

東京理科大学大学院総合科学技術経営研究科知的財産戦略専攻助教授

鈴木 公明

1. 価値評価方法の分類

知的財産の価値評価方法は、他の資産評価、企業評価と同様に、「コスト法」、「マーケット法」、「インカム法」の3類型に分類することができる。

「コスト法」は、評価しようとする知的財産を取得するために必要であった（または、現在取得するために必要と推定される）費用を基礎として、当該知的財産の価値を評価しようとする考え方であり、資産の取得費用がその経済価値を反映するという仮定に基づいている。

社内で発明された技術について、過去に費やした研究開発費等の合計をもって当該技術の価値を認識する場合や、外部から購入したブランドについて、取得原価をもって当該ブランドの価値を認識する場合がこれに該当する。これらの値に対し、さらにインフレ率や減価償却等を考慮して精度を増す試みもある。

コスト法による価値評価は、誰が測定しても値が一定であるという点で優れており、企業会計との親和性が高い手法であるが、ビジネスの局面において認識される発明の価値が研究開発費用により直ちに規定されるものではないことは、衆目の一致するところであろうし、購入による取得原価は、当該金額が決定された背景がわからなければ、その妥当性を検討し得ない。

「マーケット法」は、市場で観察される値に基づいて知的財産の価値を評価しようとする考え方である。類似の知的財産が独立第三者間で取引された事例を参考にして評価額を決定する場合や、企業（または事業）全体の価値を株式時価総額（または買収価額）から算定した後に、当該企業が保有している各資産にその価値を配分して評価額を決定する場合がこれに該当する。

マーケット法による評価は、市場における取引事例に

基づいている点で客観性が高いといえるが、類似の知的財産の取引事例の発見、評価しようとする知的財産に適用する上での調整、企業（事業）全体の評価額を個別の知的財産に配分する場合の妥当性、などの点で困難がある。

「インカム法」とは、資産が将来生み出すキャッシュに基づいて知的財産の価値を評価しようとする手法である。DCF法はインカム法の最も代表的な手法であり、有価証券等の金融資産、不動産、事業等の価値評価に広く用いられており、後述する知的財産の証券化において原資産の価値評価に用いられる手法であるので、以下にそのプロセスを詳述する。

2. DCF法の概要

DCF法を簡単に説明すると、ある資産を経済的に支配することにより、将来にわたりキャッシュを得ることができる場合に、将来各期における予測キャッシュフローを現在価値に引きなおし、合計した価額をもって資産価値にする考え方である。

現在価値に引きなおすことの意義は、同額のキャッシュでも、一年後に手に入る場合と十年後に手に入る場合とでは価値が異なるため（キャッシュの時間的価値）、この違いを調整するために、全てのキャッシュフローを資本の機会コストを用いて現在価値に割り戻すことにある。

DCF法では、将来各期のキャッシュフロー C_t を、適当な一定の割引率（資本の機会コスト） k により割り引いて現在価値とすることにより、キャッシュフローの時間的価値を考慮する。初期投資を I とすると、将来キャッシュフロー正味現在価値（Net Present Value：NPV）は以下のようにあらわすことができる。

DCF法によるNPVの算定

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+k)^t} - I \quad I = \sum_{t=1}^T \frac{I_t}{(1+k)^t}$$

式は、正味現在価値（NPV）を求めるために、t年目のキャッシュフローC_tを1+kのt乗で割って現在価値にした上で合計することを示している。正味の事業価値を算定するために初期投資Iを差し引いているが、事業の途中でも投資コストが発生する場合は、右の式のように投資額も同様に現在価値に割り戻してから差し引くことになる。また、割引率に用いている資本の機会コストkとしては、事業を行っている企業の加重平均資本コスト（WACC）が多く用いられている。

以下、DCF法を利用するための主要な要素とその算定方法について説明する。

3. ビジネスプラン

DCF法で知的財産権の価値評価を行うためには、その知的財産権によって保護される事業の遂行により将来得られるキャッシュフローを推計する必要がある。事業の将来を予測してビジネスプランを作成するには、一般にその事業の（1）競争力、（2）収益性、（3）成長性の検討が必要である。

（1）競争力

競争力は、事業が提供する商品・サービスの差別化の度合いによって影響を受ける。競争力を検討するにあたっては、①競合企業の存在、②事業の強みと弱み、③独自性の保護や参入障壁の確保（例えば、知的財産権による保護の強さ）、といった要素を考慮する必要がある。

（2）収益性

収益性は、市場における需要や利益確保の可能性によって影響を受ける。収益性の検討においては、①対象ユーザー・市場規模の把握、②費用分析、③キャッシュフロー計画（設備投資計画を含む）の策定、などが必要になる。

（3）成長性

成長性とは、その事業の魅力とも言える。成長性の判断には、①市場規模の成長性予測、②市場ニーズの変化予測、③技術革新の予測、などが必要である。

以上の要素を加味した上で、将来各期の売上げ、収益、出費などを予測してビジネスプランを作成することにより、将来各期に得られる予測キャッシュフローを得ることができる。

