

# 知的財産評価とファイナンス

林 茂樹<sup>(\*)</sup>

新たな技術やサービスが続々と登場するイノベーションの時代において、中核となる知的財産が企業競争力を決定する要因となってきた。グローバル化の進展に伴い、アライアンスとインターネット活用により開発時間短縮が図られ、M&A やライセンスが活発に実施されるようになり、企業価値評価やロイヤリティー交渉に加え、ファイナンスの面からも知的財産評価のニーズが高まっている。

知的財産は、価値そのものが企業の戦略や競争力により大きく変動してしまい不確実性が高い等、様々な経済的特徴を有する。また、知的財産はそもそも他とは異なることにより価値が生じているため、一定の算式等を用いて画一的に価値を測定することが困難である。このため、価値評価は一定の前提を置いた上での主観的評価とならざるを得ない。

知的財産を活用したファイナンスのニーズは、ベンチャー等で高いが、知的財産は客観的価値評価が困難な上に、担保や証券等として活用する場合脆弱性があり、知的財産を活用したファイナンスを活発化させるためには、資金提供者と需要者双方のニーズに適合したスキーム構築が重要である。

本稿では、知的財産評価およびファイナンスの課題につき考察した。

## 目次

1. 知的財産評価の背景
2. 知的財産の会計上の扱い
3. 知的財産の経済的特徴
4. 知的財産評価
  - 4-1 知的財産評価の状況
  - 4-2 職務発明における相当の対価
5. 知的財産ファイナンス
  - 5-1 知的財産担保融資
  - 5-2 知財ベンチャーへの投資
  - 5-3 証券化
6. 今後の課題

## 1. 知的財産評価の背景

米国は、1980年代の経済停滞に対し、ヤングレポートに代表されるように知的財産に注力する「プロパテント」政策を実施した。この結果シリコンバレーから数多くの大学発ベンチャーを創出して国際競争力を回復することに成功した。これらの米国企業はグローバル化を前提として、アライアンスとインターネット活用によるスピードアップ&低コスト化という新しいビジネスモデルを構築した。これによりプロダクト・イノベーションの重要性が増加し、強い特許で守られた新技術の中核とし、ネットワーク活用等により標準化

を図り、一気に垂直立ち上げを果たし世界市場を席卷する戦略が、成功の要因となっており、企業の競争力はより知的財産に依存するようになってきた。

このような環境変化に対し、遅ればせながらわが国でも2002年に「知的財産戦略会議」が開催され、「知的財産高等裁判所」を設置、「職務発明」の規定見直しが行われ、「知的財産報告書」が発行され、「知的財産の信託」が可能になるなど、体制整備が図られている。

グローバルなアライアンスとインターネット活用によるスピードアップ&低コスト化という米国企業が創造した新しいビジネスモデルにより、製品のライフサイクルが著しく短縮化された。新製品を短期間で開発するためには、自社グループで全てをまかなう従来の垂直統合方式では時間がかかりすぎるため、研究開発を実施している企業から特許をライセンスするか、研究開発している企業を丸ごとM&Aで買収することが有効な手段となってきた。また、一方で自社の研究開発速度を速めるために、職務発明制度の充実が図られ、早い段階で周辺特許まで取り込んだ強い特許としてコストを掛けてでも世界的に確保することが重要となってきた。

加えて、最近開発費用が著しく増加傾向にあり、1社で費用負担することはリスクも大きくなることから、数社でアライアンスを組み、各社が分担して開発を実施し、参加各社は自社の専門分野での開発に特化する

(\*) 大阪工業大学 知的財産学部 教授

方策が取られるようになってきている。

このような企業戦略の変化により、ロイヤリティーや M&A の評価、職務発明や特許ポートフォリオ形成のための特許価値の評価等、知的財産の評価が非常に重要となってきている。

## 2. 知的財産の会計上の扱い

米国の会計基準(Financial Accounting Standard Board)では、「資産とは、過去の取引または事象の結果として、ある特定の实体により取得または支配されている発生の可能性の高い将来の経済的便益である。」と定義されている<sup>(\*)1</sup>。知的財産の会計上の扱いとしては、国際会計基準では、「資産に起因する将来の経済的便益が流入する可能性が高く、かつ、当該資産の取得原価が信頼性を持って測定できる場合にのみ、無形資産を認識しなければならない。」としている<sup>(\*)2</sup>。購入された知的財産は、取得原価が明確であり、将来の便益もある程度予測可能であるため、バランスシートに計上されるが、自己創造の知的財産の場合は、将来の経済的便益が不確実で、脆弱であり、取得原価も算定が困難な場合が多いため、自己創造の知財の大半は資産として認識されていない。このため同様な知的財産であっても、購入した場合と自己創造した場合とで会計上の取扱にアンバランスが生じている。

