

知的財産証券化——その現状と展望

川 村 雄 介

要 旨

わが国は2002年の知的財産戦略大綱を踏まえて翌2003年には知的財産基本法を制定し、明確なプロパテント政策を打ち出している。海外ではすでにアメリカを中心に知的財産重視の国家戦略が遂行されており、こうした動きは世界的な潮流になっている。なかでも注目されるのが知的財産を活用した資金調達手段の発展、とりわけその証券化の動向である。

現在の証券化は法制面の整備や金融工学的手法の進化、ディールの本数・金額の著増、裏付け資産の多様化等により日進月歩の状況であるが、その基本的なスキーム自体はほぼ確立された方式によっているものと考えられる。すなわち、原債務者、実質オリジネーター、最終投資家、の間に信託や特別目的会社等を証券化の導管たる SPV として組成し、対象債権の分離、倒産隔離を図るものである。仕組み上、信用力の内部補完や外部補完を講じていることはいうまでもない。

知的財産の証券化（IP 証券化）についてもスキームの考え方はおおむねこれと変わるところはない。ただし、キャッシュ・フローを生み出すべき対象が esoteric な資産であることから、資産価値評価やデュー・ディリジェンスには特有の課題や慎重さが求められている。資産価値評価ではオプション理論に基づくモデルが実用化されているが、対象となる知的財産の性格の差異等もあり様々な方式が検討されている。デュー・ディリジェンスも通常のイシューに比べると長期間を要している。

アメリカでは IP 証券化が相当に進んでおり、中心となっているのは映画や音楽の copyrights にかかるものである。特許権に関する証券化はいまだ実績が少ないものの、大学の技術を証券化したもの等が散見され、最近のわが国における TLO にも参考になるものと思われる。

わが国においても、ここ10年ほどの間に精力的な証券化関連立法が実施されるとともに、証券化実績も大きく伸びてきている。知的財産を裏付けとするファイ

ナンスは、当初政府系金融機関による融資がメインであったが、近時は経済産業省や各研究機関による議論・検討も深化し、官民共同の証券化スキームも開発されている。いまだ純然たる公募形態が少ないため国内 IP 証券化の全貌を把握することは困難なものの、相当数の証券会社、金融機関がこの分野に参入しているものと想像される。具体例としては、電子ゲームや映画、エンターテインメント関連の著作権、興行権等から特許権にまで及んでいる。

グローバリーには100兆円にも上るといわれる知的財産は、いまだそのごく一部が証券化されているに過ぎない。知的財産特有の困難な諸課題が存在するのは事実であるが、無形資産の資金化ニーズの高まりのなかで、金融技術が日々発展し続けていること、法制面の対応も迅速であること、実務の練度も急速に増していること、等に徴すれば、今後の相当な発展を予想することができるものと考え

目 次

I. 知的財産の戦略的位置づけ

1. 世界的な知的財産重視とわが国のプロパテント政策
2. 知的財産を活用したファイナンス

II. 知的財産証券化の世界的潮流

1. 証券化のライフサイクル
2. アメリカの知的財産証券化概観

III. アメリカにおける知的財産証券化の現状

1. 裏付け資産の中心は音楽著作権
2. 音楽著作権証券化の例
3. エンターテインメント産業等の証券化
4. 特許権の証券化

小 括

IV. アメリカにおける知的財産証券化の留意点

1. 知的財産の評価方法
2. デュー・ディリジェンス (due diligence)
3. その他の知的財産証券化手法

V. 日本における知的財産証券化の現状

1. 証券化法制の整備
2. 知的財産証券化の検討機運
3. 日本における知的財産証券化の実例
4. 信託業法改正の動き
5. いくつかの課題

結 語

主要参考文献

I. 知的財産の戦略的位置づけ

1. 世界的な知的財産重視とわが国のプロパテント政策

動産や不動産に代表される有体財産と異なり工業所有権 (2002年 7 月以降は産業財産権とも

称される特許権、実用新案権、意匠権、商標権) や著作権、さらにはブランド、ノウハウまでを含めた広義の無体財産は、従来、企業の戦略的資産として位置づけられることは比較的少なかった。しかし、いまや企業価値に占める無形資産の割合は最近20年間で20%から70%にまで急上昇し、有形資産とその地位を完全に入れ替えていると指摘されている¹⁾また、知的財産

からのロイヤリティ収入は全世界では簿価ベースで5,500億ドルないし6,500億ドル、市場価値に換算すると8,000億ドルにも達するという推定もある²⁾今後の企業戦略は知的財産の有効活用なくしては考えられない。

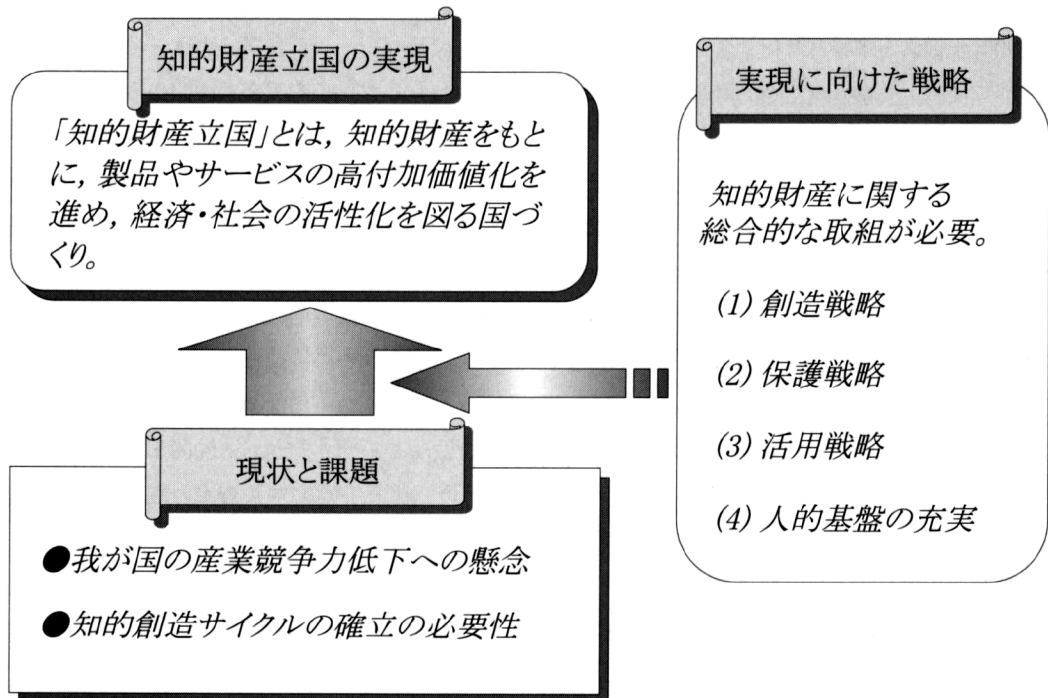
早くから知的財産、とくに特許権の活用を国家戦略のレベルで展開してきたのがアメリカである。建国当時、すでにパテントを積極的に生かそうとの政策（プロパテント政策）を採用した同国は、歴史上、プロパテント政策とアンチパテント政策を繰り返しながら、近年はレーガン政権下のヤング・レポートに代表されるプロパテント政策を採用している。この政策は製造業のみならず広くエンターテインメント産業や金融業にまで及んでおり、1990年代のビジネスモデル特許ブームはその象徴でもあった。たとえば、98年、連邦巡回控訴裁判所はシグネチャー

社に対して、複数のミューチャル・ファンドを一つのファンドに束ね、コンピュータ・ソフトの活用によって統合管理し時々刻々の時価を算出して顧客に提供するサービスに特許を認めた。いわゆるハブ・アンド・スポーク特許であり金融関係ビジネスモデル特許の実質的な嚆矢として注目されたものである。

90年代後半からわが国においても知的財産の戦略的活用が国家レベルで重要視されるようになってきた。国際活動を展開する日本の製造業はすでに欧米勢との熾烈な特許競争や関連紛争を経験しており知的財産の戦略性を強く認識していたし、経済産業省や特許庁などの政府関係機関も危機感をもって国際交渉の場に臨んでいた。このスタンスは21世紀に入ってより明確な姿を現すこととなった。

2002年7月、政府の知的戦略会議は今後の日

図表1 「知的財産戦略大綱」のポイント



〔出所〕首相官邸

本経済の最重要課題が「知的財産立国」を作り上げることにあるとの認識の下に『知的財産戦略大綱』を公表した(図表1) このなかでは、企業価値評価の中心が財務諸表等には載らない知的財産等に移りつつあるにもかかわらず経営者の意識はまだ十分ではなく意識変革が求められていること、とくに中小・ベンチャー企業や個人の知的財産活用の支援が重要であること、大企業が自社で活用していない特許等を積極的に開放し知的財産流通のための環境整備を進めるべきこと、等々を強調するとともに、金融機関も知的財産を担保にした資金供給に積極的に取り組むべきであり、これを推進するため知的財産の適切な評価手法の確立を急がなければならない、と指摘している。ここにわが国は明らかなプロパテント政策を宣言したものといえる。

2. 知的財産を活用したファイナンス

知的財産戦略大綱を具現化するための基本法が2003年に制定公布された知的財産基本法である。同法の目的は、新たな知的財産の創造とその効果的な活用による付加価値の創出を基軸とする活力ある経済社会を実現するために、知的財産の創造、保護、活用に関する基本理念と実現を図るための基本事項を定め、わが国産業の国際競争力の強化を図る点にある。同法はまたこれらの施策対応のために知的財産戦略本部を設置することとした。

同法は、知的財産を「発明、考案、植物の新品種、意匠、著作物その他の人間の創造的活動により生み出されるもの(発見又は解明がされた自然の法則又は現象であって、産業上の利用可能性があるものを含む)、商標、商号その他事業活動に用いられる商品又は役務を表示する

もの及び営業秘密その他の事業活動に有用な技術上又は営業上の情報」と定義している³⁾さらに知的財産権は「特許権、実用新案権、育成者権、意匠権、著作権、商標権その他の知的財産に関して法令により定められた権利又は法律上保護される利益に係る権利」と定義されている。

