

技術移転対価としてエクイティを提供する実務について

November 2022

森・濱田松本法律事務所

パートナー弁護士/弁理士 増 島 雅 和

大学発ベンチャーの上場審査における知財の取扱い実務

東証2022新規上場ガイドブック（グロース市場編）「VI 上場審査に関するQ&A」（2）

Q53：大学が保有している特許などの知的財産権を利用して主要な事業を行っている場合、上場承認までに当該知的財産権を譲り受けていることが必要でしょうか。

他者が保有する特定の知的財産権を契約により独占的に利用して主要な事業が行われている企業（注1）については、当該知的財産権にかかる契約が解除された場合には、事業の継続が困難になる等の理由から、上場に際しては、原則として、当該知的財産権を保有先から譲り受け、自社で保有することが望まれます。

しかし、大学については公的な性格を有することから、その研究成果は社会への還元が求められており（注2）、譲渡後に当該知的財産権が活用されなかったり（知的財産権の死蔵化）、大学が想定していない目的（注3）に使用されたりする懸念は現状においては相当程度排除されなければならないと考えられることから、当該知的財産権の保有先からの譲り受けが困難であることが想定されます。その場合には、当該知的財産権の実施にかかる申請会社の権利の保護が上場後においても大学との契約において適正に講じられていることを、以下のようなポイントを踏まえ、合理的に説明していただく必要があると考えられます。

- ① 例えば、専用実施権（注4）の付与を受けることにより、申請会社が排他的に当該知的財産権を利用でき、また、申請会社自身が特許等侵害に対抗できるような契約になっていますか。
- ② 当該知的財産権を保有している大学が当該知的財産権にかかる管理や保護を組織的かつ適正に行っていますか。
- ③ 契約期間は申請会社が上場後も継続的に事業を行っていくうえで適正な期間になっていますか。
- ④ 当該知的財産権の実施にかかる費用について、当該契約で明確化されていますか。
- ⑤ 大学（注5）から一方的に解除もしくは不利益な条件に変更されない契約内容になっていますか。

なお、知的財産権にかかる契約内容等は投資家の投資判断に重大な影響を与える可能性が高い情報であると考えられることから、当該契約内容の開示が可能となるよう事前に守秘義務を解除する等の対応が必要であると考えられます。

（注1）代替技術の利用が可能な場合や多くの要素を複合的に使用して事業を行っている場合など当該知的財産権の事業上の重要性が低い場合はこの限りではありません。

（注2）例えば国立大学では、国立大学法第22条第1項第5号において、国立大学法人の行う業務として、「当該国立大学における研究の成果を普及し、及びその活用を促進すること。」と定められ、研究成果の社会還元が求められています。

（注3）大学によっては軍事目的や非倫理的目的等に研究成果を利用することを禁止しています。

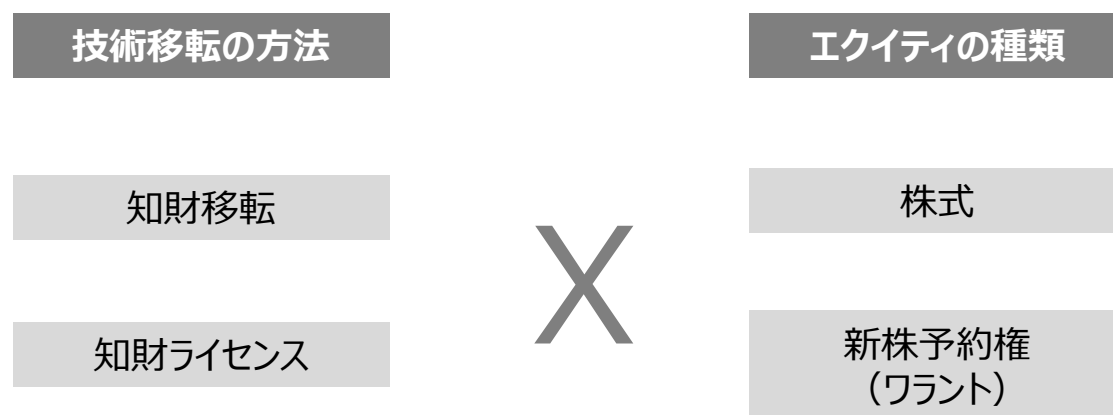
（注4）専用実施権とは、特許発明を独占的に実施することができ、また、権利の侵害者に対して自ら差止請求や損害賠償ができる権利であり、特許庁への登録により効力が発生します。なお、申請会社による知的財産権の排他的な利用について専用実施権と同等に一定の保護が図られるスキームであると評価できるものであれば、必ずしも専用実施権に限定するものではなく、審査上認められるものと判断することもあります。