研究開発コストは、論理的には将来の収益や競争優位の源泉を創出するためのものであり、投資と見なすこともできるが、将来の便益に対する蓋然性を評価することが困難であるため、会計上は原則費用として処理されている。これらの結果、株式時価総額と決算上の時価純資産総額のギャップは日本の代表的企業で約4割、米国で約8割となっており、投資家に対して現状の財務諸表では十分に企業の実体を説明できない状況になっている<sup>(\*)3</sup>。

現在の会計基準に基づく財務諸表は、あくまで従来競争力の根源であった設備等の「有形固定資産」の保有状況や、その資金をどのように調達したのかを、投資家が判断可能になることを目的に開示した報告書である。一方で、財務諸表に一部しか計上されていない特許などの知的財産が生み出すキャッシュフローが、企業価値の大きな源泉であることが明白になってきたため、有望な知的財産を保有している企業は将来の高

い成長力を保有していると投資家が評価し、時価総額が高くなってきている。企業の時価(株式時価総額)と貸借対照表が示す会計上の純資産との乖離幅は今後もますます拡大する傾向と思われる。

このように、現在の会計基準では投資家に対する財務諸表の「有用性」が十分確保されているとはいいがたい状況であるが、一方で将来の経済便益をいかに確実に測定できるかの「信頼性」において、現状の知的財産の評価手法では、客観性が十分確保されておらず、評価実施者の恣意が混入してしまい、投資家に混乱が生じる恐れが払拭できていない。

企業会計における知的財産の取扱いについて、どのような時に資産に計上するのか、計上する場合、どのような金額で評価すべきであるかの認識基準、測定基準が論点となっているが、取得して計上した後どのような処理をするのか、償却するのかしないのか、あるいは価値がなくなった場合にどうするのかという費用処理基準も重要な論点である。M&Aにおいて、取得企業が支払う対価が、識別可能資産、負債、純資産の公正価値評価を超過する場合、その差額部分は「のれん」として認識しなければならないが、現在のわが国会計基準では M&A に伴う「のれん」について減価償却が義務付けられている。米国や国際会計基準では「のれん」に対して減損会計が導入されており、減価償却負担はわが国で M&A を実施する場合の大きな制約要因となっている。「のれん」に関しては、わが国の会計基準も国際会計基準と同様に減損主義へと改定される方向性が明確になっている。知的財産に関連する各国の会計基準も毎年改定されているように、「有用性」と「信頼性」がバランスよく調和された会計基準の創設が待たれるところである。

知的財産の情報開示は現在の財務諸表では十分とはいいがたいため、補助的に「知的財産報告書」や「知的資産報告書」等の報告書で開示がなされている場合もある。しかし、これらの報告書も整備の途中であり企業の恣意性が入り込む余地が大きく未だ信頼性に乏しい。これらの報告書については、強制するか任意とするか、比較可能のために標準様式とするか特徴をより適確に表現するために個性的様式とするか、透明性を重視するか機密防衛性を重視するか、記載内容についてどの程度の責任を負うこととするか等について議論がされているが<sup>(\*)4</sup>、新会計基準の策定には時間を

(\*)1 「知的財産会計」2006 広瀬 義州 税務経理協会 p42

(\*)2 「無形資産の会計」2006 伊藤 邦雄編著 中央経済社 p113

(\*)3 「知的資産の会計」2005 古賀 智敏 東洋経済新報社 p32

(\*)4 同上 p205

要するものと考えられるため、投資家に有用で信頼性のある「知的財産報告書」、「知的資産報告書」の早期基準制定が望まれる。

### 3. 知的財産の経済的特徴

知的財産評価の困難性を理解するためには、まず知的財産の経済的特徴を把握する必要がある。知的財産の経済的特徴として、同時に多数の者の利用が可能であり、かつ多数の利用者が使用してもお互いに他の利用者の経済的効用が減少しない、利用についての時間的・地理的制約がない、開発に多額の費用がかかる一方で複製が比較的簡単でありコストも低く、侵害されたことが分かりにくい、開発にかかる時間やコストと成果の経済的利益との関連性が薄い、他社の動向や環境変化により経済的価値が時々刻々と変化する<sup>(\*)5)</sup>、不確実性・脆弱性が高い、市場が存在しない、特定企業依存性が高い、ネットワークの規模が拡大すれば効果が増大するネットワーク効果性が大きく標準化できれば巨大な利益を得ることが可能である<sup>(\*)6)</sup>、貸借対照表に一部しか計上されていない、視覚的に確認できにくい等が挙げられる。

