

知的財産による資金調達

土 生 哲 也*

抄 録 知的財産の証券化、知的財産権担保融資などの知的財産による資金調達について、資金調達の基本的な考え方と其中での知的財産の位置付けを整理するとともに、資金を調達する事業者、資金を提供する金融機関や投資家の視点も加味した現実的な問題点について考察する。知的財産を活かした資金調達のストラクチャーについて、法律上の枠組みや価値評価、リスク管理などに関する問題についてはこれまでに様々な検討がなされてきたが、現実には障害となる要因は、こうした知的財産に固有の方法論に関する問題だけでなく、資金提供者である金融機関や投資家側の事業環境などに左右される部分も大きいと考えられる。企業が保有する知的財産をいかに資金調達に活かしていくか、実効性のある方策を考えていくためには、資金調達の基本的な仕組みや資金提供者側の考え方を理解し、本質的な問題点を明らかにしていくことが求められよう。

目 次

1. はじめに
2. 財務諸表における知的財産の位置付け
 2. 1 B/SとP/L
 2. 2 知的財産への投資
3. 資金調達の基本的な考え方
 3. 1 資金調達の目的
 3. 2 コーポレート・ファイナンスとアセット・ファイナンス
4. 知的財産による資金調達のしくみ
 4. 1 エクイティ・ファイナンス
～知的財産の情報開示
 4. 2 デッド・ファイナンス
～知的財産権担保融資
 4. 3 アセット・ファイナンス
～知的財産の証券化
 4. 4 知的財産信託の位置付け
5. 知的財産による資金調達の現状と課題
 5. 1 知的財産に関する情報開示と企業価値
 5. 2 伸び悩む知的財産権担保融資
 5. 3 苦境を迎えた知的財産の証券化
6. おわりに

1. はじめに

企業が保有する知的財産への注目が高まる中で、知的財産の証券化、知的財産権担保融資といった知的財産を活かした資金調達手法が紹介される機会も増加している。実績をみると普及にはほど遠い状況にあるものの、知財実務家の間でも将来的な知財業務の一形態として関心を持たれているように見受けられる。

こうした関心から、知的財産の証券化や知的財産信託について解説された論文等が少なくないが、金融や会計の専門用語が多く難解という意見を耳にすることが多い。そもそも資金調達とはどのような場面で必要になり、資金を供給する側はどのような視点で判断を行うのか。こうした金融における基本事項を理解しておかないと、各々の手法の特徴や適用すべき場面を理解することは難しい。本稿では、主に知財実務家を対象に、資金調達の基本的な考え方から資金調達において知的財産がどのように関わるの

* 弁理士 Tetsuya HABU

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

かというテーマについて、資金を調達する事業者、資金を提供する金融機関や投資家の視点から整理して、解説を試みることにしたい。

2. 財務諸表における知的財産の位置付け

2.1 B/SとP/L

特許権や著作権などの知的財産権によって保護される知的財産は、企業が保有する資産の一つである。知的財産は会計上どのように認識されているのか、ここではB/S（貸借対照表）とP/L（損益計算書）における位置付けを明らかにしておきたい。

その前提として、B/SとP/Lの基本的な考え方を確認しておく（図1）。

B/Sはある時点における企業の財政状態を表したもので、資産の部には企業が保有する現預金、機械設備、不動産などの資産が、負債の部には借入金や社債などの債務が、純資産の部には株主が出資した資本金や企業活動から得た利益剰余金などが計上される。資産の部の合計金額は、負債の部と純資産の部の合計金額と同じ金額でバランスするが、これは企業の保有する資産が、借入金等の負債と資本金等の純資産によって賄われていることを示している。すなわち、B/Sを見ると、企業が借入（負債）、出資、利益の蓄積（純資産）によって調達した資金で、どのような資産を取得して事業活動を行っているかを把握することができる。

P/Lは一定期間における企業の収益状況を表したもので、その期間中における収入と支出が計上される。売上から費用や税金などを差し引いた最終利益（当期純利益）から、配当等の社外流出を控除した金額が期末のB/Sの純資産に計上され、企業が保有する資産を活用して得た利益がB/Sに反映されることになる。

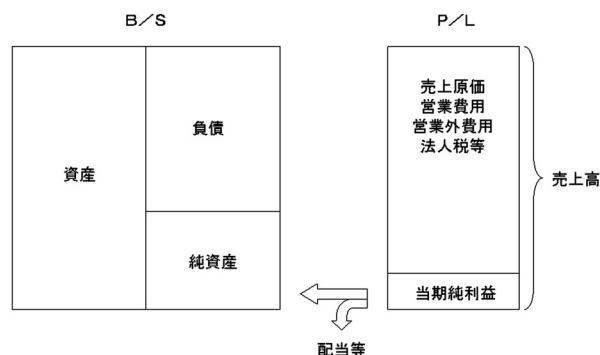


図1 B/SとP/L

企業が何らかの資金を支出すると、その支出の性質によってB/S、P/Lのいずれかに支出した金額が計上される。有価証券や不動産を購入すると、将来の収益に結び付く資産性のあるものとしてB/Sの資産の部に計上されるが、交通費や賃借料のようにフローとして発生する支出はP/Lに費用計上されるのが原則である。つまり、企業が何らかの資金支出を行うと、資産性の有無によって、B/Sに資産計上されるかP/Lで費用処理されるかが決定されることになる。