知的財産基本法は直接知的財産を活用したファイナンスに関する規定を置いたものではないが、その基盤となるべき知的財産についての定義と整備方法を明定しており、今後の知的財産活用ファイナンスにとっても重要な存在である。

わが国における知的財産活用ファイナンスは、政府や政府系金融機関主導で始まった。94年には当時の通商産業省、日本開発銀行、ソフトウェア業界を中心に発足した研究会の成果としてソフトウェア担保融資が実施された。次第に担保対象知的財産の範囲は拡大し、翌95年頃からはベンチャー企業向けのファイナンス手法の一つとして、政府系金融機関や一部民間金融機関による知的財産担保融資が実行されるようになっていった。ただし、徐々に企業や金融機関の関心が高まっていったものの、ファイナンスの規模が小さくかつ知的財産の評価が困難であったこと、法制面の整備が不十分であったこと等により、その後数年間は日本政策投資銀行による1億円以下程度の小口融資が行われるにとどまっていた。しかし、2000年に資産流動化法が大きく改正され対象資産に知的財産権が加えられると、金融機関や証券会社の知的財産を活用したファイナンスへの取り組みが一気に積極性を増した。知的財産戦略大綱や知的財産基本法はこうした傾向をさらに促進するものと考えられる。

II. 知的財産証券化の世界的潮流

1. 証券化のライフサイクル

周知のとおり現代的な意味での証券化はアメリカで生まれ本格的な発展を示してきた。かつ証券化の先端分野でも同国がフロントランナーである。アメリカの証券化についての標準的な定義は、ある期間にわたる他と分別可能なキャッシュフローに対する権利を集合させ、それを有担保もしくは無担保で投資家に譲渡し、これによって資金調達を目的を達成するストラクチャード・ファイナンスの一手法である、というものである。ただし、伝統的な意味での資金調達が資金を借り入れる点に特徴が見られるのに対し、証券化ではキャッシュフローの流れを売却する点に特質があるものとされる⁴⁾

ここでアメリカにおける証券化のライフサイクルを概観しておきたい。

証券化の初期段階は、典型的には取引ストラクチャーが精査され対象資産への綿密な調査が

単独あるいは少数の熟達した投資家によってなされる私募形態をとる。取引サイズは一般的に私募に適した5,000万ドル以下である。投資家は組成やデュー・ディリジェンスに要する時間やコストを反映して相当程度に高い利回りを受け取ることになる。次第に同様の裏付け資産による証券化の発行が増加し投資家の参加数が増えるとともに、取引形態は成熟しルール144発行等を経て公募形態に発展していくのである。

ちなみに2003年上半期の世界の証券化数は1,044本、発行金額は5,224億ドルに上り、そのうちアメリカのシェアは本数で74%、金額で80%と圧倒的である(図表2)またブックランナーの上位はグローバルな投資銀行が占めている(図表3)

証券化のライフステージは発展形態によりおおむね5段階に分類できる。すなわち、第一段階 発生期 (nascent category), 第二段階 初期発展期 (early/developing category), 第三段階 成長過渡期 (transitional category), 第四段階 成熟期 (developed/mature category), 第五段階 商品化期 (commodity ca

図表2 世界の証券化の規模

(2003年6月末)

	1 H-03 Issuance (\$ Mil.)	No. of Deals	Market Share (%)	1 H-02 Issuance (\$ Mil.)	No. of Deals	Market Share (%)	'03-'02 Change (%)
U.S. Public ABS	\$ 214, 235. 7	299	41. 0	\$ 187, 256. 7	261	44. 6	14. 4
U.S. Rule-144A ABS	25, 893. 3	126	5. 0	18, 839. 5	112	4. 5	37. 4
U.S. Public MBS	144, 287. 1	305	27. 6	89, 503. 8	229	21. 3	61. 2
U.S. Private ABS	0. 0	0	0. 0	1, 130. 3	16	0. 3	-100. 0
Non-U.S. ABS and MBS	64, 659. 6	131	12. 4	49, 919. 6	133	11. 9	29. 5
U.S. Commercial MBS	34, 654. 0	41	6. 6	23, 499. 7	36	5. 6	47. 5
Non-U.S. Commercial MBS	6, 566. 0	27	1. 3	8, 238. 9	29	2. 0	-20. 3
Worldwide CBOs	32, 131. 2	115	6. 2	41, 717. 8	132	9. 9	-23. 0
Worldwide Total	522, 426. 9	1, 044	100. 0	420, 106. 4	948	100. 0	24. 4

〔出所〕 Asset-Backed Alert

図表3 世界の証券化主要ブックランナー

(2003年6月末)

		1 H-03 Issuance (\$ Mil.)	No. of Deals	Market Share (%)	1 H-02 Issuance (\$ Mil.)	No. of Deals	Market Share (%)
1	Citigroup	\$ 51,067.5	111	9.5	\$ 35,234.4	90	8.3
2	Credit Suisse First Boston	47,299.0	99	8.8	47,390.2	120	11.2
3	Lehman Brothers	45,719.6	110	8.5	38,708.2	92	9.1
4	Banc of America	39,208.5	82	7.3	37,968.4	71	9.0
5	Deutsche Bank	37,627.6	97	7.0	32,798.3	70	7.7
6	Morgan Stanley	35,088.3	96	6.5	21,692.2	49	5.1
7	J.P. Morgan Chase	34,864.5	71	6.5	35,951.6	64	8.5
8	Bear Stearns	32,910.0	84	6.1	25,997.9	75	6.1
9	UBS	26,095.0	56	4.8	15,312.8	44	3.6
10	Merrill Lynch	25,802.6	56	4.8	14,643.6	38	3.5

〔出所〕図表2と同じ

図表4 証券化のライフステージ

第1段階	第2段階	第3段階	第4段階	第5段階
Nascent	Early/ Developing	Transitional	Developed/ Mature	Commodity
		Sub-prime Auto		Auto
Lottery Payments	12 b-1 Fees	Private Label Credit Cards	Auto Leasing	Credit Cards
Struchured Settlements	Healthcare Receivables		Aircraft Leasing	Manufactured Housing
Viatical Settlements	Distressed Assets	Student Loans	Equipment Leasing	Home Equity
Entertainment Royalties		Insurance Premium	CBO's/CLO's	Stranded Assets
		Timeshares	Enhanced Equipment Trust Certificates	
		Franchise Loans		
		Tax Liens		

〔出所〕Fabozzi, F.J. *Handbook of Structured Financial Products*, 1998, FJJ

tegory), である⁵⁾これらの段階と対象資産の
関係を示したものが図表4である。

知的財産の証券化の主流はここにいう第一段
階から第二段階の過程にあるものと考えられ
る。

第一段階の裏付け資産は伝統的な意味ではユ

ニークで新奇ともいえる性格を有するため、極
めて限定された少数の発行者によって証券化さ
れる。これらの資産はさまざまな外部要因やス
キーム組成上の障害を解決しなければならない。
たとえば富籤の証券化においては一部の州
では合法性を取得するための困難性に逢着する

可能性があるし、末期患者の生命保険証券を慈善団体などの第三者に割引で売却しその代金を患者の医療費に充当する生保の末期換金制度（viatical settlement）の証券化でも余命予測の点に難しさがある。

第二段階においても第一段階とほぼ同じように証券化は限定されている。ただし、このレベルになるとある種の資産については相当数の投資家によって、伝統的なマーケット慣習の中で正当と認められている取引方法が採用されるケースも増えてくる。たとえば証券化に対する手数料としていわゆる12b-1フィーを徴求するものなどである。このフィーはミューチャル・ファンドの販売者に対する継続的なフィーであり、一定期間のファンド価格に基づくものである。ただし、証券化の対象資産をエクイティや債券市場におけるデリバティブと同視する投資家もあり、12b-1フィーが広くマーケットに受け入れられているわけではない。ディストレス資産の証券化についても、対象資産自体の価値にのみ着目する投資家が存在し、将来キャッシュフローのファイナンス化という証券化の本旨とそぐわないケースもままあるようである。

なお、証券化一般ではトラックレコードが蓄積されオリジネーターが多様化していく第三段階、裏付け資産に包含されるリスクがマーケット参加者に正確に理解されスキームも確立し発行額が相当金額に達して流通性も増してくる第四段階を経て、高度な流通性を有し同様の裏付け資産であれば発行者が異なってもプライシングの相違は2、3ベシスポイントの範囲にとどまる第五段階にいたることになる。

なお、以下ではアメリカの状況について述べるが、ヨーロッパにおいてもイタリアやイギリ

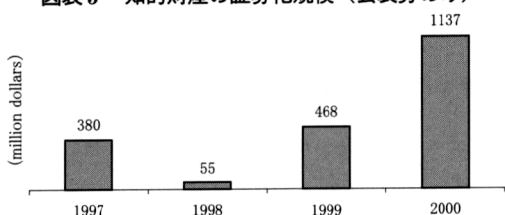
スのサッカーチームが将来の興行収益を裏付けにして債券を発行し、スタジアム建設資金等の調達を行っている。

2. アメリカの知的財産証券化概観

知的財産の証券化（intellectual property, IP, backed securitization, 以下IP証券化という）が証券化市場に占める比重は現状ではいまだに大きくはない。ただしその成長スピードは相当に速く、1997年の公表ベースのIP証券化が3億8,000万ドルであったものが2000年には11億3,700万ドルに達している（図表5）直近では優に20億ドルを超えているものと推定されている⁶⁾ちなみに90年から98年の間に、アメリカにおける特許ライセンス収入は約7倍に著増して1,000億ドルとなっている。年率では約28%の成長率である。証券化率は特許のみを母数にしても2%程度、先述したグローバルな知的財産市場規模をベースに考えると0.2~0.3%程度に過ぎない。ここにIP証券化の将来性の根拠のひとつを見出すことができよう。