ファイナンス等のために、知的財産を活用する場合、これらの経済的特徴を有する知的財産を、合理性を持った評価基準で評価することが不可欠であるが、知的財産の評価には、①そもそも1件1件が他とは異なることにより価値が生じているため一定の算式等を用いて画一的に価値を測定することが困難、②特定企業の依存性が高く、知的財産を企業から切り離して、知的財産単体として識別することが困難、③知的財産の価値そのものが企業の戦略や競争力により大きく変動してしまう、④技術やナレッジは競争優位の根幹を成し、複製が可能である場合があるため、外部に情報が正確に開示されにくい、⑤マーケットにおける取引事例が少なく、取引されても価格等が公表されず、参照可能な取引事例が少ない、⑥知的財産には多面性があり、利用する立場により資産価値が変動してしまい、結果としてかなり主観的な判断とならざるをえない等、克服すべき課題が山積しており、評価手法は未確立であり、ファイナンスのための知的財産の活用はまだ発展の賭けについたばかりの状況である。

## 4. 知的財産評価

### 4-1 知的財産評価の現状

知的財産の評価が必要な場合としては、特許出願、ライセンス、M&A、訴訟、職務発明、研究開発予算の配分、営業秘密の評価、年金継続検討、知的財産を活用した資金調達等がある。ライセンスは、電機産業やバイオ関連等で活発で最近件数が急増している。バイオ関連では1件(群)の特許から薬や試薬が、開発されることが多く、類似製品を参考に特許やライセンスの評価が実施されることが一般的であり、特許評価につき比較的理解がしやすい。しかし、電機産業の場合は、1つの製品に百件以上の特許が入っている場合が多く、新製品開発のために他社の特許が不可欠な場合、コスト削減のためクロスライセンスが非常に多く実施されている。

電機産業等の実際のクロスライセンス交渉現場では、提携先に自社が必要な特許を認識されると、交渉が不利になるため、如何に相手に認識されずに、クロスライセンスに必要な特許を含めてもらうかが交渉のテクニックとなっている。この場合、特許の件数は提携先と原則同様になるように設定するのが通常であり、提携先の技術を研究し、自社の特許で相手が必要としていると思われるものを自社からも提供し、双方が明確に特定特許の価値を評価せずに、クロスライセンスを形成することが一般的である。このため、大半のクロスライセンスの場合個別の特許の評価は厳密に行われていない。

知的財産の価値は「その資産の活用によって生じる将来便益の現在価値」と定義されるが、知的財産の評価法としては、マーケット・アプローチ、コスト・アプローチ、インカム・アプローチが一般的である。

マーケット・アプローチは市場で第三者間により合理的価格で取引されたと認められる実際の取引価格を知的財産の評価額とするものである。このマーケット・アプローチを用いるためには、活発に取引が行われている公開市場があり、そこで比較可能な類似資産の取引が行われていることが必要である。しかし、実際には知的財産の価格やその知的財産の詳細な内容等の取引に関する情報を入手できるケースは大変まれであり、このアプローチの使用には制約が伴う。

ただし、正確な評価は困難であるが、類推により評価するためには有効な手段といえる。たとえばがん治

(\*)5) 「知的財産マネジメント」2005 二村 隆章編著 商事法務 p31、37

(\*)6) 「知的資産の会計」2005 古賀 智敏 東洋経済新報社 p135

療薬の候補物質を特定した場合、大手製薬会社に売却または大手製薬とアライアンスを組むことが通常行われているが、その売却価格やロイヤリティー収入等が類似製品の価値によりある程度類推できる。

また、評価対象の知的財産と類似する知的財産を単体で活用している株式公開企業の企業価値(=株式時価総額+有利子負債)または株主資本価値(=株式時価総額)に対して、一定の財務諸表(売上高、営業利益、償却前営業利益、当期純利益、簿価純資産等)との比率(株価倍率)を求め、その比率を評価対象企業の財務指標に適用して評価を実施する株価倍率方式も有効な手段であり、実務的にはPER(Price Earnings Ratio 株価収益率)がよく用いられている。

コスト・アプローチは、現時点で知的財産を再作成する場合に必要なコストの総額を知的財産の評価額とする方法である。コスト・アプローチは、開発コストをかければ再度同じ経済的寄与をもたらす資産が作成できるとの前提に立っているが、必ずしも同じ経済的な便益はもたらされるとは限らず、コスト・アプローチは課題を多く含んでいる。

