

社会課題解決による企業価値向上への知財役割について

加賀谷 哲之 氏 一橋大学 商学部 教授



只今御紹介にあずかりました、一橋大学商学部の加賀谷でございます。本日はお話しさせていただく機会をいただき、ありがとうございます。

早速ですが、お話を始めさせていただきたいと思います。

まず、先ほど長官からも御紹介いただいたとおり、私は一橋大学を卒業後、大学教員になってからこれまでさまざまな政府の研究会に関与をさせていただきました。

その中で、特に今日のお話と関係するのは、「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」です。

研究会設置された契機となったのは、2021年に公表されたコーポレートガバナンス・コードの改訂になります。この中で、知財経営の監督を取締役会の方でしっかりやらなきゃならない、あるいは開示をしっかりしなければならない、という点が組み込まれております。

しかしながら、そうした知財経営に対する監督や開示をどのようにやればいいのかというところについては、なかなか現実的な解が存在していなかったのが現実でした。このため、上記の検討会でガイドラインを公表することになったわけです。

コーポレートガバナンス・コードの主たるターゲットは投資家あるいは金融機関からの期待にありますので、同検討会では、投資家の皆様、知財関係の皆様、そして経営者の皆様と議論をさせていただきました。その結果として、昨年「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ガイドライン」を公表しました。「知財・無形資産ガバナンスガイドライン」と言われるものでございます。

コーポレートガバナンスの中で知財・無形資産を議論した背景として、知財・無形資産投資に対する日本企業の必ずしも十分な投資がなされない現実を、コーポレートガバ

ナンスという枠組みを通じて解消していく必要があるのではないか、という問題意識があったためです。その中で、なぜコーポレートガバナンスでそれを解決する必要があるのか、あるいはそうしたところを促すためのドライバーとして、何がそもそも過少投資の原因になっているのか、というところに仮説を立てて、研究報告書としてまとめさせていただいたということでございます。

本日は、「知財・無形資産ガバナンスガイドライン」の中身を説明するというよりは、その背後で起こっていることや、その中で特に大きな動きになっている社会的課題に対して、知財を通じて解決するというのはどういうことなのか、というところを我々の研究会は、どのように考えているのか、また、知財・無形資産投資を促すということと、サステナビリティ経営、あるいは社会課題を解決するという問題をどう結びつけていく必要があるのか、ということについて皆様の議論の参考になればと思っております。

本日は、社会課題の解決がなぜ求められるのか、という基本的な問題意識もお話をさせていただいた上で、特に知財・無形資産ガバナンスガイドラインとの関係についてお話をさせていただきます。その上で、なぜ日本企業の無形資産投資が十分ではないのかというところについてと、ソリューションとしてサステナビリティ経営をどのように関係させていけばいいのか、というところについてお話をさせていただきます。と思っております。

世界の人口が増え、都市化が進み、世界経済の規模が大きくなる中で、エネルギー需要、温室効果ガス、食料需要、そして水事情といった問題もまた大きくなる、というところがございます。そうした中で今までの問題解決の手法である、国、NGO、NPOを中心として、社会的課題を解決

する、ということではもう立ち行かなくなっております。この中で特に注目を浴びているコンセプトの1つが、プラネタリーバウンダリーというコンセプトであります。

プラネタリーバウンダリーというのは、人類の活動領域の中で、不可逆的な変化を起こす可能性のある活動領域がどれほど進捗しているのか、どれほど限界に近づいているのかを、地球規模で測定をしていこうという概念でございます。この概念で言われておりますのは、既に地球1.7個分がないと現時点で経済は回って行かない、ということが言われています。例えばグローバル社会で、アメリカの人たちと世界の人たちが同じ生活をするとすると、地球は5個必要になります。そんなことを考えますと、もう限界値はとっくに超えているという現実があります。スウェーデンのストックホルム・レジリエンス・センターによれば、クライメントチェンジ、循環経済、そして生物多様性については、完全に限界値を超えていると言われております。その意味で、問題解決が既に求められているということでもあります。

その中で今動き始めているのが国連だと思えます。国連の考え方は一層高い生活水準、完全雇用ならびに、経済的、社会的及び進歩的発展の条件を促進することですが、その中で社会経済が持続可能でないと、そもそも基盤が整備できないというところがあります。そこで国連中心に皆さん御存じのSDGsが動き始めたということでもあります。SDGsの動きの中で、特に我々が関心を持っておりますのは、投資コミュニティの動きでございます。アナン事務局長が2006年にPrinciples for Responsible Investment(PRI)という、投資コミュニティの皆様が署名活動をスタートさせました。この署名活動は、自分たちの資金運用プロセスの中に、ESGの要素、環境社会ガバナンスの要素をしっかり組み込まなければもはや立ち行かないということで、その署名をする投資機関、金融機関を集めていったということになります。

