

第3章 資金調達

【概要】

①日本

- 知的財産担保融資は、民間金融機関での実績は少ないが、日本政策投資銀行では取扱いも多く、一定の実績が上がっている。
- 流動化では、アニメや映画等のコンテンツの分野での流動化実績が多い。信託業法の改正により、信託を利用した資金調達が可能になった。

②米国

- ヘッジファンドやプライベートエクイティファンドなどがこの分野に進出している。優良な知財群を保有する企業に対する知財担保融資や、将来のロイヤルティ収入に対する権利を現在価値に割り引いた価値で購入するようなストラクチャード・ファイナンス型の手法が多く用いられる。
- 投資対象としては、ライセンス契約からの収入のインパクトが相対的に大きい医薬業界が中心である。

③欧州

- 欧州では、知的財産を対象とした資金調達スキームはわずかである。対象は、音楽や映画等著作権か、商業化された(あるいは商業化に近い)医薬等、すでにロイヤルティ収入が生み出されているものに限定されている。
- 今後は、スタートアップ企業や、事業買収や規模拡大等を計画している企業の資金調達手段として、証券化が注目される可能性もある

④韓国

- 流通市場同様、資金調達も未だ黎明期であり、公的機関である KIBO が知財関連の資金調達促進の役割を担っている。
- 韓国では、民間の金融機関の融資対象は、中小・ベンチャー企業に対して消極的であり、安全性の高い大企業に向かいがちである。
- KIBO では、信用保証、技術評価を行っており、中小・ベンチャー企業の技術開発や育成の面に重点を置いた支援となっている。

1.日本

知的財産を担保とした融資としては、日本政策投資銀行の「知的財産権担保融資」が代表的である。民間の金融機関で知的財産担保融資を取り扱うケースもあるが、日本政策投資銀行との協調融資であることがほとんどであり、民間金融機関が単独で行っている事例は少ない。

知財担保融資以外の資金調達としては、最近では、信託業法の改正により、信託を利用した資金調達が可能になったほか、組合や SPC¹、資産流動化法²を活用した資金調達も事例確認できる。これらの資金調達は、アニメや映画等コンテンツの分野が多く、特許、商標等の事例は限定的である。

(1)知的財産担保融資

①知的財産の種類

(a)日本政策投資銀行の知的財産権担保融資

日本政策投資銀行の知的財産権担保融資が対象とする知的財産は、以下のものである。

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none">①法的に確立した権利②法律上、その権利について担保権の設定が可能③権利の流通可能性があり経済的評価に基づき担保価値が認められる |
|---|

出所：小林卓泰「知的財産ファイナンス」（2004.12）

具体的には、プログラム・音楽・データベース等の著作権、特許権、実用新案権、意匠権、商標権といった工業所有権、商号を知的財産権担保融資の対象としている。なお、出願公開前の特許権は、対象とはならない。

このほかの権利 — 商品の表示・形態、植物新品種、半導体回路配線 — については、対象としていない。登録ができないこと、権利の内容が分かりにくい、商慣行上第三者への担保提供ができない取り決めがなされることがあるなどの問題があるためである。

また、対象となる知的財産権利をベースとした「事業」の予想キャッシュフローの現在価値を評価して融資を行うため、売上がまったく上がっていない知的財産権は、対象外となる。

なお、知的財産権があるが、キャッシュフローを生んでいない場合、評価が困難な知的財産権を有する企業等に対しては、知的財産権担保融資ではなく、企業の成長性に着目して新株予約権付融資を実施している。

¹ Special Purpose Company (特別目的会社) のこと。後述する SPV の脚注 (62 ページ) 参照。

² 資産の流動化の円滑化、適正化のための法律であり、旧 SPC 法の改正により 2000 年 11 月に施行された。特定目的会社または特定目的信託を用いた資産の流動化を行う制度を確立することで、資産流動化の適正化を確保すること、投資家保護を図ることをねらいとしている。

②融資累計額、融資最大額

日本政策投資銀行の知的財産権担保融資は、1995年度より開始された。累計融資実行件数は、2007年7月現在で約300件、融資累計額は約180億円となっている。最近の取扱い件数は、年間30件程度となっている。

図表 3-1 日本政策投資銀行の知的財産担保融資の例

日付	社名	金額 (百万円)	担保	内容(資金使途)
2005.5.5	ブロードティーヴィ	30	プログラム著作権	ブロードバンド向け動画配信システムの技術開発
2005.8.25	ペー・ジェー・サー・デー・ジャポン	80	商標権	インターネットを活用した顧客管理システム開発
2005.9.6	インスペック	50	特許権など	液晶ガラス基板を検査する高解像度画像処理装置の研究開発
2005.10.17	イーストワークスエンタテインメント	20	レコード原盤権	契約管理システム構築
2006.1.11	ビー・フリーソフト	50	ビジネスモデル特許 システム商標権	システム開発
2006.1.23	エス・エス・エム	10	ウェブサイトの著作権	介護関連の求人情報サイトの携帯電話版を開発
2006.2.28	日外アソシエーツ	50 (協調融資)	既存のデータベース著作権	地方関連データベース構築
2006.4.1	東北オータス	80 (協調融資)	既存及び今後開発するソフトの著作権	新バージョンのソフトウェアの開発
2006.4.19	仁多産業	数千万円 (協調融資)	特許権(縫製品の形態安定加工方法)	研究開発
2006.4.21	ウッドビルド	360 (協調融資)	特許権(住宅内の空気循環を良くする工法)	新工場建設
2006.6.6	メトロ電気工業	100 (協調融資)	特許権(冷蔵庫内の電灯関連)	研究開発棟の設備資金
2006.7.12	アクタスソリューション	30	プログラム著作権	売上予測システムの機能強化
2006.8.23	日本インテリジェンス	300	ビジネスモデル特許	システム開発
2006.11.8	オーエスエスポロードネット	12	特許(通信技術関連)	ケーブルテレビ電送監視システムの高度化開発
2007.2.14	アッシュコンセプト	10	意匠権(同社デザインの動物形の輪ゴム)	製品開発のための金型投資

注：日付は新聞報道日。流動化案件を除く。協調融資の場合の金額は合計融資金額を記載。

出所：新聞報道より作成

民間金融機関における知的財産権を担保とした融資への取り組みはまだ少ない。全国銀行協会のアンケートによれば、2007年3月末の都市銀行・信託銀行・地方銀行・第二地方銀行等の知的財産担保融資実績（累計ではなく残高ベース）は、26件、21億6,600万円であった³。都市銀行・信託銀行よりも地方銀行・第二地方銀行の方が件数・金額が上回っている。

³ DBJ との協調融資も含まれている可能性がある。

図表 3-2 知的財産を担保とした融資の残高(2007年3月末)

業態	件数(件)	金額(百万円)
都銀・信託ほか	5	978
地方銀行	14	901
第二地方銀行	7	287
計	26	2,166

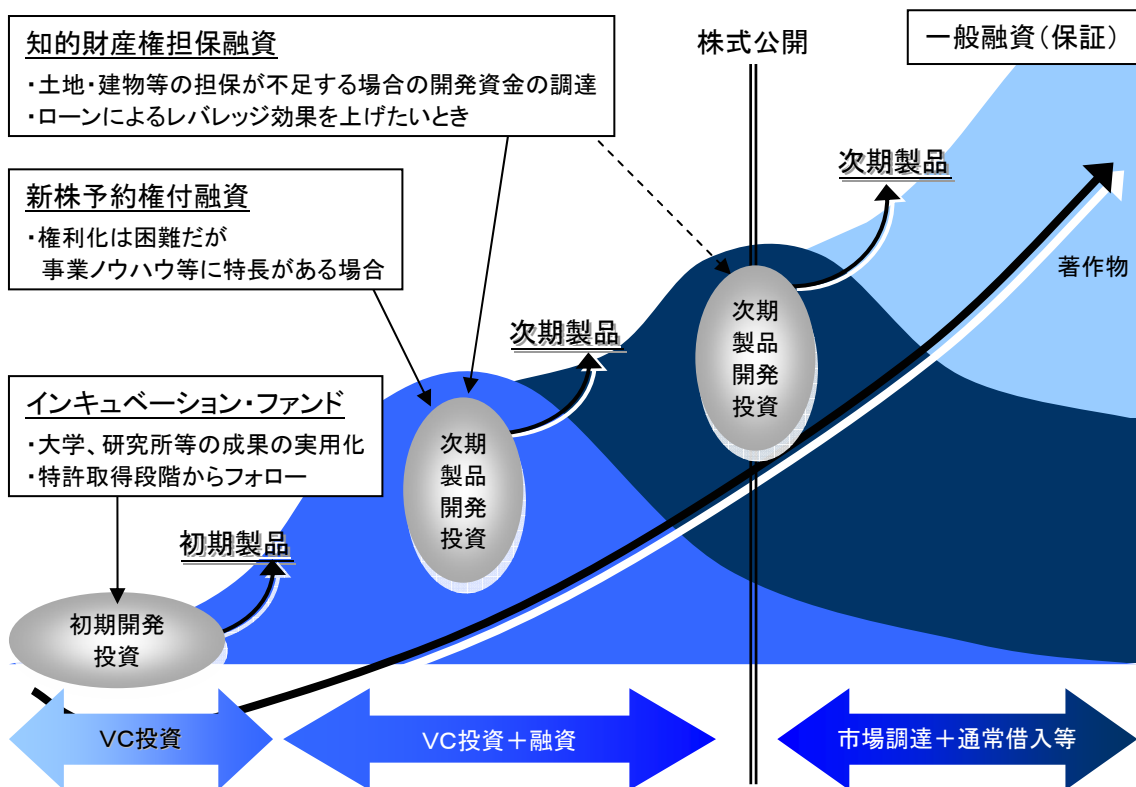
出所：全国銀行協会ウェブサイト⁴

③リスクの認識（ハイリスク、ミドルリスク等々、実質金利設定等）

ベンチャー投資よりもリスクは低く、一般的なコーポレートファイナンスよりもリスクが高いといえる。

日本政策投資銀行では、知的財産権担保融資を企業の段階別ファイナンスの一つとして位置づけている。ただし、金利については、貸付期間に応じた市場金利から政策性に見合った政策優遇を行っている（知的財産権担保融資については、政策金利 I が適用されている）。

図表 3-3 日本政策投資銀行の企業の段階に応じたファイナンスの位置づけ



注：インキュベーション・ファンドとは、ベンチャー企業の事業開始の早い段階から投資を行うベンチャーキャピタルのこと。

出所：日本政策投資銀行資料

⁴ <http://www.zenginkyo.or.jp/news/entryitems/news190713.pdf>

日本政策投資銀行との協調融資が含まれている可能性もある。

民間金融機関では、実績がわずかであり、比較的风险が高いものとして位置づけられている。

④評価手法(第三者機関に委託している場合も含む)

日本政策投資銀行では、個別の知的財産権の交換価値を評価するということはせず、事業担保としての発想から事業のキャッシュフローを評価している。

不動産のように流通市場がある場合は、見方によって評価額が異なるとしても、最終的には一つの価格に収斂して行くが、知的財産の場合は、第1章で見たように活用の仕方や評価目的次第で価値算定が異なると考えられるため、他の知財とどのように組み合わせられ、事業に活かされているかに着目することが重要である。したがって、事業のキャッシュフローを評価するというアプローチが適切な方法であると考えられる。

図表 3-4 日本政策投資銀行における知的財産権担保融資の考え方

<input type="checkbox"/> 知的財産権で“ガード”された事業部門の CF 価値を担保とする(M&A的発想)	<ul style="list-style-type: none"> ・従って“特許証一枚”の価値をはかるものではない ・誰でも類似商品を生産出来るような所謂“ザル”知財では意味がない ・使ったことのある知財である必要: 利用実績がないとコスト・市場の予見が出来ない ・取りこぼしが無いこと: 同事業に必要な知財は全て徴する
<input type="checkbox"/> キャッシュフローを前提に算出	<ul style="list-style-type: none"> ・“CFを生む”知財であること(「CFを生む予定」は熟度に留意) ・当該事業部門のCF予測の現在価値を前提に計算(M&A価値の予想)
<input type="checkbox"/> 知的財産権が当該事業部門のキーである必要	<ul style="list-style-type: none"> ・同業他社との差別化が可能なほどの技術かどうか
<input type="checkbox"/> 事業譲渡を前提(念頭に置き)に価値算定	<ul style="list-style-type: none"> ・他社への引継コスト等も加味した価値算定(権利に体化していない技術も承継できるか)

