

## 20 資産流動化対象資産としての知的財産

特別研究員 渡辺 宏之

「知的財産権」の流動化には種々の困難が存在するため、その可能性は非常に限定される。海外で行われた知的財産関連の流動化案件を調べてみても、それらの実態はいずれも「ロイヤルティ債権」の流動化といえるものである。また、わが国における若干の知財関連の流動化案件も、形式的には知的財産権がSPVに譲渡された形をとってはいても、実態はロイヤルティ債権を引当てとして流動化が行われたものと考えられる。一方で、知的財産権を対象としたベンチャー企業への投資スキームとして適格と思われるものは、有限責任投資組合である。最近の改正により、有責組合による信託受益権の取得が認められたことも、有責組合による知的財産権への投資の幅を広げるものである。しかしながら、このスキームを十全に機能させるためには、業としての「知的財産権の信託」が可能になるように、法整備が早期に行われることが望ましい。

資産流動化<sup>(\*)</sup>(securitization)とは、「企業等が、保有する特定の資産を新たに設立した資産保有のための別の媒体(SPVと呼ばれる)に譲渡し、その媒体を通じ当該資産からのキャッシュ・フローを裏付けとして資金を調達すること」である。資金調達する主体の資産全体ではなく、対象となる資産のみを引き当てに資金調達を行う、画期的なファイナンス手法である。

近年アメリカにて開発されたこの資産流動化の手法は、規模的に非常に大きなものとなっており、また、対象となる資産も多種多様なものとなってきている。そうした流れはわが国にも同様に訪れており、発行規模の飛躍的拡大とともに対象資産も次々と拡大され、「知的財産」を対象とした資産流動化の可能性が各所で主張されるに至っている。

このような状況下、本研究は、「資産流動化対象資産としての知的財産」につき考察を行ったものである。

### 1 資産流動化の仕組み

資産流動化を行うためには、SPVに譲渡された資産をオリジネーター(原債権者)の信用リスクから切り離すために(倒産隔離=bankruptcy remote)、資産がSPVに法的に完全に譲渡(真正売買=true sale)されたことが必要となる。

SPV(Special Purpose Vehicle、特別目的媒体)は、資産流動化のために作られた独立の法主体であり、SPVの法形式としては、SPC(Special Purpose Company、特定目的会社)、信託(trust)、組合(partnership)、有限会社、株式会社等が存在する。

典型的な資産流動化スキームは、SPVが譲渡された資産を裏付けに社債を発行し、その売買代金をSPVは資産譲渡の対価としてオリジネーターに支払い、社債の投資家に対する元利金の支払は資産の生み出すキャッシュフローから支払われる。

ただし、実際には、社債等の証券を発行せずに、SPVの有する資産のみを引き当てにしたノンリコースローン(責任財産を特定の資産およびその価値代替物に限定した融資)の形式にて行われるスキームも多い。

### 2 資産流動化取引の規模と対象資産の拡大

アメリカにおいて開発された資産流動化の手法は、同国において大変隆盛となっており、2001年のアメリカにおける資産担保証券(ABS)の発行額は、2兆900億ドル(265兆円)と普通社債の発行額(8800億ドル)を大幅に上回っている。また、その対象もリース・クレジット債権やモーゲージを中心に様々なものに拡大しつつあり、知的財産の流動化も、そうした流動化対象資産の拡大の流れに位置付けられる。

ただし、アメリカにおいても、従来は知的財産はベンチャー企業等の資金調達のための担保として用いられることはあったが、将来のキャッシュ・フロー予測の不確実性等を理由に知的財産の流動化は行なわれてこなかった。そうした状況下、1997年1月に、イギリスのロックスターであるデビッド・ボウイ(David Bowie)は、将来の音楽ロイヤルティの支払を担保とした債券の発行により、アメリカの金融市場で5500万ドルを調達した。これが知的財産の流動化の最初のケースと言われている。

わが国における本格的な資産流動化の幕開けは1993年の特定債権法(「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」)の成立による、リース・クレジット債権の流動化の枠組みの整備であるが、その後対象資産が次第に拡大するとともに(2000年の資産流動化法の改正において、対象資産の制限解除が行われたことは特筆すべきである)、資産流動化証券の発行額も大きな伸びを見せた。実際、現実に流動化の対象とされている資産は、多種多様であり、最近では、動産では、鉄道車両、自動車、船舶、コンピュータ、医療機械等が、不

(\*)1 セキュリティゼーション(securitization)については「証券化」あるいは「証券化・流動化」といった訳語も良く用いられるが、(広義の)セキュリティゼーションにおいては、社債等の証券を発行せずに、SPVの有する資産のみを引き当てにしたノンリコースローンの形式にて行われるスキームも多い。それゆえ、本稿においては「資産流動化」あるいは「流動化」の訳語を使用した。

