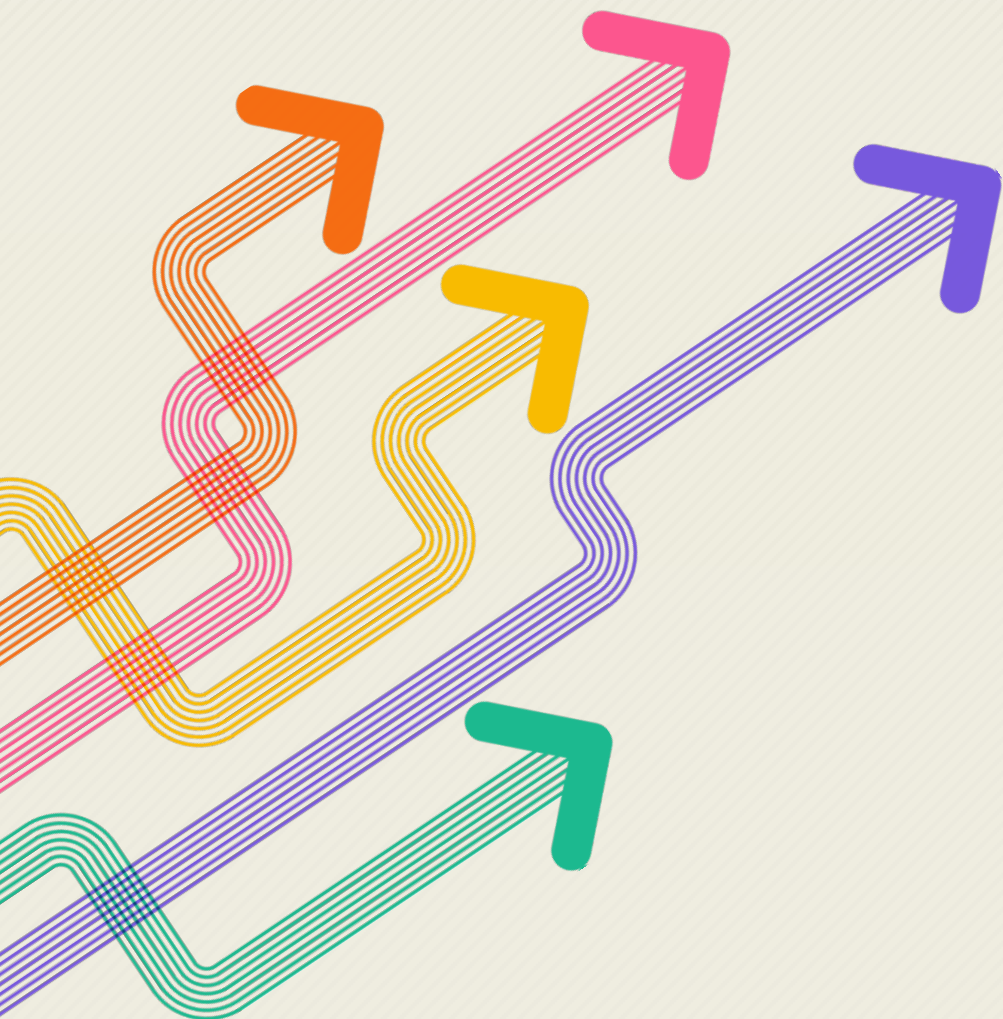


# 企業成長の道筋

---

投資家との対話の質を高める  
知財・無形資産の開示



## はじめに

2021年6月にコーポレートガバナンス・コード(※1)の改訂が行われ、補充原則3-1③及び補充原則4-2②において、知的財産への投資に関する情報開示が求められるようになった。本改訂は、特許権をはじめとした知的財産の保有状況等の開示を無理に求めるものではなく、企業のサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)を巡る課題への取組に関連する形で先述の補充原則が設けられており、知的財産が企業経営に果たす役割への期待が高まっていることを示している。

さて、こうした改訂の背景を踏まえ、企業のサステナビリティといった視座をもって自社の知財・無形資産を整理し、企業経営における役割の明確化に取り組んでいる知財部門・IR部門担当者はどれほどいらっしゃるだろうか。知財・無形資産ガバナンス調査報告書(※2)によれば、調査対象となった企業のコーポレートガバナンス報告書の記載状況のうち、形式的コンプライ、すなわちコンプライとしているものの、知財・無形資産に関する記載が無い状態となっている開示が増加していることが示された。このことから、多くの企業において、経営レベルでの高い視座で知財・無形資産を整理・開示することの難しさを感じている、又はそもそもの意義を感じられていないといった状況に置かれているのではないだろうか。

本書の作成にあたって実施された調査研究(※3)では、知財・無形資産の開示を取り巻く上記の課題を端緒として、「ステークホルダーとの建設的な対話」という切り口から、その取組の意義や企業経営における効果の側面から調査を実施した。

本調査においては、中長期視点で企業評価に取り組む国内外の投資家や、先進的な開示の取組を進められている国内外の企業を対象としたヒアリングを実施したほか、実際に開示に課題を抱える企業を対象に、長年運用機関にて辣腕を振るわれてきた投資家や知財、開示のスペシャリストからなる専門家チームを派遣し、現場の生の悩みに向き合いながら開示改善に向けた伴走支援等を中心に取り組んだ。

こうした調査を経て、「ステークホルダーとの建設的な対話」に向けた知財・無形資産の開示において、「企業成長の道筋を示すこと」の重要性が、各調査のほとんどの場面で繰り返し示されることとなった。本書では、この「企業成長の道筋の示し方」に焦点を当て、いま現在開示の取組に課題を抱えている企業にとっての道しるべとなるよう、初めに取り組むべき活動や検討の進め方について、豊富な事例をもとにまとめている。

本書を読み進めた読者が各自の企業にて、開示の改善を主導することはもとより、企業価値の向上に貢献するキーパーソンとして活躍いただけることを切に願う。

※1 株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード ～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(2021年6月11日) <https://www.jpx.co.jp/news/102@nlsgeu000005in9r-att/nlsgeu000005ine9.pdf>

※2 知財ガバナンス研究会／知財コンサル等分科会「知財・無形資産ガバナンス調査報告書」第23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 プレゼンテーション(3) (2024年3月22日) [https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/tyousakai/tousi\\_kentokai/dai23/siryou6.pdf](https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/tyousakai/tousi_kentokai/dai23/siryou6.pdf)

※3 令和6年度特許庁産業財産権制度問題調査研究「ステークホルダーとの建設的な対話に資する知財経営の開示に関する調査研究」

# 本書のサマリ

本書では、令和6年度に実施した調査研究の結果から得られたステークホルダーとの建設的な対話における要点や、企業価値向上に向けた考え方・取組方法について、各章に豊富な事例や投資家・企業の生の声をふんだんに紹介しながら発信している。

そのため分量がやや多くなっていることから、まずは事例集を通して押さえていただきたい内容について大まかに説明する。

## Summary

コーポレートガバナンス・コードの策定・公表とこれに関連する市場改革によって、日本市場は長期にわたる低ROE・株価低迷の時代から今まさに脱しようとしている。

企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上は、低成長時代からの脱出に不可欠であるが、こうした果実はコーポレートガバナンス・コードに示された諸原則の受け身的・形式的な実施では得ることはできない。

経営戦略は一度策定したら完成するのではなく、経営層や部門を横断して何度もその妥当性や不備などを社内でフィードバックしあうことによって、はじめて強固になるのである。

また、社内でのブラッシュアップが終わった後に、今度はその内容を開示し、投資家との対話を行うことを強く推奨する。投資家は受託者責任のもと、企業成長に対して厳しくも建設的な対話を行うことのできる、企業にとってはパートナーともなり得る存在である。市場環境や他社の動向も踏まえ、「なぜ貴社のビジネスモデルで成長できるのか」といった点について、外部目線からの有益な質問と洞察を得ることができる。

このときの説明で重要になってくるのが、ほかでもない知財・無形資産(※1)である。

知財・無形資産は他社との差別化要素や持続的な成長エンジンといった、企業にとってまさに成長の源泉といえるものであり、企業成長の道筋を理解する上で最も重要な要素の一つといえる。

気を付けるべきは、こうしたビジネスモデルを支え、企業成長に資する知財・無形資産は簡単には特定できないということである。

特許権やノウハウ、現在競争力のある技術は説明しやすく、おそらく競合を含めて似たような説明をしているだろう。

しかし、真に説明すべきは、貴社の価値創造において本質的に効果を発揮している知財・無形資産である。

経営戦略やビジネスモデルを支える知財・無形資産を特定するために、既に述べたように社内・社外(投資家)で積極的な対話機会を設け、企業成長の道筋を何度も磨き上げることが効果的である。

こうした取組が、知財・無形資産に関する開示の充実化に貢献するのみならず、経営戦略自体も高度化し、開示に向けた準備がひいては企業価値の向上にもつながる。

※1 特許権、商標権、意匠権といった知財権に限られず、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、幅広い知財・無形資産を含んでいる。(知財・無形資産ガバナンスガイドラインVer.2.0)  
[https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/tyousakai/tousi\\_kentokai/pdf/v2\\_shiryo1.pdf](https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/tyousakai/tousi_kentokai/pdf/v2_shiryo1.pdf)



# 目次

第1章 ステークホルダーとの建設的な対話に向けた知財・無形資産開示の意義	5
第2章 本書の策定に向けた調査研究の概要	23
第3章 企業成長の道筋を効果的に伝えるための取組事例	27
第4章 開示の改善を経て見えてきた投資家との建設的な対話を阻む要因	77
第5章 建設的な対話に有効な知財・無形資産開示のチェックリスト	85
参考資料	88
有識者委員会構成・謝辞	89



# 第1章

## ステークホルダーとの 建設的な対話に向けた 知財・無形資産開示の意義



## いま、上場企業に求められる「改革」

日本企業における長期的なROE(※1)や株価の低迷、日本経済全体を取り巻く経済成長の停滞といった状況を受けて、2013年6月14日の閣議決定で「日本再興戦略」が打ち出され、企業統治の見直しが重要項目とされた。この結果として、2015年6月に、金融庁・東京証券取引所が共同で「コーポレートガバナンス・コード(※2)」を策定し、上場企業への適用が開始された。

このコーポレートガバナンス・コードについて、単に企業統治に関連した「規則」として捉えている読者がいるとしたら、それは今現在起きている日本の市場改革・企業改革の波を捉え損ねていることになる。このコードは、確かにその一側面として、企業に対して自社の企業統治の取組等に関する情報開示を促すものであるが、その本質は、各原則で示された内容に対して「コンプライ・オア・エクスプレイン(※3)」の手法で自らの企業活動を把握し、改善に向けて継続した改革を進めることにある。冒頭に述べた通り、本コードの策定の背景には日本企業に対する国際的な評価やプレゼンスの低迷に対するテコ入れといった思想があり、本コードが示す「透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行う仕組み」に必要な各原則を充実化していくことで、建設的な起業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることを主眼に置いている(コード原案序文7項。同趣旨がコーポレートガバナンス・コードの副題にもなっている)。こうした目的意識をもったコーポレートガバナンス・コードの各原則は、いわば企業価値向上に向けて有効と考えられる取組の指針が示されているものであり、チェックリスト的に自社の取組状況をコンプライ・オア・エクスプレインするだけでなく、例えば一度コンプライとなった原則についても、自社の置かれた状況の変化に応じて、柔軟にその取組を見直しながら、企業価値の向上に向けて改善を継続することが重要となる。

このように、東証を中心とした企業価値向上に向けた取組の流れはもうすでに読者の周辺を取り巻いており、この流れに的確に乗れるか否かが、今後の持続的な成長や企業価値向上の分水嶺になるといっても過言ではない。現状の情報開示に留まらない、各原則で示された事項に対する企業内での継続的な改善検討が求められている。

※1 Return On Equityの略称で、和訳は自己資本利益率。ROE(自己資本利益率)は、投資家が投下した資本に対し、企業がどれだけの利益を上げているかを表す重要な財務指標。ROEの数値が高いほど経営効率が良いと言える。(野村證券 <https://www.nomura.co.jp/terms/english/r/roe.html>)

※2 上場企業が行う企業統治(コーポレートガバナンス)において、ガイドラインとして参照すべき原則・指針。(企業年金連合会 <https://www.pfa.or.jp/yogoshu/ko/ko19.html>)

※3 機関投資家や上場企業が、その模範的な在り方を定めたスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードの受け入れを表明する上で、各原則を順守するか、順守しないのであればその理由を顧客や株主に説明するよう求めること。(野村證券 <https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ko/A02756.html>)

## 知財・無形資産の開示を取り巻く変化

上場企業を取り巻く「改革」の流れにおいて、コーポレートガバナンス・コードが果たす役割についてはご理解いただけたであろう。この中で、知財・無形資産に関しても、この企業価値向上に向けた取組や改善に向けた検討の対象として示されている。

気候変動や人口減少等の社会課題に加え、地政学的対立、サイバーリスク、インフレーション等の新たな課題が現れてくる中、企業における知財・無形資産の投資・活用に関する取組は、近年、大きく変化している。

この契機の一つになったのが、2021年6月に行われたコーポレートガバナンス・コードの改訂である。本改訂においては、特に知財・無形資産に関連する事項として、二つの補充原則が追加された。

## ■ 知財経営に関連する2021年6月コーポレートガバナンス・コード改訂のポイント

## 補充原則3-1③

(略)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。(略)

## 補充原則4-2②

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。

ここでいう知財・無形資産の開示において求められている内容は、従来の取組とは一線を画す内容となっている。押さえていただきたいポイントは、「経営戦略・経営課題との整合性」と「企業の持続的な成長への貢献」の、大きく2つである。

特に原則4-2②で示されている「企業の持続的な成長への貢献」については、一義的には取締役会における監督の方向性について記述されているものであるものの、知財・無形資産に関する取組が単に知財戦略上の取組としてだけでなく、企業の持続的な成長といった企業経営全体に対する貢献や役割を求められている点は注意しなければならない。原則3-1③で示された「経営戦略・経営課題との整合性」に関する記述と併せて、知財・無形資産開示は従来からあったような特許保有件数の定点的な開示や、事業単位での知財戦略を示すだけでなく、今や持続的な企業成長への貢献といった全社レベルでの視点から知財・無形資産を捉え、言葉の通り「知財経営」に関する情報開示を進めていくことが求められている。

## コラム 1

### 【投資家の声】なぜ知財・無形資産が今注目されるのか

これまで知財経営に取り組みられてきた読者の中には、コーポレートガバナンス・コードが求める「経営戦略・経営課題との整合性」や「企業の持続的な成長への貢献」について、なぜこれほどまでに知財・無形資産の側面から今開示を求められているのか、疑問を持たれている方もいるかもしれない。ここでは、主に上場企業を中心に豊富な対話実績を有する投資家の声を紹介する。開示の受け手となる投資家の視点を捉えていただきたい。

中長期視点の投資家が企業に対する投資判断する際には、「なぜこの企業の利益率が高いのか」や、「企業が示す成長戦略は実現可能なのか」といった、業績や成長戦略の背景にある要因に必ず着目する。その上で、今後の成長性を「投資仮説」といった形で投資家自ら整理した上で投資判断を行う。

こうした業績や成長の要因(=強み)については、企業に対してもヒアリングを行いながら確認をしていくが、同じ業界にある企業の場合、同じような強みを説明されることも多いので、本質的な強みを見つけることは投資家にとっても難しいとともに、実は企業にとっても容易ではない。本調査事業に参加した企業においても、特定の技術に焦点は当たるものの、経営全体の中で強みの源泉としての位置づけを分析的・論理的・価値ドライバー的には認識していなかったといえる。

現在東京証券取引所が主導するPBR改善をはじめとした企業価値向上に関する文脈と軌を一にして、業績や成長を支える本質的な強みを企業・投資家それぞれが理解した上で対話する重要性が高まっており、その核心ともいうべき知財・無形資産とその価値化への取組の開示に対して、投資家の関心が集まっている。

アストナリング・アドバイザー合同会社 代表 三瓶裕喜  
(元フィデリティ投信 ヘッドオブエンゲージメント)

前述したコーポレートガバナンス・コード改訂を受けて、企業がどのような形で知財・無形資産の投資・活用戦略の開示やガバナンスの構築に取り組み、投資家や金融機関から適切に評価されるかについて取りまとめた、「知財・無形資産ガバナンスガイドラインVer.1.0」が2022年1月に公表された。翌2023年3月にはVer2.0が策定され、この中で、企業と投資家との間の対話や情報開示の質を高めるためのコミュニケーション・フレームワークが提示されるなど、知財・無形資産の開示に関する方策が示されてきた。

知財・無形資産ガバナンスガイドラインVer2.0においては、特に企業と投資家・金融機関との対話に焦点を当てた記述の拡充が図られ、企業価値の向上に向けた両者の対話の重要性を示すとともに、開示を進める上での両者のギャップが存在していることも示されている。

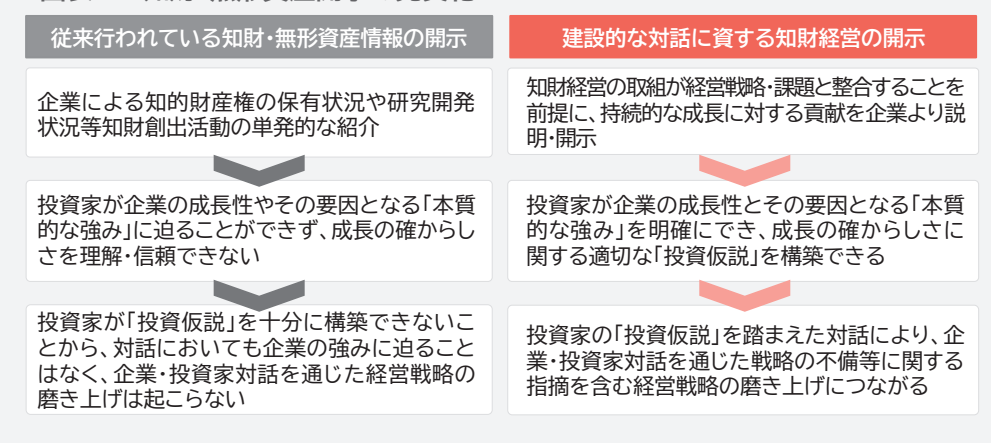
### 知財・無形資産開示の充実化が導く経営の高度化

企業は、企業価値を創造し、顧客のニーズを満たすことを通じて利益を追求し、持続的な成長を実現することを目指している。また、投資家、特に中長期視点の投資家は、顧客の資産を成長可能性のある企業に投資することを通じて効率的に運用し、長期的なリターンを最大化することを目指している。このように、企業と投資家は、「持続的な企業価値の向上を目指す」という点において一致している。すなわち、企業にとって投資家は、協働して企業価値を高めるパートナーとなり得るものであり、そういったパートナー関係を構築・強化することが、まさに経営の高度化につながる。

そして、企業と投資家のパートナー関係を構築・強化する手段が、「開示」であり、「建設的な対話(エンゲージメント)」である。コラム1でも紹介した通り、投資家は企業の将来展望に関心を寄せると同時に、その要因となる本質的な強み(知財・無形資産)を見出すことで、企業が示す将来展望の確からしさについて投資仮説を構築する。この際、企業との対話を通じて強みと整合しない部分や企業成長への貢献の程度など、企業が示す成長戦略に対する確認や不備に関する指摘が入ることも少なくない。こうした建設的な対話は経営戦略を磨き上げ、ひいては企業価値の向上に貢献するものであり、知財経営の開示はこうした対話を促すための重要な要素を提供するものとなることが求められる。

上述のコーポレートガバナンス・コード改訂や知財・無形資産ガバナンスガイドラインは、知財・無形資産に係る情報開示の充実化(図表1)を通して、中長期視点で投資家・金融機関との建設的な対話を促進し、経営戦略を磨き上げ、経営の高度化を実現することを促すものといえる。

■ 図表1 知財・無形資産開示の充実化



## 本書の位置付け

このような流れを受け、特許庁では、知財・無形資産の投資・活用による企業価値の向上を促進すべく、調査を行ってきた。

2022年度には、知財経営を推進するためのコミュニケーションにおける課題とそれに対する打ち手を明らかにすることを目的に、調査研究を実施した。その成果として、知財経営を実践するためには、経営層・知財部門及び関係部門が、それぞれ知財部門の役割モデルを再定義すること、経営層・知財部門の議論の機会を積極的に創造し、濃密な議論を繰り返し、相互が情報の差を埋めることが重要であることが分かった。

一方で、異なる複数の部門が集まり、議論し、知財・無形資産の投資・活用に実際に取り組もうとしても、共通の場で議論した経験があまりなく、言語も共通化されていない中、その難易度は非常に高いという課題も明らかになった。

そうした背景を踏まえ、2023年度には、経営層と知財部門を含む企業内チームとの十分な意思疎通・連携のもと、中長期的な事業戦略に資する知財戦略の策定及び企業価値向上に資する知財戦略の開示の在り方を検討するため、調査研究を実施した。その成果として、知財・無形資産の投資・活用を推進するためのポイント、それを機能させるための知財部門の役割及び知財・無形資産の投資・活用に係る情報開示の重要性や方法論を取りまとめた。この中では、知財・無形資産の投資・活用に係る開示、及び投資家をはじめとした社外のステークホルダーとの建設的な対話が、より長期的な外部からのサポートにつながり、将来像の実現、ひいては企業価値向上の後押しとなることも明らかにした。

しかしながら、こうした「開示」や「建設的な対話」に難しさを感じている企業も少なくない。その最たる原因は、企業と投資家との間に視点のギャップがあることである。

そこで、2024年度は、具体的なギャップの内容やそれが生じる背景を明らかにし、投資家との建設的な対話に資する知財・無形資産の投資・活用に係る開示の在り方について調査した。本書は、この調査結果に基づき知財・無形資産ガバナンスガイドラインVer2.0で示されたコミュニケーション・フレームワーク等の指針について、実際に企業が取り組む上での実務レベルでの障壁やその克服に有効なアプローチといった側面から充実化を図るものである。

## コラム 2

### 【投資家の声】対話を見据えた知財経営の開示の重要性

対話を見据えた知財経営の開示を行うというのは、具体的にはどのような取組を進めればよいか疑問に思われる読者も多いであろう。取組の全体像についてはp.13にて、また詳細な進め方については第3章を中心に解説を行っているが、ここでは本調査研究にてヒアリングを行った中長期視点の投資家の声を紹介する。「企業側が分析にあたってコストをかけたにも関わらず響いていない事例」や、「もう一歩足りていない」と思われる開示など、日ごろ多くの開示に向き合う投資家の率直な声を読んでいただき、「対話を見据えた開示」のイメージをつけていただきたい。

特許件数や参照状況等の知財情報と財務指標等との相関は、その情報のみではファンドマネージャーにとってあまり有益ではない。ナラティブ情報として価値創造にどのような知財やブランド力、その他独自の無形資産が貢献しているかが示されると、投資家が企業の成長をイメージしやすい。

東京海上アセットマネジメント株式会社  
ESGスペシャリスト 菊池勝也

企業側も少し長期的な視点を持って投資家との関係を考慮いただけるとよい。オクトパスモデルへの当てはめをするだけでは意味がなく、最終的にはビジネスモデルが強固であり、これを構成する強みを評価することが重要となる。

好事例企業においては、「なぜ利益率が高くシェア100%なのか」といった投資家の疑問について、特許網の視点から明瞭に説明している。ただ特許件数等を開示しているのとは異なる。