出所：日本政策投資銀行資料

事業キャッシュフローの評価は、以下の項目を元に行っている。

図表 3-5 日本政策投資銀行における事業キャッシュフローの評価

売上見積もり	<ul style="list-style-type: none"> ・急拡大見込みの査定 ・製品のライフサイクルにあわせた売上見込み
原価見積もり	<ul style="list-style-type: none"> ・実績をベースにした査定
経費見積もり	<ul style="list-style-type: none"> ・実績をベースにした査定 ・外部からライセンスを受けている場合もあり(コスト計上)
外部流出見積もり	<ul style="list-style-type: none"> ・ベンチャー企業等の場合配当等当初はないケースが多い
維持起業費の見積もり	<ul style="list-style-type: none"> ・製品のバージョンアップ等の企業価値維持のための必要経費
償却見積もり	<ul style="list-style-type: none"> ・ソフトウェア等税法に基づいた償却
運転資金見積もり	<ul style="list-style-type: none"> ・増運転資金需要への対応(売上を急増させなければ問題ないが)
引継コストの見積もり	<ul style="list-style-type: none"> ・担保処分を行う場合を想定して、引継コストを念頭におく

出所：日本政策投資銀行資料

同行では、企業のゴーイングコンサーンを前提とし、その事業がどの程度伸びるのかを検討している。先の図表 3-5 のように、売上、原価、経費、外部流出、維持費用(バージョ

ンアップ等)、償却、運転資金、引継コスト（担保処分）を見積もるが、この中でも留意すべきポイントは運転資金である。事業が大きく成長すると当然のように運転資金が必要になり、キャッシュフロー上問題が生じるため、DCF 上の査定は低くなる。

日本政策投資銀行では、ディスカウントレートは 20%と設定している。これは同行内部で行内レートとして取り決められているものである。同行が知的財産権担保融資を始める当時に米国の事例などを参考にこのレートを設定したものであるが、比較的保守的なレート設定になっている。

⑤担保価値のモニタリングについて

担保価値のモニタリング（金融機関による融資期間中の担保評価の見直し）については、業績の大幅な悪化等がなければ行われていないのが実情である。

しかしながら、事業の実態についてはチェックを行っており、事業として立ち行かなくなる懸念がある場合、企業全体としての業況が悪化している場合には、担保として取っている知的財産権についての調査も実施されている。この場合、基本的に相対で売却できる先があるかという点の調査が主体であり、不動産のようにマーケットで換価した場合の金額を評価することは困難である。

これとは別に、特許料の支払状況や権利の成立状況などのチェックは随時実施している。

⑥融資対象企業について（企業規模、特色、業界等）

日本政策投資銀行の知的財産権担保融資では、取扱い当初の 1990 年代終わりから 2000 年当初くらいまではプログラム著作権担保融資の件数が多かった。システム開発まで含めれば、3～4 割はプログラム著作権系だった時代もある。

最近では、年間約 30 件の取扱件数のうち、引き続きプログラム著作権系は多いものの、パッケージソフト（ワープロソフト、ALM 管理ソフト、IP フォン関連など）は年間数件程度と少なくなっている。現在の日本政策投資銀行の知的財産権担保融資は、特許権系が 2～3 割であり、光学機器や半導体製造装置が 1 割程度、環境機器その他の製造業が 1～2 割程度となっている。

実際の企業からの相談は、特許を取得した小規模企業からのものが多いが、最近はそのような相談が減り、サービス分野、コンテンツ分野が増えてきている。

コンテンツとしては、映画、アニメーション、配給会社（国内での配給権）、携帯電話の配信関連（配信時に広告を入れるなど）、マンガの電子配信などの分野が多くなっている。携帯配信では、ビジネスモデル特許を取得しているケースなどの相談が多い。

⑦融資主体（金融機関）について（規模、特色等）

前述のように、政府系金融機関である日本政策投資銀行は、知的財産担保融資に力を入れている。このほかの民間金融機関での取り組みは前述のように少ない。地銀・第二地銀

が都銀・信託銀行の実績を上回っているものの、まだまだ少ないのが現状である。民間金融機関では、既存の融資と異なりノウハウが構築されるまでの実績を上げていないことからなかなか取扱いが進んでいないといえる。日本政策投資銀行では、こうした地域金融機関を中心とした銀行との協調融資も行っている。これには、知的財産権担保融資の普及を図る意味合いもある。

⑧債務不履行率

日本政策投資銀行での債務不履行率は、近年は会計処理の厳格化の影響等で増加しつつあり、一般的なコーポレートファイナンスに比較してデフォルト率は高いといえる。

⑨担保設定手法

担保設定形態は、質権、または譲渡担保となる。特許権は、権利として成立しているものについては質権を設定できるが、出願中のものは名義変更して譲渡担保を設定する（出願公開前は前述のように除外となる）。

特許権、実用新案権、意匠権、商標権等については、質権設定に際し登録が効力要件となっている（特許法 98 条 1 項 3 号ほか）。著作権については、登録は効力要件ではないが、第三者対抗要件となっている（著作権法 77 条 2 号）。質権を設定する場合には、登録が必須といえる。

譲渡担保については、特許等では登録が権利移転の効力要件となっていることから（特許法 98 条 1 項 1 号）、登録することが不可欠である。また、著作権については、登録は権利移転の効力要件ではなく対抗要件であるが（著作権法 77 条 1 号）、こちらも実務上は登録が必要であろう。

特に特許の場合は、1つの特許で製品が完成するわけではなく、いくつかの特許により1つの製品が出来上がることが多い。ただし、担保対象となる技術や製品に関するすべての知的財産権に担保を設定することは現実的ではないため、実務では信用力のある企業の場合は、コアとなる知的財産権のみ質権を設定するといった対応が行われている（信用力がない企業の場合には、すべてに質権を設定）。ただし、この場合、以下の点に留意する必要がある。

- ・基本特許を基礎にする場合、当該基本特許の実施権も確保する必要
- ・第三者からのライセンスを基礎とする知的財産権は、債務者側の実施権確保が必要
- ・知財として保護されない周辺情報（ノウハウ、顧客名簿、図面など）、財産の確保
- ・改良特許、バージョンアップ等の取り扱い

⑩担保処分方法

担保を処分して回収を行う場合、まずは任意処分を検討することとなる。融資を行う金

融機関が担保権を実行して知的財産権を保有することとなっても、その権利を活用した事業を金融機関自らが行うことは現実的にはほぼ不可能であるため、その権利を軸とした事業を継続できる売却先を探すこととなる。知的財産権は、流通市場がないために、相対交渉 — 具体的には、債務者の周囲の者（取引先、同業他社など、当該知的財産に何らなしの知見を有する者）から、担保となっている知的財産権を購入する者を探して交渉することとなる。これは、債務者の持つノウハウ等が、その知的財産権を軸とした事業の継続に欠かせないケースが多いため、債務者に近いものから処分先（＝売却先）を探した方が、担保価値の毀損が少ないためである。

第三者への譲渡により担保処分を行うにあたっては、担保処分によって失われる属人的なノウハウ・技術、顧客データ等がないか確認し、それらがあれば確保することが必要である。このような考えから、単なる知的財産権の処分ではなく、営業譲渡等により回収が行われることも多い。

⑪債務不履行に陥った事例分析

債務不履行に陥った事例については、公表されているデータが極端に少ないが、日本政策投資銀行では、失敗事例を数件公表している。

図表 3-6 日本政策投資銀行における知的財産権担保融資の失敗事例

①担保の取りこぼし・他社に代替技術あり

担保とすべき複数の特許のうちの一部について、成立可能性が低いため担保対象から除外した。後日その特許が成立したが担保として未徴求。その後融資先は倒産。取引先には代替技術があり、資金支援を行わなかった。

②キャッシュフローの積算ミス

バージョンアップが遅れ、売上減少。社屋購入で開発人員を集中したが、不動産購入費用により資金繰りが悪化し私的整理。キャッシュフローの積算ミス。

③価値算定ミス

業界の不況の影響で受注が減少し資金繰り悪化。破産により他者へ売却したが、成立している知的財産権だけでなく人的な資源の他者への引継ぎも実施。しかしながら、他社への引継コスト等を加味した価値算定ができていなかった。

出所：日本政策投資銀行資料より抜粋

この事例にある「担保の取りこぼし」については事務的なミスであるが、それ以外の代替技術、キャッシュフロー等の開発能力の見誤りによる積算ミスについては、評価の困難さを物語っている。

(2)知的財産の流動化⁵・ファンド⁶

知的財産の流動化については、アニメ、映画等のコンテンツの分野では事例が散見されるようになってきている。

流動化以外の案件も含むが、QUICK⁷によれば、2007年2月の時点で、映画ファンドは累計で16本、546億円が組成されている⁸など、この分野ではファンド、流動化による資金調達の事例は多い。

図表 3-7 日本における映画ファンドの設定状況

設定時期	名称	公募の有無	規模(億円)	実施主体	備考
1998/3	東京マルチメディアファンド	○	7	ジャパン・デジタル・コンテンツ	映画、ゲーム、アニメなどに投資。
1998/6	パリバ・ギャガシネマファンド 1「クランク・イン」	○	1.59	GAGA	「レインメーカー」ほか4作品を投資対象として設定。
1998年	あおぞらプロジェクト-1号投資事業組合	×	50	あおぞら銀行	BANGKOK DANGEROUS プロジェクト、「突入せよ!あさま山荘事件」製作委員会の他、映画以外の企業も対象。
2003/11	-	×	-	エンターテインメントファーム	「いぬのえいが」、「予言」などの劇場用映画を対象。
2004/5	-	×	40	ジャパン・デジタル・コンテンツポニーキャニオン	SPCで、「シービスケット」など。ハリウッド映画5作品の映像版権を取得。
2004/9	マルチ・コンテンツ・ファンド	×	8	野村信託銀行	映画、DVDなどを対象。フューチャー・プラネットが製作の実務を委託。
2004/9	日本映画ファンド	×	35	角川映画、みずほ銀行など	「着信アリ2」、「戦国自衛隊1549」など劇場用映画を対象。
2004/11	忍-SHINOBIファンド	○	5.02	松竹フィルムファンド	一口10万円から。投資額に応じて特典、元本60%・90%確保の2種類。
2004/11	TTSコンテンツ・パートナーズ	×	15	住信インベストメント、東北新社、ティール・ワイ・オー	総額15億円。映画、ゲームなどに投資。
2005/7	-	×	-	ジャパン・デジタル・コンテンツ信託	劇場用映画「阿修羅城の瞳」を対象とした著作権信託、機関投資家向け。
2005/11	北斗ファンド	○	5.67	三井住友銀行	劇場用映画「北斗の拳」3部作とDVDを対象。

⁵ 一般的に「流動化」は、企業等が保有する特定の資産を企業等から切り離し、その資産から得られるキャッシュフロー（現金等の収入）を裏づけとして資金調達を行うことを指す。また、同じように用いられる言葉として「証券化」があるが、「証券化」は、流動化のうち有価証券取引法上の有価証券を発行する形態のことを指すのが一般的である。

⁶ 他者から資金を集めて事業・投資を行い、その投資利益を出資者に分配する仕組みのこと。

⁷ 日本経済新聞社グループの電子メディア事業の中核として、世界の証券・金融情報、政治・経済情報をリアルタイムで配信するサービスを行っている企業。

⁸ <http://money.quick.co.jp/column/topics/moviefunds/17.html>

設定時期	名称	公募の有無	規模(億円)	実施主体	備考
2005/12	マルチ・コンテンツ・ファンド 2	×	11.25	野村信託銀行、日本政策投資銀行、三井住友銀行	フューチャー・プラネットに作品製作を委託し、映画など7つ映像コンテンツを対象。
2006/1	シネマ信託～天使～	○	1.8	ジャパン・デジタル・コンテンツ信託	劇場用映画「天使」を対象。
2006/1	GAGA 総合コンテンツファンド	×	300	USEN 大和証券 SMBC	初恋、手紙などギャガ・コミュニケーションズが製作する映画などを対象
2006/3	シネマ信託～シネカノン・ファンド第1号～	○	46	ジャパン・デジタル・コンテンツ信託	「魂萌え！」など、シネカノンが製作・買い付ける約20本の映画を対象。
2006/7	シネマ信託～製作者ファンド第1号～	○	20	ジャパン・デジタル・コンテンツ信託	「やじきた道中てれすこ(仮題)」など、製作会社4社が手掛ける映画を対象。

