

低PBRを解消する 知財・無形資産の開示・投資の革新



一橋大学大学院経営管理研究科 教授

加賀谷 哲之

1. はじめに

本論文の狙いは、PBRをはじめとした価値指標の向上に結びつく知財・無形資産の開示・投資のあり方を検討することにある。日本では2014年8月に「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」(伊藤レポート)が公表され、それ以降、コーポレートガバナンス改革が進展してきた。改革を契機として、日本企業ではROEやROICといった資本生産性を企業経営に組み込む動きは加速した。たとえば生命保険協会が実施している企業経営者への中期経

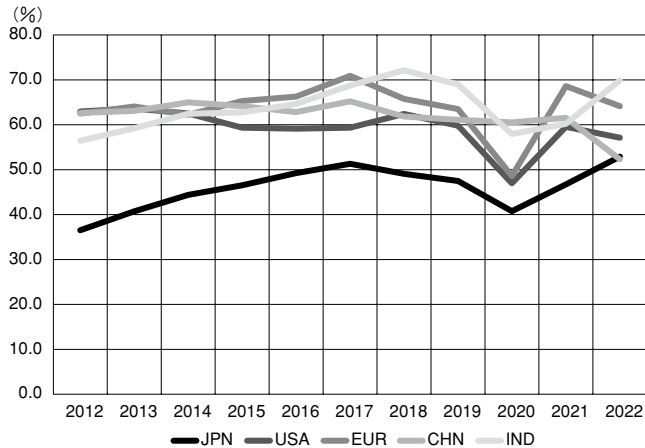
営計画・経営目標の調査によれば、2012年にはROEを経営目標に入れていた企業は3割前後であったが、2022年には6割強まで上昇している(一般社団法人生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた「株式市場の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組みについて」(2023年4月21日))。

一方で、2023年3月に日本では東京証券取引所は「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」(以下、東証レポート(2023))を公表した。この中では、全上場企業を対象に、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応の要請内容として、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その内容や市場評価について取締役会で現状を分析・評価したうえで、その改善に向けた方針や目標・計画期間、具体的な取り組みを取締役会で検討し、投資家を開示することを求めている。現状分析にあたっては、資本コスト、資本収益性指標、市場評価

〈目次〉

1. はじめに
2. 日本企業の価値指標の実態
3. 知財・無形資産投資の実態
4. 知財・無形資産の開示・投資の革新

(図表1) ROE 8%以上の企業の割合



指標などを活用することを求めている。

本論文では、こうした日本企業における資本収益性や価値指標についての現状を分析したうえで、その課題を解決するにあたって、知財・無形資産の開示・投資をいかに革新させていくべきかを検討する。

2. 日本企業の価値指標の実態

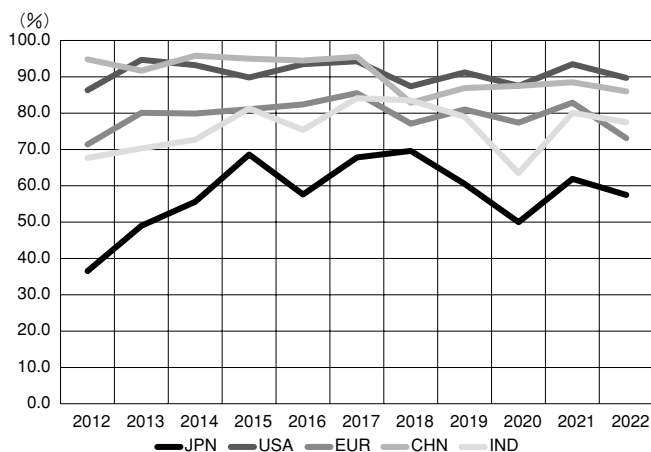
ここでまず日本企業の価値指標の実態について、比較分析を行っていくことにしよう。分析にあたっては、2023年6月末に時価総額1,000億円以上の米国(2,243社)・欧州(1,723社)・中国(3,104社)・インド(1,029社)・日本企業(299社)にフォーカスをあて、2012-2022年の価値指標の推移を比較分析した。1,000億円以上に絞ったのは、グローバル投資家の投資対象となりやすいこと、各国・地域経済全体の傾向が反映されやすいことなど

