

第4章 知的資産経営の分析評価に関するポイント

4-1 総論的ポイント

(1) 望ましい評価の視点 (望ましい開示のポイント)

第2、3章で記述したように、現状では知的資産経営情報が企業評価の際に十分に活用されているとは言いがたい。

こうした状況を打破するためには、開示企業側としては情報開示の内容・方法について工夫を凝らしていく必要がある。資本市場においては、企業にとって投資家は顧客である。顧客が使いやすく利便性に富む情報を提供していくのは必須とも言える。

一方、投資家の側としては、知的資産経営情報をより積極的に企業価値分析に盛り込み、分析精度を向上させる必要がある。

本調査における研究会での議論や、先進的なアナリストやファンドマネージャーなどの企業評価者に対するヒアリング調査を踏まえると、知的資産経営に対して意識が高く、長期的な視点を有する企業評価者が分析を行う際の、望ましい視点は下記のポイントに整理することが可能である。

企業側が以下の視점에留意した情報開示を行い、また、企業評価者が以下の視점에留意した企業分析を行うことで、企業側と企業評価者との対話が進み、資本市場において知的資産経営情報がより重視されるようになることが望ましい。

図表4-1 望ましい評価の視点

- ① 経営方針やビジョンが明確に提示され、一貫性があるか
- ② 財務情報と非財務情報の関係性が明確か
- ③ 取材・インタビューや現場訪問、説明会等の知的資産経営の「直接対話」に誠実か
- ④ 企業価値を向上させる知的資産の「先行投資」を行っているか
- ⑤ 同業他社と比較して差別化された強みを提示しているか
- ⑥ 経年変化の分析を通じて中長期的なストーリーが描けるか
- ⑦ 「利益の源泉」が確認できるか
- ⑧ 読み手を意識して分かりやすく簡潔に開示されているか

① 経営方針やビジョンが明確に提示され、一貫性があるか

開示情報において、企業活動を根底において支える「経営方針」や「ビジョン」がキーワードなどで明確に示されており、また、それが知的資産経営の全体を貫くような視点となっていることが望ましい。

経営方針では、中長期で企業がどのような姿を目指しているのか、自社の知的資産をどのように他社と差別化していくのか、という経営トップのメッセージを明確にするとともに、将来の達成目標に対してコミットメントがあれば、その達成状況をレビューしているかどうかを確認する。例えば有価証券報告書での「財政状態および経営成績の分析」では、経営トップの視点によって過去～未来への経営戦略や財務業績等について、経営トップ自らの言葉で説明しているかをみる。

特に、知的資産経営に関する情報開示を含めた企業からのIRやディスクロージャーの量は近年充実しており、こうした状況下では企業評価者にとって処理・分析すべき情報量も多くなっているため、企業の経営方針やビジョンが読み手にとって「分かりやすく」示されているかどうかも重要となる。

開示側の企業としては、経営方針に関連する重要なポイントを、分かりやすく提示することが大切であり、特に知的資産経営報告書やアニュアルレポート等での情報発信については、十分な情報を発信することと同時に、情報量に応じてそれを体系的に示すことが必要である。

◆企業評価者の視点に関するコメント

- ▶アニュアルレポートなどの情報開示は、経営ビジョンやキーワードが、全体を貫く視点とならなければならない。(ファンドマネージャー)
- ▶企業がどのような基本技術をどのように活かして、他社と差別化していくかという戦略を強調して開示してもらえるとわかりやすい。他社と同じような開示手法では、あまり意味がない。(セルサイドアナリスト)
- ▶企業からの情報は様々な形で開示されている。この情報を利用する立場の企業評価者から見ると、例えば開示が進んでいるような企業にありがちなのが、1人の企業評価者が処理できる能力の限界を超える程の質・量の情報が開示されていることである。すなわち、開示情報としてあまり効果が出ていないと考えられる。(IR研究者)
- ▶知的資産経営に関する情報開示が進む中で、実際に使う側のアナリストあるいはファンドマネージャーは、しっかりと系統立てて活用しているかどうかという疑問が残る。かなりの部分で「消化不良」を起こしていると思われる。(セルサイドアナリスト)

(出所) 研究会・ヒアリングでのコメントより

② 財務情報と非財務情報の関係性が明確か

アナリストや投資家の価値分析では、まずは開示されている財務情報を、標準化されている価値評価手法により分析し、その際に、経営環境や対象企業の定性的な非財務情報を入れ込むことで、最終的なレーティングを付す。つまり、定性的な非財務情報が、どのようなプロセスを経て中長期的な業績等の財務数値となって顕在化していくかを、論理的に予測している。

たとえ現在のキャッシュフローや財務リスク等の財務数値が良くなくとも、それを前提として、研究開発投資や人材投資を行って強みとなる知的資産を強化し、中長期の財務数値の改善に結びつけるシナリオを描き・実践しているかどうかを見極める。

企業はこうした点を踏まえて、財務情報とそれを説明する経営方針などの定性的な非財務情報を整合的に説明し、企業評価者がこれらの情報を関係付けて整理・分析するための手がかりを与える必要がある。

◆企業評価者の視点に関するコメント

- ▶アナリストは開示されている財務情報を独自に加工して、それで投資家に提示している。計数分析や付加価値分析、生産性分析などの価値評価手法を用いて、その中に対象会社の定性情報を入れ込んで、企業価値を説明するという方法である。(セルサイドアナリスト)
- ▶財務数値が悪い会社でも、現場の意識が高いとか、すぐれた技術力を有しているという企業もあるが、そういう場合にはその企業をどう評価するかが問題である。まず、財務数値が悪いという事実はしっかり受け止める。たとえば、平均以下の格付けであれば、それをどのように改善に結び付けていくべきかというストーリーが描けるかどうかである。現場の意識が高く、よい技術を持っているという非財務情報が、将来、どのようなプロセスで、財務数値の改善に結びつくのかというのを予想していく。(ファンドマネージャー)

(出所) 研究会・ヒアリングでのコメントより

③ 取材・インタビューや現場訪問、説明会等の知的資産経営の「直接対話」に誠実か

企業評価者は、企業価値評価に当たって有価証券報告書や決算短信などの制度的開示による財務情報以上に、決算説明会、経営トップ・IR担当者への取材・ミーティング、現場への訪問(工場・売り場見学など)を通じた定性的な非財務情報の入手に努めている。実際に、企業評価者を対象としたアンケート調査では、重視する媒体として「企業への取材」や「企業による説明会出席」などの項目が制度開示情報よりも重視されていることが明らかになった。

意識の高い企業評価者はこうした直接対話を積極的に行い、他社との「違い」や「現場」を直感的に把握することで、企業独自の知的資産経営への認識を深め、中長期的な企業価値を分析している。

なお、このような直接対話の際にアナリスト・投資家が着目する点は様々である。財務情報の裏づけとなる背景要因を特定・確認することもあれば、経営トップの質、社風・企業の雰囲気、工場の稼働ラインの変化等の非財務情報を独自の視点で評価することもあるが、いずれにせよこのような多様な対話の視点に応じて企業が誠実に説明できるかをみている。また、評価対象の企業との直接対話だけでなく、競合他社や調達先、顧客企業等に対する周辺取材も重要視している。これにより、当該企業がどのような価値創造のバリューチェーン

を築いているのかを明らかにすることができる。

知的資産経営に関する情報開示では、こうした企業評価者による取材、工場見学などの対話を継続的に行うことで、自社の知的資産経営に対する認識を深めてもらう必要があるだろう。