直近で4902社の運用会社が参加しており、121.3兆ドルの投資規模がここで動いています。そういう意味では、資本市場の多くのお金が、ESGを通さないと動かない現実が起こり始めているということになります。

このような動きにいち早く取り組んでおりますのがEUでございます。EUは、今の投資コミュニティでお金を集めたいとしたときに、実際に共通言語があるのか、そこ

に向けてお金を投げるとした時のインフラがちゃんと整備されているのかというところに問題意識を持ち、2015年ぐらいから活動を一気に加速をさせてまいりました。

例えば、EU Taxonomyというのが2019年に公表されております。これは気候変動の問題を中心に、この取り組みは環境によいかどうか、グリーン、ブラウンをはっきりと識別するような活動をスタートさせて、それを言語化し、標準化していっているという動きです。その意味では、言語化が進展していくと、やがてはファイナンスも現実に伴って上手く識別ができてくるだろうと考えております。このような動きが、グローバルに見て加速をしているということでございます。

このように資金調達条件としてESGに対する要件を満たすことが必須となると、多くの金融機関はESGやグリーンという名称を冠した金融商品を組成することになります。しかしながら、そうした金融商品の多くが必ずしも環境・社会課題を解決するのに役立っていないのではないかと問題意識が提示されるようになってまいりました。どのような金融商品であればESGやグリーンを冠すのにふさわしいのか、あるいはそもそも金融機関としてそのような要件を満たすことができているのか。

こうした点に対するソリューションとして、欧州では「サステナブルファイナンス開示規則」(SFDR)が公表されています。SFDRでは機関投資家や金融機関が事業体レベルで、あるいは事業体が組成する金融商品レベルで、ESGを冠すのにふさわしいかどうか自ら説明責任を果たすための開示を行うことを求めています。例えばサステナビリティに対して悪影響を与える、Principal Adverse Impactsというもの測定させ、公表させるということをやられています。事業体あるいは金融商品レベルで、社会や環境課題の解決に結び付いているのかどうかを確認するため、たとえば温暖化ガス排出量やカーボンフットプリント、あるいは多国籍行動指針違反の数など運用先全体あるいは金融商品ごとのインパクトをきちんと報告することが求められます。金融機関が作る金融商品の中には、皆様の会社の株式あるいは社債が含まれてきます。そうすると、その社債や1つ1つの銘柄がどうインパクトを与えているのかというのを測定しなければ、結局金融商品として測定できないということが起こってくるわけです。

そうすると、EUで株式や債券などの金融商品を発行す

る場合、この情報の開示が金融機関から求められることとなります。直接的にはEUの規制といたしながらも、資本市場はグローバル化していますので、日本の投資家も、EUの動きに倣って、こうしたことをやっていかなきゃいけません。彼らはグローバルで資金運用をしており、そうした観点で金融商品を買ってもらっていますので、このルールに彼らも従わなければならないようになってくるわけですね。そうすると、共通言語が必要になってくるというところがあって、企業の皆様にも関連する情報の開示を求め始めているということがあるのだと思います。

また、法規制の枠組みの中でも、この社会課題、あるいは環境問題というところがクローズアップされているということがございます。よく言葉で「域外適応」という言葉が言われることがございます。

例えば、BがEU域内の国とし、Aが日本だとしましょう。EU域内にある国の企業の子会社や支社が、日本で事業活動をするとしたときに、日本で事業活動をする子会社や支社に対しても、EUの規制を適用しようというのが、域外適用になります。サプライチェーンでも同じようなことになっています。例えば日本で展開するとしたときに、この取引先についても同じ要件を求めましょうということになってくるわけですね。さらにEUそのものが経済制限をする、ということになってくると、日本の企業も巻き込まれてくることになってくるわけです。

こうした域外適用の話と並列して、グローバルな国を越えた法訴訟も起こってきている問題です。例えばEU企業がオランダでナイジェリアの問題が訴えられる。環境や社会課題の多くが国を超えて移転する環境リーケージなどが起こることが、こうした域外適用を正当化する論拠となっています。こんなことが起こってくると、これは経営者としてサステナビリティに対する課題についてしっかりと対応していかなければならないということになるのだらうと思います。

