

# 商標権は企業価値を高めるのか

—海外実証研究が示す商標の経済的機能—

会員 鈴木 康介



## 要約

本稿は、商標権が企業価値にどのような経済的機能を果たしているのかについて、海外実証研究の体系的レビューを通じて整理する。従来の知的財産研究は特許や研究開発投資といった技術的無形資産に重点を置いてきたが、近年の研究は、商標が企業価値、市場評価、収益性、リスク、さらには資本コストや資本構造にまで影響を及ぼすことを示している。本稿では、OECD/EurostatのOslo Manual 2018に基づき、商標を市場において実装・使用されたイノベーションのアウトプット指標として位置づける理論的枠組みを整理した上で、商標が企業価値に寄与するメカニズムをシグナリング機能、リスク低減機能、リアルオプション機能、および特許・研究開発投資との補完関係の観点から統合的に検討する。以上の整理は、商標権を防御的権利にとどまらない戦略的無形資産として再評価する理論的基盤を提供する。

## 【コメントフィードバックを希望する点】

1. 日本における商標の経済的機能の実証可能性について本稿は主として米国を中心とする海外実証研究の知見を整理したが、使用主義国である米国の知見が、登録主義国である日本においてどの程度適用可能か。日本企業の商標戦略や日本市場の特性を踏まえた実証研究を行う際の課題や留意点について、ご意見を伺いたい。
2. 商標の質的評価指標の開発について商標の経済的価値は単なる件数ではなく、指定区分の範囲、使用実態、法的安定性などの質的側面に左右される。個別商標権ではなく、商標ポートフォリオの質を評価・可視化するために、どのような指標や手法が有効とお考えか、ご教示いただきたい。
3. 商標の経済的機能を企業や投資家に説明する際の実務的工夫について商標が企業価値に寄与するメカニズムを、企業経営層や投資家に対してどのように説明・提示することが効果的か。成功事例や課題について、皆様のご経験をお聞かせいただきたい。

## 目次

1. はじめに
2. イノベーション指標としての商標—Oslo Manualの視点から
  2. 1 Oslo Manualにおけるイノベーションの定義
  2. 2 商標とイノベーションの関係
  2. 3 商標データの利点と測定上の課題
3. 商標と収益性・成長性・リスク
  3. 1 商標と収益性・キャッシュフロー
  3. 2 商標とリスク低減
  3. 3 商標と資本構造
  3. 4 小括
4. 商標と企業価値・市場評価
  4. 1 ブランド価値と資本市場評価
  4. 2 商標ストックと市場評価
  4. 3 新規商標登録と株価反応
  4. 4 小括

5. スタートアップ・IPO・VC 評価における商標の役割
    5. 1 ベンチャーキャピタル評価と商標
    5. 2 IPO 評価と商標の指定区分の広がり
    5. 3 産業特性と商標のライフサイクル
    5. 4 小括
  6. 商標権の経済的機能—理論的整理とメカニズム
    6. 1 シグナリング機能
    6. 2 リスク低減機能
    6. 3 リアルオプション機能
    6. 4 特許・R&D との補完関係
    6. 5 小括
  7. ディスカッション—実証研究の総合的評価
    7. 1 一貫して確認される知見
    7. 2 文脈依存性と異質性
    7. 3 測定上の課題
    7. 4 残された研究課題と実務的含意
    7. 5 小括
  8. おわりに
- 

## 1. はじめに

近年、企業価値の決定要因として無形資産の重要性が急速に高まっている。研究開発（R&D）投資や特許といった技術的無形資産に関する実証研究は、企業価値や株式リターンとの関係を中心に数多く蓄積されてきた。一方で、企業が市場において構築・維持するブランドや顧客認知といったマーケティング関連の無形資産については、その経済的機能にもかかわらず、実証研究の蓄積は相対的に限定的であった。

この点において、商標権は重要な研究対象である。商標は、企業が提供する製品・サービスを識別し、品質や評判に関する情報を市場に伝達する役割を担う法的制度であり、ブランド形成の中核的要素を構成する。しかし、従来の知的財産研究においては、商標はしばしば「模倣防止のための防御的権利」として位置づけられ、企業価値との関係について体系的に検討されることは少なかった。

一方、近年の海外実証研究は、商標が単なる法的保護手段にとどまらず、企業価値や資本市場評価と密接に関連する経済的資産であることを示しつつある。ブランド価値や知覚品質といった非財務的指標が株価やリターンに反映されることを示した先駆的研究を起点として、商標の保有量、質、新規登録といった多様な側面が、市場評価、収益性、リスク、さらには資本コストや資本構造にまで影響を及ぼすことが明らかにされてきた。

