

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第二小委員会委員 大庭昭彦 CMA

無形資産とは形のない資産のことだ。例えば、「人生100年時代」という言葉を流行らせたリンダ・グラットン等は、「これからの個人には、スキル、人脈、友人といった“無形資産”がますます大事になってくる」と言っている。一方、企業にとっての無形資産は、人材や知的資産、ブランド価値などである。したがって、無形資産への投資とは、人材育成のための投資やR&D投資、ブランド価値を高めるための投資、逆に企業の評判を落とさないための投資などが含まれている。

さて、2014年の「伊藤レポート」は資本生産性を高めるための日本型ROE経営や企業と投資家の対話促進に向けた政策提言を行った。特に「日本企業全体の価値を上昇させるためにROEを8%以上に」という主張は分かりやすく、現在も社会に大きな影響を与え続けている。このレポートに続くものとして17年10月に出された「伊藤レポート2.0」では企業の競争力の源泉として無形資産に対する戦略投資の重要性が高まっていることなどを指摘した。前回の「伊藤レポート」から更に具体的なトピックに軸足を移してきた格好だ。今月号の証券アナリストジャーナルの特集テーマ「無形資産投資」では、「伊藤レポート2.0」での提言を受けて、証券アナリストの立場から見てどのような無形資産投資が良い投資なのか（企

業価値、株価、成長率などを上昇させるのか）、具体的なデータや検証をもとにして、エビデンスベースで議論を深めたい。

宮川論文「無形資産の概念整理と企業パフォーマンスへの影響」は無形資産投資の国際比較と企業パフォーマンスへの影響を考察している。特に重要だと考えられる論点は、今のGDP統計に含まれている（狭義の）無形資産投資でみると日本は国際的にも高い水準に見えるが、ブランド投資、人材育成投資などを入れた一般的な定義での無形資産投資では低い水準にあるということだ。例えばGDPに対する比率でみると先進国中で最低である。宮川氏は日本では特に、無形資産投資の中でも人材育成投資が少ないことに警鐘を鳴らす。多くの先進国でIT投資やR&D投資の増加と並行して人材育成投資も増やしているが、日本では逆に減少しているという興味深いデータを示している。人材への投資なしにはITやR&Dへの投資がうまくワークしないのではないかというロジックになる。また、無形資産を含めた場合と含めない場合のトービンのqの分布をみることで、「投資家は無形資産を含めて企業を評価している」ということを検証した宮川氏の研究も紹介している。今後の日本企業では、人材育成投資を含めた無形

資産投資の拡大によって、企業のパフォーマンスを向上させていくことが望まれる。

張替論文「無形資産とESGのインプライド期待成長性への影響」は、典型的な無形資産である特許と、無形資産とは単純な包含関係にないESGスコアが、個別企業の成長性（インプライド期待成長性）に与える影響を定量的に分析した力作である。特許では出願・登録状況について、頻度だけでなく、特許を取っている分野のバラツキ度合いも考慮したポートフォリオ評価もしている。ESGスコアでは、E（環境）とS（社会）とG（ガバナンス）のスコアの効果を別々に検証した。その結果、特許については以下の二つの結果を得た。

- ①出願数の増加率よりも登録数の増加率が重要である。投資家は出願を増やすだけでは評価しない。
- ②特許の対象が得意分野に集中している一方で、多様な分野にもチャレンジしていることが成長につながる。相反する性質のようにも聞こえるが矛盾しない。投資先の分野の分布でみると「尖っているが裾野は広い」ということだ。

またE、S、Gのスコアの中では特にSのスコアが企業の成長性に関連が強かった。Sのスコアには人材や製品の安全性などが含まれている。今回取り上げた4本の論文の中では、人材が重要であることは宮川論文と整合的で、製品の安全性が重要であることは後述する武田論文と関連している。無形資産投資がなぜ重要なのか、どのような形で企業価値に影響を与えているのか、現在の日本企業のデータで確認できたことは重要な結果で、企業が無形資産についてこれから取るべき具体的な戦略の参考にもなると思われる。

佐々木論文「コーポレートガバナンスと無形資

産投資」は無形資産、コーポレートガバナンスに関連する先行研究を概観し、昨今の日本のコーポレートガバナンス改革が無形資産投資に及ぼす影響について考察している。まず、無形資産への投資では有形資産に比較して、成果が出るまでに長い期間が必要である上に成果の不確実性が高いという特徴がある。一方で、コーポレートガバナンス改革で重視されている「取締役会の独立性を高めること」は経営の透明性を向上させるが、短期的な経営の安定性をより重視することを強いるかもしれない。これは、例えば社外取締役は企業との関わりが短期であることが普通で、短期的な結果を求められることが多いからだという。

更に、知的資産への投資のためには創造性を重視する企業文化が必要であるが、拙速なコーポレートガバナンス改革はそうした企業文化を弱めてしまう可能性もある。現状の日本企業で無形資産投資が不足しているとしても、単純に無形資産投資を推進するだけではだめだということである。取締役に対する長期的な目標を持たせるような報酬体系、また現在の企業文化の長所を壊さないようなガバナンス改革を行っていく必要があるようだ。

