

## 解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第三小委員会委員長 光 定 洋 介 CMA

2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コード（以下、CGC改訂）において、知財戦略に関わる項目が新たに盛り込まれた。具体的には、「情報開示の充実」の項目の補充原則3-1③で「上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである」ということが、盛り込まれている。また、「取締役会の役割・責務2」の項目の補充原則4-2②で、「人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである」と謳われている。

こうした背景には、グローバルでの競争力がますます重要となる中で、イノベーションの源泉となる知的財産（以下、知財）・無形資産への投資やその活用が求められていることがある。また、知財には特許などのように権利化されたものだけでなく、権利化されていない技術やノウハウなども含めて幅広く無形資産と定義すべきと示されている。米国企業が過去20年程度でプラットフ

ォーマーなどのビジネスをつくり上げることができた背景には、こうした知財・無形資産投資があったことは言をまたないだろう。しかし、逆を言えば、今後の10～20年を考えた場合、ここからの日本企業の知財・無形資産への投資戦略次第で再逆転の余地の可能性もあるのではないか。今後数年での打ち手が、10年程先の企業の競争力の立ち位置に影響する可能性が大きい。税制面からのサポートの可能性もある。これまでは研究開発費などのインプット部分に対する税制優遇があるものの、その知財が生み出す収益（アウトプット）には税制優遇がない。そこで、2024年の税制改正では、知財が生み出す所得に優遇税率を適用する「イノベーションボックス税制」と呼ばれる税制優遇措置が導入される可能性も出てきている。イノベーションボックスについては、海外（シンガポール、インドなど）での導入事例もあることから、2024年度の税制改正で導入されなくても、足の長い税制改正テーマとなる公算もある。

そこで、本特集では知財・無形資産の戦略を取り上げた。CGC改訂を受けて、政府では「知財・無形資産ガバナンスガイドライン」を公表した。第1論文の池谷論文「知財・無形資産ガバナンスガイドラインの概説」では、行政の立場から、知

財・無形資産ガバナンスガイドライン（以下、ガイドライン）の概説を行っている。2022年1月にガイドラインVer.1.0が公表され、その内容を堅持しつつ、コミュニケーション・フレームワークを追加し、企業と投資家等のコミュニケーションを促進するために、2023年3月にガイドラインVer.2.0が公表された。ガイドラインVer.1.0では、競争優位を支える知財・無形資産戦略を構築するために、企業は知財・無形資産について、①価格決定力、ゲームチェンジにつなげる、②費用でなく資産形成と捉える、③ロジックやストーリーとして説得的説明を行う、④全社横断的な体制整備とガバナンス構築を実践し、戦略を構築することが求められている。一方、投資家・金融機関には、知財・無形資産の投資・活用にはキャッシュフロー創出までにタイムラグが発生することから、⑤中長期での投資を評価・支援することが求められている。そして、企業には、自社の目指す将来の姿（To Be）を描き出し、現状の姿（As Is）からの差分を埋める知財・無形資産戦略を描く「バックキャスト」型での戦略構築が重要であるとされる。ガイドラインVer.2.0では、企業による知財・無形資産の戦略開示が、企業価値として顕在化するための環境整備を目指し策定された。企業と投資家・金融機関の知財・無形資産に対する思考構造のギャップとして、知財・無形資産と企業価値・顧客価値とのつながり、将来的な財務との接続の不足、時間軸のずれなどが指摘されている。こうしたギャップを埋めるために、①企業と投資家・金融機関が相互に情報発信し、それに基づく双方向の対話の実践、②投資家・金融機関には、企業からの開示情報を踏まえ、因果パスを見抜く力が必要、とされている。また、投資家・金融機関は周辺情報を含む開示情報を収集し、企業が将来の収益性等との因果パスを適切に

伝えられなくとも、それを見抜く力が求められている。そして、③企業は、多様な投資家・金融機関の特徴に応じた対話スタンスが重要、とされている。ガイドラインVer.2.0では、思考構造のギャップを埋めるため、主として3点のコミュニケーション・フレームワークを設定している。この詳細は本論文に詳述されているので、そちらを参考にしてほしい。また、知財・無形資産の活用には、経営トップ自らの関与が重要であるとともに、取締役会によるガバナンス（骨太の議論、監督）が行われることが求められる。

第2論文の杉光・立本・波多野・山内・力久論文「知財情報を活用した投資判断の可能性」では、知財・無形資産には、特許権、意匠権、商標権、顧客ネットワーク、サプライチェーンなど様々なものが含まれるが、このうち特許権に絞ってその基礎的な情報提供を行い、特許権の情報が企業評価等とどのような関係にあるか、東証の中型株をサンプルに実証結果を示している。まず、特許に関する主要な三つのKPIを説明する。一つ目は出願件数で、これは企業が出願した件数であり、現状の開示資料ではこの出願件数を開示している上場企業が圧倒的に多い。しかし、出願された特許の内容は玉石混交であり、研究者としてのノルマとして出願しただけというレベルの低いものも含まれている。出願件数が企業活動を評価する上で意味があるのは、研究開発投資の代理指標となる点である。二つ目は登録件数であり、これは出願された特許のうち特許庁の審査官が新規性等を認めて特許権という独占排他権を得られた件数を示す。そういう意味で、出願件数よりは一定の質があるものと考えられる。三つ目は被引用数であり、先行する特許出願が、他の後行の特許出願において引用された数を意味する。この被引用数は、特