出所：経済産業省・商務情報政策局資料、大阪府商工労働部資料、デジタルコンテンツ白書 2006 などをもとに QUICK 作成

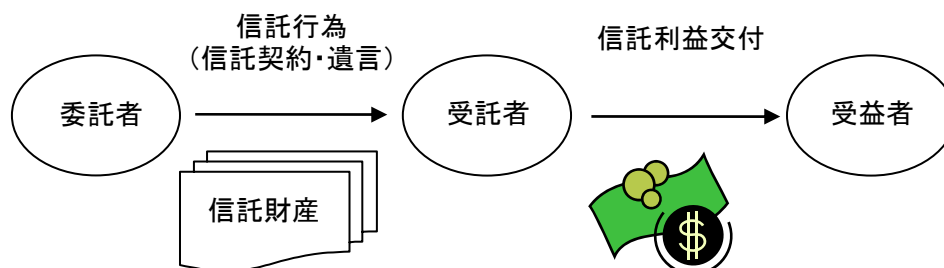
また、2004年の信託業法の改正により、知的財産についても信託が可能となったことから、信託を利用した資金調達事例も出てきている。

①信託

(a)概要

信託とは、「自分（委託者）の信頼できる人（受託者）に財産権を引き渡し、一定の目的（信託目的）に従い、ある人（受益者）のために受託者とその財産（信託財産）を管理・処分する」制度である。

図表 3-8 信託の概要



出所：経済産業省資料を元に作成

信託の基本となる法律は信託法であり、信託法では知的財産も財産権の1つとして信託が可能とされている。業として信託を行う場合には、信託業法の規制を受ける。以前の信託業法では限定列挙された6種類の財産（金銭、有価証券、金銭債権、動産、土地及びその定着物、地上権及び土地の賃借権）のみが取扱い対象と規定されていたが、2004年12

月の改正で、受託可能財産の制限が撤廃され、知的財産も信託が可能となった。

信託業を営む場合には、以前は内閣総理大臣の登録認可または免許取得の必要があり、信託銀行が主な担い手となっていた。しかし、改正信託業法では一般企業等も参入ができるようになり、運用型の信託会社の場合は免許制であるが、管理型信託業の場合には内閣総理大臣の登録（3年ごとの更新制）を受けて営むことができるとされた。また、特例として、委託者・受託者・受益者が同一の会社集団に属する場合には、内閣総理大臣への届出のみで可能となった（グループ内信託）。なお、グループ企業内で行われる信託業については、基本的には企業グループの私的自治に委ねることが適当であると考えられるため、特に必要があると認められる場合の報告の求めや立入検査を除き、規制は課されない。

信託の機能⁹

信託では、以下の機能がある。

○倒産隔離（信託財産の独立性）

信託設定により、信託財産の所有権が委託者から受託者に移転するが、受託者自身の財産や他の委託者の財産から独立したものとみなされる。受託者である信託会社が破産等に至った場合でも、信託会社の債権者は信託財産への強制執行等が禁止されている。

また、信託により、委託者からの倒産隔離の機能もあるが、その場合には真正売買性が問題となる。真正売買ではなく譲渡担保とみなされてしまえば、委託者が倒産した場合には破産管財人等により売買が否認されてしまう。

さらに、信託の事実を第三者に対抗するために、登録などの第三者対抗要件を備えることが必要である。

○転換機能

信託財産から、信託受益権に転換することで、流通性を高められるほか、信託受益権を分割して、優先劣後構造を持たせることも可能である。

○課税関係の透明性

信託段階では課税されず、受益者において課税される。委託者から受託者への財産の移転は、法人税法・所得税法上、原則として資産の譲渡・取得には該当しない。

利用者のメリット

信託を利用する場合、利用者（原権利者）には以下のメリットがある。

⁹ 参考文献：小林卓泰「知的財産ファイナンス」（2004.12）、松田政行「コンテンツ・ファイナンス」（2005.8）、土井宏文「コンテンツビジネス 法務・財務／実務論」（2006.6）等。

図表 3-9 信託利用者のメリット

信託財産の保全	信託を受けた信託財産を受託者の財産とは分別して管理(受託者の債権者が信託財産に対して権利を行使することはできない)
管理の軽減	利用許諾契約等の契約の一元管理 ロイヤリティなどの資金管理(ロイヤリティの入金等定期的報告) マスター素材等の信託財産に関する動産の管理 受託した知的財産権への侵害対応
収益性	運用の最適化による利用者の増加により収益の拡大期待
その他のサポート	エンコード ¹⁰ などの各種メディアへの対応 権利者への印税支払い業務の代行 (コンテンツの場合)

出所：土井宏文「コンテンツビジネス 法務・財務／実務論」(2006.6)

知的財産の信託には、管理、資金調達¹⁰の 2 つの側面がある。管理型の信託は、信託会社が信託財産に積極的な関与をせず管理に特化するものである。例えば特許権の信託の場合には、権利出願、特許年金の支払い、ライセンス先の発掘・ライセンス料金の徴収、権利侵害調査、権利侵害者に対する差止請求・権利行使、専門家の斡旋などの管理・活用を信託会社が行うことで、委託者は事業や開発などの得意分野に専念することができる。

もう 1 つの側面である資金調達は、信託受益権を第三者に譲渡し、その譲渡代金を委託者が受け取ることでファイナンスの効果をもたらすものである。特許の実施料等のロイヤリティを返済原資とする資金調達となる。信託期間中は、信託の倒産隔離機能により委託者の倒産リスクを回避することが可能となる。

(b)管理型信託の事例

管理型の信託には、グループ内信託、アウトソーシング、著作権等管理事業法による著作権の管理がある。

グループ内信託

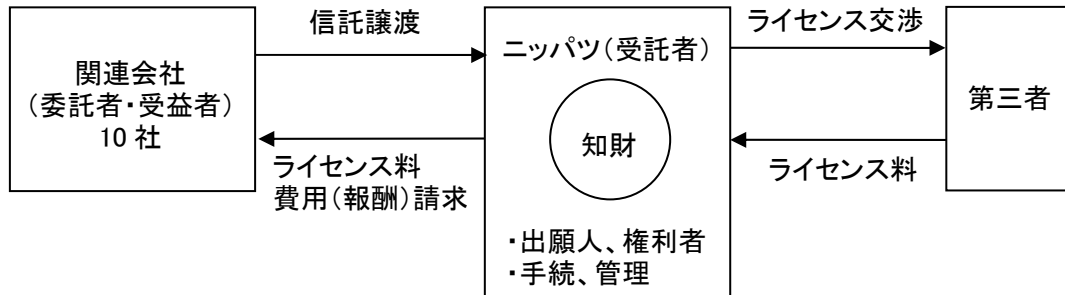
知的財産（特許権（特許を受ける権利を含む）、実用新案権、意匠権、商標権）を親会社が一元的に管理することで、戦略的な知的財産経営が可能となるほか、対外的な交渉窓口の一本化により、他者とのライセンス交渉や権利行使等の適切・迅速な対応が可能となる。信託契約、ライセンス契約により、親会社及び子会社が信託財産である知的財産を自社事業で利用することもできる。親会社ではなく、グループ内に設立した知財管理会社が、知的財産を一元管理することも可能である。

グループ内信託の事例としては、ニッパツ（日本発条）、コクヨなどのケースがある。

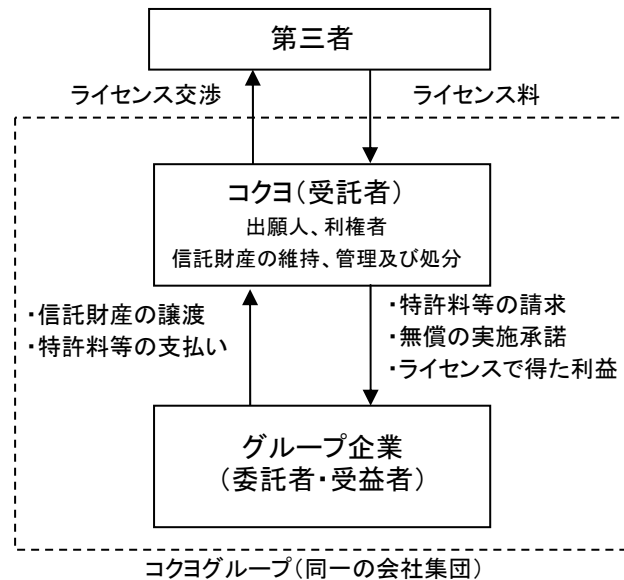
¹⁰ 信号、データを一定の規則に基づいて符号化すること。データの圧縮、暗号化などがこれにあたる。映画などの DVD ソフト作成にも使われる。

図表 3-10 ニッパツ、コクヨのグループ内信託の例

<ニッパツ>



<コクヨ>



出所：ニッパツ、コクヨのプレスリリース

ニッパツでは2005年9月に約2,500件、コクヨでは2006年8月に約4,000件の知的財産を親会社が一元的に管理する形で信託業を開始している。両社とも、戦略的な知財ポートフォリオの構築、対外交渉力の強化、出願戦略・訴訟対応ノウハウの共有・活用のメリットがあるとしている。

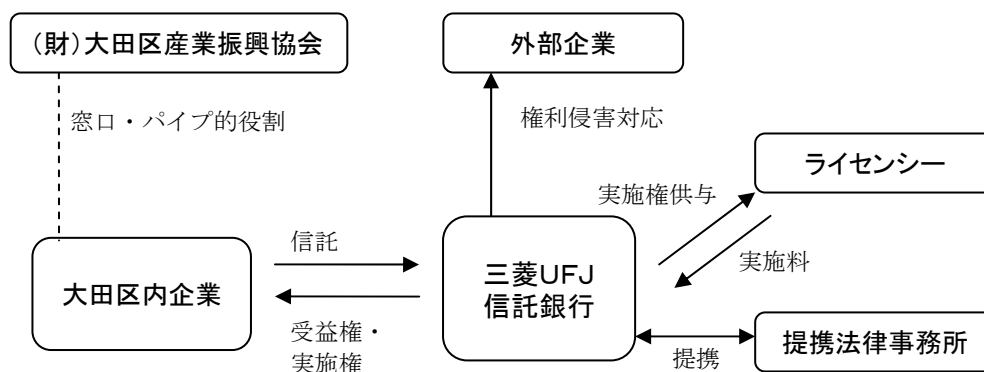
アウトソーシング

信託会社が知的財産を保有する機関・企業等から管理業務の委託を受ける形となる。委託者は、大企業・中小企業に限られず、大学や個人でも可能である。信託会社では、知的財産の売却やサブライセンスの付与の仲介業務、特許年金やライセンス収入等の管理業務、弁護士等の専門家の紹介を行うほか、権利侵害調査を行うことで権利侵害の抑制の効果が期待できる。

