資料4

第14回 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

投資家の思考構造（アクティブ投資家の一例）

2022年11月2日

三瓶 裕喜
Astonering Advisor LLC 代表

投資家としての流派分類

大分類	準大分類	中分類	小分類	カバレッジ		
				グローバル	リージョナル	ローカル
アクティブ	ジャッジメンタル	ファンダメンタル・リサーチ	ボトムアップ	✓		

ボトムアップ・アプローチとは

「マクロ経済の動きよりはむしろ、個々の企業や債券の財務分析や価値分析に基づいて最終的な投資判断に至ります。基本的には景気サイクル等経済の全体的な状況には重点を置かず個別の企業の状況を重視した投資判断を行います。」（三好秀和編著「ファンドマネジメントのすべて」より抜粋）

<u>経験した運用会社</u>

NLI Asset Management（New York）	1989-1993	米国株式	ボトムアップ
日本生命国際投資部	1993-2000	外国株式	トップダウン＋銘柄選択
Nissay Deutsche Asset Management（JV、London）	2000-2003	欧州株式	ボトムアップ
Deutsche Asset Management（旧Morgan Grenfell、London）	2000-2003（JV）	世界株式	ボトムアップ
Hermes Focus Asset Management（London）	2001-2007（協業）	欧州株式	ボトムアップ
ニッセイアセットマネジメント	2003-2007	日本株式	ボトムアップ
Putnam Investments（Boston）	2003-2007（提携）	世界株式	ボトムアップ
Fidelity International（Tokyo, London）	2007-2021	世界株式	ボトムアップ

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

投資判断（BUY or SELL）までの流れ・思考構造

Research

企業情報：
- 有報、短信
- 説明会資料
- ウェブサイト、統合報告書
- セルサイド・レポート
- 協会集計情報
- ニュース

情報データ収集の視点：
- 競合比較、グローバル比較
- 競争力評価
- サプライチェーン

情報データ：
- 株価、財務データ
- サイクル（市況、製品他）
- 市場成長、規模
- リソース単位当たり効率
- ESG格付け

業種固有情報：
- 固有指標
- 需給
- 新技術・新サービスほか

Modelling

財務データ：
- 過去20年
- 連結財務諸表
- セグメント情報
- 諸比率
- 市況価格

シナリオ：
- メイン・シナリオ
- ダウンサイド・シナリオ
- アップサイド・シナリオ

ドライバー：
- 需給、市場規模、普及率
- 規制緩和・導入、競争
- 数量効果、価格効果
- マージン、生産性
- FCF創出、資本効率
- 人材、組織力
- など

Forecast

財務予想：
- 戦略
- 3～5年[注1]
- 年、四半期[注2]、
- 連結、セグメント、
- 製品/サービス
- 諸比率、
- ドライバー
- シナリオ

長期予想：
- ビジョン
- TAM、SAM、SOM[注3]
- 平均回帰（ROI、利益率、成長率）
- シナリオ

注1：対象が創薬企業の場合は10年など予想期間が長い
注2：四半期予想はせいぜい2年程度
注3：Total Addressable Market, Serviceable Addressable Market, Serviceable Obtainable Market

Valuation

倍率法：
- PER、PBR、EV/EBITDAなど

イールド法：
- 配当利回り、FCFイールド

割引現在価値法：
- DDM、RIM、DCFなど

＜重要ポイント＞
倍率、割引率次第で適正株価評価は大きく変わる。したがって、市場評価と著しく異なる倍率、割引率を適用する場合には明確な理由が求められる。

情報を集め過ぎると評価が現在の株価に近くなる（market consensus）

Investment thesis

BUY or SELL
- 目標株価
- 想定期間
- 株価評価根拠
- 投資理由
- ESG評価
- 株価に反映していない重要要素
- 進捗確認すべきドライバー
- リスクシナリオ

情報を知らないからではなく、実現可能性に懐疑的または確信を持てないため株価評価に反映しないことが多い

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

エンゲージメント（Unlocking value）の思考構造

エンゲージメントを通じたIntput（投資家）

Output（企業）

Outcome（企業）

Valuation

現在の株価が反映している評価を読み解く

戦略、ビジネスモデル、リスク、製品/サービス、資産、資本構成等のどこに問題（マイナス評価の原因）があるのか特定し、Unlockした場合の価値を試算する

- Stock driver
- Value driver
- Earnings driver
- Margin driver
- Growth driver
- Resource driver
- Internal driver
- External driver