ビジネスプラン作成上の検討要素

- | | |
|--------|--|
| （1）競争力 | ①競合企業の存在
②事業の強み／弱み分析
③独自性の保護や参入障壁の確保 |
| （2）収益性 | ①対象ユーザー・市場規模の把握
②費用分析
③キャッシュフロー計画 |
| （3）成長性 | ①市場規模の成長性予測
②市場ニーズの変化予測
③技術革新の予測 |

4. フリーキャッシュフロー

DCF法で計算に用いるキャッシュフローは、フリーキャッシュフロー（FCF）と呼ばれるものである。フリーキャッシュフローとは、将来各期に得られる現金収入から、事業継続のために必要なすべての現金支出と投資額を差し引いた現金をさしている。

より具体的には、「税引後事業利益」に、現金支出でないのに帳簿上差し引かれている「減価償却費」を足し戻し、そこから「運転資本の増加」分を差し引き（減少していれば、その分足し合わせ）、さらに「設備投資」に要した費用を差し引き、最後に、配当などの将来支出すべき「その他の支出項目」を差し引けば、フリーキャッシュフローを求めることができる。

フリーキャッシュフローの算定

$$\begin{aligned} FCF = & \text{「税引後事業利益」} + \text{「減価償却費」} \\ & - \text{「運転資本の増加」} - \text{「設備投資」} \\ & - \text{「その他の支出項目（配当など）」} \end{aligned}$$

5. キャッシュの時間的価値

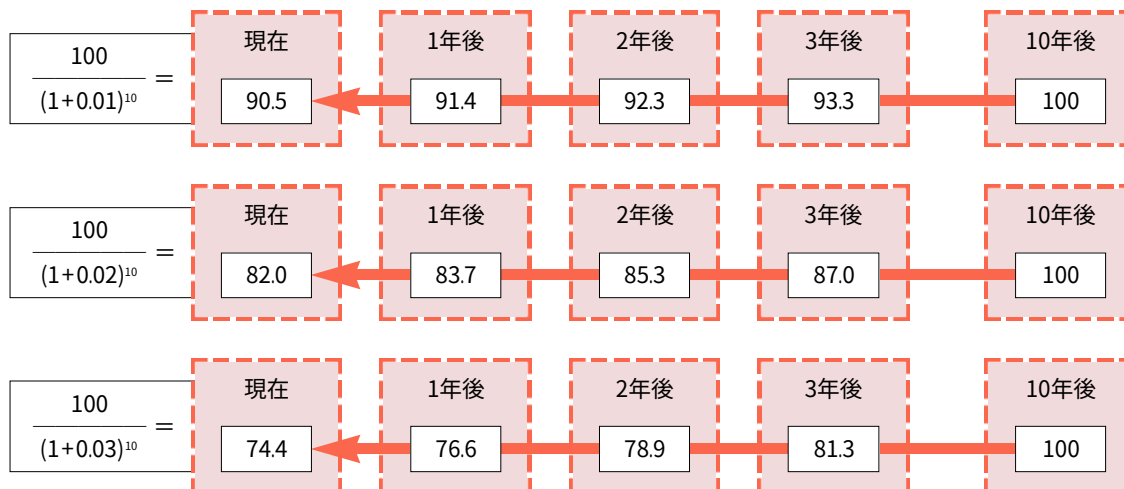
DCF法は、事業によって将来得られるフリーキャッシュフローを用いて、事業価値、知的財産の価値を評価する手法であるが、例えば、今すぐに確実に手に入る100万円と、10年後に確実に手に入る100万円とを比較すると、どちらも確実に手に入るとしても、やはり10年後ではなく今すぐ手に入る100万円のほうが高い価値があるということは、感覚的に明らかである。

将来手に入るキャッシュが、今すぐに手に入るキャッシュと比較して低くなる価値の差は具体的にはいくらかなのか、ということを経営者や投資家が計算する場合に「キャッシュの時間的価値」を考える必要が出てくる。

上の例では、10年後に確実に貰える100万円と今すぐ貰える100万円とを、10年後の時点で比較すれば、今すぐ貰った100万円は、「確実に利子が貰えるような運用（例えば、10年国債の購入）」を行って、10年後に貰える利子の分だけ価値が高い、と考えることができる。この運用に際しては、毎年貰える利子でさらに国債を買い足していくことができるため、10年間にわたる複利計算による利子の分だけ差がつくことになる。

これを、今の時点で比較するためには、10年後に貰える100万円に対して、10年間にわたる複利計算の逆計算（割引き計算）をして減額し、今貰える100万円と比較することになる。