◆企業評価者の視点に関するコメント

- ▶アナリストによる価値評価の分析は、実は定性的な方法が多い。具体的には企業が発信している様々な資料を読んだり、専門の技術誌を読んだりするが、結果的に自分自身の目で見確認できる「工場見学」を活用する。工場見学は、特にアナリストや投資家に向けて企業側が積極的に見せてくれる時にこそ見られる。そこで経験を重ねるうちに、企業ごとの工場の「違い」を理解してきて、その企業の優劣がある程度身についてくる。例えば、自動車の場合は、新車の発表会や東京モーターショーなどで新技術をどのように解釈すべきか、ということを勉強している。(セルサイドアナリスト)
- ▶例えば工場長や技術部長などの「顔つき」をみる。ある企業では経営が改善すると、従業員の顔つきや目の輝きが違ってくることが直感できる。このような直感的な点は、非常に重要である。(セルサイドアナリスト)
- ▶工場見学といっても誰にでも勝手にできるわけではなく、特に一般の個人投資家向けの工場見学では、既定の箇所を見学できる程度で、「心臓部分」はなかなかみることができない。この点を企業側が工夫して説明していく余地は十分にある。(IR研究者)
- ▶財務情報ではない「強み」を開示していくときに、「アカウンタビリティ」を確保して投資家からの信頼を得ていくというプロセスが求められる。たとえば「コーポレート・ガバナンス」については、どうしても社外取締役の存在などの形式的な議論になりがちだが、それより株主に対してリターンを返すためにどのような内部統制を行っているのかという視点で経営者が「説明」し、それが実行されているか「検証」することが重要である。(ファンドマネージャー)

(出所) 研究会・ヒアリングでのコメントより

④ 企業価値を向上させる知的資産の「先行投資」を行っているか

長期的な視点を持った企業評価者は、企業の研究開発や人材等の知的資産への先行投資、選択と集中を始めとするビジネスモデルの変革など、中長期的に企業価値を高める取り組みも評価している。

この際、企業の業種や製品・サービスの特性によって異なるビジネスサイクルの期間に十分留意して評価を行うことが重要である。なぜなら、先行投資が利益等の企業価値に反映されるまでには、ビジネスサイクルの期間に応じた時間差(タイムラグ)が存在するからである。さらに、先行投資を行った直後はキャッシュフローの水準が下がるため、短期的な財務情報だけを見てみると価値を見誤る可能性もある。たとえば医薬品業界では、研究開発投資の成果が実

現するまで比較的長期の投資が求められるため、本業界を担当する企業評価者は長期的な視点での価値評価が求められている。

企業評価者はこのようなビジネスサイクルに沿って先行投資を評価するが、さらに過去の先行投資が成果を挙げているか、業績不振であれば撤退等の手立てを講じているかを評価する。また、これらの先行投資が企業の経営方針やビジョンと整合的かどうかを確認する必要がある。

企業側としては、過去から現在の先行投資が、経営方針やビジョンと整合的であり、かつ、どのように将来価値に結びついていくのかという点を明確に説明することが重要であろう。実際に、企業評価者へのアンケート調査では、知的資産経営に関する情報開示において重視される開示特性として、「企業価値への結びつき」が10項目中トップであり、企業評価者からのニーズも強い。また、企業評価者が先行投資を評価できるように「ビジネスサイクルの期間」や「経営計画期間」に関する情報の提供を行うことが重要である。

◆企業評価者の視点に関するコメント

- ▶ 企業価値の評価では1つの指標でも非常に違いが出る。例えばPERという当期利益をベースにした指標をとると、投資は減価償却費や研究開発費という費用項目になるので評価されない。しかし、例えば自動車業界では、設備投資や研究開発投資をして将来の付加価値を生んでいくビジネスモデルであり、「投資」が価値を生む上で非常に重要である。短期的な業績が高いのはもちろん良いのだが、長期的な視点に立った投資を行っているかどうか（例えば長期の研究開発費データを参照する等）を同時に見定めなければならない。（セルサイドアナリスト）
- ▶ 企業おける先行投資コストが数年後に価値となって顕在化し、さらなる先行投資につながるというループになっている。例えば過去10年間における主要な先行投資コストを分析すればよい。主要会社の先行投資コストを分析すれば、それがうまくいったケース、うまくいかなかったケースが歴然と分かる（セルサイドアナリスト）。
- ▶ 格付け機関では、まず債権の返済原資となるキャッシュフローを重視する。ただし、設備投資や研究開発など長期的な先行投資を行っている企業はキャッシュフローが少なくなるため、その投資の効果も含めて総合的に判断して格付けを評価する。（格付け機関アナリスト）
- ▶ ビジネスモデルを変えるためには企業によって様々な「滞留期間」があり、数年後にテイクオフするというイメージである。企業が知的資産を活用して、それがテイクオフして顕在化するまでのリードタイムと、一般の企業評価者が実際に評価する時間軸にはギャップがある。（ファンドマネージャー）
- ▶ 例えば「医薬品」業界の場合、10数年前の研究開発投資の成果が今挙がってくる可能性がある。中期計画の中でも明示できないくらい長く、その長期投資を企業評価者は評価しなければならない。逆に企業側は、長期の研究開発投資に対する投資効率を示す必要があるだろう。（IR研究者）

（出所）研究会・ヒアリングでのコメントより

⑤ 同業他社と比較して差別化された強みを提示しているか

特定の業界を担当する企業評価者の場合、企業の絶対価値の分析はもとより、市場における企業の相対価値の分析を重視する。すなわち、市場においてどのような「強み」があり、差別化された固有の知的資産とは何か、といった点を重視するため、知的資産経営に関する企業間比較を行う。

ただし、単純な財務数値や共通指標の比較に陥るのではなく、企業のバリューチェーンやストーリーを踏まえた定性的な強みの比較を行うことが重要である。

知的資産は企業に固有のもの、差別化された価値の源泉を意味しているが、企業が知的資産経営を開示する場合は、知的資産単体を共通指標によって比較することは困難であるため、固有の強み（知的資産）を利活用した差別的経営戦略を打ち立てることで他社との「違い」を際立たせ、企業評価者に対して競合他社にはない自社の強みを分かりやすく開示できるかが問われる。

◆企業評価者の視点に関するコメント

- ▶技術やノウハウに関する情報は開示したくないという気持ちもわかるが、自社の技術のどこが優れていて、他社がなぜ追いつけないのかということが、企業評価者が常に問題意識としてある。例えば「特許を取っているから他社は踏み込めない」というようなストーリーを示してくれると一番わかりやすい。(セルサイドアナリスト)
- ▶同じ業界の企業でもその経営方針や製品・サービスにかなり違いがあり、その「違い」を確認することは重要である。従来型の財務情報を使用して企業間比較を行う場合には、企業評価者は単純に数字の横比較を行うように分析しているので、知的資産経営を分析することに慣れていないことも考えられる。企業は「違いを際立たせる」ということに重点を置いて開示する必要がある。(IR研究者)

(出所) 研究会・ヒアリングでのコメントより

⑥ 経年変化の分析を通じて中長期的なストーリーが描けるか

企業評価者は、他社との比較分析だけでなく、時系列での評価対象企業の知的資産経営の分析を行う。

たとえば過去数年間分のアニュアルレポートを分析し、経営者のメッセージや経営方針の変化、コミットメントの達成状況を詳細に確認している。

こうした時系列分析によって、企業評価者は評価対象企業の中長期に渡る価値創造のストーリーを分析しているのである。

情報を開示する企業側は、企業評価者が知的資産への投資とその成果を時系列で把握できるよう、まずは知的資産経営に関する情報開示を「継続的に」行うことが肝要である。その上で、自社の知的資産経営にどのような変化があったのか、企業評価者が分かるように説明していく必要がある。

◆企業評価者の視点に関するコメント

- ▶ 経営は、成果が出るまでに3～5年程度かかるため、トップが発するメッセージや経営目標については、その経営計画のタイムスケジュールに合わせて評価する必要がある。（ファンドマネージャー）
- ▶ アニュアルレポートなどは毎年同じような情報が重複している部分もあるので、「去年と比較してどのような変化があったのか」という点を強調してほしい。（セルサイドアナリスト）
- ▶ 知的資産経営の情報開示は、2年目以降の開示情報の質の確保が課題である。情報開示をシリーズ化して、長期的にみてストーリーが描けているとアナリストは評価しやすくなる。（セルサイドアナリスト）
- ▶ アナリストで、ある程度深く分析している者にとっては、価値の源泉に関してすでに十分に理解しているかもしれない。つまり、ベテランのアナリストにとってみれば既知のことである。しかしながら、この取り組みを継続して積み重ねることがさらに深い分析につながっていくだろう。（IR研究者）