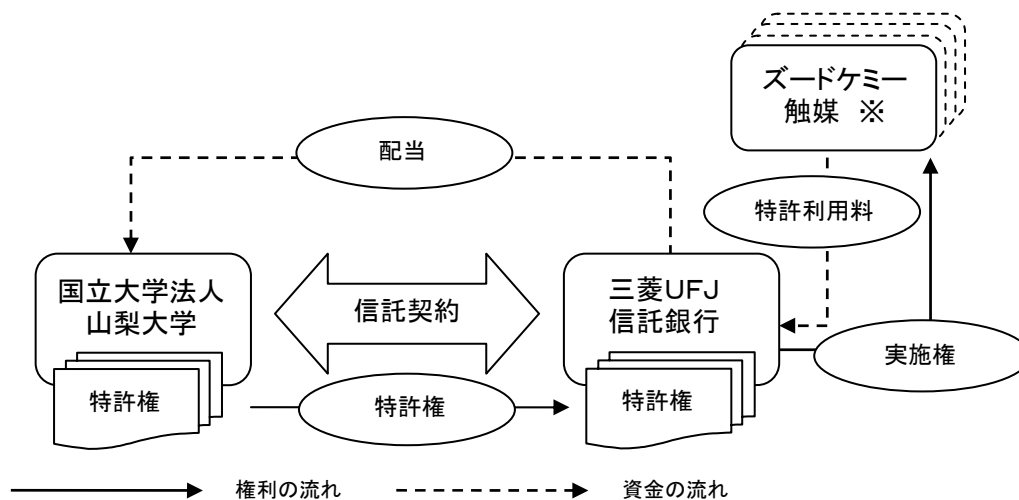
アウトソーシングの代表的な事例として、三菱UFJ信託銀行のケースがある。

図表 3-11 三菱UFJ信託銀行の信託を利用した知財管理のアウトソーシングの事例

<大田区の事例>



<山梨大学の事例>



※ 今後ほかの企業へも展開

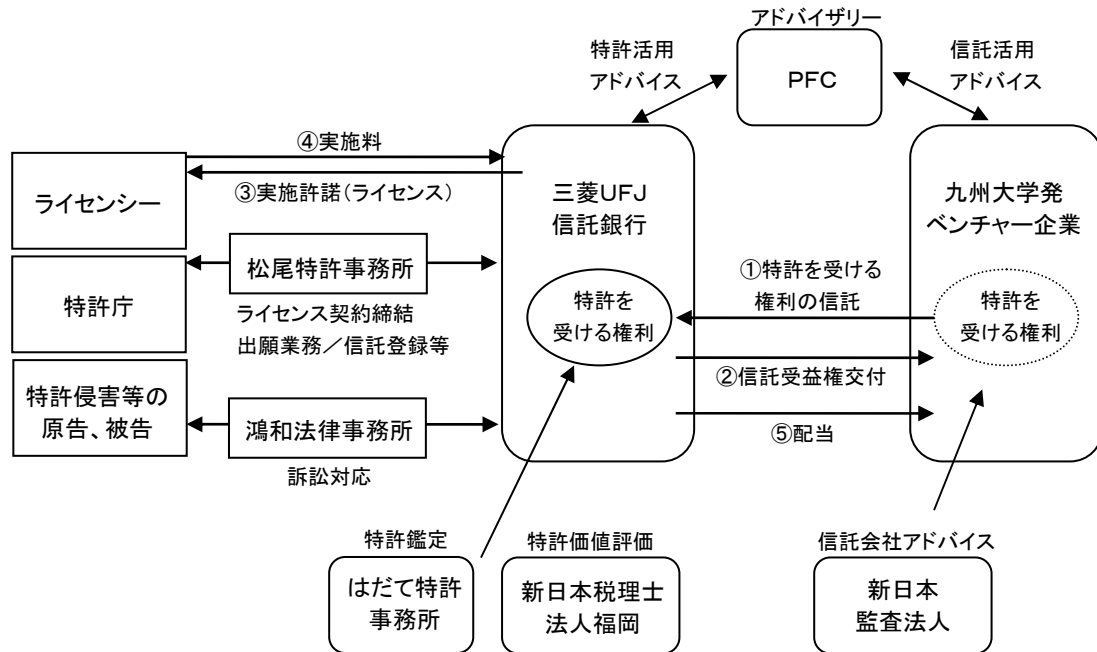
出所：三菱UFJ信託銀行のプレスリリース

大田区の事例では、大田区内のものづくり系企業が委託者となっている。中小企業やベンチャー企業では人的資源の制約もあり、知的財産の管理にまで手が回らないという問題があり、大手企業との交渉で不利な条件でのライセンス契約を締結してしまったり、権利侵害に対して泣き寝入りとなってしまいうこともある。受託者となる信託銀行では、これらの悩みを持つ複数の企業から委託を受けて管理業務を行い、対価として手数料と成功報酬を得るという契約を締結している。

また、山梨大学の事例は、山梨大学の特許権の管理・ライセンス体制の補完を目的としており、燃料電池分野の特許権の管理業務を信託銀行が行う形となっている。

法的に成立した権利だけでなく、特許を受ける権利の管理信託の事例もある。

図表 3-12 特許を受ける権利の管理信託の事例



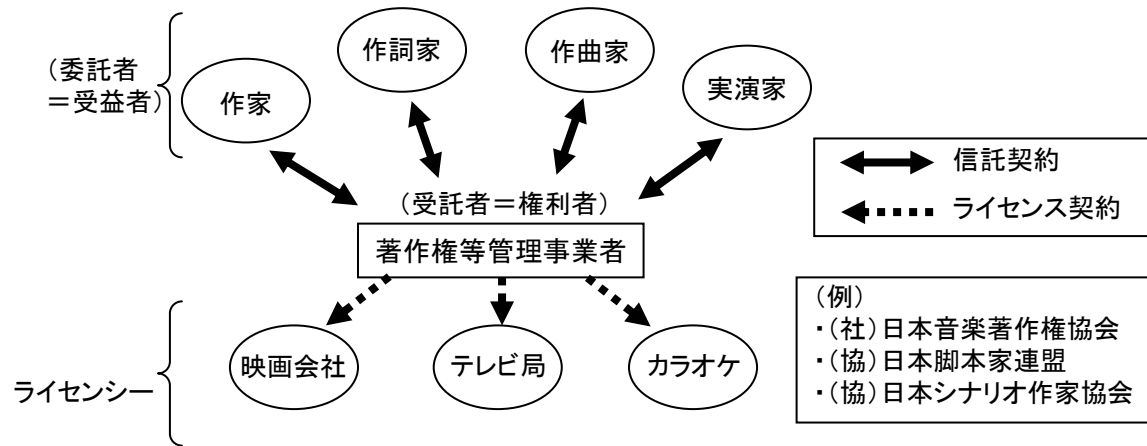
出所：三菱UFJ信託銀行のプレスリリース

この事例は、九州大学発ベンチャー企業が保有する特許を受ける権利を信託し、早い段階から専門家集団が関与することで、総合的なライセンス戦略やライセンス交渉を進め、特許の財産価値の一層の保護・活用を図ることを目的としている。ライセンスや技術提供の方法によっては、キャッシュフローで見た特許の財産価値が下がる可能性があることから考えられたスキームである。

著作権等管理事業法

管理委託契約に基づき、著作権または著作隣接権のみの信託の引き受けを業として行う者については、信託業務を行う者の内閣総理大臣の免許制の規定（信託業法第3条）は適用されない。著作権、著作隣接権を管理・仲介する事業を行う団体については、著作権等管理事業法が適用される。著作権の管理の委託の方法としては、著作権を移転する「信託」と、著作権そのものは移転せずに、使用許諾などの代行を行わせる「委任」の2種類がある。信託の場合は、作家、作詞家、作曲家等が著作権等管理事業者に対して著作権を信託し、管理事業者が権利者として使用料の徴収、権利行使を行う。

図表 3-13 著作権等管理事業法の例



出所：経済産業省資料

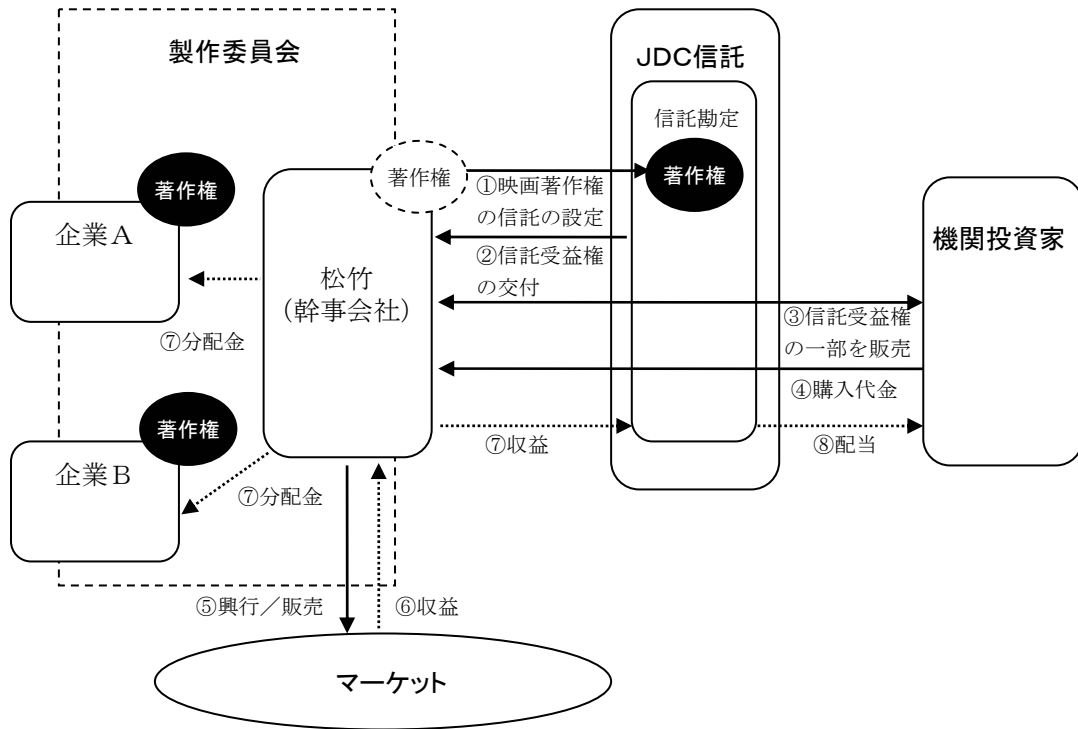
著作権等管理事業法による信託では文化庁に料金表の届出が必要となり、料金表と異なる利用料の設定ができない。この点で通常の管理信託と大きく異なる。さらに、著作権等管理事業法では、通常の信託のように信託受益権の流動化ができないため、後述するような資金調達には利用できない。

(c) 資金調達型信託の事例

資金調達型信託では、著作権（コンテンツ、ソフトウェアなど）の例が多い。著作権は将来の収益予測も立てやすいためと考えられる。特許権は、単体ではキャッシュフローを生むケースは一部を除いて考えにくいいためか、資金調達型信託での特許権の事例は見当たらない。

我が国初の著作権信託を利用した資金調達の案件は、JDC 信託（ジャパンデジタルコンテンツ信託）による松竹の「阿修羅城の瞳」という劇場用の映画の著作権を対象としたものである。

図表 3-14 阿修羅城の瞳の事例



出所：経済産業省資料、土井宏文「コンテンツビジネス 法務・財務/実務論」（2006.6）

この案件は、総事業費 13 億円で、松竹ほか数社が共同出資する製作委員会が著作権を有しており、そのうち松竹保有の著作権持分に信託を設定して信託受益権を交付している。信託受益権の一部は、JDC 信託を通じて機関投資家に販売する形となっている。

JDC 信託では、このほかにも著作権信託を行っているが、本格的なポートフォリオ型の信託として、シネカノン・ファンドがある。これは、映画会社のシネカノンが 2006 年から 2007 年にかけて制作する、あるいは海外から買い付ける映画合計約 20 作品を対象とした総額約 46 億 4,000 万円に上るファンドである。このうち、23 億 4,000 万円が制作費・買付費用、残りの 23 億円が P&A 費（Print and Advertising Expense, 広告宣伝費等の配給経費）及び予備費である。業界の慣習として、P&A 費については優先的に回収することが認められている。制作費・買付費用は、本来はリスクマネーであるが、過去のシネカノンの実績から、さほどハイリスクにならないとの認識となっている。