（注5）申請会社の事業継続の観点から問題ないと評価できる相手先であれば、知的財産権の保有者が大学でない場合についても、審査上認められるものと判断することもあります。

経産省による旗振り後、日本でもエクイティ対価は実務として浸透しつつある状況

- 「大学による大学発ベンチャーの株式・新株予約権取得等に関する手引き」（知的財産権のライセンスに伴う新株予約権の取得を中心に）（経済産業省 2019年5月）
- 「オープンイノベーション促進のためのモデル契約書（大学編）－ライセンス契約書」（特許庁）
- 「技術移転対価型新株予約権割当契約の手引き」（国立大学法人東海国立大学機構 名古屋大学 2021年12月）

- 技術移転と対価のエクイティ払いは、2 x 2 のマトリクスで考える



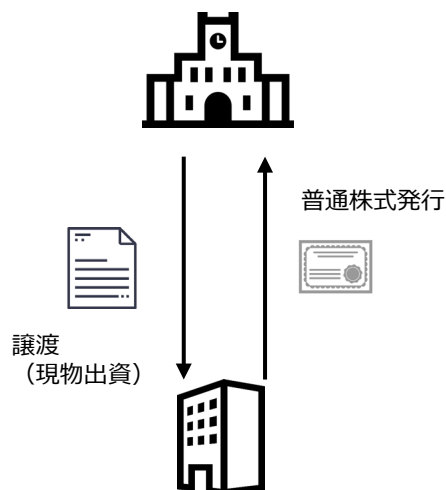
技術移転対価型新株予約権割当契約の手引き

2021年12月

国立大学法人東海国立大学機構 名古屋大学

森・濱田松本法律事務所

大学が特許権を中心とした知財をスタートアップに譲渡する実務も検討されている



- 研究者自身が、いったん大学に帰属した自らの研究成果を特許化したものを買い取り、代わりに株式を大学に提供するケース
 - 研究者以上にその技術について知っている者はなく、特許権は研究者自身が応用したいビジネスを想定して権利化
 - 大学に権利を残しておく意味が薄い
- 以下の場合には、株式発行の対価が特許権であっても、裁判所から検査役の選任を得ずに株式を発行することができる。
 - 大学への割当株数が発行済株式総数の10%以下
 - 特許権の価額が500万円以下
 - 特許権の価額の相当性につき士業者の鑑定意見の取得
- 特許権の譲渡対価は、無形資産の開発の実務に照らせば開発コストを基礎に考えることになるのではないか。
 - なお、譲渡であってもアーンアウトの考え方を採用すれば将来の特許からの収益の一部を大学に分配するモデルがとれないわけではない。