サステナビリティにかかわる問題がよりグローバルなレベルで議論しなければならぬ環境となりつつあることを前提とすれば、グローバルに比較可能な共通言語が求められるということをやより真摯に対応しなければならぬ課題であることが見えてくるかと存じます。こうした動きが、2000年ぐらいからずっと続いてきたということになります。細かいので、1つ1つ説明することはでき

ませんが、EU、UK、US、JAPAN、それぞれが、非財務情報、サステナビリティ情報を拡充する動きを加速させてきています。

大きな流れで説明をしますと、今注目を浴びているのは国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB) というものになります。これは今まで財務の情報の国際的な統合化・収斂化をやっていた方々が、非財務にフォーカスを当てて、比較可能性、一貫性を担保しましょうということをやっています。財務情報が国際的に共通言語になっていったように、非財務情報も共通言語化していこうという動きが加速しているわけです。

ISSBはその出自が財務情報の国際的統合化・収斂化をけん引してきたということからも推測できますとおり、主な情報利用者として対投資家を想定しています。そういう意味で、投資家向けの動きが進んできているということがあるわけですが、EUは実はちょっと流れが違っております。EUは、投資家もちろんありますが、それ以外のステークホルダーも非常に強い影響力を持っております。その意味では、それ以外のステークホルダーに対する説明責任もちゃんと果たしなさいという問題意識のもと制度を整備してきています。

日本やUKは、どちらかというところコーポレートガバナンス改革と、サステナビリティ開示を連動させながら動いてきているという経緯があります。それぞれ実はタイプが違うのですが、この非財務情報を開示させることで、企業にサステナビリティに関する説明責任を持たせていこうという動きだけは一貫しているということになります。特に今、国際的な統合化・収斂化の軸になりそうなのが、先ほどご紹介を差し上げたISSB (International Sustainability Standards Boards) で、今は基本的には全般的なガイドラインと気候変動についての問題にクローズアップをして、基準をつくっております。

一方でヨーロッパは既に気候変動だけではなく、汚染、水海洋資源、生物多様性、資源循環という社会の問題にもさまざまな形で基準をつくってきています。EUのルールですので、EUに関係しない企業であれば関係ないだろうという風に思われるかもしれませんが、例えば先程御紹介を差し上げたように、規制そのものが域外適用になる、あるいは取引先に適用するということが行われ始めておりますので、そうするとEUに子会社を持っている企業や、

取引先がある企業も巻き込まれる可能性があるわけです。特に一定規模の子会社を持っている企業は、このルールに従わなければならないという現実があります。そんなことを考えますと、かなり大きな潮流として、この2つの動きが国際的な統合化の中で進んでくるということになってまいります。実はフレームワークは共通していて、ガバナンス、戦略、リスク管理、指標目標という4つの基本的な枠組みの中で開示をしてくださいということは、統一をしております。

ただし、具体的に細かい仕様をどうするか、情報開示をどのような形で規定していきますかというのは、先程申し上げたISSBや、CSRDがセクター別というところの中で対応し始めているという経緯があります。

セクター別にそうしたものを求めていく、ということが今後起こってくるということは頭の中に入れておいていただきたいと思います。その動きそのものが、そんなに遠い未来じゃないというのは、2023年、2024年にその適用をスタートしようということが始まっているからです。

EUの動きは、特にEUに子会社を持っているような会社、日本企業で一定規模のEUの子会社を持っている企業ではそんなに速い動きではなく、2028年に対応しなければならないというレベル感なので、それほど大きな影響ではないかもしれませんが、一方でこの動きそのものは、かなりISSBにも影響を与える側面もあり、その意味では2つの動きが連動して日本企業に対する開示のプレッシャーが、より大きくなっていく可能性が高いということは、ぜひおさえておいていただければと思います。

ここから少し知財の関係性について整理をしていきたいと思っております。サステナビリティ経営で求められるのは何かというと、今まではどちらかということそのフィナンシャルパフォーマンスの目標を決めて、その説明責任を求めるといって世界でとどまっていたものに対して、インパクトパフォーマンスという社会に対するパフォーマンス、影響、あるいは環境に対する影響をしっかりと測定して、それを公表しようという動きになってくる訳です。こう考えますと、フィナンシャルパフォーマンスとインパクトパフォーマンスに基づいて自社をポジショニングし、A社が30年後、5年後、10年後にどうなっていきたいのかという目標を立てる必要が出てまいります。