2.2 知的財産への投資

では、企業が知的財産への投資として支出した資金は、B/SとP/Lにどのように反映されるのであろうか。

企業が知的財産を獲得するには、自らの創作活動によって知的財産を創出する方法と、外部から知的財産を購入する方法がある。

前者については、直近の収益への貢献が明確でない研究開発のために支出する費用は、研究開発費としてP/Lで費用処理される。一方、創作活動の成果が商品やサービスとなる開発投資やコンテンツ等の制作のための支出は、棚卸資産¹⁾や無形固定資産²⁾としてB/Sに計上される。B/Sに計上された資産は、その資産に対応する売上が発生した期間のP/Lに売上原価や減価償却費として計上され、これに伴って資

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

産計上された金額は減少していく。社内で利用するソフトウェアの開発投資についてもB/Sに無形固定資産として計上され、利用期間に応じて償却が行われる。

後者については、取得価格からその知的財産の経済価値が明確になることもあり、購入金額は原則としてB/Sに資産計上される。特許権等の取得費用やコンテンツ利用のために支払った権利金などがこれに該当する。ここでB/Sに計上された資産は、売上が発生した期間のP/Lに売上原価や減価償却費として計上され、これに伴って資産計上された金額は減少していく。

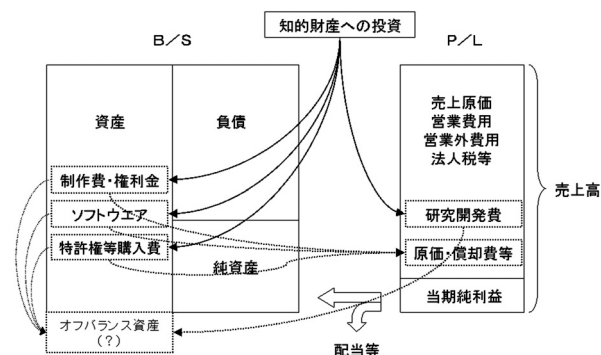


図2 知的財産への投資の会計処理

以上のように、知的財産を獲得するために行われた投資は、資産性の有無や経済価値の明確性によって、B/Sに資産計上されるものとP/Lで費用処理されるものに区分される(図2)。研究開発費として処理されると、その成果として獲得された知的財産の価値はB/Sに反映されずオフバランス資産の位置付けとなる。B/Sに資産計上されたものについても、取得価格以上の経済価値を有するものについては、資産計上されている金額との差額分はオフバランスの資産と位置付けられることになる。

但し、知的財産の実質的な価値を正確に把握することは極めて困難であり、オフバランス資産を抽象的に観念することはできても、その価

値を定量的に評価することは難しい。逆に、B/Sに資産計上された場合は減価している可能性もあり、資産計上された開発投資の減損処理を余儀なくされている例があることに留意が必要であろう³⁾。

3. 資金調達の基本的な考え方

3.1 資金調達の目的

次に、資金調達の基本的な考え方について説明する。

まず、資金調達とは何のために行われるのであろうか。資金が必要になるから調達が行われるのは当然であるが、その資金の必要性は企業活動の様々な場面において発生するものである。

資金調達の目的についてB/Sを用いて整理してみると、調達した資金(現預金)の用途として、資産の取得、負債の圧縮、赤字による資金不足の補填などが考えられる(図3)。資産の取得の典型例としては、工場や機械設備などの固定資産への投資が挙げられるが、オフバランス資産となり得る研究開発への投資もその一例と考えることができる。商品販売などで売上高が増加すると、仕入れや売掛金の増加によって増加運転資金が生じることがあり、そのための資金調達が必要になることも多い⁴⁾。その他

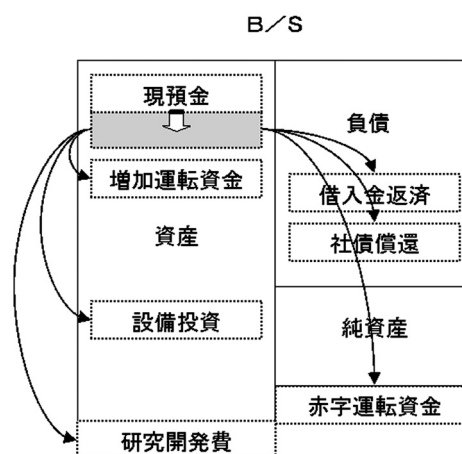


図3 資金調達の目的

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

に、調達した資金が借入金の返済や社債の償還に充てられる場合や、赤字によって生じる資金不足（いわゆる赤字運転資金）の補填に充てられる場合もある。

3.2 コーポレート・ファイナンスとアセット・ファイナンス

こうした様々な資金ニーズに対し、資金調達的手法にはどのようなものがあるのだろうか。

資金調達的手法は、企業全体の信用力を裏付けとして資金を調達するコーポレート・ファイナンスと、特定の資産の資産価値を裏付けとして資金を調達するアセット・ファイナンスに分類することができる。尚、特定のプロジェクトの収益力を裏付けとするプロジェクト・ファイナンスも存在するが、本稿では前記2つの手法に絞って解説する。

コーポレート・ファイナンスには、増資などにより返済が不要な資金を調達するエクイティ・ファイナンスと、銀行借入や社債発行などにより返済が必要な資金を調達するデッド・ファイナンスがある。B/Sでは前者による調達は純資産の部に、後者による調達は負債の部に計上され、資産の部では対応する現預金が増加する。アセット・ファイナンスは、保有する資

産を売却して資金を調達する手法であり、手形割引、売掛債権のファクタリング、不動産の証券化などが該当する。オフバランスの資産もアセット・ファイナンスの対象となるものであるが、B/Sに計上されていなかった資産が資金化されてその価値が顕在化するため、売却益に対して課税される場合がある⁵⁾ (図4)。

