

大学による大学発ベンチャーの株式・新株予約権 取得等に関する手引き

知的財産権のライセンスに伴う新株予約権の取得を中心に

2019年5月

経済産業省

はじめに

国立大学法人による大学発ベンチャーの株式の取得に関しては、平成 17（2005）年 3 月、文部科学省から「国立大学法人及び大学共同利用機関法人が寄附及びライセンス対価として株式を取得する場合の取扱いについて（通知）」（平成 17（2005）年 3 月 29 日付け 16 文科高第 1012 号、高等教育局長、研究振興局長通知）が発出され、それが可能という解釈が示されました。それ以降、幾度かに渡り同省からより柔軟な運用に向けた通知が発出されてきましたが、平成 31（2019）年 1 月に施行された、「科学技術・イノベーション創出の活性化に関する法律」（平成二十年法律第六十三号）において、国立大学法人が研究開発の成果を事業活動において活用する大学発ベンチャーへの支援の一環として株式・新株予約権を取得することが可能であることが法律上明記されました。

実際に株式等の取得経験のある大学は近年増加していますが、私立大学を含めても、米国等の大学と比較するとまだまだ少ない状況です。その背景の一つとして、大学の株式・新株予約権取得に係る各業務やそれに関わる知識が広範囲に渡るため、大学に認められる活動やコンプライアンスの範囲でどのようにそれらの業務を行うべきか、大学ごとに検討するノウハウや知識が不足していることが挙げられます。

このような状況を受け、経済産業省「大学による大学発ベンチャーの株式・新株予約権取得等に関する調査」では、株式・新株予約権の取得・付与経験のある国内外の大学や大学発ベンチャーに対するヒアリング調査及び有識者委員会による検討を行い、本手引きを策定しました。

● 本手引きの性格と構成

本手引きは、日本の大学が大学発ベンチャーの株式・新株予約権取得に係る業務を行うための各業務における基本的な考え方と留意点を整理しています。特に、日本の大学における基本的なケースである、特許等の知的財産権のライセンスに伴う新株予約権（ストックオプション）の取得にフォーカスし、多くの大学にとって参考になる手法について記載しました。したがって、法令や政府からの通知、ガイドライン等の範囲内であれば、本手引きに記載している以外の考え方や手法によって株式・新株予約権の取得等を行うことを否定するものではありません。

主な読者としては、大学が株式・新株予約権を取得し売却するまでに関与すると想定される、大学の経営層、産学連携や大学発ベンチャー支援関連部署の職員、財務担当部署等の職員を想定しています。全体を通して読むことで、業務の全体像をとらえることができます。また、各業務部署の担当者が必要箇所だけ読むという使い方もできるよう構成しました。なお、本手引きは法律などにより株式等取得への制限のある国公立大学を想定した記述となっていますが、私立大学も参考にできる内容が含まれています。

全体は 4 つのパートにより構成されています。「1. 大学による大学発ベンチャーの株式・新株予

約権取得の概要」では、大学による大学発ベンチャーの株式・新株予約権取得の範囲、その意義、リスクなどについて、国内外の関連する取組例と合わせて示しています。「2. 新株予約権（ストックオプション）に関する各検討フェーズにおける留意点（知的財産権のライセンスに伴い新株予約権を取得する場合）」では、知的財産権のライセンスに伴う新株予約権の取得から株式の売却に至るまでの各プロセスにおける基本的な考え方と留意点を示しています。「3. 今後の展望」では、今後の大学による大学発ベンチャーの新株予約権・株式等取得の発展への期待を示しています。また、「4. 参考資料」では、関連する法律の条文や、上記経済産業省調査の一環として行った日本の大学への関連する取組に関するヒアリング調査の結果¹、実際に大学発ベンチャーの新株予約権を取得した経験のある東京大学の契約書例を提示しています。

また、「2.1 新株予約権の取得時」では、特に判断すべき事項が多岐に渡ることから、判断に当たって論点となる事項を一覧できるよう、「チェックリスト」を付しています。これは、あくまで判断の参考とするもので、すべてのチェック事項が満たされていなければいけないというものではありません。

¹ 「科学技術・イノベーション創出の活性化に関する法律」の公布前の状況についての、ヒアリング調査です。

用語の定義

大学発ベンチャー	<p>下記のいずれかに当てはまる企業と定義する。(経済産業省)²</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 研究成果ベンチャー： 大学で達成された研究成果に基づく特許や新たな技術・ビジネス手法を事業化する目的で新規に設立されたベンチャー ● 共同研究ベンチャー： 創業者の持つ技術やノウハウを事業化するために、設立5年以内に大学と共同研究等を行ったベンチャー ● 技術移転ベンチャー： 既存事業を維持・発展させるため、設立5年以内に大学から技術移転等を受けたベンチャー ● 学生ベンチャー： 大学と深い関連のある学生ベンチャー ● 関連ベンチャー： 大学からの出資がある等、その他大学と深い関連のあるベンチャー
新株予約権	<p>株式会社に対して行使することにより当該株式会社の株式の交付を受けることができる権利³。そのうち、ストックオプションは「会社が取締役や従業員等に対して与える、あらかじめ決められた価額（権利行使価額）で一定期間内に一定数の自社の株式を取得することのできる権利を指している⁴。 <本手引き内の「新株予約権」は基本的には「新株予約権（ストックオプション）を想定した記述です。></p>
ベスティング	一定の時期の経過に応じて権利を確定させる契約条件 ⁵ 。
ベンチャーキャピタル（VC）	ベンチャー企業に出資して株式を取得し、将来的にその企業が株式を公開（上場）した際に株式を売却し、大きな値上がり益の獲得を目指す投資会社や投資ファンド ⁶ 。
ロックアップ条項	株主の株式売却を一定期間制限する条項 ⁷ 。
リビングデッド	ベンチャー企業が株式公開も倒産もせずに存続している状態。
EXIT	投資回収のこと。一般に、株式公開（IPO）や事業売却（M&Aによる第三者への売却）により達成される。

² 経済産業省「平成29年度産業技術調査事業（大学発ベンチャー・研究シーズ実態等調査）報告書」、2018年

³ 会社法第2条21号

⁴ SMBC日興証券「初めてでもわかりやすい用語集>ストックオプション」

⁵ AZX総合法律事務所、起業家&経営者のための法務・会計用語集サイト「ベスティング」、
<https://www.azx.co.jp/glossary/%E3%83%99%E3%82%B9%E3%83%86%E3%82%A3%E3%83%B3%E3%82%B0/?hilitte=%27%E3%83%99%E3%82%B9%E3%83%86%E3%82%A3%E3%83%B3%E3%82%B0%27>

⁶ 経済産業省「事業会社と研究開発型ベンチャー企業の連携のための手引き（第二版）」、2018年

⁷ AZX総合法律事務所、起業家&経営者のための法務・会計用語集サイト「ロックアップ条項」、
<https://www.azx.co.jp/glossary/%E3%83%AD%E3%83%83%E3%82%AF%E3%82%A2%E3%83%83%E3%83%97%E6%9D%A1%E9%A0%85/?hilitte=%27%E3%83%AD%E3%83%83%E3%82%AF%E3%82%A2%E3%83%83%E3%83%97%27>

目次

1. 大学による大学発ベンチャーの株式・新株予約権取得の概要	1
1.1 大学による株式・新株予約権取得・保有が認められる場合	1
1.1.1 株式・新株予約権が取得できる大学発ベンチャーへの支援内容	1
1.1.2 株式売却に関する制限	2
1.2 大学発ベンチャーの株式・新株予約権取得の意義	4
1.2.1 研究成果の活用・社会実装促進	4
1.2.2 大学の自律的なベンチャーエコシステム構築	5
1.3 大学発ベンチャーの株式・新株予約権を取得した事例	6
1.3.1 日本の大学の状況	6
1.3.2 海外（米国）の大学の状況	12
1.4 株式・新株予約権取得で大学が考慮すべきリスク	14
1.4.1 金銭的な損失	14
1.4.2 社会的信頼性やブランドの毀損	14
2. 新株予約権（ストックオプション）に関する各検討フェーズにおける留意点（知的財産権のライセンスに伴い新株予約権を取得する場合）	15
2.1 新株予約権の取得時	16
2.1.1 必要な体制	16
2.1.2 <新株予約権の取得判断の際のチェックリスト>	18
2.1.3 実務上のポイント	19
2.2 新株予約権の保有時	29
2.2.1 必要な体制	29
2.2.2 実務上のポイント	29
2.3 新株予約権の行使、株式の売却時	33
2.3.1 必要な体制	33
2.3.2 実務上のポイント	33
3. 今後の展望	38
4. 参考資料	39
4.1 大学の株式・新株予約権の取得に関連する通知や法律（抜粋）	39
4.1.1 科学技術・イノベーション創出の活性化に関する法律（平成二十年法律第六十三号、平成 31（2019）年改正）	39
4.1.2 研究開発法人及び国立大学法人等による成果活用事業者に対する支援に伴う株式又は新株予約権の取得及び保有に係るガイドライン（内閣府・文部科学省）（平成 31（2019）年 1 月 17 日発出）	39
4.1.3 国立大学法人及び大学共同利用機関法人が株式及び新株予約権を取得する場合の取扱いについて（通知）（平成 29（2017）年 8 月 1 日付文部科学省高等教育局長・研究振興局長通知）	40

4.2 日本の大学へのヒアリング結果	41
4.2.1 国立大学法人 東京大学	41
4.2.2 国立大学法人 九州工業大学	44
4.2.3 学校法人 慶應義塾 慶應義塾大学	48
4.3 新株予約権契約書の例（東京大学）	51
4.3.1 新株予約権割当契約書	51
4.3.2 発行要領（別紙）	52

1. 大学による大学発ベンチャーの株式・新株予約権取得の概要

1.1 大学による株式・新株予約権取得・保有が認められる場合

日本では、大学の研究開発成果の普及及び活用を進めるために、法律やその運用などの整理が進められてきました。ここではまず、法律（科学技術・イノベーション創出の活性化に関する法律）やその運用状況などを踏まえ、どのような場合に日本の大学の大学発ベンチャーの株式・新株予約権の取得が認められているか整理します。

1.1.1 株式・新株予約権が取得できる大学発ベンチャーへの支援内容

国立大学法人・大学共同利用機関法人・公立大学法人（以下「国立大学法人等」という。）に関しては、平成 30（2018）年 12 月に成立、平成 31（2019）年 1 月に施行された「科学技術・イノベーション創出の活性化に関する法律」（以下「科技イノベ活性化法」という。）及び同月内閣府・文部科学省が発行した「研究開発法人及び国立大学法人等による成果活用事業者に対する支援に伴う株式又は新株予約権の取得及び保有に係るガイドライン」（以下「株式又は新株予約権の取得及び保有に係るガイドライン」という。）において、成果活用事業者（国立大学法人等発ベンチャーを含む）への支援（知的財産権の移転、設定又は許諾、技術的な指導又は助言、その保有する施設又は設備の貸付けその他の研究開発の成果の普及及び活用の促進に必要な支援⁸）に伴い、その株式・新株予約権を取得することが認められています⁹。

なお、人文科学のみに係る研究開発成果に基づく国立大学法人等発ベンチャーは、科技イノベ活性化法の対象から除かれています（科技イノベ活性化法第二条）。そのため、国立大学法人のこれらの大学発ベンチャーについては、従来とおり平成 29（2017）年度文部科学省通知¹⁰の内容が適用されます。

また、私立大学（学校法人、株式会社）は、教育に支障のない限り、収益を学校の経営に充てるために収益を目的とする事業を行うことができるとされています（私立学校法第 26 条）。そのため、自己の事業ポリシーに従い、企業等の株式・新株予約権を取得することが可能です。

⁸ 科技イノベ活性化法では特に必要と認める場合には、「支援を無償、又はその支援の対価を時価よりも低く定めること等の措置」に適用されるとしています。（第三十四条の四および五）

⁹ 法施行、ガイドライン発行後に発出された「国立大学法人及び大学共同利用機関法人が株式及び新株予約権を取得する場合の取扱いについて」（平成 31（2019）年 2 月 25 日文部科学省高等局国立大学法人支援課・研究振興局学術機関課事務連絡）においては、「今後は、科技イノベ活性化法に係る法人発ベンチャーの株式等の取得及び保有の扱いについては、平成 29 年通知にかかわらず、科技イノベ活性化法及びガイドラインにより取扱うこととして差し支えありませんので、その旨ご連絡いたします。」とされています。

¹⁰ 国立大学法人及び大学共同利用機関法人が株式及び新株予約権を取得する場合の取扱いについて（通知）（平成 29（2017）年 8 月 1 日付文部科学省高等教育局長・研究振興局長通知）

※各法律、ガイドライン、通知の内容については、「4.1 大学の株式・新株予約権の取得に関連する通知や法律（抜粋）」で示します。

本手引きでは、主に国立大学法人等が科技イノベ活性化法を根拠として、大学発ベンチャーの支援に伴い株式・新株予約権を取得する場合（人文科学のみに係る研究開発成果に基づく大学発ベンチャーは従来通り平成 29（2017）年度文部科学省通知に基づき取得：下図）及び私立大学が大学発ベンチャーから株式・新株予約権を取得する場合を想定した記述となっています。

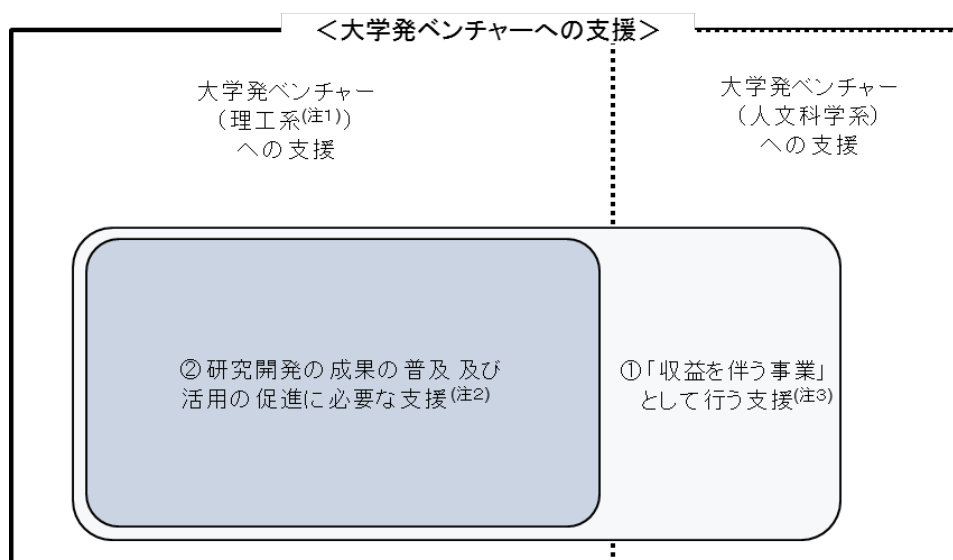


図 1-1 国立大学法人等が株式・新株予約権の取得が認められている支援内容

(注 1) 人文科学との融合領域を含む。

(注 2) 科技イノベ活性化法で認められた範囲。大学等の研究開発の成果を事業活動において活用し、又は活用しようとする者が対象。知的財産権の移転、設定又は許諾、技術的な指導又は助言、その保有する施設又は設備の貸付けその他が想定される。

(注 3) 平成 29（2017）年度文部科学省通知で認められた範囲。

1.1.2 株式売却に関する制限

国立大学法人の場合、取得した新株予約権の行使後の株式売却に関しては一定の制限がありました。平成 31（2019）年に科技イノベ活性化法が施行され、株式を保有し続けることが可能となりました。「株式又は新株予約権の取得及び保有に係るガイドライン」の中では、「関係法令には保有期限等は定められていない。」とした上で、「法改正の趣旨に則って適切に対応することが求められるため、組織体制及び規程等を整備しておくことが望ましい」と示されています。

なお、科技イノベ活性化法の対象外である、人文科学のみに係る研究開発成果に基づく国立大学法人等発ベンチャーにおいては、国立大学法人の場合、引き続き平成 29（2017）年度文

部科学省通知にのっとり取扱いが求められます（以降特に記載がなくとも、同様）¹¹。具体的には、特段の事情がない場合は「換金可能な状態になり次第速やかに売却することが求められる」とされています。その特段の事情として、国立大学法人が一定の期間において株式を保有することが寄附目的の場合、株式の価額が対価に見合わないと国立大学法人が判断した場合、株式公開された際に一斉かつ大量に売却することで当該株式の急激な価値の下落を招く恐れがある場合、と例示されています。

¹¹ 「国立大学法人及び大学共同利用機関法人が株式及び新株予約権を取得する場合の取扱いについて」（平成31（2019）年2月25日 文部科学省高等局国立大学法人支援課・研究振興局学術機関課事務連絡）

1.2 大学発ベンチャーの株式・新株予約権取得の意義

1.2.1 研究成果の活用・社会実装促進

大学による大学発ベンチャーの株式・新株予約権の取得は、特に創業間もない大学発ベンチャーの資金負担を軽減することを伴うことが多く、結果的にその大学発ベンチャーが担う研究成果の活用・社会実装のより迅速な推進につながります。

研究成果の活用・社会実装を促進することは、大学に期待される重要な役割の一つです。大学は大学発ベンチャーの設立に加え、産学連携による共同研究、大学の保有する知的財産権のライセンスや譲渡などの手段により、その役割を果たしてきました。

大学発ベンチャーについては、経済産業省が2001年に「大学発ベンチャー1000社計画」を公開した後、設立数は増加し、2004年には1,000社を達成、2017年度で過去最高となる2,093社の存在が報告されています¹²。また、大学発ベンチャーの中には、株式公開を果たした企業も57社あります¹³。このように大学発ベンチャーの量・質ともに高まる中で、大学の研究成果の活用・社会実装促進という役割における大学発ベンチャーの重要度が相対的に高まっていると言えるでしょう。