キャッシュの時間的価値



6. リスクフリーレート

「確実に利子が貰えるような運用」による利率のことを、リスクフリーレートと呼ぶ。上の例の場合、リスクフリーレートが今後10年間は0.01（1%）で変動しない、と考えられるときには、10年後に確実に貰える100万円の現在時点での価値は、

$$100 \div (1+0.01)^{10} = 90.5 \text{ (万円)}$$

ということになる。

同じように、10年後に確実に100万円を貰えるとして

も、リスクフリーレートの値によって、その現在価値は変化する。上図では、リスクフリーレートが0.02（2%）、0.03（3%）の場合についても現在価値を計算している。10年にもわたって計算することにより、利率の小さな変動が現在価値に大きく影響していることが分かる。

なお実務上は、リスクフリーレートとして、考える期間に応じた国債の利率を用いることが多い。

7. 予測期間

DCF法を用いるためには、キャッシュが将来何年間にわたって継続するか、という予測に基づいた「予測期

間」にわたって割引計算をすることになる。知的財産の価値評価をする場合であっても、予測期間は特許権などの権利存続期間ではなく、関連する事業によって得られるキャッシュフローの継続期間とする必要がある。

また、あまりに遠い将来については予測の信頼性が落ちるため、適當年数まで予測した後のキャッシュフローについては、その予測期間の最後の年に得られるキャッシュの数倍の額がまとめて入ってくる場合の価値と同じである、などの適当な仮定を置いて簡便に計算する場合もある。

8. 資本コスト

資本コストとは、債権者や株主等の資金提供者が、融資先の企業に対して要求する期待収益率をさしている。企業経営者側から見ると、ビジネスの遂行によってこの期待収益率を達成できない場合には、業績が債権者や投資家の期待よりも悪いことを意味するので、経営上達成すべき最低ラインの収益率と考えることができる。

9. 加重平均資本コスト (WACC)

資本コストは通常、負債に関する資本コストと、株式に関する資本コストを、その調達額に応じて加重平均した値、すなわち加重平均資本コスト (WACC : Weighted Average Cost of Capital) として求められる。WACCは、以下のように有利子負債の金額、株主資本の金額、実効税率、負債資本コスト、および株主資本コストを用いて算定することができる。

加重平均資本コスト (WACC) の算定式

$$WACC = \frac{D}{D+E} (1-T) \gamma_D + \frac{E}{D+E} \gamma_E$$

D : 有利子負債の金額、E : 株主資本の金額、

T : 実効税率、

γ_D : 負債資本コスト、 γ_E : 株主資本コスト

加重平均資本コストの算定式のうち、有利子負債の金額 (D) と株主資本の金額 (E) は帳簿に記載されており、実効税率 (T) は法人税の実務上把握できる。また、負債資本コスト (γ_D) は社債の利率、銀行融資等の金

利として明らかだが、株主資本コスト (γ_E) については、株主がどれくらいの収益率を期待しているのか、直ちに把握することはできない。

そこで、株主資本コストを求めるために開発された理論が、次の資本資産価格モデル (CAPM) である。

10. 資本資産価格モデル (CAPM)

CAPMによる株主資本コストの算定

$$E(r_i) = r_f + \underbrace{\beta \times [E(r_m) - r_f]}_{\text{マーケットリスクプレミアム}}$$

$E(r_i)$: 個別銘柄の期待収益率

r_f : リスクフリーレート

β (ベータ) : システムティックリスク

r_m : マーケットポートフォリオの収益性

資本資産価格モデル (CAPM) では、以下のようにリスクフリーレート、ベータ (β)、マーケットリスクプレミアム、および市場全体に対する期待収益率を用いて株主資本コストを算定する。この式で表される直線が市場証券線である。

(1) リスクフリーレート

リスクフリーレートとは、前述のようにリスクがない資産に投資した場合の期待収益率を指す。わが国の実務上は一般に、日本国債10年物のレートが使用される。

(2) システムティックリスク (ベータ)

システムティックリスク (ベータ) とは、株式市場全体の収益率が1%変化したときに当該株式の収益率が何%変化するかを表したものであり、個別株式の株式市場全体に対する相対的なリスクを表す係数である。

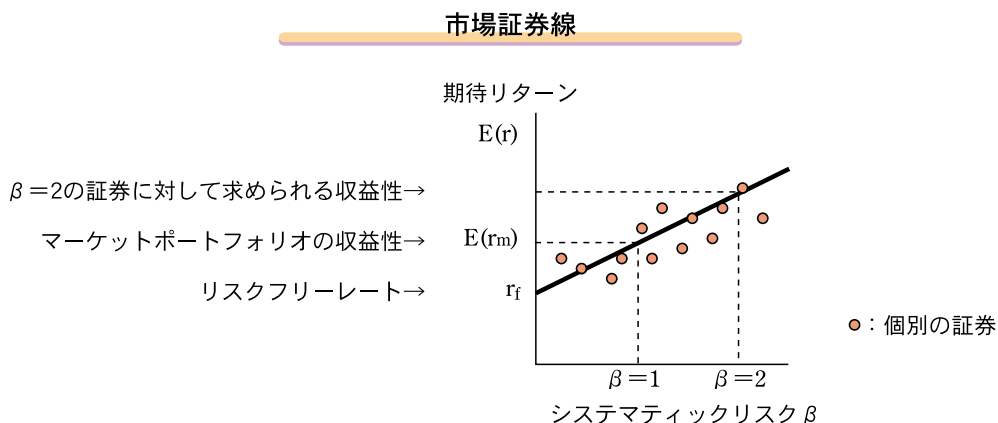
これに対し、非システムティックリスクという概念があり、個別企業に特有の要因によって引き起こされる株価変動リスクを指す。非システムティックリスクは理論上、分散投資を行うことによりなくすることができる (ポートフォリオ理論)。

