

米国でファンドの投資対象となる知的財産権と日本への示唆

吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 米国では、特許権等の知的財産（知財）権が一つのアセットクラスとして投資対象になっており、「知財取引市場」が発生・発展している。事業での活用や特許訴訟を目的とする特許権の売買に加え、多くの特許権を「ポートフォリオ」運用するファンドによる売買も行われている。
2. 特許権への投資に特化したファンドには、主に①特許訴訟を目的とするもの、②事業で活用する企業等からライセンス収入を得るもの、③ベンチャーキャピタルのように将来有望な特許権（特許化前の知財を含む）に投資して中長期的に収益化するものがある。
3. 特許権を含む知財権や知財ファンドには、ヘッジファンド、年金基金、エンジェル投資家等が投資している。年金基金の中には、クレジット投資を担当する部門において、ロイヤルティ収入を目的に、安定的な収益をもたらす資産として知財権に投資するところもある。
4. 米国の知財権取引では、知財権の評価を行うために専門の弁護士（日本の弁理士に相当する職種を含む）や会計士が関与する。知財権は流動性が低く、取引成立までに時間を要するため、対象分野の知識・理解があり、さらに業界内に人脈やネットワークを持つ「知財ブローカー」も存在する。
5. 日本においても、企業や大学内に眠る知財を活用することで、資産の有効活用、キャッシュ化、さらには産業の活性化やイノベーションにもつながると期待される。ただし、知財取引市場の創設・発展に向け、①目利きの存在、②知財市場の参加者間の人脈やネットワークが必要となる。日本の企業・大学等の研究開発によるこれまでの蓄積や、ベンチャー企業のこれからの発明を、知財取引・投資の活発化によって十二分に活用することで、日本の経済成長につながることを期待される。

I はじめに

1. 知的財産権の種類

知的財産（知財）とは、人間の知的創造活動によって生み出される物や情報を指し、発明、考案、デザイン、著作物等が挙げられる¹。日本では2003年に施行された知的財産基本法において知財が法律上定義されている。各種法令により、知財の創作者には知的財産権（知財権）として一定期間、権利保護が与えられる（図表1）。

2. 投資対象となる知財権

日本では、知財（権）の活用法としては、創作者が事業等を行う、他者に売却する、あるいは他者に権利の使用を認めて使用料を得るケースが一般的である。一方、金融・資本市場が発達し、知財を活用した起業も活発な米国では、企業間の特許権取引に加え、特許権等の知財権も一つのアセットクラスとして投資対象にもなっている。

米国では企業に保有（特に死蔵）される知財権のキャッシュ化が進み、例えば、かつて写真フィルム大手で、現在は印刷技術の応用や印刷物の電子化等を手掛けるイーストマン・コダックは、経営状態が悪化した際に自社が保有する知財権の売却でキャッシュを確保していた。同社が2012年1月に米国本社と米国内子会社で米連邦倒産法第11条の適用を申請した際も、その目的として手元流動性の強化や債務整理に加え、非戦略的知的財産

図表1 知的財産権の種類

| | 分類 | 保護対象 | 保護期間 | 法律 |
|-------|---------|--------------------------|------------------|---------------|
| 産業財産権 | 特許権 | 発明(物、方法、物の生産方法) | 出願から20年 | 特許法 |
| | 実用新案権 | 物品の形状・構造に関する考案 | 出願から10年 | 実用新案法 |
| | 意匠権 | 物品のデザイン | 登録から20年 | 意匠法 |
| | 商標権 | 商品・サービスのマーク・名前等 | 登録から10年 | 商標法 |
| 著作権等 | 著作権 | 学術、文学、美術、音楽、コンピュータプログラム等 | 著作者死後(法人は公表後)50年 | 著作権法 |
| | 回路配置利用権 | 半導体集積回路の回路配置の利用 | 登録から10年 | 半導体集積回路の回路配置法 |
| | 商号 | 名称、社名 | 期限なし | 会社法・商法 |
| | 不正競争の防止 | 商品表示、商品形態 | 期限なし | 不正競争防止法 |
| | 育成者権 | 植物の新品種 | 登録から25年 | 種苗法 |