がその理由である。

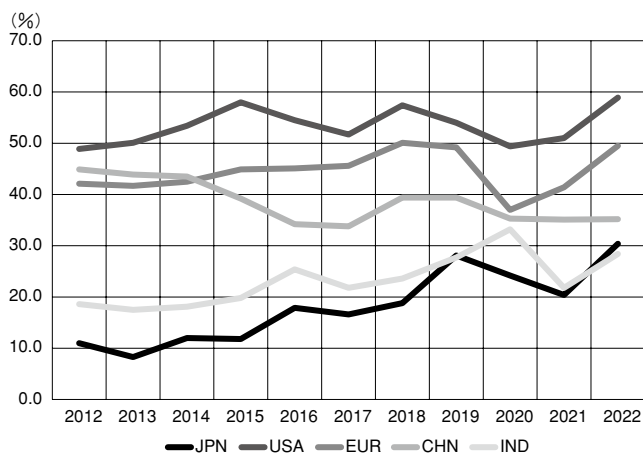
ROE(自己資本利益率)について8%以上の上場企業の割合を比較すると、日本では2012年には40%未満であったものが2017-22年には50%強まで増加している(図表1)。とはいえ、米国・欧州・中国・インド企業はおおよそ60%前後で推移しており、資本収益性という観点でなおギャップがあると見たほうが良いことが確認できる。またPBR(株価純資産倍率)について、1倍以上の上場企業の割合を比較すると、日本では2012年に40%未満であったものが2015-18年には60-70%前後まで上昇しているが、近年は50-60%前後まで低下している(図表2)。米国・中国が2012-22年でPBR1倍以上の企業が90%前後、欧州・インド企業が80%前後を維持していることと比較すると対照的である。

これらのデータは、上述した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応に

(図表 2) PBR 1 倍以上の企業の割合



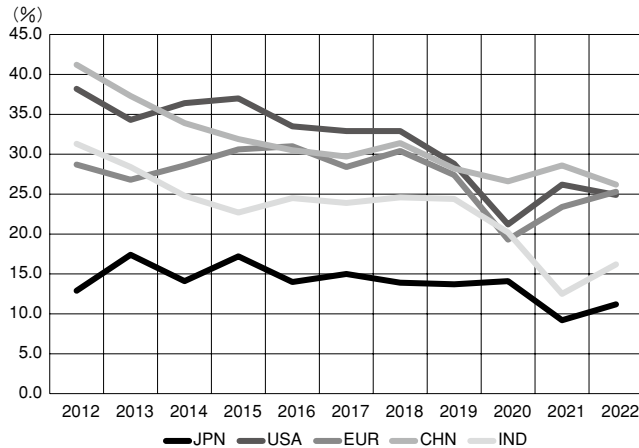
(図表 3) 自己資本株主還元率 5 % 以上の企業の割合



ついて」の主張と整合的である。ではなぜ日本企業の資本収益性や市場評価指標は十分に改善を見せていないのか。加賀谷 (2020) では、日本企業の資本収益性や市場評価指標が低い理由の一つとして、企業経営者と投資家の間に「財務的な摩擦」(financial friction) (Levine, 2001 ; Wurgler, 2000) が存在して

おり、その結果として効率的な資本配分が実施されていないことが影響している可能性があることを示している。伊藤レポートやコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードなどは企業経営者と投資家との間の対話・エンゲージメントを促すことでこうした「財務的な摩擦」(financial

(図表4) 投下資本長期投資比率10%以上の企業の割合



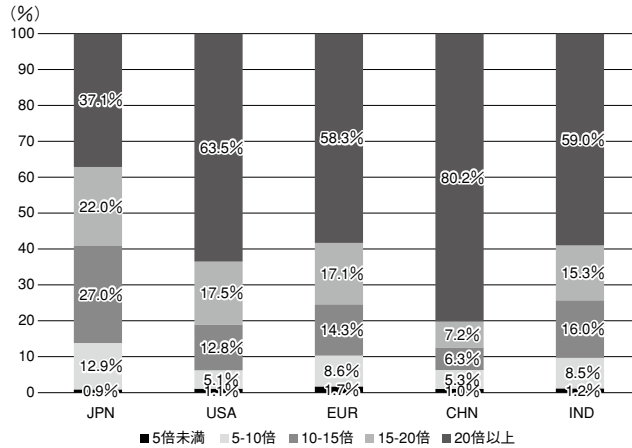
friction) を解消することを狙いとしていたとすれば、そうした取り組みが進展しているとはいえ、まだ十分ではない可能性があると考えることができる。