(3) マーケットポートフォリオの収益性

マーケットポートフォリオの収益性とは、株式市場全体の平均的な収益性を指す。実務上は、米国ならS&P500指数、わが国では日経平均・東証 TOPIX によって求めることができる。

(4) マーケットリスクプレミアム

マーケットリスクプレミアムとは、無リスクの資産（例えば国債）への投資に比較して、リスクの高い株式に投資するために必要とされる超過収益率（リスクに対応したプレミアム）である。



11. 割引率と資本コスト

DCF法で用いる割引率としては、ここまで説明してきたWACCを用いるのが一般的である。ただし、評価しようとする知的財産を利用する事業が、その企業にとって未経験分野の新規事業であるなど、通常の事業と比べて極端にリスクが大きい場合には、企業全体の事業リスクに対応しているWACCを割引率とすることには問題があるとされる。

このような場合には、企業全体のWACCに何らかのリスクプレミアムを上乗せした値を採用するか、評価しようとしている事業と同等のリスクを有している事業のみを行っている他の企業のWACCを参考にして割引率を設定するなど、事業特性に見合った割引率を設定する必要がある。

12. DCF法の特徴

DCF法は、自己実施（予定）の特許権や、既にライセンスアウトしていて安定的なキャッシュフローが望め

る知的財産の価値評価方法としては非常に優れており、手法としても一般的で、企業財務における事業価値評価に広く用いられている。

一方で、事業リスクが事業ステージによって異なる場合には、これを反映できない点に留意することが必要である。これは、一定の割引率を用いることが、リスクが時間とともに幾何級数的に増大すると仮定していることになるからである。中止されるプロジェクトや放棄される出願・無効になる特許権がある一方で、継続しているプロジェクトや存続している特許権に基づくキャッシュフローは、一般に時間とともにローリスクになると考えられるので、設定されている割引率が現実の事業リスクを正しく反映しているか、精査する必要がある。

このような問題を解決するために、DCF法を改良した、確実性等価アプローチ、確率的DCF法などが提案、実行されている¹⁾。

13. DCF法の利用例

日本政策投資銀行は知的財産権担保融資を行うにあた

1) コスト法、マーケット法およびDCF法以外のインカム法については、拙稿「特許権価値評価法の変遷」 特許懇 No.226, 71-80 (2002) を参照されたい。

り資産の価値評価にDCF法を用いることとしており、1993年頃より、積極的に知的財産担保融資事業を推進している。

わが国初の著作権流動化の事例においては、松竹がシリーズ映画「男はつらいよ」の地上波放映権をテレビ東京に許諾契約したことによる安定的ロイヤルティ収益を価値算定するにあたり、ライセンシーであるテレビ東京の信用リスクに基づいて割引率を設定するDCF法が用いられた。

また、わが国初の特許権の証券化とされる案件では、光学系ベンチャーのスカラが保有している4件の特許権を特定目的会社（TMK）が取得し、松下子会社のピンチェンジに対する独占実施許諾にもとづくロイヤルティ収入を引き当てとして証券を発行し、資金調達をしたが、この案件では証券化の原資産としての4件の特許権を価値評価するに際し、ピー・エル・エックス社（現インテクストラ社）は、3通りのビジネスプランに基づくロイヤルティ収入について、それぞれ確率的DCF法による価値評価を行って信頼の置ける価値分布を求め、これらの上限值、下限値をそれぞれ平均することにより、分布としての価値評価を行った。

14. 目的との整合性

知的財産の価値評価を行う目的については、大きくオンバランス目的とビジネス目的とに分けることができる²⁾。

(1) オンバランス目的の価値評価

「オンバランス目的」とは、具体的には①企業会計上の資産としてオンバランスするための価値評価、②関係会社間の特許権売買に伴う課税標準額の算定基礎指標としての価値評価、③投資指標としての価値評価、④資金調達手段としての価値評価、が該当する。

オンバランス目的の価値評価にあたっては、誰が入手しても同一のデータを、一定のルールに従って収集、加工し、これを貨幣額で評価することが必要となる。これは、いわば「スタンダード」としての価値評価というこ

とができる。

オンバランス目的を重視する立場として、日本公認会計士協会は、まず①評価しようとする知的財産に取引市場があれば、マーケットアプローチを主に評価し、次に②そのような市場がなく、かつコストアプローチを積極的に採用すべき理由があればコストアプローチを主に用い、更に③コストアプローチを積極的に採用すべき理由がなく、かつインカムアプローチを実施するのに必要な前提条件の合理性がある場合にはインカムアプローチを主に用い、最後に④インカムアプローチを実施するのに必要な前提条件の合理性がない場合には評価を行ってはない、としている³⁾。