対価を株式とするか新株予約権（ワラント）とするかは決めの問題

□ 対価を株式とする場合には、普通株式が付与される。

- 投資家の資金を受ける条件として技術移転が行われていることが要求されるため、技術移転時は創業者が保有する普通株式しかないのが通常
 - ベンチャーファイナンスにおける優先株は、資金調達に際して創業者の持分を過度に希釈化させないために普通株よりも価格の高い株式を発行する技術として用いられており、大学に優先株を発行するロジックがないのが通常。
 - 海外では技術移転の対価としてスタートアップの株式が付与されるのが通常（株式+現金の組み合わせの場合を含む）
 - 株式を付与する場合には現物の交付又は金銭の払込みが必要（特許権を移転しない場合には金銭の払込み）
 - 日本で株式を対価としない理由と疑問
 - 対価の払込が必要
 - ・特許権の現物給付が可能
 - ・普通株式の価格はノミナル
 - 総会の議決権が発生
 - ・行使しなければよい（放棄）だけでは？
 - 減損のリスク
 - ・普通株式が減損するのは失敗時
- ➔ 合理的な理由はなく、基本的には専門知識が足りないことによるフォビア
 - ➔ 他方、知識がない大学に柔軟性に欠ける株式を持たせることはスタートアップにとってリスクでしかない
 - ➔ スタートアップは創業者間紛争、投資家vs創業者の紛争が頻発し、株主はこれに巻き込まれる。株式を持つことへのリスクに対する大学の直感は正鵠を突いているともいえる。
 - ➔ もともと大学は支配権に興味はなく（≒スタートアップのガバナンスに関わる意欲も能力もない）、単にエグジット時のアップサイドが欲しいというだけの動機でエクイティを触りに行っている点で、従業員などと立場は異ならない。とすれば、大学は新株予約権を持っていれば十分との判断は、結論として正しいとも言える。

対価を株式とするか新株予約権（ワラント）とするかは決めの問題

- 対価を新株予約権とする場合、取得時には新株予約権対価を支払わないワラントとして設計される。
 - 新株予約権に対価を支払う有償新株予約権を設計することは可能だが、現行実務による限りそのように設計する理由がないように思われる（ライセンス契約に「ライセンスの一時金として添付の新株予約権X個を無償で付与する」と規定することに特に実務上の支障は生じていない）。
- 新株予約権は、「将来、権利行使することによってあらかじめ定めた行使価格で普通株式を取得することができる権利」
 - ベンチャーファイナンスの実務では完全希釈化ベース（潜在株はすべて発行されたものとみなす）で資本政策をコミュニケーションする
 - 議決権が発生しない点で、スタートアップのガバナンスに関与せずにエクイティの経済的利益に参加したい/させたい場合に最適
 - 行使条件の設定、強制取得事由をクリエイティブに設計することによって、ニーズに応じた柔軟な仕組みを作ることができる
 - 普通株式を渡す場合に比べて複雑な点が難点
- ➡ ワラント付与の実務は海外実務に照らすと珍しい実務ではあるものの、ベンチャーファイナンスのロジックからすると不合理な実務ではない（少なくとも日本のベンチャーファイナンスの実務とのアラインメントは可能）と思われる。



- ✓ 海外の株式エクイティの実務に照らして考えると、ライセンス対価の標準的な設計である（一時金） + （ロイヤリティ）のうち一時金部分の全部または一部をワラントにする実務を指向するのが穏当か。
- ➡ 現行の日本の実務で比較的標準となっていると思われる「ライセンス」×「ワラント（+金銭）」の組み合わせを念頭に、ベストプラクティスを模索するという方向性でガバナンスの指針を策定してはどうか？
 - ※ 東証審査基準やスタートアップに特許権を移転した方がよいケースも十分に想定され、またレイターズステージでのスタートアップによる特許権の買取りの選択肢を殺してしまうようなガバナンス指針は良くない。画一的な対応になりがちな大学の習性を踏まえ、One fits allではないことをしっかりと強調し、他の選択肢・要請があること、これに柔軟に対応することが大学に求められることを指摘したうえで、典型例として「ライセンス」×「ワラント」を提案するというスタンスが良いのではないか。

バリュエーションのロジックから見た「株式」vs「新株予約権」

- 株式を発行する場合には、バリュエーションに関する議論を避けることができない
 - 株式の発行には、必ず「発行価額」が必要
 - 現物出資の場合にも交付する財産の価額を明らかにしなければならない
 - 知財移転の対価を株式とする場合、発行する株式数と出資資産の価額が決まる以上、「1株あたりの価額」が算出されるため、その時点の発行会社の時価総額（バリュエーション）が算出されてしまう。
 - スタートアップの時価総額（バリュエーション）はベンチャーファイナンスにとって最重要であり、スタートアップの資本戦略に大きなインパクトを与えてしまう。