Issues / solutions

4．成果と重要な成果指標（ＫＰＩ）

- 4.1. 財務パフォーマンス
  - 4.1.1. 財政状態及び経営成績の分析(MD&A等)
  - 4.1.2. 経済的価値・株主価値の創出状況
- 4.2. 企業価値創造と独自KPIの接続による価値創造設計
- 4.3. 戦略の進捗を示す独自KPIの設定（社会に提供する価値に関するKPIを含む）
- 4.4. 資本コストに対する認識
- 4.5. 企業価値創造の達成度評価

3．実行戦略（中期経営戦略など）

- 3.1. ESGやグローバルな社会課題（SDGs等）の戦略への組込
- 3.2.経営資源・資本配分（キャピタル・アロケーション）戦略
- 3.3. 事業売却・撤退戦略を含む事業ポートフォリオマネジメント戦略
- 3.4. バリューチェーンにおける影響力強化、事業ポジションの改善、DX推進
- 3.5. イノベーション実現のための組織的なプロセスと支援体制の確立・推進
- 3.6. 人的資本への投資・人材戦略
- 3.7. 知的財産を含む無形資産等の確保・強化に向けた投資戦略
  - 3.7.1. 技術（知的資本）への投資
    - 3.7.1.1. 研究開発投資
    - 3.7.1.2. IT・ソフトウェア投資／DX推進のための投資
  - 3.7.2. ブランド・顧客基盤構築
  - 3.7.3. 企業内外の組織づくり
  - 3.7.4. 成長加速の時間を短縮する方策

2．長期戦略

社会の長期的なサステナビリティを展望し、企業のサステナビリティと同期化

2-3．リスクと機会

- 2-3.1. 気候変動等のESGに関するリスクと機会の認識
- 2-3.2. 主要なステークホルダーとの関係性の維持
- 2-3.3. 事業環境の変化への対応
  - 2-3.3.1. 技術変化の早さとその影響
  - 2-3.3.2. カントリーリスク
  - 2-3.3.3. クロスボーダーリスク

2-2．ビジネスモデル

- 2-2.1. 市場勢力図における位置づけ
  - 2-2.1.1. 付加価値連鎖（バリューチェーン）における位置づけ
  - 2-2.1.2. 差別化要素及びその持続性
- 2-2.2. 競争優位を確保するために不可欠な要素
  - 2-2.2.1. 競争優位の源泉となる経営資源・知的財産を含む無形資産
  - 2-2.2.2. 競争優位を支えるステークホルダーとの関係
  - 2-2.2.3. 収益構造・牽引要素（ドライバー）

2-1．長期ビジョン

- 2-1.1. 社会への長期的な価値提供の目指す姿

1．価値観

- 1.1. 価値観を定める意義
- 1.2.社会への長期的な価値提供に向けた重要課題・マテリアリティの特定

5．ガバナンス

- 5.1. 取締役会と経営陣の役割・機能分担
- 5.2. 経営課題解決にふさわしい取締役会の持続性
- 5.3. 社長、経営陣のスキル及び多様性
- 5.4. 社外役員のスキル及び多様性
- 5.5. 戦略的意思決定の監督・評価
- 5.6. 利益分配及び再投資の方針
- 5.7. 役員報酬制度の設計と結果
- 5.8. 取締役会の実効性評価のプロセスと経営課題

4．成果と重要な成果指標（ＫＰＩ）

- 4.1. 財務パフォーマンス
  - 4.1.1. 財政状態及び経営成績の分析(MD&A等)
  - 4.1.2. 経済的価値・株主価値の創出状況
- 4.2. 企業価値創造と独自KPIの接続による価値創造設計
- 4.3. 戦略の進捗を示す独自KPIの設定（社会に提供する価値に関するKPIを含む）
- 4.4. 資本コストに対する認識
- 4.5. 企業価値創造の達成度評価

