評価し高めるうえで、大きな尺度になると感じた。企業の価値創造ストーリーと尺度の結びつきや、尺度をどう位置づけるかの改

善を行うことで、R&D や企業成長性が担保できるかの明確化ができれば、経営の指標、KPI の一つになり得る。

4. その他

(企業と投資家が協働できる体制の検討について)

- ・ 企業経営者が投資家の判断基準や考え方を十分に理解した上で、自社の Unlock できていない value を念頭に、顧客に対して提供できる価値を見定める。それを非財務情報として高め、開示していくことの重要性を認識し経営に生かすことが、日本企業全体、日本全体の価値を上げることに繋がる。
- ・ 投資家が個々の企業を深く分析し、それを受けた M&A の提案を知財部門から発信することはハードルが高いため、企業と投資家が協働して日本の企業価値を高めるフォーメーションを考えていく必要がある。

(知財・無形資産の活用促進における政府の役割について)

- ・ 機関投資家へ訴求できる企業の無形資産開示における課題の解消には、政府が役割を担う余地がある。特に、松島委員が発表された「金融業界のビジネスモデルをめぐる5つの構造変化」に記載されている構造的課題について対処を実施すべき。

(金融機関とエクイティサイドの企業評価観点の違いについて)

- ・ 金融機関とエクイティサイドの違いとして、エクイティサイドは償還等の特定の期限に釘付けられない点大きい。企業との対話内容によっては、投資家が自由に投資期間を延ばすことが可能である点が大きく異なる。

(金融機関の PBR について)

- ・ 構造的に金利が機能していない点が、多くの金融機関の PBR が 0.5 を切っている要因と考えられる。同時に、金融機関の成長性や将来性が非常に見えづらく、既存の金融機関以外にもフィンテックを担う新しい企業が金融業界に進出している中、金融機関としての存在意義に対する懐疑心が PBR に反映している。

以上