大和アセットマネジメント株式会社  
日本株式運用部兼責任投資部 チーフアナリスト 渡辺勇仁

統合報告書における「価値創造ストーリー」の見出しは、投資家として最も興味をそそられるものである一方、内容面で残念に感じる点がある。それは、一枚の見開きページに、オクトパスモデルのような大きな図が描かれている場合、矢印で流れを示し、短い単語が並べられているだけで、どの段階でどのような価値をなぜ創造できているのかが明確でないことである。具体的な課題や重要な要素について言及することはなく、まるで定型フォーマットに従って記述されている印象を受ける。それでは情報価値が低いので、いくつかの会社には価値創造ストーリーをまず文章だけで書いてもらうように依頼をした。それをすることで、どの箇所が論理的につながっておらず、説明不足だったかに気づくことができる。

アストナリング・アドバイザー合同会社 代表 三瓶裕喜  
(元フィデリティ投信 ヘッドオブエンゲージメント)

企業の競争力評価を行う際には、価値創造プロセスで語られている内容が、差別化要因と一致しているかを投資家は重視している。より具体的には、因果パスを示してもらいたい。他社と差別化された技術要素が売上げ・利益に貢献していることが示されていれば納得感がある。

開示方法として、投資家は相対的な競争力を知りたいため、他社と比較した際の規模感や業界内での競争優位性を説明していただけるとよい。

野村アセットマネジメント株式会社  
エンゲージメント推進室 室長 内田陽祐

価値創造ストーリーを明確に伝えている企業はあまり多くない。普段からコンタクトを取っている経営層が説明会やミーティング等口頭で説明するケースであれば、そこからある程度理解することもできるが、より具体的に経済価値や社会価値に関して言及できていないと、情報を出しているにも関わらず、これらを評価することが難しい。こうした状況は非常にもったいないため、漠然とした開示ではなく、この会社だからこそできること、この会社がやるからこそ意味があることを説明していただけるとよい。

三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社  
スチュワードシップ推進部 シニア・スチュワードシップ・オフィサー 澤嶋裕希

## 本書で押さえていただきたいポイント

ここまで示した知財・無形資産の開示を取り巻く環境の変化と、これを受けて公表された開示と対話の進め方に関する基本的な指針となる知財・無形資産ガバナンスガイドラインを踏まえ、知財・無形資産の開示に悩まれる企業のリアルな姿を出発点に、本調査研究を通して得られた建設的な対話に至るための効果的な「開示のメソッド」と、その前提にある「対話のスタンス」の2点を押さえていただきたい。

### (1) 対話のスタンス

#### ① パートナーとしての投資家

対話のスタンスに関する説明に入る前に、その相手方である投資家についてまず理解を深めていただく。皆様は投資家との対話の場面に同席されたことはあるだろうか。知財部門や研究開発部門の方であれば、最新の技術トレンドやこれらを踏まえた自社の取組状況に関する説明や、こうした技術をどのように守っていくかといった特許戦略に関する話題などを説明するために、IR部門担当者と同席したことのある方もいるかもしれない。この時、投資家は「他社でも同じようなことをやっているではないか」や「御社の技術力でこのビジネスモデルは維持・拡大できるのか」など、まるで自社を批判的に見ているように感じた経験のある方は多いのではない。

結論から述べると、投資家は敵ではない。投資家がこのように嫌になってしまいそうな質問を投げかけるのは、その背景に「企業が語る目標や将来ビジョンは本当に実現できるのか」という疑いが出発点になっているからである(コラム1参照)。それと同時に、投資家へのヒアリングを通して見えてきたのは、対話を通じて企業側が検討を深め切れていない内容があれば一緒に考えたり、また企業自身が気付いていない強みがある場合はサポートをするといった、企業成長に真剣に向き合うパートナーといった姿であった。

### コラム 3

#### 投資家の種類と開示の進め方

投資家が取る株式運用の手法として、アクティブ運用とパッシブ運用がある。アクティブ運用とは、市場平均を上回る運用成績を目指す投資手法であり、他方パッシブ運用とは、市場平均に連動する運用成績を目指す投資手法であり、投資家は大きくはこの2種類に分かれる。

開示において留意すべき点は、こうした投資家の運用手法ではなく、どの程度のスパンで企業の成長を捉えているかである。本調査研究では、中長期視点を取るアクティブ、パッシブそれぞれの投資家へヒアリングを行ったが、共通して企業に求めているものは、今後どのようにして企業価値を向上させていくかといった道筋であった。本書では、企業成長に真剣に向き合うパートナーとなりうる中長期視点の投資家に向けて、企業が取るべき開示の進め方について解説しているため、ぜひこうした投資家と建設的な対話につながる開示を目指していただきたい。



コラム 4

【投資家の声】企業との対話に臨む投資家側のスタンス

投資家も企業の全てを知るということは不可能である。そのため、企業がどのように価値を生みだしているのか、をストーリーとして示してもらいたい。それがその企業の中に閉じたものではなく、社会の中でどのような位置にあるか、また社会が変化する中でどのように変えてきたかということ併せて示してもらいたい。

投資家はポートフォリオを組むことが仕事になるので、そういったストーリーがあると、ポートフォリオの中にその企業が入った場合にどのような効果が出るか、ということを考えやすくなる。

一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム 理事 鎌田博光  
(元アムンディ・ジャパン株式会社 日本株式ターゲットファンド運用部長)

開示資料の分析や実際に企業との対話を進めていく中で、「この会社は改善の余地がある」と感じることは多くある。その際、投資家は数多くの企業や業界自体の分析を行っていることから、「今後ここやあそこを改善すればもっと会社の成長につながるのではないか」といった成長の実現に向けた具体的な取組についても想起することがあり、こうした内容は経営陣とも深く議論することも多い。

事業ポートフォリオといった全社戦略についても議論する場合には、知財の管理や人員配置などの知財・無形資産に関して議論することが多い。企業戦略に関わるエンゲージメントにおいて、知財・無形資産の要素は不可欠と考えられる。

東京海上アセットマネジメント株式会社  
ESGスペシャリスト 菊池勝也

投資家は各社の戦略が企業価値の向上につながるのかについて、最大の関心を持っている。企業側が開示できる内容に制約があり、粗利等の詳細な数字について言及できないのは承知している上で、市場環境に対する捉え方や知財・無形資産といった企業の成長を支えるような本質的な強みとその活用の方向性など、今後の業績や成長性を予想するためのヒントとなるモザイク情報を教えてほしいと考えている。

アナリストは、上記のような情報がある程度得られれば、企業側が直接的に業績や売上げ等の詳細に関する数字を示さなくても、独自に予想を構築するものである。投資家との対話を建設的に進めるためにも、ぜひ業績や売上げの詳細といった開示しがたい定量情報だけに目を向けるのではなく、その源泉となる知財・無形資産に関する情報を示してほしい。

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 委嘱アドバイザー 松島憲之  
(元シティグループ証券株式会社 マネジングディレクター)

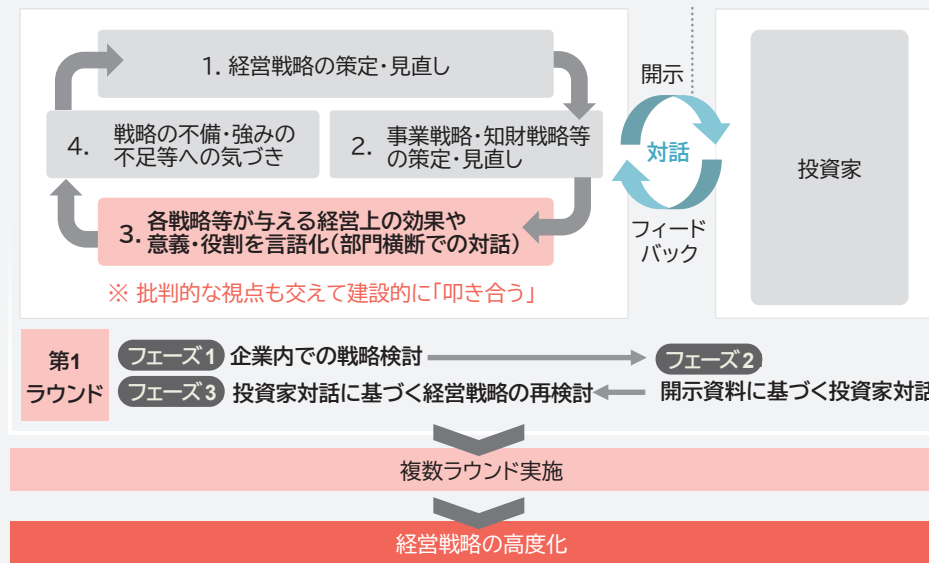
このように、特に中長期視点で企業との関係を捉えている投資家は、企業にとって「批判的な評価者」ではなく「企業成長をともに考えられるパートナー」といえる。また、このように捉えることで、はじめに紹介したような厳しい質問が、会社の将来を真剣に考えているが故のものであるという点もご理解いただけるのではないだろうか。

② 建設的な対話のスパイラルが導く経営戦略の高度化

投資家像の転換ができた読者には、ぜひ対話像の転換も図っていただきたい。本調査研究で実施した現地調査では、企業と専門家チームとの間で数多くの対話がなされた。また同時に、専門家チームとの対話を通して見えてきた課題や論点は、次回検討会までに企業内部で経営層や複数の部門担当者間を横断しながら、ここでもまた多くの対話を経て整理がなされた。

エンゲージメントでは企業が示す成長の道筋に対する理解を深めていくこと（「第3章 II: 目線合わせ」に相当）を起点として、対話を通じて企業の経営戦略の高度化を進める（「第3章 III: 対話編」に相当）といった過程を経る。いわゆるこの「建設的な対話」を前進させるためには、企業が明確に意識していない、あるいは自明として説明されていない、自社の事業戦略や成長性を裏付ける「本質的な強み」を自覚し、言語化することが不可欠であることが本調査研究で見出された（第4章）。こうした「自明の言語化」ともいえる取組にあたって、現地調査で取り組んだ企業・専門家チーム間での対話と、企業内部での対話が効果を発揮した。（図表2）

■ 図表2 建設的な対話のスパイラル ※「開示のメソッド」に基づく開示



## フェーズ1 企業内での戦略検討

建設的な対話のスパイラルは、まず企業における「1.経営戦略の策定・見直し」から始まる。

「1.経営戦略の策定・見直し」は主に経営層や経営企画部門が中心となって、全社的な経営の方向性に関する議論を経て策定する(※1)。その後事業部門や知財部門等部門レベルで、「2.事業戦略・知財戦略等の策定・見直し」に移る(※2)。およそここまではほとんどの企業で実施されていると考えられるが、重要なポイントは「3.各戦略等が与える経営上の効果や意義・役割を言語化(部門横断での対話)」である。

ここでは、各部門単位で策定した戦略や取組について、その経営上の効果や意義・役割について、その妥当性や内容の緻密さ、確からしさや実現可能性等について、部門を横断して説明・フィードバックを行う。本取組は、外部の視点から戦略に関する不足や疑問点、曖昧になっているところなど詰め切れていないところを明らかにするものである。こうした対話はさながら投資家対話の事前準備とも位置付けることができ、経営戦略の社内への浸透とともに、事業戦略や「なぜこの取組をしているのか」といった取組の意義に関する理解を深めていくなど、社内での戦略理解やモチベーションの向上、本質的に発信すべき強みの発見などにおいても有効な施策となる。

「4.戦略の不備・強みの不足等への気づき」では、これまでの社内対話を通じて明らかになった強みや見えてきた課題等を整理した上で、改めて「1.経営戦略の策定・見直し」に戻り、経営戦略全体を再検討する。

なお、対話においては最終的な上記経営戦略の見直しや開示・対話を見据え、IRや経営企画部門、知財部門等を掌管する執行役員や部長クラスの関与があることで、その効果を大きく高めることができる(コラム5参照)。

## フェーズ2 開示資料に基づく投資家対話

開示メソッド(詳細は(2)参照)をもとに作成された開示資料に基づき、投資家との対話を行う。いわゆるエンゲージメントとして多くの企業で実践されていると思われるが、ここでも重要なポイントは、あくまで企業成長に資する建設的な対話を行うことである。対話の進め方については第3章に具体的な事例を掲載しているのでそちらをぜひ参照いただきたいが、ここではコラム2に示した通り、多くの投資家に関心を有する企業成長の道筋に対する説明であることを意識し、直近のトピックスや保有している高い技術力のみで終始せず、いかにこうした優れた強みを活かして成長につなげるかが説明のポイントとなる。

## フェーズ3 投資家対話に基づく経営戦略の再検討

フェーズ3は、投資家対話に基づき再度フェーズ1で行ったような社内対話を進める。投資家対話の中で得られた示唆や気付きは、経営層が実施したもののほかIR部門や経営企画部門が実施したものなども含めて、経営層へフィードバックを行う。その後、新たに生じた課題や論点等への検討に基づき、経営戦略の見直しを進める等行い、以降フェーズ1と同様の取組を行うことで、戦略全体の高度化を行い、ひいては企業価値の向上につながるのである。

ここまでが、建設的な対話のスパイラルのうちの第1ラウンドであり、理想的にはこうしたラウンドを複数回繰り返すことで、各戦略に対する社内における認識相違や、投資家をはじめとする社外のステークホルダーとの間に生じる理解のギャップを埋めていくとともに、企業価値の向上につながる好循環を生み出すことができる。

※1 特許庁「知財経営の実践に向けたコミュニケーションガイドブック～経営層と知財部門が連携し企業価値向上を実現する実践事例集～」(2023年)参照。[https://www.jpo.go.jp/support/example/document/chizai\\_keiei\\_guide/all.pdf](https://www.jpo.go.jp/support/example/document/chizai_keiei_guide/all.pdf)

※2 特許庁「知財経営への招待～知財・無形資産の投資・活用ガイドブック～」(2024年)参照。  
[https://www.jpo.go.jp/support/example/chizai-mukei-toushi-katsuyou-guide/document/index/all\\_guidebook.pdf](https://www.jpo.go.jp/support/example/chizai-mukei-toushi-katsuyou-guide/document/index/all_guidebook.pdf)

## コラム 5

### 【先進的な企業の声】 社内の対話を効果的に進めるための工夫

投資家から高い評価を得ている企業には共通して、社内対話を円滑に進めるための工夫が見られる。特に統合報告書の作成に当たっては部門を横断するケースも多いため、強みの整理や発信内容の調整までを整合させ、関係部門が納得感を持って開示に取り組める仕組みが重要となる。

知財・無形資産の開示を行うにあたっては、常にその開示が企業の将来像に結びつく形で行われることが重要である。そのために、知財部門は投資家などのステークホルダーに伝えたいストーリーに沿って必要な情報を提供し、企業戦略の中に知財情報が組み込まれるよう努力している。当社では、統合報告書、サステナビリティレポート、有価証券報告書の3つを主要なコーポレートレポートと位置づけている。有価証券報告書については法定開示となるため、規定に従った情報提供を行うものであるが、統合報告書とサステナビリティレポートについてはより自由度が高いものと捉えている。2023年度版では、おもに統合報告書では将来の成長期待を、サステナビリティレポートでは過去の実績や中長期視点でのデータ集といった幅広い情報を提供するという形で、3つの媒体を通してもれなく重複なく情報開示を行う体制を整えている。

上記3つの一体的な開示を進めるにあたっては、「情報開示ワーキンググループ」と称する仕組みを設け、法務部門やサステナビリティ部門、IR部門が横連携をして媒体の制作における情報整理・共有を行う仕組みを持っている。これは、上記3つのコーポレートレポートで必要な情報収集に係る事業部門への負担感を大幅に削減するとともに、情報の重複感やメッセージの整合性を取るための工夫であり、体制としては2022年度からの取組ではあるものの社内のコミュニケーションは年々深まっている。統合報告書の作成においても同様の形式で、それぞれの部門が独自に情報を発信することなく、財務部門や知財部門、研究開発部門、人財部門と連携をしながら、コミュニケーションに齟齬が出ないように調整している。

投資家向けのIRイベントの一つとして、毎年6月初旬に開催するHitachi Investor Dayにて、CEOやCFO、各事業部長が中長期的な成長戦略について語る場を設けている。統合報告書では、ここでの議論内容を踏まえて、IR部門が中心になり、その年の重点ポイントについてCEOやCFO、各セクター担当者とコミュニケーションを取りながら内容を決定するプロセスを敷いている。

IR部門が方向性を定めつつも、トップダウンではなく関係部門と多くの対話を積み重ねることによって、各部門が納得をした上で情報発信を進めている。

株式会社日立製作所

#### 【主な受賞歴】

- 公益財団法人日本証券アナリスト協会 証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定(2024年度) 電機・精密機器部門 第1位
- 一般社団法人日本IR協議会 IR優良企業賞2023(第28回) IR優良企業大賞
- 日本経済新聞 第3回日経統合報告書アワード グランプリG賞
- WICIジャパン 2023年WICI統合リポートアワード表彰 Special Award(審査員特別賞)

当社の強みを特定するプロセス自体を明確に規定しているわけではないが、投資家との対話を重ねながら、当社の強みを明らかにしようと努めている。例えば、昨年開催のESG説明会では、人的資本の取組について掘り下げて取り上げたが、投資家からのフィードバックから、当社の人材育成や人材戦略が事業の変革につながるメカニズムがより明確になり、それを踏まえて同年の統合報告書においても詳細な開示を行った。こうした対話と開示のサイクルを回していくことが基本的な考え方となっている。

統合報告書をはじめとした非財務資本の開示において、知財部門としては、会社全体の強みの中で、知財をどのように説明するかを意識している。毎年行う、その年の統合報告書制作のキックオフミーティングでは、IR部門から今年のコネプトが共有され、それに基づいて全社で整合性を持った活動が進められている。また、投資家との対話の場に知財部門が参加する機会もあり、投資家の意見を直接ヒアリングすることで統一感を持って取り組んでいる。

統合報告書の制作にあたっては、コーポレート部門を中心に、各部門から代表者を選任し、部門横断型のプロジェクト体制で進めている。ここには知財部門も含まれ、このほかにも技術の関連部門が参加している。IR部門がオーガナイザーとして役割を果たしながら、全体コンセプトについてはIR側から示しつつ、各部門と密接に連携し、それぞれの部門が盛り込みたい内容を詰めていく形で進行している。

他の部門との調整が必要な場合や、全体のコンセプトに合わない内容があれば、プロジェクト体制内で調整を行う。その際には、IR部門だけでなく、知財部門も対応し、適宜臨機応変に対応していく体制を取っている。役員・部門長が選任した担当者がプロジェクトに参加することで、全社で一貫した一つのストーリーを軸にしながら、非財務資本に係る適切な情報を開示・発信することができている。

化学メーカー

当社の統合報告書は、常にストーリーを意識した冊子になるよう心掛けている。決算を中心とした定量情報も重視しているが、それ以上にどのような流れで企業価値が創出されているのかを示すことが重要だと考え、全ての事業や取り組みが創業者・安藤百福の「創業者精神」と紐づいていることが読者に伝わる点を特に意識して編集している。

創業者精神などの社内でも共有すべき価値観については、CEOが社内外に示すコミットメントの効果もあり、従業員にしっかりと浸透している。持続的な価値創造は、社員に根付く価値観が不可欠であり、当社はこの点で一体感のある組織文化が定着している。新年の朝礼等でも、当社の強みについてCEOが述べる機会があり、イノベーションを支える、知財・無形資産について、頻繁に説明している。

こうしたベースとなる価値観が共有されているため、各事業部門が発信したいメッセージや目標は様々であるものの、全体として、企業価値とどう結びついているかという点において齟齬がなく、発信するメッセージは整合性の取れたものとなっている。なお、開示内容は、IR部門が取りまとめ、各部門と対話を重ねながら最終化していくという手法を取っている。

創業者精神を基礎とした当社の価値創造プロセスは明確であり、開示に限らず、そもそも業務が進めやすく、ブランディングやマーケティング、イノベーションといった当社の強みが発揮されやすい土壌がある。ソーシャルインパクトやマテリアリティの設定なども、企業理念にすでに組み込まれており、一から新しく調整や検討が必要だとは考えていない。これは当社にとって通常のこととして社員に理解されている。

日清食品ホールディングス株式会社

#### 【主な受賞歴】

- 公益財団法人日本証券アナリスト協会証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定（2024年度）食品部門 第4位
- International ARC Awards 2023 Best of Show

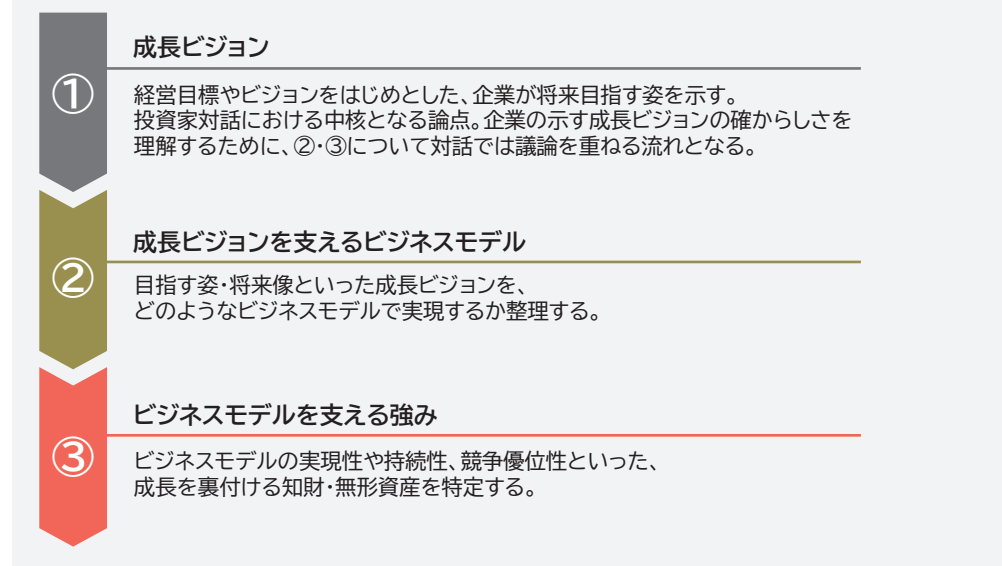
## (2) 開示のメソッド

知財・無形資産情報の開示として、自社が取り組む技術開発やアライアンス、またその成果としての先進的な事業・商品を示すこと自体は決して否定されるものではない。ただし、これまでに見てきた多くの投資家の声を踏まえると、これらの開示は単独では企業の成長性やその要因となる強みを示したものとは言い難いことから、建設的な対話を見据えるならば、投資家の関心事である「企業成長の道筋」に基づいて、開示・説明を再構築することが必要である。

本調査研究で実施した現地調査や座談会、ヒアリング調査においても、ステークホルダーとの建設的な対話に向けて、特に「企業成長の道筋」をどのように構成すべきか、また道筋を構成する各要素を特定するためにどのような検討プロセスで取り組んでいくべきかといった点に多くの時間を割いて議論を行った。

本調査研究から得られた、中長期視点の投資家に共通して求められる企業成長の道筋を示す「開示メソッド」は以下のとおりである。(図表3)

■ 図表3 企業成長の道筋を示す「開示メソッド」



## 中長期視点の投資家に共通して見られる「企業成長の道筋」の開示構成

### ① 成長ビジョン

成長ビジョンは、経営目標やビジョンをはじめとした、企業が将来目指す姿を示す。

投資家対話における中核となる論点であり、企業の示す成長ビジョンの確からしさを理解するために、②・③について対話では議論を重ねる流れとなる。

本要素で取り扱われる知財・無形資産は、直接的な技術や製品・サービスといった範疇を超え、企業理念や社風、DNAといった、企業が有する基本的な価値観に迫るものであるが、これらを社内でも言語化しておくことで、以降の②・③を策定にあたっての社内コミュニケーションがスムーズになることが知られている。(コラム5参照)