IP証券化の中心はフィルム産業（映画が中心）であり、音楽産業がこれに続いている。ただし、発行本数では音楽産業の方が多い（図表6）フィルム・カタログは時系列的に明確なキャッシュ・フローに裏付けられているうえ、資産価値が大きく予見可能性が高いことに加えて比較的変動が小さい。そもそもフィルム産業では、全リリース作品の5%程度に過ぎない大ヒット作品がそれ以外の作品の資金調達を補う、という構造が長年月の間、繰り返されている。このため産業自体のボラティリティが小さいのである。こうしたいわゆるall or nothingタイプの産業—製薬業にも同様の特性がある—は、無価値の集団、大宗を占める小価値の集

図表5 知的財産の証券化規模 (公表分のみ)



(出所) Edwards David, Patent Backed Securitization, GERLING NCM, May 2002

図表6 産業別の知的財産証券化 (公表分のみ)

Industry	Issuance \$ MM	Percent of Total Issuance	Number of Transactions	Percent of Number of Issues
Film	865	42%	2	10%
Music	446	22%	14	70%
Sports	315	15%	1	5%
Fast Food	290	14%	1	5%
Pharmaceutical	100	5%	1	5%
Apparel	24	1%	1	5%
Total	2040	100%	20	100%

(出所) 図表5と同じ

団、ならびに高いキャッシュ・フローを生み出す小集団、から構成されており、コール・オプションの応用に適している。ごくわずかのメガヒットが多く、失敗作をカバーし、フィルム・カタログはあたかも運用の分散・多様化によりボラティリティを低下させる資産ポートフォリオの役割を果たしているのである。

引受業者にも特徴がある。ベアスターンやモルガンスタンレー等の例外を除きウォール街のメジャープレイヤーのプレゼンスは低い。IP証券化の中心的引受業者はPullman Group, CAK Universal Credit Corp., Global Entertainment Finance, の三社である。(図表7) また特許権の証券化については公表されているディールに関する限り Royalty Pharma 一社のみである。

図表7 アレンジャー業者別の知的財産証券化

Placement Agent/ Underwriter	Issuance (\$ MM)	Percent of Total Issuance	Number of Transactions	Percent of Number of Issues
Bear Stearns	640	31%	2	10%
Bear Stearns/Chase Securities	540	26%	1	5%
Morgan Stanley/Swiss Re New Markets	290	14%	1	5%
The Pullman Group	260	13%	6	30%
West LB	100	5%	1	5%
CAK Universal Credit Corp	93	5%	7	35%
Royal Bank of Scotland	87	4%	1	5%
Global Entertainment Finance	30	1%	1	5%
Total	2040	100%	20	100%

(出所) 図表5と同じ

Ⅲ. アメリカにおける知的財産証券化の現状

1. 裏付け資産の中心は音楽著作権

アメリカ (及び一部のヨーロッパ) におけるIP証券化の裏付け資産は著作権、商標権、特許権等、多岐にわたるが、今日までのところ中心的なものは著作権 (copyrights) である。また、オリジネーターの多くはアーティストやエンターテインメント関係の分野に属している。

音楽著作権から生み出される収入は多様であり部分的には重複することもある。基本的な音楽著作権は作曲者と出版者に属し、共作者や共同出版者がある場合はかれらにも分有される。もちろん、作曲者と出版者が同一人物であることも少なくない。著作権保有者はこれを第三者にライセンス供与したりレンタルすることでロイヤリティ収入を得たり、著作権自体を売却してファンディングを行うことが出来る。出版されたロイヤリティは典型的には、他のアーティストにカバーされたり、ラップ歌手の元歌として使用されたり、映画のサウンドトラックに使

われたり、コマーシャル映像と同期させられることなどによって発生する。

CD アルバムなどの音楽カタログにかかる著作権収入の多寡は、その管理や営業に携わる出版者に負うところが多い。多くの場合、出版者の管理フィーはカタログ販売の総収入の一定割合とされている。したがって、著作権の活用を実質的にコントロールする出版者は、カタログの積極的なマーケティングによる利益の増大を期待することとなる。作曲者は当該カタログからのロイヤリティへの権利を一部有するが、カタログの利用方法については支配的立場にはない。作曲者は消極的役割を担うに過ぎず、出版者の資金化能力に依存するのである。

また、著作権を取得した楽曲の所有者は多くの場合レコード会社と販売ライセンス契約を締結している。レコード会社は曲目演奏のレコーディングを行うスタジオに対するレコード・マスターを保有する。レコード・マスターの保有者は、適切と考えるいかなる方法（グレート・ヒット・アルバム、CD のセット販売等々）でも当該楽曲をパッケージしたり販売したりする権利を有する。出版者はこの契約に基づきレコード会社からロイヤリティを受け取るのである。作曲者はレコード会社との間でレコード販売から一定のロイヤリティを受領する取り決めを交わすことが大半である。

作曲者や出版者は ASCAP, BMI, SESAC などの権利実行協会のメンバーになることが多い。協会はテレビ、ラジオ放送や公開パフォーマンスなどから発生するロイヤリティを徴収し、各協会で定めた作曲者や出版者に対する妥当な分配方法原則に則り、かれらに分配している。

いずれにしても、音楽著作権のロイヤリティ

収入は多方面から発生するとともに非常に複雑な仕組みになっている。証券化の重要な考慮のひとつは、これらの構造を明らかにしてキャッシュ・フロー計算の基盤を作り上げることにある。

音楽著作権にかかる収入源は次のように分類される⁷⁾

出版ロイヤリティ：楽曲等の著作権所有者が第三者に対するライセンス供与、売却、および著作権の付された歌等の利用に関して取得する収入。取得されるロイヤリティは作曲者や出版者それぞれに支払われうる。

メカニカル・ロイヤリティ：レコード会社から出版者に対して当該楽曲のレコード使用対価として支払われるもの。オリジナル楽曲かカバー曲かは関係ない。

パフォーマンス・ロイヤリティ：権利実行協会に徴収され作曲者や出版者に支払われるものの。

シンクロナイズ・ロイヤリティ：作曲者と著作権所有者が当該楽曲がフィルムやビデオテープに同期された場合に受け取るもの。歌手が誰であるかは問わない。ロイヤリティ金額は権利者とライセンシーの間の合意による。

アーティスト・ロイヤリティ：アーティストがレコード会社との契約に基づきレコードの売り上げに基づいて受け取るもの。対象はレコーディングしたアーティストであり作曲者や出版者は無関係である。

2. 音楽著作権証券化の例

音楽著作権の証券化として最初の著名なケースはいわゆる Bowie BondsTMである。これはブルマン社（当初はファーストネック社）が組

成を行ったディールで、1997年に発行された。私募のため詳細は明らかではないが、イギリスの著名な世界的ロックスター、デビッド・ボウイの90年以前の25のアルバム、300曲からの将来のロイヤリティを裏付け資産として平均満期10年、総額5,500万ドルが調達された。投資家はプルデンシャル保険であった。このディールは成功裏に終わり、以後の音楽著作権証券化に大きな道筋をつけた。成功の要因としては、1) デビッド・ボウイがビッグネームであって多数で安定したレコード売り上げとロイヤリティ収益が見込めたこと、2) ボウイは巨額の出版ロイヤリティも所有していたこと、3) EMI社との間に毎年のミニマムロイヤリティ契約が結ばれていたこと、等からキャッシュ・フローの算定が比較的容易であったことによるものといわれている⁸⁾

翌98年にはMotown 発行が行われた。3つの類似したディールから構成されていたもので、Edward Holland, Brian Holland, Lamont Dozierのトリオが有する70のビルボード・ヒットと数多くの60年代、70年代のモタウンのクラシック・ヒット曲の出版権を証券化したものである。

同年12月には、アメリカで最もポピュラーなデュオでありビルボードのトップ40にランキングされる曲を持つアシュフォードの著作権が証券化された。

この後、さらに James Brown, Marvin Gaye (証券化の当時既に故人)らの著作権が証券化されている。

3. エンターテインメント産業等の証券化

ボウイ・ボンドの革新性は内外の注目を集めたが、元来音楽、映画等のエンターテインメント

産業は知的財産の資金化に相当の経験・実績を有していた。とくに映画会社は数十年間にわたり、大ヒット作から興行的な失敗作までをパッケージにして銀行借入等の担保に活用していた。

ボウイ・ボンドに先立ち、92年にはディズニーが複数の映画著作権からの将来キャッシュ・フローを裏付けにした4億ドルの変動利付債を発行、97年には東京ディズニーランドの将来入場収入などを引き当てに6億ドルの債券発行を実施した。また、アニメの「おぼけのキャスパー」シリーズも証券化され、2002年には有名な映画監督スティーブン・スピルバーグらのドリームワークス・スタジオが「プライベート ライオン」や「アメリカンビューティ」を裏付けとして10億ドルの証券化を行うと発表された。なお、イタリアでも99年、同国最大のフィルムプロデューサーである Cecchi Gori が、映画やビデオ販売収入、テレビ局へのライセンス収入などを裏付けに2億8,000万ドル相当(5兆リラ)の証券化を行っている。裏付け資産に007シリーズが含まれていたことから主人公の名をとって Bond Bonds と称された。

ファッション業界では商標権やブランドを裏付けにした資金化が行われている。93年、カルバン・クラインはパフュームに関するロイヤリティ収入と同社商標権を裏付けに5,800万ドルの借り入れを行った。その後、証券化では99年にビルプラスが商標、ブランド・エクイティ、ライセンスフィーを証券化し、2002年には婦人・子供用の履物やハンドバッグを扱うキャンディーズが知的財産の証券化を発表している。

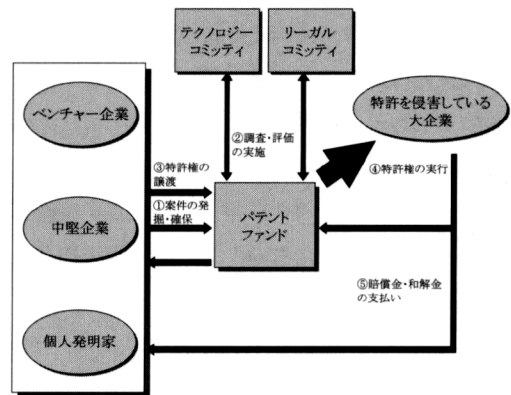
4. 特許権の証券化

特許権を活用した資金調達方法は歴史的にはローンにみられた。特許権担保融資である。担保掛目は裏付け資産の質や資産保有者の信用力その他のリスクファクターにより相違に異なるが、通常は25～30%程度である。資産評価方法として利用されることが多いのはダイナミック・オプション・プライシング・モデルを応用した Technology Risk Reward Unit, TRRU[®] である。特許権は将来の権利であり、リスクなキャッシュ・フロー特性を有する点がコール・オプション類似の支払い構造であることから、その評価モデルとしてブラック・ショールズ方式の変形を活用することが有益とされている。