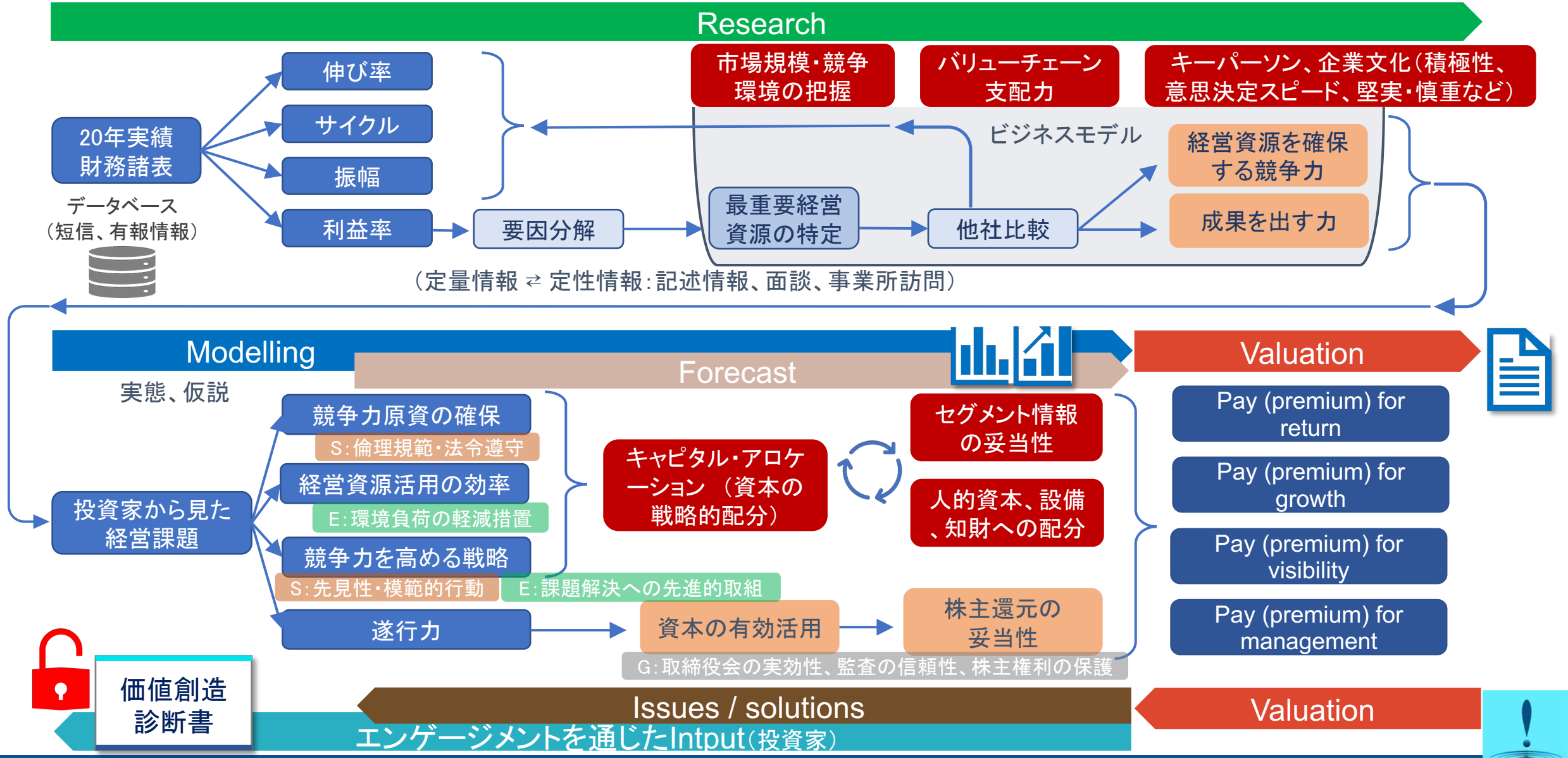
実質的な対話・エンゲージメント

取締役会と経営陣の役割分担とコミットメントの下、投資家との対話・エンゲージメントを深め、価値創造ストーリーを磨き上げる

- 6.1. 実質的な対話等の原則
- 6.2. 実質的な対話等の内容
- 6.3. 実質的な対話等の手法
- 6.4. 実質的な対話等の後のアクション

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

企業評価プロセス／ボトムアップ型エンゲージメントのイメージ



無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

エンゲージメントの準備

実質的な対話・エンゲージメント

取締役会と経営陣の役割分担とコミットメントの下、投資家との対話・エンゲージメントを深め、価値創造ストーリーを磨き上げる

6.1. 実質的な対話等の原則 | 6.2. 実質的な対話等の内容 | 6.3. 実質的な対話等の手法 | 6.4. 実質的な対話等の後のアクション

論点・根拠を明確化・共有するためのディスカッション・ペーパーを提示

価値創造診断書	価値創造の実績と現状	要因分析	要因分析	要因分析	要因分析

認識の共有：企業の長期ビジョン・実行戦略に対する市場の評価、両者のギャップについて共有

長期戦略	実行戦略	戦略妥当性 Why	戦略妥当性 Why	戦略妥当性 Why	戦略執行力 How

戦略の評価、投資家が考える解決策と期待効果を説明し、検討を依頼する

戦略執行力 How	リスク	重要なESG課題(why)	重要なESG課題(what)	重要なESG課題(how)	期待するアクション

【評価の視点】国際的な動向・目標・指針を認識してるか、
現状の課題把握と長期目標（あるべき姿と達成時期）の設定

様々な事例や解決例を提示、企業側から質問を受ける

アクションに係るモニタリングポイントを確認する

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