### ② 成長ビジョンを支えるビジネスモデル

目指す姿・将来像といった成長ビジョンを、どのようなビジネスモデルで実現するか整理する。

「ビジネスモデル」という言葉については、第3章でみる現地調査の事例でも示しているように、企業・投資家間でそのイメージする内容に大きなギャップが生じた。

具体的なギャップの発生経緯については第3章の各事例を確認いただきたいが、投資家との対話を進めるにあたっては、製品やサービスラインの紹介にとどまらず、それらが対象とする顧客や、その顧客に対して提供する価値、またその収益性や業績への寄与度など、企業経営にどのような仕組みで貢献するのかといった、一連の説明が求められる。

### ③ ビジネスモデルを支える強み

ビジネスモデルの実現性や持続性、競争優位性といった、成長を裏付ける知財・無形資産を特定する。強みについては現在保有しているもののほか、①に照らして今後獲得すべきものも含めて、自社の現在地や市場でのポジショニングを踏まえた形で整理していくことが望まれる。

知財経営の開示に取り組む上では、「開示のメソッド」を活用いただくことももちろん重要であるが、その前提となる「対話のスタンス」を理解し、実践することで初めて建設的な対話を成立させ、ひいては経営戦略の高度化や企業価値を高められるといった果実にありつくことができる。ぜひ本書の読者には、メソッドありきで自社の本質的な強みに迫らない、形式的な開示とならないよう常に注意を払っていただきたい。

開示とは企業から投資家の一方通行ではなく双方向的な営みを前提としたものであり、企業価値を本当に高めるのは対話結果を適切に社内での議論に取り込み、経営戦略を洗練させようとする企業自身の努力なしではなしえない。

## コラム 6

### 【投資家の声】建設的な対話を進める上で重要な企業内の組織体制

建設的な対話を進めていくためには、これまでに示した開示の充実化が重要であるが、その本質には企業が持続的に成長できる環境が整っていることが不可欠である。ここでは、中長期的な成長を見据えた企業内部の統治や組織体制について、投資家がどのような観点で捉えているかについて紹介する。

中長期視点の投資家は、投資先企業が長期的にサステナブルであるかを重視しており、このサステナビリティを支える核となる要素がガバナンスである。

企業が長期的にサステナブルになるには、資本コストを長期持続的に上回る利益率を達成する必要がある。そのためには一過性のコストカット等ではなく、将来を見据えた戦略的な投資判断が不可欠となる。こうした投資には、生産能力の拡張などの有形資産投資だけでなく、技術力やブランド等の知的財産および人的資本といった無形資産への投資などが含まれ、広範な知的財産・無形資産のマネジメントも意識したガバナンス体制の構築が求められる。

一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム 理事 小澤大二  
(元インバスコ・アセットマネジメント 取締役 運用本部長兼最高投資責任者)

組織の中での知財部門の位置づけは重要。特に近年は社外取締役が増えるなどの影響もあり、技術や製造出身の社内取締役が少なくなっている。経営陣と知財部門との距離を近づけ、密に対話が行われることで、競争力の源泉にあたる知財・無形資産を適切にマネジメントすることができる。

一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム 理事 鎌田博光  
(元アムンディ・ジャパン株式会社 日本株式ターゲットファンド運用部長)

# 第2章

## 本書の策定に向けた 調査研究の概要



本書は、令和6年度特許庁産業財産権制度問題調査研究「ステークホルダーとの建設的な対話に資する知財経営の開示に関する調査研究」によって得られた知見を取りまとめたものである。本調査研究では、主に以下3つの調査を通して、知見を収集した。

- 知財経営の開示を通じた企業価値向上に取り組もうとする企業への伴走支援(以下「現地調査」)
- 知財・無形資産に着目する投資家、及び、知財経営の開示を通じた企業価値向上を実践している企業へのヒアリング調査(以下「ヒアリング調査」)
- 経営層・部門長による座談会(以下「座談会」)

本書の理解を促進するため、調査研究の概要を紹介する。

### 調査目的

本調査研究では、知財経営の開示を通じた企業価値向上に向けて必要な取組を明らかにすることを大目的として実施した。各調査においては特に以下の事項を明らかにする目的で実施した。

#### 現地調査

- 知財経営の開示を通して企業価値向上につなげるために必要な事項
- その活動を実践するにあたり、企業が直面する課題とその解決方法

#### ヒアリング調査

- 投資家が知財・無形資産に着目する具体的な動機・目的・その結果
- 投資家評価の高い企業開示において、どのような社内プロセスで統合報告書等の開示資料を作成しているか

#### 座談会

- 知財経営の開示に関連して、企業の経営層や部門長の感じる課題や危機感

## 調査方法

### 現地調査

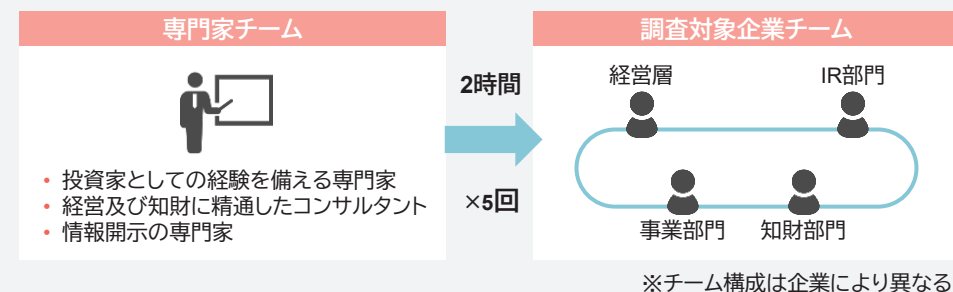
現地調査においては、知財経営の開示を通して企業価値向上につなげるために必要な事項の仮説として、以下の3つを設定し、企業の状況に応じて軽重を付け、下記3点についての議論、及び検討結果に基づいて作成した開示資料についての議論を、各社に対して1ヶ月に1回(2時間)程度のペースで計5回行った。

- 企業の既存の開示情報の内容や、投資家の求める説明内容に関する目線合わせ
- 企業の掲げる成長ビジョンを支えるビジネスモデルの整理
- ビジネスモデルを支える強みの整理

具体的には、企業に経営層、知財部門、事業部門、IR部門等からなるチームを組成いただき、そのチームでの議論に投資家としての経験を備える専門家、経営及び知財に精通したコンサルタントや情報開示の専門家の計3名からなる専門家チームを派遣し、議論を支援した。(図表1)

そして、この支援を通じて議論を観察することにより、知見を収集し、特に他社の参考となる対話を実現した3社について、事例として取りまとめた。

■ 図表1 現地調査概要図



## ヒアリング調査

### ● 投資家へのヒアリング

中長期視点から企業価値の源泉(≒知財・無形資産)に着目した投資判断の経験を持つ投資家7名に対して各1時間程度のヒアリングを実施し、知見を収集した。

ヒアリング対象者の選定は、主に本調査研究にて組成した有識者委員会からの推薦に基づいて実施した。

### ● 企業へのヒアリング

統合報告書等における開示内容に対する評価の高い日本企業3社・海外企業1社のIR部門・知財部門・事業部門等に対して1時間程度のヒアリングを実施し、知見を収集した。

日本企業については、公益財団法人日本証券アナリスト協会「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定(2024年度)」の評価結果に基づき以下の企業を選定した。

- ・株式会社日立製作所（業種:電気・精密機器 第1位）
- ・化学メーカー
- ・日清食品ホールディングス株式会社（業種:食品 第4位）

海外企業については、米国の独立評価機関であるMerComm, Inc.が主催する世界最大規模のアンニュアルレポートのコンテスト「International ARC Awards」の評価結果に基づき対象企業を選定したが、具体的な企業名は非公開とする。

## 座談会

現地調査に御協力いただいた企業の経営層、知財部門やIR部門の部門長にお集まりいただき、2時間程度の座談会を開催した。座談会では現地調査の取組の発表や、知財経営についての意見交換を実施し、これらの議論を観察することにより、知見を収集した。

## 調査結果

調査を通して得られた知見を総合的に分析して本書を取りまとめた。各調査の知見は特に下記の章に取り入れている。

- ・ 現地調査 : 第3章の事例
- ・ ヒアリング調査 : 第1章、第3章、第4章のコラム
- ・ 座談会 : 第4章の座談会レポート

# 第3章

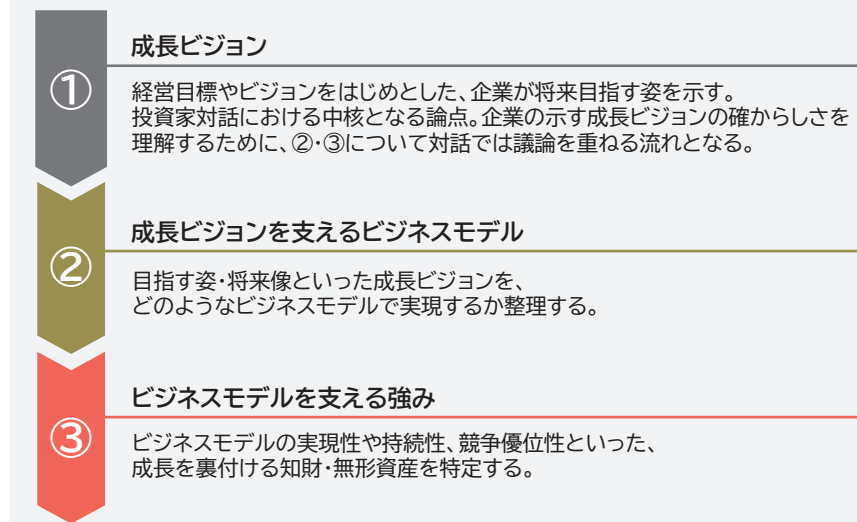
## 企業成長の道筋を 効果的に伝えるための 取組事例



## 本章の全体像

現地調査対象となった3社の事例では、そのいずれの企業においても共通して「いかに企業成長の道筋を描くか」といった核となる問いに対して、各社各様の方法でアプローチを続けた事例と総括することができる。支援を行った専門家チームからはビジネスモデルや各社のコアとなる知財・無形資産について数多くの質問がなされたが、概して中長期視点の投資家からは、企業成長の道筋を以下の構成で描くことが求められていた。(図表1)

■ 図表1 企業成長の道筋を示す「開示メソッド」(第1章参照)



本章では、上記企業成長の道筋を示す「開示メソッド」のうち、特に知財・無形資産開示の観点から活発な対話が行われた②・③について、実際の対話を抜粋する形式で収録した。

各事例では、開示構成の各要素について、具体的なアプローチ方法を掲載している。ただし、専門家チームの投げかける問いや、これを受けた企業側の回答、開示上の表現方法は、あくまでも各社の事業背景や企業文化、企業を取り巻く市場環境など、多くの前提に基づいて実施されたものであり、すべての企業に当てはまる「正解」や「理想型」を示すものではない点に留意いただきたい。

この先の事例を読み進めるに当たっては、開示手法だけに着目するのではなく、投資家との建設的な対話に結び付いた「Key Question」に対し、自社であればどのような回答をするか、また回答に当たってはどのような検討が必要となるか等を意識いただきたい。

※ ヒアリング調査対象となった投資家と、現地調査で支援を行った専門家チームに含まれる投資家の選定は異なるプロセスで実施されている。

※ 専門家チームは就任時に「秘密保持契約書」に署名しており、内部者情報およびフェアディスクロージャー・ルールへの対応をすべての関係者が徹底した上で、本調査研究は実施されている。

## 取組事例インデックス

事例掲載の形式としては、前頁に掲載した「企業成長の道筋を示す開示メソッド」に沿う形で紹介を行っているものの、その具体的なアプローチや投資家対話における検討の論点は、企業を取り巻く経営環境に応じて異なっていた。

本ページでは、各社の経営環境を踏まえた各事例の開示の方向性と、そこから得られた示唆をまとめる形でインデックスを作成した。自社の置かれた経営環境や開示の方向性と近いものを選択して読み進めていただきたい。

**事例 1** 東洋エンジニアリング株式会社 P.32

- 経営環境を踏まえた開示の方向性  
市場環境の変化によって主力事業のコストやリスクが増大する中で、事業ポートフォリオ転換によるボラティリティ抑制に向けた取組を示す
- 本事例から得られる示唆
  - ・ バリュエーションが低い(PBR1倍割れ、ROE8%未満)状況下で開示すべきは成長性ではなく、まずは構造改革に貢献できるビジネスモデル
  - ・ 新事業領域への参入を通じた構造改革・成長性の説明では、今ある強みにとどまらず、今後獲得すべきノウハウ等の知財・無形資産や獲得に向けた道筋を示すべき

**事例 2** 第一工業製薬株式会社 P.48

- 経営環境を踏まえた開示の方向性  
一見事業や技術、製品同士の相乗効果を捉えにくい企業において、それらと財務の結びつきをストーリーとして示す
- 本事例から得られる示唆
  - ・ 顧客のニーズと自社の技術を結びつけるために、研究開発をコアとする自社の強み(知財・無形資産)が何かを時代に応じて整理しつづける
  - ・ 事業セグメントを横断する強みをどのように各セグメントに展開し、全社戦略を推進するか、全社に通底する強みやつながりを示すべき

**事例 3** 株式会社コーエーテクモホールディングス P.62

- 経営環境を踏まえた開示の方向性  
株式市場からの高い評価(高PBR、高ROE)を背景に、安定期を迎える市場環境において自社の高い成長性を投資家に訴える
- 本事例から得られる示唆
  - ・ 成長エンジンを説明するだけでは不十分であり、高い成長性が持続的・安定的であることを開示すべき
  - ・ パイプラインの開示が難しい状況下においては、良質な事業アイデアが創出されるメカニズム(知財・無形資産)を開示することが効果的



## 事例構成

各社の事例は、「I:イントロダクション」から始まり、「IV:解説編」までの4つのパートに分けて掲載を行っている。

### I: イントロダクション

企業の事業に関する情報のほか、各社の本調査研究における目標等基本的な情報を掲載。開示・対話を進めるにあたっての前提となる「開示メソッド-①成長ビジョン」についても、「同社の成長ビジョン」項目にて言及していることから、特に本項目を念頭に置いた上で、以降の対話を読み進めていただきたい。

### II: 目線合わせ

対話編に入る前に、ここでは企業と専門家間での目線合わせを取り上げる。対話編では具体的なビジネスモデルや強みに焦点を当てた開示や対話の工夫・検討を行っているが、専門家との対話の中で直ちにこうした議論に入れたわけではなく、開示資料をベースにした際の両者の目線のギャップや理解をすり合わせるための質疑を行い、対話編で取り組むべき論点整理を行った。

### III: 対話編

対話編では、目線合わせで整理した論点について、開示メソッドのうち「②成長ビジョンを支えるビジネスモデル」および「③ビジネスモデルを支える強み」を切り口に実際の対話を実際の会話ほぼそのままに収録している。

対話編で注意深く読み進めていただきたいポイントとしては、個別具体的な開示の手法ではなく、専門家がどのような視点を持って企業に問いかけているかという点である。統合報告書をはじめとして、本調査研究に参加された企業はみな積極的にビジネスモデルや強みの開示を行っていたものの、対話を進める中では専門家はより深く企業を理解するために質問を重ねている。こうした点はKey Questionとして取りまとめているため、対話を読み進めながら、専門家がどのような点に関心をもって対話を進めようとしているかを押さえていただきたい。

### IV: 解説編

対話編で提示したKey Question別に、押さえるべきポイントや開示・対話の効果的な進め方に関する解説を行っている。対話編には収録できなかった具体的な方法論や発展的な論点を含む内容となっていることから、ぜひ対話編を見返しながら理解を深めていただきつつ、一層の充実した開示に向けてどのような取組が今後考えられるかについても検討していただきたい。



## 事例1 新規事業領域における確かな成長の可能性を知財・無形資産から紐解いた事例 東洋エンジニアリング株式会社

### Outline

- 東洋エンジニアリング株式会社は、グローバルにプラントエンジニアリング事業を展開しており、主にエネルギーや化学、医療プラント等の分野でプラント建設を手掛けている。
- 近年ではプラントエンジニアリング事業で培ったノウハウや脱炭素をはじめとした技術力を生かした新規事業領域への展開を進めており、技術や取組事例について積極的に情報発信をしていた。しかし、投資家の視点では、その情報発信は成長性を判断するには十分でなかった。
- 本調査研究での専門家支援を通じて、新規事業領域における確かな成長性を発信し、従来のプラントビジネスとあわせた全社的な成長性の開示に取り組んだ。

## I：イントロダクション

### 企業概要

東洋エンジニアリング株式会社(千葉県。資本金約181億円、従業員数7,283名(連結))は、1961年に設立された総合エンジニアリング企業。同社は、エネルギー、化学、環境、インフラストラクチャーなどの分野でプラント建設を手がけており、研究・開発協力、企画、設計、機器調達、建設、試運転、技術指導などのサービスを提供している。

主なビジネスモデルは、プラントエンジニアリングをはじめとするEPC事業(E:設計、P:調達、C:工事を手掛ける)であり、60年以上、60か国以上でプラント建設を行ってきた。

近年、主力事業であるEPC事業に加えて、環境・エネルギー分野を重点領域として位置づけ、クリーンアンモニア生産や尿素ライセンサーとしての事業展開など、プラント設計や工事にとどまらない「非EPC事業」の拡大を進めている。

### 本調査研究への参加目的

日常的な投資家との対話において、自社が保有している技術力の高さや、個別のライセンス技術についての発信はしている。しかし、特に、近年推進している非EPC事業に関して、展開している事業が多岐にわたっていることも起因し、全社的な成長戦略としての非EPC事業の重要性や位置づけ、中長期的な成長の見通しについて、日常的な投資家との対話において十分に理解されておらず、得てして短期的な業績貢献に関する回答を求められることが多かった。

このため、企業成長に果たす非EPC事業の役割や中長期視点での持続的な成長性に関心を持ってもらえる開示を進めるべく、本調査研究への参加を決めた。

## 同社の成長ビジョン

同社が非EPC事業へ注力している背景として、主力事業であるEPC事業のボラティリティ(※1)の高さが挙げられる。EPC事業においては、設計から調達、工事にいたるプラント建設を一気通貫で担う大規模・長期間プロジェクトとなることから、この期間における機器資材費・輸送、工事などの費用、プロジェクト進捗状況によって、収益が大きく増減してしまうという事業特性を持っている。

同社ではかねてよりこの構造上の問題を課題としており、その対応策として非EPC事業を推進することで、ボラティリティの高い収益構造を変革し、持続的・安定的な成長性を有する企業に生まれ変わることを目指している。(図表2)

■ 図表2 持続的な成長に向けた戦略



(出典)東洋エンジニアリング株式会社 統合報告書2023

## 専門家チームの事前認識

全社戦略におけるEPC事業と非EPC事業の位置付けや役割、また、非EPC事業の具体的な内容が不明確であり、一貫した成長戦略として開示できていないところに課題がある。さらに、同社だからこそ、その事業をやる意味があるという差別化要素の開示に不足がある。

また、同社の近年のバリュエーション(※2)はバリュエーション株投資家が関心を持つ水準(PBR1倍未満、ROE8%未満)で推移しており、実際同社株を保有する米国ファンドにおいても、「Value」の記載があるファンドが複数含まれている。こうした投資家は企業成長以前に事業撤退や資産売却などのような構造改革を求めることから、本調査研究での支援もこうした投資家の視点にかなう取組が求められる。

これらの点を踏まえ、非EPC事業が今後の経営戦略、売上構成の観点からどのような位置付けや役割になることを目指しているのか、描く将来構想とそこに至るための課題について、議論する必要がある。

※1 証券などの価格の変動性のこと。期待収益率が期待通りとなる度合いを示す。ボラティリティが高ければ期待収益率から大きく外れる可能性が高い。(野村証券 <https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ho/volatility.html>)

※2 企業の利益・資産などの企業価値評価のこと。本来の企業価値と現在の株価を比較して、株価が相対的に割安か割高かを判断する具体的な指標としては、株価純資産倍率(PBR)や株価収益率(PER)、配当利回りなどがある。(野村証券 <https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ha/A01974.html>)

## II：目線合わせ

本節では、「企業成長の道筋」の効果的な開示に向けた取組を紹介する「III：対話編」に入る前に、専門家チームが支援に当たって企業とのすり合わせに多くの時間を費やした「非EPC事業」に関する内容理解の過程と、そこから見える企業・投資家間の目線の違いについて説明する。

### 投資家に伝わりにくい「非EPC事業」

同社がEPC事業、すなわち設計から調達、工事までを一気通貫で手掛けるプラントエンジニアリング事業を主力事業としている点については、「I：イントロダクション」にて紹介したところである。それでは、今回の専門家支援の中でも議論の中心となり、EPC事業の対概念として語られる「非EPC事業」とは何であるのか、専門家チームからの質問が相次いだ。

同社が開示資料において説明していたのは以下の点であった。

#### ■ 統合報告書における「非EPC事業」に関する説明

非EPC事業：EPCビジネスの知見に基づいた、お客様や社会の課題解決サービス

- ・ 技術ライセンサーとしての「知財/ライセンス事業」、
- ・ 新規プラントの事業性検討を行う「事業企画・事業性検討」、
- ・ 製造事業者としての「事業投資・事業運営」、
- ・ お客様の立場でプロジェクトマネジメントを実施する「PMC/オーナーズエンジニアリング」、
- ・ EPCに関わるプロフェッショナルサービスを実施する形態である「EPsCm」、
- ・ 省エネ・GHG削減コンサルなどの「成功報酬/サブスクリプション型」、
- ・ 基礎研究から社会実装までのバリューチェーン構築をパートナーの立場で実施する「共創エンジニアリング」

などのビジネスの総称が非EPCビジネスです。

(出典)東洋エンジニアリング株式会社 統合報告書2024

しかし、これには専門家チームは納得せず、主に以下の観点から詳細な説明を求めた。

#### ■ 専門家による「非EPC事業」に対する質問

1. 開示資料からは非EPC事業に注力している印象を受けなかったが、どの程度非EPC事業に注力しているのか
2. 非EPC事業の中でどの領域が特に主力といえる領域なのか
3. 主力事業であるEPC事業とどの程度のシナジーがあるのか
4. 業績全体における非EPC事業の貢献度はどの程度か

専門家チームから投げかけられた疑問は、当初企業が開示していた非EPC事業における展開領域や説明とは異なる、経営戦略や成長戦略に関する内容であった点にお気づきいただけたであろうか。本調査研究では、前頁で挙げられた質問について企業より回答をいただきつつ、今後の対話の論点について整理を進めていった。

#### ■ 専門家の質問に対する回答

1. 非EPC事業への注力の程度  
(企業の回答)主力事業であるEPC事業と非EPC事業は経営における両輪として位置づけるほど重視しており、粗利率も高いことから積極的に育てている。
2. 非EPC事業の中でどの領域が特に主力といえる領域なのか  
(企業の回答)現状、「知財/ライセンス事業」が事業化に向けた解像度が高く、また粗利率も高いことから主力といえる領域である。
3. 主力事業であるEPC事業とどの程度のシナジーがあるのか  
(企業の回答)会社全体のボラティリティを下げるためだけでなく、主力事業であるEPC事業の受注件数増加といった効果も見込める。
4. 業績全体における非EPC事業の貢献度はどの程度か  
(企業の回答)粗利益の中で「非EPC事業」全体の割合は高まっている。ただし、その中の主力の一つである「知財/ライセンス事業」は、業界慣行から売り切り型のフロービジネスのため、粗利率は高いものの業績への貢献は今のところ限定的である。