一方で、大学発ベンチャーの増加・成長をめぐるには、人材、資金、知的財産・知識等様々な観点で課題が存在します。特に、大学発ベンチャーの多くを占める研究成果ベンチャーは、大学の研究成果が基礎研究をベースとしていることも多いことから、他のベンチャー企業と比較して事業化に向けた研究開発などの投資がより長期かつ大規模となる傾向があり、特許等の知的財産権のライセンスやその他の事業化のための活動資金を、十分に確保できない場合があるという課題があります。大学が、知的財産権のライセンスやその他の事業化のための活動支援を行い、その支援に伴い株式・新株予約権を取得することは、特に創業間もない大学発ベンチャーの資金負担を軽減することを伴う可能性があります。そのことは結果的に、その大学発ベンチャーが担う大学の研究成果の活用・社会実装のより迅速な推進につながるでしょう。

さらに、大学発ベンチャーが大学から知的財産権のライセンスやその他の支援を受け、それに伴い大学が株式・新株予約権を取得していることは、その大学発ベンチャーの対外的な評価を高めることができ、その後の資金調達を円滑に進めることができる可能性もあります。

¹² 経済産業省「大学発ベンチャーのあり方研究会報告書」、2018年

¹³ 経済産業省「平成28年度産業技術調査事業（大学発ベンチャーの設立状況等に関する調査）」、2017年

1.2.2 大学の自律的なベンチャーエコシステム構築

大学による大学発ベンチャーの株式・新株予約権の取得後、当該大学発ベンチャーが株式公開や M&A に至った場合、株式売却に伴う収入が大学に還流されることにより、大学のベンチャーエコシステムの構築につながる可能性があります。

大学が株式や新株予約権を取得した大学発ベンチャーの事業が成長し、株式公開や M&A に至った場合、その株式や新株予約権の売却に伴う収入を得ることになります。一般に、ベンチャー企業が株式公開や M&A に至る確率は高いとは言えませんが、もしそれが実現された場合、大学発ベンチャーへの支援に伴う費用（の一部）を回収することができます。

将来的には、大学が大学発ベンチャーを支えるエコシステムとして、大学発ベンチャーが事業化に成功した場合に、知的財産権のライセンス料に加えて株式・新株予約権を通じて大学が収入を得、それを原資として大学発ベンチャー支援体制をさらに整備・強化したり、次なる事業化シーズに投資を行う¹⁴という姿も考えられます。このように、大学発ベンチャーが成功した際には、その利益が大学に還流され、当該収入により次世代のベンチャー創出につなげられる仕組みを構築することが期待されます。

¹⁴ 経済産業省「大学発ベンチャーのあり方研究会報告書」（2018年）を元に一部追記。

1.3 大学発ベンチャーの株式・新株予約権を取得した事例

1.3.1 日本の大学の状況

(1) 概況

● 大学が大学発ベンチャーの株式・新株予約権を取得する事例が近年増加中。

私立大学については、従前より、企業等の株式・新株予約権の取得に関する制限はありません。国立大学法人については、かつては企業等の株式・新株予約権の取得が認められていませんでしたが、平成 17（2005）年文部科学省通知（3月29日付文部科学省高等教育局長・研究振興局長通知）を受け、寄附及び知的財産権のライセンスの対価としての株式の取得が認められるようになり、その後平成 20 年文部科学省通知（7月8日付文部科学省高等教育局長・研究振興局長通知）で株式に加え新株予約権を取得することが認められました。

その後、大学が大学発ベンチャーへのライセンスに伴い株式・新株予約権を取得したケースは、2016 年度の実績で国公私立大学併せて延べ 22 件にとどまっていますが¹⁵、取得した新株予約権を行使することで得た株式を売却し、大学が売却益を得た事例などもみられるようになり、2017 年度の日本の大学全体¹⁶の特許権実施等収入額（ライセンスに伴う収入含む）¹⁷31 億 7,890 万円のうち、3 億 1,622 万円相当が株式売買による収入（10%程度）となっています¹⁸。

例えば、東京大学では、これまで 10 件のライセンス案件について株式や新株予約権を取得していますが、そのうち 6 件で株式公開又は企業買収が実現されています¹⁹。東京大学では、承認 TLO である株式会社東京大学 TLO の 2013 年度事業報告書の中で、かつて特許ライセンスの対価として受け取ったペプチドリーム株式会社の新株予約権行使・株式売却が、2013 年度の技術移転収入の増加（2012 年度：2.4 億円、2013 年度：6.3 億円）に大きく寄与したことを示しています²⁰。その後、東京大学の技術移転収入は、2016 年度には 8.0 億円となり（2014 年度：5.6 億円、2015 年度：5.3 億円²¹）、そのうち株式関連での収入は 2.7 億円と報告されています²²。

● ライセンスの対価以外にも株式・新株予約権を取得するケースも。

東京大学に限らず、日本においてはこれまで大学が株式・新株予約権を取得する場合は、知的

¹⁵ 経済産業省「大学発ベンチャーのあり方研究会報告書」、2018 年

¹⁶ データを提供した 1,045 大学。

¹⁷ 92 機関の受領したライセンス収入から他機関に支払った額を除いた正味のライセンス収入。（下記出典より）

¹⁸ 文部科学省「平成 29 年度 大学等における産学連携等実施状況について」

¹⁹ 経済産業省「大学による大学発ベンチャー株式・新株予約権取得等に関する調査」（平成 30 年度）

²⁰ 東京大学 TLO「2013 年度事業報告書」、<https://www.ducr.u-tokyo.ac.jp/content/400059584.pdf>

²¹ 東京大学 TLO ウェブサイト「ライセンス実績」、<https://todaytlo.com/company> ※2017 年度は 9.1 億円

²²

財産権、特に特許のライセンスの対価としてそれを取得するケースが一般的でした。しかし、平成 29 (2017) 年度文部科学省通知において、国立大学法人では「収益を伴う事業」の対価としてベンチャー企業の株式・新株予約権の取得が可能という解釈が示されたことをきっかけに、知的財産権のライセンス以外の対価として大学発ベンチャーから株式・新株予約権を取得できるように、各大学において体制や制度などの整備が始まっています。

例えば、東京大学では本郷キャンパス内に新設され 2018 年 10 月に開業したインキュベーション施設「東京大学南研究棟アントレプレナーラボ」に入居する同大学発ベンチャーに対する大学からの総合的な支援の対価として、当該企業の全株式の 1%程度以下を目安に新株予約権の形で取得する仕組みを開始し、既に入居企業がその契約に応じています。

● 株式ではなく、新株予約権の取得が中心。

日本の大学が知的財産権のライセンスなどの大学発ベンチャー支援の対価として株式等を受け取る場合、私立大学では株式取得の実績もみられますが、多くの国立大学法人等では、株式ではなく新株予約権の取得が一般的です。

その大学側の理由としては、国立大学法人については歴史的に出資に制限があったことから株式を扱う経験が乏しいこと、株式を取得することにより大学に共益権が生じることが教育・研究機関としての大学のミッションに照らして適切ではないと捉えられることが多いことなどが挙げられます。また、大学の会計上、株式は会社の財政状態の悪化により実質価額が著しく低下したときに減損処理等を行う必要が生じる一方、新株予約権であればそのような必要がなくなること、さらに、新株予約権は株式と違い消滅させることが容易であるため、IPO や M&A に至らない状態などが続いた場合の扱いが容易であるということも歓迎される点です。

他方で、ベンチャー企業側としても、株式の取得により大学が株主となった場合、機動的な株主総会の運営に支障が生じないか懸念するケースもあるかもしれません。例えば、ファイナンスやその他の重要事項の決定に当たって株主総会の決議が必要となる場合において、スケジュールの関係で招集期間を短縮するためには全株主の同意が必要となりますが、大学から迅速に同意書を提出してもらえるかという点が問題となることが考えられます。

(2) 具体的な事例

日本の各大学では、各大学発ベンチャーのニーズや大学の方針に合わせて、多様な契約方法を選択しています。次ページ以降、以下の大学²³による大学発ベンチャーの株式等の取得の例を示します。

なお、各事例は科技イノベ活性化法の公布前の取組である点には留意が必要です。

No.	企業名	大学名／大学発ベンチャー分類	概要
1	ペプチドリーム株式会社	東京大学／研究成果ベンチャー	<ul style="list-style-type: none">● 2006年7月、東京大学の知的財産権を基に設立。● 大学からの特許のライセンスに伴い新株予約権を大学に付与。● 株式公開し、大学が売却益を獲得。
2	株式会社しくみデザイン	九州工業大学／技術移転ベンチャー	<ul style="list-style-type: none">● 学生時代の作品（アプリケーション）を基に起業。● 教員時代に開発した技術に基づく特許について、大学からのライセンスに伴い新株予約権を大学に付与。● 行使期間満了時には非公開であり、企業側が新株予約権を買戻し。
3	株式会社ブイキューブ	慶應義塾大学／学生ベンチャー	<ul style="list-style-type: none">● 仲間内のスモールビジネスから始まった学生発ベンチャー。● 知的財産保護の相談がきっかけとなり、大学が出資を発案。大学が特許を取得、現物出資、それに伴い株式を取得。● 株式公開し、大学が売却益を獲得。

(注) 大学発ベンチャー分類としては、経済産業省「2017年度大学発ベンチャー調査」での区分に対応。

²³ 経済産業省「大学による大学発ベンチャーの株式・新株予約権取得等に関する調査」（平成30年度）で調査対象とした国内大学

1. ペプチドリーム株式会社	
企業について	<p>東京大学大学院理学系研究科の菅裕明教授の発明を用いた独自の創薬開発プラットフォームシステム（PDPS）による特殊環状ペプチドに特化した自社創薬研究開発、提携先との共同創薬研究開発及び PDPS の技術貸与を行う大学発ベンチャーです。</p> <p><沿革> 2006年7月 設立 2013年6月 東京証券取引所マザーズ市場に上場 2015年12月 東京証券取引所市場第一部に市場変更</p> <p><従業員数> 91名（2018年6月末現在） <直近の売上高> 6,426百万円（2018年6月期）</p>
創業時の状況	<ul style="list-style-type: none"> ● 大学の提案とネットワーキングが起業のきっかけに 東京大学先端科学技術センター（当時、現在は大学院理学系研究科所属）の菅教授が東大 TLO に発明届を申請した際に、東大 TLO が、その技術をビジネスにする会社を立ち上げることを提案。東大 TLO と東京大学エッジキャピタルとの 2 者のネットワークにより経営を担当する人材を探索し、のちのペプチドリーム社の創業メンバーとなる菅教授と窪田規一氏（現会長）とのマッチングが実現しました。 ● 設立前の綿密な事業計画や知的財産権のポートフォリオの検討 当時、日本のバイオベンチャーには成功事例がまだなく、菅教授と窪田氏とは、約 1 年をかけて、事業計画や知的財産権のポートフォリオなどを綿密に検討しました。菅教授は、大学発ベンチャーの成功例が多いアメリカにおける起業のノウハウや、自身の知的財産権、関連知的財産権に関する知見を有し、また、窪田氏は、バイオ分野で、ベンチャー企業を立ち上げるなどの豊富なビジネス経験を有していました。その後 2006 年に、菅教授と窪田氏とが創業メンバーとしてペプチドリーム株式会社を設立しました。
新株予約権付与までの経緯と契約内容	<ul style="list-style-type: none"> ● 事業計画等に基づく企業主導のライセンス交渉 設立当初は、菅教授と窪田氏及び知人から集めた資金のみで研究開発などを行っており、ライセンス契約のための費用を現金で支出することは現実的ではありませんでした。そこで、東京大学とのライセンス契約に際しては、初めから、対価として新株予約権を付与することを前提として交渉を行いました。 設立のための事業計画を検討するに当たり、現在から将来にかけての企業価値を、ディスカウントキャッシュフロー法によりシミュレーションしていました。それにより、ライセンス交渉において、現在及び将来の新株予約権の 1 単位当たりの価値の目安を示すことができました。 また、ライセンス交渉の前段階で、あらかじめ事業の核となる知的財産権のポートフォリオが作成され、特許の発明者である菅教授と窪田氏との間でそれらの特許の活用に関する合意（ペプチドリーム社にのみライセンスすること等）が成されていました。それにより、交渉において、ライセンスの妥当性を示すことができました。 ● ベンチャー企業にとって受け入れやすい条件での契約 株数に加えて、行使価額なども企業側から提示し、概ねそれを大学側が受け入れました。大学特許のライセンスのイニシャル・フィーとして新株予約権を付与、その後のロイヤルティは、売上が安定してから支払うことで合意し、契約。現在は、大学へのロイヤルティを現金で支払っています。ロイヤルティ料率などもペプチドリーム社にとって受け入れやすい条件でした。なお、大学とペプチドリーム社は定期的に事業状況に関するコミュニケーションをとっています。
株式公開と権利行使	<ul style="list-style-type: none"> ● 株式公開による大学のライセンス対価回収の実現 ペプチドリーム社は 2013 年 6 月に株式公開し、初値で時価総額が 1,018 億円となりました。東京大学は 2013 年事業報告において、新株予約権の行使及び株式の売却による売却益が、収入の増加に大きく寄与したことを伝えています。 なお株式公開に向けた検討は 2012 年 4 月に開始しています。当時、窪田氏以外の社員は研究者のみだったため、株式公開に携わった経験のある財務経理の担当者を採用しました。監査法人には、遡及監査を依頼しました。株式公開を想定し、財務構造を非常にシンプルにしていたため、問題なく遡及でき、翌年には株式公開が実現しました。

2. 株式会社しくみデザイン	
企業について	<p>「しくみ」を活かした参加型コンテンツシステム及びアプリケーションの企画・開発、コンサルティング、クリエイティブ教育を行う大学発ベンチャーです。</p> <p><沿革> 2005年2月 設立 <従業員数> 11名 (2018年12月現在) <直近の売上高> 非公開 (2018年12月現在 非上場)</p>
創業時の状況	<ul style="list-style-type: none"> ● 創業者の学生時代の作品に基づき、有限会社としてビジネスを開始 創業者である中村氏 (現 CEO) は、九州芸術工科大学 (現、九州大学) 大学院在学中、音楽アプリケーションである KAGURA を自らの作品として構築しました。KAGURA は対外的に評価され、中村氏は自ら特許出願を行い、権利を取得しました。その後、KAGURA を核としたビジネスを検討し、ベンチャービジネスプランコンテストで優勝。福岡県からの補助金を取得したことをきっかけに、2005年にしくみデザイン (有限会社) を立ち上げました。 ● 利益相反に配慮しながら事業に関与し、株式会社化を実現 同時期、中村氏は、九州工業大学の産学連携組織の立ち上げメンバーとして、講師の職に就きました。研究活動を継続しながら、4年間にわたり講師としくみデザインの CTO とを兼任しました。利益相反や責務相反を回避する関係上、しくみデザインの CEO には就任しませんでした。 福岡県からの補助金に、中村氏個人の出資が加わったことにより資本金が 1,000 万円に達し、2009年に株式会社化が実現しました。
新株予約権付与までの経緯と契約内容	<ul style="list-style-type: none"> ● 大学からの新たな特許のライセンスの対価として新株予約権を付与 中村氏が講師を務めた期間に、九州工業大学で開発した知的財産については、大学名義で特許を取得しました。その特許の活用方法を九州工業大学としくみデザインとの間で検討した結果、新株予約権を対価としたライセンス契約を結ぶことになりました。しくみデザインにとって、事業発展のためその特許のライセンスは必須でしたが、ライセンスのイニシャル・フィーを現金で支払うための十分な資金を確保することは難しい状態でした。 契約当初は、100 万円分相当であると合意できた新株予約権 10 個 (10 株分) を九州工業大学側に付与し、しくみデザインによるロイヤルティの支払いは 3 年目まで免除されるという契約を結びました。無償の新株予約権であり、行使価額は 1 円、行使期間は 10 年間という内容でした。 ● 6 年後、業態を考慮して契約変更 しくみデザインは、ライセンス契約後 6 年が経過した際に、ロイヤルティの支払いを特許権の譲渡に改める契約の変更を申し出ました。契約変更に当たり、特許権の 10% の譲渡を受け、その対価として 200 万円を現金で九州工業大学に支払いました。ロイヤルティの支払いではなく、特許権の譲渡に改めた背景は、しくみデザインの業態にあります。顧客からの依頼に基づき成果物を提案するという業態のため、その中どの程度特許技術が貢献しているか、また、どのタイミングで支払うべきかをあらかじめ決定するのは難しい状況がありました。
新株予約権の買戻し	<ul style="list-style-type: none"> ● 資本政策を考慮し、行使期間の延長ではなく企業による買戻しを選択 行使期間満了の前年、株式公開に至らなかったため、九州工業大学からしくみデザインに行使期間の延長が提案されました。しかし、しくみデザインは、今後の資金調達の可能性を高めるため、新株予約権を買い戻す提案をしました。当時、発行済の株式の全てを CEO の中村氏が保有しており、九州工業大学が保有している 10 株分の新株予約権は、シェア 5% に相当しました。提案にあたっては、VC 等には相談せず、社内で検討を重ねました。交渉の結果、しくみデザインが新株予約権を買い戻すことで合意しました。買戻しの額はしくみデザインの業績などを考慮して算出し、結果的に新株予約権を設定した対価のおよそ半分程度の額で合意することとなりました。 ● 大学から特許ライセンスを受けたメリットを現在も享受 九州工業大学からライセンスを受けている知的財産権に基づく技術は、しくみデザインの現在の事業においても活用されています。中村氏は、大学から知的財産権のライセンスを受けたことは、大学の発明をビジネスにつなげるという大学側の視点からも、大学発ベンチャーのシード期に支援を得るというしくみデザイン側の視点からも意義があったと考えています。