特許権の証券化は構造的には伝統的な証券化や上述してきた著作権や商標権の証券化スキームと基本的に同じである。ケースとしては2000年に完了したイェール大学の HIV 治療薬（商品名 Zerit）に関する特許権の証券化がある⁹⁾ この証券化によって得た資金で同大学は新しい病院棟（Zerit が建てたビルと称される）や教室、リサーチセンターを建設した。Royalty Pharma 社を引受業者として、当該特許権収入等を裏付けに1億ドル強の証券化による資金調達を行った。このディールは全米の大学の特許等に対する見方に大きな影響を与えたといわれている。アメリカ中の大学は、毎年3,300の特許を実行しこれらによる7億ドルの資金化を行っているが、従来は特許売却によるケースが大半であった。証券化手法を利用すれば資産売却によって特許を永遠に手放す必要なく資金化が図れるのである。

イェール・ケースでは、発行者はデラウェア

図表8 パテントファンドの仕組



パテントファンドの仕組

パテントファンドでは、収益を得る流れはだまかに以下のようなになる（簡略化しているので、実際のスキームとは多少異なる）。①ベンチャー企業などから特許案件を発掘・確保する。②候補案件について、法的な検討と技術的な評価を行う。検討や評価は、外部の法律事務所、リサーチ会社等で構成するリーガル・コミッティ、テクノロジー・コミッティで行う。③権利行使にかかる費用と権利行使の結果得られるリターンを考慮した上で、対象の特許権を特定し、譲渡を受ける。④権利を実行する。⑤権利行使で得た和解金や賠償金をパテントファンドとベンチャー企業等で分配する。

〔出所〕『金融ビジネスモデル特許戦略』2000年 東洋経済新報社

籍の BioPharma Royalty Trust（信託 SPC）、オリジネーターは Pharmaceutical Royalties LLC（当該証券化のためにイェール大学内に設立された有限会社で同大学から対象特許権を譲受されている）、引受人は Royalty Pharma AG で、超過担保による信用補完を行っていた。裏付け資産の70%は大学が大手製薬会社である Bristol-Myers Squibb 社との間に交わした Zerit にかかる特許ライセンスのロイヤリティ権であった。ちなみにこのイシューは57%がシニアー、22%がメザニン、21%がエクイティであった。

なお、スキーム全体の構築に日本企業が関わったドル建ての特許権証券化関連商品としてはパテント・ファンドがある¹⁰⁾これはタックスヘブんに SPV を設立し、ベンチャー企業等が有する有力な特許で大企業が侵害しているもの

をファンドに組み入れ、機関投資家から集めた資金と、日米の一流法律事務所による全面的な法的支援により特許権を侵害している大企業に対する侵害分の損害賠償と将来のロイヤリティを請求する権利を証券化したものである(図表8) 特許自体からの将来収益のみならず特許権の行使を証券化したものとしては世界最初といわれている。

小 括

上述の諸例が示しているように、ロックンロールのヒット曲や故人の名盤、映画興行収入、テーマパークやファッション・デザインのブランド、セミコンダクター・チップや最新医薬品の特許、さらには特許訴訟による勝訴金まで、ほとんどすべての知的財産権が証券化の対象になってきている。世界全体の知的財産の規模の大きさや証券化技術の進化、この分野のトラッキングレコードや関連データの集積等に照らすと、今後はいっそうのIP証券化が拡大していくものと考えられる。

また証券化一般に見られる特徴でもあるが、とりわけIP証券化にあっては裏付け資産そのものを証券化するのではなく、原資産保有者のビジネスリスクから十分に隔離された当該知的資産から発生する合理的に予見可能な将来キャッシュ・フローの存在がコアとなっていることに十分留意しておきたい。

IV. アメリカにおける知的財産証券化の留意点

IP証券化はストラクチャー的には、先行するABS等と基本的に大きな違いはない。裏付け資産がSPVに完全に移転され(secured fi-

nanceではなくtrue saleたること)倒産隔離の要件を満たすことが必須であり、信託が利用されるケースが多い。またこの点を明確にするために、たとえば著作権については著作権事務所へのファイリングとともにUCC(統一商法典)に基づくファイリングが必要とされる。外部的、内部的信用補完の方法や資産保有者や投資家、仲介業者が有するIP証券化のメリットもおおむね従来の証券化と同様である。

重要な点は知的財産とその原保有者に関する審査・評価とデュー・ディリジェンスにある。通常、IP証券化のデュー・ディリジェンスには3ヶ月から1年程度を要するものといわれている。実績を積み上げているプルマン社の場合、エンターテイメント資産の証券化には4ヶ月程度をかけている(図表9)

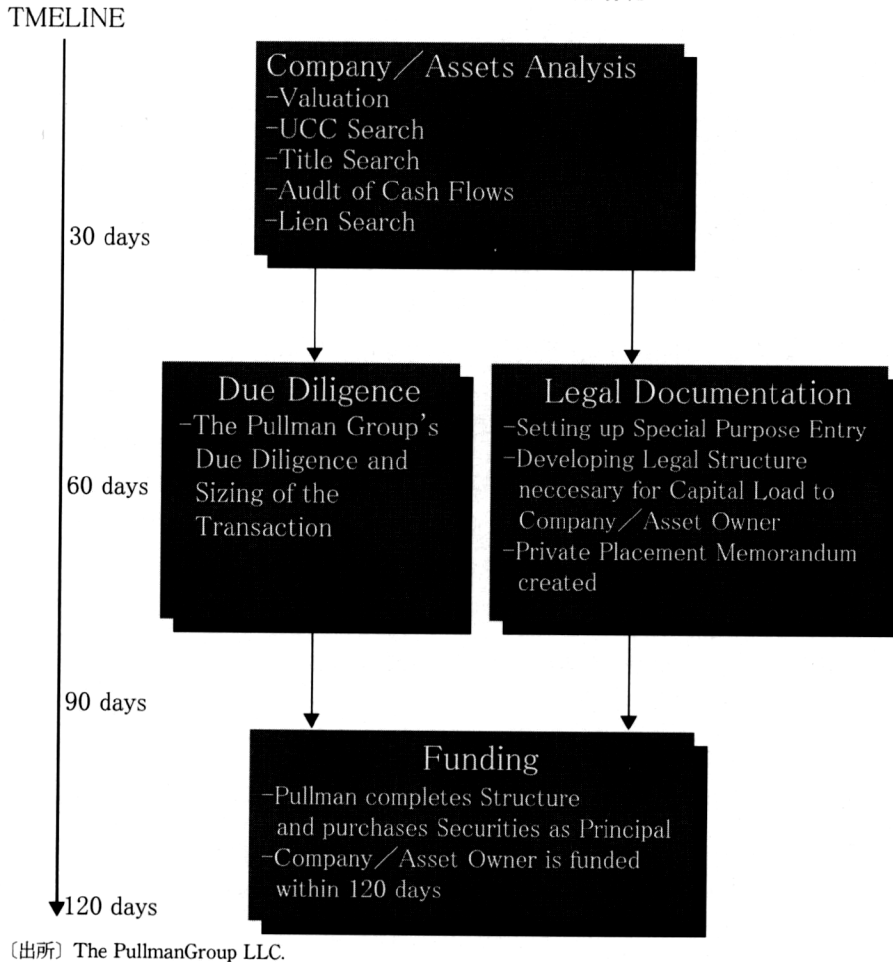
1. 知的財産の評価方法

IP証券化では、当該知的財産の将来キャッシュ・フロー創出能力の現在価値を求めることが組成のポイントになる。従来、その評価方法としては企業評価方法に準拠したコスト・アプローチ、インカム・アプローチ、マーケット・アプローチの3方式があるとされている¹¹⁾

コスト・アプローチとは、当該知的財産と同じ価値を有する資産を再調達するために必要な金額はどの程度か、との観点から行われるもので再調達価額法ともいわれる。この方式は知的財産の生み出す経済価値は開発費用に見合う大きさと期間を持つものという前提に立っており、経済価値の総額や実際の使用可能期間を考慮していない。このため、コスト・アプローチでは個別に移転可能な知的財産の評価としては十分に適切であるとはいえない、とされる。

インカム・アプローチはいわゆる収益還元法

図表9 プルマン社のエンターテイメント証券化プロセス



である。知的資産がその使用可能期間内にどのくらいの正味経済価値を生み出すか、を現在価値に引きなおして算定する方式である。従来のIP証券化で主流をなしていた評価方法である。残存価値法、超過収益法、免除ロイヤリティ法、利益率差異法、等が一般的といわれている¹²⁾。

マーケット・アプローチは市場で取引参加者間で評価されている価格によるもので、本来は最も合理的で説得力のある評価方法である。ただし、知的財産の取引市場はいまだ小規模かつ未整備であり、現実の評価方法として利用でき

る余地は小さい。

評価にあたっては、各知的財産によって特有の留意点がある。特許権では類似のサービス等を提供する競合者の出現可能性やより優れたプロセスの開発、当該特許権についての侵害訴訟の提起、当該特許にかかる法規制の変化などに配慮しなければならない。商標権ではその価値の将来にわたる維持コストを考慮すべきとされる。著作権では普通、法的な有効期間と経済価値の実質的な有効期間は異なり、後者の方が短い点、活用範囲や多様性、永続性に留意しておく必要がある。さらに前三者に比べて法的保護