たとえば、株主に対する還元が十分に実施されていないことがそうした「財務的な摩擦」(financial friction) の原因になるのだとすれば、伊藤レポートなどの公表を前後にその内容がどのように変化したかは検討する必要があるだろう。ここでは分母を自己資本(株主資本)、分子を配当金額と自己株式取得金額の合計額とした比率を自己資本株主還元率と定義した。図表3では当該比率が5%以上の企業が上場企業の中でどれほどの割合であるのか、それが2012-22年でどのように推移しているのかを比較検討した。日本では2012年には自己資本株主還元率5%を超えている企業の割合は10%前後であったものが2019-22年には30%弱まで上昇している。一方で米国

企業が50%以上、欧州企業が40-50%、中国企業が35-45%前後で推移しているのと比べると、日本企業の自己資本株主還元率が5%以上の企業の割合は2022年でもなお相対的に低水準であることが確認できる。

日本企業で株主還元が十分に行われていない理由として、資本配分で長期投資を優先的に行う傾向にあるため、株主還元に必要な金額を回すことができない可能性を否定できない。そこで、投下資本(自己資本(株主資本)+有利子負債)に占める長期投資(資本的支出+現金買収)の比率が10%を超える企業の割合について2012-22年の推移を分析した(図表4)。日本では2012-22年にかけて10-15%前後で推移しているが、一方で米国・中国・欧州企業は25-40%前後で推移している。必ずしも日本企業が長期投資への資本配分を優先して、株主に対する還元をおさえているわけではないことが確認できる。

(図表5) 株価収益率の分布 (2012-22年)



株主還元や長期投資に資本を活用しない場合でも、高い成長機会に直面している企業であれば、予備的動機として企業内に資本を蓄積することも必要となる。ただしそこで重要となるのは、自社の成長機会を投資家など資本市場のプレイヤーに深く理解・共感してもらい、そうした予備的動機として資本を資金提供者に返済・還元しないことを納得してもらうことであろう。こうした成長機会が株式市場でどのように評価されているかを検討するため、ここでは平準化された1株あたりの当期純利益に対して株価がどれほど高くついているかを示す株価収益率 (PER) を算出し、各国でのその分布をその水準ごとに百分比で示した (図表5)。ここでとりあげた企業は株式時価総額が1,000億円以上と企業規模が大きく、グローバル投資家が投資対象としていることが想定される。仮にここで取り上げた企業が、効率的に評価されているとすれば、

相対的に日本企業の株価収益率が低い水準となっているのは、日本企業がその成長機会を高く評価されていないか、あるいは日本企業の投資リスクが大きく、株主資本コストが相対的に大きくなっているかのいずれかであると推測することができる。少なくとも株主資本コストの高さを相殺するだけの成長機会があると評価できる日本企業が少ないと株式市場は見ていることが推測される。

日本企業はかつてと比べて資本収益性は上昇している。また株主還元などもかつてと比べると積極的になっていることが確認できるものの、取り組むことができている企業の割合は他国と比べるとなお相対的に低水準であることが確認できる。一方で、成長投資を積極的に行っている企業の割合も相対的に低いことが確認できる。またその成長機会を十分に評価されるなど予備的動機として投下資本を一定水準維持していることの説明責任も十

分に果たすことができているわけではないことも確認できる。結果として、PBRなどの価値指標も4割近くの企業が1倍割れの状況となっている。東証レポート（2023）が求めているのは、資本収益性が必ずしも十分な水準に達しているわけではなく、またその成長機会に対して十分に株式市場から高い評価・共感を得ているわけでもないにもかかわらず、株主還元や成長投資に積極的ではない現状を打破し、持続的な価値創造が実現できる経営基盤を構築していくことであろうと推測できる。

3. 知財・無形資産投資の実態

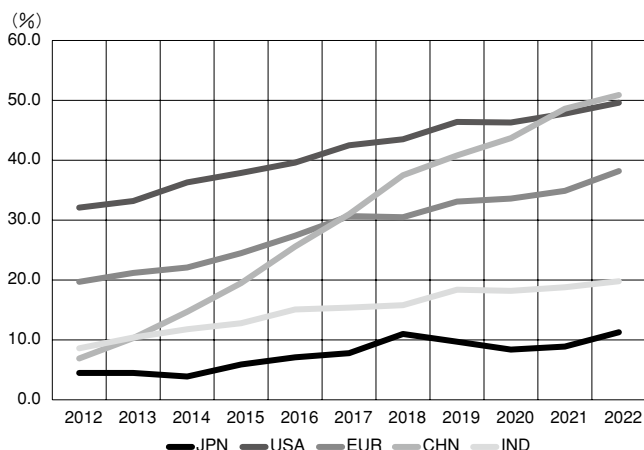
こうした持続的な価値創造を実現するための経営基盤の一つとして近年注目を集めているものの一つが、知財・無形資産である。2021年6月に東京証券取引所から公表された「コーポレートガバナンス・コード」ではその補充原則3-1③にて「上場会社は、経営戦略の開示にあたって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである」と説明している。また補充原則4-2②では「取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定すべきである。また、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」と説明している。これらの原則は、知的・無形資産に対する投資が、持続的な企業価値創造に向けた経営資源の配分や事業ポートフォリオに関する戦略の基盤になることを示唆している。