特に注目すべきは、商標がイノベーション活動と資本市場を結びつける媒介変数として機能する点である。技術的成果を示す特許がイノベーションの上流工程を捉える指標であるのに対し、商標は製品・サービスが市場に導入され、実際に利用・認知される段階と強く結びついている。この観点は、イノベーションを「実装され、使用されている状態」として捉える国際的な統計基準とも整合的であり、商標をイノベーションのアウトプット指標として位置づける理論的基盤を提供する。

また、商標は情報の非対称性が存在する資本市場において、企業の市場志向性、成長戦略、品質へのコミットメントを投資家に伝達するシグナルとしても機能する可能性がある。さらに、ブランド・エクイティを通じてキャッシュフローの安定性を高め、企業リスクや資本コストを低減する役割や、将来の製品展開や市場参入に関するリアルオプションとしての価値を持つ点も、近年の研究により指摘されている。

本稿の目的は、このような海外実証研究の知見を体系的に整理し、商標権が企業価値を高めるメカニズムを理論的に明確化することである。具体的には、第一に、イノベーション指標としての商標の位置づけを国際的な統計・理論枠組みに基づいて整理する。第二に、商標と企業価値、市場評価、収益性、リスクとの関係に関する主要な実証研究をレビューし、その一貫性と文脈依存性を明らかにする。第三に、これらの実証結果を統合し、商標権の経

済的機能をシグナリング、リスク低減、リアルオプション、および特許・R&Dとの補完関係という観点から整理する。

本稿の構成は以下のとおりである。第2章では、イノベーションの定義および測定に関する国際的枠組みを概観し、商標をイノベーションのアウトプット指標として捉える理論的根拠を提示する。第3章では、商標と企業価値・市場評価との関係に関する主要な実証研究を整理する。第4章では、商標が収益性、成長性、およびリスクに与える影響を検討する。第5章では、スタートアップやIPOといった企業ライフサイクル初期段階における商標の役割を論じる。第6章では、商標権の経済的機能を理論的に統合し、第7章で実証研究全体の評価と残された課題を議論する。最後に第8章では、本稿の結論と今後の研究および実務への示唆を述べる。

## 2. イノベーション指標としての商標—Oslo Manualの視点から

### 2. 1 Oslo Manualにおけるイノベーションの定義

商標を企業価値との関係で捉えるにあたり、まず前提として、国際的に共有されたイノベーション概念を確認しておく必要がある。その基準として広く参照されているのが、OECDおよびEurostatが策定するOslo Manual (OECD/Eurostat, 2018) である。

同マニュアルは、イノベーションを「新規または改良された製品またはプロセスであって、従前のものと有意に異なり、かつ市場に導入される、または実際に使用されている状態にあるもの」と定義している。この定義の特徴は、単なる発明やアイデアの創出では足りず、実装 (implementation) と実際の使用 (introduced into use) が明示的に要求されている点にある。

すなわち、Oslo Manualにおけるイノベーションとは、研究開発や技術的成果そのものではなく、市場や組織の中で「使われ、機能している状態」に至った成果を指す概念である。この視点は、特許制度が主として技術的発明の新規性・進歩性を評価対象とするのに対し、商標制度が市場における識別・使用を前提として構築されている点と、本質的に整合的である。

### 2. 2 商標とイノベーションの関係

Oslo Manualの定義に照らせば、商標はイノベーションの周辺的存在ではなく、むしろイノベーションが市場に導入され、実際に利用・認知される段階と結びつく制度であることが理解される。

特許が技術的知識の創出段階を捉える権利であるのに対し、商標は製品・サービスが市場において識別され、顧客との関係性の中で価値を持ち始めた段階を可視化する。言い換えれば、商標はイノベーション・プロセスの「出口」に位置する成果を制度的に捉える役割を果たしている。

近年の海外研究では、この点に着目し、商標をイノベーション活動の最終的成果 (end product of the innovation process) として位置づける議論が展開されている (Sandner and Block, 2011; Block *et al.*, 2014; Fisch *et al.*, 2022)。研究開発や技術開発といった内部プロセスを経て、企業が新たな製品・サービスやブランド戦略を市場に投入する際、商標登録という形で外部から観測可能な行動が生じる。この意味で、新規商標登録は、イノベーション活動が市場導入段階に到達したことを示す実務的にも理解しやすい指標である。