(注) 1. 知的財産権の保護期間は一部延長や更新が可能。
2. 2015年4月から色や音も商標登録可。映画の著作権保護は公表後70年。
(出所) 特許庁、日本弁理士会より野村資本市場研究所作成

¹ 特許庁ウェブサイト「知的財産権について」 (https://www.jpo.go.jp/seido/s_gaiyou/chizai02.htm) 参照。

の収益化を挙げていた。同社は同年 12 月に特許権の競売を行い、実質的にグーグル、アップル、富士フィルム等の 12 社に総額 5.27 億ドルで売却した（2013 年 2 月に取引完了）²。正確には、ファンドが権利を保有し、12 社にライセンスする形となった。

また、カナダの通信機器大手であるノーテルネットワークスは、2009 年にカナダで企業債権者調整法（Companies' Creditors Arrangement Act）、米国で連邦倒産法第 11 条の適用を申請し、6,000 超の特許権で構成される「ポートフォリオ」をアップル、マイクロソフト、ソニー等の企業連合に、オークションの末に総額 45 億ドルで売却した³。

さらに、機関投資家の間でも他の金融資産との相関が低いオルタナティブ資産として知財に対する注目が高まっており、特許権への投資に特化したファンドも組成されている。中には多くの特許権を「ポートフォリオ」にして運用するケースもみられる。

II 米国における「知財取引市場」の発生・発展

1. 知財のプレゼンスの高まり

米国では、経済の発展・成熟化の過程で産業のサービス化、および情報技術等の発達による産業の高度化が進み、企業価値の源泉も製造設備等の有形資産から技術・ノウハウ等の無形資産（特に知財）に比重が移りつつある。知財の具体的内容を秘匿するために敢えて特許出願を行わないケースもあるが、一般的には他社による模倣を防ぐために特許権を取得して自社の事業と収益構造を守る。米国において特許権の出願件数が 2000 年以降増加し、取得件数も 2010 年以降に増加している状況は、米国経済・社会における知財の重要性の高まりを反映していると考えられる（図表 2）。

2. 米国における知財権の「収益化」

米国では、歴史的に知財権を保護することで創作者の意欲を高めて技術や産業の発展を図る方針が採られており、合衆国憲法においても著作者・発明者に対し、その著作・発明に関する独占権を一定期間保証する考えが明記されている⁴。特に、特許権重視の政策（プロパテント政策）の下、特許権の侵害に対しては損害として認定された金額の 3 倍を上限に賠償金額を決定することができる法制となっている⁵。また、1982 年には連邦巡回区控訴裁判所（Court of Appeals for the Federal Circuit）が設立され、それまで全米各地の

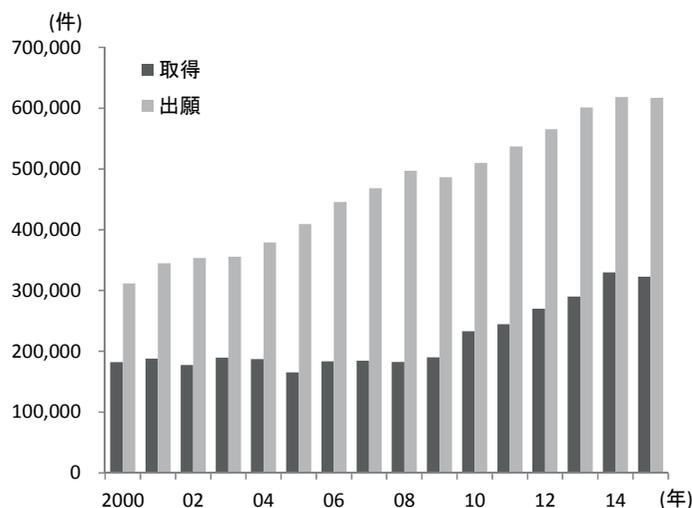
² イーストマン・コダックのプレスリリース（2012 年 1 月 19 日付、同年 12 月 19 日付、2013 年 2 月 1 日付）、報道記事（“Apple, Google in Group Buying Kodak Patents,” *BloombergBusiness*, 2012/12/20.）参照。

³ “Apple Joins Microsoft, RIM in \$4.5 Billion Buy of Nortel Patents,” *BloombergBusiness*, 2011/7/2.