動産では、オフィスビルやホテル等が、その対象となっている。

わが国の資産流動化証券の2002年度の発行額は約4兆6千億円となり、株式の発行額を大きく上回るまでに進展している。

日本での知的財産関連の流動化は、2002年の地上波テレビ放送権(著作権の一種)の流動化を端緒とし、2003年には特許権の流動化も始まった。

前者は、映画会社の松竹がテレビ東京に対して、映画「男はつらいよ」シリーズ全48作品のうち未放映34本のテレビ放映を許諾し、当該コンテンツ著作権を松竹から譲渡されたSPC(Special Purpose Company:特定目的会社)が、テレビ東京からのテレビ放映権料を裏づけとして、日本興業銀行(当時)から資金調達した案件である。

後者の特許権流動化は、スカラ社(光科学系特許を保有する光学レンズ分野のベンチャー企業)が、松下電器グループのベンチャー支援会社「ピンチェンジ」社に4つの特許権の専用実施権を与えていたが、それらの特許権をSPCに譲渡し、特許権のロイヤルティを裏づけとして、SPCが社債等を発行して資金調達した案件である。

### 3 知的財産権の流動化に際する留意点・問題点

知的財産権を流動化する際の留意点・問題点としては、(1)資産の性質、(2)資産の移転、(3)信用補完、(4)証券発行、(5)流動化実行後、の5つの観点に大別して考えられる。

第一に、知財流動化の対象資産の性質上の問題点がある。一見、知的財産権を対象としているように見える取引でも、実際はロイヤルティを対象としている事例がほとんどである。対象資産を特定するために、第三者の権利との関係を正確に把握し、切り分ける必要がある。

第二に、対象資産の移転に関する問題点が多数ある。①譲渡可能性、②真正売買、③対抗要件、④ライセンス契約の解除リスク、⑤価値評価、などの問題点である。①の譲渡可能性の問題としては、一身専属権(著作権者人格権など)や共有にかかる権利については関係者の合意を必要とする。②の真正売買の問題とは、オリジネーターの継続関与をどこまで認めるのか、ということである。

③の対抗要件に関する問題とは、特許権・実用新案権・意匠権・商標権では登録が効力発生要件であるのに対して、著作権や回路配置利用権では登録が第三者対抗要件であることである。④のライセンス契約の解除リスクとは、ライセンサー倒産時に管財人がライセンス契約を解除する恐れがあることである。⑤の価値評価とは、知的財産権の流通市場がなく、キャッシュ・フローの正確な予測が難しいことであり、また特許

では無効の判断により価値がゼロになるリスクを内包していることも問題となる。

第三に、信用補完に関する問題点がある。将来債権を対象とする場合、完成しないリスクの評価が難しい。保険をつけるとしても料率が高くて割に合わないことが想定される。

第四に、証券を発行する場合に、投資家へのディスクロージャと技術上の機密保持との兼ね合いが問題となる。

第五に、流動化実行後に留意すべき点がある。対象資産を管理する上で、改良特許をどう扱い組み込むか、特許料の納付をどうするか、という問題がある。知的財産権侵害に対応する場合に、オリジネーターが継続関与するのか、関与するとすれば真正売買との兼ね合いも問題となる。

### 4 流動化のコストとベネフィット

ある知的財産権が流動化可能であるからといって、当該流動化スキームが機能するとは限らない。そこに「流動化のコストベネフィット」の観点からの吟味を加える必要がある。

流動化対象資産は、ある程度の規模が形成できることが必要である。流動化を行うためにはスキーム構築に多額のコストを要することが通常であり、弁護士・会計士事務所等に支払うフィーが多額となることが予想される。そのような事情を鑑み、わが国ではこれまで、流動化の損益分岐点の目安となる対象資産の規模は数十～百億円程度であると言われてきた。ただし、これは投資家に損失を与えないためや証券を発行した場合に高格付を取得するための、信用補完を組み込んだスキームを前提として考えると考えられる。ただ、いずれにせよ、流動化の対象となる知的財産がある程度の規模に達していることが必要な条件であることは間違いないであろう。

国内初の特許権流動化となるスカラ社の案件も、流動化スキームの組成を実現した点は高く評価されるべきであるが、役所の研究会メンバーを軸に“実験的”に行われた案件であることに留意する必要がある。実際に当該流動化にて調達された金額は約2億円程度にとどまるのであり、通常はこの程度の規模のデールでは、複雑なスキームを組成するに当たって必要とされた、法務・会計・税務・財務等々のプロフェッショナルに支払うコストを賄うに足るだけのメリットを得ることは困難であろう<sup>(\*)</sup>。本案件では、特許権自体をSPCに譲渡して流動化した形式をとっているものの、ピンチェンジ社から支払われるロイヤルティが実質的な引き当てとなって資金調達がなされていると考えられる。