また、Oslo Manualでは、マーケティングおよびブランド関連活動が、ビジネス・プロセス・イノベーションの一部として明確に位置づけられている (OECD/Eurostat, 2018)。ブランド戦略、製品のポジショニング、価格設定、顧客との関係構築といった活動は、単なる販売促進ではなく、企業がイノベーションの価値を市場で実現するための中核的プロセスとされる。この枠組みにおいて、商標はマーケティング・イノベーションを制度的に支える基盤として機能する。

### 2. 3 商標データの利点と測定上の課題

商標をイノベーション指標として用いることには、実務的観点から見ても重要な利点がある。第一に、商標はサービス業や非R&D集約型産業における企業活動を幅広く捉えることができる点である。特許データが技術分野

に偏りやすいのに対し、商標は市場展開と直結しており、多様な業種に共通する指標となり得る。

第二に、商標データは各国の知的財産庁によって制度的に整備・公開されており、時系列的な分析が可能である点で、実証研究との親和性が高い。特に新規登録商標は、企業が新たな製品・サービス、あるいはブランド戦略を市場に投入したタイミングを比較的明確に示す。

もっとも、商標データには留意すべき点も存在する。すべての商標が直ちに使用されるわけではなく、防衛的出願や将来の事業展開を見据えたオプション的保有も含まれる。また、商標の経済的価値は単純な件数では測れず、指定商品・役務の範囲、存続期間、使用実態といった質的側面に大きく左右される。

そのため、商標を企業価値との関係で分析する際には、単なる保有量ではなく、新規登録というフローの概念や、商標の性質を踏まえた解釈が不可欠となる。

### 3. 商標と収益性・成長性・リスク

本章では、その背後にある経済的メカニズムとして、商標が企業の収益性、成長性、およびリスク特性にどのように影響するのかを、海外実証研究に基づいて整理する。

実務的には、「商標は直接的に利益を生むのか」、あるいは「企業活動の安定性やリスク管理を通じて価値に寄与するのか」という点が重要な論点となる。本章は、この問いに対し、収益性とリスクという二つの経路を区別しながら検討する。

#### 3. 1 商標と収益性・キャッシュフロー

商標が企業の収益性に与える影響については、代表的な実証研究が存在する（Krasnikov, Mishra and Orozco, 2009）。

分析の結果、ブランド連想型商標<sup>(1)</sup>は、将来のキャッシュフロー、ROA、Tobin's Q、および株式リターンを有意に高める一方で、キャッシュフローの変動性を低下させることが示されている。これは、商標が単なる識別手段にとどまらず、消費者の評価や選好形成を通じて、価格プレミアムや需要の安定化に寄与していることを意味する。

重要なのは、商標の効果が短期的な売上増加に限定されていない点である。ブランド連想型商標は、企業と顧客の関係性を強化し、繰り返し購買やロイヤルティを通じて、より持続的なキャッシュフローを生み出す。この結果は、商標が「収益創出の直接的ドライバー」というよりも、「収益構造を安定化・強化する装置」として機能していることを示唆している。

#### 3. 2 商標とリスク低減

商標の経済的機能を理解するうえで、収益性以上に重要なのがリスクへの影響である。近年の研究は、商標が企業の資本コスト、特に株主資本コストを低下させる効果を持つことを実証している（Yang *et al.*, 2023）。

同研究は、商標保有量が多い企業ほど、株主資本コストが有意に低いことを示し、その因果関係を確認するために1996年の米国連邦商標希釈法（FTDA）を自然実験として用いている。FTDA施行後、著名商標を保有する企業では、資本コストが大きく低下しており、商標保護の強化がリスク評価に影響を与えたことが示されている。

そのメカニズムとして、同研究は三つの経路を指摘している。第一に、商標は企業の市場活動や品質に関する情報を外部に伝達し、情報の非対称性を緩和する。第二に、ブランド価値が高い企業ほど、経営者の機会主義的行動が抑制され、ガバナンス規律が強化される。第三に、商標はキャッシュフローの変動性を低下させ、企業のデフォルトリスクを間接的に引き下げる。

これらの結果は、商標が「リスク低減装置」として機能し、その効果が企業価値に反映されていることを示している。実務的には、商標ポートフォリオの構築・維持が、資金調達環境や投資家評価に影響を及ぼしうることを意

<sup>(1)</sup> ブランド連想型商標（brand-association trademark）とは、ブランド名やシンボル等のブランド識別型商標（brand-identification trademark）とは異なり、当該ブランドに関して消費者が抱く属性的又は非属性的連想を捉える商標をいう。具体例としては、色彩、動き、包装、香り、形状等の装飾的商標が挙げられるとされる。