このように、コーポレート・ファイナンスとアセット・ファイナンスには、資金調達の裏付けとなるのが企業の収益力や保有する資産全体の価値か、企業の保有する特定の資産の価値かという違いがある。一般的な資金調達手法としては銀行借入や増資などのコーポレート・ファイナンスによることが多くなっているが、

- ・企業の信用力が不足していてコーポレート・ファイナンスによる調達が困難、又は金利や株価等の条件が厳しくなってしまう
- ・企業が余剰資産を抱えていて資産売却によりB/Sをスリム化したい

といったケースでは、アセット・ファイナンスが選択されやすいと考えられる。

(1) コーポレート・ファイナンス ～エクイティ・ファイナンスとデッド・ファイナンス

先に説明したように、コーポレート・ファイナンスには、増資などのエクイティ・ファイナンスと銀行借入などのデッド・ファイナンスがある。資金を調達する企業側から見ると、デッド・ファイナンスにより調達した資金は返済が必要だが、エクイティ・ファイナンスで調達した資金はその必要がない。そのため、エクイティ・ファイナンスによる調達のほうが有利であるようにも見えるが、出資を受けるということは経営権への影響が生じることに加えて、一般にエクイティ・ファイナンスはデッド・ファイナンスに比べて資本コストが高くなると言われている⁶⁾。

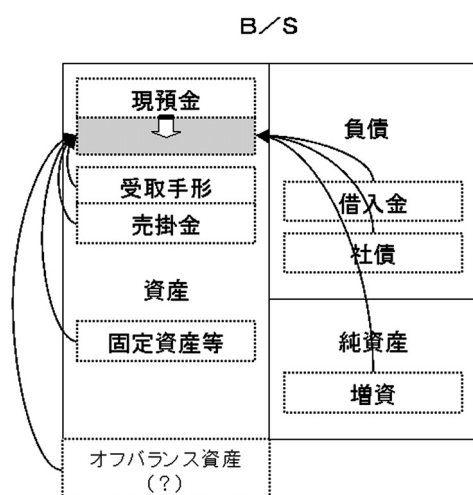


図4 資金調達のバリエーション

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

	エクイティ・ファイナンス	デッド・ファイナンス
主な手段	出資	融資, 社債の購入
主な資金提供者	機関投資家, 事業会社, 個人投資家 etc.	銀行, 生損保 etc.
性質	ハイリスク・ハイリターン (リターン=株式の譲渡益)	ローリスク・ローリターン (リターン=金利収入)
主な回収手段	株式市場での売却, M&A (=市場で回収)	融資の返済, 社債の償還 (=債務者から回収)
リスク管理	ポートフォリオ管理	担保, 保証, 金利設定, ポートフォリオ管理

図5 エクイティ・ファイナンスと
デッド・ファイナンス

エクイティ・ファイナンスとデッド・ファイナンスはいずれも企業の信用力が資金調達の裏付けとなる点で共通しており、資金の提供者に対して企業の現状や将来の収益計画について十分な説明が求められる。但し、いずれの手法によるかで、資金提供者側の着眼点にはいくつかの相違が見られる（図5）。

株式の売却によって資金を回収するエクイティ・ファイナンスでは、株価の上昇に結びつく事業展開、積極的な投資が求められる。資金提供者にとっては、株価の値下がりリスクがある一方で大幅な売却益を得られる可能性もあるハイリスク・ハイリターン型の資金供給手法であり、研究開発など比較的高い資金ニーズに適している。もう一方のデッド・ファイナンスは、資金提供者が得られる利益が金利収入に制限されるローリスク・ローリターン型の資金供給手法であり⁷⁾、増加運転資金など比較的低い資金ニーズに適している。資金を調達する企業には返済を確実にするための堅実な経営が求められることになるが、返済が困難となる場合の保全策として、保有する資産の担保提供や第三者の債務保証が必要になることも少なくない。

(2) アセット・ファイナンス

アセット・ファイナンスといえば証券化に言及されることが多いが、資産の売却代金が得られれば資金調達の目的は達成されるため、単に

他の事業者に資産を売却することによっても資金調達は可能である。つまり、資産の証券化自体が資金調達的手段となるのではなく、アセット・ファイナンスにおいて証券化のストラクチャーを利用する主な目的は、証券化によって資産を小口に分割し、リスクの分散により多額の資金を集めやすくなることにあると考えられる。

ところが、米国のサブプライムローン問題に端を発した証券化商品に対する不信から、証券化商品の発行額はここにきて急速に減少している⁸⁾。証券化にはリスク分散というメリットがあるものの、逆に対象資産の価値が低下すると誰がどの程度の損失を被っているのかを把握することが困難になり、リスクが見えない不安から市場心理を悪化させやすいという問題点が指摘されている。

4. 知的財産による資金調達のしくみ

4. 1 エクイティ・ファイナンス ～知的財産の情報開示

これまでに説明した財務諸表における知的財産の位置付けと資金調達の基本的な考え方を前提にして、各々の資金調達手法と知的財産の関係について考察する。

はじめに、コーポレート・ファイナンスのうち、エクイティ・ファイナンスについて検討する。企業が増資等によって資金調達を行う際には、証券化や担保融資のように知的財産を直接の対象としたストラクチャーは用いられないため、知的財産との関係が希薄であるように見えるかもしれない。しかしながら、直接的な調達のストラクチャーとして用いられることはなくとも、より有利な条件でエクイティ・ファイナンスを実行するという視点から、知的財産と関わり合いが生じ得ると思われる。