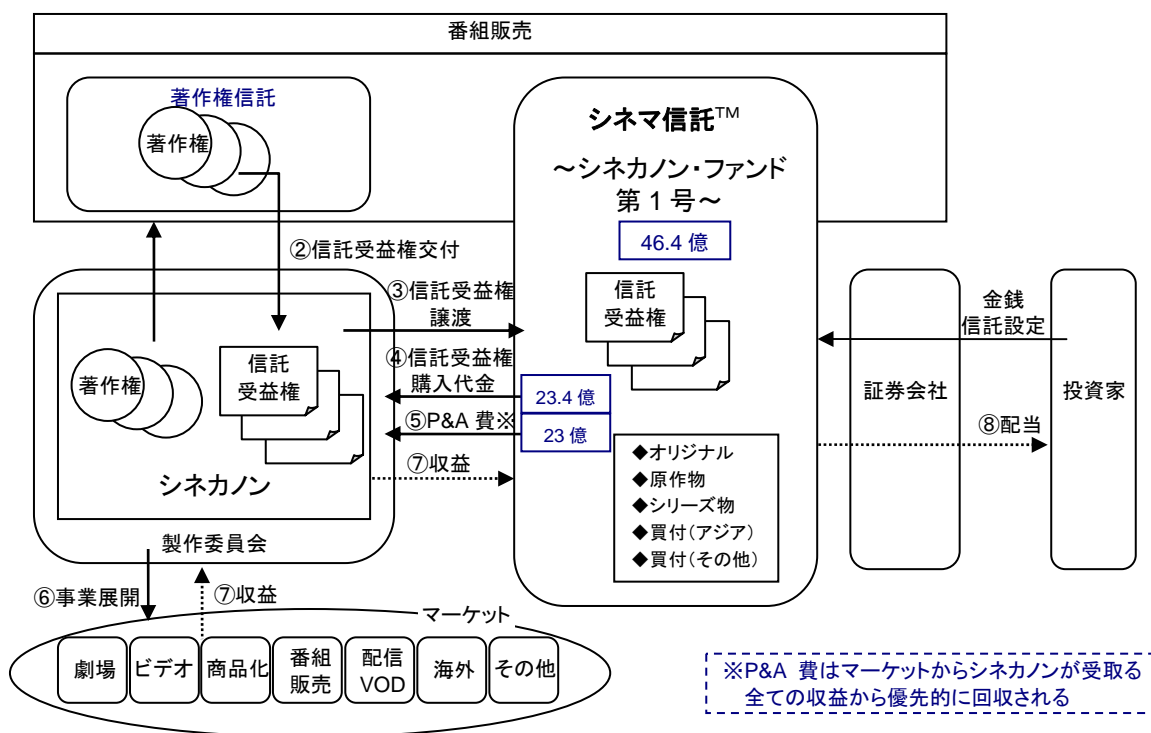
また、投資家への販売の最低投資単位は 2,000 万円となっている。個人の富裕層を販売ターゲットとしており、販売は日興コーディアル証券が担当している。

このスキームでは、投資家から金銭信託により資金を集め、合同運用指定金銭信託¹¹が受益権に投資する形になっている。信託受益権を小口化して個人投資家に販売した場合の税

¹¹ 複数の投資家の資金を一つにまとめ、合同で管理・運用する金銭信託。

務上の取扱いに問題があるため¹²、この形が取られている。

図表 3-15 シネカノン・ファンドの事例



出所：経済産業省資料、土井宏文「コンテンツビジネス 法務・財務／実務論」（2006.6）

シネカノン・ファンドは、前述のように対象となる作品が 20 作品と多数に上っているが、これは、複数の作品を対象とすることで、リスクを軽減させる目的がある。今回調査におけるヒアリングでは、金融商品として投資家に販売するということを考えると、最低 10 本程度は必要との意見もあった。

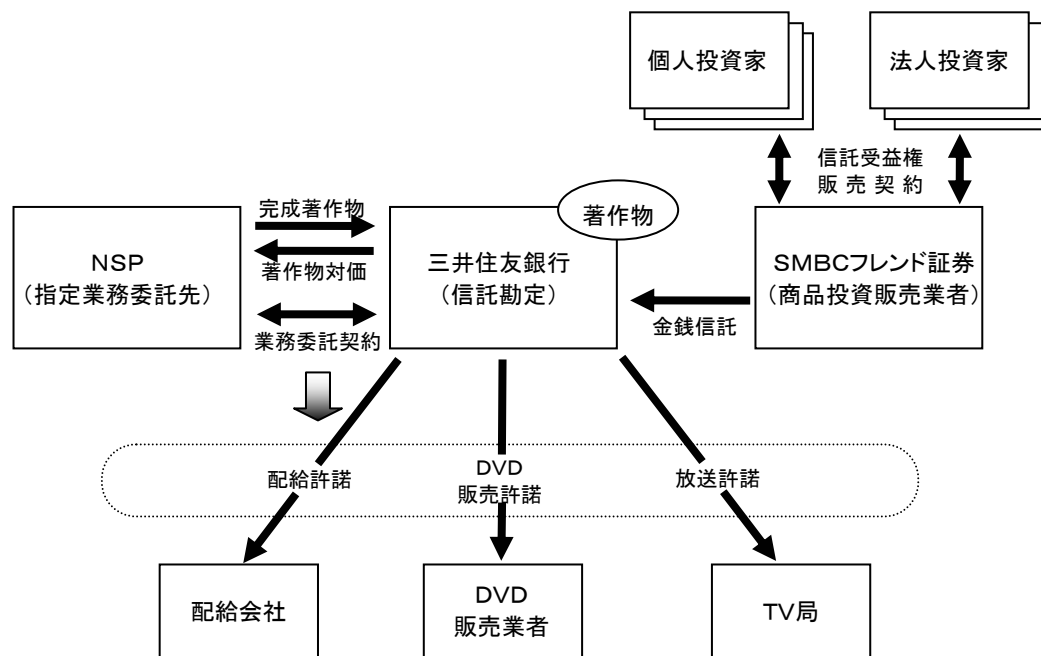
なお、JDC 信託では、コンテンツの評価は、インカムアプローチとなる DCF ではなくコストアプローチとなる制作費で見ている。制作費で見ると、エビデンスが取りやすく分かりやすい点があるほか、同社ではこのようなファンド組成の経験が多いことからコストの妥当性の判断に土地勘があることも要因となっている。

他社が組成した映画ファンドの事例として、北斗ファンド（総額 5 億円）のケースが挙げられる。シネカノン・ファンドと同様に金銭信託によって投資家から資金を集めているが、1 口 10 万円から投資可能となっており、小口投資を行う一般個人投資家がターゲットとなっている。また、信託会社である三井住友銀行が著作物を制作会社から購入する形と

¹² 税務上の損益を確定するために、受益者個人が確定申告を行う必要がある。

なっている点が特徴的である。

図表 3-16 北斗ファンドの事例



出所：経済産業省資料、SMBCフレンド証券ウェブサイト¹³

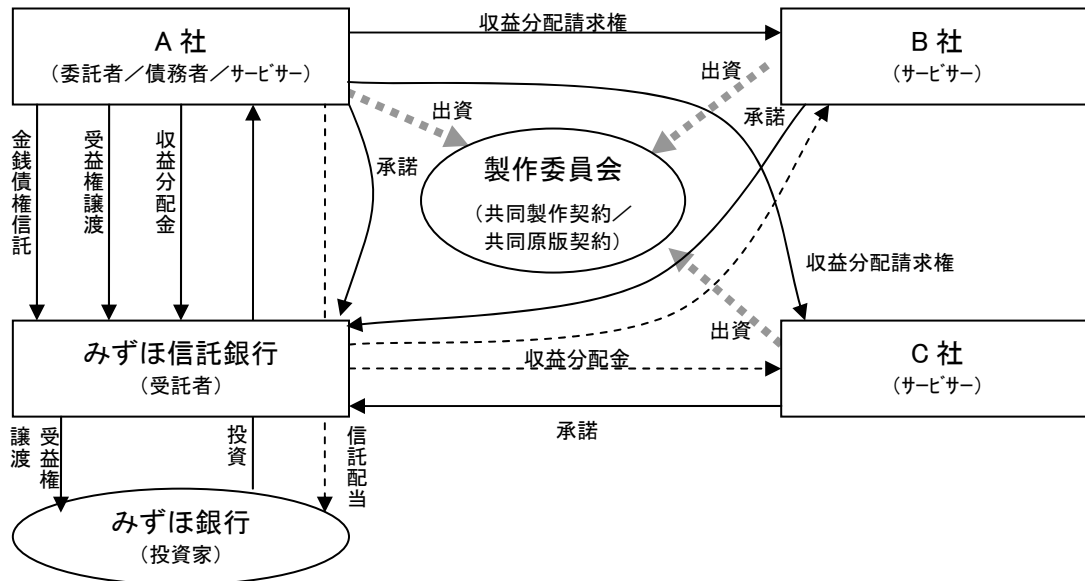
著作権信託は、著作権が成立していないと利用できない。アニメや映画などの作品を制作している期間に必要な資金については、著作権担保融資も含めて著作権を利用した資金調達は困難である。したがって、これまで見たJDC信託のような著作権信託を利用する事例では、著作物完成前につなぎ融資などが必要となってくるケースがある。

アニメや映画などのコンテンツ制作においては、後述する製作委員会という民法上の任意組合が用いられるケースが多いが、規模の小さな制作会社の中には、製作委員会に参加するための資金調達が難しい場合もある。みずほ銀行で取り扱っている著作権投資スキームでは、製作委員会を構成する各企業が持つ共同事業収益分配請求権を利用して、著作物完成前の資金調達を可能としている（規模の小さな制作会社も製作委員会に参加できるようになる）。

このスキームでは、銀行は融資ではなく投資家の役割を果たすことになる。みずほ銀行では、このスキームを利用して、2007年8月現在で150タイトル、累計50億円程度の取扱い実績がある。

¹³ <http://www.smbc-friend.co.jp/hokuto/>（現在はサイトの情報は削除されている。）

図表 3-17 共同事業収益分配請求権の信託の事例



出所：みずほ銀行資料

②SPC、LLP 等、信託以外を用いて行う流動化

信託以外にも、いろいろな SPV (Special Purpose Vehicle, 特別目的事業体)¹⁴を使った流動化が可能である。「組合」の仕組みを利用するもの、SPC (Special Purpose Company, 特別目的会社)を利用するもの、「資産流動化法」を利用するものの、大きく3つに分けられる。

(a)組合の利用

組合の利用では、民法上の任意組合、商法上の匿名組合、LLP (Limited Liability Partnership, 有限事業責任組合)¹⁵を利用したものの3つのパターンが考えられる。

民法 667 条以降で規定されている任意組合は、金銭だけでなく労務出資が認められ、組合財産は共有となるため出資者の持分に合わせて組合員がその財産を保有することになるといった特徴がある。また、組合員の同意がないと財産権を処分できない。さらに、投資家は無限責任を負うこととなり、後述する SPC などに比べて投資家の保護が弱いという問題がある。一方で組成コストが安いというメリットがある。アニメや映画などの著作権の分野でよく用いられる製作委員会では、任意組合の形態が採られている。

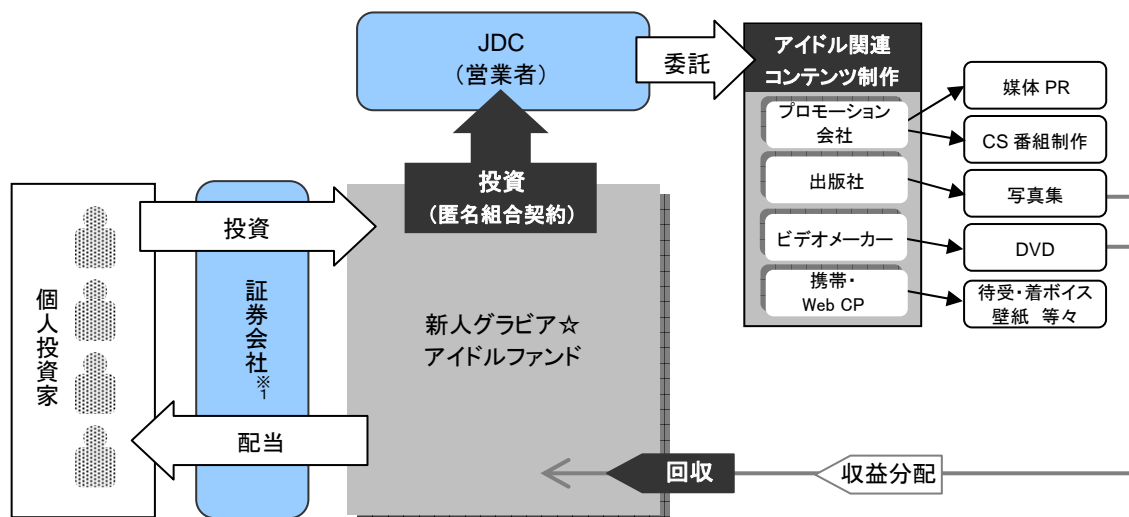
商法第 535 条以降で規定されている匿名組合は、出資者が営業者 (= 事業会社) に出資

¹⁴ SPV は、投資家と資産保有者をつなぐ特別目的事業体 (Special Purpose Vehicle)。会社等の組織を指す。自らは利益獲得などの目的を有さず、投資家からの資金調達等のためのみの器として設立される機関の総称。ビークル (Vehicle) は器のことである。SPV には組合、信託などがあり、SPC (Special Purpose Company, 特別目的会社) はその一形態である。

¹⁵ 2005 年 8 月の有限責任事業組合契約に関する法律の施行により生まれた組合の一形態であり、組合員全員の有限責任が確保されているほか、利益や権限の分配を出資比率によらずに自由に決定できるという特徴がある。