味する。

### 3. 3 商標と資本構造

商標がリスク特性に影響を与えるのであれば、企業の資本構造にも影響を及ぼす可能性がある。この点を検討した研究も存在する (Mauer, Villatoro and Zhang, 2022)。

同研究は、商標を代理変数とするブランド・エクイティが、企業のレバレッジ水準を低下させることを示している。これは、強いブランドを持つ企業ほど、内部資金が潤沢であり、外部負債への依存度が低下するという「ベッキング・オーダー仮説」と整合的な結果である。

この結果は、商標の経済的価値が、必ずしも貸借対照表上の担保価値として顕在化するわけではないことを示している。一方で、商標が企業の財務戦略全体に影響を及ぼす無形資産であることを明確に示している。

### 3. 4 小括

本章で検討した海外実証研究は、商標が企業価値に寄与する経路として、単純な利益拡大よりも、キャッシュフローの安定化やリスク低減が重要であることを示している。商標は、企業の収益構造を補強し、投資家から見た不確実性を低下させることで、結果的に企業価値を押し上げる役割を果たしている。

次章では、スタートアップやIPOといった企業ライフサイクルの初期段階において、商標がどのような役割を果たすのかについて検討する。

## 4. 商標と企業価値・市場評価

本章では、商標と企業価値・資本市場評価との関係を検討した海外実証研究を整理する。ブランドや商標は財務諸表上に直接計上されない無形資産であるが、資本市場がこれらをどのように評価してきたのかを確認することは、商標の経済的機能を理解するうえで重要である。

### 4. 1 ブランド価値と資本市場評価

商標と企業価値の関係を論じる出発点として、ブランド価値や知覚品質と株価との関係を分析した先駆的研究が挙げられる。

ブランドに対する知覚品質 (perceived quality) が、株式リターンと有意に関連することが示されている (Aaker and Jacobson, 1994)。この研究は、ブランドという非財務的概念が投資家の期待形成に影響を与え、市場評価に反映されうることを初めて体系的に示した点で重要である。

さらに、ブランド価値が企業の市場価値や将来リターンと有意に関連することも実証されている (Barth *et al.*, 1998)。ブランド価値は会計上認識されていないにもかかわらず、投資家はこれを企業価値評価に織り込んでいることが示されている。

これらの研究は、商標権そのものを直接分析したものではないが、「ブランドという無形資産が資本市場において経済的価値を持つ」という基本命題を確立した点で、後続の商標研究の理論的基盤を提供している。

### 4. 2 商標ストックと市場評価

ブランド価値を直接観測することが困難である中で、商標データを用いて企業価値との関係を分析する研究が進展してきた。

複数の無形資産指標を同時に考慮し、Tobin's Qを用いて企業価値との関係を分析した研究では、商標ストックが企業価値と正の関係をもち、特許やR&Dとは独立した情報を市場に提供していることが示されている (Sandner and Block, 2011)。さらに、商標の指定区分数、異議申立て活動、存続期間といった質的側面も企業価値に影響を与えることが確認されている。

この結果は、商標が単なる補助的権利ではなく、企業の市場戦略や競争優位性を反映する資産として評価されて

いることを意味する。実務的には、商標ポートフォリオの構成や管理方針が、企業価値に影響を及ぼしうることを示唆している。

また、ブランド・プレミアムが株式市場において超過リターンを生むことも示されている (Boustanifar and Dae Kang, 2024)。この研究は、広告費といったインプット指標よりも、ブランド評価や商標といったアウトプット指標の方が、将来リターンの予測力が高いことを示している。

#### 4. 3 新規商標登録と株価反応

近年、商標の「ストック」ではなく、「新規登録」というフローに着目した研究が注目を集めている。

新規商標登録の密度が、将来の株式リターンを予測することが示されている (Hsu *et al.*, 2022)。これらの研究によれば、市場参加者は商標情報を十分に織り込んでおらず、新規商標登録企業では予測誤差や事後的な株価ドリフトが観測される。特に、事業内容が複雑な企業や、探索的な性格を持つ商標において、この効果は顕著である。

この結果は、新規商標登録が、企業の将来成長や新たな市場展開に関する情報を含んでいるにもかかわらず、短期的には十分に評価されていない可能性を示唆している。すなわち、商標は企業の戦略的行動を示すシグナルとして機能しうるが、その解釈には情報の非対称性が存在する。