3. 株式会社バイキューブ	
企業について	<p>ビジュアルコミュニケーションツールの企画・開発・販売・運用・保守。企業などへのビジュアルコミュニケーションサービスを提供する大学発ベンチャーです。</p> <p><沿革> 1998年10月 有限会社バイキューブインターネットを設立。 2001年1月 株式会社バイキューブインターネットへ組織変更。 2002年3月 慶應義塾大学と資本提携。 2002年12月 株式会社バイキューブへ社名変更。 2013年12月 マザーズ市場上場 2015年7月 東京証券取引所市場第一部へ市場変更。</p> <p><従業員数> 505名（2018年12月31日現在、役員、臨時従業員含む。） <直近の売上高> 7,960百万円（2018年12月期 連結）</p>
創業時の状況	<p>● 仲間内のスモールビジネスから始まった学生発ベンチャー</p> <p>創業者の間下直晃氏（現 CEO）は、慶應義塾大学1年在学時から、ウェブサイトの受託開発を行っていました。当初はアルバイトの代わりとして行っていたものの、クオリティの高いコンテンツを少額で提供することが好評で受注が増え、仲間内でのスモールビジネスに発展し、1998年10月、「バイキューブインターネット」として有限会社化しました。</p> <p>2001年1月、大学院在学中だった間下氏は、卒業後もバイキューブインターネットで事業を行うことを決意しました。社内で資金を集め、資本金を1,000万円にし、株式会社化しました。所属していたゼミの教授も出資し、株主となりました。</p> <p>起業当初は、大学の空き教室やインターネット環境を事業に活用していました。</p>
資本提携までの経緯と契約内容	<p>● 知的財産保護の相談がきっかけとなり、大学が出資を発案</p> <p>株式会社化後、事業拡大を検討する中で、自社が先に開発したコンテンツに類似するものが、大手IT企業から発表されるという事態に何度か直面しました。その頃、大学の授業で、特許について初めて学び、当時開発していた新しい技術の特許を取ろうと、大学の知的資産センター（現知的資産部門）に赴きました。知的資産センターは、間下氏の技術に注目し、当時の所長を中心にして、バイキューブインターネットに取得する特許を現物出資する案が浮上りました。大学発ベンチャーに出資することは、慶應義塾大学としても初の試みでした。</p> <p>● 大学が特許を取得、現物出資、その対価として株式を取得</p> <p>2002年3月、バイキューブインターネットと慶應義塾大学とは、慶應義塾大学が間下氏の技術に基づき取得した特許の専用実施権をバイキューブインターネットに現物出資することによる第三者割当増資で合意し、資本提携しました。特許の維持費用は、2013年に株式公開するまで、大学側が支払いました。また、これに伴い慶應義塾大学は、発行済株式の4%を取得しました。</p> <p>バイキューブインターネットは、当時、すでに資本金を2,500万円に増資しており、出願に係る費用を現金で支払うことが可能でした。しかし、特許取得のノウハウや知識が十分ではなかったこと、大学による出願は早期審査制度の対象であったことなどから、慶應義塾大学が権利を取得することはバイキューブインターネットにもメリットがありました。加えて、知名度のあまりなかった大学発ベンチャーが、出資を受けることにより慶應義塾大学が持っているネームバリューを確保すること、卒業生をはじめとするネットワークを顧客獲得に活用できる可能性が広がることも、大きなメリットとして捉えられました。</p>
上場と株式売却	<p>● 株式公開と大学の株式売却の実現</p> <p>慶應義塾大学は、株主総会に出席し、また、バイキューブ側に業績の報告を求める一方で、株主としての権利については、議決権を放棄するなどバイキューブ側の負担にならないように配慮がなされていました。</p> <p>資本提携後の2002年12月、バイキューブインターネットはバイキューブへ社名変更をしました。その後2013年12月マザーズ市場に株式公開し、2015年7月には東京証券取引所市場第一部へ市場変更しました。慶應義塾大学は、株式公開後しばらく経って、バイキューブの株式を売却しました。</p> <p>● 大学とのつながりがビジネスの推進力に</p> <p>バイキューブは、専用実施権を有する特許を現在も活用しています。そして、慶應義塾大学からの出資により、大学の持つネットワークが得られ、助言などを受けられたことの効果は、想像以上のものでした。また、慶應義塾大学が株式を保有していたことは、それ以降のVC等による支援の妨げにはなりませんでした。</p>

1.3.2 海外（米国）の大学の状況

(1) 概況

- **大学が大学発ベンチャー²⁴の株式・新株予約権を取得することが一般的。**

海外の大学では、日本に先行して大学発ベンチャーの株式等の取得が開始され、現在では米国等の多くの大学で一般的に行われるようになっていきます。

米国 AUTM のデータによると、2016 年の米国の大学のライセンス案件のうち、およそ 70% に当たる 5,013 件が小規模な企業（スタートアップはそのうち 15%）へのものであることが報告されています²⁵。また、全ライセンス関連収入額に占める株式売却分が占める割合については、2010 年から 2016 年にかけて 1.9 倍近く伸びたとされています。

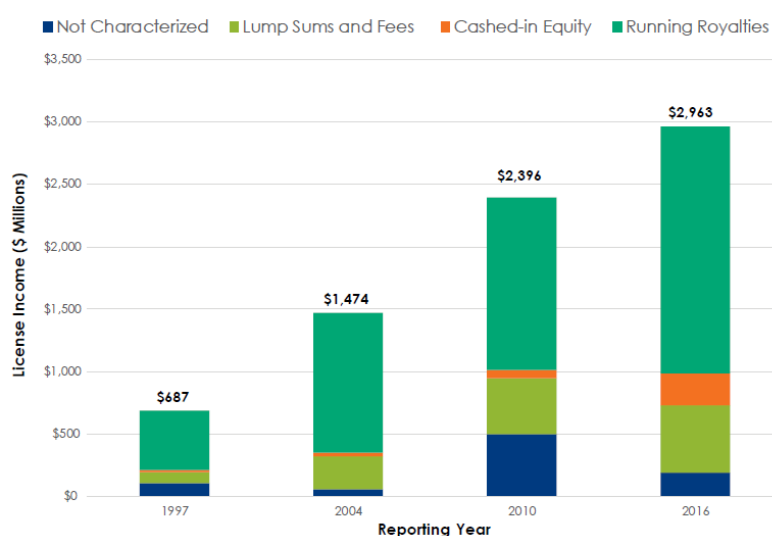


図 1-2 ライセンス関連収入（収入の種類別）

(出所) FY2016 U.S. Licensing Activity Survey, AUTM,

https://autm.net/AUTM/media/SurveyReportsPDF/AUTM_FY2016_US_Highlights_no_Appendix_WEB_new_logo.pdf

(注) 「Cash-in Equity」が株式売却に伴う収入を指す。

また、スタンフォード大学では、2017 年に締結した 157 件の知的財産権のライセンス契約のうち、22 件が大学発ベンチャーを対象とするものでした。そのうち 19 件で、株式を取得しています²⁶。

- **大学の株式取得に関しては、その制限や取得件数の規模などに日米で違い。**

米国の大学の大学発ベンチャーの株式等取得に関しては、大学としての大学発ベンチャー支援

²⁴ 米国の大学発ベンチャーは、冒頭の「用語の定義」で示した日本の大学発ベンチャーの定義には必ずしも当てはまらないことに留意が必要です。

²⁵ FY2016 U.S. Licensing Activity Survey, AUTM, https://autm.net/AUTM/media/SurveyReportsPDF/AUTM_FY2016_US_Highlights_no_Appendix_WEB_new_logo.pdf

²⁶ 経済産業省「大学による大学発ベンチャーの株式・新株予約権取得等に関する調査」（平成 30 年度）

の対価以外での株式等取得・運用（例：寄附金の運用など）の経験や体制が充実していること、日本と比較するとベンチャー企業の資金獲得の機会が充実していることなど、日本とは環境が異なる点があります。また、大学による株式の取得に関しては日本同様の制約が少ないことから、新株予約権ではなく株式での取得が一般的です。しかし、大学のミッションやナショナルイノベーションシステムにおける役割などは日本の大学とも共通する部分が多く、その豊富な株式等取得・運用の経験から多くを学ぶことができます。

(2) 具体的な事例

次ページ以降手引きの各項目において、以下の米国大学²⁷の大学発ベンチャーの株式等取得の取組内容について紹介します。

<州立大学>

- University of California, Berkeley（以下「UCバークレー」という。）
- The University of Texas at Austin（以下「UTオースティン」という。）
- University of New Mexico（以下「ニューメキシコ」という。）

<私立大学>

- Stanford University（以下「スタンフォード」という。）

²⁷ 経済産業省「大学による大学発ベンチャーの株式・新株予約権取得等に関する調査」（平成30年度）で調査対象とした国内大学

1.4 株式・新株予約権取得で大学が考慮すべきリスク

大学発ベンチャーの株式・新株予約権の取得は、1.1 で示したように、大学にとって意義をもたらす可能性がある一方で、大学経営上のリスクを負う可能性もあります。考えられるリスクとしては、以下の2つが想定されます。

1.4.1 金銭的な損失

大学発ベンチャーのみならず、ベンチャー企業の成功確率は高いことが一般的です。倒産等に陥ることにより、株式・新株予約権の価値がなくなる可能性もあります。この他にも、例えば以下のような状況により、ライセンスに係る費用の回収等が十分にできなくなる個別ケースが生じることが想定されます。

- 株式・新株予約権の取得対象とする大学発ベンチャーがリビングデッドの状態となった。
- 株式公開・買収時の株価が、新株予約権の行使価額を下回り、売却による現金化ができなくなった。
- 新株予約権の取得対象としたベンチャー企業が他社に買収され、その際の企業間の交渉により、大学が持つ新株予約権が買収先企業に買い取られることになった。買収先企業が提示した買取り額は、新株予約権の取得時に想定していた額より低く、更に交渉ができない状況となっていた。

1.4.2 社会的信頼性やブランドの毀損

大学が株式・新株予約権を取得するに当たっての各プロセスの不透明性や不公正さ、不適切さにより、社会的信頼性の低下が生じる場合が想定されます。このプロセスには、新株予約権の取得から株式の売却に至るまでの各段階における判断の他、利益相反マネジメントや、上場企業の株式を扱う上でのインサイダー取引回避の取組なども含まれます。

また、大学が株式・新株予約権を取得する場合、大学はその取得元の大学発ベンチャーと何らかの関係性を有していると対外的には見なされます。その大学発ベンチャーの事業内容が教育・研究機関としての大学のミッションに照らして不適切な形に変化した場合や、事業以外の活動などで社会的信用を失墜する事案が発生する事態となった場合などで、メディアによる報道などを通じて、大学のブランドに影響をもたらす可能性があります。このようなリスクが顕在化した場合は、株式の譲渡等により対処することになりますが、株式を譲渡するには買い手が必要であり、容易ではない点に注意が必要です。

2. 以降で、大学が大学発ベンチャーへの支援の対価として新株予約権を受け取る各フェーズにおける留意点を示しますが、これらのリスクを念頭に置くことで、大学側のリスクを一定程度低減することができると考えられます。

2. 新株予約権（ストックオプション）に関する各検討フェーズにおける留意点（知的財産権のライセンスに伴い新株予約権を取得する場合）

現状で、日本の大学の大学発ベンチャーの株式・新株予約権の取得のケースとして、ライセンスの対価のほか、施設利用料やコンサルティング料の対価等も想定されますが、これまでのところ最も多いケースは、知的財産権、特に特許の設定・許諾（ライセンス）に伴う取得でした。さらに、「1.3.1 (1) 概況」に示したように、日本の大学がその大学発ベンチャーの株式・新株予約権を取得する場合は、新株予約権での取得が一般的です。私立大学等、株式の取得・運用の手続や、会計処理などの経験が豊富でない場合を除き、まずは株式ではなく、新株予約権での取得を検討する方が、大学側にとっても、大学発ベンチャーにとっても、負担が少ないという考え方もあります。

そこで本項では、日本の大学で想定される基本的なケースとして、知的財産権、特に特許のライセンスに伴い新株予約権を取得するケースを前提として、各留意点を示します。各留意点は、3つの検討フェーズ（新株予約権の取得時、新株予約権の保有時、新株予約権の行使・株式の売却時）別に示します。また、参考として、関連する日本・米国の大学の取組を併せて示します。

2.1 新株予約権の取得時

2.1.1 必要な体制

(1) 取得に係る検討・交渉のための人材

大学が知的財産権のライセンスに伴い、大学発ベンチャーの新株予約権を取得するに当たっては、まず大学の産学連携関連部署や TLO の教職員が、新株予約権を取得すべきかという判断や企業との交渉を行った上で、組織的な意思決定がなされることが想定されます。その場合、学内で最初に株式等取得の判断や交渉を担う担当者は、大学発ベンチャーの事業計画を基にした将来の現金の回収可能性の検討や、ライセンス契約の妥当性の検討などを主導することになるため、以下のような知識や関連する業務の経験を有することが望まれます。

- 会社法などの法律に関する知識や関連する業務経験
- 特定の産業分野における事業・技術の動向や将来予測に関する知識及び関連する業務経験
- ベンチャー企業のファイナンスに関わる知識や関連する業務経験

ただし、このような人材を大学で雇用することが難しい場合も想定されます。その場合、外部専門家（公認会計士・弁護士・税理士、VC 関係者など）に相談する体制を整えるか、これらの専門家と協力してあらかじめ取得対象や契約内容の基本的な考え方を整理しておくことなどで、内部に専門家がいなくても、適切な判断を行うシステムを整えることができます²⁸。（→具体的な方法については 2.1.3 で示します。）

²⁸ 内閣府・文部科学省「株式又は新株予約権の取得及び保有に係るガイドライン」においても、「株式等の価値を公正かつ客観的に評価できるよう、必要に応じて、株式等の取扱いに係る経験等を有する外部専門家の意見を活用しつつ、法人発ベンチャーとの合意の上で取得する株数等を決定する必要がある。」とされています。

(2) 取得の意思決定の体制

大学として大学発ベンチャーの新株予約権取得の意思決定を行うためには、ライセンス契約に伴う新株予約権取得に係る判断を行う人材や体制だけではなく、意思決定に至るまでの大学内での各関係者による体制やその決定のプロセスを整えておく必要があります。また、この体制や意思決定のプロセスは、透明性があり、公正である必要があります。さらに、ベンチャー企業の創業期の事業状況は時々刻々と変化するため、スピーディな対応も求められます。

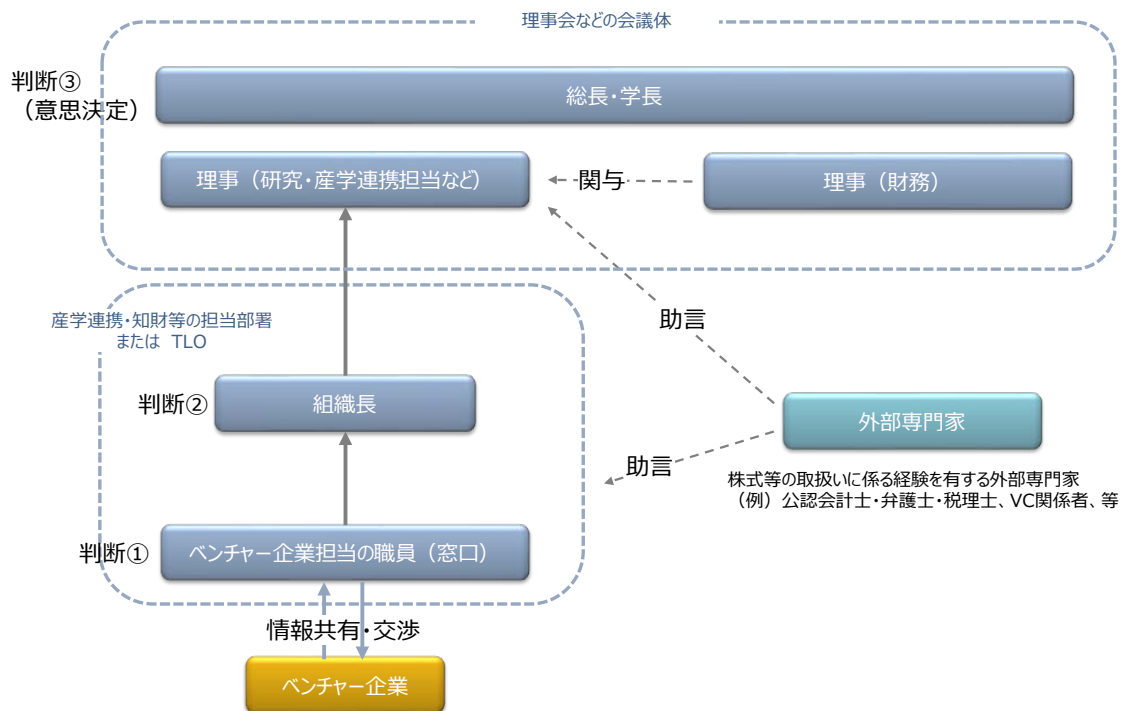


図 1-3 株式・新株予約権の取得時の判断や意思決定に係る体制（一例）

2.1.2 <新株予約権の取得判断の際のチェックリスト>

チェックポイント		専門家 視点 (注)	該当頁	
取得可否の判断	ライセンス先として妥当であるという判断がされているか？		-	
	企業側に株式等割当・付与のニーズがあるか？	企業側から大学側への新株予約権割当・付与の提案があったか？	19~20	
	現金を将来的に回収することができる見込みが立っているか？（事業計画）	株式公開やM&Aを志向し、そのための計画がされているか？	○	19~20
		資金調達計画やその実現性は明確であるか？	○	20
		研究・事業化の計画やその実現性は明確であるか？	○	20
		ライセンス対象とする知的財産権は、大学発ベンチャーの成長にとって必要であるか？	○	20
支出計画に基づき、資力その他の事情を勘案し、ライセンスを受ける際に新株予約権を受け取ることが望ましいという点が説明できるか？	○	20		
株式等の取得により、大学のブランドを毀損する可能性は低いのか？	大学発ベンチャーの事業内容と大学のミッションとの関連性が説明できるか？		20	
取得内容の判断	どのようなスキームで株式等を取得するかが明確になっているか？【ライセンス契約書】	どのようなライセンス内容に伴って、新株予約権を取得するかが明確に示されているか？	○	21~23
		契約時に大学が受け取る現金の額及び新株予約権の個数が明確に示されているか？	○	21~23
	大学が取得する株式等の内容が明確であり、その内容が客観的な評価に基づくものとなっているか？【新株予約権割当契約書】	取得する新株予約権の各要項について、大学と企業間で合意が取れているか？	○	24
		新株予約権の数とその根拠は、合理的であり、対外的に説明できる内容となっているか？		24~26
		発行価額の設定は無償であるか？		26
		行使価額は合理的に設定されているか？（不合理に高い価格となっていないか？）		26
		行使期間は株式公開の時期を保守的に想定し、長めに設定しているか？		27
		行使条件に、不必要なベスティング条項などの記載がないか？		27
		M&A（他社による買収）時の対応についての記載があるか？		28
		契約内容について、外部専門家による助言を受けているか？	○	24