増資によって資金調達を行う場合、発行済株数を抑えて希釈化を回避するという観点からは、発行企業にとってはできるだけ高い株価で

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

新株を発行することが望ましい⁹⁾。そのためには、投資家に自社が保有する知的財産の潜在的価値をアピールすることによって、目に見えない部分まで含めた企業価値の評価を受けることが求められるところである。競合との差別化要因となり、収益への貢献が予想される技術に関して特許権を保有しているならば、単にその技術を利用して事業展開を行う場合に比べて、市場シェアや利益率の点でより大きな期待がもてるはずである¹⁰⁾。投資家が株価を評価する際に成長性や収益性は重要な視点となっており、こうした期待が株価に織り込まれることによって、より有利な条件で増資を行える可能性があると考えられる。また、事業計画には明確に織り込まれていない知的財産の存在をアピールすることによって、その潜在的価値が株価に織り込まれる可能性もあるであろう（図6）。

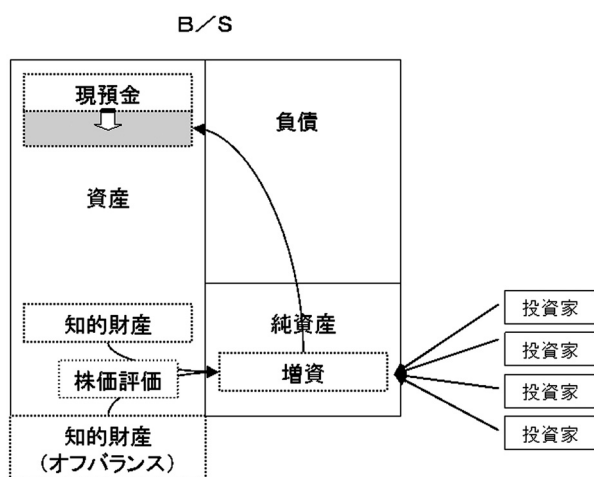


図6 エクイティ・ファイナンスと知的財産

このように考えると、企業が保有する知的財産は、エクイティ・ファイナンスでは直接的な調達的手段として機能するものではないものの、新株の発行条件等において間接的な効果を発揮し得るものである。そのためには、投資家に対して知的財産に関する情報を適切に開示することが求められ、知的財産報告書などによる知的財産の情報開示は、広い意味での知的財産

による資金調達の一翼を担うものと考えられることができる。

4.2 デッド・ファイナンス ～知的財産権担保融資

次に、コーポレート・ファイナンスのうち、デッド・ファイナンスについて検討する。デッド・ファイナンスでも企業活動によって生み出される収益が返済の原資となるため、将来収益の見通しである事業計画の評価は重要な要素になる。従って、エクイティ・ファイナンスで検討したのと同様に、事業計画の裏付けとなる知的財産に関する情報を開示することが、銀行などの資金提供者の与信判断に対して有効と考えられる。

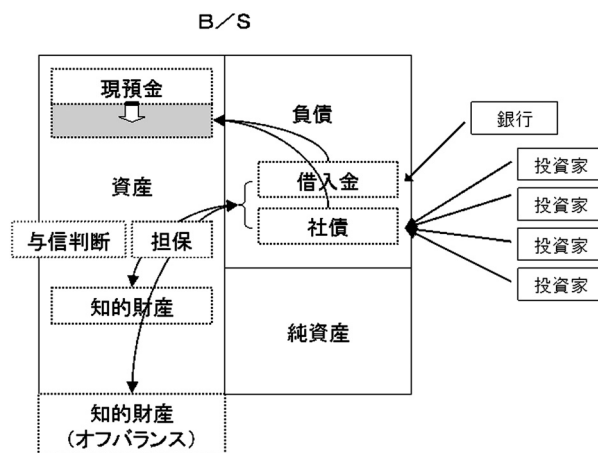


図7 デッド・ファイナンスと知的財産

また、ローリスク・ローリターン型のデッド・ファイナンスにおいては、デフォルト（債務不履行）が生じた場合の保全策を考慮しておくことも必要である。そのため、信用力が十分でない企業に対しては、デフォルトが生じた際に処分可能な資産を担保に徴したり、資力のある第三者の債務保証を求めたりすることが行われている。

ここで、相応の価値が見込めて処分可能な知的財産が存在していれば、知的財産を担保に

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

きる場合がある。担保に徴される知的財産は実質的な資産価値を有していればよいので、B/Sに資産計上されているものに限られず、オフバランスの資産が対象となることもある（図7）。但し、担保に徴する知的財産は、対象となる範囲や所有者の権限が明確でなければならないので、通常は特許権や著作権などの知的財産権により保護された知的財産が対象になる。

尚、前述のとおり、担保とはデフォルトが生じた際の債権保全策として求められるものなので、信用力の高い企業では無担保で融資が行われることも多い。担保の位置付けは融資を受け企業の信用力によって異なるものであり、信用力が低いほどそれを補完する担保の評価や余力に対する見方も厳しくなる。知的財産を担保にする場合も、担保に大きく依存する必要があるのか、それとも担保は補完的なものに過ぎないのかという担保の位置付けによって、どれだけ厳密な評価が求められるかは異なってくることになるであろう。