 - 新株予約権は、バリュエーションに関する議論を回避することができる
 - 新株予約権の理論価額は、株価、株価のボラティリティ、行使価格、金利、行使可能期間の関数によって導かれるが、様々な行使条件を付すことによって理論価額を変化させることができるもの
 - ・ ストック・オプション目的の新株予約権は発行体に労務費の費用計上が求められるが、ファイナンス目的の新株予約権にはそれがない。
 - これまでの知財対価の新株予約権の発行実務では、新株予約権の発行価額（発行時に払込む金額）をゼロに設定していたが、新株予約権の発行価額を設定し、これと一時金の額と同額として相殺処理をすることは理論的には可能
 - ・ ただし、これを行うことでメリットがある当事者は存在しない（大学も新株予約権の額を認知して資産計上しなければならなくなる）。
- ▼
- ✓ 管理会計上の面倒ごとはモノゴトを「法定通貨建」の価値で考えようとするからではないか
 - ✓ そもそも知財の客観価値は不可知であり、「一時金」なるものも理論的根拠がある金額ではない以上、単純に「知財移転の対価としてシェアx%とロイヤリティy%をもらう」取引とみて、
 - ・ シェアについてはExit時点のシェアをイメージしながら
 - ・ ロイヤリティについてはスタートアップの持続的な成長を確保できる利益率をイメージしながら
 決めればよく、頭でっかちに法定通貨建の「価格」を議論する必要はないのではないか
 - 株式と異なり新株予約権では実務的にそのような議論が可能！

ベンチャーファイナンスのロジックを大学が理解していることが大前提

□ 投資家がない段階でもベンチャーファイナンスのロジックを踏まえたエクイティ取得が必要

- 投資家は通常、大学からの技術移転が完了していることを条件としてファイナンスを提供する
- 技術移転をする段階ではまだ、スタートアップに規律を及ぼす投資家（VC）がないことが多い
- 起業家も必ずしもベンチャーファイナンスのロジックを理解していないケースも多い中でのエクイティ取得となる
- ベンチャーファイナンスのロジックを踏まえないエクイティ取得をしてしまうと、ベンチャーファイナンス不能の会社となってしまう、投資が得られずにプロジェクトがとん挫する

□ スタートアップのベンチャーファイナンス実務を踏まえたワラントの設計

- ワラントの行使価格

- ✓ 優先株の内容には、発行価格よりも低価格で株式を発行した場合には、発行会社にペナルティを課す仕組みが含まれている（希釈化防止条項）
- ✓ 希釈化防止条項の例外には、ストックオプションのみが記載されているのが現状の実務
 - ➡ 優先株の発行以降に大学がワラントを取得する場合、行使価格の設定は希釈化防止条項がトリガーしないように定めなければならない
 - ※ 本質的には、スタートアップがこのような新株予約権を発行することを想定した優先株の内容にしておくことが適切
 - USではストックオプション目的の場合のほか、優先株主の資本多数決の同意がある場合には希釈化防止条項がトリガーしないように作られている。
- ✓ フェアな発行実務という観点からは、行使価格は新株予約権の付与時の普通株式の公正価額とするのが良いのではないか？
 - ※ 投資家がつく前の設立したての会社の場合、創業者が引き受ける普通株式と同額
 - ➡ 発行会社にライセンスが付いたことにより、発行会社のバリュエーションが大きく上がったと整理して、投資家からは高い価格で優先株式を引受けてもらえる。
 - ※ 近時は優先株式の代わりに、シード投資用の有償新株予約権（日本ではJ-KISSが知られている）を用いるケースも多い。