（出所）研究会・ヒアリングでのコメントより

⑦「利益の源泉」が確認できるか

企業評価者が価値分析を行う際の主な関心は、「なぜ利益が出ているのか」という利益の源泉（バリュードライバー）に関する情報である。具体的には、どのようなセグメントや製品・サービスにおいてどのように利益が上がっているのかを、例えば決算説明会の説明資料として提示される利益の増減要因分析等を過去数期に遡って観察することで利益の源泉を掴み、過去から現在、現在から未来への価値創造のストーリーを理解する。

また、これが企業評価者にとって定性的な非財務情報（強み）と財務情報（利益）とを結びつけるための手がかりとなる。

実際にアンケート調査でも、知的資産経営に関する情報開示における望ましいIR特性としてトップに挙げたのが「企業価値への結びつき」である。企業評価者は現在あるいは将来の利益に、定性的な知的資産がどのような影響を及ぼすのかをみる。

当然ながら、企業の利益は経済政策や資源価格などの短期的なマクロ経済動向によっても左右されるが、企業としては知的資産経営報告において可能な限り利益の源泉を明らかにする継続的な努力が求められる。

◆企業評価者の視点に関するコメント

- ▶ アナリストが知的資産経営報告書で知りたいのは「なぜ儲かっているのか、そしてなぜ将来儲かるか」ということ。そのストーリーを知りたいため、知的資産経営報告書のような情報開示媒体を読むのである。また、客観性・信憑性を担保するために、利益の源泉（知的資産）に関する詳細な説明や図解、

データなどの情報開示も重要である。(セルサイドアナリスト)

- ▶セグメント別、主要品目別に期間損益データを整理することは、会社の実態を把握する上で非常に重要である。我が国のIRの成果として挙げて良いのは、このような期間損益のブレイクダウン情報がしっかりと開示されていることである。ただし、本当に知りたい将来性についての情報を提供するためには、ブレイクダウン情報がどのように価値創造につながるのかという非財務情報と整合性を持った説明が求められる。(IR研究者)

(出所) 研究会・ヒアリングでのコメントより

⑧ 読み手を意識して分かりやすく簡潔に開示されているか

先駆的な企業評価者は知的資産経営に関する情報の「読み手」として、知的資産や価値創造のストーリーが、(形式的な書きぶりや表現に陥らず) いかにかんまりやすく、かつ、簡潔に情報が開示されているか、といった点を評価する。

企業評価者が1社あたりの企業価値を分析する時間も限られているため、単に網羅的な情報が開示されているのではなく、必要な情報に焦点を当ててシンプルにまとめられ、かつ、企業に固有の知的資産に関してかんまりやすい形で開示されているものが望ましい。

また、図表やグラフ、読みやすいページレイアウト、文字のフォント・色等、開示媒体での視覚的な創意工夫・オリジナリティも、読みやすさに直結することに留意が必要である。

企業はこうした点を踏まえて、アナリストや投資家などの様々な「読み手」を意識して、自社の知的資産をかんまりやすく、簡潔に示すよう努める必要がある。

◆企業評価者の視点に関するコメント

- ▶アナリストレポートのように、「読み手」を意識して、かんまりやすく書いてほしい。定性的な知的資産経営の情報は、表現等の技巧ではなく、知的資産の生成にいたる歴史をかんまりやすく説明すると企業評価者にとってなじみやすくなる。(セルサイドアナリスト)
- ▶アニュアルレポートのように知的資産経営を開示する媒体は、読み手であるステークホルダーにとって、かんまりやすく、読んでいて興味を誘引するものでなければならない。そのためには字の大きさから図表の活用など、細部までこだわる必要がある。たとえばある鉄道会社のアニュアルレポートでは、駅の再開発の経緯について物語風におもしろく読ませる内容であった。(ファンドマネージャー)
- ▶企業評価者が求める「かんまりやすさ」とは情報がシンプルにまとまっていることで、特に大企業では往々にして社内の様々な意見をとりいれて開示情報が冗長・膨大になってしまう傾向がある。(IR担当者)
- ▶アニュアルレポートに知的資産経営報告を盛り込んでいくと、分量がどんどん肥大化するおそれがある。その際の工夫として、データや定量指標などの

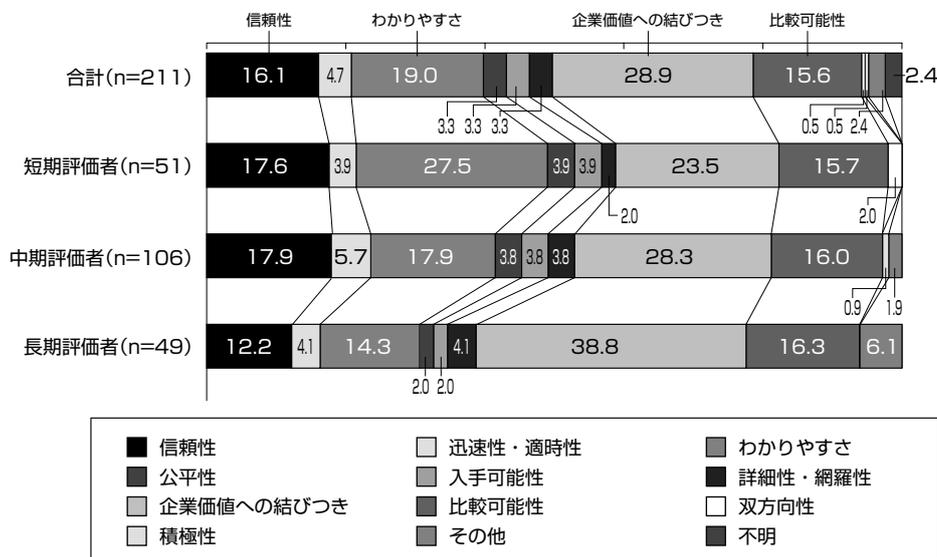
ファクトを「別冊」にするなどの創意工夫も考えられる。知的資産経営報告で全体を鳥瞰し、詳細については、他の報告書（CSR報告書、財務情報等）にリンケージさせる形で説明すると、企業評価者にとっても大変助かる。（I R研究者）

（出所）研究会・ヒアリングでのコメントより

（参考）中長期の視点を持つ企業評価者が重視するI R特性 ……………

中長期の視点を持った企業評価者は、どのようなI R活動を望んでいるのだろうか。下記の図表は、今回のアンケート調査結果から、評価のспан別（短期、中期、長期）にI R特性ニーズをみたものである。これをみると、中長期的な視点を持つ評価者ほど、「企業価値への結びつき」や「比較可能性」を重視している。企業が中長期の視点を持つ企業評価者にアピールするためには、知的資産経営が将来どのように企業価値へ結びつき（企業価値への結びつき）、他社とどのように差別化されるか（比較可能性）、という点に答える必要がある。

図表4-2 評価span別にみる知的資産経営の情報開示における望ましいI R特性（単一回答）



（出所）経済産業省「知的資産経営報告の視点に関するアンケート調査」（2006年）

4-2 各論的ポイント

(1) 自社における知的資産の分析について

2005年10月に経済産業省から公表された「知的資産経営の開示ガイドライン」では、では、自社の知的資産を分析する際の切り口として以下の7つの視点を提示している。

図表4-3 知的資産経営の開示ガイドラインにおける7つの視点

① 経営スタンス／リーダーシップ

経営スタンス・目標の共有、浸透の度合。

② 選択と集中

製品・サービス、技術、顧客・市場等の選択と集中の状況。選択と集中はビジネス類型により特徴が左右される為、ビジネス類型についての説明（ビジネスモデルの基本的な構造やB to B、B to C の売上構成の数字を含む）がその前提として行われることが望ましい。