#### ■ 今後の対話の論点

非EPC事業に関する企業からの回答をもとに、まずは非EPC事業における主力領域である「知財ライセンス事業」に焦点をあて、

1. ビジネスモデルの整理(対話編①)
2. ビジネスモデルの強みとなる差別化要素(対話編②-1)
3. EPC事業・非EPC事業の循環と拡大(対話編②-2)

の3つの観点から企業成長の道筋を整理すべく、対話を進めた。

### 本事例における企業・投資家間の視点のギャップ

本事例では「非EPC事業」という言葉に対して企業と投資家で開示・対話を行う際の視点にギャップが存在していた。このギャップこそが、今後の対話編を通して建設的な対話を進める際のコミュニケーションコストを高める要因となることから、まずはこうした両者が持つ目線の特徴を理解することが重要である。(図表3)

#### ■ 図表3 企業・投資家間の視点のギャップ



### III：対話編① 成長ビジョンを支えるビジネスモデル

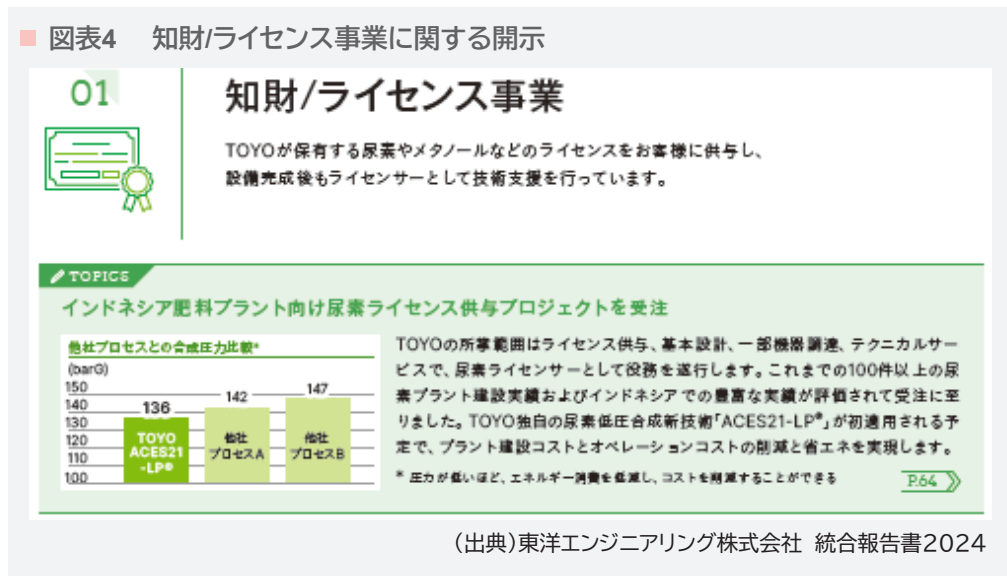
「II:目線合わせ」にて定めた論点に基づき、まずは非EPC事業がどのような収益構造を取っているかといった、ビジネスモデルの整理を進める流れとなった。

Key Questionでは投資家視点で示すべきビジネスモデルの内容を端的に示しており、対話を通して企業が説明するビジネスモデルとの視点の違いを体感いただきたい。

#### Key Question 1 : 多様な展開を見せる非EPC事業は将来の収益や成長にどのように貢献するのか

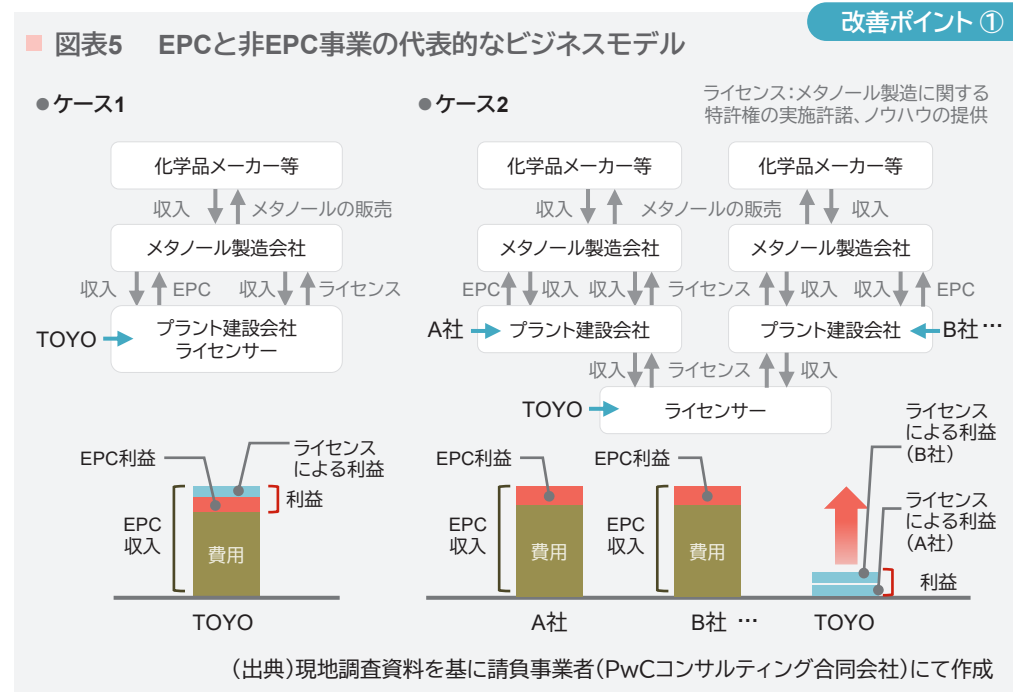
専門家：非EPC事業の役割として、主力事業であるEPC事業のボラティリティを下げ、企業の安定成長を実現するものと位置付けていることは分かりました。一方で統合報告書を見ていると、ライセンスビジネスをはじめ多くの取組をされており、それぞれの取組が売上げにどのように貢献するか、判断が付きません。まずは基本となるビジネスモデルを示してもらえませんか。

企業：知財/ライセンス事業をはじめとして、非EPC事業のビジネスモデルについては、取組の類型ごとにビジネスモデルを記載しています。(図表4)



専門家：技術情報も含めて多くの開示がなされているのは理解しています。しかし、投資家が求めるビジネスモデルとは、**誰からどのように収益を得るのか、その結果どの程度利益を期待できるのか**です。その上で、経営全体における非EPC事業の役割についても教えてくださいませんか。

企業：なるほど、質問の意図が分かりました。ビジネスモデルは2つあります。(図表5) 1つ目は、EPC事業のビジネスモデルとして当社がライセンサーとしてEPCを受注し、EPC事業にライセンスフィーとして利益を上乗せするパターンです。2つ目は、非EPC事業のビジネスモデルとしてEPCは受注せずとも、ライセンス料だけ得るパターンです。これにより、ボラティリティ低下、利益率向上を目指します。



専門家：ありがとうございます。御社が非EPC事業を通じて相対的に利益率の高い領域に挑戦されていることがよく理解できました。企業全体の利益率はどの程度改善するのでしょうか。

企業：正直なところライセンス料の絶対額は大きくはないので全体利益への寄与は現状では限定的です。ライセンスビジネスは業界慣行もあり受注単位の売り切り型のモデル(フローモデル)となっていることから、一般的な使用権のように継続的・安定的な収益にはつながりづらいものとなります。

専門家：業界慣行におけるライセンスビジネスの状況についても把握できました。一方、海外の競合企業である〇〇社のように、ライセンサーとして高い利益率を出している企業もあります。業界慣行を破るのは難しいかもしれませんが、現在尿素ライセンサーとして優位な立場にあることから、例えば生産量に応じて継続的にライセンス収入を受け取るストックモデルも検討し、企業全体の利益率の向上を目指していただきたいと思います。

### III：対話編② ビジネスモデルを支える強み

#### 1. ビジネスモデルの強みとなる差別化要素

「III：対話編①」で整理された非EPC事業における代表的なビジネスモデルを軸として、「III：対話編②-1」ではどのような強みがこのビジネスモデルを支えているのかを明らかにした。

ここで求められるのは「自社が選ばれる、他社との差別化要素は何か」であり、技術情報のいたずらな開示ではない点に注意が必要である。

#### Key Question 2：

#### 顧客が同社を選ぶ理由となる差別化要素は何か

専門家：非EPC事業の一つとしてライセンスを中心としたビジネスモデルで成長を遂げようとしている点は、前回の議論である程度理解できました。

それでは、現在想定しているビジネスモデルの将来性を確かめるために、御社が勝てる根拠について説明をお願いします。

企業：当社が力を入れているクリーンメタノール製造技術「g-Methanol®」を例に説明します。クリーンメタノールは合成燃料の一種であり、脱炭素燃料と位置付けられています。当社はこの分野で独自のMRF-Z®反応器を採用したg-Methanol®技術と、触媒性能をフルに引き出し、大型化に適した最適設計を実現できるといった特徴を持っています。(図表6)

#### ■ 図表6 合成燃料技術に関する同社の強み・特徴

##### 合成燃料とTOYOの技術

合成燃料(e-fuel)は再生可能エネルギー由来の水素とCO<sub>2</sub>から製造されるため、脱炭素燃料とみなすことができます。また、長期備蓄可能なためエネルギーセキュリティに貢献し、ドロップイン燃料\*1として既存インフラをそのまま利用することが可能です。TOYOは合成燃料製造のなかめとなるg-Methanol®技術(自社技術)とFT合成技術\*2(提携技術)を保有しています。



(出典)東洋エンジニアリング株式会社 統合報告書2024

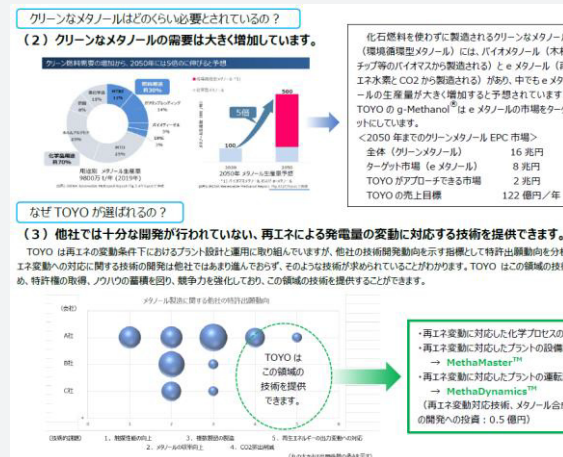
専門家：合成燃料(e-fuel)に関しては現在注目が集まっている技術ですし、各社が力を入れていることは認識しています。しかし、御説明の内容では以前御説明いただいたビジネスモデルに対して、どのように貢献するのが見えてきません。まずは、**なぜ御社が顧客から選ばれるのか**といった視点から、改めてこのビジネスモデルにおける御社の優位性を御説明いただけないでしょうか。

企業：これには主に2つの視点から御説明します。

まず1点目は、クリーンメタノールの需要についてです。クリーンメタノールには主にバイオメタノールとeメタノールの2類型が存在しており、特にeメタノールは今後需要が大きく伸びることが見込まれています。

2点目は、eメタノール市場で発揮できる当社の差別化技術です。当社はeメタノール市場の中でも、「再生エネルギーの出力変動への対応」技術に強みを持っています。この技術は、顧客にとって最適な設備と価格のバランスをレコメンドすることで、顧客事業の最適化に貢献できるものですが、他社では同種の技術開発はあまり進んでいないことから、当社が競争力を持って技術提供できる領域だと考えています。(図表7)

#### ■ 図表7 同社の技術が顧客から選ばれる理由



#### 改善ポイント②

(出典)現地調査資料

専門家：ありがとうございます。今後とっていききたいマーケットや選ばれる理由など、全体的に非常に分かりやすくなった印象です。

一点深掘りをすると、他社が出願していない空白領域に技術提供できるという点をアピールする方法というのは、あまり目にしないが、強みを示すデータであるので表現に工夫をして欲しいです。技術内容はもう少し詳細化し、EPC事業と非EPC事業それぞれに発揮される効果と、両者がどのように関係しあっているかを説明することで、より説得的な説明につながります。

#### 対話ポイント②

企業：指摘の通り、どのような技術なのかについては、各事業における位置付けも含めてもう少し詳細に説明できるよう検討していきます。加えて、EPC事業と非EPC事業の循環関係については、日頃の投資家とのエンゲージメントでも話題にされることが多いです。次回の検討では、EPC・非EPC事業の循環について議論させてください。

### III：対話編② ビジネスモデルを支える強み

#### 2. EPC事業・非EPC事業の循環と拡大

本節では、主力事業であるEPC事業と、新規事業領域に当たる非EPC事業が相互にどのような関係性を築き、循環・拡大していくかに関する開示に向けた検討過程を示す。

本検討においても他節と同様、単にEPC・非EPCの関係性を示すだけでは足りず、「自社の成長ビジョン」がどのように達成されるのかを筋道立てて説明することが重要である。

#### Key Question 3：

新規事業・既存事業間で知見・経験はどのように循環し、事業拡大につながるか

専門家：これまでの整理で、ビジネスモデルの裏付けとなる「顧客視点での差別化要素」については、ある程度理解することができました。

今回はこれまでの議論の仕上げとして、EPC事業・非EPC事業といった御社の経営の柱となる2つの事業が、どのような相互関係をもって成長に寄与するのかといった大局的・俯瞰的な視点で整理を進めましょう。

企業：EPC事業・非EPC事業の循環と拡大を示した図としては、イントロダクション「同社の成長ビジョン」でも示した図が該当します。

ここに非EPC事業の粗利構成比をKPIとして開示して、2030年まで目標を示すことで、ポートフォリオ転換の流れを示しています。(図表8)

■ 図表8 EPC事業・非EPC事業の関係性とKPI



(出典)東洋エンジニアリング株式会社 統合報告書2024

専門家：おっしゃる通り、2030年までの粗利構成比も示されており、成長の方向性としては理解できます。しかし、大事なポイントは、**御社がEPC事業・非EPCの双方に取り組む意義がどこにあるのか**が知りたい内容になります。

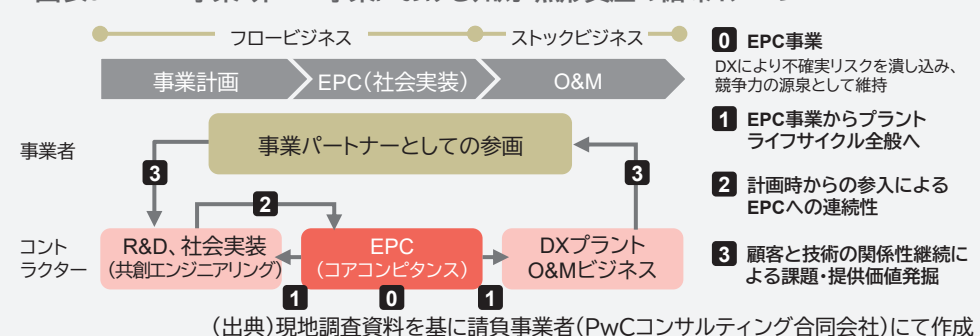
EPC事業のポラティリティが高いのであれば、非EPC事業に集中するという経営判断もありえます。こうした中で、御社がなぜEPC・非EPCを両輪で取り組むという判断をされたか、この点が重要です。

企業：EPC事業は当社の主力事業でもあり、非EPC事業との相乗効果があることから将来的には両方の事業を同等のバランスとしていくことを目標にしています。

しかし、非EPC事業は当社だけでなく、競合企業も取り組んでいます。非EPC事業単独ではなく、EPC事業も含めて相互に知見・経験や資源を循環させることで、これまでにないビジネスポートフォリオの拡大を行うことができます。(図表9)

例えば、EPC事業で培った知見を活用し、クリーンメタノール技術のような先端技術を要するO&M(※1)事業(非EPC事業)の受注につなげるほか、反対に先端分野でのO&M事業(非EPC事業)での知見をEPC事業における設計(E)等に反映させることで、当社でなければできない強みの形成や、これに基づく高利益率/低リスク優良案件の選択受注につながります。

■ 図表9 EPC事業・非EPC事業における知財・無形資産の循環イメージ



改善ポイント③

- 0 EPC事業  
DXにより不確実リスクを潰し込み、競争力の源泉として維持
- 1 EPC事業からプラントライフサイクル全般へ
- 2 計画時からの参入によるEPCへの連続性
- 3 顧客と技術の関係性継続による課題・提供価値発掘

(出典)現地調査資料を基に請負事業者(PwCコンサルティング合同会社)にて作成

対話ポイント③

専門家：非EPC事業・EPC事業における知財・無形資産が相互に循環することで事業間のシナジーを生み、ビジネスの拡大を進めている点について理解できました。

一般的に他社がP(調達)・C(工事)を受注すると、その後のO&Mを受注することは難しいと考えられます。E(設計)部分でどのような強みがあるのか、また、その前提となるライセンスとの関係性、O&Mで取得できたデータを次のプロジェクトのEに活用するなど、様々な循環によって御社の強みが構築され、ビジネスモデルに反映されると思うので、今実施いただいた説明の中に、実際にどのようなデータや知見が循環しているのかを示すと、今後強化すべき知財・技術についても明確になり、説得力のある説明になるかと思います。

企業：現在、2040年の当社の業態ビジョンについて検討を進めており、それに基づいて2026年度から始まる次期中計を策定します。そこで、EPC、非EPCの双方を循環するビジネスモデルの詳細も詰めていきます。ただ、すぐに全プラントや課題をカバーするのではなく、当社の技術力やノウハウが活かせるような高難易度の事業を中心に、まずはこうした循環モデルを検討すべきだと思いました。

その上で、こうした循環モデルにとって重要となる技術や人材面を含む投資を特定・開示することで、技術開発の取組や投資戦略についても理解を促したいと思います。

※1 運用・保守(Operation & Maintenance)

## IV：解説編 建設的な対話に至る知財・無形資産開示のポイント

東洋エンジニアリング株式会社の事例では、非EPC事業という新規事業領域の成長性を説得的に説明するために、専門家との対話を通して、顧客に選ばれる差別化要素やこれらを用いたビジネスモデルの根拠について、ブラッシュアップを行った。

解説編では、各対話を通じた開示の変化の中で、特に重要な取組や姿勢について説明する。

### 成長ビジョンを支えるビジネスモデル

#### Key Question 1：

多様な展開を見せる非EPC事業は将来の収益や成長にどのように貢献するのか

「III:対話編①」では、投資家と企業との間で「ビジネスモデル」という言葉に対する理解の相違から、当初投資家の求める「非EPC事業の将来見通し」に関する議論に至ることができなかった。

企業の行っていた開示	投資家の求めていた開示
非EPC事業のカテゴリー、事業進捗、技術力	非EPC事業の収益構造と全社的な成長に向けた効果

**改善ポイント①** で示された開示では、上記投資家観点を踏まえ、「誰から(主な顧客)」「何の対価として(自社が提供する付加価値)」「どの程度の利益を得られるか」といった収益構造が見えるようになった。

この結果として、**対話ポイント①** に表れるような企業成長の道筋に迫る全社戦略レベルでの事業効果といったテーマに、対話の論点を移行することができた。

本事例では、非EPC事業が全社的な収益安定化に与える影響は限定的であるといった、ネガティブな側面が示される結果となった。この点に違和感を覚えた読者も多いであろうが、ここで重要なポイントは、その後続く専門家からのビジネスモデル改善に向けたアドバイスである。

実際の対話では、同社・業界の特異なライセンスビジネスからの脱却に向け、国外事例も含めたアイデアや注力すべき事業領域等、多くの示唆や気づきが得られた。

企業開示を通じた対話では、企業成長の道筋を投資家に理解してもらうことは当然重要だが、業界に精通する投資家が持つ知見をもとに、対話を通じて企業価値を高めることを目指そうとする姿勢も一層重要である。

### ビジネスモデルを支える強み

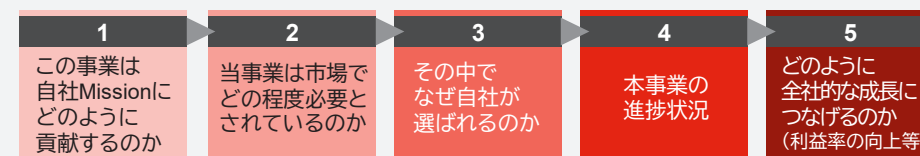
#### Key Question 2：

顧客が同社を選ぶ理由となる差別化要素は何か

Key Question 2における対話では、知財・無形資産開示に関する取組で多くの企業が悩まれる、「投資家との視点のギャップ」を生々しく描いた。対話編を通じて見えているように、技術力に関する説明は対話の前後で変わらず説明をしているところである。しかし、大切なのはその説明の手順や論理の流れであった。

**改善ポイント②** では、「同社の技術が顧客から選ばれる理由」と題している通り、優れた技術がどのような顧客価値を創造しているかについて、「なぜ必要とされているか」や「なぜTOYOが選ばれるのか」といった、読み手が想像する疑問を先回りして説明している。本解説では、紙面の都合上対話編にて収録ができなかったこの説明手順や論理の流れを紹介したい。(図表10)

■ 図表10 顧客価値に焦点を当てた差別化要素の説明手順



「III:対話編②-1」では、本説明に基づき投資家をはじめとした専門家チームより、深掘りをしていくための質問として **対話ポイント②** にて示したような、強みの妥当性やビジネスモデルへの波及に関する追加的な対話が行われた。

知財・無形資産の開示にとどまらず、開示の取組において投資家が完全に納得できる情報発信は現実的には難しい。その上で、知財・無形資産開示においては、全社的な成長に向けて差別化要素がどこにあるのかを示すことで、「III:対話編②-2」につながるような、投資家との次なる対話ポイントを生み出すことができる。

### コラム 7

#### TAM、SAM、SOMによるターゲット市場と時間軸の明確化

「III:対話編②-1」で示した「クリーンなメタノールはどのくらい必要とされているの?」における市場環境の説明では、専門家チームのアドバイスのもと、TAM/SAM/SOMの観点に基づき、自社が将来的に狙うマーケットを明確化して説明を行った。

投資家は、新規事業領域の時間軸について、解がない前提で質問をすることがある。その際に、市場規模のうち自社がどの程度を狙うのか、社会がどう変わり、その時に自社として何をしなければいけないのか、生きる強みは何か、課題は何か、プロセスで整理できると、投資家に対して成長の期待を抱かせることが可能になる。



- TAM(Total Addressable Market)：** 所定の事業がリーチできる可能性のある全体の市場規模
- SAM(Serviceable Available Market)：** TAMのうち、アプローチ可能なターゲット層全体の収益機会
- SOM(Serviceable Obtainable Market)：** SAMのうち企業が合理的に取り込める範囲

ビジネスモデルを支える強み

Key Question 3 :

新規事業・既存事業間で知見・経験はどのように循環し、事業拡大につながるか

Key Question 3 は、特に新規事業にこれから取り組もうとされている企業において、その成長性の核心に迫る問いといえるだろう。Key Question 2 の解説と重複する部分ではあるが、知財・無形資産開示は情報開示をしたらそれで終わりというものではなく、開示内容を踏まえた対話を通じて、経営戦略の精緻化に取り組むことで、真に企業価値に資する建設的な対話につながるといえる。

**改善ポイント③** で示された開示の改善例も、この資料で将来的に実現していきたいビジネスモデルを完全に示し切れているわけではない。注目いただきたいのは、これまで「強み」として説明されてきていたライセンスやeメタノール技術が、どのようなモデルで具体的な収益を実現するかを説明できるようになった点である。