実務的観点から見れば、新規商標出願・登録は、単なる権利取得行為にとどまらず、企業が将来の事業展開やブランド構築に向けて行う戦略的コミットメントとして、資本市場から解釈されうる行動であることを意味している。

#### 4. 4 小括

以上の研究から、商標およびブランド関連指標は、企業価値や市場評価と一貫して正の関係を持つことが確認される。特に、商標は技術的無形資産とは異なる情報を市場に提供し、企業の市場志向性、成長戦略、および競争優位性を反映する資産として評価されている。

### 5. スタートアップ・IPO・VC 評価における商標の役割

本章では、企業ライフサイクルの初期段階、すなわちスタートアップや IPO 局面に焦点を当て、商標がどのような経済的役割を果たしているのかを検討する。

スタートアップや未成熟企業においては、財務データや実績情報が乏しく、事業の将来性に関する不確実性が高い。このような状況下では、商標を含む知的財産が、投資家に対する重要な情報源およびシグナルとして機能する可能性が高い。

#### 5. 1 ベンチャーキャピタル評価と商標

Block *et al.* (2014) は、スタートアップに対するベンチャーキャピタル (VC) 評価と商標との関係を体系的に分析した代表的研究である。同研究は、スタートアップが保有する商標の数および指定区分の広がり (breadth) が、VC 評価額と有意に関連することを示している。

特徴的なのは、商標の効果が単調増加ではなく、逆 U 字型の関係を示す点である。すなわち、適度な数や範囲の商標は、企業の市場志向性や成長意欲を示す正のシグナルとして評価される一方で、過度な商標出願は、経営資源の非効率な配分や戦略の散漫さを示す負のシグナルとして解釈されうる。

また、商標の評価効果は、初期ラウンドにおいて特に強く、企業が成長し、売上や実績データが蓄積されるにつれて減衰することが示されている。この結果は、商標が「情報が乏しい局面」において、企業の将来性や市場志向を補完的に伝達する役割を果たしていることを示唆している。

実務的には、スタートアップ段階における商標出願は、単なる将来の権利確保にとどまらず、投資家との関係においても重要な意味を持つ行為であることを示している。

## 5. 2 IPO 評価と商標の指定区分の広がり

スタートアップ段階を経て IPO に至る企業において、商標の役割がどのように変化するかを検討したのが、Fisch *et al.* (2022) である。同研究は、欧州における IPO 企業を対象に、商標の指定区分の広がりが IPO 時の企業評価および上場後パフォーマンスに与える影響を分析している。

その結果、商標の指定区分の広がりは IPO 時の Tobin's Q と正の線形関係を持つことが示されている。特に、サービス集約度が高い企業や、複数の事業分野に展開する企業において、この効果は顕著である。

Block *et al.* (2014) が示した逆 U 字関係と対比すると、この違いは企業の成熟度によって説明できる。すなわち、VC 評価段階では、過度な商標展開は不確実性や非効率性のシグナルとなりうるのに対し、IPO 段階では、商標の指定区分の広がりは事業の拡張可能性や市場柔軟性を示すリアルオプションとして肯定的に評価される。

この結果は、商標が企業ライフサイクルに応じて異なる経済的意味を持つことを示しており、商標戦略が画一的であってはならないことを示唆している。

## 5. 3 産業特性と商標のライフサイクル

商標の価値は、企業の成長段階だけでなく、産業特性によっても異なる。

Nasirov (2020) は、製薬産業を対象として、商標の登録、維持、更新という法的ライフサイクルに着目し、どのような商標特性が長期的に価値を持つかを分析している。

同研究は、親商標 (parent trademark)、企業名商標 (corporate mark)、指定範囲の広さ、および法的安定性 (distinctiveness, incontestability) が、商標の存続確率を高めることを示している。これは、価値の高い商標ほど、更新・維持のコストを上回る便益を企業にもたらすため、長期にわたり保護されるという解釈が可能である。

このライフサイクルの視点は、商標の価値を短期的な市場反応だけでなく、中長期的な戦略資産として捉える重要性を示している。実務的には、出願段階のみならず、維持・更新の判断が企業戦略と密接に結びついていることを示唆している。

## 5. 4 小括

本章で検討した研究は、商標が企業ライフサイクルの初期段階において、特に重要な情報的役割を果たすことを示している。スタートアップ段階では、商標は市場志向性や成長意欲を示すシグナルとして機能し、IPO 段階では、将来の事業展開に関する柔軟性や成長オプションとして評価される。