が希薄なノウハウについては、一身専属的なものが少なくないことからその移転可能性や応用可能性、機密保持対策等が焦点となる。

最近ではIP証券化での資産評価にリアル・オプションを応用した方式が目立っている。

元来知的財産の経済的な性格がオプションになじむものと認識されていることは先述のとおりであるが、比較的早い時期から decision tree analysis とよばれる、将来的に実現可能性ある経営上の選択肢を時系列的にツリーとして表記しその確率をもって事業価値を算定する方式の利用が試みられていた。ただし、この方式はもともと事業性評価を目的としたものであるうえ、選択肢ごとの発生確率や果実について主観が入り込む余地が大きく、算定結果が知的財産自体の評価として実用に耐えるものかどうか疑問視されていた¹³⁾。

そこで最近では、ワラント価格や株式転換権の価値算定などにも広く利用されている、確立微分方程式に基づくオプション・プライシングモデルであるブラック＝ショールズ式を応用した方式が活用されるようになってきている。これが The Patent & License Exchange, Inc. (pl-x 社) が2000年10月に開発した TRRU メトリクスである¹⁴⁾。その最大の特徴は技術の市場価値とその変動性が分かればよく、従来価値評価に不可欠であった将来キャッシュ・フローの予測が必要でないこと、株式市場のデータをベースとするため主観的な判断を排してリスクを客観的に評価できること、実際の計算は pl-x 社がオンラインで提供するシステム上で行われるので、ユーザーは必要な時点でリアルタイムで対象知的財産の評価価値を知ることができること、等々にあるものと評価されている¹⁵⁾。

2. デュー・ディリジェンス (due diligence)

一般にデュー・ディリジェンス (以下、デューディリと略す) とは、証券発行に当たり発行者が十分証券発行のレベルに耐えうるものかどうかについて、引受人等が確信を有するにいたるまで実施する調査全体のプロセスを意味する。これには法的リスクや訴訟リスクの有無・強弱のみならず引受人の名声や顧客からの信頼度に関するチェックをも含む。デューディリは連邦証券法上に規定が存在するものではないものの、通常は1933年証券法11条(b)(3)(A)や同12条(a)(2)に定められている civil liability 等に対処するための『合理的な調査』(reasonable investigation) と理解されている¹⁶⁾。

伝統的な証券発行でもデューディリは重要視されるが、証券化、なかんずく新しいタイプの証券化では非常に綿密な過程を経ることとなる。IP証券化における標準的なデューディリのプロセスはおおむね次のとおりである¹⁷⁾。

① スクリーニング

- a. 3年分の財務諸表監査
- b. 経営陣の経歴やプロフィール
- c. 統計的なデータ蓄積
- d. 資産構成の経年変化
- e. 信用対策とその手続きマニュアル

② 事前デュー・ディリジェンスと分析

- a. 会社のバックグラウンドと歴史
- b. 発行者の財務状態と流動性
- c. オリジネーションのプロセス
- d. 引受基準とこれに比較した裏付け資産の状況
- e. 債務者信用力の評価
- f. ディフォルト実績を含む裏付け資産

プールの時系列的評価

g. ストレステストを含む取引の標準的な
キャッシュ・フロー

h. 当該資産が関連する産業の特性と競争
状況

i. 調査に関連しうる第三者の情報

1. 関連性ある調査

2. 外部コンサルタントや監査人

3. 第三者的立場の調査人

j. 実地の事前調査

k. コスト、資産取得費用、得られる所有
部分の利益等、取引による経済効果

l. 現金の流れ、特定人のみアクセスでき
る取り決め (lockbox arrangement)

③ 事後デュー・ディリジェンス

a. 実地調査

b. 法的レビュー

c. 必要報告の具備

d. 第三者による裏付け資産プールの監査
まず、証券化のデューディリでは裏付け資産
のリーガル・リスクやパフォーマンス・リスク
が十分理解されているか、これらを軽減するた
めのストラクチャー上もしくは法的な手当てが
なされているか、について非常に基本的な分析
が行われる。また裏付け資産のパフォーマンス
に関しては入念なチェックがなされる。また、
デフォルト確率以上に裏付け資産の継続・
安定性が重視される。さらに裏付け資産の十分
な時系列的なトラックレコードが準備できない
ケースが多いので、1. で紹介したようなさま
ざまな評価方法を活用することになる。

さらにデューディリで見逃すことができない
重要部分が、ディール存続期間中に裏付け資産
からのキャッシュ・フローを徴収するサービ
サーに関するものである。

デューディリはディール完了後も引き続き重
要な機能を持つ。とくにネガティブなイベント
が発生したような場合には速やかにこれを把握
しフィードバックするモニタリング体制が必要
とされている。本来のパフォーマンスの要求水
準を充足しているかを不断に検証しなければなら
ないのである。

加えて、いかなる蓋然的な問題点も速やかに
認識できるように、発行者や受託者との直接的
な面談も重視されている。

3. その他の知的財産証券化手法

IP 証券化には債務担保証券 (Collateralized
Debt Obligation, CDO) も有効と考えられて
いる。特許権 CDO では、多様な特許権プール
を裏付けにしたローンを束ねこれをリスクに応
じてトラッキングし投資家に販売することとな
ろう。

すでに実現している IP 証券化手法としては
Technology Unit Investment Trust (TUIT)
がある。これはあたかも不動産投資信託のよう
に技術などにかかる知的財産をグルーピングし
て束ねたものである。TUIT は隣接領域の複
数の技術を集合して組成しうる。

V. 日本における知的財産 証券化の現状

1. 証券化法制的整備

日本における広義の証券化の試みは、古くは
昭和恐慌期に地方銀行救済を主目的とした債券
流動化策としての抵当証券法の制定 (1931年)
に遡ることが出来る。戦後では住宅ローン債権
流動化を目的とした住宅抵当証書制度も創設さ

れた。ただし、少なくとも1980年代までの証券化は、いわば閉じたシステムとしての間接金融下でその便法として考案され、かつ証券市場が十分に発達しないなかでの存在に過ぎなかった。その後、80年代半ば頃からはアメリカの証券化商品の研究・紹介が盛んになり、官民上げでの検討が進められ、バブル期であったこととも相俟って不動産の小口投資手段としての擬似証券化商品も登場するようになった。しかし、これらも証券市場の価格形成機能を活用し広く投資家からのリスクキャピタルを吸収していくファイナンス方法というにはほど遠い状態であった。そもそも当時の証券化関連商品自体の証券取引法上の有価証券性が否定的に解釈される時代だったのである。

こうした状況は90年代半以降、急速な展開を迎えることになる。その主要因は、発行体のニーズが増大したことや仲介業者が海外現地法人等での組成や海外物の国内販売の経験を積み上げてきたこともさることながら、証券化に関連する法制整備が進んだことにある¹⁸⁾。

かつての証券化に際しては、仕組み上不可欠の導管としての特別目的子会社等のSPVについては実体ある会社を前提にする商法の規定が障害となり、債務者・第三者対抗要件についても既存の諸法制では不十分もしくは非効率であった。証券取引法上の位置づけも不明確であったし、信託法制も証券化に十分対応しているものとは言い難かった。

このような中で93年に制定された、特定債権等に係る事業の規制に関する法律（特定債権法）はリース・クレジット債権の証券化を促進する日本で初めての証券化対応立法と評価できる。同法はオリジネーターによる特定債権の流動化目的の譲渡については簡易な債務者・第三

者対抗要件として公告制度と書面閲覧制度を導入するなどして、リース・クレジット債権の証券化によるノンバンクの資金調達に資するところとなった。96年に同法関連政省令の改正が行われ翌97年には3,000億円の特定期債権が証券化された。

98年には、特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律（SPC法）が施行され、日本の証券化の裾野拡大の契機となった。特定債権法が証券化対象資産をリース・クレジット債権に限定していたのに対して、SPC法は対象を特定資産（不動産、指名金銭債権、およびこれらを信託した信託受益権）に拡大し、同法上の資産対応証券発行に利用する導管としての特定目的会社（TMK）を商法上の会社とは別に認めたものである。オリジネーターが対象債権をTMKに譲渡し、TMKはこれらをバックにして優先出資証券、特定社債券、特定約束手形を発行するスキームである。

また、98年10月には債権譲渡特例法が施行され、法人の金銭債権について民法の特例として第三者対抗要件として電子化された債権譲渡登記が、債務者対抗要件として登記事項証明書を交付した債務者への通知・承諾が認められた。

さらに債権管理回収業に関する特別措置法（サービサー法）、金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律（ノンバンク社債法）、の制定や証券取引法改正による証券化関連証券の同法上の有価証券化も行われた。

SPC法は証券化促進法制として注目されたものの、対象債権の範囲の狭さや実務上のTMKの使い勝手の悪さが指摘されていたところでもあり、2000年に大きな改正が行われた。譲渡対象債権が広く財産権一般に拡大されるとともにTMKの設立等が簡素化され、かつ

TMKの倒産隔離のために特定持分の信託も導入された。特定持分信託は国内完結のSPCとも位置づけられ、証券化一般に利用されている慈善信託（チャリタブル・トラスト）の機能も担うものとして理解されている。また、信託型の資産流動化スキームとして特定目的信託（TMS）制度も導入された。

以上の法整備の進展もあり、いまや証券化は日本の金融システムのなかで重要な位置を占めるようになったことは周知のとおりである。こうした法的インフラに本稿冒頭で紹介した知的財産戦略が結合し、知的財産の証券化が進みつつあるのである。

2. 知的財産証券化の検討機運

99年から2000年にかけて、日本では特許等の知的財産権に関する関心が高まりを見せていた。折からのビジネスモデル特許ブームは、知的財産が製造業等に固有のものではなく金融業においても重要な位置づけを与えられるべきであるとの意識を生み、いわゆるカラオケ著作権を巡る議論は日本社会全体に保護されるべき財としての知的資産への認識を高めた。さらに伝統的な意味での固定的資産に乏しいベンチャー企業等のファンディング・ソースとして知的財産が注目され始め、大企業においては社内のインタンジブル・アセットの有効活用が、金融関係者の間では知的財産を活用した資金調達が真剣に検討されるようになったのである。