(注) 大学内外の専門家の助言を得ることが望ましいポイント。

2.1.3 実務上のポイント

(1) 新株予約権の取得対象とする大学発ベンチャー

1) 基本的な考え方

前述のとおり、大学発ベンチャーへの支援に伴い、その株式・新株予約権を取得することが認められています。また、「株式又は新株予約権の取得及び保有に係るガイドライン」においては、株式・新株予約権を取得する対象について、「支援を行う国立大学法人等の研究成果を活用した事業の有望性が高い法人発ベンチャーであって、当該国立大学法人等による支援に対し、現金による支払を免除又は軽減することが当該ベンチャーの経営の加速のために特に必要と考えられる場合が対象になる」とされています。

上記「現金による支払を免除又は軽減することが当該ベンチャーの経営の加速のために特に必要と考えられる場合」である基準については、ベンチャー企業の成り立ちや将来的な事業計画、また大学との関わりは多様であり、株式・新株予約権の取得の妥当性を画一的な基準で判断することは困難です。そのため、株式・新株予約権の取得可否の判断は、対象とする企業がその時点で保有しているキャッシュの多寡だけではなく、ライセンスに伴って現金による支払を免除又は軽減することがその企業の事業計画を勘案すると必要かどうか、また、企業側が希望しているかどうかという視点で検討することが適切であると言えます。

<事例（日本の大学）>

「対価を現金で支払うことが困難」との平成 29（2017）年度文部科学省通知の解釈について、東京大学としてすべての大学発ベンチャーの個別事情に対応できるような細かな規則や基準はない。TLO 担当者が大学発ベンチャーと接する中で目利きし、将来性があると判断される大学発ベンチャーに対し、当該ベンチャー企業と協議した上で知的財産権のライセンスを行い、その対価を取得している。【東京大学 TLO】

明確な審査基準はなく、担当者が大学発ベンチャーと相談して判断している。【慶應義塾大学】

<事例（米国の大学）>

特許ライセンスに伴い、株式を取得している。その目的は、各ベンチャーにより異なる。ライセンス交渉の時点で、株式を取得するかどうかという交渉を必ず行う。【ニューメキシコ大学】

技術の実現性が高く、IPO 等まで至る可能性が高いベンチャーを対象に必ず株式等を取得するようにしている。【スタンフォード大学】

2) 新株予約権取得の判断を行うための事業計画

一般に、株式公開や M&A に至るベンチャー企業の数はまだ多いとは言えない状況ですが、新株予約権の取得の可否を判断するためには、大学発ベンチャー側から事業計画の提示を受け、大学の財源健全性を勘案し、現金を回収できることが一定程度見込まれるかを検討する必要があります。また、事業計画（書）は、大学側が偏った判断により新株予約権の取得の決定を行っていないということを証明する一つの根拠ともなります。

新株予約権の判断のためには、株式公開や M&A の見込み時期や、その根拠となる資金調達計画や研究・事業化の計画、ライセンスの対象とする知的財産権の事業上の必要性に関する情報が最低限必要です。その大学発ベンチャーにその点を伝えた上で、まずはこれらの内容を含む事業計画（書）の提示を受けるようにしましょう。

<事例（日本の大学）>

対価として新株予約権を受け取る場合、株式公開までの資金計画を提出させている。計画には、現在の株式発行数、株式公開時の株式発行数・株価の想定といった事項が含まれる。【東京大学 TLO】

<事例（米国の大学）>

事業計画書、技術開発計画書、最初 5～7 年間の財務計画書などを提出してもらう。【スタンフォード大学】

3) 新株予約権を取得するタイミング

新株予約権を取得するタイミング（大学発ベンチャーの成長フェーズ）については、「2) 新株予約権取得の判断を行うための事業計画」に基づき判断します。一般に、大学からライセンスを受ける知的財産権は、大学発ベンチャーの事業の核となる技術との関連が深いことが想定されることから、その大学発ベンチャーの設立間もないシード期に、その新株予約権を取得することが一般的です。一方で、そうでないケースもあり、また、VC による第一ラウンドの増資後に新株予約権を取得することは、後述する新株予約権の内容の検討を容易にする可能性もあります。各ケースに合わせた対応が必要です。

4) 大学のレピュテーションと新株予約権の取得

1.4 に示したように、知的財産権のライセンスに加え、それに伴い大学発ベンチャーの新株予約権を大学が取得することは、そのベンチャー企業の事業内容等が大学のブランドに影響を及ぼす可能性（レピュテーション・リスク）があります。そのため、新株予約権取得時に、事業内容と大学ミッションとの関連性を整理するとともに、事業内容の公正性などを確認する必要があります。

(2) 取得する新株予約権の内容

1) 基本的な考え方

ベンチャー企業の新株予約権の発行は、そもそも企業の株主総会の決議事項ですので、自社の事業計画や資本政策に基づき、まず大学発ベンチャー側で検討することが前提です。ベンチャー企業から新株予約権の付与を提案された大学は、新株予約権の行使・株式の売却により、現金、少なくとも知的財産権の取得からライセンスに至るまでの支出を適切に回収するため、交渉を進める必要があります。

大学発ベンチャーの中には新株予約権の発行に関して十分な知識がない場合もあるため、外部専門家を紹介するか、大学側の体制によって可能な範囲での助言を行うことなども考えられるでしょう。

2) 新株予約権を受け取る契約スキーム

日本の大学が知的財産権のライセンスに伴って大学発ベンチャーから新株予約権を取得する場合は、「ライセンス契約書」及び「新株予約権割当契約書」を交わす必要があります。「ライセンス契約書」はどの特許等に関して、どのような実施内容で、どのような条件で実施許諾等を行うかを定めたもので、新株予約権取得を伴わない場合も締結するものです。「新株予約権割当契約書」には、ライセンス契約に伴い新株予約権を取得することが「ライセンス契約書」で定められている場合、その詳細な事項について、ベンチャー企業側の株主総会での決議事項に基づいた内容が定められます。

また、専門家の助言によりある程度大学として契約書のひな形を構築しておくことは、契約のスピードアップにつながるため、迅速な対応を求めるベンチャー企業には歓迎されます。

3) ライセンス契約書

ライセンス料に関しては、一般に一時金（イニシャル・フィー）及び、実施料（ロイヤルティやランニング・フィー）により構成され、これらを現金のみで受け取る場合は、「ライセンス契約書」の中では例えば次のように記載されています。

第〇条（対価）

乙（ベンチャー企業）は、本契約に基づく本件特許の実施許諾の対価として、甲（大学）に対して、以下の各号の金員を支払うものとする。

- （１） 契約一時金として、本契約締結後〇〇か月以内に、金●万円也
- （２） 再許諾料として、乙が再許諾先から受領する本実施権の再許諾の対価（以下「再許諾収入」という。）に●%を乗じた金額（１円未満を切り捨てる。）
- （３） 販売開始一時金として、乙又は再許諾先のいずれかが許諾製品の販売を始めて開始した日から●ヶ月以内に、金●万円也
- （４） ランニングロイヤリティとして、乙及び再許諾先による許諾製品の売上額（消費税等を含まない。）に●%を乗じた金額（１円未満を切り捨てる。）

（出所）国立大学法人東京大学及び株式会社東京大学 TLO の実際の独占ライセンス契約（案）に基づいています。

（注）記載内容は大学により異なります。対価の分類や、その文言などには多様性があります。

ライセンス契約に伴い新株予約権を取得する場合は、現金との組合せで取得する場合、新株予約権のみで取得する場合が想定されます。事業の状況により変動する実施料については現金で受け取り、一時金について新株予約権を含む形で受け取ることが一般的です。その場合、例えば以下のような記載内容となります。

第〇条（対価）

乙は、本契約に基づく本件特許の実施許諾の対価として、甲に対して、以下の各号の金員を支払うものとする。

- （１） 契約一時金として、本契約締結後〇〇か月以内に、金●万円也。これに加えて、新株予約権（権利行使時の払込金●●円で乙の普通株式 1 株を取得する権利）●●個。

（出所）国立大学法人東京大学及び株式会社東京大学 TLO の実際の独占ライセンス契約（案）に基づき、株式会社三菱総合研究所が一部作成。

（注）記載内容は大学により異なります。対価の分類や、その文言などには多様性があります。一時金を分け、現金と新株予約権を別の項で記載している大学もあります。

一時金のうち、どの程度の額を現金で受け取るか、また、どの程度の個数の新株予約権を受け取るかは、大学発ベンチャーの事業計画に基づき予想される将来の企業価値や、新株予約権取得時の資金獲得状況、更にライセンスの対象とする知的財産権の事業上の必要性などを踏まえ、大学、大学発ベンチャー双方で合意する必要があります。日本の大学については、少なくともライセンス対象とする特許等の出願や管理に係る実費は現金で回収しようとする傾向があります。また、その他費用として、発明者報酬や、技術移転部門の人件費、弁理士費用なども生じていることが想定されますので、このうちどの程度をライセンス契約時に現金で回収するかは、大学として考えを整理し

ておくと良いでしょう。

以下に事例を示します。なお、米国の大学は日本の大学とは異なる法制度、商習慣の下に活動しているため、その取組例はあくまで参考にとどめることが望ましいと考えられます。

<事例（日本の大学）>

必ず対価の一部は現金で支払ってもらっている。現金分は、TLO が東京大学から受け取る手数料と知的財産権の出願などにかかる実費である。実際に係る費用は現金で回収し、東京大学に損失が出ないようにしている。イニシャル・フィーのうち、手数料や実費との差額分を新株予約権で取得する。【東京大学 TLO】

イニシャル・フィーのうち、一部を新株予約権で、残りを現金で受け取っている。【九州工業大学】

大学発ベンチャー側からライセンスの対価を株式で支払いたいという要望があれば交渉に応じている。知的財産権の処理に係る専門員の人件費などは回収したいと考えている。【慶應義塾大学】

<事例（米国の大学）>

ライセンス契約にはオプションライセンス契約と、通常のライセンス契約がある。オプションライセンス契約は、起業家が起業のための活動を始める初期の段階で、半年～1年の期間で必要な知的財産権を比較的安価にライセンスする契約である。その期間の間に事業の目途が立つと起業家が判断するようであれば、通常のライセンス契約に進む。通常のライセンス契約では、up-front fee（イニシャル・フィー）、equity、gross milestone fee や licence fee、maintenance fee（特許管理のための費用）、change in control fee などの各項目について交渉を進める。【ニューメキシコ大学】

ライセンスの条件として、ベンチャーにイニシャル・フィー、株式等、ロイヤリティ、Change of Control Fee^{*1}を必ず求めるが、それぞれの額、比率はOTL^{*2}スタッフの経験に基づいて設定する。イニシャル・フィーは、大学発ベンチャーの場合、例えば1年目に1万ドル、2年目に2万ドル、3年前に4万ドルなど段階的に求めることがある。【スタンフォード大学】

*1：change of control fee とは、M&A などによる経営権の移動があった場合に株主が受け取る現金を指す。

*2：OTL（Office of Technology Licensing）

なお、新株予約権の個数については、「新株予約権割当契約書」にも含まれるため、次項で基本的な考え方を示します。

4) 新株予約権割当契約書（新株予約権発行の要項）

大学発ベンチャーを含む株式会社の新株予約権の発行（割当）に際しては、発行の都度、新株予約権の要項（株数、有償/無償の別、行使価額、行使条件等の事項）を株主総会で決定し、その内容の新株予約権の募集及び割当を株主総会又は取締役会において決定した上で（会社法第 238 条）、新株予約権を付与する対象者とその割当に関する「新株予約権割当契約書」を締結します²⁹。

契約内容については、ベンチャー企業の資本政策に基づき弁護士や公認会計士など、外部の専門家によるチェックの上で進めることが望まれます。大学が新株予約権を取得するに当たっての各要項に関する基本的な考え方や、一般的な対応例を以下に示します。企業が従業員向けに発行する新株予約権（ストックオプション）とは、発行目的や株数の規模などが異なるため、これとは別に要項を検討する必要があります。

契約書の例として、国立大学法人東京大学の例を「4.3 新株予約権契約書の例（東京大学）」に示します。東京大学では、新株予約権割当書で割当日、行使手続の方法、公示条件、意思表示や通知の方法などに係る契約に係る基本的な事項を示した上で、別紙の発行要領において新株予約権の詳細な内容を示す形式を取っています。**あくまで参考としての提示ですので、各大学契約書を作成する際は、弁護士等の外部専門家を交えて検討してください。**

a 新株予約権の取得個数

取得する新株予約権の個数は、多くの大学で判断に迷う事項ではありますが、契約交渉の中で非常に重要な事項です。ベンチャー企業との合意が得られ、また、対外的にその合意内容の妥当性を説明することができる状態にしておく必要があります。具体的には、大学内でその根拠となる考え方を整理して記録しておく他、必要に応じて、株式等の取扱いに係る経験等を有する外部専門家の意見を活用することで、公正性と客観性をより高めることができます。

大学が知的財産権のライセンスに伴い取得する新株予約権の数の根拠としては、例えば以下のようなものが挙げられます。ただしこれらはあくまで例であり、現実的には、大学、大学発ベンチャー、あるいは投資検討中の VC を含めての交渉の中で、相対的に決まるケースが多いと言えます。

²⁹ AZX 総合法律事務所、AZX Coffee Break「ベンチャー企業における新株予約権の設計」
<https://www.azx.co.jp/modules/malma/index.php/content0052.html>

① 新株予約権の価値

未公開企業の新株予約権の公正価値の評価は困難であり³⁰、それを正確に見積もるには、金融工学的なモデルを用いて専門家が検討を行う必要があります。この検討には、高度な専門性が必要となることから実務的な負担が大きく、また、外部に委託する場合は高額な委託料が必要となります。大学が、このような検討を新株予約権取得に係るライセンス契約毎に行うことは実質上困難です。そのため、外部専門家の意見を活用しながら、株式公開時等の EXIT 時の 1 株当たりのおおよその価値（株価）を、ベンチャー企業と合意の上で簡易的に決定し、取得する新株予約権の数を決定することが現実的です。例えば、株価が株式公開時等の EXIT 時に 3 倍になると簡易的に決定、仮定するのであれば、新株予約権の行使価額（＝現在の株価）の 2 倍の額を、新株予約権の 1 個分の価値であるを見積もることができます。なお、VC による投資がすでに行われている又は同時に行われる場合には、直近の資金調達時の株価あるいは現在の株価を把握することが可能です。

大学側の視点では、株式公開、新株予約権行使、株式売却を経ることにより、少なくともライセンスに至るまでの大学側の支出以上の現金を得られる可能性が高い個数であることが妥当です。これに加えて、一般的な大学発ベンチャーの成功確率を踏まえると、すべての大学発ベンチャーの新株予約権の現金化は困難であることから、一部の契約案件で複数案件のコストをカバーするような個数を設定するという考え方もあります。

なお、ライセンス契約時に個数を指定せず、VC 等による増資を経た後のタイミング等で個数を決定することを契約に盛り込む方法も考えられます。この場合は、ライセンス契約時に新株予約権の個数を検討する手間を省くことができるため速やかな契約が可能であり、新株予約権の個数の決定に当たっては、上記のとおり VC の投資した株価や VC の要請を反映することが可能です。また、早い段階でライセンスを受けることにより、その後のスムーズな VC からの投資獲得につなげることができます。

なお、このケースでは、「ライセンス契約書」において、「契約一時金として、金●万円也。これに加えて、新株予約権。新株予約権 1 個の目的である株式の数は 1 株とし、新株予約権の個数については大学発ベンチャーが外部の投資機関より最初に投資を受けた時点で、その内容を受けて決定する。□□年末日までに投資を受けなかった場合は、甲が●●個の新株予約権を受け取る」といった内容の条項を入れることが考えられます。

³⁰ このことから、新株予約権の会計処理の際は、本源的価値の見積もりに基づく処理が可能とされています。「新株予約権の本源的価値＝自社株式の評価額－行使価額」（出所：EY 新日本有限責任監査法人ウェブサイト、<https://www.shinnihon.or.jp/corporate-accounting/commentary/stock-option/2007-12-18.html>）。新株予約権の会計処理の際に留意点については、「2.2.2 (1) 会計処理」で示します。

② 大学が取得する新株予約権数の、ベンチャー企業の発行済み・発行予定の株式・新株予約権の総数におけるシェア（持ち株比率）

大学が保有する株式のシェアは、ライセンスの内容や大学の大学発ベンチャーへの関わりの内容に比して大きくなり過ぎないようにすることが、大学発ベンチャーの成長を阻害しないという観点では妥当です。

大学が知的財産権のライセンスに伴い新株予約権を取得した後、多くのベンチャー企業は VC 等を活用して資金調達を進めます。大学からの知的財産権のライセンスを受けていることは VC から投資を受けられる可能性を高めることにつながりますが、VC がそのベンチャーに対して投資を行う際、大学のシェアが必要以上に大きくなることは、VC から歓迎されない傾向があります。また、発行済株式数と比して発行済の新株予約権の数が多すぎることは株式公開後の株価の低下につながる可能性があり、その後の資金調達や株式公開が難しくなることがあります。