(2) ビジネス目的の価値評価

「ビジネス目的」とは、具体的には①自社実施による特許製品が生み出すキャッシュフローの価値評価、②他社実施によるロイヤルティ収入の価値評価、③知的財産の格付け、④特許権侵害訴訟における損害額の算定、⑤職務発明対価額の算定、⑥M&Aにおけるタックス・プランニング、⑦買収資産としての評価、⑧資金調達の手段としての評価、が該当する。

ビジネス目的の価値評価は、企業内の意思決定または相対取引における交渉上の目安として機能することが重要であるから、オンバランス目的で用いるデータ、収集、加工法のみに限ることなく、定性的評価の定量化、将来に対する予測などを含むことにより得られる「ベンチマーク」としての価値評価が求められる。

15. 知的財産信託と価値評価

知的財産信託と価値評価の関係は、管理型信託の場合と資金調達型信託の場合とで大きく異なるものとなる。以下、管理型信託の場合と資金調達型信託の類型に分けて説明する。

(1) 管理型信託

知的財産の管理のための信託には、①グループ企業内

2) 広瀬義州編著「特許価値評価モデル（PatVM）活用ハンドブック」東洋経済（2005）p7-13

3) 日本公認会計士協会、経営研究調査会研究報告書第12号 知的財産の評価（中間報告）（平成13年7月16日）

の知的財産の一括管理、②中小・ベンチャー企業の知的財産管理、③TLOにおける知的財産管理、④コンテンツ作成関連事業における著作権管理、等の局面が考えられる。

①グループ企業内の知的財産の一括管理

グループ企業内の知的財産の一括管理については、従来、譲渡方式と委任方式が用いられていた。いずれの方式も、グループ中核企業またはグループ内の知的財産管理会社に、グループ内各企業が知的財産の管理、運用を集中させることにより、管理、運用に一貫性、効率性を持たせることを目的としている。

このうち譲渡方式は、当該中核企業または管理会社に知的財産の所有権を移転した上で、その知的財産を使用するグループ内外の企業にライセンスすることにより、上記目的を果たそうとするものである。譲渡方式のメリットとして、管理、運用を行う企業が名義人として行動できるため、ライセンス契約における信頼性や侵害訴訟を提起する場合における意思決定の迅速性をあげることができる。一方でそのデメリットとしては、所有権の譲渡に伴うコストが発生すること、グループ内企業に対する譲渡、ライセンスについて税法上の問題（益金算入⁴⁾、寄付金課税⁵⁾ または移転価格課税⁶⁾ の問題）が生じる恐れがあること、譲渡元の職務発明者に対する補償の不安定化などをあげることができる。

一方、委任方式は、譲渡方式の場合のようなコスト、税法上の問題、職務発明の問題が生じないものの、弁護士・弁理士でない者が知的財産に関する法律事務を行う点で、いわゆる非弁行為に該当する可能性、また、個別企業間の委任契約を集積することによりグループ全体の知的財産の戦略的活用を実現することの困難性を、その

問題としてあげることができる。

これらの方式に対し、信託による一括管理（信託方式）は、「1）特許等の受託者はその意思において受託された特許等の管理・活用を図ることが可能となる、2）特許等の委託元にはその活用による利益の受益権が保証される、3）譲渡税や所得税賦課等税法上の問題が回避できる、4）特許等の管理・活用を直接行い、関連データを全て把握していることから、職務発明者への補償金の支払いも、より正確に行うことができる、ことなどから、譲渡方式および委任方式の問題点をクリアする」優れた方式であるとして企業関係者の期待を集めている⁷⁾。

知的財産信託と価値評価との関係については、譲渡方式においては、課税に関する問題をクリアするためには、適正時価による売買、経済合理性のある対価によるライセンス契約が必要となるため、知的財産の価値評価を避けられない。これに対し、信託においては受託者が所有者として登録されるが、譲渡の場合とは異なり、所有者の変更に伴う課税関係が発生しないため⁸⁾ 価値評価が不要となる点、本稿のテーマとの関連で特筆すべき事項となろう。

②中小・ベンチャー企業の知的財産管理

中小・ベンチャー企業は、人材・資金等の面で知的財産の権利化、ライセンス交渉、侵害対応等に関する対応が困難である場合が少なくない。このような中小・ベンチャー企業は、保有する知的財産を専門的知的財産管理会社に信託し、マネジメントを効率化、高度化することが可能となる。

たとえばUFJ信託銀行は、金融庁から知的財産信託業務の認可を受け、大田区内の中小企業が保有する特許権を受託すると報じられた⁹⁾。この場合、UFJ信託銀行の

4) 資産を適正時価よりも低額で購入した場合、税務上その差額について収益として処理しなくてはならない。

5) 資産を適正時価よりも低額で譲渡した場合、その差額が寄付金に該当するが、各企業各年度に定まる金額を超える寄付金は損金とならず、課税対象となる。

6) グループ企業間で経済的に不合理な対価による資産の利用許諾があった場合、通常の対価支払いがあったことを前提とする課税関係が生じること。外国企業と親子企業の場合にも、同様の問題が生じる。