また、国内初の知財流動化事例となる松竹の事例では、当初、ロイヤルティ債権の流動化として考えられていたが、ライセンサー倒産時のライセンス契約の取り扱いに法的不安定性を懸念して、地上波放送権自体を譲渡するスキームを選

(\*) 一つの製品に、相互に関連するさむで多くの特許が必要となる家電製品等と異なり、当該特許権流動化案件においては、一つの製品に対応する特許は比較的少数で、かつ事業化において決定的な役割を果たしていることも、当該案件の特許権流動化が可能になった要因のひとつと考えられる。

択したという経緯があった。

## 5 海外における知的財産関連の流動化の状況

海外においても、純粋な知的財産権の流動化案件はなく、いずれもロイヤルティ債権の流動化であると言って良い状況である。これらの流動化案件は、音楽著作権のロイヤルティ債権を対象資産とするものが中心である。アーティスト個人の音楽著作権のロイヤルティ債権を対象とするものが一般的であるが、音楽出版社の有する音楽著作権のロイヤルティ債権を対象としたものも若干存在する(TVT Records, Corinthian Group)。また、SESACの流動化案件は、著作権管理団体の有する音楽著作権のロイヤルティ債権を流動化したものとして特徴的な案件である。

その他、映画著作権のロイヤルティ債権、および、意匠権や商標権のロイヤルティ債権を対象資産とした流動化案件がそれぞれ若干行われている。

これらの流動化案件のスキームとしては、アクセスできる資料が非常に限定的であるために詳細が不明な案件がほとんどであるが、私募による社債発行等により資金調達が行われているケースが多いようである。もっとも、形式は私募であっても、生保等の機関投資家1社のみによる引き受けが行われるなど、事実上の融資に近いものもそれらの中には含まれる。また、対象となる知的財産権をSPVに譲渡したうえで、その対象資産のみを引当てに融資を行う、いわゆるノンリコースローンの形式により行われている「流動化」も、基本的なパターンのひとつであると考えられる。

資産流動化のスキームを類型化するならば、以下のように分類される。

- ① 公募による社債等の発行(典型的な資産流動化)
- ② 私募による社債等の発行
- ③ 私募であるが実質的に知財担保融資(機関投資家1社による、私募債引き受け等)
- ④ 知的財産(知的財産権)を対象としたノンリコースローン

なお、これらに加え、⑤「権利の小口化スキーム」を付け加えることが可能であるが、このスキームは対象資産の倒産隔離等も通常は行われぬか十分ではなく、投資家が対象資産に関するリスクを直接的に抱えることになるため、「資産流動化」とは一線を画するものと考えた方が良いであろう<sup>(\*)3)</sup>。

海外における知的財産関連の流動化案件は、筆者が確認できた範囲では、すべて上記の②～④のスキームである<sup>(\*)4)</sup>。

## 6 ベンチャー企業へのファイナンスと資産流動化

知的財産権を流動化することができれば、流動化を行う企業等(オリジネーター)は、知的財産の評価と会社の評価を峻別することができ、知的財産の信用とキャッシュフローに基づいた資金調達が可能になる。それゆえ、知的財産権の流動化は、ベンチャー企業に特に大きなメリットをもたらすことが期待される。

ベンチャー企業は、土地・建物・機械設備等の有形資産をあまり保有していないことが通常であり、知的財産が資産の大部分を占めていることも珍しくない。高度な技術力や独自のノウハウを有していても、会社がまだ成長段階にあるため十分な信用力がなく、事業資金の調達に困難を抱えていることが多い。そのため、ベンチャー企業が、会社の評価から切り離された知的財産をベースにして資金調達できるような仕組みを作ることが強く求められており、この点において知的財産流動化が有効な手段となることが期待されるのである。

しかしながら、ベンチャー企業の場合、キャッシュフローは当てにならず、清算価値も低い。また、不確実性が極めて高いというのであるから、このような高いリスクを反映して利率も高くならざるを得ない。このように、資金需要が高く、不確実性が高いベンチャー企業にあつては、確定的な返済期限のあるデットより、確定的な期限のないエクイティの方が適合性があると考えられる。

ただし、ベンチャーキャピタルからの株式投資による資金調達は、株式公開の期待できない企業や、オーナー経営者が経営権の維持を望む多くの中小企業の場合には適切とはいえない場合も多い。