ただし、大学側の観点では、その支援に見合ったシェアを求めることも妥当であるため、最終的には双方の合意に至るシェアを検討します。実際に、知的財産権のライセンスに伴って大学が保有する株式のシェアは、数%以下となるケースが一般的です。

b 新株予約権の発行価額

新株予約権は一般に、発行の際に払込金が生じる有償の形式と、それを必要としない無償の形式があります。知的財産権のライセンスの際に、払込が生じることは望ましくないと考えられるため、無償（発行価額ゼロ円）を選択します。

c 行使価額

新株予約権の行使価額については、以降のラウンドで増資を受けることを想定し、付与契約時の普通株式の時価と同等とすることが一般的です（時価は、発行価額と行使価額の和とされますが、大学が取得する新株予約権の発行価額は無償であると想定されるため、行使価額が時価と同等となります）。これは、そのベンチャー企業の資本政策を考えると、株価は企業の成長に合わせ、その価値を反映し、徐々に増加していくことが望ましいという前提があるからです³¹。付与契約時の普通株式の時価の算定については、VC による投資がすでに行われている又は同時に行われる場合には、直近の資金調達時の株価あるいは現在の株価を把握することが可能です【再掲】。

なお、行使価額については、「a 新株予約権の取得個数」で示した「①新株予約権の価値」同様に、契約時に決定せず、又は仮の値とし、特定の条件を満たす増資における株価と連動する形で決定又は調整する方法を取ることもできます。

³¹ VC による増資が直後に予定されているような場合については、大学の取得時の時価と、その増資時の時価の関係性は比較されることがありますが、VC が取得する株式が種類株式であれば、それぞれの時価の値が異なることは大きな問題とはならないことが想定されます。

d 行使期間

行使期間は、企業の事業計画に基づき、株式公開が現実的となる時期を想定して検討しましょう。

その時期は、分野などによりも違いがあります。例えばバイオ分野の企業などでは、研究開発に時間を要することが多いため、株式公開まで長期間となることが一般的です。一方で、IT 分野の企業などはそれと比較して短期間で株式公開となるケースも多く、数年であることも想定されます。このような状況を踏まえずに行使期間を設定すると、株式の売却による収益獲得が不必要に遅くなったり、また、再契約が必要となったりするような可能性もあるため、注意しましょう。一方で、この時期を正確に想定することは難しいため、ある程度保守的に想定し、長めの期間を設定することが望ましいでしょう。

なお、従業員に付与する場合は、10 年以内とされることが一般的ですが、大学に付与する場合はこの限りではありません。

e 行使条件

主に行使時期の制限などが定められる要項であり、従業員に付与する場合は、その権利確定のスケジュール（ベスティングスケジュール）や株式公開以前の行使の制限、株式を売却できないロックアップ期間に関する事項が含まれることが多いようです。ベスティングスケジュールに関しては、例えば「付与から 1 年ごとに付与新株予約権数の 20% ずつの行使を認め、5 年経過後に 100% 行使可能」³²というような内容が記載されています。このような事項は、従業員の在籍のインセンティブや株式公開前の株主数制限のために企業が設定する事項ですので、大学に付与する場合は必ずしも必要ではない事項です。

大学の場合、株式公開後速やかに売却することが少なくとも科技イノベ活性化法施行以前は一般的であり、また、株式公開が成されなかった場合に回収できる現金がゼロ、又は損失を生じるようなリスクを避けるためにも、記載内容についてはよく双方で話し合い、合意しましょう。

³² AZX「起業家&経営者のための法務・会計用語集サイト」、ベスティング、
<https://www.azx.co.jp/glossary/%E3%83%99%E3%82%B9%E3%83%86%E3%82%A3%E3%83%B3%E3%82%B0/>

f 合併、吸収分割、新設分割、株式交換、株式移転に伴い新たに交付される新株予約権の内容

ベンチャー企業の EXIT の形として、株式公開以外にも M&A（合併や買収）も想定されます。大学としては、M&A が成された場合であっても、現金を適切に回収できることを契約において担保しておく必要があります。例えば、買収された会社から新株予約権を適切な額で買い取ってもらう、買収された会社から新たに同じ価値の新株予約権を付与してもらうなどの方法の取決め、また 1 株当たりの価値が低下した場合の対応の取決めなどを、合意しておく必要があります。

このような対応は、「1.4.2 金銭的な損失」で示したリスク（新株予約権の取得対象とした～状況となっていた。）が顕在化しないための対策の 1 つとなります。

g 新株予約権を行使して株式を得た場合の共益権（株主総会での議決権等）の扱い

科技イノベ活性化法の対象となる大学発ベンチャーについては、「株式又は新株予約権の取得及び保有に係るガイドライン」において共益権の制限については言及がされておらず、国立大学法人の経営判断に任せられています。ただし、原則として共益権の行使は行わないことが望ましいでしょう。国立大学法人等に関して、科技イノベ活性化法の対象とならない大学発ベンチャーについては平成 29（2017）年度文部科学省通知において、「3. 株式取得後の留意（2）株主としての権利行使上の留意点」として、自益権の行使については特段の制約はないとされていますが、「共益権を行使することは、国立大学法人等の業務の範囲を超えるものであり、原則認められない」とされています。

海外の大学でも、同様の対応がされています。

<事例（日本の大学）>

原則として共益権の行使、議決権の行使は行わない。【東京大学】【九州工業大学】【慶應義塾大学】

<事例（海外の大学）>

企業運営が大学の役割ではないため、議決権は大学が行使しない。ボードのポジションも持たない。【UC バークレー校】

企業運営が大学の役割ではないため、議決権は大学が行使しない。【UT オースティン校】【スタンフォード大学】

2.2 新株予約権の保有時

2.2.1 必要な体制

新株予約権の保有時の管理は、新株予約権の管理担当者（一般に、財務担当者）が行います。

ベンチャー企業と定期的にコミュニケーションを取っている担当者（一般に、産学連携・知的財産の担当者や、TLO の職員など）は、ベンチャー企業の事業の状況把握や、それを踏まえた必要な追加の支援の検討を行います³³。

また、新株予約権取得後は必然的に利益相反状態が生じるため、そのマネジメントができる体制を整える必要があります。（→利益相反マネジメントの必要性や内容については、2.2.2（3）で示します。）

2.2.2 実務上のポイント

（1）会計処理

取得した新株予約権の会計処理については、「株式又は新株予約権の取得及び保有に係るガイドライン」において、「公正妥当な企業会計の基準に準拠するとともに、会計監査人と事前に協議した上で適切に処理する必要がある」と定められています。

また、平成 29（2017）年度文部科学省通知においては以下のように記載されています。

※取得した新株予約権の会計処理について

1. （1）又は（2）の対価として新株予約権を取得した場合の会計処理については、国立大学法人会計基準に特段の規定がないため、公正妥当な企業会計の基準に準拠することとなること。その際、取得した新株予約権の時価が把握できる場合には、時価評価し資産計上するとともに同額を収益計上することとなり、当該新株予約権の時価が把握できない場合には、（2）の「収益を伴う事業」の対価に見合う額を参考にする事となること。ただし、時価及び当該対価に見合う額のいずれも把握できない場合には、備忘価額にて資産計上することとなること。

（出所）国立大学法人及び大学共同利用機関法人が株式及び新株予約権を取得する場合の取扱いについて（通知）（平成 29 年 8 月 1 日付文部科学省高等教育局長・研究振興局長通知）

一般に、公正妥当な企業会計の基準においては、原則として、株式や新株予約権は公正な価格で評価するべきとされています。ただし、特に新株予約権の場合、未公開企業の新株予約権の

³³ 内閣府・文部科学省「株式又は新株予約権の取得及び保有に係るガイドライン」においても、国立大学法人等は、「株式等を効果的に活用できるよう管理担当者及び担当部署を指定又は設置し、その定期的な評価等適切に管理を行うものとする」とされています。

公正価値評価は困難であることから、その評価のための実務的な負担を減らすという観点で、「本源的価値」による会計処理が認められています。新株予約権の本源的価値については、「本源的価値＝株式の評価額－行使価額」とされています。国立大学法人等一般にベンチャー企業から取得する無償の新株予約権の場合は、その評価額（株価）と行使価額は同額として設定されるため、本源的価値はゼロとして計算されます。その考え方にに基づき、多くの国公立・私立大学で、会計上は1円の備忘価額として処理されてきました。上記通知では「時価及び当該対価に見合う額のいずれも把握できない場合には、備忘価額にて資産計上することとなること」に相当します。

また、国立大学法人の場合、会計処理の結果は財務諸表の附属明細書のうち「有価証券の明細」にて公開することが定められています³⁴。各大学の状況について、ウェブサイト等で把握することも可能ですので、必要に応じてご参照ください。

(2) ベンチャー企業への関与や情報把握

行使期間内の新株予約権を保有している時期は、株式の売却により現金を得る見込みを検討するため、ベンチャー企業の事業の状況を把握することが求められます。また、大学による追加の支援によりベンチャー企業の成功を加速させる可能性があるかと判断され、大学で必要な体制を整えることができるのであれば、事業状況を踏まえ、その支援の検討を行うことも考えられるでしょう。

ベンチャー企業の事業状況の把握は、大学の研究成果・知的財産の社会実装が適切に行われているかを把握するという大学の基本的な活動と捉えることもできますが、株式の売却益としての現金を取得するという観点では、株主総会等で提示される一般的な事業の状況に関する情報だけでは不十分です。新株予約権の取得検討の際に把握した事業計画に照らして、その進捗はどうかという観点で、比較的詳細に把握する必要があります。もし事業の成長が計画よりも遅れている場合、その要因を詳細に分析することにより、追加で必要な支援を検討することができるからです。追加の支援を行うことで、ベンチャー企業がリビングデッド状態になる等、現金を回収できないような事態になる可能性を低減することができます。

追加の支援としては、多くはベンチャー支援のための産学連携組織や大学が関係するVC等によってなされますが、例えばネットワーキングや助言の提供なども可能です。また、大学の体制や資金などの状況にもよりますが、技術コンサルティングや施設提供などさらなる支援を行うことも考えられます。米国の大学では、知的財産権のライセンスの契約時に、追加で行う支援の範囲などを定めている場合もあるようです。

<事例（日本の大学）>

数年毎に、全ての大学発ベンチャーに連絡を取り、経営状況を把握している。連絡が取れない場合や協議が決着しない場合などは、権利放棄の手続きを行う。【九州工業大学】

³⁴ 国立大学法人会計基準「第76 附属明細書」

<事例（米国の大学）>

ライセンスを受けたベンチャーが適切に技術の商品化を進めているか否かを確かめる方法の一つとして、事前に設定したマイルストーンの達成状況のモニタリングを行っている。【UC バークレー校】

進捗報告書、ロイヤルティレポート等を企業から年次、あるいは四半期ごとに入手し、進捗管理を行う。【スタンフォード大学】

(3) 組織としての利益相反に関連するマネジメント（参考）

利益相反状態は、株式・新株予約権の取得時に限らず大学発ベンチャーへのライセンス等、何らかの支援を行った時点で発生しますが、株式・新株予約権の取得に当たっては、大学に多額の利益が発生する可能性が高まることから、より慎重に利益相反マネジメントを行う必要があります。

1) 利益相反マネジメントの必要性

「大学（組織）としての利益相反」状態とは、大学組織が得る利益と、大学が本来なすべき教育・研究等の公益とが相反する状態を指しており、具体的には大学が得る経済的な利益が、大学が公益を達成するために必要な責任・判断に影響を及ぼしかねないと、外部の第三者より判断されかねない状態を指しています。³⁵³⁶

大学としては、「経済的利益を優先させ、研究教育活動をおろそかにした、公正な研究教育活動に影響を及ぼした、また、そのように見えるといった状況が大学の公共性や社会的信頼を損なうことのないように」³⁷、その利益相反状態をマネジメントする必要があります。大学では、実務的な観点から、多数のライセンス案件のすべてについて同等のマネジメントを行うことは難しいと考え、一定の金額的基準を設けている場合もあります。知的財産権のライセンスに伴い新株予約権を取得する場合、その行使・株式の売却に伴い、多額の経済的利益を得る可能性があります。そのため、新株予約権を保有している先との関係性は、組織としての利益相反マネジメントの対象とすべきであると考えられます。

なお、新株予約権の取得を伴うライセンス案件について、組織としての利益相反マネジメントを適切に行わなかった場合、以下のような状態に陥るリスクがあります。

- ライセンスに伴い新株予約権を取得した大学発ベンチャーと、その後共同研究を行うことになった場合、その企業を不当に優先した研究リソースの配分が行われるなど、研究の学術的な公正さを失っているのではないかと見られるリスク。

³⁵ 「（責務相反を含まない）狭義の利益相反のうち、大学組織が得る利益と大学組織の社会的責任との相反」と定義されています。文部科学省、利益相反ワーキング・グループ報告書（平成 14 年 11 月公表）

³⁶ 東北大学「利益相反マネジメントマニュアル（利益相反マネジメント東北大学モデル）」

³⁷ 東北大学「利益相反マネジメントマニュアル（利益相反マネジメント東北大学モデル）」

- ライセンスに伴い新株予約権を取得した大学発ベンチャーに、その後追加のベンチャー企業支援サービスを提供する場合、当該企業だけを過度に優遇するサービス提供（例えば他企業より優先的な支援提供や、施設や設備などの優先的な利用）を行い、大学の公共性を失っているのではないかと見られるリスク。

2) 利益相反マネジメントの内容

日本の大学は、個人としての利益相反を中心にそのマネジメントの方策や、体制の構築を進めてきました。近年、産学連携や出資などにより大学組織が大きな経済的利益を得る機会が増加しているため、組織としての利益相反マネジメントの重要性が指摘されているようになっていきます³⁸。大学（組織）としての利益相反マネジメントについては、一般に、①関連する部署や職員からの情報把握、②透明性のある意思決定、③情報開示の3つ視点を軸として行います。大学として組織としての利益相反マネジメントに関する十分な検討が求められます³⁹。

³⁸ 文部科学省、科学技術・学術審議会、「大学等における産学官連携活動の推進に伴うリスクマネジメントの在り方に関する検討の可能性について」（2015）に関連する記述があります。

³⁹ 検討にあたっては、「通常のライセンス契約に関する利益相反マネジメント」の各項目は、東北大学「利益相反マネジメントマニュアル（利益相反マネジメント東北大学モデル）」などが参考になります。

2.3 新株予約権の行使、株式の売却時

少なくとも科技イノベ活性化法施行以前は、大学側に株式運用の経験が豊富ではないこともあり、新株予約権の行使による株式の取得とその売却はほぼ同時に行われることが一般的でした。ここでは、そのことを前提とした留意点の記述を行います。

2.3.1 必要な体制

大学発ベンチャーが株式公開又は M&A がなされた場合、新株予約権の管理・売却担当者（一般に、財務担当者）が当該企業の新株予約権を行使し、株式売却を行うに当たり必要な判断を行います。

インサイダー取引規制の抵触を避けるという観点で、インサイダー情報を把握している可能性が高い、ベンチャー企業と定期的コミュニケーションを取っている担当者（一般に、産学連携・知的財産の担当者や、TLO の職員など）は、行使、売却に当たり必要な判断に一切関わらないという対応が望ましいと考えられます。（「2.3.2（3）インサイダー取引の回避」で詳細は記述）

さらに、インサイダー取引への抵触へのリスクをゼロとするためには、財務担当者が投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報を「一切得ていない」ことを説明できる状態にしておく必要がありますが、これは現実的に難しいと考えられます。このため、有価証券処分信託、株式処分信託等を活用して売却の判断を行うことも望ましい一つの解決策と考えられます。

2.3.2 実務上のポイント

(1) 新株予約権の行使・株式売却のタイミング

インサイダー取引回避の観点からは、「2.1.1 必要な体制」で示したように、有価証券処分信託、株式処分信託等を活用することが望ましいと考えられますが、何らかの事情によりそれが難しい場合は、ベンチャー企業の株式公開がなされた場合、以下の点に留意して売却を行いましょ。

新株予約権を行使して取得した株式の場合は、株価が行使価額を下回るタイミングでは、大学側に損失が生じることになるため、少なくとも株価が行使価額を上回ったタイミングで売却する必要があります。また、上場会社の株価は一度上昇しても再び下落する等、予測が難しいところがあります。専門家の助言を仰ぐか、確実に現金を回収できるタイミングで即時的に判断し、売却するなどの対応が考えられるでしょう。

また、もし新株予約権契約書の中でロックアップ期間などが定められる場合（前述のとおり、定めないことが望ましいでしょう。）は、この内容も考慮した期間の設定が必要です。また、他の大株主とベンチャー企業との間の契約の中で、ロックアップ期間が定められていた場合、そのロックアップ期間終了直後では、大株主の株式売却により、株価が下落する可能性があることにも留意が必要です。

なお、新株予約権の行使に必要な費用については、平成 29（2017）年度文部科学省通知において、「新株予約権の権利行使に要する経費は、当該新株予約権の現金化の過程における

必要経費の支出であって、業務上の余裕金の運用制限の対象とはならないものであるため、当該所要額の支出は可能であること。」とされています。また、「株式又は新株予約権の取得及び保有に係るガイドライン」においても、国立大学法人等は、「法人発ベンチャーから取得した新株予約権の権利を行使して、株式を取得することができる」とされています。

米国の大学では、EXIT 後速やかに売却を検討する方針の大学、定型的に売却を行う方針を取る大学などがあります。

<事例（米国の大学）>

カリフォルニア大学の規則および株式等取得の契約に基づいて事前に定められた方式で、株式等が売却される。具体的には、IPO の 6 か月後に 50%、さらに 6 か月後に 25%、6 か月後に最後の 25%を売却するようにしている。【UC バークレー校】