インカム・アプローチは、知的財産の経済的寄与に基づき価値を計算する方法である。このアプローチでは、知的財産の使用可能期間において、正味の経済的便益を現在価値ベースで測定するもので、知的財産の評価に最適なアプローチと思われる。インカム・アプローチの計算には、知的財産が関連する製品やサービスによって生み出される収入およびその収入予測に関する実現可能性、その知的財産に関連する製品やサービスの販売可能期間(サステナビリティ)、現在価値に割り引く場合の割引率の設定等の検討が必要となる。

特許を評価する場合は、技術的価値評価(基礎技術か、代替技術か、用途技術か)、法的価値評価(基本特許か、周辺特許か、権利の有効性の強弱)、経済的価値評価(事業性、収益性、実現可能性)の検討が必要であるが、特許評価の場合等、その特許自体を評価するのか、その特許を活用した事業価値を評価するのが渾然と成って議論されていることが多い。

そもそも知的財産は知的財産の価値そのものが保有する企業の戦略や販売・製造等の競争力により大きく変動してしまう性格を持っているため、知的財産自体の絶対的評価は不可能である。また、キャッシュフローを重視するのか、防衛特許等企業価値全体への貢献に着目するのか、戦略的な価値に重点を置くのかによりその価値も大きく変動する。このため、特許の評

価は、特定の特許を活用した経済的価値評価を中核として、技術的評価や法的評価を踏まえた事業としての総合的な評価とせざるを得ないことを把握した上で議論することが必要である。

バイオ案件等では1件(郡)の特許により製品が開発されるため、類似製品の市場価値を参考にしながら、その製品の事業価値を現在価値に割り引いたものが、特許の価値として考えても比較的理解しやすいと思われる。しかし、先ほどライセンスの例で述べたように、電気製品の場合、1個の新製品に数百の特許が使用されていることが多く、新製品の事業価値を測定できたとしても、特定の特許の価値を評価したい場合、特定の特許がどの程度収益に寄与したのかを判断するために、寄与率を求めることが必要であるが、特定特許の寄与率を絶対的に評価することは非常に困難である。加えて、大手企業の場合、活動範囲が広範囲に渡るため、特定の知的財産からもたらされる収入の分離が困難であり、また、その大手企業がすでに築き上げたポジショニングや他の知的財産からもたらされる競争力・シナジー効果の測定、その知的財産活用のための維持管理費の全社経費からの配賦等を考慮のうえで、特定の知的財産の寄与率を決定せねばならず、価値を評価する上である一定の前提を置く必要がある。

このように知的財産評価には克服すべき課題が山積しており、現状で知的財産の評価を実施する場合には、評価の前提条件を明確にし、一定の合理的前提のもと、相応な「信頼性」と「有用性」を持った評価を実施せざるを得ないのが実情である。

#### 4-2 職務発明における相当対価

最近発光ダイオード事件等職務発明関連の係争が頻発しているが、過去の判例から司法における知的財産評価の考え方を整理する。

職務発明における相当の対価の評価を実施する場合、対価の額は「使用者が受けるべき利益」に「従業員等の貢献度」を掛け合わせて計算することが一般的となっている。「使用者が受けるべき利益」の額は、①他者にライセンスしていた場合は、そのライセンス収入の額、②自社内で実施した場合は、「売上高×独占的地位に起因する割合×実施料率」で計算し、「従業員等の貢献度」は(1-「使用者等が貢献した程度」)で計算することが一般的である。

過去の判例では、独占的地位に起因する割合は50%、想定実施料率は10%が多く採用されており、使用者等が貢献した程度ではオリンパス事件や味の素事件等で

95%が採用されているなど<sup>(\*7)</sup>、95%が多く見られるが、35～97%と幅広くなっている。

キャノン職務発明事件判決(東京地裁平成19年1月30日判決)は包括ライセンスによる実施料収入に関しての職務発明対価の裁判所の考え方を総合しているとみられ、興味深い。

本件はキャノンのレーザービームプリンタ(LBP)およびマルチファンクショナルプリンタ(MFP)の特許に関する職務発明の対価が争われたものである。本製品については、キャノン社は圧倒的な競争力があり、キャノンの保有する係争対象期間中の有効特許数はLBP 4,005件、MFP 6,175件であった。包括クロスライセンス契約における特許には、さまざまな貢献度のものがあり、契約において提示された特許のうち、重要な特許である代表特許等は寄与度が比較的容易に算出可能であると思われるが、代表特許等でない特許については、何らかの貢献度を認める余地があるとしても、代表特許等の貢献度を除いた残余の貢献度にすぎず、その特定特許の寄与度の算定が困難である。本件相当対価の評価対象は、代表特許等に該当しない特許との認定であった<sup>(\*8)</sup>。