これによって、**対話ポイント③** の企業側の回答にも表れているように、同社の強みが生かせるような事業領域として、先進的な技術を含む高難度の事業が特定されるとともに、そこで注力すべき技術開発の取組は何かや、技術以外にも同領域において専門的な知見を発揮できる人材投資に関する整理・検討の必要性が認識されるに至った。同社の知財・無形資産開示に関する取組はこれで終わりではなく、本事業で専門家から指摘の出ている、「ビジネスモデル自体の再検討の余地」や「成長の基盤となる人材育成等の成長戦略」の整理(→コラム8)をはじめ、開示が改善されたからこそ生まれる、成長性に関する経営戦略レベルでの投資家の疑問に答えていくことで、企業価値の向上に向けた検討を加速させることができる。

コラム 8

知財・無形資産開示の改善が導く建設的な対話

現地調査では、統合報告書における知財・無形資産情報に焦点を当てた開示の改善に向けた検討に取り組むとともに、これまでの検討を踏まえた実践形式での対話を行った。

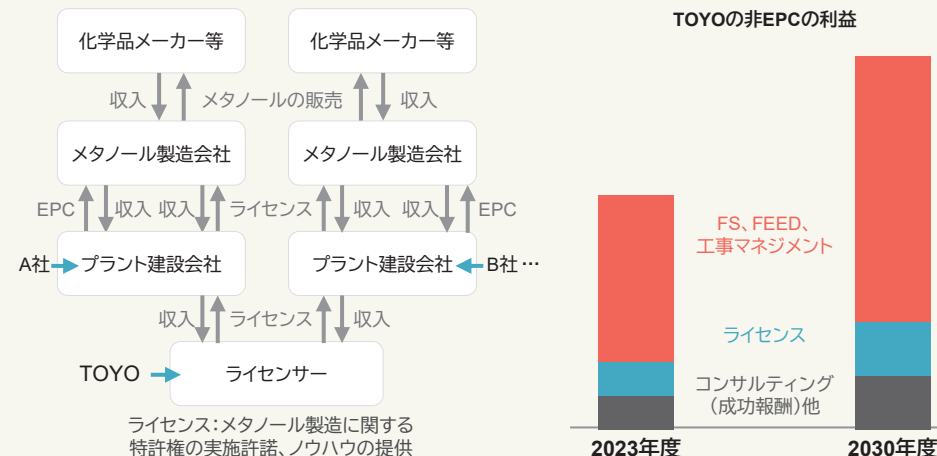
対話編を通じて開示やその前提となるビジネスモデルの整理については一定程度前進したものの、前進したからこそ生まれる投資家の疑問や、今後ブラッシュアップをしなければならない経営戦略上の課題も、浮き彫りになった。

本コラムでは、対話編の続編として、知財・無形資産開示が進展することで、どのような建設的な対話が生まれるのかを説明する。

● 非EPC事業におけるビジネスモデルに対する指摘

指摘事項 | g-Methanol®、SAFの知財/ライセンス事業の事業モデルは分かりやすくなったが、粗利額寄与度が限定的なのは期待外れ(下図はg-Methanol®の例)

① ビジネスモデルに関する開示の改善 → ② 粗利額寄与度に関する対話に発展



既存の非EPC事業の粗利率は高くなさそう(粗利構成比が50%を超えるが、全体の粗利率は10%程度に留まる)。ライセンス事業の粗利率が高いとしても金額への貢献度は限定的。

(出典)現地調査資料を基に請負事業者(PwCコンサルティング合同会社)にて作成

「III:対話編②-1」にて改善されたビジネスモデルの開示について、投資家からは成長貢献度の観点から指摘がなされた。対話では他社の事例等も例示しながら、プライシングの重要性や業界横断となる強力なライセンスを活用した業界慣行の打破といった、当初同社が説明していたビジネスモデルのブラッシュアップに関する議論を投資家とともに行うことで、知財・無形資産の開示改善という枠を超え、中長期的な成長性に資するビジネスモデルの高度化に向けた気付きを得ることができた。

加えて、本ビジネスモデルを支えるノウハウ・人材開発の側面からも、投資家の指摘がなされた。



● 非EPC事業のビジネスモデルの基盤となるノウハウ・人材開発

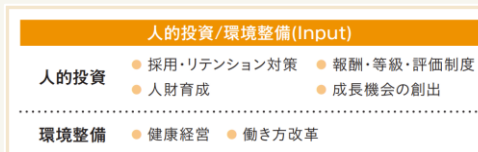
ハイパーフォーマーへの機会提供と適切な報酬

年齢問わず、能力の高い人材には積極的に機会提供を行っています。通常管理職層が担う主要ポジションに若手が抜擢された場合には職責手当を支給し、その貢献にタイムリーに報いています。年功序列を廃し、抜擢昇格を認めることで、さらなる能力の向上や、仕事の達成感によるやりがいを報酬面でもサポートしています。

東洋エンジニアリング株式会社  
統合報告書2024 p.57



東洋エンジニアリング株式会社  
統合報告書2024 p.56



東洋エンジニアリング株式会社  
統合報告書2024 p.53



東洋エンジニアリング株式会社  
統合報告書2024 p.54

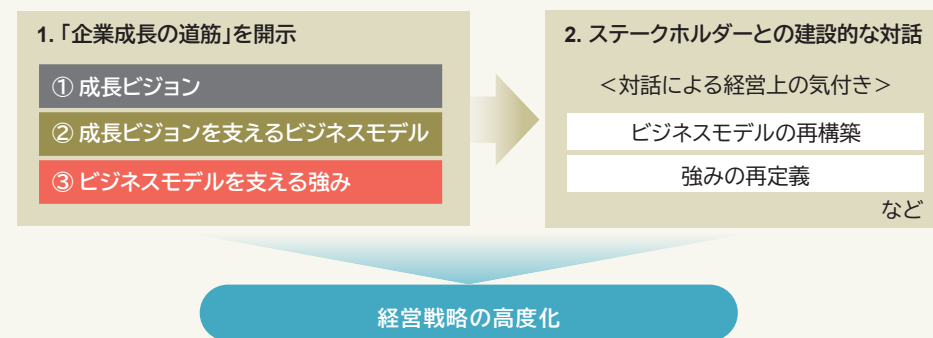
論点①: 増加利益をどう使うか(a. そのままボトムラインに反映(株主還元および成長原資)、b. 成果報酬に一部充当(従業員に還元)、c. コスト競争力として売価に反映(顧客に還元)など)

論点②: 非EPC事業は、顧客への提供役務としてはEPCの一部に見えるが、価値化・事業化は新しいノウハウが必要ならず。T-Nextの110×2=220名(3,577名のエンジニアの6%)以外に、どのくらいの規模を、いつまでに、どのように養成・確保するのか。

人材開発面に関する指摘は、非EPC事業の価値化・事業化に際して求められる新しいノウハウに焦点を当てて、今後必要となる取組やパイプラインを問うものとなっている。本指摘についても、非EPC事業におけるビジネスモデルやコアとなる強み(知財・無形資産)が明確となったことで、そこで必要となる人材像(無形資産)が定まり、その確保やつなぎ止めにに向けた戦略的な説明が求められるようになった。

本調査研究では、知財・無形資産の開示に焦点を当てた支援に取り組んできたが、その活動の中核は、まさに経営戦略の精緻化そのものであったといえる。経営ビジョンやビジネスモデルとこれらを実現する技術情報、人材戦略等は常に統合的に整理されることが求められており、こうした整理を行うことで、本コラムのようにより高度なビジネスモデルや戦略の構築に向けた新たな視点や検討材料を得られるといった建設的な対話に向かっていくことが可能となる。

● 建設的な対話に基づく経営戦略の高度化



## 事例2 成長力の源泉となる企業の本質的な強みを知財・無形資産の観点で整理した事例 第一工業製薬株式会社

### Outline

- 第一工業製薬株式会社は、多岐にわたる産業領域で、顧客のニーズに寄り添った製品を、115年の歴史で蓄積した多様な技術の組合せにより提供する化学メーカーである。
- 同社は、顧客、技術、製品に関する秘匿情報が多分含むため情報発信が難しいこと、また、事業においてきわめて多様な強みや技術を複雑に組み合わせ活用していることから、投資家や株主から、事業についての理解を深めることへの課題を伝えられていた。
- 本調査研究での専門家支援を通じて、同社の多様な製品群の根底にあるビジネスモデルやそれを支える強みを整理し、企業の成長と紐付けることに取り組んだ。

## I：イントロダクション

### 企業概要

第一工業製薬株式会社(京都府。資本金約88億円、従業員数1,111名(連結))は、1909年に創業した化学メーカーである。同社は、幅広い産業領域へ、多くの製品を提供する。祖業である界面活性剤に加え、電子材料、樹脂材料、ウレタン材料、高分子材料などきわめて多様な製品を製造・販売している。

同社はその多様な製品について、規模は問わず、独自性で評価される「ユニ・トップ戦略」(ユニ＝ユニークの意味)を基本方針としており、115年の歴史の中で蓄積された多様な技術や、幅広い産業分野における取引から得た知見を活用し、数千種以上に及ぶ多様な製品群の組合せにより、顧客のニーズにマッチした付加価値のある製品を開発している。

近年では、ライフサイエンスをはじめとする新たな事業の創出を進めており、とりわけ社会的課題である高齢化や環境保全などの解決につながるQOLの向上や社会貢献型の製品開発を進めている。

### 本調査研究への参加目的

「投資家に自社の強みである技術力の高さと、売上げや利益率の関係性をうまく伝えられない」というのが同社の悩みであった。その原因は大きく2つある。

1つ目は同社と顧客との関係性である。同社の製品は中間素材であるため、同社の製品や技術の理解を深めるには、納品先の顧客情報を含めなければならなくなり、その結果、詳細な開示はできなくなる。

そして2つ目は、製品の多様さである。同社は長年の歴史の引き合いで、極めて多様な製品を扱っている。それらに紐付く強みや技術や特許がどう売上や利益率に貢献しているかは、極めて複雑となっており、短期間で投資家に理解してもらうことは難しい。

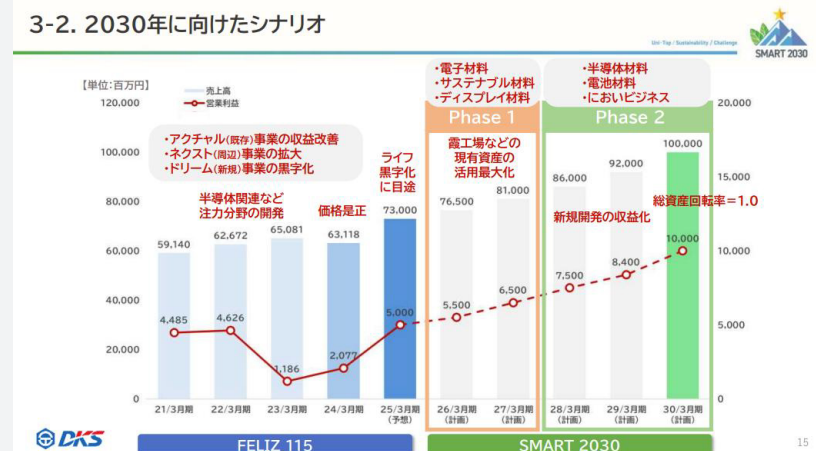
この状況を打破し、同社の注力分野や目標に対して、強みや技術の説明により説得力を持たせるような開示を進めるべく、本調査研究への参加を決めた。

### 同社の成長ビジョン

同社は、2025年度3月期の見通し 売上高730億円(営業利益率 約7%)から、2030年度3月期に売上高1000億円、営業利益率10%に成長する経営目標を掲げている。

この経営目標を、既存事業の収益改善や、周辺事業の拡大、新規事業の創出・黒字化によって達成することを目指している。(図表11)

■ 図表11 同社の2030年に向けたシナリオ



(出典)第一工業製薬株式会社 中期経営計画「SMART 2030」説明資料

### 専門家チームの事前認識

投資家説明会での対話など丁寧に開示してきている。しかし、同社の2025年度目標や中期経営計画の目標を達成するために、技術力を製品にどのように結びつけ、顧客との関係性を深めていくのかについて、具体的な価値創造のストーリーを把握することが難しい。

開示資料のみで把握することは難しい目標を達成するための事業ポートフォリオ戦略、強みを活用した具体的な打ち手、成長のための投資(キャッシュ・アロケーション(※1))等について議論したい。

※1 営業キャッシュフローにより生まれる企業の資金をどのように設備投資や研究開発、M&A、株主還元等に充てるかの方針を示すもの。

## II：目線合わせ

同社の製品群の多様さや、ユニ・トップ戦略は、同社の競争力の源泉となり、ひいては2030年度の目標達成のカギとなるものである。ユニ・トップ戦略がどのように成果を生み出してきて、その強みは未来にも通用するのか、このような目線合わせから、同社の支援は進んでいった。

### 目線合わせ① 多様な製品群でどのようにユニ・トップとなるか

イントロダクションで示したように、同社は社歴が長く取り扱う技術や素材や取引先の業種も多く、開示セグメント数も多い。そして構成する多くの製品群について、規模は追わず、多様な技術を組み合わせ独自性の高い製品を提供し顧客の課題を解決する、というユニ・トップ戦略を取っている。

このユニ・トップ戦略は、競争の激しいマスを狙わず、少量でも課題解決力を持ち利益率の高い独自製品を目指すものだが、どうすれば上手くいくのか、専門家からの質問がなされた。

#### ■ 事業セグメント・製品数やユニ・トップ戦略についての専門家からのコメント

- いくつかの具体的な製品で、多様な自社技術を組み合わせることで、顧客のニーズに沿った独自性の高い製品を提供できている。
- 多くの製品において、ユニ・トップ戦略であれば比較的高めの利益率を得られるはずである。一方で、近年は業界平均がそれより低めくらいの利益率である。やはり製品数が多いとどうしても各製品で良いとき・悪いときがあるから、それらの利益率を平均すると今くらいの利益率になるのだろうという印象になる。
- 取り扱う製品が多いため、経営資源が分散しないか心配に感じてしまう。
- 特別な顧客(開示書類のインスパイアード・パートナー)と、ユニ・トップ戦略がどう関係しているのか分かりにくい。
- マス向けに販売している製品もあるのではないかと。工場の稼働率との関係では量を売れる製品も重要ではないか。
- セグメントを変更する場合でも連続性が分かるようにしてほしい。
- 事業セグメントが多く、素材別であるため、売上の増減がどのようなニーズによるものか把握しにくい。

専門家からのコメントでは、ユニ・トップ戦略が、同社の知財・無形資産の活用として最適なのか、技術力を成長に結びつける方策として他にどんなことがあるのか、など幅広い質問が寄せられた。

開示資料における同社の戦略の説明は、投資家が、付加価値のある製品を生み出していることを理解することに有用な説明となっている。しかし、研究開発の成果がどのように売上や利益率を安定させ、向上をもたらすのか、確信をもたらすににくいという懸念はある。一般的に、顧客名や対象業種を具体的に開示せずに、ビジネスモデルを開示することは難しいため、ビジネスの性質上、顧客名を具体化できない本件においては、財務との関連性の開示に別の工夫が求められる。

これらのコメントに対し、企業からは、開示資料にない点も含め以下のような説明がなされた。

#### ■ 専門家の質問に対する回答

- ユニ・トップ戦略は、当社の個性であり、基軸となる考え方である。当社が産業を通じて、国家・社会に貢献するために、ユニ・トップを目指し続けている。
- 顧客のニーズを拾って研究開発し、そのニーズに応える高付加価値製品を販売するのが当社の基本のやり方であるが、ほかの顧客向けにさらにカスタマイズし、横展開する場合もある。さらなる販売拡大につなげる。
- 当社では、ともに閃きあう共創相手を「インスパイアード・パートナー」と呼んでいる。課題を共有し、密なる情報交換と対話により、競合参入を許さない関係を構築している。
- 事業規模に対して開示セグメントが多いことは、指摘を受ける点である。
- 一方、当社としては、多様な産業分野をカバーしているので、顧客のニーズをはじめとした様々な業界の最新情報を入手しやすいメリットがある。これが、顧客の課題解決に向けた製品の提案につながっている。
- また、単純な材料提供にとどまらず、製品や技術の組合せにより、顧客へカスタマイズした価値を提供できる点も武器である。多様な産業分野で実績があるからこそできることである。市場からの評価も高く、顧客獲得につながっており、ユニ・トップの製品を生み出す機会である。
- 幅広い産業分野で展開しているため、例えば一つの製品の売上が低迷しても、別製品で売上を立てられる。長年培った技術やノウハウで他へ展開、活用できる。
- これが、当社の勝ちパターンであり、社内では当たり前のようにやっていることだが、真の強みであることへの認識が社員には若干薄い。
- この点、「当社は一言でいえばどんな会社？」と社内に問いただけると、回答が統一しないということが課題と認識している。強みや勝ちパターンを整理し、社員の誰もが自信をもって社外へ発信できるようにしたい。

説明を受け、専門家チームとしては、多様な製品群でユニ・トップ戦略を狙う戦略は、同社の最大の強みであり、これが他社にはまねできない独自性を生んでいること、将来像の達成に向けたカギとなることが理解できた。

また、社員による社外への情報発信の課題感も教わる事ができた。

## 目線合わせ② ユニ・トップを狙う

目線合わせ①の内容を踏まえ、同社のユニ・トップ戦略の整理を行った。ここでは、実際の議論の一部を対話形式で紹介する。企業と専門家の共通理解が深まっていく様子を御覧いただきたい。

### Key Question 1 :

#### 全社に通底する強みは将来像にどうつながっているのか

専門家：前回までの議論で、ユニ・トップを目指すことを中心としながら、多数の顧客向けのビジネス展開もお考えのようでした。このあたりについてご説明をいただけますでしょうか。

企業：営業が提案するテーマについて、利益率や規模、確度などを検討しています。セグメントによって事情が異なるため、テーマごとに利益率、設備の稼働率などを考慮しています。稼働率が低い場合は多少利益率が落ちてでも受け入れますし、逆に高い場合には、当社は研究開発型企業ですから、高付加価値の生産をしなければなりません。

ユニ・トップは、高付加価値の生産でもあります。工場の稼働率を保つために、多数の顧客向けに同一品を販売することもあります。当社の特徴は、単純に材料を提供するだけではなく、添加剤や合成、配合や製造のノウハウ、顧客の用途に適した評価技術などを組み合わせることで付加価値を付けた製品を提供することです。他社では手間が掛かりすぎてできないことをやりきっています。

顧客としては手間をかけずに、抱えている課題を解決できる材料を得られる点で高付加価値です。

### 対話ポイント①

専門家：ありがとうございます。前回より御社の成長への理解が深まりました。この対話で把握できることを、どう開示資料に落とし込んでいくか、教えてください。

御社のように事業のセグメントが多いと、各事業がそれぞれバラバラに考えているような雰囲気はどうしても出てしまいます。説明からは、御社の強さの源泉は、顧客のニーズを早期に理解する技術力や、化学で解決していく応用力にあるという仮説を得ました。また、多様な製品群についてその売り方を変化させていくことも見えてきました。**そういった御社に個性的な強みと、最終的な売上げ、利益率の説明が、つながって見えるようになることよいのではないのでしょうか。**

企業：やはり当社のやり方の基本は、様々な技術やノウハウを組み合わせることによって、ある種ブラックボックス化された形で付加価値を高めた製品を提供していくというものです。これがすべての事業セグメントで共通しています。

処方(レシピ)をブラックボックス化できる要因の一つは、手間を掛けなければ作れない素材を扱っていることです。天然由来の成分から添加剤をつくるにも、消臭成分を最適化するにも、複雑な製造プロセスでの管理が必要で、ノウハウの塊です。手間をかけなければならない材料だからこそ、ブラックボックス化しやすく、ユニ・トップを狙えます。

いわゆる「金のなる木」(※1)が、変化の激しい産業・技術分野で生じることがあります。技術の世代が次々と変化するような製品を扱う企業様がお客様です。そこで培う技術を他用途にも応用することで、研究開発投資を継続できています。

消臭に関しては、ユニ・トップでありながら、多数の顧客を狙う製品を上市し、引き合いも増えています。(図表12)

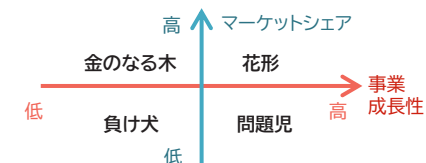
専門家：ありがとうございます。処方をブラックボックス化することで競合他社へ置き換えられないよう付加価値を提供し、顧客との関係性を維持する。そして、高付加価値路線で高い利益率を狙っていく。特定顧客から市場全体への展開や、新しい分野に挑戦し、企業成長を遂げる。という全体像が見えてきました。

こういった全体像を示しつつ、投資家との対話の機会を充実させることで、理解を深めていけばよいと感じました。例えばいわゆるライフサイエンスなどは、丁寧な説明が必要ですね。

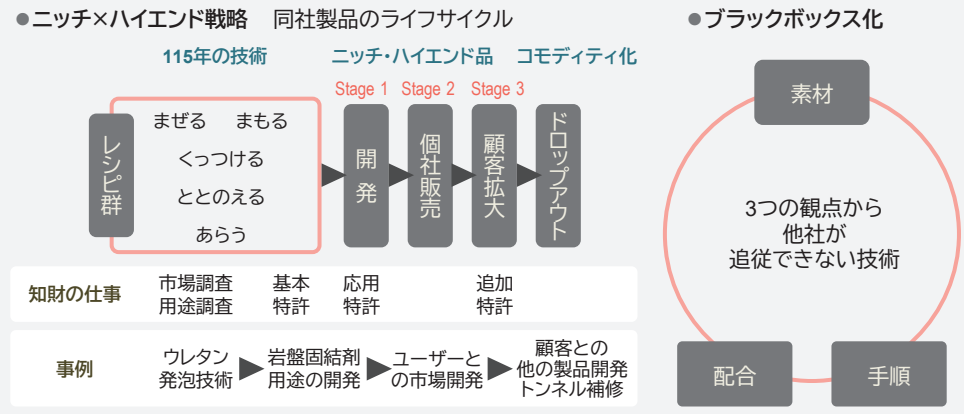
企業：一見飛び地にも見えるライフサイエンス領域は、長年培った消臭のノウハウや、界面活性剤の技術が活用されています。

早期の黒字化への道筋は、次期中計の説明で開示しました。現在、開示できない秘匿情報がありますが、着々と研究開発を進めています。理解を深められるよう丁寧に対話をしていきたいと思えます。

※1 「金のなる木」は、プロダクト・ポートフォリオ・マネジメント (PPM) と呼ばれる事業や商品を、「事業成長性」「マーケットシェア」の2軸で4つに分けて考えるフレームワークの用語。「金のなる木」はマーケットシェアは高く一定の安定した売上げはあるものの、事業成長性は低く今以上の売上げの伸びは期待できないような商品・事業を指す。



■ 図表12 本議論後に企業にて作成された同社製品の共通的なライフサイクルと 同社の強みのイメージ図



(出典)現地調査資料を基に請負事業者(PwCコンサルティング合同会社)にて作成

専門家：その上で、おそらく御社のビジネスを説明するにはまだ足りていないと思います。例えば、どうやって開発テーマを見つけてくるのか。また、利益率が下がってきたらどうするのか。そういったところも含めて全体を説明できると、個別の製品や事業に関して具体的な顧客名や数字を出すことができなくても、投資家に対する説得力を高めることができるようになるのではないのでしょうか。