これらの知見は、商標が一貫した価値を持つ固定的資産ではなく、企業の成長段階や産業特性に応じて異なる経済的機能を果たす動的な資産であることを示している。

## 6. 商標権の経済的機能—理論的整理とメカニズム

これまでの章では、商標と企業価値、収益性、リスク、および企業ライフサイクルとの関係について、海外実証研究を整理してきた。本章では、それらの知見を踏まえ、商標権がどのような経済的機能を通じて企業価値に寄与しているのかを理論的に整理する。

本稿では、商標権の経済的機能を、(1) シグナリング機能、(2) リスク低減機能、(3) リアルオプション機能、および (4) 特許・R&D との補完関係という四つの観点から整理する。これらの機能は相互に排他的ではなく、企業の状況や成長段階に応じて重層的に作用する。

### 6. 1 シグナリング機能

商標権の最も基本的な経済的機能の一つは、市場や投資家に対するシグナリングである。商標の出願・登録は、企業が特定の製品・サービスやブランド戦略を市場に投入し、継続的に展開する意思を持っていることを外部に可視化する行為である。

特に、スタートアップや新規事業段階の企業においては、財務実績や市場データが乏しいため、投資家は将来性

を評価するための手掛かりを限られた情報から推測せざるを得ない。このような状況下で、商標は企業の市場志向性、品質へのコミットメント、および事業の具体性を示すシグナルとして機能する。

前章で見たように、ベンチャーキャピタル評価や新規商標登録に対する株価反応の研究は、商標が情報の非対称性を緩和し、企業の将来キャッシュフローに関する期待形成に影響を与えていることを示している。商標は、特許のように技術的内容を詳細に説明するものではないが、「市場で何を提供しようとしているのか」を端的に示す点で、実務的にも理解しやすいシグナルとなる。

## 6. 2 リスク低減機能

商標権の価値は、必ずしも収益の増加を通じてのみ実現されるわけではない。むしろ、多くの実証研究が示しているのは、商標が企業リスクを低下させることを通じて、間接的に企業価値を高めているという点である。

ブランドが確立された企業は、価格競争に巻き込まれにくく、需要の変動に対する耐性が高い傾向にある。商標権は、このブランド価値を法的に保護し、模倣や希釈を防止することで、キャッシュフローの安定性を高める役割を果たす。

資本市場の観点からは、キャッシュフローの安定性は、株主資本コストや倒産リスクの低下として評価される。前章で整理した研究は、商標保護の強化が資本コストの低下やレバレッジの抑制につながることを示しており、商標が「リスク低減装置」として機能していることを示唆している。

この点は、商標が担保価値として直接的に評価されにくいという実務上の感覚とも整合的である。商標の経済的価値は、貸借対照表上の資産として顕在化するというよりも、企業全体のリスクプロファイルを改善する形で現れる。

## 6. 3 リアルオプション機能

商標権は、将来の事業展開に関する柔軟性を企業にもたらす点で、リアルオプションとしての性格を持つ。特に、複数の指定商品・役務をカバーする商標や、現時点では使用されていない商標は、将来の製品展開、新規市場参入、またはブランド拡張の選択肢を確保する役割を果たす。

IPO段階の企業を対象とした研究では、商標の指定区分の広がり方が企業評価と正の関係を持つことが示されており、市場は商標を通じて企業の成長オプションを評価していると解釈できる。一方で、スタートアップ段階においては、過度な商標出願が逆に非効率性のシグナルとして解釈される可能性があることも示されている。

このことは、商標のリアルオプション価値が無条件に正であるわけではなく、企業の成長段階や戦略の一貫性に依存することを意味する。実務的には、「将来の可能性を確保するための商標」と「過剰な防衛・分散としての商標」を区別する視点が重要となる。

## 6. 4 特許・R&D との補完関係

商標権の経済的機能は、特許やR&D投資と独立に存在するものではない。むしろ、多くの研究が示しているのは、商標と特許が補完的に機能することで、企業価値への影響が強化されるという点である。

特許は、技術的成果を保護し、競争優位の源泉を提供する。一方、商標は、その技術が市場で受け入れられ、継続的に収益を生むための「市場側のインフラ」を提供する。技術開発（特許）と市場導入（商標）が組み合わせることで、イノベーション・チェーンが完結し、企業価値創造の効果が最大化される。

この補完関係は、特に製薬、ハイテク、サービス分野など、技術とブランドの双方が重要な産業において顕著である。実務的には、特許戦略と商標戦略を切り離して考えるのではなく、製品ライフサイクル全体を見据えた統合的な知的財産戦略が求められることを示唆している。