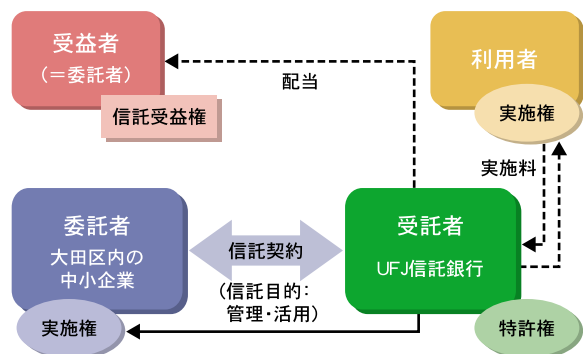
7) 日本知的財産協会「信託方式を用いた企業グループ内特許等集中管理事業のための新法制定に関する提言」2003年5月13日。ただし、受託者の各種義務の存在によってこれらのメリットが生じている点につき留意する必要がある。

8) 税法上、信託財産は原則として受益者に帰属するものとして、信託財産から得られる収益に対し（受益者に）課税される。

9) 2004.12.30付日本経済新聞（朝刊）

行う管理業務には、特許料の納付、ライセンス契約、ロイヤルティ債権の回収等が含まれることとなる。知的財産信託業務者に知的財産の管理ノウハウが蓄積することにより、このタイプの知財信託の利用増大が期待される。

知的財産権信託／管理・活用スキームの例(UFJ信託銀行)



出所：日経BP 知財Awareness
http://chizainikkelbp.co.jp/chizai/ms_venture/cta_ufj20040914.html

③TLOにおける知的財産管理

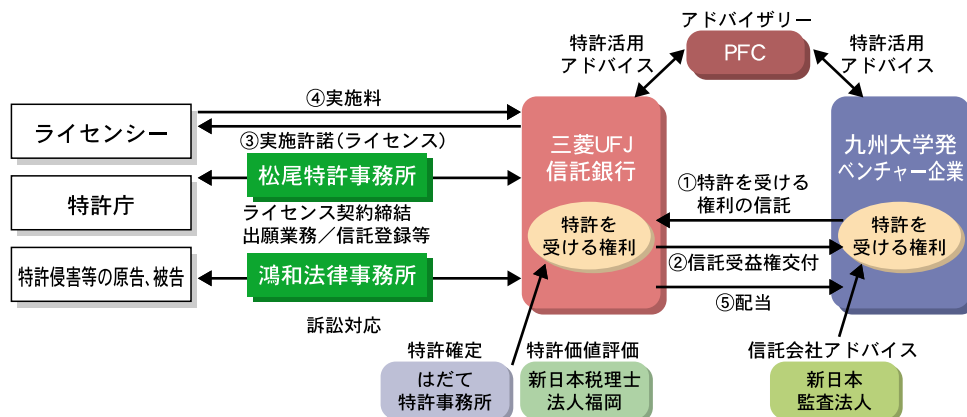
TLOにおける大学研究者の発明に対する一括管理（技術移転）については、グループ企業の場合と同様に、従来、譲渡方式と委任方式が用いられてきた。

譲渡方式には、グループ企業の場合と同様、課税や職務発明の問題があり、さらにTLOの場合には、TLOによるマーケティングが不調の場合等に、当該知的財産を大学研究者、大学に返還することが想定されるが、この場合にも再度譲渡に伴う契約、課税の問題が発生することとなる。

一方、委任方式については、知的財産の所有権が大学研究者、大学に残ることから、権利維持の事務負担、経済的負担が軽減されないことや、TLO自身が権利者でないことから生じる、技術移転時の契約主体としての信頼性、TLO倒産時におけるライセンシーの法的安定性の問題が指摘されていた。

TLOにおける知的財産管理において、信託スキームを用いることにより、これらの問題が解決されると期待されている中で、2005年11月、三菱UFJ信託銀行は、「特許を受ける権利」を信託することにより、専門家集団が関与してライセンス戦略や交渉を行うことが可能となることから、①特許ライセンス体制の確立、②将来の資金調達の実現を目的として、九州大学発ベンチャー企業が保有する「特許を受ける権利」の受託に向けた基本合意書を関係者間で締結する旨発表した¹⁰⁾。