こうした環境下で、実務家、研究者、政府関係者等からなる専門的な研究会も次々に設置され精力的な活動を展開した。ここではその代表的な例として、日本知的資産研究会¹⁹⁾と経済産業省企業法制研究会の報告について概観しておこう²⁰⁾。

知的資産研究会は2001年7月に発足し、知的資産評価委員会、知的資産市場流通分析委員会など五つの委員会から構成されている。その金融・証券化委員会は翌年に第一期報告書を取りまとめた。報告書は知的資産経営とコーポレート・ガバナンス、金融市場と知的資産、知的資産をベースとしたエクイティ・ファイナンス、知的資産とアセット・ファイナンスに近いエクイティ・ファイナンス、知的財産権担保融資、知的資産におけるファイナンスの可能性と政府の役割、企業会計と知的資産、等の広範な内容となっている。知的財産のファイナンスに関わる諸課題を包括的に検討するとともに、海外の最新事情を参酌しつつ今後の知的財産ファイナンスのあり方についていくつかの示唆を提示している。

経済産業省企業法制研究会は『ブランド価値評価研究会報告書』をまとめ、とくにブランドをはじめとするインタンジブルズの価値評価について踏み込んだ検討を加えている。同報告書によるとインタンジブルズの価値評価アプローチとしては、時価総額等をもって企業全体の推定評価額としこれからオンバランスされている純資産の簿価を控除し残りをブランド価値と考える「残差アプローチ」、ブランドを独立に抽出し評価する「独立アプローチ」とがある。後者はさらにコスト・アプローチ、マーケット・アプローチ、インカム・アプローチに大別される²¹⁾。これらを詳細に検討したうえで、ブランド価値の構成要素をブランド概念に基づきプレステージ、ロイヤルティ、エクспанションの三つをドライバーとする関数として算定している。

すなわち、

$$\text{ブランド価値} = f(PD, LD, ED, r)$$

ただし、PD：プレステージ・ドライバー

LD：ロイヤルティ・ドライバー

ED：エクспанション・ドライバー

r ：割引率

なお、ここでPDとは価格優位性でありブランドの信頼性によって同業他社よりも安定した高い価格で製品等を販売できることに着目したファクター、LDとは安定的顧客の存在でありリピーターやロイヤルティの高い顧客が安定的に存在することによって長期間の安定した販売量を確保できることに着目したファクター、EDとはブランドの拡張力でありステータスや認知度の高いブランドは本来の市場にとどまらずに類似業種、異業種、海外等に拡張する力を持つことに着目したファクターである。

これらの基本概念にそって同報告書はブランド価値評価モデルを構築している²²⁾。

ブランドの証券化にあたっての価値評価では、社会的に受容されるレベルの信頼性と客観性の確保ならびにオリジネーターの企業価値と分別されたブランド価値が重要とされる。当ブランド価値評価モデルはこれらの要件を充足した数少ない評価モデルの一つといわれている。

3. 日本における知的財産証券化の実例

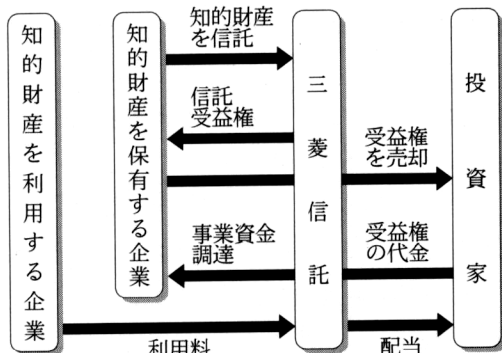
以上のような法的インフラ整備や知的財産のファイナンス化の具体的研究進捗をも背景に、ここ数年は日本でもいくつかのディールが実行されている。これらは助成、制度融資、証券化に大別できる。また、非公表や私募形態のものも少なくなく全体の実態を正確に把握することは困難であるが、基本的には知的財産の資金調達への利用は揺籃期から成長期への過渡的段階にあるものと判断すべきであろう。

助成としては、映画制作団体等に個人や基金

が開発費等を援助するものが散見され（ファミマ・ドット・コム、角川ファンドなど）、アレンジャーは映画関係者となっている。なおこの種類の資金調達はすでに80年代にも実行されている。制度融資としては、特許権などを担保とした日本政策投資銀行の融資（後述）が代表的であるが、新技術保証債務制度による銀行の関与も見られる。証券化では、組合と信託を活用したゲーム・ファンド、アニメーションの著作権を裏付けとしたファンド、コンテンツのファンド化、さらにはSPC法を利用した他社実施特許の証券化などが実現している²³⁾。さらに信託法制の改正を視野に入れつつ、企業が保有する著作権、特許権などを信託財産として活用し、資金調達する仕組みづくりも開始されている（図表10）企業の使っていない技術特許などの有効利用やベンチャー企業の創業資金の調達などにつながるとされる²⁴⁾。2002年秋には、募集額は2億円と小規模ながら中国雑技団の興行収益の権利を小口証券化してインターネットを通じた販売も行われている。

今日までのところ、知的財産ファイナンスの中心をなすのは知的財産担保融資であり、日本政策投資銀行が先導的な役割を果たしている。

図表10 知的財産信託の仕組み



（注）ベンチャー企業などでは、知的財産の保有と利用が同一企業のケースもある

〔出所〕『日本経済新聞』2003年9月6日

同行は95年の日本開発銀行時代に知的財産担保融資を提供していたが、とくにベンチャー企業向けの有力な手段として位置づけられていた。すなわち、一般にベンチャー企業は不動産等の物的担保不足や信用力不足により金融機関からの借りに困難を伴うところ、これら企業の有する市場性ある特許権や著作権等の知的財産権を担保とした融資が注目されたわけである。同行ではすでに延べ200件以上、累計で100億円を超える実績を積み上げてきた。担保となりうる知的財産権としては、成立済特許権や出願中の特許、コンピュータ・プログラム著作権、コンテンツにかかる著作権、などがあげられている。知的財産の価値評価は当該知的財産権等をベースとした事業の将来キャッシュ・フローの現在価値を基準にしている。政策投資銀行における知的財産担保融資の位置づけは図表11のように示されている。

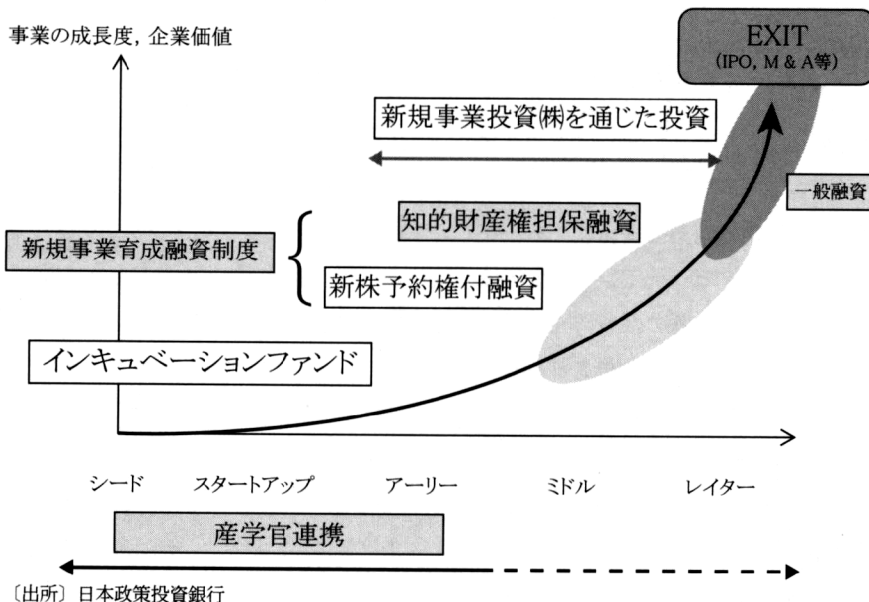
具体例としては2003年6月に公表されたソフトウェア・プログラム著作権を担保とした開発

資金向け融資がある。事実関係の概要は、①デバイス・ドライバー開発を行うベンチャー企業である㈱ジャストウェイの主力製品のプリンタドライバ「JWING」シリーズは複数の大手メーカーに採用されている。②同社は従来の開発経験を活かして統合プリンタ・ドライバから計測器、医療機器等の産業用機器向けのドライバ開発を行っている。③これらの開発資金調達のために、日本政策投資銀行は同社がメーカーなどへライセンス供与を行っているソフトウェアプログラム著作権を担保として開発資金の一部を提供する。といったものである（図表12）

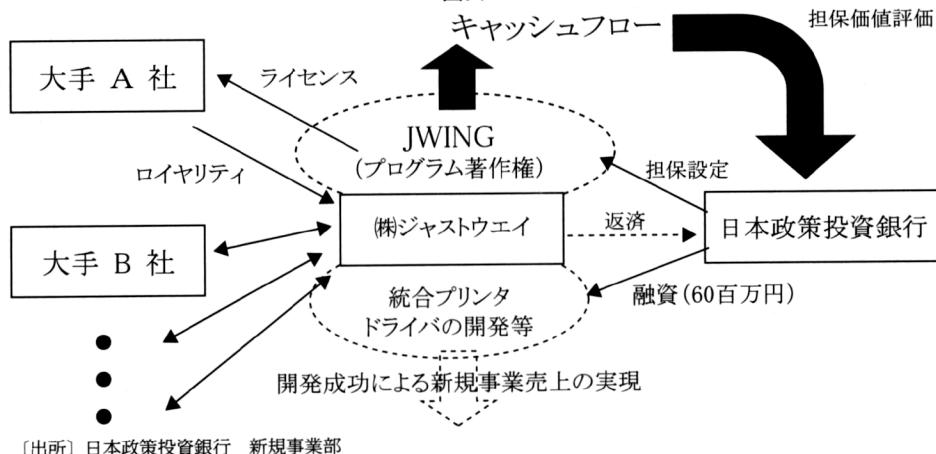
証券化の事例として注目された最近の例が2003年3月にローンチした特許権の証券化ケースである。これは経済産業省の特許権流動化・証券化研究会の成果ともいえるもので、SPC法上の特定目的会社（TMK）を活用した特許権証券化案件としては国内第一号である。スキームの概要は次のとおりである²⁵⁾。