本件評価では、「使用者が受けるべき利益」の計算において、まず契約先のLBP、MFPの売上額×本件特許の場所的効力の及ぶ割合×本件特許の契約相手先における実施割合が計算された。次に本件特許の貢献度は特許30件分に相当すると判断され、LBPでは30÷有効特許数4005件、MFPは30÷6175となった。会社の貢献度は97%と判断され、結局3439万円が職務発明の相当の対価額となった。

計算式：LBP 2兆5813億円×実施料2.4%×特許貢献度30÷4005×(1-97%) + MFP 4兆8706億円×実施料2.91%×特許貢献度30÷6175×(1-97%)

本件は、代表特許等ではない特許の製品における貢献度を算定し、職務発明の相当の対価が明示された判決である。

電機業界等では1製品に多数の特許が使われており、クロスライセンスでは個別の知的財産の価値評価が困難であると述べたが、司法において評価の手法が明示された意義は大きいと思われる。

ただし、本件において状況調査が丹念に実施されており、納得できる水準であると思料されるが、なぜ当該特許の貢献度が特許30件に相当するのか、なぜ会

社の貢献度が97%なのか、立場の違いにより色々な判断が可能であることも否めない。本判決は画期的な判決であると認められるが、今後いかに評価の信頼性をより高めて行けるか、裁判所の努力に期待したい。

## 5. 知的財産ファイナンス

わが国の金融機関は、不動産担保を基本にしてファイナンスを長年実施してきた。大手企業には多様な資金調達手法があり、あえて知的財産ファイナンスを利用する必要性が乏しいが、知財ベンチャーは基本的に担保となりうるような不動産を保有しておらず、他に有効な資金調達手段が存在していない。資金調達力が知財ベンチャーの成長速度を左右してしまうため、知的財産を活用したファイナンスの制度整備が緊急の課題となっている。

知的財産を活用したファイナンスとしては、知的財産担保融資、知財ベンチャーへの投資、知的財産の流動化が代表例として挙げられる。以下に各手法の概要と課題等を述べる。

### 5-1 知的財産担保融資

わが国における知的財産担保融資は、政府系金融機関である日本開発銀行(現在日本政策投資銀行)により平成7年から開始されており、同行では累計300件超、約200億円の融資が実行されている。

知的財産権担保の基本的考え方としては、知的財産権の対象となっている製品の収益性を評価し担保額が評価されており、担保として採用されるものは処分可能であるものに限定されている。

知的財産担保の対象としては、①法的に確立した権利であって、その権利に担保権設定が可能であること、②権利の流通可能性があること、③分離可能性があること、④権利の価値に安定性があること、⑤評価がインカム・アプローチにより数字として表現できることが、判断の基準となっている<sup>(\*9)</sup>。ただし、知的財産担保の特徴として、①不安定で期間制限がある権利に基づいており権利基盤が脆弱である、②流通市場がないため処分が困難、③独立性・分離可能性が不安定で、所有者と知的財産の分離が困難な場合が多く、権利関係が複雑な場合が多い、④評価手法が未確立で、使用者により価値が異なる等の課題があり、実態上知的財

(\*7) 「知的財産マネジメントの真髓」2004 京本直樹 神綱リサーチ p188

(\*8) 「職務発明 キャノン事件判決と今後」2007 石井 正 大阪工業大学

(\*9) 日本政策投資銀行ホームページ

産担保は、有形資産担保等の補助的位置づけの場合が多くなっている。つまり、知的財産担保融資において担保にされるのは、知的財産そのものの価値ではなく、その基礎にある企業の事業力であり、将来性であると言える。

実務的には、知的財産担保融資は、融資期間と知財の実質的有効期間の関係の確認や、特許料納付他期日管理、バージョンアップのフォローが必要であり、また、無効審判のリスクがあり、譲渡担保の場合では訴訟に対応しなければならなくなる可能性があること、権利のみの確保では実効性が薄くマニュアルや中核者の確保が必要であること等、担保取得後管理が煩雑である。

担保評価は、知的財産権の対象となっている製品の収益計画を基にし、ディスカウント・キャッシュフロー法で現在価値に換算し評価されている。評価対象期間は、製品の経済優位性が保持できる期間で計算され、メンテナンスやバージョンアップの費用および、担保処分の場合の引継ぎコストも勘案し、担保評価が実施されている。