知的財産信託／大学発明の管理スキーム（三菱UFJ信託銀行）



出所：三菱UFJ 信託銀行株式会社「本邦初、大学発特許の知的財産権信託受託に向けた基本合意書の締結について」（平成17年11月21日）

10) 三菱UFJ 信託銀行株式会社「本邦初、大学発特許の知的財産権信託受託に向けた基本合意書の締結について」（平成17年11月21日）

合意されたスキームは、株式会社パテント・ファイナンス・コンサルティング（PFC）のアレンジメントにより、三菱UFJ 信託銀行と九州大学発ベンチャー企業との間で信託設定を行うもので、はだて特許事務所が特許の鑑定を、新日本監査法人がベンチャー企業への信託会計処理アドバイスをを行い、新日本税理士法人福岡が特許価値の評価を行う。さらに、信託設定後は、PFC がアドバイザーとして特許の活用を助言、鴻和法律事務所が訴訟対応を担当し、松尾特許事務所が特許庁との対応、ライセンス契約締結を担当することとされている。

④コンテンツ作成関連事業における著作権管理

わが国のコンテンツ作成関連事業、特に映画やテレビアニメーションの作成においては、製作委員会方式と呼ばれる資金調達法がしばしば用いられている。製作委員会とは、コンテンツ制作に関わる業界内の各企業が民法上の任意組合を組成し、出資することにより製作された原著作権を共有し、原版の活用により得られた収益を分配するというスキームである。

製作委員会方式は、業界のプロが集合してリスクを分担する点では優れているが、出資する投資家の数が限られることから、多額の資金を調達し、国際競争力を有するコンテンツを作成しようという目的には適合しないスキームとなる。

これに対し、信託スキームによれば、完成されたコンテンツのみならず、未完成状態のコンテンツであっても

信託財産とすることができることから、製作資金の機動的な調達方法として注目されている。

(2) 資金調達型

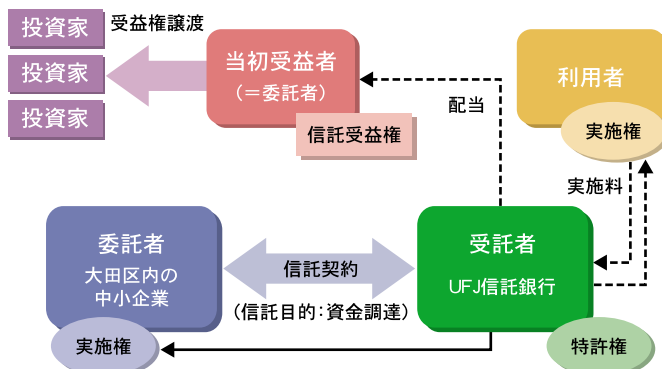
信託を設定する場合、当初知的財産を保有していた者（委託者）には、受託者が受託資産を運用した結果得られる収益を受ける権限（信託受益権）が与えられる。委託者は、この権利を保有して信託財産から得られる各期の収益を自らのものとしても良いが、この権利を第三者に譲渡することにより、将来得られるであろう収益を一括して手に入れる（資金調達する）ことも可能である。

このように信託受益権を第三者である投資家に売却する場合に発行する証券が、信託受益証券といわれるものである。

従来、知的財産に基づいて得られる将来収益を証券化して資金調達するスキームとしては、資産流動化法に基づいて特定目的会社か特定目的信託を利用する手法があったが、前者では特定目的会社の設立や、譲渡に伴う原資産の価値評価等のコスト負担が大きく、後者では特定目的信託自体が課税対象となることから、期間収益の90%以上を配当するなどの条件を満たせない場合には二重課税の問題があった。

そこで2004年11月の信託業法改正により、信託財産に対する制限条項がなくなり、知的財産が信託財産となりうる点が注目されていたところである。

知的財産権信託／流動化スキーム（UFJ信託）

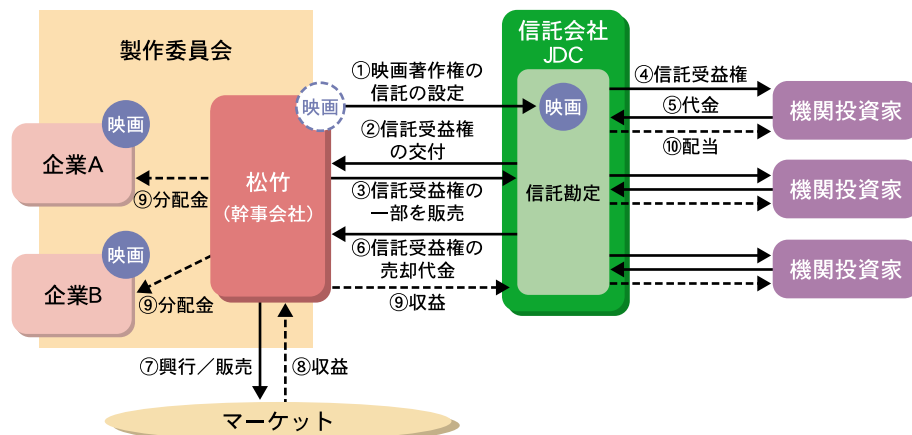


出所：日経BP 知財Awareness http://chizainikkebp.co.jp/chizai/ms_venture/ota_ufj20040915.html

信託業法改正後の2005年3月、松竹は劇場用映画「阿修羅城の瞳」の著作権に関し、信託によるファンドを組成すると発表した。松竹は、総事業費約13億円のうち、映画製作委員会への出資比率分に応じた著作権持