大学には、株式等の運用のノウハウがないので、株式価格の下落などのリスクに対応できないため、ベンチャーが EXIT したら、大学が一番早いタイミングで株式等を資金化する方針である。【UT テキサス校】

大学はプロの投資家ではないので、株式等はなるべく長く保有せず、早く売却するようにしている。【スタンフォード大学】

(注) 米国の大学発ベンチャーは、IPO ではなく M&A を EXIT としている企業が大半である。

(2) 行使期間満了の時点で株式公開や M&A がなされなかった場合の対応

1) 基本的な考え方

ベンチャー企業の成功確率は一般に高くないため、行使期間満了の時点で株式公開や、又は M&A などの EXIT に至らないことも十分に想定されます。その場合は一般に、新株予約権の売却、行使、放棄のいずれかを行うこととなります。なお、新株予約権の売却は、ベンチャー企業の資本政策の関係上、新株予約権契約書の中で制限される可能性があるため、留意が必要です。契約書において制限がある場合、行使後、売却という方策を取ることもできます

行使期間は当然事前に把握できることですので、この交渉は、双方の⁴⁰検討や意思決定に係る時間などを考慮すると、十分に検討や交渉に時間を確保できる時期に開始することが望ましいと考えられます。

2) 具体的な対応例

大学としては、可能な限り現金を回収するという観点で、必要な判断を行います。以下、具体的な大学の対応例と、想定される例を示します。

⁴⁰ VC との調整が必要となる場合もあります。

a 新株予約権売却又は権利行使の上で株式売却を行う場合

下記いずれかの場合であって、買い手（大学発ベンチャー自身、一般投資家など）確保の見込みがつかう場合

- その時点で売却又は権利行使した上で売却することにより、契約時に想定した現金を回収できると判断される場合
- ベンチャー企業側にさらなる増資の計画がある場合又は大学が保有する新株予約権の株の発行済み株数における割合が大きい場合
（留意点：新株予約権は潜在株式であり、この多さが VC などによる増資の妨げになる場合もあるため。売却を伴う行使とするか、行使のみとするかはベンチャー企業側の資本政策を踏まえて検討。）

b 新株予約権の権利行使の上で株式保有を行う場合

- その時点では（売却又は権利行使した上で売却することにより）契約時に想定した現金が回収できないものの、事業自体は順調に推移しており、将来的には売却益を得ることが可能であるという見込みが立つ場合（行使して将来的な売却機会を待つ場合）
- ベンチャー企業側にさらなる増資の計画がある場合又は大学が保有する新株予約権の株の発行済み株数における割合が大きい場合
（留意点は a に共通）

c 放棄を選択する場合

下記の場合の多くは、定期的に企業に連絡を取り、コミュニケーションや必要に応じて追加の支援などを行うことにより避けられるため、これを怠らないようにしましょう。

- その時点では売却又は権利行使して売却することにより、現金をほとんど回収できない又は損失が出るのが明確である場合
- 企業の実態がなくなった又はリビングデッド状態にある場合
- 大学との交渉が破綻した又は企業の経営者などと連絡が取れなくなった等の場合

(3) インサイダー取引の回避

株式公開後の上場会社の株式⁴¹の取引は、金融商品取引法（第166条）に基づき、インサイダー取引規制の対象となります。この法律においては、「会社関係者等が、その株式の株価に重大な影響を与える重要事実を知って、その重要事実が公表される前に、その会社の株式等の売買等を行うこと」が禁止されています⁴²。この会社関係者には、「当該上場会社等と契約を締結している者」も含まれ、大学発ベンチャーとライセンス契約及び新株予約権契約を結んでいる大学も含まれます。

大学として、インサイダー取引規制への抵触を防ぐためには、株式の売買を主導すると想定される担当者（一般に、財務担当者）が、「株価に重大な影響を与える重要事実」（インサイダー情報）を知ることを防ぐことが基本の対策となります。具体的には、以下のような対策が挙げられます。

- 株式売買担当者とインサイダー情報を扱う担当者の分離

例えば、ライセンス先・新株予約権取得先の大学発ベンチャーに対して定期的に連絡を取り、事業の情報把握を行っている産学連携やベンチャー支援関連部署の職員は「その株式の株価に重大な影響を与える重要事実」を知りうる可能性があり、又は知っていると対外的に判断される状況にあります。この職員は一切売却の判断に関わらないという対応が、インサイダー取引回避の観点では安全です。

さらに、インサイダー取引への抵触へのリスクをゼロとするためには、財務担当者が投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報を「一切得ていない」ことを説明できる状態にする必要がありますが、これは現実的に難しいと考えられます。このため、有価証券処分信託、株式処分信託等を活用して売却の判断を行うことも一つの解決策と考えられます（再掲）。また、大学として望ましい大学発ベンチャーの新株予約権行使、株式の売却などのタイミングや内容のパターンを定めておき、半自動的にその判断を行うことも一つのインサイダー取引回避の対策となります。海外の大学では、以下のような対応を行う例も見受けられます。

<事例（日本の大学）>

財務部では、インサイダー取引防止の観点から外部の信託を活用している。東京大学 TLO が、東京大学の財務部に売却のタイミングに関連する情報を伝えるとインサイダー取引につながる恐れがあるので、伝えていない。【東京大学 TLO】

⁴¹ 新株予約権に関しては、インサイダー取引規制の対象外です。

⁴² AZX「専門情報 Q&A『インサイダー取引規制』」、https://www.azx.co.jp/modules/faq/index.php?cat_id=97

<事例（米国の大学）>

IPO の 6 か月後に 50%、さらに 6 か月後に 25%、6 か月後に最後の 25%を売却するようにしている。【UC バークレー校】（再掲）

● 情報管理

インサイダー情報に関しては、職員がアクセスできる情報端末には保存しない、保存する場合は財務担当職員がそこにアクセスすることができないようにアクセス権を制限するなどの方法などがあります。

● 産学連携やベンチャー支援担当部署の職員の株式取得・売上の管理

大学の保有する株の取引だけでなく、インサイダー情報を職員が職務上知りえた場合は、個人の保有する株の扱いについても留意が必要です。大学発ベンチャーに関して、インサイダー情報を職務上知る可能性のある産学連携やベンチャー支援担当部署の職員については、株式取得や売買に関して、ある程度大学側で規則を設けることも必要です。

<事例（日本の大学）>

TLO の職員は、社員規則で株式を購入できないことになっている。どうしても購入が必要な場合は申請・承認が必要である。東京大学では、倫理規程において、利害関係者から未公開株式を譲り受けることが禁止されている。【東京大学】

3. 今後の展望

2019年の法改正（科技イノベ活性化法）や、それに伴うガイドラインや事務連絡の発出、更に本手引きの策定などにより、大学がその大学発ベンチャーの支援に伴う株式・新株予約権を取得するに当たっての基本的な考え方や、取り組み方が、ある程度整理されました。それにより取得の例や、さらには成功例が今後増えていくことで、大学側の取得に対する意識的ハードルが取り除かれ、更に取得に取り組む例が増えるという好循環がもたらされることが期待されます。

日本の大学では、研究成果の活用・社会実装のさらなる促進のため、大学発ベンチャーに対する複合的な支援を開始するケースが増えています。今後、政策的背景に基づく組織対組織の本格的産学連携の加速や、ベンチャー支援のためのインキュベーション施策の推進、大型共同研究の組織的なマネジメントする体制の整備などを受け、事業創出、知的財産マネジメント、利益相反マネジメントなどに関するプロフェッショナル人材が大学で雇用されることも期待されます。これらの人材や外部の協力人材を活用し、さらなる高付加価値な大学発ベンチャー支援を大学が提供していくことが期待されます。現在は、知的財産権のライセンスに伴い新株予約権を取得するケースが一般的ですが、平成 29（2017）年度文部科学省通知により、それ以外の「収益を伴う事業」の対価として、株式・新株予約権の取得が認められました。さらに、科技イノベ活性化法では、「成果活用事業者（国立大学法人発ベンチャーを含む）への支援（知的財産権の移転、設定又は許諾、技術的な指導又は助言、その保有する施設又は設備の貸付けその他の研究開発の成果の普及及び活用の促進に必要な支援）」に伴い国立大学法人がその株式・新株予約権を取得することが法的に認められました。今後は上記のような状況を受け、幅広い大学発ベンチャー支援に伴う新株予約権の取得が進むことも期待されます。

4. 参考資料

4.1 大学の株式・新株予約権の取得に関連する通知や法律（抜粋）

以下、国立大学法人等の大学発ベンチャーの株式・新株予約権の取得に関連する法律や通知、ガイドラインのうち、特に関連性が高い部分を抜粋します。

4.1.1 科学技術・イノベーション創出の活性化に関する法律（平成二十年法律第六十三号、平成31（2019）年改正）

（成果活用事業者への支援）

第三十四条の四 国は、研究開発法人又は大学等の研究開発の成果を事業活動において活用し、又は活用しようとする者（以下「成果活用事業者」という。）による当該研究開発の成果を活用した新たな事業の創出又はその行う事業の成長発展を支援するために必要な施策を講ずるものとする。

2 研究開発法人及び大学等は、その研究開発の成果の普及及び活用の促進を図るために相当と認めるときは、当該研究開発法人又は当該大学等の研究開発の成果に係る成果活用事業者が円滑に新たな事業を創出し、又はその行う事業の成長発展を図ることができるよう、当該研究開発法人及び大学等の有する知的財産権の移転、設定又は許諾、技術的な指導又は助言、その保有する施設又は設備の貸付けその他の研究開発の成果の普及及び活用の促進に必要な支援を行うよう努めるものとする。

3 研究開発法人及び国立大学法人等（地方独立行政法人法（平成十五年法律第百十八号）第六十八条第一項に規定する公立大学法人を含む。次条において同じ。）は、前項に規定する支援を行うに当たっては、成果活用事業者の資力その他の事情を勘案し、特に必要と認める場合には、その支援を無償とし、又はその支援の対価を時価よりも低く定めること等の措置をとることができる。

（研究開発法人及び国立大学法人等による株式又は新株予約権の取得及び保有）

第三十四条の五 研究開発法人及び国立大学法人等は、成果活用事業者に対し前条第三項の措置をとる場合において、当該成果活用事業者の発行した株式又は新株予約権を取得することができる。

2 研究開発法人及び国立大学法人等は、前項の規定により取得した株式又は新株予約権（その行使により発行され、又は移転された株式を含む。）を保有することができる。

4.1.2 研究開発法人及び国立大学法人等による成果活用事業者に対する支援に伴う株式又は新株予約権の取得及び保有に係るガイドライン（内閣府・文部科学省）（平成31（2019）年1月17日発出）

Ⅱ. 法人発ベンチャーへの支援に伴う株式の取得等に関する基本事項

1. 対象となる法人発ベンチャー

法第 34 条の 4 及び第 34 条の 5 は、研究開発法人及び国立大学法人等が支援に伴い株式等を取得することができる場合を、法人発ベンチャーの資力その他の事情を勘案し、特に必要な場合としている。すなわち、支援を行う研究開発法人又は国立大学法人等の研究成果を活用した事業の有望性が高い法人発ベンチャーであって、当該研究開発法人及び国立大学法人等による支援に対し、現金による支払を免除又は軽減することが当該ベンチャーの経営の加速のために特に必要と考えられる場合が対象となる。

4.1.3 国立大学法人及び大学共同利用機関法人が株式及び新株予約権を取得する場合の取扱いについて（通知）（平成 29（2017）年 8 月 1 日付文部科学省高等教育局長・研究振興局長通知）

他方、（～中略～）、国立大学法人等が株式等を取得することについては必ずしも法律において定めがないものの、安定的な業務運営が確保されることを前提としつつ、以下のような手法により株式等を取得することについては法的に可能と解される。

（1）寄附により株式等を取得する場合
（～中略～）

（2）国立大学法人等が実施する「収益を伴う事業」の対価として現金に代えて株式等を取得する場合

平成 28 年事務連絡（参考資料参照。）においても示したとおり、国立大学法人等は、法第 22 条第 1 項各号又は法第 29 条第 1 項各号に規定される業務と離れて、収益を目的とした別の業務を行うことはできないが、同項各号の範囲内の業務を行う中で、受益者に対し費用の負担を求め、結果として、収益を伴うことまでは否定されていない。

その対価として現金に代えて株式等を受け入れざるを得ないような場合には、株式等を取得することは法的に可能と解されること。

ただし、国立大学法人等においてその取得を慎重に判断した上で実施するものであることに留意すること。また、この取扱いは、当該対価を現金により支払うことが困難な大学発ベンチャー企業等を対象として想定しているものであり、株式公開企業等の現金による支払が可能な企業について、現金に代えて株式等を取得することは法の趣旨に照らし妥当な取扱いとは解されないこと。

（想定される対価の例）

- ・国立大学法人等の教育研究活動に支障のない範囲内において、一時的に、国立大学法人等の施設を使用させる対価
- ・国立大学法人等の教育研究活動の成果を活用し、業務等、技術的な支援を行い、得る対価など

※本通知における「国立大学法人等」とは、国立大学法人及び大学共同利用機関法人を指す。

4.2 日本の大学へのヒアリング結果

4.2.1 国立大学法人 東京大学

(1) 大学発ベンチャーへの支援内容

1) 大学発ベンチャー支援の関連組織の概要と役割分担、その背景

表 1-1 支援の概要と株式等取得実績（東京大学）

支援の内容	支援を行う組織	株式等取得実績
ライセンス	株式会社東京大学 TLO（東京大学 100%出資子会社）	あり
大学発ベンチャーへの総合的支援 (注)	産学協創推進本部（学内組織）	あり

(注) ベンチャー企業に向けた相談対応、コンサルティングを含む総合的支援。東京大学南研究棟アントレプレナーラボにて行われている。

- 株式会社東京大学 TLO が、東京大学の研究成果の効果的に活用するため、知的財産権の取得、ライセンス、大学発ベンチャー設立支援などの業務を一貫して行っている。
- 施設提供やコンサルティングは、学内組織である産学協創推進本部が行っている。

2) 株式等取得に関する体制

- TLO の職員（24 名＋スタッフ）が大学発ベンチャーと接する中で目利きし、将来性があると判断された大学発ベンチャーに対して知的財産権のライセンスを実施。ライセンスの対価としての株式等取得に当たっては、TLO のグループマネージャーに決裁権を持たせている。
- 株式や新株予約権の保有状況の確認など管理業務は、東京大学の財務部が行っている。

3) 近年の大学発ベンチャー支援内容の工夫や重点化の内容

- 東京大学では本郷キャンパス内に新設され 2018 年 10 月に開業したインキュベーション施設「東京大学南研究棟アントレプレナーラボ」に入居する同大学発ベンチャーに対する大学からの総合的な支援の対価として、当該企業の全株式の 1%程度以下を目安に新株予約権の形で取得する仕組みを開始し、すでに入居企業がその契約に応じている。
- TLO では、大学発ベンチャーを成功させるためには、大学発ベンチャーの経営陣のコミュニケーションエンジニアリングが必要と考えている。多くの大学発ベンチャーの失敗例は、ハンズオン型の支援や、チームビルディングの不足が要因であることが多い。例えば、人材の採用と役割付けを的確に行うことは重要であり、優秀な CTO、CFO、CEO のそれぞれが一方向を向くためのサポートを東京大学や TLO が行うことは可能であると考えている。

(2) 大学発ベンチャーからの株式等取得の状況

1) 大学発ベンチャー等から株式等を取得する対価となる支援、株式等取得の実績

- 知的財産権のライセンスの対価として、新株予約権を取得した例は多数あり、東京大学は

近年、常時平均で 10 社程度の新株予約権を所有している。

- 施設提供を伴う総合的な支援の対価として、新株予約権を取得している。

2) 大学発ベンチャーの株式等を取得する大学側の目的、意義、リスク

- 東京大学では、大学発ベンチャー支援の対価を現金で支払うことが原則であるが、大学発ベンチャーの要望があれば現金に代えて株式等の取得を検討することとしている。ただし、対価の 100%を株式等で受け取るという設定はせず、必ず一部は現金での支払いとしている。

3) 大学への株式等の提供に関する大学発ベンチャー側の期待

- どのフェーズに置かれた大学発ベンチャーであっても、ライセンスの対価として株式等を提供するニーズはあり得る。すでに VC の金銭的支援が入っているフェーズにおいても、事業拡大のための設備投資や人材確保などの支出を優先し、ライセンス料の支払いを抑えたい場合は多いと考えられる。

4) 上記の大学側の目的・意義や大学発ベンチャー側の期待の実現状況

- TLO では、一般の VC の投資成功率よりも高い確率で、支援した大学発ベンチャーが株式公開に至っている。新株予約権を受け取った大学発ベンチャーのうち 6 社が株式公開し、権利行使後の株式売却により利益を得た。

(3) 株式・新株予約権の取得

1) 株式等の取得対象となる大学発ベンチャー

- 「対価を現金で支払うことが困難」との文部科学省通知の解釈について、東京大学としてすべての大学発ベンチャーの個別事情に対応できるような細かな規則や基準はない。
- TLO 担当者が大学発ベンチャーと接する中で目利きし、将来性があると判断した大学発ベンチャーに対し、当該ベンチャー企業と協議した上で知的財産権のライセンスを行い、その対価を取得している。
- 対価として新株予約権を受け取る場合、株式公開までの資金計画を提出させている。計画には、現在の株式発行数、株式公開時の株式発行数・株価の想定といった事項が含まれる。

2) 適切と考える株式等の数、行使価格、有償・無償の形式やその理由

- 明確な基準はなく、その大学発ベンチャーの成長を見越して適切と考えられる新株予約権数や形式を検討している。
- VC による投資をすでに受けている場合は、新株予約権数の判断はその VC とのやり取りの中で行うことが多い。その際、ライセンスの価値に対して、何%（何個）の新株予約権の割り当てができるか検討を行う。