4.3 アセット・ファイナンス ～知的財産の証券化

アセット・ファイナンスについては、代表的なストラクチャーである知的財産の証券化について検討する。

前述のとおり（3.2（2）参照）、証券化のストラクチャーによらなくても、知的財産を単一の事業者売却することによっても資金調達の方法は達成される。ここで証券化のストラクチャーが利用されるのは、リスク分散によって多額の資金を集めることを目的とするケースが多くなると考えられる。裏を返せば、証券化のメリットを生かすためには、できるだけ多くの投資家から投資を受けて多額の資金を調達することが望ましく、そのためには投資家から理解されやすい知的財産ほど証券化に適しているとも言えるであろう。

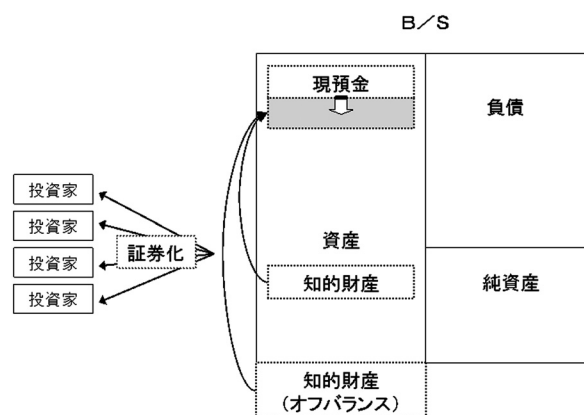


図8 アセット・ファイナンスと知的財産

証券化による資金調達をB/Sで考えてみると、先に説明したとおり（2.2参照）、外部から購入した権利や商品としての販売が予定されている開発投資等については、証券化の対象となる知的財産はB/Sに資産として計上されているものになる。その一方で、研究開発費で処理された知的財産や資産計上された知的財産の金額を超える潜在的価値は、B/Sには表れないオフバランスの資産となっている。オフバランス資産の売却益に対する課税リスクについては先に説明したとおりであるが（3.2参照）、知的財産の証券化においてはこの問題が顕在化しやすく、税負担によって資金調達額が減じられる可能性があることに留意が必要であろう。

4.4 知的財産信託の位置付け

知的財産と金融の関係をテーマに扱う場合、知的財産信託にも言及されることが多い。そこで、知的財産信託と資金調達の関係についても整理しておきたい¹¹⁾。

知的財産信託はその主な目的から、知的財産の管理を目的とする管理型の信託とライセンスによる積極運用を目的とする運用型の信託に分類される。

管理型の信託では、信託会社が委託者に代わって知的財産を管理するが、委託者は自ら知的財産を利用して事業活動を行い、知的財産から

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

生じる利益も委託者に帰属する（図9の上図）。このスキームだけでは委託者の資金調達にはならないが、知的財産からの受益権を第三者に売却することによって資金調達が可能になる（図9の下図）。さらに受益権を証券化すれば多くの投資家の参加を促すことが可能になり、資金調達の規模を拡大しやすくなると考えられる。

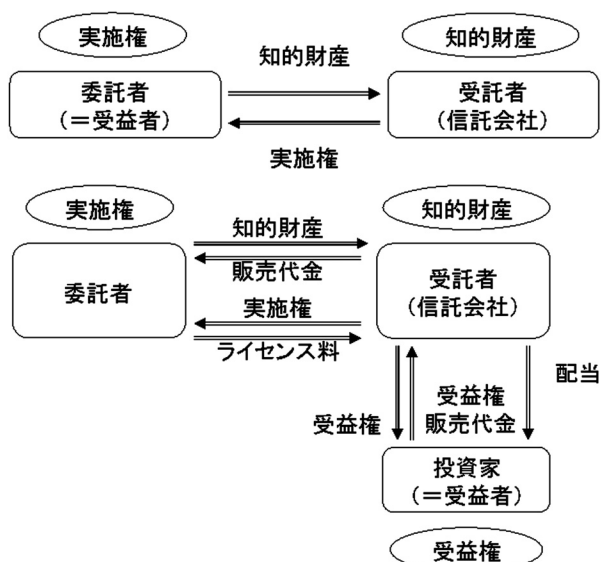


図9 管理型の知的財産信託と資金調達

運用型の信託では、信託会社が委託者に代わってライセンス等により知的財産を積極運用することによって、知的財産から生じる利益の拡大を図る（図10の上図）。このスキームもそれだけで委託者の資金調達にはならないが、管理型の場合と同様、知的財産からの受益権を第三者に売却することによって資金調達が可能になる（図10の下図）。

投資家の立場から管理型との違いをみると、管理型では知的財産から得られる利益は委託者が行う事業の成否のみに依存することになるが、運用型だと複数の実施者にライセンスを行うことによって、知的財産からの収益源を分散させることが可能になる。すなわち、リスクが分散されるために、運用型のほうが投資家には資金を出しやすいスキームと考えられる。先

に説明したとおり（3.2参照）、アセット・ファイナンスである証券化が選択される場面の一つとして企業全体の信用力不足という事情も想定されるため、信用力不足の企業の収益のみに依存しないという点からも、運用型のほうが資金調達には有利になることが多いと考えられる。