ち分を信託設定し、信託受益権に転換した後、その一部を機関投資家に売却するスキームであり、コンテンツ業界における資金調達に実績のあるジャパン・デジタル・コンテンツ（JDC）が受託者となった。

映画著作権信託のスキーム図



出所：松竹株式会社 プレスリリース「日本初 知的財産権信託を用いた映画ファンド～映画『阿修羅城の瞳』の著作権で～」
(2005年3月28日)

ところで、信託受益証券を投資家に売却する場合、その価額を設定する必要がある。知的財産を信託設定した場合に信託が得るキャッシュフローは、受託者の管理事務に基づくライセンスアウトにより得られるロイヤルティ収入である。一般に有価証券の価値は、その証券を保有することによって将来得ることが期待されるキャッシュフローの現在価値の合計として認識することができるので、この場合の信託受益権の総体としての価値は、インカムアプローチ（特にDCF法）に基づいて算定した、将来の期待ロイヤルティ収入の現在価値から、信託における管理手数料の現在価値、証券発行の手数料等を減じた額をベースに認識されることとなる。

将来のキャッシュフローを現在価値に引きなおす点で、知的財産担保融資や特別目的会社（SPC）を用いる知的財産の証券化と、その価値評価の基本的なスタンスは同一である点を踏まえた上で、これらとの違いを以下で考えたい。

知的財産を担保にして融資を行う場合、融資を受ける

企業は中小企業やベンチャーであり、その実態は知的財産の担保価値を評価するというよりも、当該知的財産を保有し、かつ利用（実施、使用）している当該企業の事業価値を評価して融資額を決定しているといえることができる。従って、評価対象として意識するキャッシュフローは、当該企業の事業によって得られるキャッシュフローの総体ということになる。

また、融資を行う側が仮に当該知的財産自体に価値を見出している場合には、評価すべきキャッシュフローは、商品、サービスの販売によって得られるキャッシュフローのうち、当該知的財産の貢献による部分ということになり、事業によって得られるキャッシュフローから、何らかの方法により知的財産の寄与分を切り出すプロセスが必要となる。

以上のような知的財産担保融資に対し、SPCによる証券化、信託設定による証券化は、投資家に分配されるべきキャッシュフローは、基本的にライセンスアウトに基づくロイヤルティフィーであるから、現在価値に引きな

おすべきキャッシュが明確である点で異なる。

さらに、SPCによる場合と信託による場合との相違点は、SPC方式による場合には、新たにSPCという「会社」設立や証券発行の事務負担、コストが発生するのに対し、信託の場合には、少なくとも新たに会社を設立する必要がなく、さらに受託者自身が証券発行の可能な者（例えば信託銀行）であれば、総コストを低減させることが期待できる。

以上のように、信託には他の方式との比較においてさまざまなメリットが認識されており、資金調達の局面における価値評価の点でも、コスト低減の効果として資金調達者に有利な手法となりうるスキームである。

〈参考文献〉

- ・ 広瀬義州編著「特許価値評価モデル（PatVM）活用ハンドブック」東洋経済新報社（2005）
- ・ 土生哲也「知的財産信託ビジネスを理解する」Right Now!（2005年6月号p10－27）
- ・ 小林卓泰「知的財産ファイナンス」清文社（2004）
- ・ 広瀬義州、桜井久勝編著「知的財産の証券化」日本経済新聞社（2003）
- ・ 土生哲也「知的財産の分析手法」中央経済社（2003）
- ・ 鈴木公明「知財評価の基本と仕組み」秀和システム（2004）
- ・ 鈴木公明「知的財産の価値評価」IMS出版（2003）
- ・ Robert Pitkethly, 鈴木公明（訳）「特許の価値評価」知財管理 Vol.53, No.2, 229－252 およびNo.3, 463－472（2003）
- ・ 「特許権価値評価法の変遷」特技懇 No.226, 71－80（2002）
- ・ 鈴木公明「知的資産担保証券化の潮流」知財管理 Vol.51, No.11, 1703－1722（2001）

profile

鈴木 公明（すずき きみあき）

東京大学卒業後、キャノン（特許マネジメント業務）、特許庁（制度改正審議室、特許・実用新案・意匠審査、意匠制度企画室等）を経て、2005年より東京理科大学大学院総合科学技術経営研究科知的財産戦略専攻助教授。

著書に『知財戦略の基本と仕組み』（編著／秀和システム）、『特許権価値評価モデル PatVM活用ハンドブック』（共著／東洋経済新報社）、『知財評価の基本と仕組み』（秀和システム）、『IT知財と法務』（共著／日刊工業新聞）、『知的財産の価値評価』（IMS出版）、『工業所有権法の解説』、『工業所有権法逐条解説』（いずれも部分執筆／発明協会）などがある。

東京理科大学大学院総合科学技術経営研究科知的財産戦略専攻（MIP）

<http://most.tus.ac.jp/mip/>