しかし、そもそも担保価値が重要になってくるケースは融資先が不調な場合であるが、知的財産は、使用価値と清算価値が大きくかけ離れる特徴を有しており、倒産の原因が製品そのものではなく、倒産の原因が増加運転資金ショート等の外部要因であり、事業を継承すれば相応のキャッシュフローが得られる、という場合でも市場が存在しないため、倒産した会社の知的財産は安く買い叩かれることも多いのが実態である。

このため、政府系金融機関が先進的な取り組みをしているが、民間金融機関では、管理が大変、融資規模が小さく採算が取れにくいことに加え、ノウハウが乏しいこともあり、未だ大きな広がりを見せていない。

## 5-2 知財ベンチャーへの投資

知財ベンチャーに対するファイナンスについては、融資の場合ベンチャーの高い倒産リスクに対する見返りが、金利や知的財産担保だけでは十分取りにくいいため限界があり、成功した場合に値上がりした株を売却することによりリターンを得られる投資のほうがハイリスクな知財ベンチャーファイナンスに馴染みやすい面もある。

ベンチャーは創業者や親類縁者等から資金調達により創設される場合が多いが、成長段階に入り多額の資金調達が必要になったステージでは、第三者割当て増資によりベンチャーキャピタルから資金調達を実施

することが一般的である。

知的財産を活用したベンチャーから投資の要請があった場合、投資者であるベンチャーキャピタルの投資判断基準としては、①技術やビジネスモデルのサステナビリティ、マーケットポジション、特許取得状況、特許の強さ、事業の成長性(何を、何時やるかが重要)、②株式市場の銘柄評価、上場時予想利益、勢い、増資時株価、時価総額、③社長の志、力量、ベンチャーキャピタル担当者との相性などがあり、個別の事情により判断項目のウエイトを変えながら、投資判断を実施している。ベンチャーキャピタルとしては、知的財産の技術面や法律面の調査は当然必要であるが、ベンチャーが成長し株式時価総額が増加した場合にのみ収益が得られるため、ビジネスとしての成功の鍵となる、マーケティング面でのレファレンスがより重視されることが多い。

ベンチャーキャピタルにおいて、知的財産を活用したベンチャーの評価は、インカム・アプローチを利用し3から5年間のビジネスプランからいくらのフリーキャッシュフローが得られるかをディスカウント・キャッシュフロー法により現在価値に割り戻して計算する方法が一般的である。

インカム・アプローチによる価値評価のためには、①知的財産が関連する製品やサービスによって生み出される収入およびその収入予測に関しての実現可能性、②その知的財産に関連する製品やサービスの販売可能期間(サステナビリティ)、③現在価値に割り引く場合の対象事業のリスクを勘案した割引率の設定等が重要な判断要素となる。

知的財産が関連する製品やサービスによって生み出される収入およびその収入予測に関しての実現可能性については、その知的財産そのもの以外にも、知的財産を保有している企業のマーケットにおけるポジショニング、マーケットの成長性、当該企業の市場支配力、新規参入の可能性、販売経路や販売代理店等の契約状況、経営陣の能力、マーケティング能力、増加運転資金の調達力、研究開発の水準等々、当該企業の競争優位が如何に構築されているかなどにより、将来の収入が左右され、これらによりその企業が保有している知的財産の価値評価が大きく変動することとなる。

将来インカムの予想の判断材料としては、過去の実績と将来計画との間に、連続性・合理性・整合性が認められるか、技術・商品のライフサイクルや技術革新の可能性等を考慮して収益予想期間が定められているか等があるが、絶対的な評価は困難であり、シミュ

レーションを実施し、どの要因が重要で、どの程度の影響が生ずるか、価値の源泉がどこにあり、リスクがどこに存在するか等を分析し、把握することが重要である。

ベンチャーのビジネスプランは不確定要因が多く、割引率で調整はするものの、変動幅が大きいため、判断の的確性をより向上させるため、可能な場合は上場済みの類似ベンチャーの時価総額と比較するマーケット・アプローチも併用することが多い。逆に言えば、類似ベンチャーが増加すれば、市場にある一定の相場観が形成され、知的財産を活用したベンチャーの評価が可能になり、ベンチャーも資金調達が容易となる。米国などに比較すると日本ではベンチャー・マーケットが未成熟であり、ベンチャー市場の早期育成が緊要な課題である。

企業価値評価と知的財産価値評価の区別も整理が必要である。知財ベンチャーの場合は一群の知財が企業価値の中核となっている場合が多いため、知財の種類が限定される場合は、企業価値がそのまま知財の価値と推定しても差し支えないと思われる。