1番目のフィナンシャルパフォーマンスをどのように

上げるかというのは、今までの経営活動の延長線上でこれをやれるわけです。一方で2番のインパクトパフォーマンス、例えば気候変動の問題なんかに対応していくとなった時には、実は長い時間軸で、かつこれまでと違う動きをしていかなければならないということがあります。そうすると、単に1番を示すためのビジネスモデル、経営計画のみならず、このインパクトを達成するためのプロセスそのものを公表していく必要があるということになってくるわけです。

そうすると、ビジネスモデルや経営計画のみならず、それをKPIなどの経営指標で示し、どのように上げていくのかということを目標に掲げていかなければならないということになります。このビジネスモデル、あるいは指標を示していこうということにつきましては、実は先程御紹介を差し上げた欧州委員会の動きの中で、その社会的な課題を単に示すだけではなく、ビジネスモデルと無形資産との関係の中で説明していただきたいというようなことも中に組み込まれています。そう考えますと、社会的なインパクトをもたらず活動と、自社の知財・無形資産をいかに蓄積し、投資・活用させていくかといった無形資産の動き、知財の動きをどう関係させて説明をさせていくかというところがすごく重要になってくるわけです。

自社のインパクトパフォーマンスを決定するとした場合、たとえばESG評価機関が提示する総合スコアに注目するアプローチもあります。しかしながらESG評価機関が600ぐらいあります。どの評価機関のスコアが自社に適合するかということ判断するのは容易ではありません。例えばある会社のESGスコアを見たときに、違う会社のESGスコアを見てみると、全く違うスコアということが結構あるためです。我々はこれをダイバージェントの問題と言っています。要はESG評価といってもどのような形で評価すればよいのかは、実はまだグローバル標準になっていません。そうすると評価機関は、自分たちの目的に照らした評価スコアを公表するということとなりますので、さまざまな評価スコアが存在する現状です。これはあくまでコミュニケーションベースとして、例えば投資家に対する説明責任や、ステークホルダーに対する説明責任を使うわけです。そう考えたときに、定義がわからないようなスコアを目標に使えるかということ、使えないわけです。

また共通言語が存在しない問題は、金融機関にも重要な

問題を提起しています。先程申し上げたように、ESG アジェンダは国連も含めたプッシュ活動があるので、かなりお金が集まっています。金融機関は、その集まっているお金を取りに行きたいので、見せかけの ESG 金融商品をたくさん作ってしまっています。見せかけの ESG 金融商品がたくさんあることに監督機関も黙っておらず、名称ルールをしっかりさせなさいと言っています。たとえば先ほど説明した SFDR に照らして整理すると、ESG の名称をつけてよいと言われるほど、きちんとした取り組みを実践できている金融商品はライトグリーンと呼ばれ、投資資産の 70% が ESG とのインテグレーションの対象になっていないとそれに認められないと言われています。

より深いダークグリーンにも対応しているものはインパクトに直接影響を与えるようなものになっています。SFDR の動きと SEC の動きは連動しており、すごく分かりやすく申し上げますと、金融機関として ESG ポリシーを持っているだけではダメであり、ESG やサステナブルレベルはつけられないということになっています。米国や英国でも現在、同様の規則が整備されており、たとえば英国ではよりインテグレーションが進んでいるものについては、Sustainable Focus、さらにインパクトを本当に与えるものは、Sustainable Impact と呼んでよいということになります。

英国では Sustainable Improvers とされる、興味深いカテゴリーも提案されています。たとえば今は CO₂ の問題で非常に大きい影響を与えているが、改善しているもの、改善度がいいものについては、むしろ評価をしていく方向にしようという動きです。こうした観点でも、ESG やサステナビリティに関わる取り組みを共通言語で語る環境整備が不可欠であり、資本市場を中心にその動きが加速しています。

こうしたサステナビリティに関する取り組みの評価軸が必ずしも統合化しているわけではありませんが、企業価値にいかに関わり付くかという問題意識のもと整理を進めていく取り組みは今も進展しております。そこで特に重要となりますのは、サステナビリティをめぐる事象が自社の事業機会やリスクに与える影響を見定め、それをビジネスモデルや戦略、リスク管理、ガバナンスにきちんと組み込むことができているかどうかです。事業機会やリスクに与える影響は、企業が現在、差別化源泉を持ち、それを将来

どのように変革していこうとしているかというシナリオと深くかかわります。すなわちサステナビリティに関わる課題をいかにビジネスモデルに組み込み、最終的にどのような武器、差別化の源泉を使って、社会インパクトを上げていこうとしているのかという点が重要となっており、実際に気候変動の問題に照らして申し上げますと、かなり差別化源泉としての知財・無形資産が貢献する部分があり、実際にそこに資金を積極的に集中させることも器として、ロードマップを経産省でつくっています。技術ロードマップを作る中で、環境課題や社会課題に貢献する技術やノウハウなどの知財・無形資産を、評価するようなメカニズムをつくらうとしているアセットオーナー、アセットマネージャーも徐々に増えているわけです。