③ 対外交渉力／リレーションシップ

川上、川下など対外的な関係者「販売先、顧客、仕入先、資金調達」に対する交渉力、関係性の強さ。

④ 知識の創造／イノベーション／スピード

新しい価値創造の能力効率、事業経営のスピード。

⑤ チームワーク・組織知

組織（総合）力、個々の能力等の組織としての結合状況。

⑥ リスク管理／ガバナンス

リスクの認識・評価対応、管理、公表、ガバナンスの状況。

⑦ 社会との共生

地域・社会等への貢献等の状況。

（出所）経済産業省「産業構造審議会新成長政策部会経営・知的資産小委員会 中間報告書」（2005年）

知的資産経営の開示ガイドラインに示された7つの視点について、本調査のアンケートにて、それぞれ重視しているかどうかを聞いたところ、すべての項目で「重視している」が「重視していない」を上回る結果となり、評価者は概ねガイドラインの視点に沿いながら知的資産経営を評価している（もしくは今後評価を行う）ことが明らかになった。

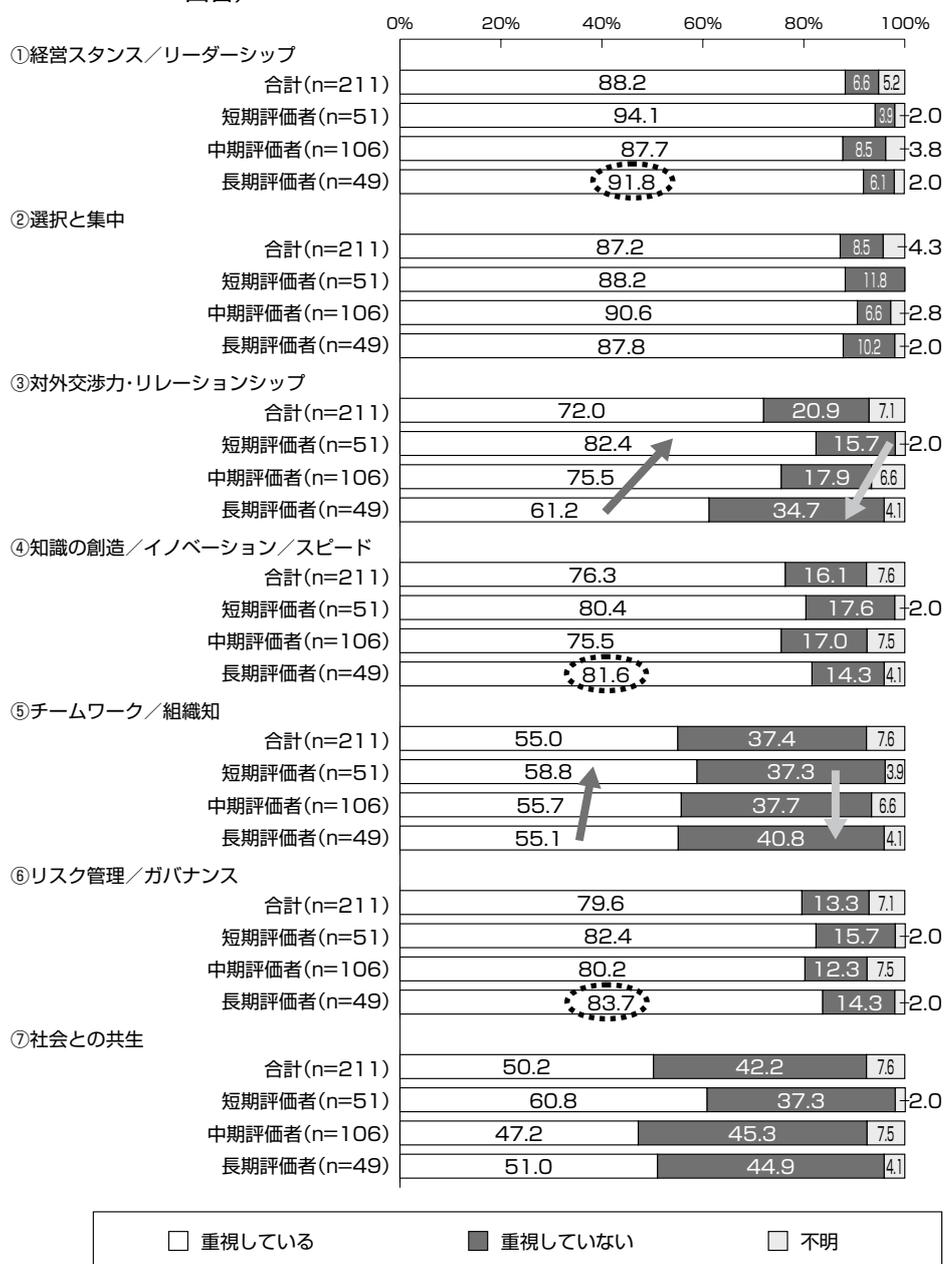
ただし、7つの視点の中でもとくに重視されているものと、それほど重視されていないもの間には差異が認められた。

たとえば全体の7割以上が「重視している」と回答した視点は、順に「経営スタンス／リーダーシップ」（88.2%）「選択と集中」（87.2%）「リスク管理／ガバナンス」（79.6%）「知識の創造／イノベーション／スピード」（76.3%）「対外交渉力・リレーションシップ」（72.0%）の5つで、経営スタンスや選択と集中などの企業の「事業面」の視点が上位に挙げられた。

逆に「重視している」回答者が5割前後で分かれた視点は、「チームワーク／組織知」(55.0%)「社会との共生」(50.2%)であった。

企業評価者の評価スパン別にみると、長期的な視点を持つ企業評価者がとくに重要視しているのは、「経営スタンス／リーダーシップ」「知識の創造／イノベーション／スピード」「リスク管理／ガバナンス」である。

図表4-4 評価スパン別にみる知的資産経営の情報開示における重視する視点(単一回答)



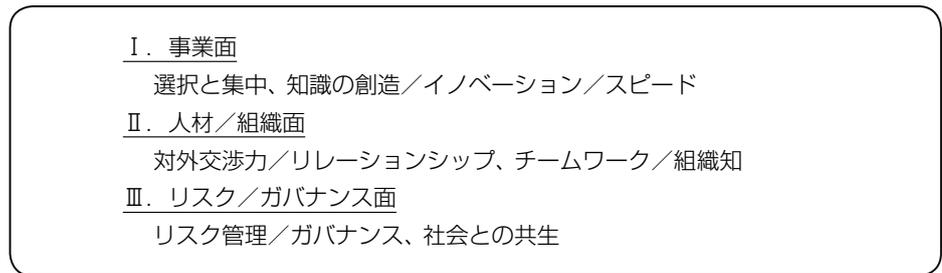
□ 重視している ■ 重視していない □ 不明

(出所) 経済産業省「知的資産経営報告の視点に関するアンケート調査」(2006年)

(注) 図表の矢印は、属性が変化するにつれて、回答の占める割合が増えることを意味する。また、図表の点線の丸囲いは、回答者合計と比べて特に差が顕著な箇所を意味する。

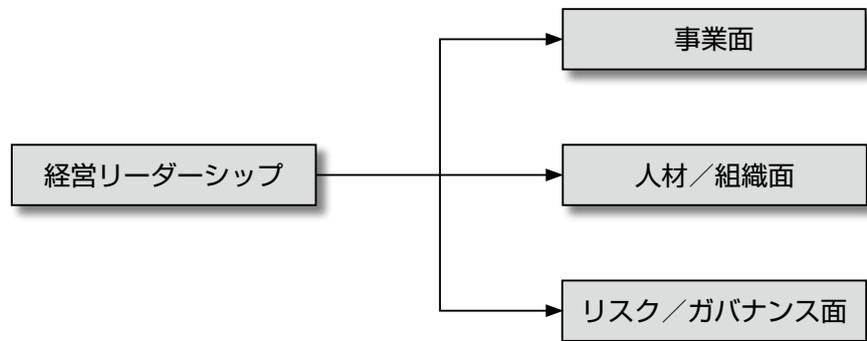
この視点は、本調査での議論、企業評価者に対するヒアリング調査結果を踏まえると、分析評価の視点としても有効であると考えられる。更に、この7つに視点は以下の3つに再分類できる。