もちろん細かく見ればそのストーリーに乗らないものもあるかと思いますが、大きなイメージとしてこういう戦略だということは見せていくとよいでしょう。

■ 今後の対話の論点

ここまでの目線合わせの結果を踏まえ、以降では改めて同社のビジネスモデルや強みについて、様々なライフサイクルの製品のポートフォリオをどう変化させることで将来の目標を達成するのか、また、その実現可能性の根拠となる強みは何なのかという点を中心に議論することとなった。

本事例から浮き上がる投資家のタイプの相違

投資家には、直近の利益を大きく牽引している売れ筋の製品の状況や見通しに関心を持つタイプと、今回の支援で専門家として関与した全社を底底する強みや戦略から理解を深めるタイプがある。

知財・無形資産の開示では、後者の中長期視点の投資家との対話で理解を得られる開示を目指したい。中長期視点の投資家は、現在の強みが将来も有効で、売上や利益が成長していくことで企業価値がどれだけ増加するかを見極めようとする。

このため、研究開発や技術力で価値を生み出すのみならず、その価値創造をノウハウや特許権で持続させる知財活動を実践し、中長期視点の投資家との対話により、開示の解像度を高めたい。

社員による情報発信の充実も中長期視点の投資家が理解を深める際に有用である。

III：対話編 成長ビジョンを支えるビジネスモデル

「II:目線合わせ」にて醸成された共通理解に基づき、改めて同社のビジネスモデルや強みの整理を進める流れとなった。本事例においても、Key Questionでは投資家視点で示すべきビジネスモデルや強みの内容を端的に示している。

Key Question 2 : どうやって競争優位性や差別化要素を構築し、持続的に収益を上げるのか

専門家：まずは、御社のビジネスモデルを説明してください。よりかみ砕いていえば、競争優位性を構築し、他社と差別化してその結果、持続的にもうける仕組みです。

企業：まずは特定の顧客から最新のニーズをいただいて、それを解決する製品を設計、提案します。それを支える強みとしては、やはり多岐にわたる技術力と製品群、幅広い顧客との信頼関係がベースにあります。

専門家：そこが強みの一つとは認識しているのですが、顧客からニーズが持ち込まれる仕組みについて教えてください。統合報告書を読むと、主担研究者と顧客別センターというのがあるようなのですが。

企業：顧客別のセンターでは、ある顧客からの研究の相談は、すべて固定の主担研究者に一元化されるようになっていきます。伝言ゲームのようにならないので顧客にも安心感がありますし、当社としても情報が集約されるので、もれなく顧客の悩みをキャッチできるような形です。やはり人間関係がしっかりできていないと悩みも相談されませんので。

対話ポイント②

専門家：合理的だと思いますが、例えば他社はこういう体制をとっていないなど、御社の一番の強みはどういったところなのでしょう。なぜ御社に最初に相談が来るのでしょうか。

企業：注力している顧客がいて、その顧客に対して研究の窓口をつけているような形です。また、我々の製品は代理店を通して販売するものが中心であり、代理店との関係性も非常に重要視しています。例えば、年に一度の代理店会で技術や製品、トピックス、経営方針などを情報共有しコミュニケーションを密にしています。代理店から顧客の課題が提案されることも多いです。代理店とともに顧客を訪問したり、共同開発することもあります。

専門家：そうすると、御社には115年の歴史があり、その中で代理店とも信頼関係があり、そこから入ってくる情報もうまく咀嚼できるのが御社の力なのですね。この辺りは他社と比較するとどうなのでしょう。

### 改善ポイント②

企業：研究の窓口を設けたり、代理店と連携したりするといったところは他社もやっているかもしれませんが、当社の特徴としては、ターゲットを絞って、当社として持ちうる技術を見極めた上で議論しているという点はあるかもしれません。

また、幅広い産業分野に製品を納めているので、色々な分野の情報をつなげられるという点も特徴です。

専門家：なるほど。やはりこの入り口のところは重要だと思います。入り口で顧客の悩みが入ってこないとやはり何もできないので。では、その続きはどうなっているのでしょうか。

企業：ニーズが入ってきたら、その顧客に向けて製品を設計、開発、量産などを検討します。ここでは、当社技術やノウハウの組合せで、付加価値のある製品を提供するというところです。また、アフターサービスも手厚いという評価を受けています。

専門家：ここまでの流れは顧客とのインタラクションが多いということだと思うのですが、これは、どういう仕組みで実現しているのでしょうか。例えば先ほどの顧客別センターがうまく機能しているのでしょうか。

企業：顧客別センターは、製品の開発やアフターサービスでも顧客とも頻繁にやり取りをしています。

専門家：そういう形で顧客の抱え込みと開発をしていくところが御社の強さなのですね。続いて、その次の段階として特定の顧客への販売から、顧客を拡大していき、売上げを広げというのが御社の基本的なビジネスモデルなのですね。

それがうまく回ると、高付加価値製品を広く提供できるので、高い利益率が得られるのかな、と期待するのですが、この利益率の考え方はどうなっていますでしょうか。

企業：一概には言えず、また詳細な説明はできませんが、顧客との関係性や、独自の技術やノウハウの組合せでブラックボックス化し、競合他社が参入しにくい状況を作り出しています。また、品質保証体制、安定供給体制も非常に重要なファクターであり、それも付加価値です。その場合は、価格競争になりにくいので、利益率が下がるスピードは緩やかかと思えます。

当たり前ですが、毎月利益管理を実施し、課題があればすぐに是正活動へ動きます。

### 対話ポイント③

専門家：利益率が低くなる製品からドロップアウトするところについてはどうなっていますでしょうか。事業として御社が期待する収益性が見込めないが、他社にその事業を売ろうと思えばまだ高く売却できる段階で売却する仕組みなど、何かございますか。

### 改善ポイント③

企業：こちらも詳細は話せず、またケースバイケースな面もあるのですが、一定の利益が見込めない製品を監視する仕組みや、判断をする会議体は存在します。

また、当社は社歴が長く、撤退しなかったことで次の大きな機会をつかむことができた経験を多数もっています。技術が人に紐付いていますので、その人に他のことをしてもらっていても、技術やその事業が失われることはありません。

逆に、高付加価値品は、対象製品の世代交代により数年でそのビジネスが失われることもあります。撤退は、利益率の他、様々な市場や技術予測のもとで、行います。

専門家：例えば、こういった指標をみていらっしゃいますか。

企業：事業責任利益や、ROICなどは一つの考慮要素です。また、市場側の状況も加味しています。重要分野では、対象製品の業種でのバリューチェーン全体の動向もみています。

専門家：ありがとうございます。開示資料から確認できなかったものですから、質問させていただきました。よく理解できました。

### 専門家からのフィードバック

専門家：いろいろ議論させていただきましたが、やはり入り口のところで顧客の悩みをキャッチする力、そしてそのあと高付加価値製品で抱え込む力が御社の強さなのだと感じました。そして幅広い顧客に向けてビジネスを拡大していくことや、新たな領域を開拓していくことで売上げを拡大し、利益率や市場動向をみながらドロップアウトをすることで、将来の売上・利益率の目標を達成するということだと思います。

このあたりについては具体的な数字など出せない情報も多いと思うので深くは触れませんでした。全体の考え方を示した上で可能な範囲でその考え方を支える強みや仕組みなどの情報を出していくことで、投資家に対する説得力を高めることができるのではないかと思います。

## IV：解説編 建設的な対話に至る知財・無形資産開示のポイント

第一工業製薬株式会社の事例では、同社が今後持続的に成長することを説明するため、同社の根底にあるビジネスモデルや、それを支える強みと仕組みを整理した。

解説編では、対話を通じて整理された考え方の中で、特に重要な取組や姿勢について説明する。

### 成長ビジョンを支えるビジネスモデル

### ビジネスモデルを支える強み

#### Key Question 1：

全社に通底する強みは将来像にどうつながっているのか

本事例では、企業は当初、個別事業に関する説明を念頭に置き、顧客との関係や要素技術の複雑さから難しさを感じていた。一方で、専門家はまず全社を通底する考え方や強みがどうつながっているのかから議論を始めた。

#### 開示に対する企業の意識

個別事業の将来性の説明

#### 投資家の求めていた開示

全社を通底するビジネスモデルや強みのつながり

**対話ポイント①** に示すように、目線合わせの段階では、専門家は、同社の様々なセグメントの根底に存在するビジネスモデルがどういった流れか、また、それを支える強さの源泉は何かといった視点で、断片的な様々な説明をつなげて、将来像である売上げ・利益率の向上に向けたロジックを構築するようなコメントをしていた。

この結果として、**改善ポイント①** のように、同社製品の共通的なライフサイクルや、それを支える強みが整理され、後続の議論もスムーズになった。

それでは、なぜこのような根本的な議論が必要だったのだろうか。その理由の一つは、中長期視点の投資家への訴求である。

短期視点の投資家にとっては、主な関心は短期的に収益が伸びるか否かであり、現在好調な事業は今後も好調を維持できるのか、現在赤字の事業が改善の見通しはあるのかといった点が重要となる。

一方、中長期視点の投資家は、足元の収益性のみならず、持続的な成長を重視する傾向にある。そのため、競争力のある事業を生み出す源泉となる、全社を通底するビジネスモデルや強みを極めて重視するのである。したがって、これらの説明を、論理立ててつなぎ合わせ、企業の将来像の実現や持続的な成長に向けた筋道として示すことは、中長期視点の投資家への訴求において有効となる。

また、持続的な成長性を感じさせることは、例えば社内での目線合わせの意味でも重要である。実際に同社も、社内へのユニ・トップ戦略の浸透に課題を感じていた。企業の根底にある考え方や強みを整理することは、社内外のステークホルダーへの情報発信において、優先順位が高い。

### 成長ビジョンを支えるビジネスモデル

### ビジネスモデルを支える強み

#### Key Question 2：

どうやって競争優位性や差別化要素を構築し、持続的に収益を上げるのか

「III：対話篇」からも感じていただけたかもしれないが、投資家は、企業の成長に対して資金を賭けるのだから、実現可能性を詳細に確認しようとする。

対話篇では、企業の様々な説明に対してその実現の根拠が求められた。

例えば **対話ポイント②** で示したように、同社のビジネスモデルの肝でもある「顧客の課題をキャッチする」という点に対して、それがなぜできるのか、他社とはどう違うのかといった、同社の強みについて深く質問がされた。その結果として、**改善ポイント②** のように、同社の様々な取組のうち、特に他社とは異なり同社の強みとなっている点について、投資家に明確に説明するに至った。

また、こういった説明が求められるのは必ずしも強みのみに限らない。

**対話ポイント③** では、同社の事業撤退のポリシーについて、どういった仕組みで実現されるのかが掘り下げられ、**改善ポイント③** のように、詳細は開示できないものの判断の仕組みや考慮要素について説明がなされ、投資家の納得感を向上させた。

さらに、対話篇では割愛しているが、実際の対話の場では、ほかにも様々な事業や製品について、資金面や体制面など様々な視点から「なぜ」「どうやって」と問いかけられた。(図表13)

■ 図表13 投資家と企業間の対話



もちろんこういった質問に対してすべての情報を出せるわけではないが（実際に今回の対話でも、詳細は説明できないとしているし、専門家としてもそれを求めてはいない）、なぜそのような問いが寄せられたのか、何をしたいかその質問をしているかを想像して、投資家が将来を予測する際に役立つ情報を出した方が良いでしょう。

また、この分析は投資家への説明のみならず、自社のビジネスモデルや戦略を高度化する上でも重要となる。これを繰り返すことにより、自社が強みと考えている点について、実は他社とそれほど違いはなかったり、逆に他社と異なる点なども見えてくる。また、将来像の実現に向けて、不足する仕組みなども見えてくる。

自社では当然と思っていたことが、外部にとっては当然ではないこともある。自社のビジネスモデルや戦略の様々なポイントについて、将来を決定付ける要因は何か、問いかけてみていただきたい。

コラム 9

フレームワークを用いた情報整理

事例紹介では割愛したが、第一工業製菓の支援にあたっては、各回で議論に先立ち、企業に対してフレームワークを用いての事前の情報整理を依頼し、それに基づき議論を行った。

フレームワークを活用することのメリットの一つとして、論点の漏れを減らせることが挙げられる。例えば、研究開発型の企業が「強み」について議論する際には、つい技術的な強みに目が行きがちであるが、技術以外にも強みとなりうる要素は存在し、それに気づくためにはフレームワークを用いた構造化された分析が有効である。

また、フレームワークは、対話の相手との目線合わせにも有効であろう。例えば、社外の相手と議論をする際には、対外的に出せる情報をフレームワークで整理するだけでも議論はスムーズになる。実際に今回の支援でも対外的に出せる情報だけを用いてフレームワークで情報を整理いただいたが、それだけでも議論はスムーズになった。

本コラムでは、第一工業製菓の支援において実際に使用したフレームワークを紹介させていただく。適宜カスタマイズしてご活用いただきたい。

● 事業ポートフォリオの変革を整理するフレームワーク

現在	●●年 売上高A円 利益率B%							
事業セグメント	セグメントA		セグメントB		セグメントC		セグメントD	
売り方								
主要製品								
売上高								
利益率								

将来	▲▲年 売上高X円 利益率Y%							
事業セグメント	セグメントA		セグメントB		セグメントC		セグメントD	
売り方								
主要製品								
売上高								
利益率								

本フレームワークは、事業セグメントと製品の売り方(同社の例では、特定顧客向けの販売/多数顧客向けの販売)ごとに、主要製品と、売上げや利益率をどう変化させて将来の目標を達成するのか、という目線合わせのために作成した。

このフレームで情報を整理することにより、例えば「セグメントAは現在の売り方・製品は維持しつつ売上げを拡大させる」「セグメントBは、新たな売り方の利益率の高い製品の割合を拡大させる」といった方針の目線を合わせることができる。

● 全社を徹底する戦略と強みを整理するフレームワーク (一部抜粋)

	開発		特定の顧客への販売			
	ニーズの発掘	アイデア創出・研究開発	製造・品質管理	販売	アフターサービス	多顧客への移行判断
戦略の流れ						
戦略を支える強み						

本フレームワークは、「他社に先んじてニーズを発掘」→「多数の要素技術の組合せでニーズに即した製品を開発」といったような同社の戦略の流れと、「顧客との強固な関係性」「セグメント横断的な技術開発力」といったような、その戦略を支える同社の強みを整理するために作成した。

このフレームで情報を整理することにより、バリューチェーンの上流から下流までつなげて戦略を説明すること、また、その戦略を支える強みをもれなく検討することができる。

本フレームを用いる際には、ぜひとも様々な部門で議論をし、様々な視点から強みを検討していただきたい。そうすることで、多様な強みを洗い出せるだけでなく、自部門では当たり前と思っけていても、他部門から見ると強みである点にも気づくことができる。

実際の支援にあたっては、様々な部門の方で議論いただき、「技術」のみならず「顧客との関係」「人材」「社風」といった様々な強みが洗い出された。

このフレームで戦略や強みを整理した上で専門家と議論をすることにより、「戦略のうちこの部分が特に顧客の獲得につながっているのか」「この強みは他社とはどう違うのか」といった、目線を合わせた建設的な対話を実現することができた。



## 事例3 成功の再現性と安定かつ持続的な成長を示す事例 株式会社コーエーテクモホールディングス

### Outline

- 株式会社コーエーテクモホールディングスは、エンタテインメント事業(ゲーム事業)が主力事業であり、ほかにアミューズメント事業、不動産事業などを展開している。エンタテインメント事業の中でも、特に歴史シミュレーションゲームの認知が高い。
- 近年では大型タイトルの開発に力を入れ、ヒット作も出ており、資本市場からも高い評価を得ている。しかし、ゲーム業界の特性上、新製品開発の進捗を詳細に開示できないなど、開示可能な情報に制約があり、投資家に中長期的な成長を示しにくいという課題を持っている。
- 開示可能な情報に制約がある中、安定収益の獲得や、有望なアイデアの創出につながる知財・無形資産について整理することで、中長期的な持続的・安定的な成長を示す支援を行った。

## I: イントロダクション

### 企業概要

株式会社コーエーテクモホールディングス(神奈川県。資本金約150億、従業員数2,736名(連結、2024年9月30日時点))は、2009年に株式会社コーエーとテクモ株式会社が経営統合し設立された。ゲーム・モバイルコンテンツを中心に、ゲームソフトの販売・開発を行う。

「信長の野望®」「三國志®」シリーズをはじめとする歴史シミュレーションゲームや「無双」シリーズなどのアクションゲームを軸に、RPGや恋愛シミュレーションなど、多様なジャンルのゲームを展開している。また、自社単独でゲームを開発するだけでなく、他社と協業することで開発コスト・リスクを抑え、他社のゲームシリーズとのコラボレーションや、自社のゲームの利用を他社に許諾する、限界利益ほぼ100%であるIP許諾(ライセンスアウト)など、多様な収益モデルを持つ。

世界No.1のデジタルエンタテインメントカンパニー(デジタルエンタテインメント業界で営業利益額世界1位を達成すること)をビジョンに掲げ、中期経営計画において、大型ゲームタイトルの開発を目指している。

### 本調査研究への参加目的

今後、中長期的な成長の妥当性を示し、より一層高い評価を得たいと考えているところ、下記2点が原因で、投資家に対して、将来の収益性を示しにくいという課題を持っている。

- ① ゲーム業界の特徴として、製品開発の進捗を詳細に開示できない
- ② 他社との協業・IP許諾は当社の特徴的なビジネスモデルであるが、他社が関与しているため、詳細な情報や利益配分の割合を開示できない

そのような開示できる情報に制約がある中でも、中長期の成長を予測できるような開示をしたいと考え、本調査研究への参加を決めた。

## 同社の成長ビジョン

直近3年間安定した成長を続けており、2023年度の売上高は、2009年の経営統合以来最高を記録している。

ゲーム業界全体の市場は伸びているが、企業間の競争が激化する中、ビジョンに掲げる「世界No.1のデジタルエンタテインメントカンパニー」を目指すために、中長期的な成長に向けた基盤固めを進めている。(図表14)

■ 図表14 当社のビジョンと中期経営計画



## 専門家チームの事前認識

同社の開示情報を踏まえると、戦略の方向性としては、大きく2つあるように見える。1つ目が、既に開発・販売済で一定程度収益が見込める、ゲームやキャラクターといった既存IPをさらに活用していくこと。2つ目が、売上げの不確実性が高い、新たに開発するゲームの新規IPを開発・販売すること。この2つのはずだが、どのようなバランスで開発・販売するのか、方向性が分からない。また、同社は人材採用など大幅に投資を拡大しており、成長の意欲が感じられる一方、リスクが高いように感じられる。

同社は、中長期的な成長を示す課題として、製品開発の進捗を詳細に開示できないことを挙げていたが、現状の開示資料だけでは同社の戦略が見えず、過去の実績から強みがあることは推測できるが、競争優位性が何か分からないので中長期的な成長を評価できない。

これらの点を踏まえ、中期経営計画で設定した目標の背景や意図、達成手段、どのように目標を達成するのか、大規模な投資が利益率向上にどのようにつながっているのか、について議論する必要がある。

## II：目線合わせ

本節では、「企業成長の道筋」の効果的な開示に向けた取組を紹介する「III:対話編」に入る前に、専門家チームが支援に当たって企業とのすり合わせに時間を費やした「AAAタイトル」の捉え方と先行投資に対する内容理解の過程と、そこから見える企業・投資家間の目線の違いについて説明する。

### 「AAAタイトル」に対する同社と専門家の認識の違い

イントロダクションで示したとおり、同社はデジタルエンタテインメント業界で営業利益額世界1位を達成することを目指している。営業利益額を増加させるべく、新規大型タイトル開発のために「AAAスタジオ(トリプルエーススタジオ)」を立ち上げた。加えて、開発職の従業員を長期的に5,000人に増加させる方針であると統合報告書に記載されている。

「AAAスタジオ」とは、「AAAタイトル」を開発するためのスタジオのこと。「AAAタイトル」とは、一般的には莫大な開発費を投じて開発されるゲームのことを指す。

業界全体の流れとしては、企業間の競争が激化するとともに、一つのゲームを開発する期間・人員、及びそれに伴う開発コストが増え続けている状況である。同社が競争に勝ち成長するために投資額を増やしていることは投資家に対してポジティブな印象を与えるのでは、と考える読者もいるだろうが、専門家の目にはどのように映ったのだろうか。

### ■ 統合報告書におけるAAAタイトルに関する記載

#### 代表取締役副社長メッセージ

- 大型タイトルを成功させるための丁寧なものづくりには「開発の規模」と「開発力の増強」が必要です。さらなる大型タイトルの創出や多様なジャンル開発に向けて、将来的には新しいブランドを増やして、毎年1本の大型タイトルが出せるような開発体制を整えたいと考えています。今年度からは「AAAスタジオ」を立ち上げました。

#### AAAタイトル プロデューサー対談

- 近年、開発規模が徐々に大きくなり、同時に開発コストも上がっていますが、その一方でゲームの小売価格があまり変わらないのが現状です。そのため、これからは販売本数が多く見込めるAAAタイトルをコンスタントに出していかなければ事業として成り立たなくなります。
- これからは、コーエーテクモとしてのAAAタイトルのラインアップを増やしていきたいですが、開発期間が長期化しているため、社内で複数タイトルを並行して開発し、発売していく体制を構築しなければなりません。

(出典)株式会社コーエーテクモホールディングス 統合報告書2024

### ■ 投資家に伝わりにくい「AAAタイトル」

中長期視点の投資家は、短期的に大きなリターンが見込めるとしても、ボラティリティ・リスクが高いことを好まない。競争が激化し、先行投資をする必要があることは理解できるが、企業規模を鑑みるとAAAタイトル・スタジオへの投資は過大なのではないかと、どのように経営を安定化させているのか。

### ■ 専門家の質問に対する回答

- 当社の主な開発方法は2種類。1つは既存IPを活用する開発形式。既存のファンが存在し売上げ見込みが立ちやすく、開発コストを抑えられる。もう1種類は、新規IPを開発する形式。0から投資するのではなく、既にある人材や技術、ノウハウを活用する。AAAタイトル開発も同様であり、外部の方が心配するほど大きな投資にならない。
- 「AAAスタジオ」のためだけに大量採用を行うなどはしていない。
- AAAタイトル等大型タイトルだけを開発しているわけではなく、投資額を抑えて中小型のタイトルを同時に開発し、バランスの取れた開発ポートフォリオを構築することで、リスクを抑えている。

先ほど述べたとおり、一般的に「AAAタイトル」とは、莫大な費用がかけられ精細に作り込まれたゲームのことを指す。一方で、同社が開発する「AAAタイトル」は、大ヒットしたタイトルや精細に作り込まれたゲームを指し、一般的な定義とは異なり、莫大な投資は必要なく、投資額を抑えて開発できるとのことであった。

### ■ 今後の対話の論点

専門家は、AAAスタジオを立ち上げ、直近では200人規模の新卒採用をしていることから、先行投資が過大ではないかと懸念を持った。専門家だけでなく、他の投資家も同様の懸念を持つことが考えられる。投資に見合ったリターンが得られ、安定的かつ持続的な成長が可能であることを示すため、以下3つの観点から、企業の強みを生かす戦略を整理するべく、対話を進めた。

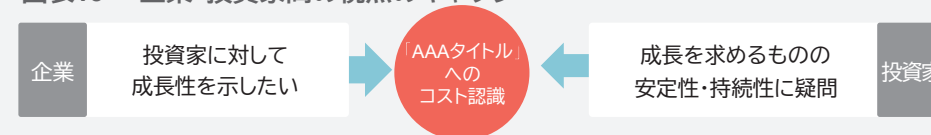
- 安定的かつ持続的なビジネスモデルの整理(対話編①)
- 安定収益確保につながる既存IPの強み(対話編②-1)
- 新規IPをヒットにつなげる再現性の高さを裏付ける強み(対話編②-2)