2023年3月に知財投資・活用戦略の有効な開示及びガバナンスに関する検討会が公表した「知財・無形資産の投資・活用戦略の開示及びガバナンスに関するガイドライン」（知財・無形資産ガバナンスガイドライン2.0）では、知財・無形資産のスコープには「技術、ブランド、デザイン、コンテンツ、ソフトウェア、データ、ノウハウ、顧客ネットワーク、信頼・レピュテーション、バリューチェーン、サプライチェーン、これらを生み出す組織能力・プロセス」などが含まれると説明している。上述したように知財・無形資産に対する投資が経営資源の配分や事業ポートフォリオに関する戦略の基盤となりうると考えられるのは、企業価値創造の源泉が有形資産から無形資産へとシフトしているという事実と整合していると考えられる。

では企業価値創造の源泉がなぜ有形資産から無形資産へとシフトしているのだろうか。近年、グローバル資本主義の進展により資金調達機会の多元化が進展している。またサプライチェーンについてもグローバル化されて

(図表 6) 投下資本研究開発費比率10%以上の企業の割合



いくなかで、かつてと比べると相対的に有形資産を保有することによる参入障壁は低くなっている。その結果として有形資産を獲得することで超過利益をつかむことが難しくなっており、にわかに差別化の源泉として無形資産への重要性が高まっているのである。

しかしながら、無形資産を実際に持続的な企業価値創造に結びつけることは容易ではない。これは、無形資産の持つ4つの特性と大きく関係していると考えられる。Haskel and Westlake (2018) によれば、無形資産には①埋没コストが大きい (Sunk costs)、②知識・情報の漏洩が起きやすい (Spillover)、③拡張可能性が高い (Scalability)、④シナジー・補完性が高い (Synergies) の4つの特性がある。埋没コストが大きい、あるいは知識・情報の漏洩が起きやすいことは、無形資産を管理するが容易ではないなど、それに対する投資リスクは相対的に大きいと推測さ

れる。一方で、他社に差別化可能な無形資産を蓄積することができれば、拡張可能性が高く、シナジー・補完性という観点でもより大きな効果を得られる可能性がある。すなわち、事業機会を活かしやすい面もある。このように無形資産は有形資産と比べると相対的にリスクも事業機会も大きいことから、利益創出の不確実性が高いと言い換えることが可能かもしれない。

では、日本企業はこの無形資産に対する投資にどのように取り組んできただろうか。ここでは、上述した時価総額1,000億円超の企業それぞれで投下資本に対する研究開発費の占める割合を算出し、それが10%を超える企業の割合を、日本、米国、欧州、中国、インド企業で比較した(図表6)。日本企業の中で投下資本研究開発費率が10%を超える企業は5%から10%へと増大しているものの、他国企業と比べると低水準にとどまっているこ

とが確認できる。米国企業は30%から50%、欧州企業は20%から40%、中国企業は10%弱から50%超へと増大しているのと比べると対照的である。

知財・無形資産を企業価値に結びつけるためには、それに対する積極的な投資を行い、他社に対する差別化源泉としてそれを活用していく必要がある。しかしながら、無形資産に対する投資は、利益創出に対する不確実性が高く、その取り組みを円滑に進めるためには、投資家をはじめとするステークホルダーに当該投資を評価・共感してもらい、そのあと押しをしてもらうか、少なくとも経営者のそうした判断を見守ってもらう必要がある。日本企業の場合、そもそも一定水準以上の資本収益性を上げている企業は多くなく、株主還元にも積極的ではない。また成長投資を積極的に行っているわけでもない。またその成長機会も投資家から高く評価されていないことを前提とすると、無形資産に対する投資へのハードルは一層高くなっていると考えられることもあるかもしれない。

■ 4. 知財・無形資産の開示・投資の革新

こうした状況を克服し、知財・無形資産投資を差別化源泉として、自社の資本収益性を向上させ、成長機会に対する深い理解や共感を通じて持続的な企業価値創造を実現していくためには何が求められるだろうか。