図表4-5 7つの視点の再分類



重要なことは、I.～III.の視点はいずれも、経営理念・目標をきちんと社内に浸透させ、適切な舵を取る“経営スタンス／リーダーシップ”の要素が不可欠ということである。

図表4-6 視点のイメージ図



(2) 各論

知的資産経営に関連する事項として、これまで例えば以下のような点が議論され、官民を挙げて取り組みが展開されてきている。知的資産経営の分析評価を行う際には、先述した7つの視点または3つの再分類（事業面、人材・組織面、リスク・ガバナンス面）に関連して議論され構築されてきている哲学や分析評価手法も参考になると考えられる。

① 研究開発・知的財産戦略について（＝事業面）

企業において注力されているイノベーションの方向性は個々の企業毎に異なることから、イノベーションの分析を行う際には、当該企業における研究開発等の取り組みについて重点的に分析することになる。

一般的に、新たな市場を創出する原動力としては、大きく分けて、技術の高度化、サービス内容の高度化などに代表される商品（その製造方法や調達方法を含む）の高度化と、海外展開やEコマースなどこれまで着目されていなかった市場への着目（新たな販売や提供方法を含む）への着目の2つが考えられる。もちろんこれらが連動して行われることも多い。

製造業分野においては、我が国の上場企業が置かれている国際的な競争環境を前提にして、技術の高度化によって他社との差別化を図っていこうとする企業が多数ある。その際、知的資産の中でも形式知化され、かつ法的保護を受けた知的財産は重要な原動力になるものであり、企業において知的財産の創造・保護・活用のサイクルを中心とした研究開発・知的財産戦略が的確に遂行されることが必要である。

◆企業評価者の視点に関するコメント

- ▶企業がどのような基本技術をどのように活かして、他社と差別化していくかという戦略を強調して開示してもらえるとわかりやすい。他社と一緒にことをやっても、あまり意味がない。(セルサイドアナリスト)
- ▶技術やノウハウに関する情報を出したくないという気持ちもわかるのだが、具体的に自社の技術のどこが優れている、他社がなぜ追いつけないのかということが、企業評価者が常に問題意識としてある。例えば「特許を取っているから他社は踏み込めない」というようなストーリーを示してくれると一番わかりやすい。(セルサイドアナリスト)
- ▶例えば、日本の「ものづくり」について弱体化するという考えがあるが、やはり「擦り合わせ技術」とか「匠の技術」という強みが日本にはある。最近では大手メーカーも日本で何十年ぶりかで工場を建設するなどの、国内帰りの動きも始まった。「知的資産」というと、すぐにブランドや特許などがテーマになりがちだが、製造業ではむしろこのような「強み=知的資産」をデイスクローズするとよい。(ファンドマネージャー)

(出所) 研究会・ヒアリングでのコメントより

② 人材・組織面について

知的資産経営の重要性の高まりとともに、人材の質やその活かし方が極めて重要になってきている。例えて言えば、人件費すなわち費用としてみる見方から、知見を蓄積した資産としてみる見方へ、更には経営そのものをコントロールする資本としてみる見方へ転換してきている。

人材・組織に関する近年の我が国上場企業における取り組みは、成果主義の導入に代表されるように、ミッション設定と業績評価の手法を通じて社員のインセンティブを高めていくことを目指している。またその際には、適切な研修等を通じて人材育成を図っていくことが重要とされている。

知的資産経営との関係では、このような全体的なインセンティブ向上と人材

育成に加えて、差別化や強みの蓄積などの経営方針の各要素に沿った人材・組織体制の構築が重要である。

具体的には、例えば研究開発に強みを発揮する企業においては、研究分野に応じた研究人材の確保や研究者ならではのインセンティブの付与、営業に強みを発揮する企業においては、現場の体制に応じた正社員と非正社員の制度といった点が、分析評価の対象となる。

◆企業評価者の視点に関するコメント

- ▶一般的な人材育成や組織の良さを説明すると膨大な情報量になってしまうので、具体的な時宜に適ったテーマを定めて開示すると、非常にわかりやすい。例えば、内部統制の本格化に伴って経営部門の人材育成をどのようにするか、といったような説明があるとよい。(IR研究者)
- ▶グローバル展開しているある企業では、外国人にも製造現場の作業を理解させるために、経営方針や専門用語、ビジュアルマニュアル等をわかりやすく研修しているという。また、工場の研修センターを設立した際に、投資家向けの見学会が開催されたが、非常に役に立った。(セルサイドアナリスト)
- ▶企業の経営方針を経営者が説明し、さらにそれを従業員にまで周知・普及していることが重要である。ある企業では、社員の行動基準を示したカードを社内に配布して、現場に周知・普及しているという。(IR研究者)
- ▶経営層だけでなく、中堅クラス以下の社員も、同じビジョンを共有し、発信していることが重要である。(バイサイドアナリスト)

(出所) 研究会・ヒアリングでのコメントより

③ ガバナンス・リスクマネジメントについて

企業評価者、とりわけ株主や投資家にとってコーポレート・ガバナンスへの評価は、株主に対する説明責任をいかに果たしているか、といった点に主眼がおかれている。企業が採用しているガバナンス体制（委員会等設置もしくは監査役制度なのか等）がどのような理由で企業価値の向上に結びつくのか、といった点を具体的に、分かりやすく開示できているかどうかを見極めている。また、経営トップによるコミットメント（公約）が果たされているかどうか企業自身が確認・検証することも、企業評価者からの信頼を得るためのポイントである。

また、2006年5月に施行された新会社法は、企業に内部統制システム（コンプライアンスやリスク管理等）の構築を求めている。今後は、情報開示の信頼性を支えるこうした企業内の体制のあり方が重視され、企業の経営トップがこれを評価・報告することが必要となる。

マクロ・ミクロの視点から検討しなければ、自社を取り巻くリスクは的確に把握できない。また、業種業態等により企業ごとにリスクは異なるため、それぞれのリスクが経営に対する影響を対策とともに開示することが重要である。

その結果、経営に対する透明性が高まるだけでなく、再発防止策に対する理

解が得られれば、ステークホルダーの信頼が確保できると考えられる⁸。

ブランド力、人材力、知的財産など知的資産に基づいた企業の将来性が資本市場で評価されている場合、不祥事などの信用失墜行為は、株価の急激な下落をもたらす可能性が高いため、特に留意してコンプライアンス・リスク管理に取り組む必要がある。

◆企業評価者の視点に関するコメント

- ▶財務情報でない「強み」を開示していくときに、「アカウンタビリティ」を確保して投資家からの信頼を得ていくというプロセスが求められる。例えば「コーポレート・ガバナンス」については、どうしても社外取締役の存在などの形式的な議論になりがちだが、それより株主に対してリターンを返すためにどのような経営を行っているのかという視点で経営者が「説明」し、それが実行されているか「検証」することが重要である。
- ▶買収防衛策も同様に株主の立場に配慮した防止策の導入もしくは活動を説明することで、株主と企業経営者との信頼関係が築かれていき、これを数年にわたり続けていくことによって、「この経営者は以前にコミットしたように株主のために経営を行ってきたのだ」と信用することができる。(ファンドマネージャー)
- ▶コンプライアンスやCSRに取り組んでいると「建前」としてレポートに書いているケースもある。経営が本当の意味で法令遵守に取り組んでおり、しかもそれを社員全員に周知徹底し、また同時にそれをチェックする体制があるかどうか重要である。(ファンドマネージャー)
- ▶社会との共生やCSR等については、今や「できて当たり前」という時代である。これらを怠ると、企業不祥事のリスクが高まり、長期的には株主価値を損ねかねない。(バイサイドアナリスト)