⁴ 合衆国憲法第 1 条第 8 項参照。

⁵ 米特許法（U.S.C. Title 35）第 284 条参照。実際に 2016 年 2 月 3 日、米テキサス州連邦地裁は、セキュリティソフト大手のバーネットが IT 大手のアップルに対して求めていた特許権侵害の損害賠償請求において、意図的な権利侵害を認め、原告が約 5 億 3,200 万ドルの賠償を求めていたところ、約 6 億 2,500 万ドルの支払いを命じた。

図表 2 米国における特許の出願・取得数の推移



(出所) 米特許商標庁 (USPTO) より野村資本市場研究所作成

控訴裁判所で取扱われてきた特許関連の訴訟について、技術的・法的に高い専門性が求められる事案でも対応できるようになった⁶。

このような制度を背景に、1990年代から賠償金・和解金の獲得という「特許訴訟のビジネス化」の動きがみられ、知財権に関する訴訟も増加している。特に、2010年以降は情報通信技術の発達・普及やバイオテクノロジーの研究開発・事業化といった産業の発展が進んだこともあり、特許関連訴訟が急増している。訴訟件数の推移としては、1994年の約1,500件から2009年の約2,800件までは緩やかな増加基調であったが、その後急増し、2013年には約6,500件に達した(図表3)。増加が著しいセクターとして、インターネット関連事業、ソフトウェアを含む「情報通信等」、「バイオ技術・医薬品」、「消費者製品」が挙げられる(図表4)。

特許関連訴訟の増加傾向については、保有する特許に関する正当な権利を主張して対価を得る手段とされる一方で、特許権を利用した事業活動を一切行わず、最初から賠償金・和解金目的の原告による訴訟はパテント・トロールと呼ばれ、被告企業を疲弊させて雇用の喪失につながりかねないと否定的な見方がされている。そのため、近年はパテント・トロールの抑制を図るべきとの意見も多く、オバマ米大統領もパテント・トロールを抑制する政策の導入に注力している⁷。2011年には特許の新規性の判断の厳格化等が盛り込まれた米国発明法(America Invents Act)が成立し、さらに足元では特許侵害理由や利害関係者の特定、弁護士費用等の敗訴者負担等が規定されたイノベーション法も審議されている⁸。

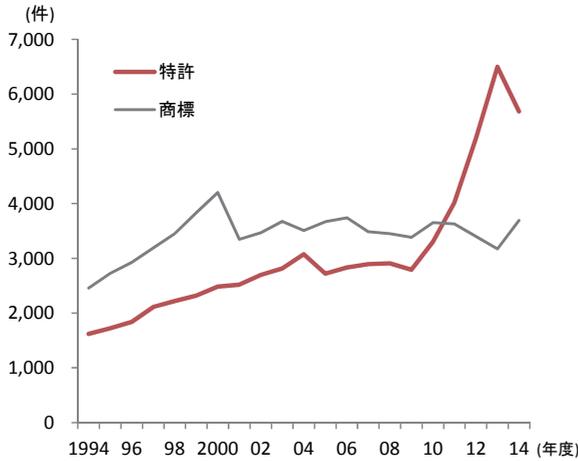
引き続き、知財権に関する訴訟は活発であるものの、近年は特許等の知財の権利を投資対象として売買するファンド等の存在感も次第に増している。

⁶ 原告の勝訴率が高い等の理由で、引き続き連邦地方裁判所が選ばれるケースもある。

⁷ ホワイトハウス資料(“FACT SHEET - Executive Actions: Answering the President's Call to Strengthen Our Patent System and Foster Innovation,” 2014/2/20)及び記事(“Obama urges patent reform,” *The Hill*, 2014/10/10.)を参照。