## 6. 5 小括

本章では、商標権の経済的機能を、シグナリング、リスク低減、リアルオプション、および特許・R&D との補

完関係という四つの観点から整理した。商標は、単なる防衛的権利ではなく、企業価値創造の過程において多面的な役割を果たす戦略的資産である。

## 7. ディスカッション—実証研究の総合的評価

本章では、これまでに整理した海外実証研究の知見を総合的に評価し、商標権と企業価値との関係について、どの点が一貫して示されているのか、また、どの点が文脈依存的であるのかを整理する。あわせて、測定上および解釈上の課題を明確にし、今後の研究および実務に向けた論点を提示する。

### 7. 1 一貫して確認される知見

本稿で検討した海外実証研究から、いくつかの一貫した知見を読み取ることができる。

第一に、商標およびブランド関連指標は、企業価値や資本市場評価と正の関係を持つという点である。この関係は、市場価値、株式リターン、資本コストといった異なるアウトカムを用いた研究においても概ね共通して観測されている。

第二に、商標の経済的価値は、単なる「収益増加」よりも、「リスク低減」や「不確実性の緩和」を通じて実現される側面が強い。キャッシュフローの安定化、資本コストの低下、およびレバレッジ抑制といった結果は、商標が企業のリスクプロファイルに影響を与えていることを示している。

第三に、商標は特許や R&D とは異なる情報を市場に提供している。技術的無形資産が主として技術の新規性や独占性を示すのに対し、商標は市場志向性、事業の具体性、およびブランド戦略の存在を可視化する。この補完関係は、複数の研究において確認されている。

### 7. 2 文脈依存性と異質性

一方で、商標の価値が常に一律に発現するわけではない点にも留意が必要である。多くの研究が示しているのは、商標の経済的機能が、企業の成長段階、産業特性、および制度環境によって大きく左右されるという点である。

企業ライフサイクルの観点からは、スタートアップ段階では商標が強いシグナリング機能を持つ一方で、成熟企業においてはリスク低減やキャッシュフロー安定化の役割が相対的に重要となる。また、過度な商標出願が評価を低下させる場合があることは、商標戦略が量的拡大だけでは評価されないことを示している。

産業特性の観点では、サービス業や消費者向け産業において商標の効果が強く観測される一方で、重厚長大型産業や B to B 取引中心の分野では、相対的に効果が弱まる傾向が報告されている。これは、ブランドや顧客認知の重要性が産業ごとに異なるためである。

さらに、制度環境も重要な要素である。使用主義国である米国の知見を登録主義国である日本においても適用するには慎重な検討が必要である。

### 7. 3 測定上の課題

商標研究における重要な課題の一つは、測定の問題である。多くの実証研究は、商標の件数やストックといった量的指標を用いているが、これらは商標の経済的価値を十分に反映していない可能性がある。

実際、指定商品・役務の範囲 (breadth)、存続期間、使用実態、および法的安定性といった質的側面が、企業価値との関係において重要であることが示されている。また、新規登録というフロー概念は、商標戦略の動的側面を捉えるうえで有用であるが、短期的なノイズを含む可能性もある。

さらに、未使用商標や防衛的出願の存在は、商標データの解釈を複雑にする。商標を単純に「多ければ多いほど良い」と解釈することは、実務的にも学術的にも適切ではない。

### 7. 4 残された研究課題と実務的含意

以上の整理から、商標研究にはいくつかの未解決課題が残されている。第一に、商標の使用実態や価値の質的差

異を、より精緻に捉える指標の開発が求められる。第二に、商標戦略と企業価値の関係を、時間軸に沿って動的に分析する研究の蓄積が必要である。

実務的観点からは、これらの知見は重要な示唆を含んでいる。商標は単なる防御的権利ではなく、企業価値やリスク管理に関わる戦略的資産である以上、出願・維持・更新の判断は、企業の事業戦略や成長段階と整合的である必要がある。

また、商標の経済的価値が、担保価値としてではなく、リスク低減や市場評価を通じて現れる点を踏まえると、商標戦略の意義を企業や投資家に対して適切に説明する役割が、実務家に求められていると言える。

## 7. 5 小括

本章では、海外実証研究の知見を総合的に評価し、商標権と企業価値の関係に関する一貫性と文脈依存性を整理した。商標は、企業価値創造に寄与する可能性を持つ一方で、その効果は一様ではなく、戦略的な位置づけと制度環境に強く依存する。