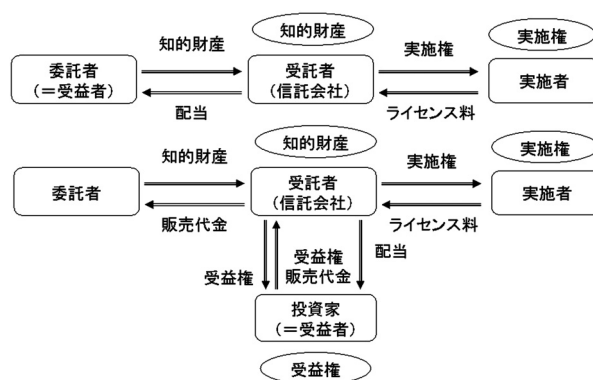


図10 運用型の知的財産信託と資金調達

以上のように、知的財産信託本来の機能は知的財産の管理や運用を信託会社が担うことにあり、資金調達が直接の目的とするものではない。委託者が知的財産信託により生じる信託財産からの受益権を売却することによって、はじめて資金調達が可能になるものである。信託財産の受益権は証券化に適した性質を有するものであるため、知的財産の証券化により資金調達を行いたい場合には、信託制度を利用して受益権を証券化の対象とすることが有効と考えられている¹²⁾。すなわち、知的財産を売却することによって資金調達が可能になるが、証券化のストラクチャーを利用するとより多く資金を集めやすく、さらに知的財産信託を利用すると証券化のストラクチャーを組成しやすくなる、と整理することができる。

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

5. 知的財産による資金調達の実状と課題

5. 1 知的財産に関する情報開示と企業価値

これまでに説明した知的財産による資金調達の各々の形態について、その現状と課題について言及しておきたい。

まず、コーポレート・ファイナンスをより有利な条件によって実現するための知的財産に関する情報開示について、2004年1月に経済産業省から「知的財産情報開示指針」が公表され、20社以上の上場企業が指針に沿った知的財産報告書を公表している。また、対象を知的資産にまで広げた情報開示の取り組みも進められており、知的資産経営報告書を作成する企業が現れるようになってきている。

知的財産報告書により自社の独自技術が知的財産権によって保護されていることを投資家に効果的に説明できると、理論上は将来の成長や十分な利益の確保についてより高い評価を受けることができるはずである。逆に、自社技術の優位性を維持できる根拠について情報の開示が十分でないと、シェアや利益率の低下が懸念されることになって、コーポレート・ファイナンスの条件面にマイナスの影響を及ぼすはずである（図11）。

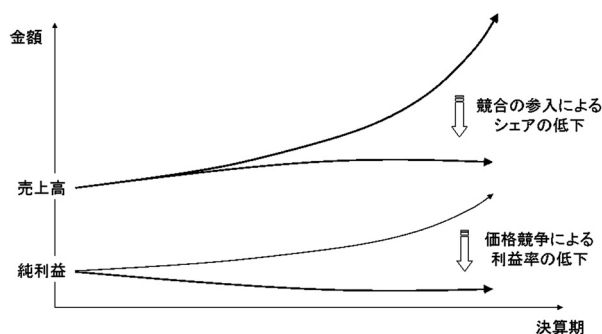


図11 知的財産権の将来収益への影響

ところが、実際のところは知的財産報告書の公表が投資家からの評価である株価に顕著な影響を及ぼしている様子はない¹³⁾、直接的な効果が見えにくいという理由もあるためか、上場企業の間で知的財産報告書の公表が相次ぐような状況には至っていない。

その理由の1つとして、企業規模が大きくなるほど、個別の知的財産に関する問題が企業の収益に与える影響が希釈化することが考えられる。企業規模が大きくなると、事業ポートフォリオの分散によって個々の事業のリスクが顕在化してもその影響は限定的なものになりやすい。また、知的財産権のストックが増加してくるので、知的財産権に関する争いが生じた場合にもクロスライセンス等で対処しやすくなる傾向がある。さらに、様々な経験とともに社内の知的財産部門が成熟して、紛争等が生じた場合にも適切な対処が行われてリスクが顕在化しにくくなることも考えられる（図12）。

こうした事情を考えると、知的財産に関する情報、特に特許権等の知的財産権に関する情報の開示は、特定の事業に依存することが多く、知的財産権に関する問題の影響が企業全体に及びやすい中小・ベンチャー企業にとって、資金調達との関係でより重要な課題となってくるのではないだろうか。

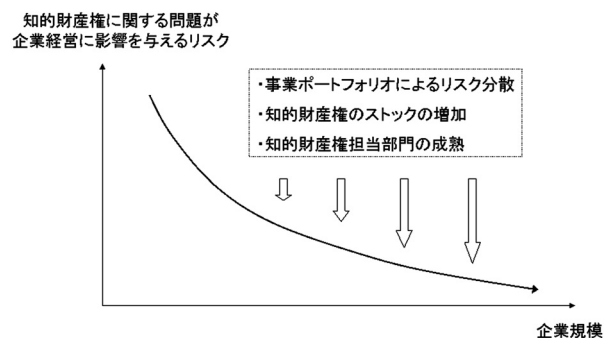


図12 企業規模と知的財産権の収益への影響

5.2 伸び悩む知的財産権担保融資

デッド・ファイナンスにおける新たな債権保全手段として期待されている知的財産権担保融資については、融資事例がメディアに取り上げられて期待の高まりが見られた時期が何度かあったものの、未だ本格的な普及には至らない状況が続いている。

知的財産権担保が登場した背景には、担保に提供できる不動産等の資産を持たない研究開発型の中小・ベンチャー企業が資金調達に苦慮していたという状況があり、多様な資金調達が可能な大企業ではなく、主として中小・ベンチャー向けの融資手法として検討されてきた。これまでの実績をみても、特許権や著作権に担保権を設定して、政府系金融機関や地域金融機関が中小・ベンチャー向けに融資を行った例が多くなっている¹⁴⁾。

知的財産権担保融資が広がらない理由として、よく言われるのは担保価値の評価手法が確立されていないことである。その他にも、不動産等に比べて客体の理解が非常に難しい、流通市場が未整備であるため担保処分が容易でない、担保評価や管理にかかるコストを金利収入