①対象特許の選定とそれを利用したビジネス

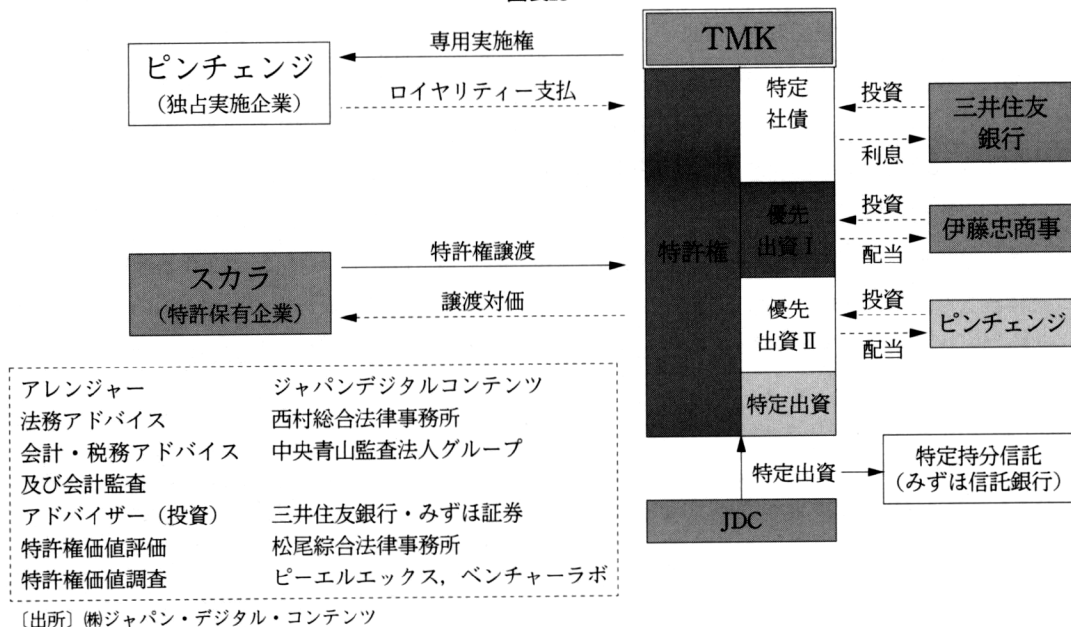
図表11



図表12



図表13



モデルの構成を松下電器産業の子会社である㈱ピンチェンジが行う。②ピンチェンジは光科学系ベンチャー企業、スカラ㈱の保有特許を利用するに当たり、スカラ保有の特許権をTMKに譲渡しこれによる証券化で得た資金をスカラが利用する。③ピンチェンジは特許権保有者となったTMKにロイヤリティを支払う。④当該特許権を裏付けとした社債は三井住友銀行が、優先出資証券はシニアーを伊藤忠商事が

ジュニアをピンチェンジが引受ける。⑤これらの投資家からの調達資金はTMKを通じて特許権買取代金としてオリジネータに支払われ、将来TMKが受け取るロイヤリティや特許権の売却益で投資へのリターンを受け取る。

(図表13) 証券化スキームの特徴である倒産隔離の効果によって大企業である松下電器産業グループは、ベンチャー企業、スカラ本体の信用リスクから遮断され、スカラは未利用の特許権

の譲渡益を新事業に充当することで借り入れによらずファイナンスが実行できたことになる。

なお、本件では光科学系特許権4件が証券化され、TMKにおける調達額は2億5百万円であった。内訳は社債（年2％，期間5年）1億5,400万円，優先出資Ⅰ（優先出資Ⅱに対する優先配当及び残余財産分配）5,000万円，優先出資Ⅱ（優先出資Ⅰ分配後の配当及び残余財産分配）100万円，である。

本件は金額自体はさきわめて小さいが、大企業とベンチャー企業の連携による証券化ファイナンスとして注目されており、今後、未利用特許や研究開発型企業、大学のTLO等の証券化によるファイナンス手法としての発展・成熟が期待されている。

4. 信託業法改正の動き

法制整備も寄与して上記のように徐々に進展してきた日本の知的財産証券化に関しても、いまだ少なからぬ課題が残されているものと認識されている。これを制度面についてみるとくに信託制度の活用余地が狭い点の問題が大きいとされてきた。

この見解を代表するものが2003年の3月、5月に立て続けに公表された経済産業省の緊急提言である²⁶⁾。これらによると、知的財産権を円滑かつ効率的に企業の競争力の源泉として活用するためには、財産の管理・処分機能や導管機能に優れている信託制度の利用が必要不可欠であるところ、現行のSPC法上の特定目的信託の設定は可能なものの、その目的は資産の流動化に限定されていること、特定目的信託の設定、変更、終了にあたって金融庁への届出が必要であること、受託者課税を回避するためには期間収益の90％を配当しなければならないこ

と、等の諸要件を充足しなければならず、現実の活用余地が非常に限定されているところにあるとされる。

さらに特許権等に関しては自社内特許の利用や倒産隔離を前提にした特許権等の利用にはSPC法の活用が可能であるが、より広範囲かつ円滑な特許権等の活用のためには制度の整備が求められているとする。具体的にはグループ企業間での特許等の効率的な管理・移転やパテントプールの権利調整、中小企業の特許権等の流動化による資金調達、TLO、等々に信託の活用が有益とされる。著作権についても資金調達コストや権利自体の管理面からみると信託機能の利用が望ましいと指摘している。

こうした認識を踏まえ、3月の緊急提言では①信託業法上の引受財産の対象化、②信託会社への一般事業会社等参入の促進、③信託受益権証券の有価証券化、④集団信託における受益者保護規定の設定、⑤投資信託における運用対象資産に知的財産権を含めること、が提言された。5月には3月提言をベースにしつつその後の検討状況を踏まえて図表14の内容の提言が行われた。

他方、金融庁も信託業法改正作業を精力的に進めている。財産運用に関する従来型の信託業に加えて、信託財産の維持・管理を中心とする「管理型信託」、財産を証券化した場合などに投資家への販売を行う「信託受益権販売」、信託業者と財産委託者の契約取次などを行う「信託契約代理店」の3類型を新たに認め、これらは免許制の従来型信託とは異なり登録制とする方向で検討が行われている。このなかでは管理型信託の業務対象のひとつとして知的財産権が想定されていると考えられる。また、信託受益権販売ではリース、クレジット・カード会社等

図表14

特別立法の可能性を含め、以下の方向で検討を進め、本年度中に措置を行うべきである。

1. 知的財産権の管理・運用を行うための信託

専ら知的財産権の管理・運用を行うための信託については、著作権等管理事業法に倣って、以下のよう
に、その適性に応じた制度とすることが必要。

(1) 委託者と受託者が密接な関係にある場合（グループ企業の知的財産権管理会社、TLO等）

→原則自由として規制の対象外。

(2) 委託者が不特定多数であり、受託者との関係が薄い場合（特許管理サービス・流通事業者等）

→委任の場合も併せて、登録制又は届出制。

→受託者に関し、株式会社への限定及び他業制限は不可。

2. 知的財産権の信託受益権の販売による資金調達（流動化）

専ら知的財産権を扱う受託者が、信託受益権を販売する場合

→その特殊性を踏まえ、登録制度等のような最小限の規制。

→受託者に関し、他業制限は不可。

3. 産業財産権と著作権との関係

上記1.：著作権等管理事業法の存在を前提に産業財産権について検討。

上記2.：産業財産権及び著作権について検討。

〔出所〕産業構造審議会知的財産政策部会、経営・市場環境小委員会 平成15年5月20日

の参入が見込まれこの点も証券化促進要因になるものと期待されている。これらの2業態はメーカーなどの非金融機関の参入が念頭にあるともいわれている²⁷⁾。

信託業法改正は具体的スケジュールに乗ってきたものでもあり、日本の知的財産証券化は少なくとも法制度的にはさらに大きな一步を踏み出していくものと予想される。

5. いくつかの課題

知的財産の証券化に関しては克服すべきいくつかの重要課題がある。

まずは、資金調達の裏付けとなるべき知的財産権の範囲の確定である。抽象的な知的財産のレベルでは明確なキャッシュ・フローの予測は困難であり、かつ投資家をはじめとする関係者の保護にも欠ける。この問題は具体的にどの知的財産権をSPV等の導管に移転させるか、というテーマであり権利の完全移転や債務者・第三者対抗要件を十全に具備するための最低条件

である。

つぎにこの関連で知的財産権自体とオリジネーターとの関係である。とくにブランド等ではオリジネーターと不即不離のものあるいは混合したものとして評価されることが多い。他方で証券化のスキーム上では両者の分離を要するのが通常である。この問題は各知的財産権の性格やオリジネーターとの個別の関係に配慮しつつケースバイケースで対処することとなろう。

第三が知的財産権評価の問題である。既述のとおり最近はいくつもの評価方法が検討され評価モデルの精緻性も向上しているようである。だが、新規分野でありトラックレコードやデータ蓄積が少ないうえ、小額で個別性の強い分野である。現状では決定的な評価方法が確立しているものとは言いがたい。また特許権等ではその陳腐化のリスクをどう考慮していくべきかが重要である。

第四はとくに特許権に関する問題である。まず特許の期日管理や出願審査請求可能期間、特

許料の支払い確認等々の手続き問題に慎重な対応が不可欠である。さらにそもそも論として実質的なオリジネーターが証券化の対象と欲する特許権がどれほど存在するか、という問題もある。有用な特許であるほど自社内に保持したいという意識が強い—反対に放出する特許権には利用価値の低いものが多くなりがち—との指摘も多い。また日本の特許権の過半はいわゆる改良技術にかかる自社使用のものである。これらのどの程度が第三者利用や市場取引の対象になりうるかは疑問なしとしない、ともいわれる²⁸⁾。