3) 対価のうち実費相当分の確保のための工夫

- 必ず対価の一部は現金で支払ってもらっている。現金分は、TLO が東京大学から受け取る手数料と知的財産権の出願などにかかる実費である。実際に係る費用は現金で回収し、

東京大学に損失が出ないようにしている。イニシャル・フィーのうち、手数料や実費との差額分を新株予約権で取得する。

4) 適切と考える株式等取得のタイミングやその理由

- 取得のタイミングについて規定はない。VC による投資後に資金計画などを構築し新株予約権を取得した例、シード期に将来的な価値を判断し新株予約権を取得した例のどちらもあ

5) 利益相反マネジメント

- 新株予約権の価値は、市場価値を元に算出されており、フェアバリューである。そのため、公正な基準に基づく取得であると対外的に説明できる。
- 新株予約権は、株式公開やバイアウトとならない限り現金化されないため、大学発ベンチャーの価値に影響を及ぼさないと考える。その観点で、利益相反のマネジメント上、新株予約権は株式よりも扱いやすい。

(4) 新株予約権の行使、株式の売却・保有

1) 適切と考える新株予約権行使や株式売却のタイミングやその理由

- TLO ではなく、東京大学の財務部が売却業務を行っている。財務部では、インサイダー取引防止の観点から外部の信託を活用している。

2) 株式保有時の議決権の行使に関する考え方

- 大学発ベンチャーの経営には関与しないといった観点から、共益権の行使、議決権の行使は一切行わない。

3) 株式売却時のインサイダー取引回避の取組

- 財務部では、インサイダー取引防止の観点から外部の信託を活用している（再掲）。東京大学 TLO が、東京大学の財務部に売却のタイミングに関連する情報を伝えるとインサイダー取引につながる恐れがあるので、伝えていない。
- TLO の職員は、社員規則で株式を購入できないことになっている。どうしても購入が必要な場合は申請・承認が必要である。東京大学では、倫理規程において、利害関係者から未公開株式を譲り受けることが禁止されている。

4) 株式等を取得した大学発ベンチャーがリビングデッドの状態となった場合の対応

- 行使期間満了などのタイミングで、権利放棄を行っている。

4.2.2 国立大学法人 九州工業大学

(1) 大学発ベンチャーへの支援内容

1) 大学発ベンチャー支援の関連組織の概要と役割分担、その背景

表 1-2 支援の概要と株式等取得実績（九州工業大学）

支援の内容	支援を行う組織	株式等取得実績
ライセンス	グローバル産学連携センター（学内組織）	あり
施設提供	グローバル産学連携センター（学内組織）及び外部機関	なし
ベンチャー創出・育成支援	グローバル産学連携センター（学内組織）及び外部機関	なし

- ライセンス、施設提供、ベンチャー創出支援共に、学内組織であるグローバル産学連携センターが担当している。常勤職員 6 名、パートタイム職員 11 名が配置されている（2019 年 3 月現在）。ライセンスは技術移転部門で行っており、この部門に所属する専任職員は 1 名のみである。
- インキュベーション施設提供及びコンサルティングは、グローバル産学連携センターが直接行っている。ベンチャー支援・育成支援については、福岡県や飯塚市など外部機関の協力を得て実施している。
- 2004 年の国立大学法人化後、九州工業大学は文部科学省による産学官連携戦略展開事業や大学知的財産本部整備事業等の補助金等を活用して、知的財産本部や産学連携制度の整備を行った。これらにより人材が強化され、産学官連携に力を入れることができた。

2) 株式等取得に関する体制

- グローバル産学連携センター職員が株式等の取得を起案し、センター長の承認を得て、研究・産学連携担当理事（副学長）が承認をするというプロセスを踏んでいる。最終承認は学長が行う。
- グローバル産学連携センターの技術移転部門に所属する専任職員は 1 名であるが、組織が小さいことが、結果的にライセンスやそれに伴う株式取得等のプロセスを早くしている。
- 株式等の管理は、大学の事務担当部署が行っている。

3) 近年の大学発ベンチャー支援内容の工夫や重点化の内容

- 福岡県内でも地方銀行を中心とした VC や独立系 VC が増えており、県内で支援を受けられる環境が整ってきている。しかし、VC の多くは福岡市に所在している。
- 福岡県や飯塚市がベンチャー支援に力を入れていることもあり、大学近隣に公的機関によるインキュベーション施設の提供や大学発ベンチャー支援などで行政と連携し、協力を得られている。

(2) 大学発ベンチャーからの株式等取得の状況

1) 大学発ベンチャー等から株式等を取得する対価となる支援、株式等取得の実績

- 2007年から2008年にかけて、ライセンスの対価として新株予約権を7件(6社)取得した。また、2011年、九州工業大学の特許の現物出資により、特許の管理・活用のみを目的とするSPC(特定目的会社)が設立された。

2) 大学発ベンチャーの株式等を取得する大学側の目的、意義、リスク

- 株式等を取得することにより、大学発ベンチャーのシード期を支援し、九州工業大学の研究成果を効果的に社会実装することを目的としている。
- 国立大学という組織上、特許は国の資金によって得られた財産である。一般企業との公平性の観点からも大学発ベンチャーにライセンスする場合にも相応の対価を回収する必要がある。大学発ベンチャー以外の企業へのライセンスと同様に大学発ベンチャーからも全額現金で受け取れるのであれば、それが望ましい。
- 一方で、大学発ベンチャーが成功すれば大きな収入になり、九州工業大学の研究基盤が強化できるという期待はある。しかしながら、実際には、収入は想定していた程度には得られていない状況である。ただし、大学発ベンチャーからのライセンス収入が得られなかったとしても、九州工業大学全体のライセンス収入と比するとその分は大きな額ではなく、経営への影響は小さい。

3) 大学への株式等の提供に関する大学発ベンチャー側の期待の想定

- 現金を手元に残すことができるというメリットに加え、九州工業大学が株式等を有していることが、大学発ベンチャーの対外的な信頼性を高めるとも考えており、大学が株式を保有すること自体が大学発ベンチャー支援になると考えている。

4) 上記の大学側の目的・意義や大学発ベンチャー側の期待の実現状況

- 行使期間満了を迎えた新株予約権が複数あるが、株式公開又はM&Aに至った大学発ベンチャーはない。
- 新株予約権を受け取った6社(7件)のうち、4社(5件)は、現在も大学発ベンチャーが事業を継続しており、外2社は休眠状態である。
- 研究者が思いを持って設立した大学発ベンチャーが、継続して技術を社会還元できていること、雇用創出に寄与していることは、株式等取得が、技術移転の後押しとなり、ベンチャー企業の金銭面や対外的な信頼性向上の支援になったことによる効果だと考えている。

(3) 株式・新株予約権の取得

1) 株式等の取得対象とする大学発ベンチャー

- 「対価を現金で支払うことが困難」との文部科学省通知の解釈について、大学として制定した細かな規則や基準はない。案件ごとに個別交渉を行い、外部に説明できるようにしている。
- 大学発ベンチャーへのライセンスに関しては、必要に応じて交渉開始当初から、ライセンス料の一部を新株予約権や株式で受けることを考慮する。ライセンス料は、他企業へのライセン

スと同様に金額を算定し、提示する。その後、現段階でのキャッシュの状況は確認し、来期以降の設備投資、サンプル製造、人材確保などの計画を考慮し、最終的に、今現金でどの程度出せるかということから交渉している。

- 交渉の際の意思決定は、学内プロセスを踏み、会議体上げていくが、明確に意思決定の基準を設けないことで、比較的柔軟な対応を取っている。

2) 適切と考える株式等の数、行使価格、有償・無償の形式やその理由

- イニシャル・フィーのうち、一部を新株予約権で、残りを現金で受け取っている。大学発ベンチャーの経営を圧迫しないという大前提のもと、株式もしくは新株予約権を、対価として見合う株式数を判断する。大学の持ち株比率を低く抑え、例えば 30%等を超えるような高い割合では株式等は取得しない。
- 大学発ベンチャー設立時のライセンスの対価としての新株予約権の取得であることから、資本金と株式発行数とに基づき、一株分の価値を算出し、ライセンスの対価に見合った株数を決定している。

3) 対価のうち実費相当分の確保のための工夫

- 必ず大学発ベンチャーから事業計画を提出してもらい、現金での支払い能力を担当者が調査した上で交渉している。
- 出願料や発明者報酬などの実費分には、イニシャル・フィーのうち現金で受け取る分を充てているが、すべてを賄えているとは限らない。

4) 適切と考える株式等取得のタイミングやその理由

- 大学発ベンチャーのシード期を支援し、大学の研究成果を効果的に社会実装することを目的としている。大学発ベンチャーの設立に近い時期に新株予約権を受け取ることが大半である。

5) 大学発ベンチャーとの契約内容における工夫

- これまでに受け取った新株予約権の行使期間は、すべて 10 年であった。
- 共益権の行使、議決権の行使は一切しない契約となっている。
- 大学発ベンチャーの体力のない時期に金銭的な負担とならないよう、イニシャル・フィーを少なくし、ランニングロイヤルティを多めに受け取るなど、外部に説明できる範囲内で工夫をすることもある。

6) 利益相反マネジメント

- 九州工業大学の利益相反マネジメント規程等に基づき対応している。

(4) 新株予約権の行使、株式の売却・保有

1) 適切と考える新株予約権行使や株式売却のタイミングやその理由

- 新株予約権の行使期間満了が近付くと、行使期間の延長又は新株予約権の買戻しのいずれかの方向で大学発ベンチャー側と相談している。大学としては、延長の提案をすることが

多い。

- 現在、株式を保有しているが売却の経験はない。行使期間の延長の提案や、保有を継続する主な理由は、現時点で売却すると、いずれの企業についても対価が回収できないからである。
- 今後は、株式を売買できる状態になった場合には、大学発ベンチャーの経営を圧迫しないという大前提のもと、適切なタイミングを決定する方針である。

2) 株式保有時の議決権の行使に関する考え方

- 共益権の行使、議決権の行使は一切しない契約となっている。

3) 株式等を取得した大学発ベンチャーがリビングデッドの状態となった場合の対応

- 数年毎に全ての大学発ベンチャーに連絡を取り、経営状況を把握している。連絡が取れない場合や協議が決着しない場合などは、権利放棄の手続きを行う。

4.2.3 学校法人 慶應義塾 慶應義塾大学

(1) 大学発ベンチャーへの支援内容

1) 大学発ベンチャー支援の関連組織の概要と役割分担、その背景

表 1-3 支援の概要と株式等取得実績（慶應義塾大学）

支援の内容	支援を行う組織	株式等取得実績
ライセンス	研究連携推進本部（学内組織）	あり
施設提供	各学部（学内組織）及び外部機関	なし
コンサルティング	研究連携推進本部（学内組織）及びイノベーション推進本部（学内組織）	あり

- 知的財産権のライセンスや産学連携など入口から出口までの支援を研究連携推進本部（教員組織）が行っている。また、学術研究支援部（事務組織）が研究連携推進本部をサポートしている。
- 事業創出やライセンス以外の大学発ベンチャーの総合的な支援のために、イノベーション推進本部を、外部の企業出身者などを迎え、2018年11月に設立した。今後、コンサルティング機能などを強化する。
- インキュベーション施設は、一部学部が設置し管理しているほか、産官学連携により外部機関の協力を得ている。

2) 株式等取得に関する体制

- 慶應義塾大学の研究連携推進本部知的資産部門の担当者が各大学発ベンチャーと交渉している。交渉経過は研究連携推進本部内で共有し、株式等の取得の判断をしている。取得する株数などは関連VCから助言を受けることもある。その後、最終的に、常任理事会で決定している。常任理事会は基本的には週に一回、火曜日に開催されている。
- 株式等の管理及び売却の判断は、慶應義塾の財務担当部署が行っている。

3) 近年の大学発ベンチャー支援内容の工夫や重点化の内容

- 研究連携推進本部では、承認TLOとして、大学発ベンチャーの設立支援を行ってきた。大学発ベンチャーは慶應義塾とは別法人であり、大学発ベンチャーの経営責任、製品責任等々が慶應義塾大学に求められることは望ましくない。さらに利益相反や責務相反の恐れもある。よって、大学発ベンチャー設立後は、適切な距離を保つようにしている。例えば、慶應義塾の敷地を本社として法人登記することは禁止している。

(2) 大学発ベンチャーからの株式等取得の状況

1) 大学発ベンチャー等から株式等を取得する対価となる支援、株式等取得の実績

- 承認TLOである研究連携推進本部でライセンス業務を開始した当初から、その対価として株式の取引ができる状態だった。2002年に株式会社ブイキューブから株式を取得したのが

最初の事例である。その後、多数の大学発ベンチャーから株式や新株予約権を取得し、そのうち、3社が株式公開した。

- 「アントレプレナー支援資金規程」に基づき、100万円を上限に大学発ベンチャーに対して出資し、株式を取得している。出資金の源は、寄附金などを原資とした基金である。

2) 大学発ベンチャーの株式等を取得する大学側の目的、意義、リスク

- 現金がない時期の大学発ベンチャーを支援することが目的ではなく、慶應義塾の研究成果が社会実装されることが第一義である。慶應義塾にリターンがあれば、将来的に研究力、教育力として戻ってくるという考え方である。

3) 大学への株式等の提供に関する大学発ベンチャー側の期待の想定

- 慶應義塾が株主になることで大学発ベンチャーの信用度が上がり、さらなる投資の呼び水効果があることは期待している。大学発ベンチャーの成功確率を向上させる一要因になるかもしれない。

4) 上記の大学側の目的・意義や大学発ベンチャー側の期待の実現状況

- 慶應義塾が株式等を取得した大学発ベンチャーは、株式公開に伴い新株予約権の行使・株式売却にいたったものもあれば、株式未公開のものもあり多様である。リビングデッドとなったものもあるが、そのまま保有している状態である。
- ライセンス費用が回収できなかったこともあるが、外部から回収しているライセンス料全体のボリュームを考えると、大きな損失ではない。

(3) 株式・新株予約権の取得、

1) 株式等の取得対象とする大学発ベンチャー

- 明確な審査基準はなく、担当者が大学発ベンチャーと相談して判断している。

2) 適切と考える株式等の数、行使価格、有償・無償の形式やその理由

- 大学発ベンチャーに現金がないときには、株式で受け取るか新株予約権で受け取るか相談して決めている。慶應義塾大学としては新株予約権より株式で取得する方が、株価の公正価値が算定しやすく、取得数を決めやすいので望ましい。ただしVCが関与している場合などは、大学発ベンチャー側にも取得割合や株式発行のタイミングに制約がある。
- ライセンスの対価としての株式や新株予約権の口数は、大学発ベンチャーの状況に応じて決めている。

3) 対価のうち実費相当分の確保のための工夫

- 大学発ベンチャー側からライセンスの対価を株式で支払いたいという要望があれば交渉に応じている。どのくらい現金が払えるのか等を確認し、100%株式で受け取るということもあった。
- 知的財産権の処理に係る専門員の人件費などは回収したいと考えているが、実際にはなかなか難しい。

4) 適切と考える株式等取得のタイミングやその理由

- 取得のタイミングについての取決めはないが、アーリーステージのベンチャー企業からの取得であることが多い。

5) 大学発ベンチャーとの契約内容における工夫

- 慶應義塾では取得割合を何%とするなどの基準は作っていない。大学発ベンチャーと相談し、大学発ベンチャーがデメリットを受けない割合で取得している。アントレプレナー資金として大学発ベンチャーに出資する金額の上限は 100 万円として設定しているが、100 万円であれば、大学側が受け取る株式の割合がベンチャー企業の活動に悪影響を与える程度には達しないだろうとの考えに基づいている。

6) 利益相反マネジメント

- 慶應義塾利益相反マネジメント内規等に基づき対応している。

(4) 新株予約権の行使、株式の売却・保有

1) 適切と考える新株予約権行使や株式売却のタイミングやその理由

- 権利行使と売却の判断は財務担当部署が主導している。
- 通常保有している株式と同様の取扱いだが、各大学発ベンチャーの置かれた状況にも関係してくるので、研究担当常任理事、財務担当常任理事、産学連携担当部署の話し合いで決めている。例えば、大学が大学発ベンチャーの株式を所有していることによる、さらなる投資の呼び水効果を考えると、株式を全部一気に売却してしまうとその効果が一度に失われることになる。そのような点を考慮し、大学発ベンチャー支援の観点から売却のタイミングを決めている。

2) 株式保有時の議決権の行使に関する考え方

- 共益権の行使、議決権の行使は一切しない契約となっている。

3) 株式売却時のインサイダー取引回避の取組

- 会議体の体制として、投資判断をする委員会の中に研究連携推進本部と財務部が同席し、情報共有がされているが、情報は守られている。

4) 株式等を取得した大学発ベンチャーがリビングデッドの状態となった場合の対応

- リビングデッドになった株式は、そのまま保有している。
- 株式と新株予約権との両方を保有していた大学発ベンチャーが破綻し損失を計上したことがある。

4.3 新株予約権契約書の例（東京大学）

東京大学では、新株予約権割当書で割当日、行使手続きの方法、公示条件、意思表示や通知の方法などに係る契約に係る基本的な事項を示した上で、別紙の発行要領において新株予約権の詳細な内容を示す形式を取っています。**あくまで参考としての提示ですので、各大学契約書を作成する際は、弁護士等の外部専門家を交えて検討してください。**

4.3.1 新株予約権割当契約書

●株式会社 第●回新株予約権割当契約書

●株式会社（以下「甲」という。）と国立大学法人東京大学（以下「乙」という。）は、新株予約権の割当てに関して、以下のとおり契約（以下「本契約」という。）を締結する。

第1条（新株予約権の割当）

甲は、●年●月●日開催の〔臨時〕株主総会特別決議に基づき、乙に対し、●年●月●日（以下「割当日」という。）において、別紙1記載の内容の新株予約権（以下「本新株予約権」という。）●個を割り当て、乙はこれを引受ける。