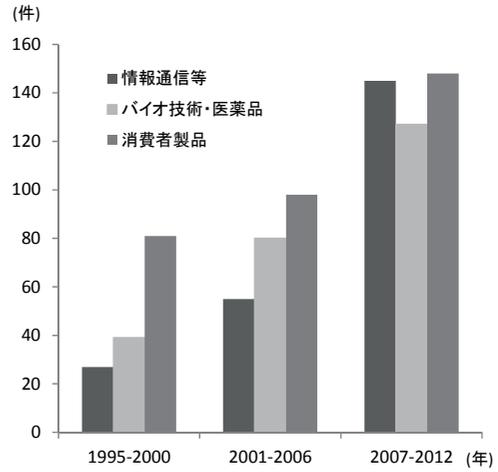
⁸ 米議会ウェブサイト(<https://www.congress.gov/bill/114th-congress/house-bill/9>)を参照。

図表3 米国の特許・商標に関する訴訟件数の推移



(注) 各年度は、前年10月から当年9月。
(出所) 米連邦裁判所より野村資本市場研究所作成

図表4 特許関連訴訟が増加するセクター



(注) 1.情報通信等には、インターネット、オンラインサービス、ソフトウェアを含む。
2.期間中に結審した特許関連訴訟件数。
(出所) PwCより野村資本市場研究所作成

3. 特許権への投資

米国では企業間の特許権の売買や、特許訴訟を目的とする売買に加え、特許権を「運用」目的で売買するファンドによる取引が増え、「特許権取引市場」ともいえるマーケットが発生・発展している。その規模について公式統計は存在しないが、2015年にブローカーが仲介した特許権取引だけでも総額2.3億ドルに上ると推計されている⁹。

特許権取引市場は金融資産の市場に類似しており、ファンドが個人投資家や機関投資家の資金を集めて特許権の「ポートフォリオ投資」も行っている。ただし、ファンドが企業から特許権を購入する際、その評価を行う弁護士・会計士等が関与する点が特徴的である¹⁰。以下では、特許権取引市場を様々な市場参加者・関係者という切り口で分類する。

1) 知財に投資するファンド

株式ファンド、債券ファンドのように、多数の特許権をポートフォリオにして運用するファンドが存在し、保有する特許権から得られる収益をファンドのリターンとしている。また、投資対象とする特許権の分野を絞るファンドや、特許取得まで時間を要する技術に対してベンチャーキャピタル (VC) のように創出に関わり「特許化」を図るファンドなど多様であるが、主なものとして以下のような特徴を持つファンドが存在する。

⁹ 知財取引の仲介サービスを行う法律事務所リチャードソン・オリバー (Richardson Oliver Law Group) 推計。

¹⁰ 米国には、米国特許商標庁への特許出願の代理手続き業務を行うことが認められているパテント・エージェント (patent agent) と、代理手続き業務に加えて弁護士として訴訟代理業務も認められているパテント・アトニー (patent attorney) という資格が存在し、日本の弁理士に相当する。

(1) 特許訴訟型

特許訴訟を行い、損害賠償金や和解金という形で収益を上げることを主目的とするファンドである。他社が製造工程等で用いる技術・ノウハウ等が、ファンドで保有する特許権の侵害に該当すると判断すると、無断使用として訴訟を起こす。多くの場合、当初から特許訴訟を行うことを目的にファンドを組成し、多数の特許を保有する。なお、ファンド以外の形態も含め、権利主張とそれによる収益獲得を目的に特許権を保有する組織を特許不実施主体（NPE: Non-Practicing Entity）やパテント・アサーション・エンティティ（PAE: Patent Assertion Entity）と呼称することもある。最近では企業形態の PAE の活動が活発化しているとの指摘があり¹¹、中には株式会社として上場し、株式・債券発行で調達した資金で特許権を買い集め、時価総額が 10 億ドルを超える企業もある。

特許訴訟で「攻撃的」に収益を上げる以外にも、製造業等の企業と契約し、当該企業の事業活動に関連する特許権をファンドで保有することで、当該企業が特許訴訟に見舞われる潜在的なリスクに対処するケースもあり、この場合ファンドは企業の特許訴訟から守る役割を果たして対価を得る。後述のライセンス型の一種とみることもできる。

例えば、米国で 2008 年に設立され、2011 年に NASDAQ に上場した RPX コーポレーションは、特許関連リスクのソリューションを提供する企業で、顧客企業の特許関連リスクの緩和・管理を主な事業としている。具体的には、顧客企業の事業に関わる特許権を第三者が保有し、潜在的な訴訟リスクとなっている場合、特許権保有者と交渉して買い取り、RPX コーポレーションの下で管理している。同社は顧客企業にとって重要な特許権の特定・分析、交渉・買収手続き、管理を行うための専門家を抱え、創業以来、既に 1 万超の特許権を総額 20 億ドル近い金額で買収した実績がある。