だけでは賄いきれない、といった課題が山積しており、こうした課題が一朝一夕に解決するとは考えにくい。

また、これまでの動きを振り返ってみると(図13)、金融機関の知的財産権担保融資への取り組みを現実的に左右した要素として、知的財産権担保のストラクチャーそのものに関する課題以上に、金融機関側の事情が大きく影響していることが読み取れる。

知的財産権担保融資への本格的な取り組みは、1995年に融資制度を創設した政府系の日本開発銀行(現在の日本政策投資銀行)が最初であったが、当時は第3次ベンチャーブームの只中で金融機関がベンチャー企業との取引拡大を積極化させていた背景があった¹⁵⁾。しかしながら、第3次ベンチャーブームが過ぎ去り、大手金融機関の倒産にまで発展した金融不安の拡大や不良債権問題の深刻化によって、民間金融機関は担保以前の問題として融資そのものを縮小せざるを得ない方向に進んでいく。政府系機関による保証制度の導入など政策的な後押しを行ったものの、しばらくは知的財産権担保融資への取り組みは政府系金融機関に限られる状況が続くことになった。再び知的財産権担保融資が

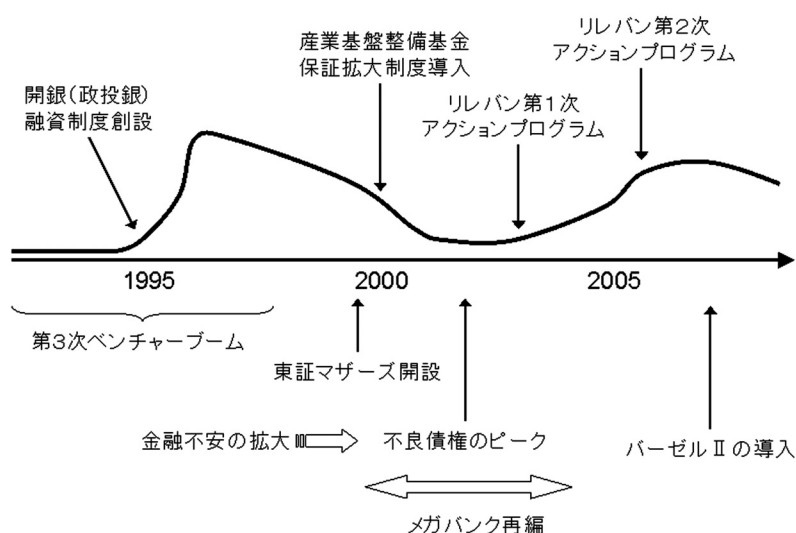


図13 知的財産権担保融資の動向

(※グラフは実績の増減をイメージしたもので、件数・金額を積算したものではない)

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

注目されるようになったきっかけは、地域金融機関向けの政策として2003～2007年に進められたリレーションシップバンキングのアクションプログラムである。この中で、地域金融機関の中小企業向け融資強化策の一つとして知的財産権担保にも言及され、地域金融機関による知的財産権担保融資の実績が見られるようになってきた¹⁶⁾。

以上のように、知的財産権担保融資への取り組みが増減した背景を振り返ってみると、価値評価手法などの知的財産権担保のストラクチャーに関する問題以上に、金融業の事業環境や金融行政の変化が大きく影響していることが読み取れる。今後の方向性に影響を与える可能性があると考えられるのは、2007年3月に導入された金融機関に対する新たな自己資本比率規制（バーゼルⅡ）である。この規制によって、融資先に対する信用リスクの管理が厳格化されており¹⁷⁾、たとえ金融機関自身が融資先の知的財産に価値を見出したとしても、その価値を客観的かつ十分に説明できる状態でないと引当金の計上等を余儀なくされてしまうことになるため、知的財産権担保融資のハードルがより高いものとなることも予想される。

5.3 苦境を迎えた知的財産の証券化

アセット・ファイナンスの代表例である知的財産の証券化は、これまでの例を見ると、映画等のコンテンツの著作権を証券化した事例が先行している。できるだけ多くの投資家から投資を受けるには、投資家に理解しやすい資産を対象にすることが望ましく（4.3参照）、対象を理解しやすい映画やアニメが先行することになっているのであろう。2003年頃から実績が目立ち始めてきたものの、2007年夏に顕在化した米国のサブプライムローン問題による証券化に対する不信が影響しているためか、その後は報道例がほとんど見られなくなっている。この分野の先駆的な存在である（株）ジャパン・デジタ

ル・コンテンツ信託の前期の決算短信¹⁸⁾に、2007年10月以降新規の信託案件を立ち上げられない状況との記載があることから、証券化による資金調達に難しい状況に陥っていることが理解される。

特許権を対象にするものに目を移すと、やや特殊なケースであるスカラ社の特許を証券化した事例¹⁹⁾以降、新たな報道例は特に目につかない状況にあり、さらに課題が多いことが推察される。

先に説明したとおり（3.2（2）参照）、証券化による資金調達のメリットは、資産を小口に分割して多額の資金を集めやすくすることにある。このような証券化のメリットを活かすためには、投資家が証券化商品に安心して投資できる環境整備が求められる。米国のサブプライムローン問題では、サブプライムローンを組み入れた住宅ローン担保證券の買い手が不在となり、流動性の低下がさらに価格の下落を招くという悪循環が発生してしまっていたが、流動性の高い市場の存在は特に重要な条件になると考えられる。