第2条（本新株予約権の行使手続）

1. 乙は、本新株予約権を行使するときは、甲所定の新株予約権行使請求書その他甲が指定する書類を甲に提出し、本新株予約権の行使に際して出資する財産の全額を甲が指定する金融機関に払い込まなければならない。
2. 甲が、会社法第124条第1項に基づき、一定の日（以下「基準日」という。）を定めて、基準日において株主名簿に記載され、又は記録されている株主をその権利を行使することができる者と定めた場合には、乙は、基準日の5営業日前の日から基準日までの間、本新株予約権を行使することができない。

第3条（意思表示及び通知の方法）

1. 本契約に基づく甲の乙に対する意思表示及び通知、その他甲が必要に応じて乙又はその代理人に対して行うべき通知は、新株予約権原簿に記載されたそれらの者の住所地に宛てて書面を発送する方法で行う。
2. 前項の書面は、新株予約権原簿に記載された乙又はその代理人の住所又は国内連絡

場所宛に、通常到達すべきであった時に到達したものとみなす。

第4条（法令遵守）

乙は、本新株予約権の行使、その行使により取得した株式の売却、売却前後の株式の買付等に関連して、会社法、金融商品取引法その他の関係法令を遵守するものとする。

第5条（税務処理）

乙は、本新株予約権の引受、行使及び行使により取得した株式の売却等により課せられる所得税その他一切の租税公課を自らの負担と責任において納付するものとする。

第6条（契約の変更）

関連法令の本契約締結後の改廃に伴い、甲が本契約の修正の必要があると認めるときは、乙はこれに同意するものとする。

第7条（管轄裁判所）

甲及び乙は、本契約に関する一切の紛争につき、東京地方裁判所を第一審の専属的合意管轄とすることを合意する。

第8条（規定外の事項の処理）

本契約に定めなき事項は、甲及び乙間で協議のうえ、信義誠実に従いこれを決定する。

上記合意の証として本契約書2通を作成し、甲及び乙は記名押印の上、各1通を保有する。

●年●月●日

4.3.2 発行要領（別紙）

●株式会社 第●回新株予約権（ストックオプション）の発行要項

1. 本新株予約権の名称

●株式会社（以下「当社」という。）第●回新株予約権（以下「本新株予約権」という。）

2. 本新株予約権の総数

●個

3. 本新株予約権の払込金額

本新株予約権と引換えに金銭の払込みを要しないこととする。

4. 本新株予約権の割当日

●年●月●日

5. 本新株予約権の内容

(1) 本新株予約権の目的である株式の種類及びその数

本新株予約権の目的である株式の種類は当社普通株式とし、本新株予約権 1 個当たりの目的である株式の数（以下「付与株式数」という。）は、1 株とする。但し、付与株式数は、本新株予約権の割当日後、当社が株式の分割又は併合をする場合、次の算式により調整されるものとする。かかる調整は、本新株予約権のうち、当該時点で行使されていない新株予約権の目的である株式の数についてのみ行われ、調整の結果生じる 1 株未満の端数についてはこれを切り捨てる。

調整後付与株式数 = 調整前付与株式数 × 分割・併合の比率

また、本新株予約権の割当日後、当社が合併、会社分割若しくは株式交換又は資本金の額の減少を行う場合その他これらの場合に準じ付与株式数の調整を必要とする場合には、当社は取締役会（取締役会非設置会社の場合は株主総会）の決議をもって適当と認める付与株式数の調整をすることができる。

付与株式数の調整をするときは、当社は、調整後の付与株式数の適用開始日の前日までに、本新株予約権を有する者（以下「本新株予約権者」という。）に対し、かかる調整を行う旨並びにその事由、調整前付与株式数、調整後付与株式数及びその適用開始日その他必要な事項を書面で通知する。但し、適用開始日の前日までにかかる通知を行うことができない場合には、適用開始日以降速やかにこれを行う。

(2) 本新株予約権の行使に際して出資される財産の価額

各本新株予約権の行使に際して出資される財産は金銭とし、その価額は、本新株予約権の行使に際して出資される財産の株式 1 株あたりの価額（以下「行使価額」という。）に付与株式数を乗じて得られる価額とする。

行使価額は、●円【この額が 1 株当たりの行使価額で、新株予約権発行時の普通株式の 1 株当たりの時価を定めるのが通常となります。】とする。但し、行使価額は、下記(3)に従い調整されることがある。

(3) 行使価額の調整

(a) 本新株予約権の割当日後、以下に掲げる事由が発生した場合には、それぞれ以下のとおり行使価額を調整する。

- ① 普通株式につき株式の分割又は株式無償割当てをする場合、以下の算式により行使価額を調整する。なお、株式無償割当ての場合には、以下の算式における「分割前発行済普通株式数」は「無償割当て前発行済普通株式数（但しその時点で当社が保有する普通株式を除く。）」、「分割後発行済普通株式数」は「無償割当て後発行済普通株式数（但しその時点で当社が保有する普通株式を除く。）」とそれぞれ読み替える。

$$\text{調整後行使価額} = \text{調整前行使価額} \times \frac{\text{分割前発行済普通株式数}}{\text{分割後発行済普通株式数}}$$

調整後の行使価額は、株式の分割に係る基準日又は株式無償割当ての効力が生ずる日（無償割当てに係る基準日を定めた場合は当該基準日）の翌日以降これを適用する。

- ② 普通株式につき株式の併合をする場合、株式の併合の効力が生ずる日をもって次の算式により、行使価額を調整する。

$$\text{調整後行使価額} = \text{調整前行使価額} \times \frac{\text{併合前発行済普通株式数}}{\text{併合後発行済普通株式数}}$$

- ③ 調整前の行使価額を下回る払込金額をもって普通株式を発行又は当社が保有する普通株式を処分する場合（無償割当ての場合、当社の普通株式の交付と引換えに当社に取得される株式若しくは新株予約権（新株予約権付社債に付されたものを含む。以下本(3)号において同じ。）の取得による場合、当社に対して当社の普通株式の交付と引換えに取得を請求できる株式の取得による場合、又は普通株式を目的とする新株予約権の行使による場合を除く。）、次の算式（以下「行使価額調整式」という。）により行使価額を調整する。調整後の行使価額は、払込期日（払込期間を定めた場合には当該払込期間の最終日。以下本(a)において同じ。）の翌日以降、また、株主への割当に係る基準日を定めた場合は当該基準日（以下「株主割当日」という。）の翌日以降これを適用する。なお、当社が保有する普通株式を処分する場合には、行使価額調整式における「新たに発行する普通株式の数」は「処分する当社が保有する普通株式の数」、「当社が保有する普通株式の数」は「処分前において当社が保有する普通株式の数」とそれぞれ読み替える。

$$\text{調整後行使価額} = \text{調整前行使価額} \times \frac{\begin{array}{l} \text{（発行済普通株式の数} \\ \text{－当社が保有する普通株式の数）} \end{array} + \frac{\begin{array}{l} \text{新たに発行する} \\ \text{普通株式の数} \end{array} \times \text{1株当たりの払込金額}}{\text{調整前行使価額}} \\ \text{調整後行使価額} = \text{調整前行使価額} \times \frac{\begin{array}{l} \text{（発行済普通株式の数} \\ \text{－当社が保有する普通株式の数）} \end{array} + \text{新たに発行する普通株式の数}}{\text{調整前行使価額}}$$

なお、行使価額調整式における「発行済普通株式の数」は、当会社が普通株式以外の株式、新株予約権又はその他の証券を発行しており、当該株式、新株予約権又はその他の証券の取得、転換、行使又はその他により普通株式が交付され得る場合には、その時点で当該株式、新株予約権又はその他の証券の全てが取得、転換、行使又はその他により普通株式が交付されたものとみなして算定される。

- ④ 調整前の行使価額を下回る価額をもって(i)当社の普通株式の交付と引換えに当社に取得される株式、新株予約権若しくはその他の証券又は(ii)当社に対して当社の普通株式の交付と引換えに取得を請求できる株式若しくはその他の証券を発行又は処分する場合（無償割当ての場合を含む。）、かかる株式、新株予約権若しくはその他の証券の払込期日（新株予約権の場合は割当日。以下本④において同じ。）に、無償割当ての場合にはその効力が生ずる日（無償割当てに係る基準日を定めた場合は当該基準日。以下本(a)において同じ。）に、また株主割当日がある場合はその日に、発行又は処分される株式、新株予約権若しくはその他の証券の全てが当初の条件での取得、転換、行使又はその他により普通株式が交付されたものとみなし、行使価額調整式において「1株当たりの払込金額」としてかかる価額を使用して計算される額を、調整後の行使価額とする。調整後の行使価額は、払込期日の翌日以降、無償割当ての場合にはその効力が生ずる日の翌日以降、また株主割当日がある場合にはその日の翌日以降、これを適用する。但し、本④による行使価額の調整は、当社の取締役、監査役又は従業員に対してストック・オプション目的で発行される普通株式を目的とする新株予約権には適用されないものとする。
- ⑤ 調整前の行使価額を下回る価額をもって当社の普通株式又は当社の普通株式の交付と引換えに取得される株式若しくは当社に対して当社の普通株式の交付と引換えに取得を請求できる株式の交付を請求することができる新株予約権を発行する場合（無償割当ての場合を含む。）、かかる新株予約権の割当日に、無償割当ての場合にはその効力が生ずる日に、また株主割当日がある場合はその日に、発行される新株予約権全てが当初の条件での行使その他により普通株式が交付されたものとみなし、行使価額調整式において「1株当たりの払込金額」として新株予約権の行使に際して出資される財産の1株当たりの価額を

使用して計算される額を、調整後の行使価額とする。調整後の行使価額は、かかる新株予約権の割当日の翌日以降、無償割当ての場合にはその効力が生ずる日の翌日以降、また株主割当日がある場合にはその翌日以降、これを適用する。但し、本⑤による行使価額の調整は、当社の取締役、監査役又は従業員に対してストック・オプション目的で発行される普通株式を目的とする新株予約権には適用されないものとする。

- (b) 行使価額の調整に際して計算が必要な場合は、円位未満小数第 1 位まで算出し、小数第 1 位を四捨五入する。
- (c) 上記(a)に従い行使価額の調整が行われる場合には、当社は、関連事項決定後直ちに、本新株予約権者に対して、その旨並びにその事由、調整後の行使価額、適用の日及びその他の必要事項を通知しなくてはならない。
- (d) 上記(a)に掲げた事由によるほか、下記①ないし④のいずれかに該当する場合には、当社は取締役会（取締役会非設置会社の場合は株主総会）の決議をもって適当と認める行使価額の調整をすることができる。かかる場合、当社は、本新株予約権者に対して、あらかじめ書面によりその旨並びにその事由、調整後の行使価額、適用の日及びその他必要な事項を通知する。
 - ① 合併、株式交換、株式交換による他の株式会社の発行済株式の全部の取得、株式移転、吸収分割、吸収分割による他の会社とその事業に関して有する権利義務の全部若しくは一部の承継、又は新設分割のために行使価額の調整を必要とするとき。
 - ② 前①のほか、普通株式の発行済株式の総数（但し、当社が保有する普通株式の数を除く。）の変更又は変更の可能性を生ずる事由の発生によって行使価額の調整を必要とするとき。
 - ③ 上記(a)の④に定める株式、新株予約権又はその他の証券につきその取得、転換、行使又はその他により普通株式が交付され得る期間が終了したとき。但し、当該株式、新株予約権又はその他の証券全てにつき普通株式が交付された場合を除く。
 - ④ 上記(a)の⑤に定める新株予約権の行使期間が終了したとき。但し、当該新株予約権全てにつき行使請求が行われた場合を除く。

(4) 本新株予約権の権利行使期間

●年●月●日【割当日とすることが一般的です。】から●年●月●日までの 30 年間

(5) 本新株予約権の行使の条件

- (a) 本新株予約権は、当社の株式のいずれかの金融商品取引所への上場（以下「株式公開」という。）の日が経過するまで行使することはできないものとする。但し、当

社が株式公開の日の前の行使を別途認めた場合はこの限りではない。

(b) 上記(a)の定めにかかわらず、本新株予約権者は、当社の買収（以下に定義する。）について、法令上必要な当社の株主総会その他の機関の承認の決議又は決定が行われた日以降当該買収の効力発生日の5日前までの間に限り、本新株予約権を行使することができるものとする。「買収」とは、以下のいずれかの場合を意味する。

- ① 当社の総株主の議決権の過半数が特定の第三者（その子会社及び関連会社を含む。）により取得されること。なお、「子会社」及び「関連会社」とは、財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則（昭和38年大蔵省令第59号、その後の改正も含む。）第8条で定義される「子会社」及び「関連会社」を意味する。
- ② 当社が他の会社と合併することにより、合併直前の当社の総株主が保有することとなる合併後の存続会社又は新設会社の議決権の数が、当該会社の総株主の議決権の50%未満となること。
- ③ 当社が他の会社と株式交換をすることにより、株式交換直前の当社の総株主が保有することとなる株式交換後の完全親会社の議決権の数が、当該完全親会社の総株主の議決権の50%未満となること
- ④ 当社が他の会社と共同で株式移転をすることにより、株式移転直前の当社の総株主が保有することとなる株式移転後の完全親会社の議決権の数が、当該完全親会社の総株主の議決権の50%未満となること。
- ⑤ 当社が事業譲渡又は会社分割により当社の事業の全部又は実質的に全部を第三者に移転させること。

(c) 各本新株予約権の一部は行使できない。

(6) 本新株予約権の取得

当社は、本新株予約権者が本新株予約権を放棄した場合、本新株予約権を無償で取得することができる。

(7) 本新株予約権の行使により株式を発行する場合における増加する資本金及び資本準備金に関する事項

- (a) 本新株予約権の行使により株式を発行する場合において増加する資本金の額は、会社計算規則第17条の規定に従い算出される資本金等増加限度額の2分の1の金額とし、計算の結果1円未満の端数が生じる場合はその端数を切上げた額とする。
- (b) 本新株予約権の行使により株式を発行する場合において増加する資本準備金の額は、上記(a)記載の資本金等増加限度額から上記(a)に定める増加する資本金

の額を減じた額とする。

(8) 組織再編行為の際の取扱い

当社が合併（当社が合併により消滅する場合に限る。）、吸収分割若しくは新設分割（それぞれ当社が分割会社となる場合に限る）、株式交換又は株式移転（以下「組織再編行為」と総称する。）を行う場合は、組織再編行為の効力発生の直前において行使されておらずかつ当社により取得されていない本新株予約権者に対して、当該本新株予約権に代えて、それぞれの場合につき、会社法 236 条第 1 項第 8 号のイからホまでに掲げる株式会社（以下「再編対象会社」と総称する。）の新株予約権を以下の条件に基づき交付するものとする。但し、以下の条件に合致する再編対象会社の新株予約権を交付する旨を、吸収合併契約、新設合併契約、吸収分割契約、新設分割計画、株式交換契約又は株式移転計画において定めた場合に限るものとする。

- (a) 交付する再編対象会社の新株予約権の数
本新株予約権者が保有する本新株予約権の数を基準に、組織再編行為の条件等を勘案して合理的に決定される数とする。
- (b) 新株予約権の目的である再編対象会社の株式の種類
再編対象会社の普通株式とする。
- (c) 新株予約権の目的である再編対象会社の株式の数
組織再編行為の条件等を勘案して合理的に決定される数とする。
- (d) 新株予約権の行使に際して出資される財産の価額又はその算定方法
組織再編行為の条件等を勘案して合理的に決定される額に、上記第(3)号で定められる行使価額を調整して得られる再編後行使価額に、上記(c)に従って決定される当該新株予約権の目的である再編対象会社の株式の数を乗じた額とする。
- (e) 新株予約権を行使することができる期間
上記第(4)号に定める新株予約権を行使することができる期間の初日と組織再編行為の効力発生日のうちいずれか遅い日から、上記第(4)号に定める新株予約権を行使することができる期間の末日までとする。
- (f) 新株予約権の行使の条件、取得事由、その他の新株予約権の内容
本新株予約権の内容に準じて定められる。
- (g) 新株予約権の譲渡制限
再編対象会社の取締役会（取締役会非設置会社の場合は株主総会）の承認を要する。
- (h) 組織再編行為の際の取扱い
本号に準じて定められる。

(9) 譲渡による本新株予約権の取得の制限

譲渡による本新株予約権の取得については、当社の取締役会（取締役会非設置会社の場合は株主総会）の承認を要する。

(10) 新株予約権証券の不発行

当社は本新株予約権に係る新株予約権証券を発行しない。

6. 行使請求受付場所

当社本店

7. 本新株予約権の行使請求の方法

- (1) 本新株予約権の行使は、当社所定の新株予約権行使請求書に行使に係る本新株予約権の内容及び数並びに本新株予約権を行使する日及び住所等の必要事項を記載し、これに記名捺印した上で、必要に応じて別に定める本新株予約権の行使に要する書類並びに金融商品取引法及びその関連法規（日本証券業協会及び本邦証券取引所の定める規則等を含む。）上その時々において要求されるその他の書類（以下「添付書類」という。）を添えて第6項に定める行使請求受付場所に提出することにより行われ、本新株予約権の行使に際しての払込みは、本新株予約権の行使に際して出資される財産の価額の全額を金銭にて第8項に定める払込取扱場所の当社が指定する口座に振り込むことにより行われるものとする。
- (2) 本新株予約権の行使請求の効力は、上記第(1)号の新株予約権行使請求書及び添付書類が第6項に定める行使請求受付場所に到着し、本新株予約権の行使に際して出資される財産の価額の全額が上記第(1)号に定める口座に入金された日に発生する。

8. 払込取扱場所

株式会社●銀行●支店

9. その他

会社法その他の法律の改正等、本要項の規定中読み替えその他の措置が必要となる場合には、当社は必要な措置を講じる。

以上