(2) ライセンス契約型

ファンドが、ポートフォリオ等の形態で保有している特許権の技術等を使用していると思われる企業に対し、ライセンス契約を働きかけ、ライセンス収入を得る。特許権を当該企業に売却して収益を得るケースもある。ただし、相手企業にライセンス契約等を拒まれた場合は特許訴訟に移行することもある。特許訴訟とライセンス契約を柔軟に組み合わせながら運用するファンドも多いが、ライセンス契約による収入に重点を置くファンドも存在する。また、特定の分野に集中して特許権のポートフォリオを組むファンドもみられる。

例えば、米国で 1996 年に設立されたロイヤルティ・ファーマ（Royalty Pharma）は、バイオ医薬関連の特許に特化している。同社はバイオ医薬品業界が製薬会社による自社開発中心からライセンス契約形態中心に移行すると予測し、研究開発を行う製薬会社・ベンチャー企業・研究所等から有望な知財権（revenue-producing intellectual

¹¹ RPX コーポレーション「Public PAE Report」参照。

property) を買い取り、他の製薬会社とのライセンス契約の締結や売却を行う。特許権となる前の研究開発中の知財も対象としているため、FDA（米食品医薬品局）/EMA（欧州医薬品庁）によるレビュー中のものもある。

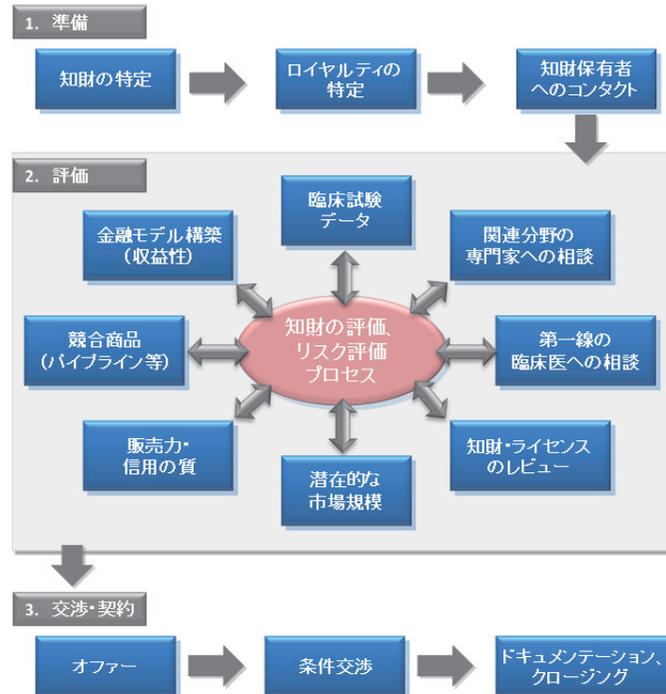
ウェブサイトでは、特許権の売り手として米国の大学や製薬会社とともに、日本の製薬会社の名前も並んでいる。また、買い手にはファイザーやメルクといったグローバルな大手製薬会社に加え、日本の製薬会社も名を連ねている。研究開発に注力する企業や大学等の研究機関と、販売網に強みを持つ大企業をつなぐ役割を担っているともいえる。

投資委員会を設置し、投資基準を定め、図表 5 のような投資プロセスを構築したロイヤルティ・ファーマの組織構造は、投資ファンドに類似している。

(3) ベンチャーキャピタル (VC) 型

VC 型のファンドは有望な技術、あるいはそうした技術等を保有するベンチャー企業に投資して研究開発・発明にも関与し、特許出願・取得も支援する。特許権の収益の一部を得る権利を取得し、中長期的にリターンを得る。ベンチャー企業を育成する要素があり、VC と関わり方が類似しているが、主として知財に投資する点が特徴的である。また、投資開始時点における特許権の価値ではなく、技術等の将来性、すなわち将来得られる収益の現在価値を評価する能力・経験が必要とされ、上述のファンドとは異なる特性を持つ。