をし、その営業から生ずる利益の分配を受けるという形態になるが、資産はすべて営業者に帰属することとなり、営業者が倒産しても他の債権者に優先して弁済を受けることができない。したがって倒産隔離機能上問題がある形態といえる。匿名組合を利用したものとしては、以下のファンドの例がある。個人投資家からの投資を募集するコストを抑えるために、SPCではなくこの形態を利用したとされている。

図表 3-18 新人グラビア☆アイドルファンドのスキーム



※1:実際にはオンライン証券会社であるジェット証券が投資家への販売窓口を担当

出所：土井宏文「コンテンツビジネス 法務・財務／実務論」(2006.6)

(b)LLP

LLPは、2005年8月の有限責任事業組合契約に関する法律の施行により生まれた形態である。それ以前にも、投資事業有限責任組合契約に関する法律（ファンド法）により有限責任組合（LPS）という形態があったが、LPSでは1名の無限責任組合員を設ける必要があったほか、投資先が中小企業であること、出資者は100名以下であることといった制約が多く、使い勝手が悪かった。

LLPでは、組合員全員の有限責任が確保されているほか、利益や権限の分配を出資比率によらずに自由に決定できる、取締役会等の監視機関の設置は任意である等の内部自治が徹底されている。また、LLPには課税されず、出資者に直接課税される（＝二重課税の回避）という特徴もある。任意組合の場合は出資者のうち1社が倒産した場合には、その出資者の持分については執行の可能性があるが、LLPでは、出資者の債権者が組合財産を差し押さえることができないため、倒産隔離については、任意組合よりも強固である。

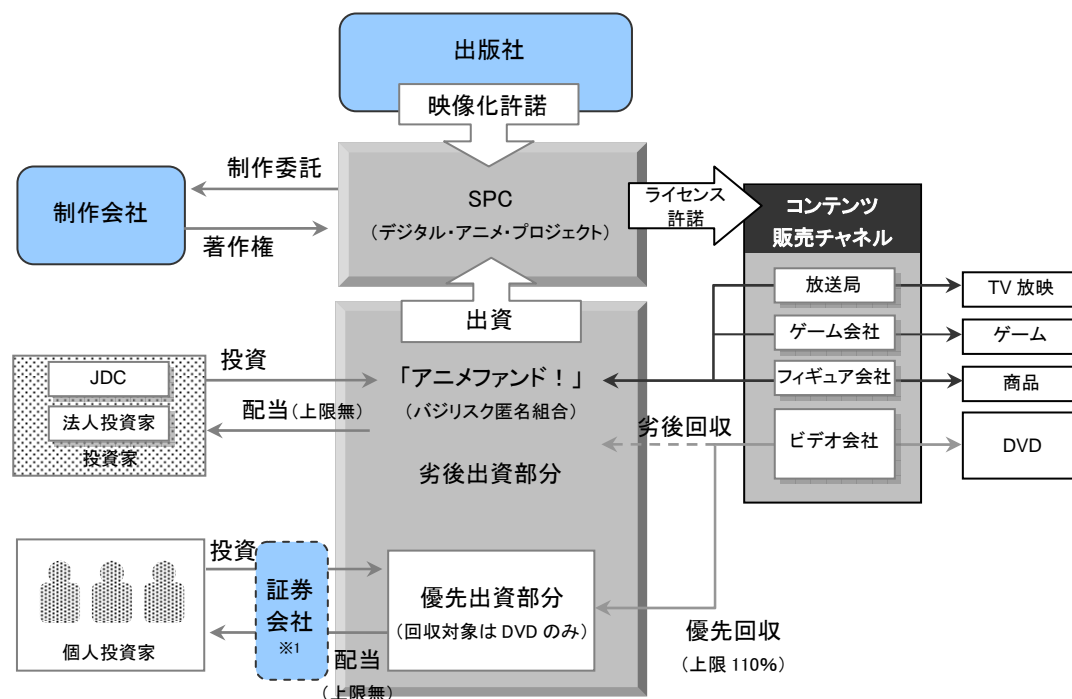
(c)SPC

SPCは、ある特定の目的のために設立される株式会社等の法人格のある機関である。先に見た制作委員会等の匿名組合方式では、窓口管理業務（いわゆる窓口権）を個々の組合員が行うが、法人格を持つSPCはそれ自体が事業を行うことができるため、SPCが例えば

製作会社への制作委託、映像化の許諾、ライセンスの許諾などの一連の業務を引き受けることができる。しかしながら、会社の形態となるために、決算時の会計報告を行うなど、資金の流れの透明性も確保する必要があるほか、組成コスト、維持コスト（弁護士費用、税理士費用等）がかかることとなる。会社法施行前は、資本金が少なくて済む有限会社を利用されるケースが多かったが、会社法施行後は、有限会社は新たに設立できなくなっている（ただし、株式会社の最低資本金制度も撤廃されている）。

SPC を利用したものとして、匿名組合等の中間法人を投資家からの受け皿とし、その匿名組合が SPC に出資する形態の事例もある（次の図表参照）。以前はケイマンなどのオフショアで設立した SPC に資金を送り、その SPC から日本の SPC に資金を出すといった方法が多く取られていたが、設立コストや手続きが複雑化してきており、最近では、有限責任中間法人¹⁶が多く利用されている。

図表 3-19 「アニメファンド！」の例



※1:実際にはジェット証券などオンライン証券会社2社が個人投資家への販売窓口を担当

出所：土井宏文「コンテンツビジネス 法務・財務／実務論」（2006.6）

¹⁶ 有限責任中間法人とは、中間法人法により設立された、社員に共通する利益を図ることを目的とし、かつ剰余金を社員に分配することを目的としない社団（＝中間法人）であり、中間法人の債務について社員が連帯責任を負わない法人。

先に見た製作委員会と SPC 方式を比較すると以下の通り。

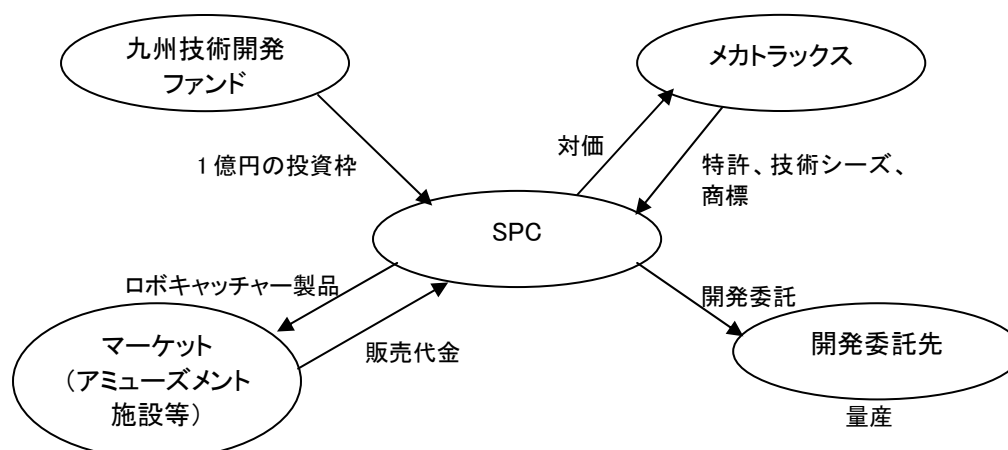
図表 3-20 製作委員会方式と SPC 方式の比較

項目	製作委員会方式	SPC 方式
組織形態	民法上の任意組合 (法人格なし)	商法上の株式会社または有限会社 (法人格あり)
投資契約の種類	任意組合契約	匿名組合契約
著作権の帰属	組合員(投資家)の共有(合有)	SPC
収益分配請求権の有無	あり	あり
投資家の責任の範囲	無限責任	有限責任
窓口権保持者	個々の組合員	SPC
資金の流れの透明性	低い	高い
倒産隔離効果	低い	高い
金融機関からの直接融資の可否	否	可
組成コスト	安い	高い
幹事会社または運営会社の事務負担	中程度	重い

出所：土井宏文「コンテンツビジネス 法務・財務／実務論」(2006.6)

このほか、SPC を利用したケースとして、知財を軸とした事業全体の流動化を行ったロボキャッチャーの事例がある。

図表 3-21 ロボキャッチャー事業への投資事例



出所：パテント・ファイナンス・コンサルティング資料より作成

ロボキャッチャーは、メカトラックス社が開発したロボット型のクレーンゲームであり、このスキームでは、特許、商標等を SPC に投入し、SPC が量産を別会社に委託してマーケットに販売する形となっている。資金供給を行う九州技術開発ファンドとメカトラックス社は、それぞれ販売事業で得られた収益の分配を受ける形となっている。

(c)資産流動化法

資産流動化法は、旧 SPC 法が 2000 年に改正されて制定された法律である。資産流動化法は、特定目的会社又は特定目的信託を用いた資産の流動化を行う制度を確立することで、

資産流動化の適正化を確保すること、投資家保護を図ることをねらいとしている。このため、特定資産の流動化に関する以下の基本的事項を記載した資産流動化計画を届け出る必要がある。

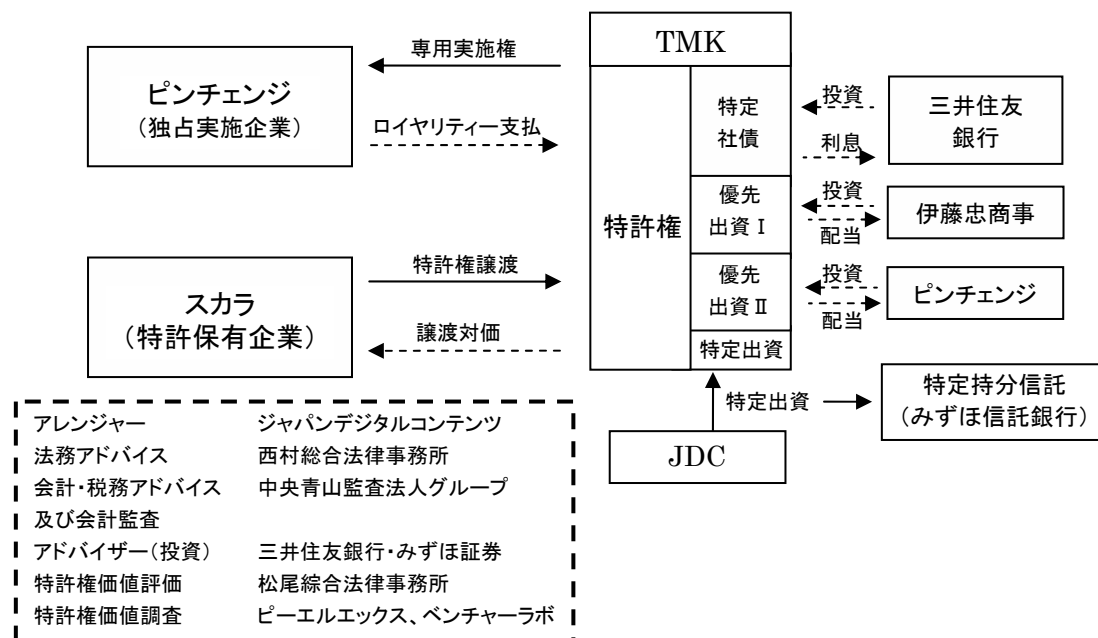
- ・ 資産流動化計画の計画期間など
- ・ 資産対応証券に関する事項
- ・ 特定資産の取得に関する事項
- ・ 特定資産の管理および処分に関わる業務の受託者など
- ・ その他

資産流動化法では、特定目的会社（TMK）¹⁷と特定目的信託について規定されている。TMKは、資本金が10万円で設立できる資産流動化法上の社団である。TMKを利用するスキームは、資産の保有者から特定の資産（＝ここでは知的財産）を取得し、一方で、優先出資、特定社債等の証券発行や借入により資金を集め、その特定資産の管理・処分で得られた金銭で、資産対応証券の債務の履行や利益の配当、残余財産の分配等を行う。TMKは証券を発行することとなるため、証券取引法上の規制を受ける。また、特定資産を処分した後には、解散することが原則とされている。さらに、TMKが利益の90%以上を外部に流出（＝配当）させないと、二重課税が回避されない。

¹⁷ 特定目的会社（TMK）は、資本金が10万円で設立できる資産流動化法上の社団である。TMKでは、特定資産の運用益のうち90%以上を配当として投資家に支払う（＝配当する）ことで、支払った配当を損金算入することが認められ、実質的に法人税が非課税となるという特徴があるが、資産流動化計画の作成・届出、資産流動化計画に関する業務以外の業務の禁止等の義務がある。