(出所) 研究会・ヒアリングでのコメントより

⁸ 内部統制とリスク管理に関する開示の枠組みの詳細については、「コーポレートガバナンス及びリスク管理・内部統制に関する開示・評価の枠組みについて－構築及び開示のための指針－」(2005年 企業行動の開示・評価に関する研究会)を参照していただきたい。

4-3 優秀な開示の事例

前節までは、中長期的な企業評価を行っているアナリストやファンドマネージャーがどのような視点で知的資産経営報告を評価しているか、という点を整理した。本節では、この視点に沿った形で、優秀な開示を行っている企業の事例を分析することとする。知的資産経営に関する情報開示に取り組もうとしている企業は、自社の規模・業態や経営環境を踏まえつつ、これらの先進事例の開示を参考にすると効果的であろう。

図表4-7 優秀な開示事例目次

(1) テルモ株式会社（精密機器）	42
(2) 帝人株式会社（繊維製品）	42
(3) トヨタ自動車（輸送用機器）	44
(4) 三菱商事株式会社（総合商社）	45
(5) 堀場製作所（電気機器）	46
(6) 株式会社ベネッセコーポレーション（サービス業）	47
(7) オムロン株式会社（電気機器）	48
(8) 花王株式会社（化学）	49
(9) 第一三共株式会社（医薬品）	50
(10) キリンビール株式会社（食料品）	51
(11) 株式会社商船三井（海運業）	52
(12) オリックス株式会社（その他金融業）	53

（参考）知的資産経営に関する開示状況

企業評価者は、企業からの知的資産経営に関する開示状況についてどのように捉えているのだろうか。今回のアンケート調査では、企業評価者が「重視している」と回答した視点について、企業からの開示状況を5段階にポイント化して集計した。ポイントが高ければ開示状況が良く、低ければ開示状況が悪いといえる。

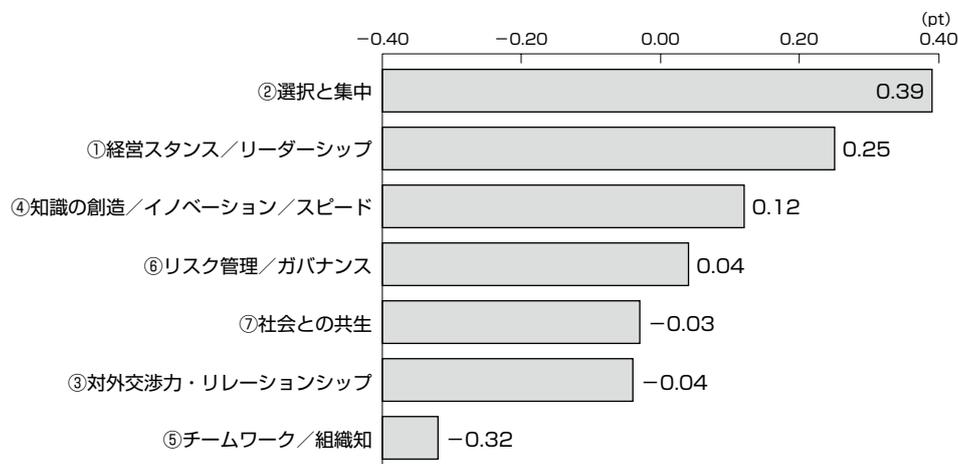
ポイントがプラスになった相対的に優秀な開示の視点は、順に「選択と集中」(0.39pt)「経営スタンス／リーダーシップ」(0.25pt)「知識の創造／イノベーション／スピード」(0.12pt)「リスク管理／ガバナンス」(0.04pt)で、先に述べた「重視する視点」と同様に事業面に関する項目が上位に挙げられた。すなわち、評価者が重視する視点は企業の情報開示も優れている、という状況が概ね確認できた。

ただし、研究会、ヒアリング調査では、本アンケート結果で重視していないという項目も重視しているという声が聞かれたことから、企業評価者が「重視していない」と回答した項目は、企業が情報開示を行っていないために、重視

しようにも重視できないという可能性もあることに留意する必要がある。

逆にポイントがマイナスになったのは、「社会との共生」(-0.03pt)「対外交渉力・リレーションシップ」(-0.04pt)「チームワーク／組織知」(-0.32pt)の3つである。この中で、とりわけ「対外交渉力・リレーションシップ」は、評価者から比較的重視されている(7割以上が重視している)にもかかわらず、企業からの情報開示が優れていない視点である。企業が評価者の期待に応えていくためには、この視点の情報開示を充実させることが有効だと考えられる。

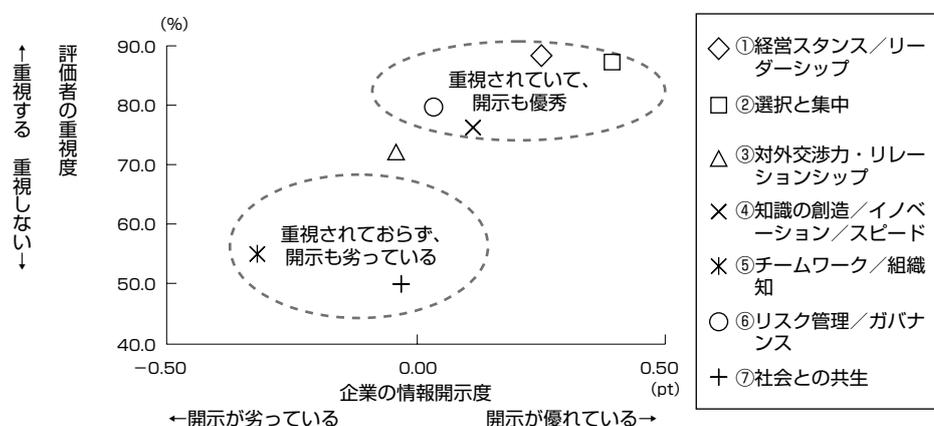
図表4-8 重視する視点の開示状況(単一回答)



(出所) 経済産業省「知的資産経営報告の視点に関するアンケート調査」(2006年)

(注) 開示状況の集計では、「とても劣っている」を-2ポイント、「劣っている」を-1ポイント、「どちらともいえない」を0ポイント、「優れている」を1ポイント、「とても優れている」を2ポイントとして、7つの視点ごとに加重平均を算出して、ポイント化した。0ポイントを基準(どちらともいえない)として、ポイントが高ければ開示状況が良く、低ければ開示状況が悪いといえる。

図表4-9 評価者の重視度と企業の開示状況のギャップ



(出所) 経済産業省「知的資産経営報告の視点に関するアンケート調査」(2006年)

(1) テルモ株式会社（精密機器）

～コンパクトに情報を整理～

アニュアルレポートの4ページ分を知的資産の報告に割り、非常にコンパクトに内容がまとめられており、読みやすい。セグメント情報も分かりやすく、専門的な技術内容も読めば流れがみえてくるようになっている。アナリストレポートに似ており、読み手を意識して、エッセンスを抽出している。

～時系列を踏まえたストーリーを重視～

自社の強みを時系列、因果関係を踏まえ記載している。読者となる多忙なアナリストが理解し易いよう、網羅的にすべてを書き尽くすのではなく、「昔のこんな技術の土台があるから現在のこんな技術やビジネスが成立している」といった具合に、技術や事業展開について順を追って説明している。