図表 5 米ロイヤルティ・ファーマの投資プロセス



(出所) ロイヤルティ・ファーマ ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

日本でも活動するインテレクチュアル・ベンチャーズ (Intellectual Ventures、以下、IV) は 2000 年に米国で設立された知財権投資ファンドの運用会社である。個人投資家、機関投資家、企業から投資資金を集め、Fortune 500 に選ばれるような大企業、ベンチャー企業や大学等の研究機関に眠る特許権を取得し、必要とする企業に売却したり、ライセンス収入を得ている。相手企業が当該ファンドの働きかけに応じない場合は特許訴訟も行っており、複数の日本企業も過去には訴訟の対象となっている。

現在、9 か国に展開し、取得する特許権の分野は食品、農業からライフ・サイエンス、ヘルス・テクノロジー、さらには半導体、通信、ソフトウェアに至るまで多岐にわたる。2016 年 2 月 8 日時点で、日本の特許権だけで約 2,000、全世界では約 35,000 を保有し、リストをウェブサイト上で公表している。

IV は、投資方針・スタンスの異なる 3 つのファンド、①発明投資ファンド (Invention Investment Fund)、②発明開発ファンド (Invention Development Fund)、③発明科学ファンド (Invention Science Fund) を運用する。①が特許権ファンドで 2003 年の組成以降、年平均 35,000 に上る特許権を評価し、ポートフォリオを運用する。②は特許化前の知財に投資し、中長期的に特許化、ライセンス収入につなげることを目指す。4,000 超の投資家、400 超の大学・その他機関とネットワークを持ち、イノベーション支援に注力している点が特徴的である。③は自社で特許につながる発明の創出を目指すファンドである。アーリー・ステージのベンチャー企業に投資する VC に類似しており、研究開発にも直接関わることが多い。長期的に事業化、ライセンス収入獲得を図る。既に 1,000 件超の特許化を実現している。

2) 知財に投資する機関投資家

知財ファンドに対しては、ヘッジファンドや年金基金等の機関投資家、VC 型のケースではエンジェル投資家といわれる個人投資家も投資している。個別の知財権に対する投資になるが、カナダ年金制度投資委員会 (CPPIB : Canada Pension Plan Investment Board) は 2010 年以降、レバレッジド・ローン、ハイ・イールド債、メザニン等のクレジット投資を担当する部門において、ロイヤルティの収入を目的に、医薬品とテクノロジー分野の知財にも投資している。知財投資時のベンチマークについては、各年度に投資・保有する複数の知財をポートフォリオとしてみた際のセクターや信用リスクの構成に応じ、米国投資適格債/ハイ・イールド債、ヘルスケア/IT/通信/メディア・セクターの各指数を加重した参照指数を毎年度構築する¹²。

CPPIB は 2015 年度も NASDAQ 上場のバイオ医薬品会社 (Theravance) に 2,500 万ドルを投資し、知財への投資総額は 10 億ドルに達した。2016 年度も知財投資を拡大する方針である。CPPIB では、知財は安定的な収益をもたらす資産 (stable, income-generating assets) とみなされ、同カテゴリーには不動産やインフラ等のオルタナティブ資産が含まれる。

¹² CPPIB アニュアルレポート (2015 年度) 参照。

3) 知財取引に関わる専門家・ブローカー

知財の取引は、上場株式と異なり、流動性が低く、合意までに時間を要するため、取扱う特許権の分野への知識・理解に加え、業界内の人脈がないと取引成立は難しい。そのため、米国の知財市場には会計士や弁護士に加え、「知財ブローカー」という専門家が存在する。ブローカーは、顧客が事業活動に関わる特許権の買取を希望すると、該当する特許権が含まれるパッケージとその保有者を探し出し、必要な特許権を特定し、売買が成立する価格を算定し、取引につなげる¹³。先述のコダックの事例では、コダック側に付いた米国の知財関連のアドバイス会社（284 Partners）がオークション前、対象となる特許権の価値を推計していた¹⁴。

また、業界誌（Intellectual Asset Management）が主な「IP マーケット・メーカー」を40人選定したところ¹⁵、RPX コーポレーションやIVへの所属に加え、マイクロソフト、インテル、グーグル、IBM、ノキアといった事業法人に所属する人材も含まれている。