TMK を利用した特許権の流動化の案件として、以下の事例がある。

図表 3-22 ピンチェンジ社の事例



出所：ジャパン・デジタル・コンテンツ プレスリリース

先に見たように、このようなスキームで倒産隔離が認められるためには、真正売買が必要となるが、この事例では、終了時にピンチェンジ社が自社で買い取るか、第三者を指名するかを決める契約を結んだ上で、ピンチェンジ社がスカラ社を指名するという形になっている。

また、このようなスキームはコストも高くなる。実際に、ドキュメンテーション、登記・登録関係費用、アドバイザーフィー、特許調査、特許権登録、ファイナンスアドバイザーフィーなどが発生している。

資産流動化法は、TMK のほかに特定目的信託についても規定している。流動化対象資産を信託譲渡した信託会社（＝通常は信託銀行）が、資産の管理・処分のほか信託受益証券を発行して投資家に販売し、資金調達を行うこともできる制度である。先に見たように、信託業法の改正により知的財産権信託が可能となったため、知的財産権の流動化で規制の多い資産流動化法上の特定目的信託を利用するケースはあまりないと考えられる。ただし、資産流動化法の特定目的信託で設定される信託受益権は、証券取引法上の有価証券となるため、受益権証券とすることで流通性が非常に高い金融商品とすることも可能である。

(d)各ビークルの比較

これまで見た各ビークルの特徴をまとめると以下の通り。

図表 3-23 各ビークルの特徴

	LLP	匿名組合	任意組合	商法上の SPC	TMK	特定目的信託
準拠法	有限責任事業 組合契約に関 する法律	商法	民法	商法	資産流動化法	資産流動化法
倒産隔離 機能	○	×	組合員の持分 には執行可能	中間法人を利 用	中間法人を利 用	○
情報開示	必要	一般的に、契 約により開示 を規定	一般的に、契 約により開示 を規定	必要	必要	必要
スキーム 組成コス ト	安い	安い	安い	高い	高い	高い
受託者	組合	営業者	組合員	SPC	TMK	信託会社

出所：各種資料より みずほ総合研究所(株)作成

2. 米国

米国の知財流通活動において近年みられる新たな動きのひとつが、この業界への金融機関の進出である。特に米国市場において顕著であり、ヘッジファンド¹⁸やプライベートエクイティファンド¹⁹がこのような領域に進出している。

彼らの用いる手法は、優良な知財群を保有している企業に対するメザニンやシニアローン²⁰等のある程度リスクを抑えた知財担保融資や、また、企業や大学の保有するライセンス契約から生み出される将来のロイヤルティ収入に対する権利を、現在価値に割引いた価値で購入するようなストラクチャード・ファイナンス²¹型のビジネスモデルである。

このような投資の対象は、ライセンス契約からの収入のインパクトが相対的に大きい医薬業界が中心となっており、Drug Royalty²² (DRI Capital)や、Royalty Pharma²³等がこの活動に従事している。Royalty Pharma は、研究機関、個人発明家、製薬企業等と 8 年以上にわたる活動を展開し、現在、既に上市^{じょうし}されている約 10 製品と、臨床の後段階に至っている 4 製品に対するロイヤルティ収益権を保有している。彼らの投資対象となるものは、既に製品化され、市場に投入されているもの、あるいは、FDA や EMEA (European Medicines Agency) の認可を受けているものが中心となり、また、長期にわたるロイヤルティ収入を想定しているため、対象となる知財の安定性は投資判断の重要な要素となる。図表 3-24 に DRI Capital による将来ロイヤルティ権の購入事例を示す。

¹⁸ 株式や債券のような資産だけでなく、通貨先物や商品市況などに高度な運用手法を用いて投資するファンド。通常は機関投資家や富裕層等から公募ではなく私募で資金を集める。

¹⁹ 株式を公開・上場していない企業の株式に投資し、その企業の成長や再生の支援を行うことを通じて株式価値を高め、その後 IPO や他社への売却を通じて利益を得る投資ファンドのこと。ベンチャーキャピタル、企業再生ファンドはこの一種。狭義には、プライベートエクイティファンドの中でも成長後期や再生がらみの企業に投資するファンドを特にこのように呼ぶ場合もある。

²⁰ メザニン (Mezzanine) は「中二階」の意味。メザニン・ローンは、通常の融資 (シニア・ローン) よりも返済順位が劣後する融資。

²¹ 企業の信用力そのものに依拠するのではなく、ある事業を実施した場合にその事業から生み出される収益に注目して融資する金融手法。

²² <http://www.drugroyalty.com/>

²³ <http://www.royaltypharma.com/>

図表 3-24 DRI Capital の将来ロイヤルティ権に関する契約事例

Royalty Interest	Marketer	Deal Value
Enbrel (etanercept)	Wyeth	\$300,000,000
MGB Technology	Applied Biosystems	\$20,000,000
Cubicin (daptomycin for injection)	Cubist Pharmaceuticals	\$30,000,000
Abreva (docosanol)	GlaxoSmithKline	\$25,000,000
Neupogen (filgrastim), Neulasta? (pegfilgrastim)	Amgen	\$25,000,000
Remicade (infliximab)	Johnson & Johnson	\$75,000,000
Synagis (palivizumab)	MedImmune	\$15,000,000
Tobi (tobramycin)	Chiron (Novartis)	\$15,000,000
Xolair (omalizumab)	Genentech, Novartis	\$35,000,000
Zerit (stavudine)	Bristol-Myers Squibb Company	\$15,000,000

出所：同社ウェブサイト

3. 欧州

(1) 概要

欧州では、知的財産を対象とした資金調達スキームはごくわずかに限られている。今回の調査では、文献・WEBでの調査に加え、知財取引や事業化に関する活動に従事している以下のような企業・機関や専門家からの意見の聴取にも努めた。

- ・ ISIS Innovation and ISIS Enterprise (Oxford University's Technology Transfer and IP commercialization Company)
- ・ BTG plc.
- ・ NERC Knowledge Transfer
- ・ IP Commercialization Offices in Europe (Fraunhofer, INSERM, JRC, etc.)
- ・ The European Investment Bank
- ・ European Commission Officials
- ・ European Patent Office
- ・ Finance institutions, including HSBC Innovation Unit
- ・ Independent IP groups, including IP Added Value (Ocean Tomo's European Partner)

特許を対象とした資金化スキームに関するヒアリング対象者のコメントは、一様に、音楽や映画等に関する証券化の例は存在する一方、特許のような技術を対象とする知的財産に対する資金化スキームは、医薬関連技術を対象としたライセンス契約から発生するロイヤルティを対象としたもの以外は、ほとんど存在しないとのものであり、また、存在するスキームも米国を起源とするとのものであった。今回、欧州を対象とした調査において、知財を対象とした資金調達の成功例として唯一確認された Cambridge Displays Technology Ltd.の事例を以下に紹介する。

(2) 融資の事例

<特許を対象とした資金調達の事例： Cambridge Display Technology Ltd.の例>

1989年、ケンブリッジ大学・キャベンディッシュ研究所にて発明、特許化された PLEDS 技術 (Polymer Light Emitting Diodes) は、1991年、最初の試作ディスプレイが開発され、翌 1992年、ケンブリッジ大学とシード・ベンチャーキャピタルが共同で、Cambridge Displays Technology Ltd.(CDT)を設立した。その後、Philips や Uniax とライセンス契約を締結した。これらライセンス契約からのロイヤルティが 2005年頃から生み出され始めることが期待される一方、継続的な研究開発、プロセスの改善等を目的として早期に資金導入を必要とする CDT は、自社の保有する特許を対象とした資金導入を検討し、同社の保有する特許の有効性、広範なライセンス実績、巨額なライセンス契約頭金の獲得、期待され

る市場規模とその成長、業界における同技術分野への巨額投資の事実等に鑑み、2004年7月、CDTは、英国のLloyds TSBから約1,500万ドルの融資を受けることに成功した。

(3)証券化の事例

知財を対象とした証券化としては、英国の有名ロック歌手・David Bowieの音楽アルバムから生み出されるロイヤルティ収入を対象とした証券化が有名であり、同様の証券化が実施された。しかし、2000年初頭、インターネットでの音楽配信サービスが登場に伴う証券価値の低落の結果、このような音楽を対象とした証券化は停滞しているようである（David Bowieの音楽アルバムを対象とした証券は、2003年、Moody's Investors Serviceの格付けがA3からBaa3に下げられた）。

このように知財の証券化の対象は現在のところ音楽や映画等著作権を対象としたものか、既に商業化された（あるいは臨床試験が商業化近くまで進んだ）医薬等、すでにロイヤルティ収入が生み出されているものに限定されているが、今後新たな資産区分（asset class）として知財に対する認識が高まるにつれ、スタートアップ企業や、事業買収や規模拡大等を計画している企業の資金調達手段として、証券化が注目される可能性も示唆されている。

今回の調査の結果、オランダに本拠を置くIPEG社が特許の証券化サービスを検討している以外は、証券化スキームを提供している企業は特定されなかった。知財取引に関与している専門家の意見を以下に紹介する。

○John Davis, European Investment Bank (Luxembourg)

European Investment Bankに加え、European Investment Fund、OECD等の欧州組織が、過去に特許を対象とする証券スキームに対しては調査、研究したが、結局、具体的な成果には結びつかなかった。これに関する議論は、最近ではトーンダウンしている。European Investment Bank及びEuropean Investment Fundでは、特許の証券化に関する事例はこれまでになく、今後も投資スキームとして特許を対象とした証券化を行うことは考えていない。

○Mark Mawhinny, CEO of ISIS Enterprise and Tom Hockaday, CEO of ISIS Innovation (Oxford)

知的財産に関連した資金調達手段としてはIP GroupやImperial Innovationにより実施されているような株式(equity)を対象としたものや、ベンチャー・ファンドが一般的ではないか。また、将来のロイヤルティに対する権利を対象として資金提供をする米国のDrug Royalty Corpのような業者が存在する。

○Severin deWit, CEO of IPEG

欧州において初の試みとなる特許を対象とした証券化事業を計画中。金融機関との連携を前提とする同事業において、同社はコーディネーターとしての役割を果たし、出来る限り高い格付けを得るようなスキームを組むことが大きな目標となる。知財の評価は、外部専門会社に依存する予定。

4.韓国

韓国では、流通市場同様、資金調達においても未だ黎明期であるといえる。韓国では公的機関である KIBO²⁴が、知財関連の資金調達促進の役割を担っている。ここでは、KIBO の活動について記載する。

(1)KIBO の概要

①設立、使命

1980 年代、韓国では、市場活動における一層の自由度を求める声が高まる一方、技術革新が競争優位性を確保する上で重要な源泉となることが広く認識される中で、技術志向の企業を育成する必要性に基づく国家的方針が打ち出された。このような環境の中で、1989 年、“Finance Assistance to New Technology Business Act”（2002 年、“KIBO Technology Fund Act”と名称変更）の下で、非営利信用保証機関として韓国政府により設立された。

KIBO は、技術志向の若い企業に対する信用保証を与えることで、これらの企業への投資促進を図り、また、技術的に有力な中小企業及びベンチャー企業の成長を促すことで、自国経済の発展に寄与することを使命とする。

②役割、サービス

技術志向の有望な中小企業やベンチャー企業を支援、育成する目的で、KIBO は次のようなサービスを提供している。

- ・信用保証
- ・技術評価サービス
- ・技術及びマネジメントに関するサービス

(a)技術信用保証

有望な技術とビジネスの見通しを保有していながら、投資を受けるための担保を持たない中小、ベンチャー企業に対して、彼らが保有する技術資産に対して信用保証サービスを提供。

(b)技術評価サービス

技術を客観的かつ公正に評価することを目的として、KIBO は Technology Appraisal Center (TAC) を設立。TAC の設立により、有望な技術を保有する中小企業が担保無しで金融機関から容易に融資を受けることが可能となる環境が整備された。これまで合計 74,000 件を超える案件の評価実績があり、新たな評価モデルの開発や修得を進めることで、同センターは質、量ともに進化を続けている。

²⁴ <http://eng.kibo.or.kr/main.asp>

(c)技術及びマネジメントに関するサービス

信用保証や技術評価以外に、M&A や技術導入等を利用した経営改善支援や、最新技術に基づくスタートアップ企業の立上げ支援、公的資金が与えられるプロジェクトへの応募支援等のサービスも提供している。