投資家の思考回路と求める情報の粒度

凡例
- 投資家の思考
- 企業の説明

企業価値向上の可能性はあるか

Unlockするvalueはあるか

Unlockするにはvalueを隠している覆いを取り除けばよい

事業再編

又は

Valueがあるはずなのにpricingが間違っているのではないか。
廉価販売は本当に価値といえるか再考が必要。

【連結】
低利益率
低ROIC

矛盾

先端技術・ノウハウ
開発力・提案力
製造技術が強み

【外部情報】
特許データ
業界情報紙
製品発表会
論文・専門誌
顧客サーベイ
ユーザー評判

矛盾

対顧客、対競合との関係で開示できない

【セグメント】
中には高利益率
高ROAセグメントもある
※セグメントROICは任意開示

又は

【セグメント】
セグメント情報の上げ底＝
本部コストで吸収（セグメントに配賦できていない）

Unlockするvalueはないのではないか

矛盾

セグメント毎に見れば利益率、ROAが高い

又は

【新規分野】
まだ”規模の利益”に達していない

【時間軸】
投資フェーズ、回収開始いつ？
回収期間？

【製品・サービス】
高利益率はどの製品・サービスか

【顧客市場】
TAM、SAM、SOM

※廉価によるマーケットシェア獲得は要注意

【原価・初期投資】
競争力、差別化要因となる知財・無形資産

【限界利益構造】
利益率改善余地

【連結】
連結業績寄与度

【他社との違い：なぜ、どこがどう違う？それは持続可能？】
技術
ノウハウ
信頼
性能
評判・人気
ブランド
ワクワク・感動
物語

【情報の粒度】
例えば技術そのものの説明ではなく、それがあるとどのように競争優位なビジネスモデルになるのかを説明できればよい

価値＝
誰が、いくら払ってくれるのか

≠ 技術の難易度ではない
≠ 高度な製造技術でもない

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

投資家が重視するビジネスモデルによる価値化とは