投資家サイドでのお話もありますので、その意味ではサステナビリティの問題、インパクトと知財の問題をここに結びつけて考えていく必要が、今後出てくるところは、ぜひおさえておいていただきたいポイントです。

ちなみに気候変動の問題に対して、定量的なスコアをはじいているものの 1 つは、MQ スコア (マネジメントクオリティスコア) というものです。これはフィッチという評価機関が使っているもので、企業の気候変動の取り組みの積極性みたいなものを評価するメカニズムです。また、CVaR というのはどちらかというと、定量的利益コストでシナリオごとに定量化していくということになるわけです。ただ、シナリオを見るに当たってもどのような技術が影響を与えるのか、というところを GPIF さんは分析しようとしていて、投資でお金が集まる世界も、より知財との結びつきが必要になってくることがあるということになります。

そうした中で、知財・無形資産投資の日本企業の現状はどうなっているのかというところを少し整理させていただきたいと考えています。アメリカのデータを使って知財・無形資産投資と有形資産投資を見ると、90 年代半ばで逆転が起っています。価値創造の源泉としても、知財・無形資産の中で無形資産のプロポーシオンが大きくなるのも大体 90 年代です。こう考えると、90 年代半ばというところで米国企業は無形資産に舵を切ったということはいく説明されるものであります。

ある講演会をしていた時に「先生、分かりました。確か

に企業価値創造の中で、無形資産が非常に重要な役割を果たしている。しかし、なぜ無形資産が重要になっているのですか？」と問われたことがあります。有形資産は、例えば工場あるいは土地であれば売却することができます。その意味は、担保になるということがある訳ですが、無形資産はその特殊性があるが故に、他者に売れないことが時に起こりやすいです。よってそこに対する投資は、埋没コストになりやすいという問題があります。また、非常に管理が難しいです。知識情報の漏洩が起きやすいというところがあり、慎重に管理をしないと、なかなかキャッシュフローに結びついていかないということがあるわけです。そう考えると、比較的リスクに結びつきやすい資産だということが理解できると思います。一方で、無形であるが故に、無形資産は多重的利用ができるわけです。そう考えますと、スケラビリティが高いという問題があり、他社との連携がこういう形でできる、というようなシナリオが描きやすいという点もあると思います。その意味で、事業機会を見つけやすいこともあると思います。

申し上げたいことは何かというと、無形資産そのものは、リスク・機会のそれぞれを増幅させるものであるということです。その意味では、不確実性が高くなり、投資して成功すればよいが、失敗する可能性もあるという問題があります。その中で、特にお金の問題という観点でいうと、グローバル資本主義が進み、かなり資金調達機関が多元化していることがあり、「有形固定資産を買えば儲かる」という世界で言えば、その価値を創出する機会が難しくなっているというのが1つあります。またサプライチェーンを日本で作らなくても海外で作ることができるとする、日本でも有形固定資産を持つ意義は少なくなるわけです。そう考えると、地の利が起こりにくいという意味でも、利益喪失の不確実性が低い有形資産というところについては、なかなか利益を生み出す機会が減少しているのではないかと、これが私の理解です。

それでは逆に、無形資産に投資すればいいのかというと、不確実性が高いという問題があります。特に投資コミュニティーの方々とお話をしていると、そこをなかなか認めてくれません。そんなところにもお金を投資するのかというお話になってきます。そのため、その正当性をしっかり担保する必要が出てまいります。その正当性を担保するやり方で、1番わかりやすいのは、自分たちが過去こんな投資

をして成功したという実績があることだと思います。

ただ、実績がない場合には、かなり丁寧に事業機会をしっかりと投資を通じて成果に結びつけることができるというロジックを固めなければなりませんし、そのロジックを実現するためのマネジメントやガバナンスシステムが本当に構築されているのかを説明しないと、なかなか理解してくれないだろうと思います。

こうした中で日本企業の実態を幾つか見ていただきたいと考えています。貸借対照表の中でオンバランス化しているものの中で、無形資産の割合がどの程度あるのかというのがアプローチ A です。また、貸借対照表には載っていないが、株式市場は評価している、いわゆる Unseen Wealth (見えざる資産)と言われるような、ストックとしての価値があるものはどれくらいあるのかというのがアプローチ B です。