この点、未公開株式への投資スキームとしては、「プライベート・エクイティ・ファンド」が存在する。ただし、プライベート・エクイティ・ファンドは、破綻したり経営状態が思わしくない会社や事業を買収して再生し、また売却してリターンを得るために主として用いられているスキームであり、実態としては「事業再生」や「事業経営」に近いものであり、「投資」スキームの範疇を超えているといえよう。

しかしながら、「知的財産権の流動化」に際する諸々の管理・メンテナンス・侵害対応等を行いつつ投資スキームを組成するのであれば、むしろそれは「事業経営」に近いものであり、「プライベート・エクイティ・ファンド」を用いるスキームがより適格なものであるといえよう。実際、プライベート・エクイティ・ファンド的な知的財産への投資スキームは、わが国においても組成され始めている。

一方で、ベンチャー企業の資金需要を満たしつつ、投資家が利益を得る方法としては、投資先の株式公開だけではな

(\*)3) なお、わが国における知的財産関連の「流動化」の例としてよく挙げられる、「ときめきメモリアル」の案件は、資産流動化ではなく「投資信託」の案件である。

(\*)4) 他に、英国を中心に、「事業流動化(Whole Business Securitization)」スキームを用いた案件が若干存在する。

く、事業そのものから生ずるキャッシュフローから分配を得るという方法もある。

そこで、融資や株式投資のような企業金融ではなく、事業からの利益に着目した投資が注目されることになる。それは「有限責任投資事業組合」を用いた投資スキームである。

「有限責任投資事業組合」は、1998年に成立した投資事業有限責任組合法に基づくもので、業務執行を負わない組合員が負う責任を出資額にとどめることを法的に担保する組合制度の創設により、幅広い投資家層によるベンチャー企業への資金供給を促進するものである。この組合の事業範囲として、ベンチャー企業の知的財産権の取得保有が認められている。さらに、そうした知的財産権を「信託」することができれば、有限責任組合の投資活動への利便性は大いに高まる。知的財産権の信託による投資スキームは、2004年通常国会で検討予定の「信託業法改正」の実現によって期待が高まっている。知的財産権の信託を業として行うことが可能になれば、有限責任投資事業組合を用いたスキームにより、知的財産の資産的活用を促進すると考えられる。

## 7 小括

本研究における考察の結果、「知的財産権」の流動化には種々の困難が存在することが確認できた。これらの根底には、それぞれの知的財産権の個別性、および、所有を伴わない「独占的利用権」といった、権利自体の本質的性格があるものと考えられる。

もちろん、これらの諸問題点をクリアして、知的財産権の流動化が成功する可能性はないとは言えないが、権利自体の切り分けが容易であったり、少数の知的財産権が事業化に直結しているケースであること等、その範囲は非常に限定される。さらに、資産流動化スキームは、概して非常に多額のスキーム組成コストを必要とするため、対象資産のボリュームが非常に大きい必要がある。

実際、海外で行われた知的財産関連の流動化案件を検討すると、それらの実態は「ロイヤルティ債権」の流動化といえるものである。わが国における若干の知財関連の流動化案件も、形式的には知的財産権がSPVに譲渡された形をとってはいいても、実態はロイヤルティ債権を引当てとして流動化が行われたものと考えられる。

以上のように、「資産流動化」は、知的財産権を対象とした資金調達には適合的とは言えない。一方で、「ロイヤルティ債権」の場合は、知的財産権から生じるものであるために一般の金銭債権と比して種々の留意点・問題点は存在するものの、流動化案件の組成は今後ある程度可能であると考えられる。

知的財産権を対象としたベンチャー企業への投資が注目

され、また国民経済的な課題でもあると思われるが、その投資スキームとして適格と思われるものは、有限責任投資組合である。最近の改正により、有責組合による信託受益権の取得が認められたことも、有責組合による知的財産権への投資の幅を広げるものである。しかしながら、このスキームを十全に機能させるためには、業としての「知的財産権の信託」が可能になるように、法整備が早期に行われることが望ましい。ただし、現行法下においても、「有限責任中間法人<sup>(\*)</sup>」を受託者とするスキームは可能であると思われる。

本研究で行った考察は入口的なものであり、「資産としての観点から見た知的財産・知的財産権」の考察においては、特に個別の各論点に関するさらに詳細な考察が必要とされよう。また、本研究の主張に基づいて実際に投資スキームを組成する場合においても、実務的・理論的な観点からさらに詳細な詰めが必要とされよう。各所よりご教示頂きながら、本研究で扱った論点・題材に関する考察を進めてゆくことができれば幸甚と考えている。

(\*) 「有限責任投資事業組合」とは全く別なものであることに留意されたい。