資金調達に対するニーズや投資家の理解しやすさなどの要素を考えると、映画や音楽などのコンテンツは、本来は比較的証券化の対象に適した資産と思われる。知的財産の証券化が再び広がりを見せるようになるためには、金融市場の回復が何よりも必要な条件になってくるが、さらには投資家が安心して投資できる環境、具体的には情報開示のルールや投資した証券を売買する流通市場を整備することが、中長期的な課題として求められることになるであろう。

6. おわりに

我が国は知的財産の推進を国家戦略と位置付け、2003年以降知的財産推進計画を策定して政策支援を続けているが、企業が効果的な知的財産戦略を推進するには、そのために必要な資金

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

を準備しなければならない。必要な資金があつてこそ、良質な知的財産の創出や効果的な権利取得が可能になるものであるが、知的財産戦略の実践によって企業の収益力が高まれば、さらに資金調達力も強化されるという好循環が生じるはずである。資金調達は、創造・保護・活用のいわゆる知的創造サイクルを回す燃料のような位置付けにあるものであり、知的財産戦略の実践段階において、重要なテーマの一つになるものと考えられる。

知的財産を活かした資金調達のストラクチャーについて、法律上の枠組みや価値評価、リスク管理などに関する問題は、これまでも様々な検討や議論がなされてきた。しかしながら、現実に障害となる要因について検討してみると、知的財産に固有の方法論に関する問題だけでなく、資金提供者である金融機関や投資家側の事業環境などに左右される部分も大きい。企業が保有する知的財産をいかに資金調達に活かしていくか、実効性のある方策を考えていくためには、知財実務家の側でも資金調達の基本的な仕組みや資金提供者側の考え方を理解し、本質的な問題点を明らかにしていくことが求められよう。

注 記

- 1) 販売目的のために一時的に保有する商品や原材料のこと。
- 2) 長期的に保有する目に見えない資産で、借地権、特許権等の権利が該当する。
- 3) ソフトウェア開発のニイウスコーは、好調に見えた業績が一転、2007年6月期決算で約200億円の大規模な減損処理によって債務超過に陥り、その後の不正会計の発覚等も重なって2008年4月には民事再生手続が開始された。
- 4) 売上が増加すると、それに伴って通常は支払いが先行する仕入資金等も増加する。こうした増加運転資金は売上代金の入金により回収が可能なので、比較的ローリスクで融資を受けやすいことが一般的である。
- 5) 資産の売却が売買取引として扱われるか、金融取引として扱われるかによって売却益の認識の有無は相違するが（石井誠・品川陽子・中西弘士、知財管理、Vol.55, No.7, pp.987～988（2005）／弁護士法人北浜法律事務所・監査法人トーマツ、知的財産部員のための知財ファイナンス入門、p.184（2007）経済産業調査会 等参照）、売却益が認識されると売却益に対する課税額相当の資金調達額が減じられてしまう場合があることに留意が必要である。
- 6) グロービス・マネジメント・インスティテュート、MBAファイナンス、pp.84～85（2001）ダイヤモンド社
- 7) 社債については、市場で売却して売却益が得られることもあるが、株式に比べると価格の変動幅は小さく、ローリスク・ローリターン型であることに違いはない。
- 8) 日本証券業協会と全国銀行協会の発表によると、2007年度の証券化商品の発行額は前年度に比べて31%減少した（2008年5月31日付日本経済新聞朝刊）。
- 9) 同じ金額を調達するのに、株価が高いほうが新株の発行数を抑えることができる。新株の発行数が多くなると、1株あたりの利益や純資産がそれだけ減少（希釈化）してしまうため、発行株数をできるだけ抑えるほうがよいと考えられる。
- 10) 土生哲也、よくわかる知的財産権担保融資、pp.64～67（2008）金融財政事情研究会、で事業計画の評価と知的財産権の関係について解説。
- 11) 知的財産信託の詳細については、IPトレーディング・ジャパン株式会社編、事業再編における「信託」活用の実務、（2008）中央経済社／土生哲也、特技懇、No.240, pp.63～72（2006）等参照。
- 12) 土生哲也、特技懇、No.240, p.64（2006）
- 13) 筆者が2004年、2005年に5社程度を対象に知的財産報告書公表後（翌日及び1週間後）の株価を調査したところ、知的財産報告書が影響したような株価変動は特に見られなかった。
- 14) 土生哲也、よくわかる知的財産権担保融資、pp.4～7（2008）金融財政事情研究会
- 15) バブル崩壊後の1992年頃から経済活性化の担い手としてベンチャー企業に期待が集まったが、1998年頃に生じた金融不安を機にブームは沈静

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

化したと言われている。

- 16) 土生哲也，よくわかる知的財産権担保融資，pp.10～11（2008）金融財政事情研究会
- 17) 債務者を財務状態等から5段階の区分に分類し，さらに担保や保証の状況を考慮して融資債権を回収可能性に応じて4段階に分類する。この分類に応じて貸倒引当金計上等のリスク管理を行わなければならないので，有望な知的財産を有する融資先であっても，財務状態が悪く，担保余力が十分でないと，積極的な融資への取り組

みは困難になる。

- 18) (株) ジャパン・デジタル・コンテンツ信託
2008年3月期決算短信 3p.参照
(<http://www.c-direct.ne.jp/public/japanese/uj/pdf/10104815/20080515152766.pdf>)
- 19) (株) ジャパン・デジタル・コンテンツ信託
2003年4月2日付報道資料 参照
(<http://www.c-direct.ne.jp/public/japanese/uj/pdf/10104815/00052093.pdf>)

(原稿受領日 2008年8月15日)