投資家が最先端技術等の“真価”を見定める方法
「誰が、いくら払ってくれるのか」※

※シリコンバレーのVCの手法

「誰」は同一とは限らない

誰が使うのか
顧客・ユーザーの目的は何か
目的達成の方法は一つではない

顧客の課題を解決する多くの方法のうちの一つでしかない
例）ハードウェア vs ソフトウェア

投資家が理解しない30年の開発期間というが、ビジョンを示していなければ偶然の産物、「実は持っていた」では評価されない

新素材が完成してから用途開発とはどういうことか

最先端技術、最高品質のアピールと廉価販売の矛盾

本社の基礎研究とグループ会社の応用研究の役割分担、保有特許の相互関連性、競争優位の源泉が分かりにくい

粗利率45%以上にも関わらず営業利益率5%、連結ベースROAはセグメント合計ベースの半分、R&Dの多くは本部コストになっており価値化が見えない

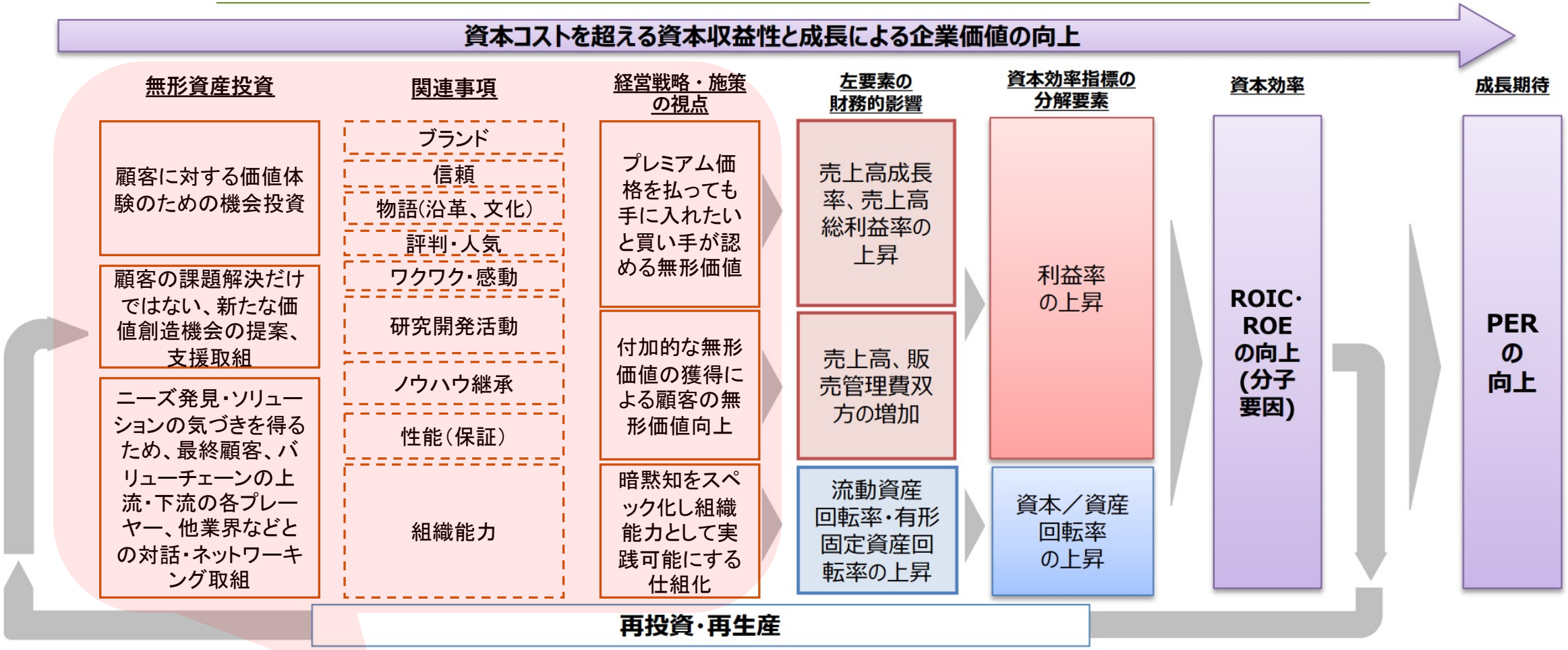
技術力が強みというが、どこに強みがあるのか？
膨大な数の特許を保有しているのに特許価値評価で技術分野No.1の特許は1つもない

≠ 技術の難易度ではない
≠ 高度な製造技術でもない

（製造技術は価値化しにくい）

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

（試案）知財・無形資産と企業価値向上のつながり



「人的資本可視化指針（P.6）」をベースに知財・無形資産版を試作

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC

重要事項

- 当資料は、アストナリング・アドバイザーが作成しておりますが、掲載情報の正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、状況によって予告なく変更することがあります。
- 当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断り致します。

無断転載禁止／Astonering Advisor LLC