複数の種類の知財を有している場合などで、ある特定の知財の価値を分離評価したい場合は、特定の知財の企業内での寄与度を推計し、企業価値に知財寄与度を掛け合わせることで特定知財の価値を割り出すことが行われている。つまり、特定の知的財産の評価を実施する場合は、それが用いられている事業全体の将来の収益を予測し、そこから特定知的財産の寄与した部分を抽出する手順が一般的である。しかし、企業価値における特定知財の寄与度の判断は非常に困難であり、一定の前提を置いて評価せざるを得ない。このほか企業価値から、特定知財以外の資産価値を差し引き、知財価値を推計する方法もある。ただし、この方法においても、知財以外の資産の価値を推定するためには、知財以外の資産の期待収益率を求めることが必要であり、この方法においても一定の前提を置いた評価方法とならざるを得ない。

わが国における知財ベンチャーに対する投資は、現在20社程度のベンチャーキャピタルを中心に実施されており、インキュベーションファンド等には過去のITやバイオブームが崩壊し、損失を蒙った苦い経験等を経て、ノウハウが蓄積されつつある。米国等に比べ知財ベンチャーの数が少なく、特に成功した知財ベンチャーの数が限定されており、ライブドアショックか

ら新興市場の不振が続いているが、再生医療のジャパン・ティッシュ・エンジニアリングが平成19年12月に上場を果たすなど、回復傾向も見えてきている。

今後相当数の知財ベンチャーが上場できれば、市場に相場観が形成可能なり、類似会社比較法を用いた知財評価も現在よりは容易となるため、早期のベンチャー市場育成が待たれるところである。

### 5-3 証券化

金融手法の発達に伴い、近時では特別目的会社(SPC: Special Purpose Company)、組合、信託等のSPV(Special Purpose Vehicle)を活用した、流動化スキームが登場してきた。証券化等の流動スキームは、多様な企業で資金調達が可能となり、資金調達者や投資家のニーズに応じ条件の異なる様々な種類のスキームを構築できるため、知的財産を活用したファイナンス手法として期待がもたれている。優良な知的財産をベースとしたスキームであれば、企業が資金調達を実施する場合よりも高格付けとなり安価に資金調達が可能となる場合もありうる。

ただし、先述したように、知的財産は不確定性・脆弱性等の経済的特徴を持っている資産であり、流動化する場合には、投資家保護に十分対応しておかなければならない。

証券化の対象となりうる知財としては、知的財産を排他的に使用し、収益を得て、処分する権限が法的に保証されている知的財産権が中心となる<sup>(\*10)</sup>。例えばブランドの場合などで商標・意匠権でキャッシュフローを切り取り確保できるものは対応が可能であり、コンテンツなどの著作権は権利期間が長く、キャッシュフローが読みやすいため証券化が容易である。

知的財産を活用した流動化スキームの留意点としては、(a)流動化するための資産を所有していた原資産所有者であるオリジネーターの倒産のリスクから隔離する倒産隔離性の確保が重要である。知的財産の場合、特定企業依存性が高い性質があり、オリジネーターと知的財産が不可分の状態にあるなどにより、倒産隔離が図ることができないことが他の資産をベースにしたスキームより生じる可能性が高いため、スキーム組成上倒産隔離性を確保することがより慎重に求められる。(b)近年係争により無効判決が出されることが多くなっている。流動化した後、権利が無効化したり、他者の保有する権利を侵害したりしているなどの権利自体に

(\*10) 「知的財産の証券化」2003 広瀬義州他 日本経済新聞社 p197

問題が生じた場合は、ファイナンススキームが根底から崩壊してしまうこともあり、十分な事前調査・準備が必要である。(c)譲渡された資産が、依然としてオリジネーターの資産であると見なされないようにする真正売買も重要である。たとえば知財信託の場合、信託譲渡した資産を、オリジネーターが継続管理していたり、譲渡資産の開発を継続していたりする場合があり、SPVとオリジネーターが密接不可分と判定されないようにするなど真正売買の疑義が生じないスキームとすることが重要である(\*11)。たとえばオリジネーターからSPVへの資産の売却が、譲渡担保とみなされた場合において、オリジネーターが倒産した場合には、会社更生手続き時にSPVはオリジネーターから買い受けた資産に対する権利を喪失する懸念が生じる(\*12)。真正売買確保のためには、契約書により売買が明確になっていること、オリジネーターとSPV間の移転価格が合理的な価格であること、権利の移転について対抗要件が具備されていること、オリジネーターに買い戻し義務がないことなどの条件が満たされることが必要である(\*13)。