結 語

知的財産の証券化による資金調達手段の多様化は、大企業が知的財産を活用して資金調達を行うケースや中小企業／ベンチャー企業がその特許やノウハウを元にファンディングするケース、さらには完成もしくは未完成の著作物やコンテンツを活かしてこれらの事業者の資金源とするケースなど、多様な広がりを見せる。関係諸法の整備も急速に進んでおり、具体的なスキームも相当数が出現しつつある。かくして20世紀までが有体財産を引当とした資金調達の時代であったのに対して、21世紀は無体財産を裏付けとしたファイナンスが相応の地位を獲得する世紀になることを予感させる。経済活動が所有権から利用権にシフトし、物権的権利以上に債権的権利が重要視されてきた傾向がますます顕著になるものともいえる。

こうした認識の下では次の証券化一般に関するLowell Bryanの発言は非常に示唆的である。

We estimate it will take 10 to 15 years for

structured securities credit to replace to displace completely the classical lending system—not a long time, considering that the fundamentals of banking have remained essentially unchanged since the Middle Ages.²⁹⁾

むろん、知的財産の証券化を広く普及させるにあたってはすでに指摘した重大な課題も厳然と存在する。これらにいかに対応、適確な対応を取れるかが、今後の知的財産証券化の帰趨を決するといっても過言ではあるまい。ただし、最近10年の間に証券化が日本の資金調達方法の主役の一人になりえた事実に徴しても、関係者の意識と努力次第でここに紹介したBryanの予言が現実のものになる可能性は十分にあるものと考えられる。

注

- 1) P.H. Sullivan "Value-Driven Intellectual Capital: How to Convert Intangible Corporate Asset Into Market Value", 2000, John Wiley & Sons, なお二村隆章「知的資産と金融ビジネス」近代セールス2002年8月15日号参照
- 2) D. Edwards "Patent Backed Securitization: Blueprint For a New Asset Class", May 2002, GERLING NCM
- 3) ちなみに世界知的所有権機構は、知的財産とは文芸・美術・学術の著作物、実演家の実演・レコード・放送・あらゆる人間行動の分野での発明、科学的発見、意匠、商標、サービスマーク、商号その他の商業上の表示、不正競争から保護される権利、産業・学術・文芸・美術分野からの知的活動から生まれるあらゆる権利、と定義している。
- 4) 前出2)論文
- 5) F.J. Fabozzi Handbook of Structured Financial Products, 1998, FJF
- 6) 前出2)論文
- 7) J.K. Damron, J.L. Labbadia, "DCR Comments on Music Royalty Securitization" Sep. 1999, Duff & Phelps Credit Rating Co.
- 8) 前出7)論文、鈴木公明「知的資産担保証券化の潮流」知財管理 Vol. 51, No. 11 (2001年)
- 9) 前出2)論文
- 10) 投資銀行業務に特化したプリヴェンチャーリッチ証券がアレンジした。川村雄介編著『金融ビジネスモデル特許戦略』2000年 東洋経済新報社

- 11) 経済産業省企業法制研究会『ブランド価値評価研究会報告書』平成14年6月24日, 中央青山監査法人編著『知的財産ビジネスハンドブック』2002年 日経BP社
- 12) 前出11)参照
- 13) カリフォルニア州でハリウッド関連の証券化弁護士として活動しているWilliam T. Gay氏のコメント
- 14) The Patent & License Exchange, Inc. "Value IP as a Financial Asset", "TRRU Valuation Products", "TRRU IP Valuation Report", IP Surveys, LLC. "TRRU Valuations & Licensing Opportunities"
- 15) 渡邊俊輔編著『知的財産 戦略・評価・会計』2002年 東洋経済新報社
- 16) C. Johnson, Jr. J. McLaughlin, Corporate Finance and the Securities Laws 2nd Ed. 1997, Aspen Law & Business
- 17) 前出5), 7), 16), なお, J.C. Van Horne, FINANCIAL MANAGEMENT POLICY 12th Ed. 2002, Prentice Hall
- 18) 日本の法制度の変遷に関する参考文献は多岐にわたるが, 氏家純一編『日本の資本市場』2002年 東洋経済新報社, 財団法人証券経済研究所『詳説現代日本の証券市場』が簡明に解説している。また, 各関係法制の背景, 立法趣旨, 解釈と事例, 課題等について詳細に分析したものとして, 高橋正彦『証券化をめぐる倒産法理の展開』2003年 証券経済学会第59回全国大会報告, が非常に参考になる。
- 19) 元通商産業省事務次官棚橋祐治氏と学尚美学園理事長・学園長赤松憲樹氏を中心に関係各方面の専門家から組織された民間最大級の知的財産ファイナンスに関する研究会である。
- 20) かねてから経済産業省は知的財産の多面的活用について具体的に実務に踏み込んだ検討を継続している。
- 21) 前出11)参照
- 22) 同報告書のブランド価値評価モデルの基本概念にそって構築されたモデルは次のように示されている。

$$BV = f(PD, LD, ED, r)$$

$$= \frac{PD}{r} \times LD \times ED$$

$$= \frac{\left[\frac{1}{5} \sum_{i=4}^0 \left\{ \left(\frac{S_i}{C_i} - \frac{S_i^*}{C_i^*} \right) \times \frac{A_i}{OE_i} \right\} \times C_0 \right]}{r} \times \frac{\mu_c - \sigma_c}{\mu_c}$$

$$\times \frac{1}{2} \left\{ \frac{1}{2} \sum_{i=1}^0 \left(\frac{SO_i - SO_{i-1}}{SO_{i-1}} + 1 \right) + \frac{1}{2} \sum_{i=1}^0 \left(\frac{SX_i - SX_{i-1}}{SX_{i-1}} + 1 \right) \right\}$$

PD=超過利益率×ブランド起因率×当社売上原価

= [(当社売上高/当社売上原価-基準企業売上高/基準企業売上原価)×当社広告宣伝費(ブランド管理費用*)比率]の過去5期平均×当社売上原価

LD=(売上原価μ-売上原価σ)/売上原価μ

(注) μおよびσは, 過去5期の売上原価データにより算出。

ED=海外売上高成長率および本業以外のセグメント売上高成長率の平均

(注) それぞれの指標において, 最低値を1とする。

S: 当社売上高 S*: 基準企業売上高

C: 当社売上原価 C*: 基準企業売上原価

A: 広告宣伝費(ブランド管理費用*) OE: 営業費用

μ_c: 売上原価5期平均 σ_c: 売上原価標準偏差

SO: 海外売上高 SX: 非本業セグメント売上高

r: 割引率

※財務諸表監査による信頼性を担保できるならば, ブランド管理費用を用いるのが望ましい。

- 23) 前出8)鈴木論文, 15), 日経産業新聞編『知財攻防』2003年 日本経済新聞社, 各社ホームページ, 参照
- 24) 日本経済新聞2003年1月20日, 9月6日, なお, 「知的財産権の信託活用に係る法的諸問題の検討に関する調査研究報告書」平成15年3月 財知知的財産研究所
- 25) 横井ジャパン・デジタル・コンテンツ 2003年4月2日プレスリリース, 「動き出した『知的財産権証券化』に三つの課題」金融ビジネス JUL. 2003
- 26) 「知的財産の信託に関する緊急提言」平成15年3月14日 経済産業省, 「知的財産権の信託事業に関する第二次緊急提言」平成15年5月20日 産業構造審議会知的財産政策部会 経営・市場環境小委員会
- 27) 日本経済新聞2003年9月19日
- 28) これは特許権自体の流通性の問題と同根ともいえる
- 29) 前出2)

主要参考文献

- Katz, A.E. [2003], "Financial Alchemy Turns Intellectual Property Into Cash: Securitization of Trademarks, Copyrights, and Other Intellectual Property Assets" *THE JOURNAL OF STRUCTURED AND PROJECT FINANCE*, WINTER
- Edwards, David [2002], *Patent Backed Securitization: Blueprint For a New Asset Class*, May, GERLING NCM
- Damron, J.K., Labbadia, J.L. [1999], *DCR Comments on Music Royalty Securitizations* Sep., Duff & Phelps Credit Rating Co.
- Tollington, T. [2002], *Brand Assets*, JOHN WILEY & SONS, LTD
- Liaw, K.T. [1999], *THE BUSINESS OF INVESTMENT BANKING*, John Wiley & Sons, Inc.
- Fabozzi, F.J. [1998], *Handbook of Structured Fi-*

nancial Products, FJF

Johnson, C.J. Jr., McLaughlin, J. [1997], *Corporate Finance and the Securities Laws*. 2nd Ed., ASPEN LAW & BUSINESS

Bhattacharya, A.K. Fabozzi, F.J. [1996], *Asset-Backed Securities*, FJF

高橋正彦 [2003], 「証券化をめぐる倒産法理の展開」証券経済学会第59回全国大会報告論文, 6月14日。

鈴木公明 [2001], 「知的資産担保証券化の潮流」『知財管理』Vol. 51, No. 11。

渡辺宏之 [2003], 『資産流動化と投資家保護に関する調査報告書』第一分冊 法制編 (財)日本資産流動化研究所, 3月

中央青山監査法人編著 [2002], 『知的財産ビジネスハンドブック』日経 BP 社

渡辺俊輔編著 [2002], 『知的財産 戦略・評価・会計』東洋経済新報社

このほか。一般的な証券化に関する文献は多岐にわたるが紙幅の関係もあり省略する。

また, 本稿は日米の知的財産証券化関係者からのヒアリングを中心に収集した情報等に基づく部分が多い。

なお, 本稿脱稿後出版された広瀬義州, 桜井久勝編著 [2003] 『知的財産の証券化』, 日本経済新聞社は知的財産の証券化にフォーカスした網羅的な専門書として大変参考になることを申し添えておく。

〔謝辞〕

本稿は財団法人石井記念証券研究振興財団による助成金による調査・研究の成果である。海外の関係者からのヒアリング調査等は同財団の助成なくしては不可能であった。ここに篤く謝辞を申し上げたい。

なお, 数多くの内外の証券会社, 銀行, ファンド・マネージャー, 弁護士の方々から貴重な情報や示唆を頂戴している。個別名は挙げないが, こうした方々のサポートも本稿執筆にあたって大きな参考になったことを心より感謝している。

(長崎大学経済学部大学院教授・当研究所客員研究員)