アニュアルレポートの知的資産経営報告



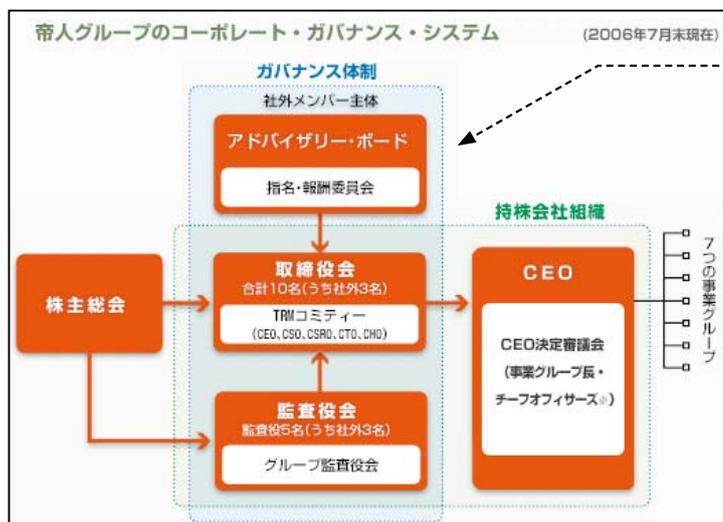
(出所) テルモ株式会社「アニュアルレポート2006 特集：テルモの知的資産」
http://www.terumo.co.jp/ir/financial/annual/2006_j/07_j.pdf

(2) 帝人株式会社（繊維製品）

～コーポレート・ガバナンスの実効性を強調～

帝人のコーポレート・ガバナンスは、その方針を明示し、実効性にも留意されたものとなっている。たとえばアドバイザー・ボード（国内外の有識者による経営全般への助言・提言を行う諮問機関）の設置、取締役の削減など、先駆的な経営革新を推進してきている。

コーポレート・ガバナンスの体制



ポイント：株主価値の増大を図るために、コーポレート・ガバナンスを強化。常に最適な仕組みを構築している。

(出所) 帝人株式会社ホームページより

http://www.teijin.co.jp/japanese/about/about04_01.html

～投資家との双方向のコミュニケーション～

株主通信にアンケートを付けるなどして、投資家に対するマーケティングを実践。その結果をさらに株主通信にて報告して、双方向のコミュニケーションを図っている。

株主通信でのアンケート報告

「株主アンケート」の結果ご報告

株主の皆様との双方向のコミュニケーションを図るために、第140期中間事業報告書(株主通信)で第3回目のアンケートを実施させていただきましたところ、2,300名の株主の方から貴重なご意見・ご感想を頂きました。皆様のご協力に感謝するとともに、厚くお礼申し上げます。

頂いたアンケートを分類いたしますと、地域別では関東35%、関西が30%、その他が35%と、前回、前々回のアンケート結果と比べてほぼ同じ傾向で、年齢別で見ても、前回、前々回同様50才以上の方が80%以上を占めました。男女別では、女性の方の比率が前回よりも少し上昇し、30%に近づきました。

ポイント：アンケート結果を株主にフィードバックしている。

(出所) 帝人株式会社「株主通信(第140期事業報告書)」

http://www.teijin.co.jp/japanese/ir/doc/report/fr_140annual.pdf

～セグメント情報の充実～

投資家ニーズに即して、セグメント情報、業績見通し情報を継続的に開示している。同社の場合は、比較的早い時期からセグメント情報を開示している。原料価格の高騰の影響など、経営環境の変化についても随時言及している。

(5) 堀場製作所（電気機器）

～「見えない資産」を重点的に解説～

アニュアルレポートの中で、ブランド・人財・技術力などの「見えない資産」の価値向上を重点施策の1つに位置づけ、7ページに渡って紹介している。企業文化やブランド価値の向上、グローバル人財の育成、技術力の強化、CSR・環境配慮などに分類している。

「見えない資産」の価値向上を重点施策に位置づける

● ポイント：アニュアルレポートにおいて「見えない資産」を重点的に解説

● ポイント：グローバル人財の育成についても「海外研修制度」を紹介

(出所) 株式会社堀場製作所「アニュアルレポート2006」（2006年7月）
<http://www.jp.horiba.com/ir/pdf/ar2006.pdf>

(6) 株式会社ベネッセコーポレーション（サービス業）

～中長期的なビジョンとコーポレート・ガバナンスの提示～

決算説明会で「2010年に向けて」と題して、中長期的な取り組みを示した。自社の調査研究などのデータにより「2010年の日本の教育の目指すべき姿」を描き、それに基づいた新しい事業展開を示した。

コーポレート・ガバナンスについては、アニュアルレポートにおいて社外監査役、社外取締役から見た企業経営に関するコメントを掲載している。

中長期の教育のビジョンと事業の方向性を提示



(出所) 株式会社ベネッセコーポレーション「2006年3月期決算説明会資料」
http://www.benesse.co.jp/IR/japanese/library/pdf04/fy2006_3_3.pdf

社外監査役、社外取締役のコメント



ポイント：「日本の教育の目指すべき姿」を描き、それに基づいた新しい事業展開を提示

ポイント：アニュアルレポートでは社外監査役、社外取締役のコメントを掲載

(出所) 株式会社ベネッセコーポレーション「Annual Report 2006」（2006年7月）
<http://www.benesse.co.jp/IR/japanese/library/pdf02/ar2006.pdf>

女性の活躍支援

女性管理職比率の推移(1995~2006年度)



ポイント：管理職や役員への女性登用を積極的に行っており、企業としての特徴が出ている。

(出所) 株式会社ベネッセコーポレーション「社会的責任ホームページより」
<http://www.benesse.co.jp/IR/japanese/csr/idea/index3.html#3>

(7) オムロン株式会社(電気機器)

～知的財産戦略の方向性と裏づけとなるデータの開示～

アニュアルレポートにおいてコーポレート・ガバナンスやCSRのほか、知的財産戦略に関する開示が充実している。知的財産戦略や研究開発の方向性を明確に示すとともに、それを裏付ける特許の出願・登録件数や研究開発費、売上高研究開発比率、研究開発員数の数値を過去4年間に遡って事業別に開示している。

知的財産戦略の方向性とデータの開示

知的財産戦略

当社に特許ポートフォリオを蓄積し、競争的イノベーションを実現することを目指す。特許ポートフォリオは、競争的イノベーションの推進力、収益性、持続性を支える重要な経営資源の一つである。

知的財産戦略の方向性

当社グループでは、特許、ノウハウ、商標等の知的財産を積極的に活用し、競争的イノベーションを推進することにより、企業価値を最大化を図ります。

知的財産戦略の推進体制

当社グループは、2006年12月に、中国・上海市に研究開発法人(上海センシングシステム)と知的財産管理会社(上海知産)を設立する予定です。知的財産管理会社は、知的財産の権利化・管理・運用を担い、特許の権利化・管理・運用を推進する役割を担います。

ポイント：自社の知的財産戦略、研究開発の方向性を明確化

知的財産戦略

当社グループは、OEM/ODM/アフターサービス/製造業/流通業/建設業/サービス業/情報通信業/金融業/公共事業/社会福祉/環境・エネルギー/医療・福祉/教育・文化・スポーツ/その他に特許ポートフォリオを蓄積することにより、競争的イノベーションを実現することを目指しています。

知的財産戦略の推進体制

当社グループは、特許、ノウハウ、商標等の知的財産を積極的に活用し、競争的イノベーションを推進することにより、企業価値を最大化を図ります。

知的財産戦略の推進体制	年度	2005	2004	2003	2002
特許出願(件)	出願会社	1,599	1,216	1,170	1,141
	登録件数	705	676	589	643
特許保有	登録件数	4,526	4,426	4,154	4,060
研究開発費(億円)	全体	905	694	465	402
	機械	195	187	145	134
	EC/E	76	79	67	60
	AEC	67	64	52	40
	ESB	66	53	78	54
	HCB	34	27	27	25
	その他(建設業等)	160	106	88	89
売上高研究開発比率	比率	8.1%	8.1%	7.9%	7.0%
研究開発員数(人)	比率	1,581	1,384	1,594	1,378