## 8. おわりに

本稿では、「商標権は企業価値を高めるのか」という問いに対し、海外実証研究の体系的レビューを通じて検討を行ってきた。従来、商標は模倣防止を主目的とする防御的権利として理解されることが多かったが、本稿で整理した研究は、商標が企業価値創造に関与する経済的資産であることを一貫して示している。

第一に、商標およびブランド関連指標は、企業価値、市場評価、株式リターン、資本コストといった多様なアウトカムと正の関係を持つことが確認されている。これらの結果は、商標が会計上認識されない無形資産であっても、資本市場においては評価対象となっていることを示している。

第二に、商標の価値は、単純な収益増加よりも、キャッシュフローの安定化やリスク低減を通じて実現される側面が強い。商標は、情報の非対称性を緩和し、需要の不確実性を低下させ、結果として資本コストや倒産リスクの低下につながる。この点は、商標が担保価値としてではなく、企業全体のリスクプロファイルを改善する装置として機能していることを示唆している。

第三に、商標の経済的機能は、企業の成長段階や産業特性に応じて変化する。スタートアップ段階では、商標は市場志向性や成長意欲を示すシグナルとして重要であり、IPO 段階では、将来の事業展開に関する柔軟性や成長オプションとして評価される。一方、成熟企業においては、ブランドの安定性を通じたリスク低減機能が相対的に重要となる。

第四に、商標は特許や R&D と代替的な関係にあるのではなく、むしろ補完的に機能する。技術開発を保護する特許と、市場導入を支える商標が組み合わさることで、イノベーションの価値が市場において実現されやすくなる。この補完関係は、知的財産戦略を製品ライフサイクル全体の中で統合的に設計する必要性を示している。

以上の知見は、商標権が単なる法的保護手段ではなく、企業価値創造に関与する戦略的資産であることを示している。したがって、商標の出願、維持、更新といった実務上の判断は、単に権利取得の可否や範囲の問題にとどまらず、企業の事業戦略、成長段階、およびリスク管理と整合的に行われるべきである。

本稿が示した海外実証研究の整理は、商標実務を「防御」から「価値創造」の視点へと拡張する理論的基盤を提供するものである。商標権の経済的機能を適切に理解し、企業戦略と結びつけて説明・設計することは、今後の知的財産実務においてますます重要になり、弁理士の仕事も広がると考えられる。

## 参考文献

- Aaker, D. A. and Jacobson, R. (1994) "The financial information content of perceived quality," *Journal of Marketing Research*, 31 (2), 191-201.
- Barth, M. E., Clement, M. B., Foster, G., and Kasznik, R. (1998) "Brand values and capital market valuation," *Review of Accounting Studies*, 3(1), 41-68.

- Block, J. H., De Vries, G., Schumann, J. H., and Sandner, P. (2014) "Trademarks and venture capital valuation," *J. Bus. Venturing*, 29(4), 525-542.
- Boustanifar, H. and Dae Kang, Y. (2025) "The brand premium," *Review of Financial Studies*, 38(1), 294-336.
- Fisch, C., Meoli, M., Vismara, S., and Block, J. H. (2022) "The effect of trademark breadth on IPO valuation and post-IPO performance: an empirical investigation of 1510 European IPOs," *Journal of Business Venturing*, 37(5), 106237.
- Hsu, P.-H., Li, D., Li, Q., Teoh, S. H., and Tseng, K. (2022) "Valuation of New Trademarks," *Management Science*, 68(1), 257-279.
- Krasnikov, A., Mishra, S., and Orozco, D. (2009) "Evaluating the financial impact of branding using trademarks: A framework and empirical evidence," *Journal of Marketing*, 73(6), 154-166.
- Mauer, D. C., Villatoro, N., and Zhang, Y. (2022) "Brand equity and corporate debt structure," *Journal of Business Finance & Accounting*, 49(7-8), 1077-1112.
- Nasirov, S. (2020) "Trademark value indicators: Evidence from the trademark protection lifecycle in the U.S. pharmaceutical industry," *Research Policy*, 49(4), 103929.
- OECD/Eurostat (2018) *Oslo Manual 2018: Guidelines for Collecting, Reporting and Using Data on Innovation*, Paris, OECD Publishing, 4th edition.
- Sandner, P. G. and Block, J. (2011) "The market value of R&D, patents, and trademarks," *Research Policy*, 40(7), 969-985.
- Yang, B., An, Z., Gao, X., and Li, D. (2023) "Trademarks and the cost of equity capital," *Journal of Corporate Finance*, 83, 102504.

(原稿受領 2026.1.22)