このデータは、貸借対照表の総資産が100%とした場合に何%くらい、資金提供者からお預かりしているお金に対して、無形資産が何パーセントくらいあるかという数値を上げさせていただいております。その数値を日本の上場企業全部で測った上で、何%の企業が50%を超えていますかというのを、ここで示しているということです。

91年時点では、日本企業の場合、殆どが無形資産に対する割合が5%以下だということです。アメリカ企業の場合は、25%以上のところが10%くらいあるわけです。それが2020年になると4割くらいに広がっていますが、日本企業で見ると、ほぼ2~3%です。つまり、貸借対照表に載っている無形資産がほとんどない、増えていないというのが現状です。

では貸借対照表に載っていないが、マーケットが評価している無形資産はどれくらいあるのか、というのも25%の水準で見たいこうとしますと、アメリカは直近で大体7割くらいの企業が投下資本の25%以上の無形資産を持っているということになります。日本企業は、大体今3割4割くらいとなり、そう考えると、アメリカ企業は日本の倍程度、マーケットが評価している無形資産があるということになります。

こんなことを考えると、やはり無形資産に対する投資は十分ではないのかもしれないという仮説が浮かぶわけです。また、損益計算書の中でも無形資産が表れる部分があり、それは販売及び一般管理費のところ、ここには研

究開発、ブランドに対する投資や人的資本に対する投資が含まれるわけです。ただ、先程申し上げたとおり、損益計算書の投資の中で、資産と費用のどちらに計上するかは、将来の不確実性が高いかどうかで決まる訳です。不確実性が高いものについては、むしろ毎期の費用計上してもらわなきゃ困るとというのが会計基準のベーシックな考え方で、そうするとそれは販売費及び一般管理費に入っているわけです。

では研究開発費の投資がどれぐらいかというところを見てみると、アメリカ企業の場合、10%以上の研究開発投資の企業は、直近で6割ぐらいあります。日本の場合、10%ぐらいしかありません。こう考えると、損益計算書に出ている投資規模という観点でも、必ずしも十分ではないかもしれないということになります。

無形資産に対する投資は、実際に成果が出るのかどうかというところを見るために何をやっているのかというと、例えば日本企業の販管費が高いところから低いところまでずっと並べて、10%高い企業の投下資本に対する販管費がどれぐらいあるかを調べます。日本企業の場合、大体75%ぐらいあります。アメリカ企業の場合180%、EUの場合100%ぐらいあります。それが研究開発費になると、日本の企業の場合7%。アメリカの場合70%。ヨーロッパの場合28%です。実は資本的指数、投資の世界でいうとあまり変わらないのですが、無形資産に対する投資では、かなり差が出ているというところが見えてまいります。

その後の粗利や時価総額がどうなったかというところを見てみると、アメリカ企業はかなりそこを成長させることに成功しています。日本企業はその成長が低いということが見てとれると思います。その意味では、こうした将来成果というものに結びつく無形資産に対する投資が、十分にできていない日本企業の現状があるというところは理解いただけるかなと思います。

なぜこのような現状なのかを考えてみた時に面白いなと思いましたが、これはアメリカのニューヨーク大学のバルクレブ教授がご提案されているデータを私なりに日本企業や欧州企業にも適用して私なりに作ってみたものですが、何を示しているのかというと、各企業の中でいわゆる利益がマイナスの企業、赤字の企業は何%ぐらいあるのかというデータを示しています。80年代から無形資産投資が増えている90年代にかけて、アメリカ企業に何が

起こっているかということ、赤字企業が膨らんでいます。

特にサイエンス業界で6割ぐらいが赤字企業です。彼らは赤字でも無形資産に対して投資しています。何故なら将来キャッシュフローを生み出すというための説明をしつかりやっているからです。日本企業はそうしたデータが80年代とほぼ変わっていない現状があります。

日本企業の場合、銀行との関係で赤字企業がなかなか認められないというようなこともあり、無形資産に対する投資が行われないのですが、それをやるためのシナリオがないのかを少し考えたいということで、さらに分析をさせていただいているということでもあります。

投資家に認めてもらうための1つのやり方は収益性を上げることです。いま1つは成長性に対する納得感を高めることです。そこでここでは横軸にROIC（投下資本利益率、資本生産性）を挙げさせていただいて、縦軸はマーケットがどれぐらい企業の成長性を期待しているかというところを挙げさせていただいています。