ポイント：特許件数、研究開発費、売上高研究開発比率、研究開発員数のデータを過去4年間に遡って開示

(出所) オムロン株式会社「アニュアルレポート2006」(2006年7月)
<http://www.omron.co.jp/ir/irlib/pdfs/ar06j/ar2006.pdf>

(8) 花王株式会社（化学）

～研究開発への取り組みを分かりやすく開示～

研究開発に関するディスクロズでは、どのような比較優位を築こうとしているのか、詳細で分かりやすい説明がなされている。この内容を理解すれば、中長期的な視野で評価することが可能である。

研究開発に関するディスクロズ



ポイント：研究開発について、どのような理念で、どのような分野の開発を行っているのかを分かりやすく開示。中長期的な評価が可能

(出所) 花王株式会社「R&Dサイト」
<http://www.kao.co.jp/corp/rd/index.html>

(9) 第一三共株式会社 (医薬品)

～経営統合の効果や進捗状況を開示して株主とのコミュニケーションを図る～
 経営統合にあたり、経営トップによるIR活動と株主とのコミュニケーションが奏功した。第一三共株式会社の発足後も、適宜、営業部門の協力体制や研究・開発パイプラインの一元化などの経営統合の進捗状況について分かりやすく説明している。

経営統合の効果を説明



(出所) 第一三共株式会社「2006年3月期中間決算説明会資料」(2005年11月)
http://www.daiichisankyo.co.jp/4less/cgi-bin/cs4view_obj.php/d_ir_publication/366/051108-001j-irsub.pdf

経営統合の進捗状況について説明



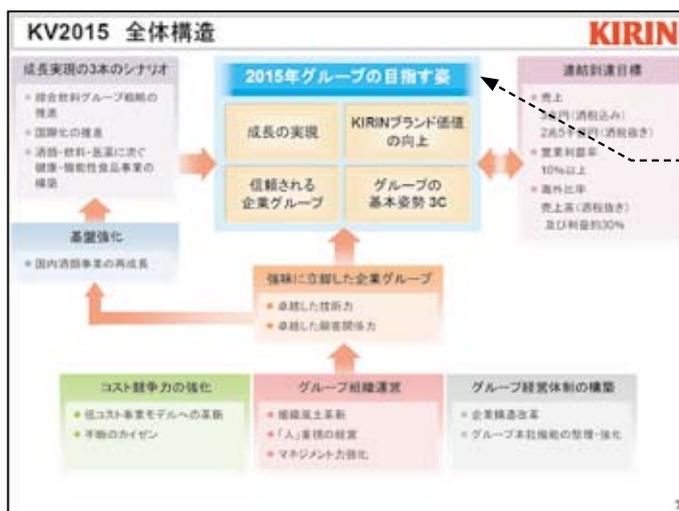
(出所) 第一三共株式会社「2006年3月期決算説明会資料」(2006年5月)
http://www.daiichisankyo.co.jp/4less/cgi-bin/cs4view_obj.php/d_ir_publication/360/060515-001j-irsub-v1.pdf

(10) キリンビール株式会社（食料品）

～長期の経営を提示。グループ会社間のシナジー効果を発揮～

2015年に向けた長期の経営構想「キリン・グループ・ビジョン2015」を策定した。純粋持株会社制を導入し、国内酒類事業、飲料事業、医薬事業などの各事業会社を並列に配し、成長戦略の推進に適した組織構造を構築。グループシナジーの拡大を実現させる。

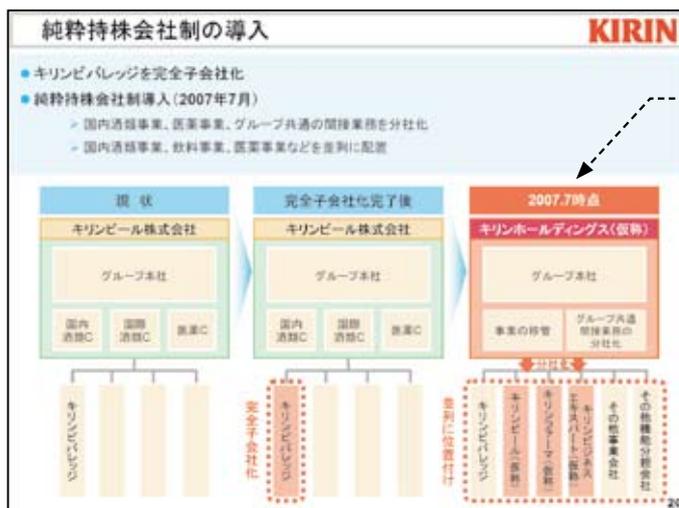
長期の経営構想



ポイント：2015年に向けたビジョン・目指す姿を提示

(出所) キリンビール株式会社「キリン・グループ・ビジョン2015」(2006年5月)
<http://www.kirin.co.jp/company/news/00/KV2015pj.pdf>

純粋持株会社制の導入



ポイント：純粋持株会社制の導入によりグループシナジーを拡大

(出所) キリンビール株式会社「キリン・グループ・ビジョン2015」(2006年5月)
<http://www.kirin.co.jp/company/news/00/KV2015pj.pdf>

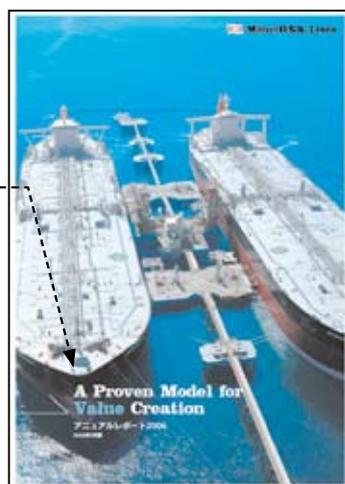
(11) 株式会社商船三井（海運業）

～キーワードを明確化～

アニュアルレポートの表紙にキーワード「A Proven Model for Value Creation」を明記、その意味について本体で十分に説明している。「商船三井 at a glance」として、セグメント別の業績を示しており、投資家にとって活用しやすい。

コーポレート・ガバナンスでは役員報酬を、リスク情報でも形式的にならず多岐に渡って内容を開示しているのが特徴である。

キーワードを表紙で提示



ポイント：表紙でキーワードを提示して印象付ける

分かりやすいセグメント情報



ポイント：セグメント別の業績・事業概要を一目で分かるように説明

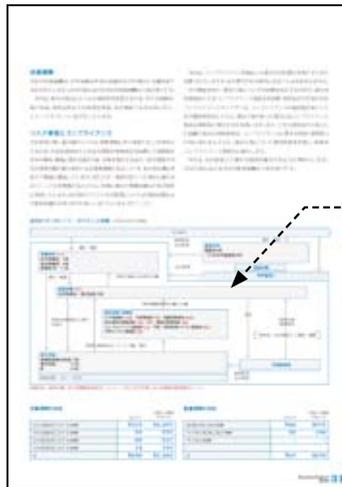
(出所) 株式会社商船三井「アニュアルレポート2006年版」(2006年8月)
<http://www.mol.co.jp/ir-j/zaimu/pdf/ar-j2006.pdf>

多岐に渡るリスク情報



ポイント：多岐に渡って将来のリスク情報を提示

役員報酬を明示



ポイント：コーポレート・ガバナンスでは役員報酬を明示

(出所) 株式会社商船三井「アニュアルレポート2006年版」(2006年8月)
<http://www.mol.co.jp/ir-j/zaimu/pdf/ar-j2006.pdf>

(12) オリックス株式会社（その他金融業）

～セグメント情報が充実～

年次報告書が丁寧に作られており、読み手の理解を助ける。ケーススタディでは、事業部門ごとの背景や現状、戦略、クロス展開が示されており、業界を教科書的に理解できる。収益や成長に関する財務データの説明を明記しているほか、リスク情報についても詳しい。

ケーススタディ（セグメント情報）



ポイント：詳細なセグメント情報

(出所) オリックス株式会社「年次報告書2005」
http://www.orix.co.jp/grp/ir_j/ir_pdf/2005ARJ.pdf