知的財産の流動化リスクとしては、①特許権が設定されても、特許無効審判等の手続きを経て、権利が無効となるリスク、②ライセンス契約の成立中において、ライセンサーが倒産した場合に、知的財産権は管財人へ移転されることとなり、ライセンス契約の継続が不安定となるリスク。③めざましい技術発展により、既存の特許・技術等が短期間で陳腐化し、経済優位性を喪失してしまうリスク等があり、このようなリスクを事前に予想し、補完の準備をストラクチャーに盛り込んでおくことが重要である。

また、権利侵害された場合において、差止請求、損害賠償請求等の権利確保の対応実施が必要となる場合があり、係争が可能な体制を整えておくことも必要である。

このようなリスクに対応するストラクチャーのポイントとしては、①知的財産のノウハウを十分持ち、知財の活用が図れ、係争になった場合にも耐えうる能力を有する業務受託者が、SPVを運営すること、②信用等级付けの高い金融機関との契約により、緊急貸出枠の設定などのキャッシュリスク軽減措置を講ずること、③優先劣後構造により、劣後債にリスクを吸収させ、優先債部分のリスク軽減を図り、リスクを取りたくな

い投資者が安心して投資でき、リスクを取ってもハイリターンを求める投資家に対しても魅力的なスキームとすること、④超過担保や保証制度活用により、デフォルトリスクを軽減することなどが挙げられる。

以上各種のファイナンススキームを検討してきたが、客観的評価が困難な知的財産をベースとするファイナンスは、不動産担保等ある程度確実なリターンが期待できるファイナンススキームに比べ、不安定要因が当然高い。知的財産評価については現在活発な取り組みが開始されているが、まだ明確な方向性が見えていない。加えて日本の金融機関は、知財ファイナンスというリスクの高いファイナンスに対するノウハウの蓄積が不十分である。知的財産ファイナンスは、規模が比較的小さい、手続きが煩雑である等により、当面収益への寄与が限定的となる可能性が高いが、戦略的には不可欠なものであるため、最適なファイナンススキーム構築のため日本の金融機関における本格的な取り組みが期待される。

## 6. 今後の課題

知的財産評価が困難な大きな原因のひとつは、財務諸表に知的財産が十分に反映されていないことであるが、逆に信頼性を確保した評価が困難であるため、財務諸表に計上できていないのも事実である。一方で、開発費用増加や製品のライフサイクル短縮化の潮流の中で、M&Aやアライアンスのための知財評価のニーズが拡大してきており、職務発明における相当の対価の係争も頻発している。

しかし、「有用性」と「信頼性」のバランスをどのように取るか、会計基準の改定や知的財産評価のオーソライズされた手法の制定には今後も時間を要する可能性が高い。

このような状況の中、米国ではインターネットや仲介業者を活用した知的財産の流通がビジネスとして拡大してきており、グーグル等知的財産をベースとし成功した知財ベンチャーも数多く存在している。市場に比較可能な案件が多く存在すれば、インカム・アプローチにより知的財産評価を実施する場合においても、参考となる市場価値が推測可能となり評価の信頼性が向上する。この意味で米国では知的財産を評価するための市場相場観を形成できる環境が整いつつあるとい

(\*11) 「知的財産の証券化」2003 広瀬義州他 日本経済新聞社 p75

(\*12) 「知的財産部員のための知財ファイナンス入門」2007 北浜法律事務所 経済産業調査会 p34

(\*13) 「知的財産の証券化」2003 広瀬義州他 日本経済新聞社 p186

える。

知的財産活用による日本の国際競争力回復のためには、知的財産の技術面・法律面・ビジネス面からの総合的かつ実践的な評価手法をブラッシュアップするとともに、早急に金融機関に知的財産ファイナンスのノウハウを構築し、企業が知財ファイナンスにより多額の資金を容易に調達できるような環境整備が望まれている。

評価手法のブラッシュアップのためには、弁護士、弁理士、公認会計士、企業の知的財産部員、ベンチャー関係者、金融機関、官庁、司法関係者、研究者等現在分野ごとにそれぞれ活動を行っている各方面の専門家がノウハウを持ち寄り連携・協力することにより信頼性の向上を図ることが不可欠である。実務で活用可能な、実践的な評価・会計・司法面でのイノベーションを早急に起こさなければ、オープンなアライアンスが活発化してきている流れの速い国際社会で、知的財産を活用した競争力回復の機会を喪失してしまう懸念が生じている。