ここで海外で時価総額が1兆円以上でありながら、収益性もしくは成長性が高い企業の投資家説明資料を概観すると、いくつかの共通点があることが確認できる。①Total Addressable Market（製品・サービスが獲得可能な最大市場規模）などの定量的な数値に基づき成長ストーリーが語られている、②①を獲得するにあたって足がかりとなる差別化の源泉（顧客基盤、技術基盤、ビジネスモデル等）が明示されている、③①と②を実施する経営者の意思が明確に示されているなどである。知財・無形資産投資を成長機会に結び付ける基盤とその経営者の意欲が明確に示されていることが重要であると考えられる。

「知財・無形資産ガバナンスガイドライン2.0」では、2018年5月に内閣府・知的財産戦略本部検証・評価・企画委員会の知財のビジネス価値評価検討タスクフォースにより公表された「知財のビジネス価値評価検討タスクフォース報告書」で提唱されている経営デザインシートを基礎として、知財・無形資産の開示やガバナンスのあるべき姿を探求している。経営デザインシートでは、As is（現状）とTo be（理想）それぞれについての経営資源、ビジネスモデル、提供価値を明示したうえで、両者を結びつける「移行戦略」を浮かび上がらせることで、企業の価値創造のメカニズムが見える化することを狙いとしている。しかしながら、知財・無形資産が実際に財務業績、サステナビリティ業績にいかに関与するかを納得感をもって示すことは容易で

はない。上述したとおり、知財・無形資産は利益創出の不確実性が高く、短期的に財務業績・サステナビリティ業績に結びつくとは限らないためである。

「知財・無形資産ガバナンスガイドライン 2.0」では、知財・無形資産に対する投資が、財務業績・サステナビリティ業績にいかに関係するかの示すためのコミュニケーション・フレームワークを提唱している。コミュニケーション・フレームワークは価値創造ストーリー、企図する因果パス、ROIC逆ツリーの3つを軸に両者を結びつける工夫が必要であると主張している。価値創造ストーリーとは、企業が事業活動を通じてステークホルダーにどのような価値を提供するのかであり、現状 (as is) はどのような価値を提供しているのか、将来 (to be) はどのような価値を提供しようとしているのか、それらを結びつけるため、差別化源泉としての知財・無形資産にいかに関係し、活用しようとしているのかを開示するということである。また企図する因果パスとは、そうした知財・無形資産への投資や活用をいかに関係し、財務業績・サステナビリティ業績に結びつけようとしているのか、企業が想定しているロジックを開示するということである。またROIC逆ツリーとは、ROICにとどまらず、企図する因果パスでとりあげる価値指標としての財務業績、サステナビリティ業績を因数分解し、その取り組みの進捗度を機能・部門ごとに測定できるような枠組みの構築状況を開示するということである。

またこうしたコミュニケーション・フレームワークを基礎とした開示に基づくターゲットとする投資家との対話・エンゲージメントを通じて、その内容の理解を促すことが重要となる。さらに対話・エンゲージメントの結果を受けて、知財・無形資産経営をけん引する経営者の指名や報酬制度を設計し、その動機を高めていくようなガバナンス体制を構築することも重要であろう。さらにその結果を積極的に報告することで、投資家に対する説明責任を果たす開示をさらに実践していく必要がある。こうした開示-対話エンゲージメント-ガバナンスの好循環を通じて、投資家が差別化源泉としての知財・無形資産に対する投資についての信頼感が増加させていくことも可能となろう。

近年、地球環境や社会の持続可能性を脅かす事態が頻発している。こうした中で、地球環境や社会の問題解決のためのイノベーションを促すという観点でも、知財・無形資産を中核とした企業経営に対するニーズは高まっているといえる。開示-対話・エンゲージメント-ガバナンスの好循環を生み出すことで、知財・無形資産経営を強化し、持続的な企業価値創造を実現する日本企業が増加していくことを期待している。

〔出典〕

・Haskel, Jonathan, and Stian Westlake. *Capitalism without capital: The rise of the intangible economy*. Princeton University Press, 2018. (山形浩生訳『無

形資産が経済を支配する』（東洋経済新報社2020年）

- ・ Levine, Ross. " International financial liberalization and economic growth. " *Review of international Economics* 9, no. 4 (2001) : 688 - 702.
- ・ Wurgler, Jeffrey. " Financial markets and the allocation of capital. " *Journal of financial economics* 58, no. 1 - 2 (2000) : 187 - 214.
- ・ 加賀谷哲之「日本企業の資本配分と資本コスト経営」『月刊資本市場』No.421, 2020年9月, 4 - 14頁