### 本事例における企業・投資家間の視点のギャップ

本事例は、同社と投資家間の「AAAタイトル」に対するコスト認識にずれがある状態から対話がスタートした。

同社はリスクを抑えた経営を心掛け、実践していた。しかし、投資家に対して成長性を示したい同社と、安定的かつ持続的な成長を企業に求める投資家との「成長」の捉え方が少し異なっていたため、このようなギャップが生じたと考えられる。(図表15)

■ 図表15 企業・投資家間の視点のギャップ



### III：対話編① 成長ビジョンを支えるビジネスモデル

「II:目線合わせ」にて定めた論点に基づき、収益全体の中で、既存IPと新規IPの売上げをどのように組み合わせるかで安定的な成長を目指すのか、整理を進める流れとなった。

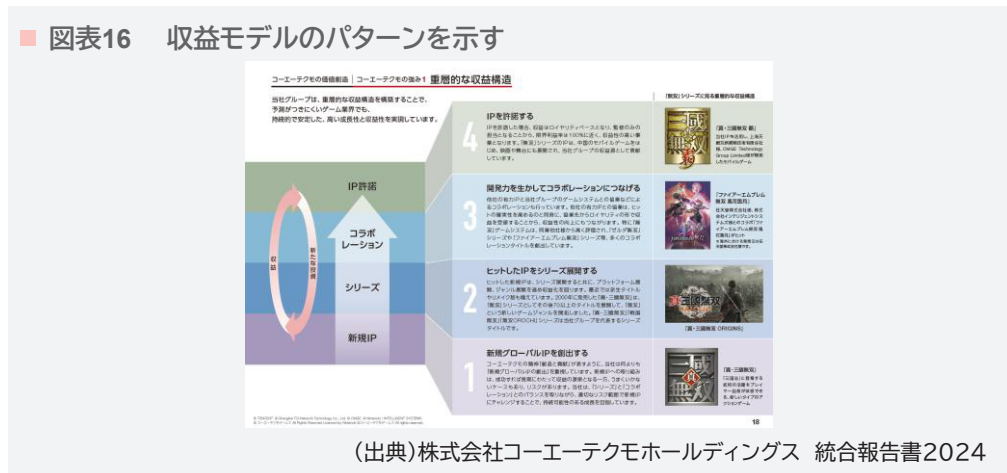
Key Questionでは投資家視点で示すべきビジネスモデルの内容を端的に示しており、対話を通して企業が説明するビジネスモデルと専門家の視点の違いを体感いただきたい。

#### Key Question 1 : 安定的かつ持続的な成長を描けるビジネスモデルであるか

専門家：御社の場合、一般的な「AAAタイトル」と異なり、そこまで投資額が大きくなることは理解しました。しかし、投資家目線だと、AAAスタジオや人材採用への先行投資が大きい印象を受けます。そのため、現状御社が開示している情報だと、リスクに対してリターンを評価することが難しい状況です。

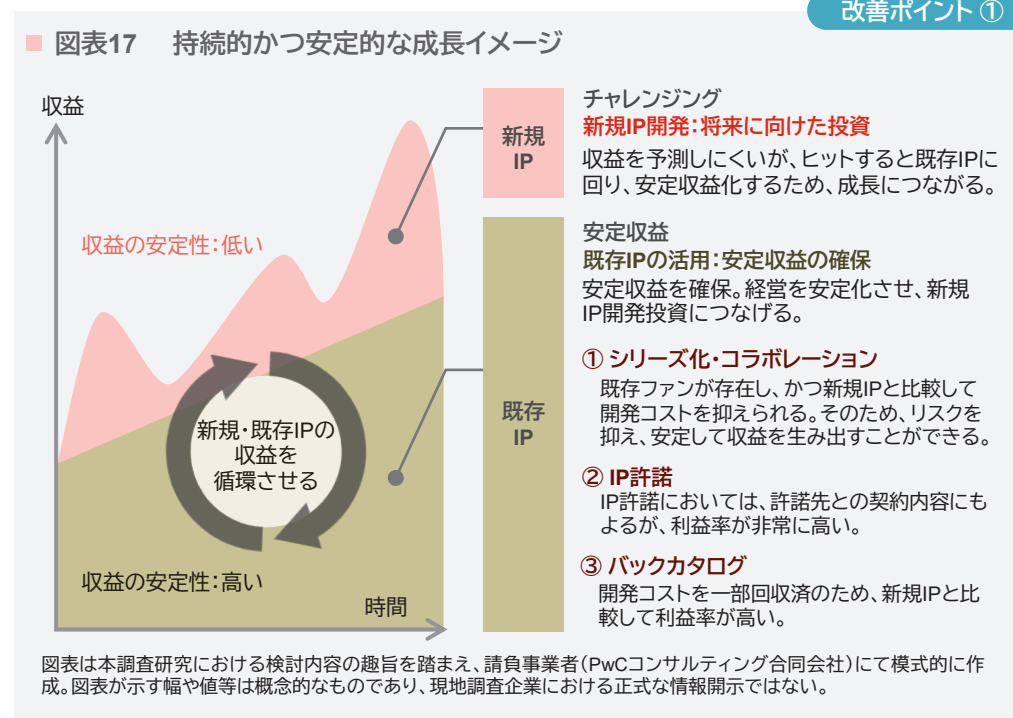
開示可能な情報に制限があることは理解しており、開発中のゲームの詳細や売上げ見込みを示すことは難しいと思いますが、定性的でも良いので、安定的かつ持続的に成長するビジネスモデルを示してもらえませんか。

企業：当社は、「重層的な収益構造」を構築し、新規IPの開発だけではなく、既存IPを活用したシリーズ化や他社とのコラボレーション、IP許諾など、多様な収益パターンがあることが経営の安定化につながっています。(図表16)



専門家：ビジネスのパターンは示されていますが、**収益全体の中でそれぞれの程度の割合なのか、その結果どのように御社が成長するのか**まで示していただけませんか。成長の全体像を示してもらった上で、ビジネスパターンの戦略や強みを語ってもらえるとより理解しやすくなります。

企業：質問の意図が分かりました。定性的ではありますが、当社の重層的な収益構造に時間軸を組み入れつつ、各ビジネスの収益のバランスをイメージ図に示してみました。(図表17) 新規IP開発のボラティリティの高さはある程度織り込んだ上で、準新作や旧作といったバックカタログや、新規IPと比較して他社との按分により結果的にコストを抑えられ、開発コストが低い他社とのコラボレーション、シリーズ展開といった既存IPの活用が安定収益として会社全体の収益を下支えしており、持続的に成長するイメージを示しています。



#### 対話ポイント①

専門家：ありがとうございます。御社が新規IP開発のリスクを認識しつつ、既存IPを活用することで収益を確保し、経営を安定化させようとしていることを直感的に理解できました。ただ、本当に既存IPを活用することで安定収益確保につながるのか、もう少し説明していただけませんか。

企業：正直なところ、決算説明会や普段のエンゲージメントでは、足元の売上げ見込みに関する質問が多く、中長期的な成長イメージや、イメージを実現するための戦略や施策について質問される機会は限られていました。「なぜ当社のゲームが持続的かつ安定的に売れてきたか」について、社員個々人の考えはあるものの、会社としての明確な見解は準備できていませんでした。なぜ当社のゲームが安定的に売れてきたのか、その要因について社内で議論したいと思えます。

### III：対話編② ビジネスモデルを支える強み

#### 1. 安定収益確保につながる既存IPの強み

「III：対話編①」で整理された成長イメージに説得力を持たせるため、「III：対話編②-1」では既存IPの活用が安定収益確保につながる要因を明らかにした。

製品や技術力を示すだけで終わらず、強みと収益をつなげて説明することが、投資家が求める開示である。

#### Key Question 2：

#### 安定収益確保につながる既存IPの強み

専門家：御社の成長イメージは理解することができました。それでは、その妥当性を確かめるために、安定収益につながる既存IPの強みについて説明いただけますか。

企業：当社は特定ジャンルだけではなく、幅広いジャンルのゲームを開発する能力を持っています。1つのIPを他のジャンルで活用することができるので、コストを抑えつつ、前回示した「重層的な収益構造」に示したとおり、コスト・リスクを抑えた他社との協業につながっています。(図表18)

#### ■ 図表18 幅広く多彩なジャンルを生み出す開発力



(出典)株式会社コーエーテックモホールディングス 統合報告書2024

専門家：特定のジャンルだけではなく、幅広いジャンルのゲームを開発する技術力を持つことは、御社の特徴なのでしょう。

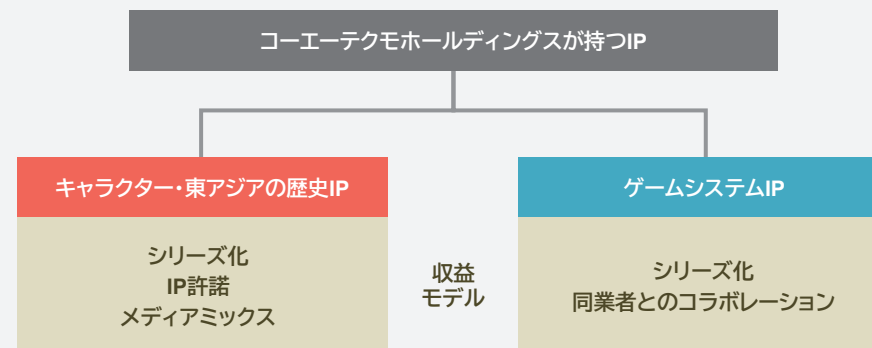
幅広いゲームを開発する技術力の高さは強みと言えるのかもしれませんが、魅力的なIPだからこそ、他社とのコラボレーションにつながっているはずで、**外部から見ると、IPこそ強みのように思います。なぜ他社から選ばれているのでしょうか。**

企業：コメントをいただいたように、コラボしやすさという観点で考えると、当社のIPは、キャラクターのIPだけではなく、ゲームシステムのIPの2種類に分けることができます。(図表19)

#### 改善ポイント②

#### ■ 図表19 既存IPの強みを見出すための分類

同社の持つIPは、キャラクター・東アジアの歴史に特化したIPと、ゲームシステムのIPの2種類に分けることができる。



図表は本調査研究における検討内容の趣旨を踏まえ、請負事業者(PwCコンサルティング合同会社)にて模式的に作成。図表が示す幅や値等は概念的なものであり、現地調査企業における正式な情報開示ではない。

#### 対話ポイント②

専門家：IPが2つに分類できることは分かりました。それぞれのIPごとに稼ぎ方や強みは異なるのでしょうか。

企業：ゲームシステムについては、横展開のしやすさが強みです。過去作だと「無双」シリーズは他のIPと掛け合わせやすく、他社からすればコラボレーションしやすいIPです。当社としても、他のキャラクターやアイデアと掛け合わせて、新たなゲームを開発しやすいです。今までは、主にキャラクターをIPと捉えていましたが、ゲームシステムもIPであることは新たな気づきでした。

キャラクターのIPを映画やアニメ・グッズなどに展開するメディアミックスも、現時点でそこまで大きな規模ではありませんが、進めています。

専門家：IP自体が収益を生んでいるので、IPこそが御社の強みだと思います。IPの定義や強みが明確になると、より一層投資家に説明しやすくなりますね。非常に良い気づきだったと思います。

### III：対話編② ビジネスモデルを支える強み

#### 2. 新規IPをヒットにつなげる再現性の高さを裏付ける強み

本節では、「売れるIP」を開発できる理由、言い換えると、同社にとっての「価値創造の源泉」について、開示可能な情報に制約がある中、投資家への説明内容を整理した。

強みを単体で開示するのではなく、過去の実績を踏まえた再現性の高さを裏付ける根拠として強みを説明することが重要である。

#### Key Question 3：

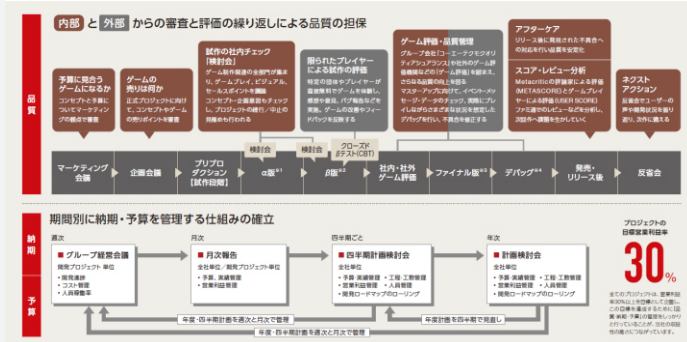
#### 新規IPをヒットにつなげる再現性の高さを裏付ける強み

専門家：前回までの議論で、安定的な収益確保につながる、御社の既存IPの強みとそれを生かした戦略について理解することができました。

一方で、新規IPをヒットさせなければ、既存IP活用による安定収益も目減りしていきます。これまで新規IPをヒットさせてきたからこそ今があると思いますが、再現性高くヒット作を開発する工夫について教えていただきたいです。

企業：当社は、営業利益率にこだわっています。自社開発プロジェクトにおいては営業利益率30%を目標に設定し、品質を担保した開発プロセスをフレームワークとして確立しています。社内外からの審査と評価を繰り返し行い、そのノウハウを蓄積することで、ヒット作を開発する再現性を高めています。(図表20)

■ 図表20 品質を担保するための開発フレームワーク



(出典)株式会社コーエーテクモホールディングス 統合報告書2024

専門家：確かに、このように確立したフレームワークがあると、開発に関わる人材の能力に過度に依存せず、品質を担保することができそうですね。

しかし、他社でも同じように品質管理をしていると思います。このフレームワークに書かれていない、「ヒット作を生むアイデアの創出」が新規IPをヒットさせる一番のポイントのような気がします。難しいとは思いますが、その要因を説明できないでしょうか。

企業：ゲームファンを積極的に採用していることが、アイデア創出につながっていると思います。仕事だけではなく、私生活でもゲームに触れていますので、開発者だけではなくユーザーの視点からもゲームのアイデアを考えることができます。

専門家：ゲーム会社である以上、他社も同様に、社員にゲームファンが多いと思います。そうであれば、御社ならではの強みとは言えないのではないのでしょうか。

企業：人材と、企画段階からゲーム市場に精通した社内の別部署の人間たちと徹底的に企画を叩き合えることが、当社の特徴だと思います。

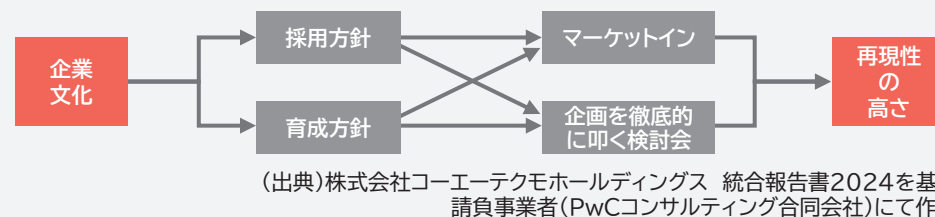
人材育成方針として、「クリエイティブ×ビジネス」を掲げており、自分がただ面白いものを作り出すだけではなく、ビジネスとして成功する、売れるゲームを開発することを徹底するよう、育成をしています。よって、すでに需要がある市場を読み取り、利益が出るであろうアイデアを生み出すことができています。

加えて、開発中のゲームに対し、企画段階から複数回検討会を実施し、社内の人間を集めて徹底的に叩き合います。ゲームとして面白いだけでなく、市場はあるか、市場が求めるゲームなのかといった観点からも評価をしています。

専門家：今までの議論を踏まえると、利益を追求するビジネス意識の高さこそ、御社の根本的な強みのように思えます。新規IP開発だけでなく、既存IP活用による安定的な収益確保も、ビジネス意識の高さが寄与しているのではないのでしょうか。(図表21)

#### 改善ポイント③

■ 図表21 新規IPをヒットさせる再現性の高さと企業文化の関係性



(出典)株式会社コーエーテクモホールディングス 統合報告書2024を基に請負事業者(PwCコンサルティング合同会社)にて作成

企業：御指摘のとおり、ビジネス意識の高さは、創業以来当社に根付く企業文化です。どう説明すれば当社の企業文化を示せるか悩んでいました。

#### 対話ポイント③

専門家：社員が対談する様子を統合報告書に掲載することは、他社でもよく見られる開示の手法です。それよりも大事なことは、御社がどのような企業文化を大事にしているのか、企業文化を維持・浸透させるための考え方や取組、またそれがどのように収益につながっているのかを示してほしいです。

企業：ヒット作を開発した社員を高く評価する評価制度や報酬制度があります。強みが明確になると、開示だけではなく、強みを維持させる取組を検討することにつながりますね。社内でも議論し、整理したいと思います。

## IV：解説編 建設的な対話に至る知財・無形資産開示のポイント

株式会社コーエーテックモホールディングスの事例では、安定的かつ持続的な成長のイメージ、イメージを実現する既存IP活用・新規IP開発における強みについて、専門家と対話した。強みの解像度が高まったことで、成長イメージに納得感が出た。

解説編では、各対話を通じた開示の変化の中で、特に重要な取組や姿勢について説明する。

### 成長ビジョンを支えるビジネスモデル

#### Key Question 1：

#### いかに安定的かつ持続的な成長を描くか

「III：対話編①」では、投資家と同社との間で「ビジネスモデル」という言葉の定義と、なぜビジネスモデルについて質問しているのか、認識の相違から、当初投資家の求める議論に至ることができなかった。

#### 同社の行っていた開示

ビジネスのパターン

#### 投資家の求めていた開示

- それぞれのビジネスのパターンにより、どのように経営全体を安定化させているのか
- 各ビジネスモデルの役割・位置づけを踏まえた中長期的な成長への道筋

**改善ポイント①** の開示により、今のビジネスを継続することが、安定的かつ持続的な成長につながると、専門家が直感的に理解することができた。これにより、会社全体の収益を下支えしている既存IP活用の戦略と強みに関する対話に移行することができた。

**対話ポイント①** で見たとおり、社内で言語化しきれていない戦略や、それを支える強みを明確にしようと、議論するきっかけが生まれた。社外の人間である投資家と対話することによって、社内の議論では得られない気づき生まれた。

投資家は、企業がビジネスやセグメントを組み合わせるほか、割合を変えることで、どのようにビジョン実現を目指すのか、まずは大まかに経営の全体像を把握したい。対話編①で投げかけた質問は、このような意図に基づくものである。

### コラム 10

#### 【投資家の声】定性情報でも考え方を開示することで投資家との対話が深まる

Key Question 1では、定量情報ではなく、定性的にイメージを図で示していたため、この開示で投資家が納得するのか、疑問を持つ読者もいたのではないかと。

当然、定量情報を開示することは重要である。企業の置かれている状況や、開示や対話の場面によっては、足元の収益を中心に投資家から質問を受けることもあるだろう。一方で、中長期的視点の投資家は、企業の「成長に向けた考え方」こそ、エンゲージメントで求める。

反対に、数字と数字をつなぐ論理があいまいなまま定量情報を開示しても、建設的な対話にはつながりにくい。

現地調査の結果を踏まえると、開示できる情報に制約がある企業においては「いかに定量情報を開示するか」よりも、「ビジョン実現に向けてどのように会社を成長させていくか」考え方を整理し、示すことを優先すべきだろう。

将来のビジョンや計画を示すにあたり、必ずしも定量的に示さなければならないわけではない。数字ありきではなく、どのポジションを狙うのかや、どの程度の収益性を確保するか、考え方を示すことが重要である。

具体的な数字がなくても、狙うマーケットに対して業界標準の収益性が見えてくるようなストーリーや開示があるとよい。

三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社  
スチュワードシップ推進部 シニア・スチュワードシップ・オフィサー 澤嶋裕希

## ビジネスモデルを支える強み

## Key Question 2 :

## 安定収益確保につながる既存IPの強み

Key Question 2における対話では、企業と投資家の考える「強みの捉え方」にズレがあることが明らかになった。

当初同社は、「幅広いジャンルのゲームを開発する力」を強みと説明していた。しかし、専門家からは、別の強みがあるのでは、と疑問を投げかけられた。なぜ専門家が疑問を持ったのか、解説していきたい。

既存IP活用とは、シリーズ化・他社との協業(コラボレーション)・IP許諾と、その活用方法は幅広い。特に協業は、他社にはあまりない同社の特徴的なビジネスモデルである。他社から選ばれるIPや開発力を持っていることが、このビジネスモデルが成立する理由であり、企業の強みであると言える。

対話以前の開示では、協業と強みがつながっていなかったことになる。投資家の問いに対して検討を深めた結果、**改善ポイント②** で見たように、IPを2種類に分類し、既存IP活用の強みを再定義することにつながった。

今まで説明したとおり、強みはビジネスモデルを支えるものである。そのため、強みが変われば、ビジネスモデルも変わり得る。**対話ポイント②** で見たとおり、横展開ができることがゲームシステムの強みであると再定義されたことで、これまでのビジネスモデルや戦略を見つめ直すきっかけが生まれた。

## ビジネスモデルを支える強み

## Key Question 3 :

## 新規IPをヒットにつなげる再現性の高さを裏付ける強み

Key Question 3 は、同社の過去の成功体験を踏まえ、今後も成功する可能性が高いのか、「再現性」に着目した問いであった。議論を重ねた結果、専門家は、同社の企業文化が再現性を支える要因であると仮説を立てた。

企業文化に着目する以前に、まずはなぜ専門家が再現性を重視したのか、考えてみたい。同社はPBRが2倍を超えており、資本市場からの評価は高い。資本市場からの評価が低い場合、事業撤退・資産売却といった構造改革、すなわち変化が求められることがある。一方、同社の場合、一定の実績があることから、専門家は変化よりも再現性について説明を求めたのであろう。どのような企業においても、投資家が企業文化に着目するわけではないことに注意していただきたい。

**改善ポイント③** で示された開示の改善例も、同社の強みである企業文化を完全に示し切れているわけではないだろう。

同社も、特徴的な企業文化であると認識していたが、客観的な立ち位置である専門家のコメントにより、強みであると確信できた。**対話ポイント③** で見たとおり、強みであると認識したからこそ、その強みを維持・浸透するために何をすべきか、今後検討が深まる兆しが見えた。

コラム 11

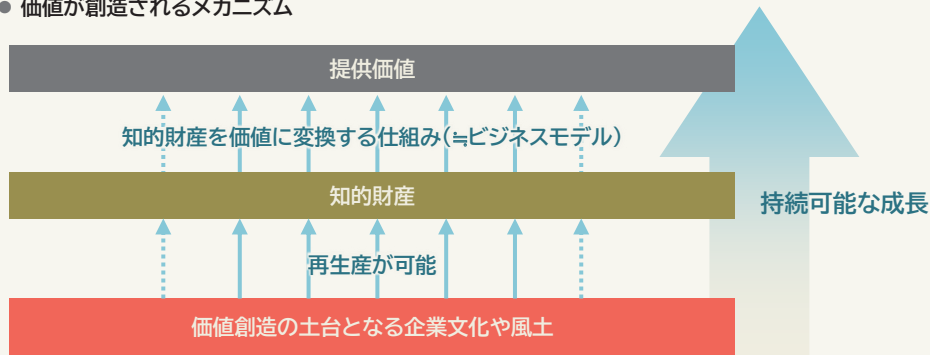
【有識者の声】 企業文化が基になり知的財産を生産し価値を創出する

現地調査以外にも、有識者から助言を受けながら、本調査研究を進めてきたところ、企業文化と知的財産の関係性について、株式会社ブリヂストン知的財産部門 部門長荒木氏からコメントをいただいた。