また、ブティック系投資銀行の系列として2013年に設立されたブラック・ストーンIPも知財市場のブローカーとして活動し、顧客企業に対してノンコアに分類される知財の売却や知財関連のリスク管理等を助言している。

4) 知財オークション

企業間やファンドとのブローカーを通じた相対取引が中心の知財市場であるが、2005年に知財関連のコンサルティングを行うオーシャン・トモ（Ocean Tomo）が、大規模なものとしては世界初といわれている特許権オークションを実施した。2006年には、金融市場の大手ブローカーで取引プラットフォームを運営するICAPが、米国でICAPパテント・ブローカレッジという子会社を設立してオーシャン・トモを買収し、現在オークションを実施している。

オークションにかけられる特許権は、予めウェブサイトに特許権の番号、売却者名、希望最低入札額が提示され、当日入札が受け付けられる。発明者が複数の特許権を出品する際は単独の出品者として開かれることもあり、また企業が複数の特許権をパッケージにして出品することもある。知財ファンドも買い手として参加していると考えられる。

III 知財投資のポイントと日本における可能性

1. 休眠する知財の活用

日本では特許出願件数が減少し、さらにその未利用率も直近（2012年度）の統計で

¹³ “Turning the spotlight on the brokered patent market,” *Intellectual Asset Management*, January/February 2013.

¹⁴ 前掲脚注2参照。

¹⁵ “Meet the IP market makers,” *Intellectual Asset Management*, July/August 2014.

16.2%に上る¹⁶。日本では、特許取得・維持のコストから登録されていない知財が存在し、特許権を取得しても活用されていないものもあると思われる。

他方、米国では特許出願数が年々増加し、知財の取引市場も発展している。米国企業は中核事業で使用しない知財について、そのままであれば収益や時価総額に反映されないが、他社やファンドに売却することでキャッシュ化している。知財ファンドがVCのようにベンチャー企業の知財に投資したり、その一方で経営再建企業の資金確保にも関与しており、幅広い企業に知財取引が重要な価値をもたらしているといえよう。知財が企業内で死蔵されることなく、必要とする企業で活用されることで、資産の有効活用、さらには産業の活性化やイノベーションにつながることも期待される。

経済が成熟化した日本において、経済活性化を目的にイノベーションの創出や、ベンチャー企業に対するリスクマネーの供給促進を図る政策が議論されてきた。これらは成長戦略にも盛り込まれ、実際にクラウドファンディングや非上場株取引（株主コミュニティ）の制度整備、新規上場に伴う負担軽減などが実現された。イノベーション創出をさらに後押しするためにも、日本企業や大学の研究室内に眠る知財の活用を促す意義は大きいといえよう。

2. 日本における知財取引市場の創設のポイント

日本で知財取引市場を創出・発展させるにあたり、米国における特許権の投資環境を概観すると、いくつかのポイントが考えられる。第一に、知財権の内容と将来の収益性を評価できる目利きの存在である。知財ファンドやブローカーに知財権の市場価値を算定できる人材が必要となる。米国で、知財ファンドが投資対象を知財に限定していることや、知財ブローカーに米国の投資銀行が大々的に進出していないことから、知見・専門性の重要性がうかがえる。先述のCPPIBも機関投資家として知財投資を行うにあたり、2010年に専門のチームを設けて対応している。これから市場の創設・発展に取り組む日本としては、知財権に知見のある弁護士、会計士、弁理士等の専門性を持つ人材の育成、確保が不可欠となる。

第二に、知財市場の参加者間の人脈やネットワークである。知財権は株式のように取引所で活発に取引されず、流動性も低い資産のため、知財権を保有する企業やファンドといった知財市場の参加者との人脈が重要となる。知財取引市場をマッチングの場として機能させるために、米国の知財マーケット・メーカーに相当する役割も重要となる。

日本の企業・大学等の研究開発によるこれまでの蓄積やベンチャー企業のこれからの発明を、知財取引・投資の活発化によって十二分に活用することで、日本の経済成長につながることを期待される。

¹⁶ 特許行政年次報告書 2014年版参照。