収益性も成長期待も高いところは、サステナブルに成長できるでしょうと投資家の方は見ると思います。利益率は高いけれど成長期待が低いところは、配当には期待しているけれども、それ以外にはあまり期待していない可能性が高く、配当に期待している銘柄（バリュー銘柄）と呼ばれるかもしれません。成長性は高いけれど利益率が低いところは、配当は期待せず、むしろ成長を期待し、投資してくださいという世界です。同じく赤字かつ株式時価総額が売上高の1倍以上あるようなところをさらに成長できるということで、アグレッシブグロースとして我々は定義をしており、3番（グロース）4番（アグレッシブグロース）の割合の部分は収益性が低くても投資させてくれるのではないかと考えております。利益率も収益成長性も低いところは、アクティビストに狙われる銘柄と位置付けることができるとも思いません。

このような形で整理をさせていただいて、上場企業の何%ぐらいがどのポジションにあるかというところを同じように測ってみました。測ってみたところ分かったのが、EUにしてもアメリカにしても、先程のグロース銘柄を見ますと、大体50%ぐらいあります。日本の場合、大体20%ぐらいです。そうすると、日本企業は成長に対する期待が低いというところがあって、どうも投資してもらえてないという現実があるのではないかなと思います。

ただ、それだけではわかりにくい側面もあったと思うので、更に細かい分析をしています。何をやったのかというと、2000年から2021年までの動きを見ました。例えば、5（アクティビスト）から1（サステナブルグロース）に動いている銘柄はどれぐらいの割合あるのかというようなことです。例えば、サステナブルグロースにフォーカスを当てていきます。キープというのは、最初の年も最後の年も1のまま維持できている銘柄です。これが企業の中で何パーセントぐらいあるのかというと、アメリカ企業の場合は10%ぐらいであり、ヨーロッパ企業の場合は7%ぐらいです。1に居続けるということは、ずっと収益性も高く成長性も高い企業が10%ぐらいあるということですが、日本の場合、その数値は0.8%です。もっと注目すべきところとしては、他のグループからそこに入ってきているところが15%~20%ぐらいUSやEUはあることです。そのため、総計で大体20%ぐらいが1のところに含まれているというのが、企業の1つの見方です。

もう1つ見ていただきたいのは、日本はどう動いているのかということ、最初の年も最後の年の5年間も、5にずっと居続けている銘柄が6割ぐらいあります。そうすると、ここを抜け出す努力をしない限りは、基本的にはそもそも投資をさせてもらう世界にならないということになると思っています。

この5の部分について、さらに詳しく分析するためにその間の2005~2016年も考慮して、1に最後の期間に上がることができるところがどこから上がっているのかというところを確認しました。そうすると、アメリカ企業の場合もヨーロッパ企業の場合も、まず利益率を上げるところからスタートし、自分たちで稼いだところを投資に充てて、やがて成長を期待させてもらうというロジックになっていること理解できます。

一方で、5から抜ける場合はどうかといった時に、アメリカ企業が抜けることが多いのは、まず5から2（バリュー）に抜けます。いきなり1に行って成長期待をさせてくださいと言っても、成長投資させてもらえない訳です。そうすると、まず自分達で努力することが中心になると理解できます。日本企業の場合は先ほど申し上げたとおり、ずっと5にいる企業が多いということと、なかなか2のところ流出できている企業、相対的には上がってきてはいるのですが、それほど多くないということもあるとい

うことでございます。

こうした流れも踏まえて、サステナビリティ経営に知財・無形資産をどう絡めていくとよいのかについて考えていきたいと思えます。先ほど申し上げたとおり、社会課題というのは、かなり先のあるべき姿を描いた上で、現状の姿のギャップをミッション／ビジョン、事業ポートフォリオ、差別化要素で埋めていくという世界が必要になるわけです。その意味で「As is」と「To be」を埋めていく世界をまずやるわけです。多くの場合、現状から考えていく世界が多くなっていくわけですが、将来変化が大きいということ、あるいは大きく変化することを期待する場合には、むしろ将来あるべき姿というところから現状を描き出す必要があると思うのです。これをどう埋めていくかというシナリオを描いていく必要があるわけですが、一番求められるのは先ほど申し上げた通り、まず実績を上げるということです。資金提供者から資本コストを上回る資本生産を上げることができているかということがないと、なかなか将来に対する投資はさせてもらえない。けれども、これまで実績が上がっていない企業が、将来に向けて本当にその投資をしていきたいのだとしたら、ミッション／ビジョン、事業ポートフォリオ、差別化要素を相当丁寧に説明しないとなかなか説得力が上がってこないし、投資が上がってこないだろうというのが、知財・無形資産ガバナンスガイドライン 1.0 等では言わせていただいたことと思っています。