武田論文「インターネット上での評判と企業価値」は、インターネット上での評判が企業価値に与える影響に関連する数多くの研究を、自身の研究も交えて紹介している。無形資産の中でも特にブランド価値に焦点を当て、それに対するネットでの評判の影響をビッグデータを使って測定するという、極めて現代的な研究だと言える。こうした研究には3種類あるという。1点目は、Googleなどの検索エンジンにおける企業名や商品・サービスの検索強度を用いる研究である。どの企業でも平均的に検索強度と市場での株式の取

引量との間には相関がある。また、小型の新興企業については検索強度と株価リターンには正の相関があったというのは興味深い。小型の新興企業であるほど、情報の非対称性が大きいので、ネットで情報を得るという行為の企業価値へのプラスの影響が大きいというわけである。2点目は、インターネット上のユーザー・レビューや、Twitter、Facebookなどのソーシャル・メディアのデータで商品やサービスの需要を予測する研究である。まず、商品やサービスの売り上げはユーザー・レビューの量や評価と正の相関がある。また、評判の高い評価者であるほど、また、レビューがネガティブであるほど影響が強い。このことは次の3点目の種類の研究の重要性に関係する。3点目は、特定の掲示板やまとめサイトで生じた、いわゆるネット炎上のデータを用いた研究である。ネット炎上は、インターネット上のコミュニケーションの中でも、批判や悪評の伝達など、特にネガティブなコメントが短期間に殺到する現象である。これはブランド価値を棄損する可能性がある。幾つかの研究事例が紹介されているが、株価との関連があったとする研究によれば、炎上の規模が一定以上になると株価にマイナスの影響があるということだ。また、従業員の不適切行為に関する炎上は株価に影響が少ないが、コアサービスに関する炎上では株価が下がるという納得できる結果になっている。欧米での先行研究事例が多い一方で、日本ではまだ大規模なデータを用いた研究が少ないが重要なテーマである。

「伊藤レポート」の教えは明快だった。「日本企業全体の価値を上昇させるためにROEを8%以上に」という主張は分かりやすく、企業と投資家の共通の言葉として定着しやすいものであった。一方で「伊藤レポート2.0」で重視された無形資

産投資の話は複雑である。無形資産には性質の全く異なる種類のものが含まれ、企業の中でそれぞれ違う働きをする。典型的な無形資産である人材、知的資産、ブランド価値の三つに限っても、これらは互いに関係はあっても異なるもので、三つそれぞれが多く要素からなっている。今回取り上げた4本の論文はその難しい具体化を行い、企業価値への影響についてのエビデンスを紹介していることが優れていると思われる。また、ガバナンスの仕方を間違えると無形資産投資を損なうという**佐々木論文**の警告は興味深い。社外取締役の力が強過ぎると成長が損なわれるかもしれない。一方で独立取締役（米国で一般的な、単なる社外取締役よりも独立性の高い取締役）と株価の関係については米国コーネル大のCampello等が2016年に示した報告もある。企業でカルテルなどの不正が発覚すると平均的に株価が下落するが、独立取締役の数が多いほど下落が抑えられるというのである。こちらはポジティブなエビデンスだ。ガバナンスが強い方がよい、あるいは弱い方がよいというのはどちらも極論で、最適なガバナンスのレベルがありそうに思われる。**宮川論文**で強調された「人材育成投資が国際比較でみて不足しているので重要だ」という話とは、これからも強まると考えられる人手不足の話が関係する。高齢化が進むということは労働力人口比が下がるということで、日本の人口動態からみても人材はどんどん希少な資産になっていく。実際に18年4月現在の有効求人倍率は1.59倍とバブル期のレベルを超え、1970年代の史上最高の水準に迫っている。人材育成投資で一人当たりの付加価値を増加させることは現在も重要だが、将来の日本ではもっと重要になる。

張替論文で総合的に企業価値との関係を分析しているESG投資の考え方は今後ますます注目され

ていくはずである。この考え方は企業の社会的責任（CSRとも呼ばれる）を考慮したSRI（社会的責任投資）に端を発する。SRIは1920年代に欧米で宗教に係る投資主体が、教義に反するギャンブルやタバコ、アルコールなどを取り扱う企業を投資対象から除外したことがその起源とされている。これはネガティブスクリーニングとも呼ばれている。「社会的責任を果たす」ということ自体は広く受け入れられる概念なので、一般の投資でも考慮することが検討されたのは自然なことであった。しかし一般の運用機関や受託者責任のある年金の管理者にとっては、この単純な業種スクリーニングで投資のリターンが低下するのであれば問題が残るという議論がついて回った。その後、ESG投資の考え方が起こり、もっと詳細なデータ

に基づいた定量的な検証も可能になってきた。社会的な責任と顧客や受益者への責任を同時に満たすことができるのであれば実行可能である。日本でもGPIFがESG投資に力を入れるようになったのもうなずける。ただ、**張替論文**でも指摘されているように、MSCIなどのベンダーが計算している方式でESGの全てが株価にポジティブな影響を持つようになっているとは言えず、道半ばではあるが、少なくとも道筋は見えてきた。今後の展開が期待される。

前述のように、「伊藤レポート」に比較して「伊藤レポート2.0」は困難なテーマを取り上げているようだ。しかし、本特集のようなエビデンスを集めていくことで無形資産投資についての議論が深まっていくのではないかと期待される。