「創業したばかりの企業でない限り、どんな企業であっても、何かしら価値創造のコアになる知的財産がある。土台となる企業文化や風土があるからこそ、知的財産が生まれ、知的財産が一時的ではなく再生産できる。知的財産を価値に変換する仕組みがあるからこそ、持続的な成長が可能、という流れで開示ができればよい。」

逆に言えば、企業文化なくして強みである知的財産は生まれない。コーエーテクモホールディングスと専門家の対話のように、自社にとっての知的財産は何か、なぜ知的財産を生み出すことができるのか、検討を深めていくことで、分かっているようで可視化されていない、自社の価値を創造するメカニズムが明らかになるだろう。

● 価値が創造されるメカニズム



(出典)株式会社ブリヂストン知的財産部門 部門長荒木氏からのコメントを基に  
請負事業者(PwCコンサルティング合同会社)にて作成

# 第4章

## 開示の改善を経て 見えてきた 投資家との建設的な 対話を阻む要因





## 投資家との建設的な対話を阻む要因

現地調査の支援対象となった3社と、有識者として国内外企業へのエンゲージメント経験が豊富な投資家、開示に注力し市場から高い評価を得ている企業の知財部門長にお集まりいただき、座談会を実施した。

座談会では、「投資家との建設的な対話を阻む視点のギャップ」をテーマに議論を実施したところ、投資家との建設的な対話を阻む要因が論点になった。

企業が、事業や技術の意義を自明であると捉え、説明してこなかったことが、投資家との建設的な対話を阻んでいた。企業は自明であると考えていたことから、十分に社内で議論することや、社外に説明する機会を作らずにいた。そのため、指摘を受ける機会が少なく、十分に掘り下げることをしてこなかった。

本章では、現地調査企業がこの要因に気づいた理由や、解決に向けて参考になる考え方について読者に伝えるべく、座談会での議論の様子をまとめた。

これから開示を改善しようと考えている読者も、同様の課題に直面することが考えられる。自社であればどのように開示の改善に向き合うかを考えながら、第4章を読み進めていただきたい。

## ■ 座談会参加者



東洋エンジニアリング株式会社  
執行役員(技術開発担当)



第一工業製薬株式会社  
執行役員(IR担当)



株式会社コーエーテクモホールディングス  
部門長



国内外企業へのエンゲージメント経験が豊富な投資家



開示に注力し市場から高い評価を得ている企業の知財部門長

## (1) 現地調査を経て得た気づき

現地調査3社は上場企業として基本的な開示やIRに取り組んでいる。しかし、知財・無形資産を含めてどのように開示するか、課題を抱えていた。現地調査を通じて各社がどのように開示の改善に向けた検討を進めていったのか、御覧いただきたい。

## 司会:

本日はお集まりいただきありがとうございます。「投資家との視点のギャップ」がある状態で現地調査がスタートした企業もいらっしゃるかと思います。なぜギャップが生じていたと考えていますか。

## 東洋エンジニアリング株式会社:

現地調査で専門家から指摘を受けて気づきましたが、当社の成長の肝になるポイントについて、説明していなかったこと、社内でも十分に整理できていなかったことが原因だと思います。

当社では、既存事業であるEPC事業と、新規事業である非EPC事業の2つの事業を持っています。投資家に対し、非EPC事業の方がリスクが低く粗利率が高いと説明すると、それであれば、EPC事業を辞め、非EPC事業に注力したほうが良いのではないかと、と言われることもありました。

しかし、EPC事業を続けるからこそ、非EPC事業のビジネスが拡大するし、非EPC事業で得た経験もEPC事業に還元できます。両方の事業を続けるからこそ、会社全体として成長できると考えてはいました。しかし、開示資料を読み込んでもらっていた専門家にも、その点がしっかり伝わっていませんでした。

現地調査で指摘を受けたことで、今更ではあります。過去に他の投資家から同様の指摘を受けていたことを思い出しました。当時は重要な課題であると認識していませんでした。

## 株式会社コーエーテクモホールディングス:

当社の強みと捉えていた当社のIPの特徴や定義を言語化しきれてなかったことが、ギャップの原因だと思います。当社の場合、IPを生み出し、活用してビジネスをしています。そのため、IPが強みであることは当然だと考えていました。

当社のIPとは何か、IPの何が強みか、社内で深掘りしていなかったため、今まではIPと言えば当然のようにキャラクターと捉えていたままでした。「無双」シリーズなど特定のゲームは、他のIPとコラボレーションできるツールとして意識はしていましたが、専門家から指摘を受け、社内で議論したことで、ゲームシステム自体もIPであると気づくことができました。

当社がどのようなIPを持っていて、それがどのように収益につながっているのかを示せると、投資家が求める対話の実践に近づくのではないかと感じます。

## 第一工業製薬株式会社:

当社は、これまで材料別に事業セグメントを6つ持っていましたが、先日公表した次期中期経営計画にて、分野別の4つに組み替えました。投資家や株主から、事業や技術、根源にある強みが分かりにくいと意見を頂いていたことも変更の契機となりました。

当社は多くの素材を保有し、異なる素材を組み合わせることでお客様の要望に応じた機能を提供できることが強みです。一方で、投資家だけでなく、社員がそれを明言出来るかと言えば不十分な部分がありました。現地調査を経て、強みの言語化が進んでいるため、知財・無形資産の情報と関連させながら、今後中計の方針や注力する分野とともに、社内外への浸透を図っていきたいと考えています。

## (2) 開示の改善に向けて取り入れるべき考え方

3社が得た気づきは、他の日本企業にとっても同様の課題であろう。現地調査企業は専門家と対話を繰り返し気づくことができたが、専門がいなければ解決できないわけではない。社内であっても、自明となっているが明確に定義されていない言葉や強みについて、多角的な視点で議論することが、投資家との建設的な対話への第一歩になるだろう。

司会:

企業が「投資家との視点のギャップ」を認識した場合、ギャップを埋めるために、どのように開示の改善に取り組むことが考えられるでしょうか。

知財部門長:

当たり前だと思っていることが外から見ると当たり前じゃないことは、私自身にとっても気づきました。**当たり前だと思っていた強みを改めて掘り下げていってみてはどうでしょうか。**各社の根底にある企業文化やDNAにたどり着くと思います。その企業文化やDNAこそ、企業の成長の源泉です。

投資家:

私は海外企業ともエンゲージメントをした経験があるので、日本企業と比較すると、日本企業は、「なぜそのビジネスを続けているのか」という質問に明確に答えられないことが多いように思います。海外企業では、外から来たCEO等が、なぜ自社でそのビジネスをやっているのか、競争優位性はあるのか、徹底的に質問します。その質問に耐え得ないビジネスは残りません。社内でビジネスの必要性や、その強みを簡潔に分かりやすく説明することが通常のことになっています。そこが多くの日本企業との大きな違いです。

人材の流動化が進む中、中途採用者や出向者等、外から入ってきた多様な人材が素朴な疑問を投げかけると、それが強みであろうと課題であろうと「これが普通ではない」と気づくことができます。

外から入ってきた人に限らずとも、**社内の関係者がそれぞれの視点で「なぜ」を問い合い、それに対して回答してフィードバックを得るサイクルを回すことで、自明と捉えて深く考えてこなかった強みを言語化することにつながります。**

株式会社コーエーテクモホールディングス:

東洋エンジニアリング様、第一工業製薬様は複数部門が連携して現地調査に参加していた一方で、当社の場合一部部門の参加となりました。社内であっても他部門を対話に巻き込むことは大変ですが、改めてその重要性を再認識しました。**今後は、多角的な視点で議論できるよう、他部門を巻き込んで、強みの言語化を進めていきたいです。**

司会:

現地調査企業だけではなく、他の国内企業にも当てはまるであろう課題であり、解決に向けて取り入れるべき考え方をお話いただいたと思います。大変有意義な会でした。本日はありがとうございました。

## 企業価値の向上につながる対話の進め方

「なぜ事業を続けてきたのか」「なぜ今後も続けるのか」その問いに答えられない企業や部門は多い。経営戦略及び経営戦略に紐づく事業戦略や機能戦略を策定しても、フィードバックを受けて改善のサイクルを回さなければ、そもそも答える必要性に気づかない。このことが、多くの企業と投資家との建設的な対話を阻んでいる要因であろう。(図表1)

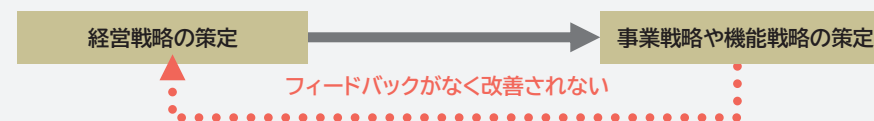
本調査研究で現地調査の対象となった企業の中には、専門家との対話、対話を踏まえた経営層等を巻き込んだ社内の議論、説明資料作成の過程で、経営戦略と事業戦略や機能戦略、強みの紐づけに課題があり、一貫したストーリーラインとして、説明が不十分であることに気づいた企業もいた。

このことに気づいたからこそ、ビジネスモデルや強みの言語化につながり、専門家との対話が改善された。図表2で示す「3.各戦略等が与える経営上の効果や意義・役割を言語化(部門横断での対話)」 「4.戦略の不備・強みの不足等への気づき」のプロセスを踏むことで、より一層投資家と建設的に対話を実践することができる。

本調査研究を通じ、事業や技術は経営戦略・目標達成に貢献しているのか、経営目線で事業や技術の効果・役割を部門横断で検証することが、開示改善に向けて社内で議論すべき内容であることが見えてきた。

企業にとって、投資家との対話はあくまで手段であり、経営戦略を精緻化、強固にし、企業価値を高めることが目的である。読者の方にはぜひ、自社の事業や技術は経営戦略と結びついているのか、事業や技術の意義について議論を始めることから開示改善に向けた取組を始めていただきたい。

■ 図表1 建設的な対話につながりづらい戦略策定の流れ



コラム 12

【投資家の声】 計画策定後に振り返ることが重要である

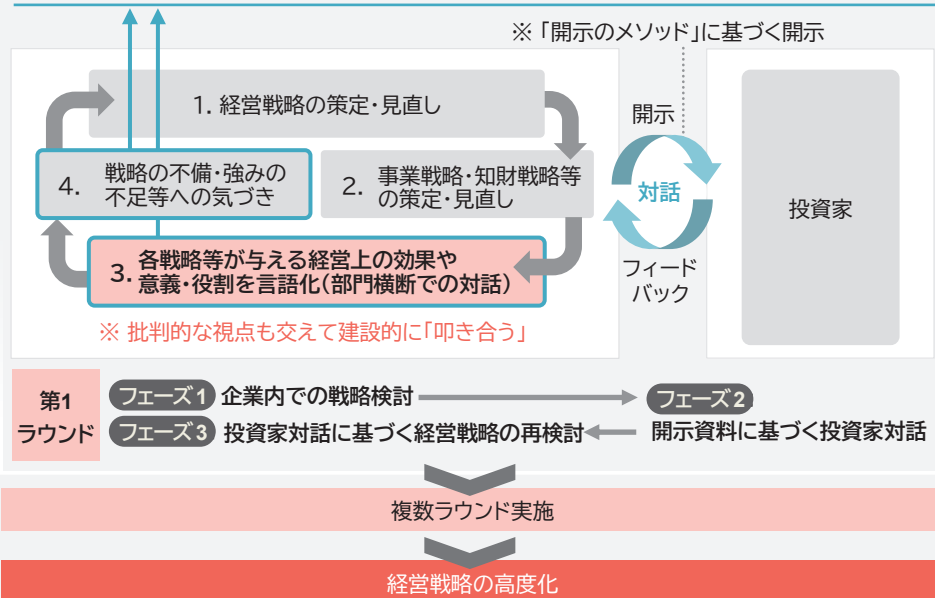
投資家からは、中期経営計画等の計画や戦略を立てることの重要性は認めつつも、日本企業の場合、計画や戦略を開示することにとどまり、振り返りをしないことが課題であるとの指摘があった。

日本企業の場合、目標だけを開示し、振り返りを開示しないことが多い。投資家は、今後の成長に向けて何をしていくのかが見える中期経営計画を求めている。

三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社  
スチュワードシップ推進部 シニア・スチュワードシップ・オフィサー 澤嶋裕希

■ 図表2 建設的な対話のスパイラル

開示の改善に向けては、部門横断での対話を通じて戦略の不備・強みの不足等への気づきをもとに、各戦略の見直しを進めていくことで、結果的に建設的な対話に資する開示につながる。



コラム 13

【先進的な企業の声】 戦略の策定・改善と対話のサイクルを回すことが建設的な対話につながる

国内企業における事業転換の代表的な事例である開示優良企業に対してヒアリングを実施した。同社は、IR部門が主体となって統合報告書等の開示資料の全体像を整理しつつ、各部門と議論の上、開示内容を詰めている。さらに、投資家と対話し、対話結果を取締役に報告することで、対話と開示、その後の戦略策定・改善のサイクルを回している。

投資家との建設的な対話につながる開示には特効薬はなく、日々地道に積み重ねることが求められる。

統合報告書の策定に当たっては、まずIR部門がコンセプトを定め、知財部門はじめ各部門に共有している。その上で、各部門から1名ずつ代表を出し、開示内容について議論をしている。

投資家と日常的に対話する中で、IR部門中心に投資家等から声を拾い、改善を繰り返している。どのような投資家と面談し、どのようなテーマが話題になり、どのようなアクションをされたのか、IR部門から取締役会に報告している。このように、対話と経営へのフィードバックを回すことで、開示と対話のサイクルを洗練させている。

化学メーカー

## コラム 14

## 【投資家の声】社員も建設的な対話をすべきステークホルダーである

本調査研究では、「ステークホルダーとの建設的な対話」を切り口とした調査研究であるが、基本的には投資家を対話の相手と想定し、調査を進めてきた。しかし、ステークホルダーとは、一般的には、投資家のみならず、社員や取引先など多岐に渡る。

投資家に対して強みを説明できない、説明しても理解してもらえないのであれば、社員も正確に理解していない可能性が高い。

社員が自社の強みを説明できないことに問題意識を持つ管理職や経営層は少なくないだろう。しかし、社員が説明できないことが課題なのではなく、むしろ社員に理解できるように説明できていない、もしくは説明すべきことが整理されていないことこそが課題である可能性もある。

開示資料を作成しても、開示で意図したとおりに社員が行動できなければ、実態を伴った開示とは言えず、投資家からの評価は高まらないだろう。どうすれば社員に理解してもらえるか、行動に移してもらえるか、そういった視点で自社の開示やその裏側のビジネスモデル、強みを見つめ直しても良いのではないか。

私が改めてすごいなと思ったのは、国内大手電子部品メーカーの取組である。同社は、ユニークな言葉を使うが、その一つ一つの言葉を定義している。なぜそういう言葉を使うか、何を意味しているかを徹底して文章に書き起こし、もし社員の中で言葉の定義を勘違いする人がいれば、定義を再検討するといった取組を行っている。ある言葉を使って社員を動かそうとする際には、丁寧に定義を決め、その上で浸透させることが重要である。

また、こうした定義は、対外的に発信される際にも意図した通りに伝わる。ところが、意外とこのような徹底が行われておらず、自明だと捉えて、分かっているつもり、伝えているつもりになってしまっている会社・組織が多いのではないかとと思われる。

アストナリング・アドバイザー合同会社 代表 三瓶裕喜  
(元フィデリティ投信 ヘッドオブエンゲージメント)

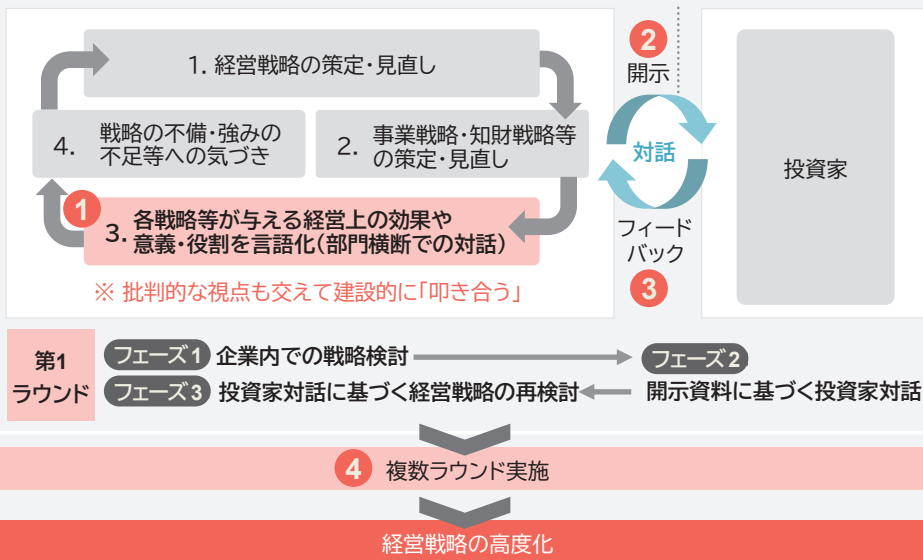
## 第5章

建設的な対話に有効な  
知財・無形資産開示の  
チェックリスト

本書では知財・無形資産に着目した投資家との対話に取り組む上で、以下4つのポイントが重要となることを示した。

- ① **【社内対話】** 投資家との建設的な対話に向けた開示の事前準備として、経営戦略や知財戦略等が経営上どのような効果をもたらすかについて、部門を横断して社内対話を進めることで言語化を行う
- ② **【開示】** 「開示のメソッド」に基づき、「企業成長の道筋」を説明するための開示を行う
- ③ **【フィードバック】** 投資家との対話を通じて、経営戦略や事業戦略の中で検討しきれていないポイント等を明らかにし、社内での見直しや再検討につなげる
- ④ **【複数ラウンドの実施】** ①～③を含むサイクルを複数回重ねることで、経営戦略の高度化につなげる

※「開示のメソッド」に基づく開示



①～④のポイントのうち、各企業がどのポイントを今後重点的に強化していくべきかは、企業の社内体制や経営状況、投資家との関係性等によって変化すると考えられる。このため、簡易的ではあるが本書ではチェックリスト形式で、各ポイントを十分に押さえるためにどのような取組が必要かについて、支援事例や投資家評価の高い企業の取組をもとに段階別に紹介する。まずは自社のエンゲージメント体制がどのくらい整っているかを確認していただくとともに、分からないと感じるポイントについては、ぜひ関連部署とコンタクトを取ることから始めてみてほしい。これが「①社内対話」の大切な第一歩である。

建設的な対話に向けたポイント別取組充実度チェックリスト

各チェック項目は、○・△・×の3段階評価で社内の取組状況を振り返っていただき、前頁に示したモデルを早急に構築するためにも、まずは×となっているポイントの解消に取り組むことを目標にしていきたい。

- ：既に取り組を行っており、十分に機能している。
- △：取組は行っているものの、十分に機能しているとは言えない。
- ×：取組は行っていない。

I 社内対話を通じた戦略の言語化	
a	経営戦略は社内ですでに十分に認知されており、今後5年間で自社がどのような変化をしようとしているか、またその背後にある理由や企業理念とのつながりについて、社員が語れる状態になっている。
b	経営層の示す経営戦略に基づいて、事業部門単位で事業戦略や研究開発戦略、知財戦略等の検討ができており、そこで掲げられる目標は部門内の改善目標にとどまらず、経営戦略との結びつきが説明できる状態になっている。
c	事業部門内で策定した戦略について、他部門からその目標の妥当性や取組の必要性について、批判的な視点も交えて建設的に議論する(叩き合う)環境が構築できている。
d	部門単位で「叩き合った」結果を踏まえて見えてきた課題や検討の不備を集約して、経営戦略の見直しに還元させるための仕組みが整っている。
II 企業成長の道筋を示す開示	
a	1年に1度発行される統合報告書を念頭に、報告年度ごとに「企業成長の道筋(ビジョン・ビジネスモデル・強み)」の整理が経営層にて行われている。
b	経営層にて整理された「企業成長の道筋」を開示で具体化するにあたり、各事業部門同士が開示内容について調整を行う仕組みが整っている。また、IR部門などこれらの調整を主導する組織が定まっている。
III 建設的な対話に基づくフィードバックを反映する仕組み	
a	投資家との対話に当たっては、企業成長をともに考えるパートナーとして投資家を捉え、対話を通じた経営戦略の見直しを含む柔軟な姿勢が経営層、IR部門等の対話者に理解されている。
b	対話に基づくフィードバックや、対話を通じて見えてきた課題等の情報を集約して、経営層にフィードバックをする仕組みが整っている。また、IR部門などこれらの情報を集約する組織が定まっている。
IV フィードバックに基づく戦略の見直し	
a	経営層はフィードバックされた情報をもとに、経営戦略自体の再考や検討の不備についての議論を行う機会を設定している。
b	見直した経営戦略について、適時社内で情報連携できる体制が整っており、IR部門等をはじめとした開示部門とも連携しながら、変更の趣旨や内容をもとに事業戦略等を再検討できる。(Iに戻る)

## 参考資料



### 知財経営への招待 ~知財・無形資産の投資・活用ガイドブック~ (2024年発行)

- 知財・無形資産の投資・活用を実践するに際して、自社の強みの把握に関するボトルネックの解消と企業価値向上に向けたポイントを取りまとめたガイドブック



### 知財経営の実践に向けたコミュニケーションガイドブック ~経営層と知財部門が連携し企業価値向上を実現する実践事例集~ (2023年発行)

- 知財を活用した企業経営の実践に向けて、経営層と知財部門とのコミュニケーションの課題を明らかにし、取り組むべき事項を取りまとめたガイドブック



### 企業価値向上に資する知的財産活用事例集 一無形資産を活用した経営戦略の実践に向けて一 (2022年発行)

- 知財・無形資産を活用して、企業価値向上に取り組まれた国内の企業をヒアリング調査して取りまとめた事例集



### 新事業創造に資する知財戦略事例集 ~「共創の知財戦略」実践に向けた取り組みと課題~ (2021年発行)

- 共創(Co-creation)による事業創造と知財戦略の連携について調査を実施して取りまとめた事例集



### 経営戦略を成功に導く知財戦略【実践事例集】 (2020年発行)

- イノベーションの創出、事業競争力の強化、組織・基盤の強化等の経営課題の解決に資する知財戦略に取り組んできた国内外の企業をヒアリング調査して取りまとめた事例集



### 経営における知的財産戦略事例集 (2019年発行)

- 経営と知財を巧みに連携させて、両者の距離を縮める取組を実施している企業の知的財産戦略に関する事例を50以上掲載(うち海外企業は28事例)した事例集

## 有識者委員会構成・謝辞

本書は、令和6年度特許庁産業財産権制度問題調査研究「ステークホルダーとの建設的な対話に資する知財経営の開示に関する調査研究」の成果として作成されました。

本調査研究においては、以下の有識者から構成される委員会で御助言いただきました。この場を借りて、心より感謝申し上げます。

### 委員長

加賀谷 哲之 一橋大学大学院 経営管理研究科 教授

### 委員

荒木 充 株式会社ブリヂストン 知的財産部門 部門長

小林 誠 株式会社シクロ・ハイジア 代表取締役CEO

三瓶 裕喜 アストナリング・アドバイザー合同会社 代表

松島 憲之 三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 委嘱アドバイザー

(敬称略、五十音順)

特許庁

企業成長の道筋  
投資家との対話の質を高める知財・無形資産の開示  
2025年発行

令和6年度特許庁産業財産権制度問題調査研究  
「ステークホルダーとの建設的な対話に資する知財経営の開示に関する調査研究」  
(調査実施事業者:PwCコンサルティング合同会社)