許の質について信頼性が高い評価を伴っていると考えられる。こうした主要なKPIを用いた研究は数多くあり、被引用数が上位5%にある重要特許と財務データの相関を分析したところ、業界によって差があるものの7年後から10年後の財務データとの相関が最も高いという先行研究もある。次に東証の中型株（大型株を除く中型株のうち、東証33業種で各時価総額が上位5社）を対象に、ある年度までに登録された特許権の登録件数、および、ある年度で被引用数基準で上位5%に属している特許数を特許KPIとして、これらの特許KPIと各種財務データの相関を分析している。具体的には、2001年以降の特許データを使って2010年以降の特許KPIを企業ごとに算出し、その1年後から10年後までの毎年の各種財務データとの相関を分析している。分析の結果、登録件数が多い企業ほど、7年から10年後にバリュエーションや利益率の上昇、資本効率が改善される傾向が示されている。

第3論文の中山・渡辺論文「機関投資家による「知財戦略」評価とエンゲージメント」では、機関投資家の立場から知財戦略の評価やエンゲージメントについて論じている。機関投資家の知財戦略の評価軸として、気候変動などの「社会のサステナビリティとの関連性を踏まえた評価」と、企業の長期的な競争力の持続につながるかという「企業の長期視点での評価」の二つの軸を提示している。知財戦略対話の一例として、高収益製品が長期にわたり高シェアを維持している場合、周辺技術も含めた戦略的特許出願による排他性によるものか、ブラックボックス化による排他性確保なのか、ライセンスにより特許の弱点を解消していることによるものか、特許に関する高い交渉力によるものか、などどのような知財戦略が機能し

ているか外部から見えにくい。そこで、投資家として企業との対話を通じてその背景にある戦略や体制を理解することで、企業の知財戦略への信頼感を高めようと努力していることを挙げている。また、知財戦略自体の評価だけでなく、財務との関連の評価を行うとともに、企業のビジネスモデルとの関連で知財戦略が持続的な競争力の源泉として評価できるかどうかという視点での評価も行っている。ガイドラインの公表によって、機関投資家の知財への関心が高まりつつあり、企業の知財に関する情報開示も拡充されつつある。現状では機関投資家の知財分析は不十分な部分もあるが、かつての環境評価や人材評価がそうであったように、今後は機関投資家内部での知財評価への知見が高まり、企業価値評価等に組み込まれる流れが出てくる可能性がある。

第4論文の菊地・渋谷論文「今後の企業経営は、知財・無形資産戦略で決まる」では、日本企業は世界第1位の特許出願数を生かした知財戦略もあって、1980年代までに「栄光の30年」を達成した。戦後の日本企業はものづくりと技術開発に注力したとはいえ、当時の日本の技術力は欧米企業にかなわず、輸出産業の主力であった電機、自動車、精密機器などでは高額のライセンス料を支払って、技術移転を受けていた。その後、価値の高い「基本特許」は欧米企業に独占されているものの、日本企業は基本特許に若干の改良を加えた「改良特許」と呼ばれる価値が高くないものを大量に取得して、特許出願を質よりも量で補う戦略に出た。その結果、欧米企業とクロスライセンス契約を締結することに成功し、高額のライセンス料の支払いを回避していった。これに加えて、円安効果もあり、日本の製造業の高度成長が可能となった。その後、米国企業は知財戦略をオープン&ク

ローズ戦略に転換したのに対して、日本企業はこれまでの価値の低い特許数重視戦略を継続したことや、新興国の台頭が、2020年代にかけての日本の「失われた30年」につながった、とも考えられる。米国企業の知財のオープン&クローズ戦略とは、自社にとって重要ではない一部の知財を事業提携先に無償で開放（オープン）する一方で、自社の競争力にかかる重要な知財は権利化や秘匿化によって徹底的に守る（クローズ）という二つの戦略を並行して実施する戦略である。従来型のクロスライセンス契約では、どの企業も同じようなものをつくることになり、結局は市場での品質・価格の勝負となってしまう、特にドル高であった1980年代半ばまでの米国企業にとっては、価格勝負では負ける結果となってしまう。オープン&クローズ戦略の一例として、通信用半導体のクアルコムは、3G通信の標準規格となったCDMAに関する知財はクローズしてライセンス料を受け取る一方で、メーカー機能はオープン戦略として製造を為替レートが安い台湾や韓国に委託していったことが挙げられる。しかし、現在、米国企業の復活の前提となった中国や台湾企業との提携戦略は、安全保障環境の影響で劇的に変化している。日本企業は、自社や他社、業種横断の特許出願状況を検索し取りまとめたIPランドスケ

ープを策定して、将来のあるべき姿の知財・無形資産から逆算して不足する知財・無形資産戦略を考えることで、新たなビジネスチャンスを見いだせる可能性がある。さらに、①知財・無形資産がバランスの実践、②オープン&クローズ戦略駆使、③ビジネスモデルの企図する因果パスの構築、④因果パスの実行と評価、⑤投資家などの関係者への情報開示と対話による戦略錬磨などの、企業価値創造活動が重要になってくる。

知財・無形資産への投資がキャッシュフローにつながるためには、研究論文でも7年から10年といった長期の期間が必要である。アマゾンなどのプラットフォーム企業が長年の赤字期間を先行投資として、その間、投資家・金融機関もサポートし続けたことが今の成功につながっている。CGC改訂を受けて、企業と投資家・金融機関の対話を継続して、投資家・金融機関には長期視点での忍耐強い資金の出し手としての役割も求められている。企業には、現在の知財・無形資産戦略が長期の競争力確立に必要であるというストーリー性を持った説明も求められる。次の10年が失われた40年などと揶揄されないように、各ステークホルダーが相互理解していくことが求められよう。本特集がその一助となることを期待したい。