価格決定力や市場のゲームチェンジャーになるような成長機会を本当に持っているのか等、そうしたところを証明していくことが不可欠になると思っています。

実際に投資家のロジックツリーで見た時に、先程申し上げた通り、利益率と成長性を上げていくとした時に、社会課題は成長性を上げていく世界の中だと思えます。成長性を上げていくというのはどういうことかということ、社会課題があって、社会環境が大きく変化する中で、その変化を自社なりにどう引き寄せることができるのかというところが問われるのだと思えます。今の利益率を高く維持するという、そして将来の成長機会を持続的に掴むという意味で、成長機会・リスクを整理し、知財・無形資産がどう貢献しているのかというところを説明できなければなりませんし、そこに人的資本がどう貢献するかも説明しなければならぬと理解ができます。

そうした中で価値協創ガイダンスは、まさにそうしたサステナビリティ経営を実現するためのツールになると思っています。今申し上げた社会・環境・経済のメガトレンドを価値観に照らして、あるいはパーパスに照らして整理して、リスクと機会を捉え、それを長期計画、中期計画に落とし込んで定量化シナリオを描いていくということだと思います。知財・無形資産ガバナンスガイドライン 1.0 を出させていただいた時に、多くの企業に努力をいただいて、ガバナンスにこう反映させています、開示にこう反映させていますということをさまざまな形で開示いただきました。そこが我々としては大変ありがたかったことではあるのですが、一方で投資家の皆様からは、もっと説得力ある形にならないかと問われました。

投資家にとっての説得力は何だろう、ということを考えてきております。その中で思いますのは、やはり因果関係ですね。因果経路をどれぐらいしっかり語ることができるのかということが問われると思っています。

要はサステナビリティをめぐる取り組みは、かなり先の話になってくる、例えば、食品会社の中、あるいは医薬品の会社の中には、健康寿命を延ばすという目標、ここに社会で貢献するという目標を立てることがあるわけです。それをやるために、どんな戦略製品を持っていて、その比率をどうするのかということを説明しなければなりませんし、そうした戦略製品を持っているということは、どのような技術に支えられているのか。その比率を高めていくためには、どういう技術を高めていく必要があるのかというインプットプロセスにどんどん落とし込んでいく必要があると思います。

単にその戦略商品を持つためには、技術を持っているだけではダメで、生産スキルを持たなければいけないかもしれませんし、一方でマーケティング提案力も持たなければならないと思います。

IP ランドスケープを見ても、差別化源泉をどう示すかを考えるところは非常にすばらしいものだと我々は見えています。現状の IP ランドスケープだけで、本当に投資家に説得力のあるものが示せるかという、そうじゃないのかもしれないと私自身は思い始めています。具体的には、先ほど申し上げたような日本企業、RIC が効く成長性が低い中で必ずしも十分な成果が上がっていない。それでも将来に向けて、サステナビリティに向けて本気で競争を

していくということだとすれば、その社会変化をしっかりと捉えることがどれぐらいできるのか。それを価格決定力、ゲームチェンジに促すことができるのか、競争に勝てるのか、こんなところをもっともっと磨き高めていく必要があるだろうなと思っています。

投資家はここをより気にします。IP ランドスケープという視点の中に、投資家視点をどういう形で織り込んでいくかが不可欠になっていく。もっと言葉を加えると、矢印の部分にどういう思いを込めるかということだと思います。矢印を強める要素は何かというと、もちろん強い知財を持っているということは重要かもしれませんが、この矢印を強めるためには、よりシステムティックにそれをやる必要があるかもしれませんし、経営者の長い将来先のことをいうのだとしたら、経営者の本気のやる気を示さないこの矢印の強さは示せないと思います。その意味で矢印の強さを作るためのコミットメント／ストーリー／ロジックツリー、そしてそれをマネジメントシステムに本当に落とし込むことができているかが恐らく問われるのかなと思っています。そんなところをどういう形で示していくのが今後問われることだろうなと思っています。

私自身が一番感銘を受けていますのは、オムロンさんがそうしたところのチャレンジをスタートされ始めているなと思っています。単に全社としてやるべきことだけではなくて、事業ユニットとしてやることを ESG インテグレーションという形で事業毎に強みを示し、そしてインプット、アウトプット、アウトカムに照らして思考を示すということもやられています。

こうしたところを長い歴史の中でやられた結果、成長性・収益性それぞれが右肩上がりになっていまして、このような企業さんが増えることを祈念しております。私の講演はこれにて終了させていただきたいと思います。御清聴いただき、ありがとうございました。