図表 3-25 KIBO の提供するサービス



出所：KIBO ウェブサイト

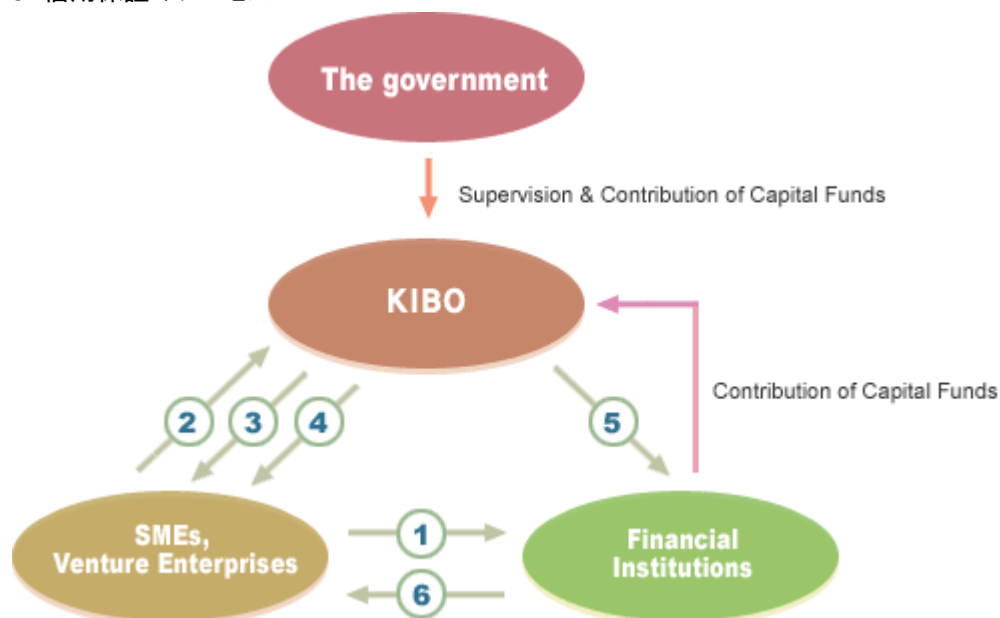
③技術信用保証

経営上のリスクや、市場環境の変化から影響を受けやすい等という点から、金融機関は中小やベンチャー企業への融資に対しては消極的であり、彼らの融資対象は、より安全性の高い大企業へ向かいがちである。このような状況に対して、KIBO は、債務不履行に伴う損害を保護するような種々の技術保証スキームを展開している。これらスキームは、有望な技術を持ちながら、しかるべき担保を持たない、あるいは、過去に融資実績を持たない等の理由で、金融機関からの融資を受けることが難しい中小企業、ベンチャー企業への融資促進に貢献している。

一般的に、信用保証スキームは次の図表のようなプロセスで行なわれる。融資を求める潜在的借り手に対して、その借り手の信用状況、資金の使途、更には、保有技術の優位性

等に関して、KIBO のスタッフが審査。その結果、保証が妥当であると判断された場合、KIBO から発行される信用保証を認める書状を金融機関に提出、資金の融資を受けるというプロセスになる。

図表 3-26 信用保証のプロセス



- ①融資の申込み
- ②相談、技術保証の申込み
- ③信用状態に対する評価、調査
- ④技術保証の承諾
- ⑤保証状の発行
- ⑥融資実行

出所：KIBO ウェブサイト

このプロセスにおいては、信用状態に対する調査と技術に対する評価が重要なステップとなる。

(a)信用状態に対する調査

信用状態に対する評価（格付け）、事業の見通し、妥当な保証額等に関して分析。事業の見通しや社会に対する利益等、将来志向の要素に重点を置いた方針が採用されている。評価を体系的、効率的に行なうことを目的として、“Artificial Intelligence Credit Evaluation Model”が 2000 年に開発された。この信用状態の調査を目的としたソリューションは、客観的な経済的評価、主観的な非経済的の両面に対応出来るよう考案され、企業規模や活動す

る産業領域等を含む変数に対して重み付けをすることで、最終的に 100 点を満点とした得点付けを行い、下記に示すような 10 段階での評価を行なう。

図表 3-27 信用評価システム

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D
Points Coverage	Over 95	92-95	90-92	85-90	83-85	70-83	56-70	45-56	21-45	Under 21

出所：KIBO ウェブサイト

KIBO による技術信用保証の実績は以下の通り。全体の 8 割以上が新技術・新事業をベースとする企業を対象とした保証となっている。

図表 3-28 信用保証の実績

	2002	2003	2004	2005	2006
New Technology Business	9,449	9,311	9,567	8,886	11,308
%	84.9	83.2	86.0	88.3	97.6
Others	1,683	1,876	1,561	1,175	27
%	15.1	16.8	14.0	11.7	2.4
Total	11,132	11,187	11,128	10,060	11,335

出所：KIBO ウェブサイト

(2)技術評価について

技術は企業の将来業績を決定する最も重要な要素のひとつと考えられるが、無体財産である技術が有する金銭的価値を評価することが困難であり、また、一般的な商品のように容易に取引が可能となるような財では無いため、近年まで、金融機関は技術を担保として認めることは無かった。

このような環境下で、技術的能力を対象とした信用保証機能を導入するために、KIBO は、1997 年、Technology Appraisal Center (TAC) を設立し、技術評価サービスを開始した。現在、300 余名の評価専門家が本部及び 14 の TAC オフィスに勤務。これに加え、800 余名の外部専門家が技術評価業務に従事している。

TAC の使命は、ビジネスの将来性、特許権等として登録された技術の評価、新技術の商業化可能性等の評価を実施、その結果、それらが有する価値に対する融資の機会を増やすことで、スタートアップ企業設立の促進、中小企業やベンチャー企業の発展を促すことである。このような TAC の提供するサービスは、従来型の担保を持たない中小企業やベンチャー企業が金融機関から融資を受け、新技術の開発促進、新技術の導入等を進めるうえで大きな助けとなっている。

①TACの人的構成

中核となる技術評価機関に加え、14のTACが、KIBOの活動を支援している。各TACでは、電気・電子、通信、材料、金属、化学等の専門家が評価作業に従事している。これらTACのスタッフに加え、多数の外部技術専門家がTACの技術評価活動を支援している。

②目的志向の技術評価

KIBOは、依頼者の持つ評価目的に応じて次の手法の中から最適なものを選択、評価を実施する。

- Technology Value Appraisal
- Appraisal of the Commercial Viability of Technology Project
- Comprehensive Technology Appraisal

(a)Technology Value Appraisal

当該技術が生み出すことが予想される現在及び将来の収益を計算することで、その技術の市場価値を金銭的に評価することを目的とする手法。評価者には、技術に対する専門知識と、現在及び将来の市場動向に対する洞察が求められる。この手法は、技術や事業の売買、移転、技術の担保価値の評価等の目的に採用される。

(b)Feasibility Assessment of Technology

技術やビジネスの将来性に関する評価であり、評価結果は、商業化可能性や実施可能性に関するレーティングやオプションのようなかたちで依頼者に提示される。政府や地方自治体、民間の金融機関が用意するファンドへの応募者の審査等に活用される。

(c)Comprehensive Technology Appraisal

将来性豊かな事業や技術を探索、そこへの金融機関からの投資を目的としているような場合、KIBOの提供する技術評価は有益なお墨付きとなる。中小、ベンチャー企業を対象とする株式市場であるKOSDAQ（Korea Securities Dealers Automated Quotation）への上場の資格審査においてもKIBOの実施するComprehensive Technology Appraisalが採用されている。

③技術評価手順

革新的技術の保有者や、その他技術評価を必要とする企業、機関（例えば、ベンチャー企業への融資を検討している金融機関や、信用保証の付与を決定する立場にある公的機関など）から評価の申込みを受けたTACは、次の手順で評価を実施、その結果を依頼者に通知する。

予備評価

各技術評価項目の基準に対する満足度、対象となる技術、その技術が適用される市場の状況、ビジネスの見通し等を予備的に評価

主要評価

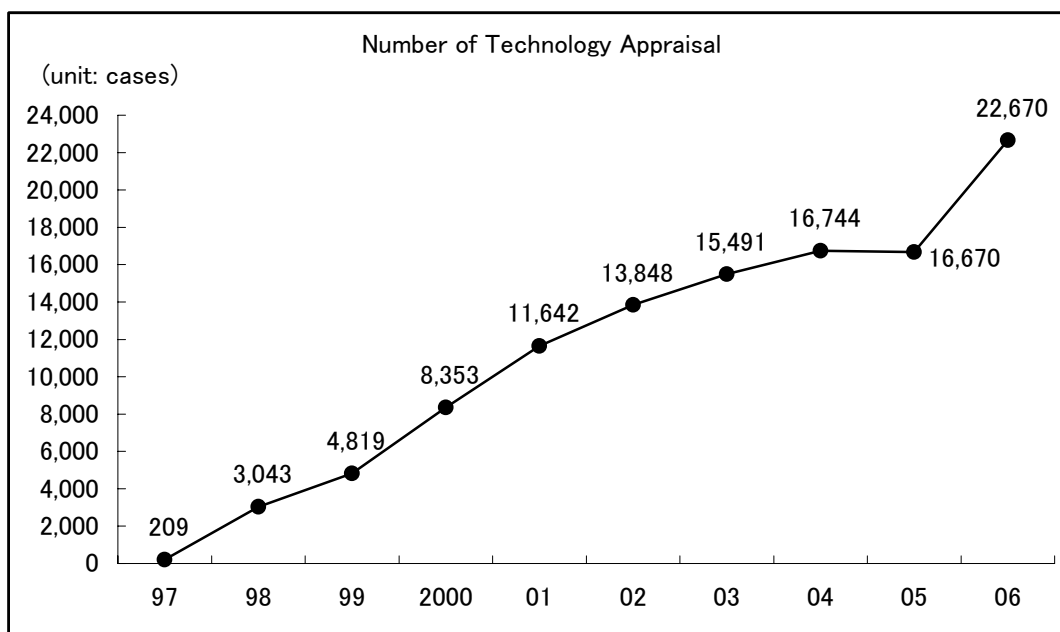
TAC のスタッフが評価対象者を訪問、技術開発に必要な能力、人材、技術開発計画の内容、製造能力等、技術の事業化の可能性、実効性に関する評価。

更に、この現地での評価活動に加え、補足的評価活動として、公的資料やインターネット上の情報の閲覧、同業他社からの意見聴取などを実施する。

④技術評価実績

1997 年以来、KIBO による技術評価実施の総数は 11 万件を超える。2006 年の評価件数は、1998 年の評価件数の実に約 7.5 倍にのぼる。

図表 3-29 KIBO による評価件数の推移



出所：KIBO ウェブサイト

韓国における知財流通、移転に関わる活動は、現在、KTTC や KIBO のような公的機関が先導的役割を果たしている。このような活動を志向するプレーヤーが民間にも登場してきているが、市場において存在感を示すには至っていないのが現状のようである。KTTC や KIBO による活動の目的は、技術を事業に発展させることであり、この目的に沿って提供されているサービスは、今回の調査の対象である知財流通というよりも、技術開発や育成の面により重点の置かれたものとなっている。韓国経済に関する議論においては、幾つかの財閥 (chaebol companies) を中心とし、その他多数の中小企業からなる特殊な企業構造

が頻繁に指摘される。韓国市場は、すでにグローバル市場において大きな存在感を持つ一部財閥系企業と、それ以外の多数の中小企業から成り立っている。韓国経済の今後の発展の為には、技術を武器として、これら多数を占める中小企業を、どのように発展させてゆけるかが大きな課題と考えられ、KTTC や KIBO が提供しているサービスは、まさに、このような状況において求められているものである。

知的財産の流通・資金調達事例調査報告

平成 19 年度 知的財産の適切な保護・活用等に関する調査研究（オープン・イノベーション時代の知的財産の流通・資金調達事例 国際実態調査） 委託調査事業

企画・監修：経済産業省 知的財産政策室

中原 裕彦

山本 英一

俣野 敏道

宇佐美早苗

調査・編集：国内；みずほ総合研究所株式会社

松本 英之

眞崎 昭彦

藤掛 康伸

海外；Japan IP Network 株式会社

吉野 仁之