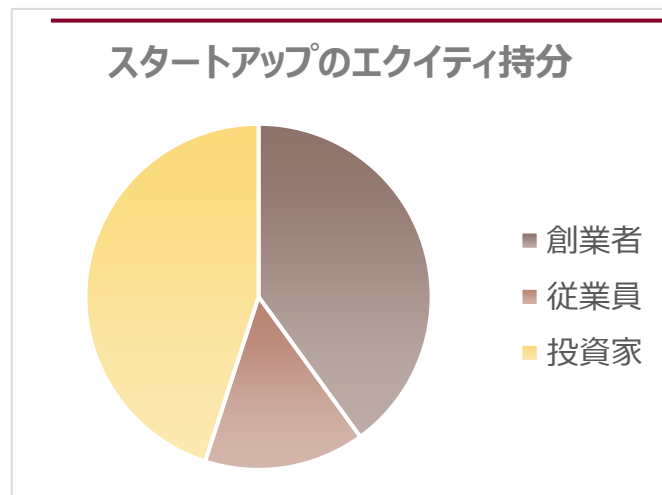
- 発行するワラントの割合

- ✓ 実務的には、付与時の発行済株式総数（完全希釈化ベース）の3-5%程度になるのではないか。
- ✓ その後のダイリューションが進むことで、エグジット時点で1-1.5%に着地するイメージ

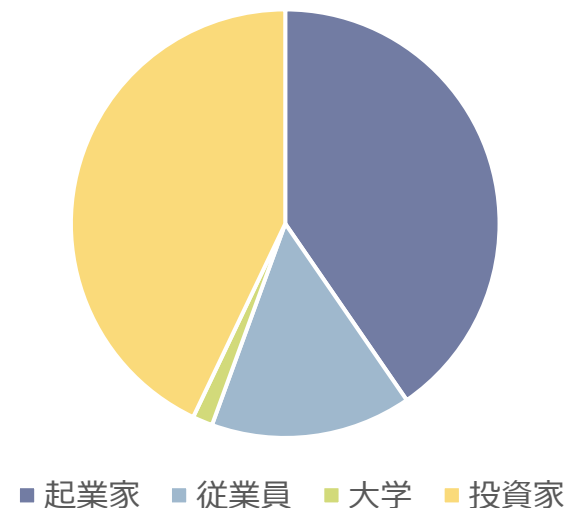
- IPO時以外のワラントの金銭化

- ✓ M&A時にはワラントを行使したうえで普通株式を売却するのが本線だが、契約により（普通株の買収価格－行使価格）でワラント自体を買い取ってもらうアレンジができるように工夫
- ✓ 後のラウンドでワラントを投資家に売ることができる仕組みを導入することで、IPOなどに先立って大学がワラントを金銭化する仕組みを導入

VCと大学間のキャピタルゲイン分配をめぐる調整



スタートアップのエクイティ持分
(大学持分あり)



<与件>

- スタートアップのガバナンスを仕切るのは投資家 (= 外部株主)
- 日本では創業者は支配権を手放したくない
- 投資家は、人事戦略遂行のために創業者に10-15%のエクイティ分配の裁量を付与

➡ 創業者 : 従業員 : 投資家 = 40 : 15 : 45

← 大学が知財を梃子にエクイティを要求

<変更後>

創業者 : 従業員 : 大学 : 投資家 = 40 : 15 : x : (45 - x)

投資家が経済シェアX分を減らすことが正当化できるのは、その分以上に大学により企業価値が増加する場合のみ

※ 「大学知財により『半径』が長くなったことによって、投資家ポーションの『面積』が維持もしくはプラスになる」という算式が成り立つ必要

注) 世界市場を狙う経営陣とそれを支える投資家の実力がある海外では、このようなセコいシェア割りをめぐる小競り合いは生じない。このようなセコいシェア割りの話が出るのは、ひとえに日本の起業家がグローバルマーケットを狙う実力がなく、投資家もそれを支える実力がなく、大学の知財の品質が低い結果、時価総額の大きな企業が生まれないため。もし「半径」の倍率が非常に大きければ、高々大学への数パーセントのシェア付与など投資家にとって問題とならない。

技術移転対価をエクイティとすることによる大学とVCの感じるリスクの軽減策

□ 大学の感じるリスク

- ✓ 「設立したてのスタートアップのエクイティなんてリスクが高いのではないか」
 - そんなものより目先で確実な現金が欲しい

<回答>

「大学の行動一つでエクイティのリスクは下がる！」

<意味>

「エクイティを得る以上ライセンスを付与して漫然としてはいけません。エクイティの価値は大学自身の行動によって大きくも小さくもなるのです。」

- 発明者である教授が、スタートアップに積極的に関与し、データの提供や発明実装のノウハウなど、特許公報からは知り得ない「知」をスタートアップに注ぎ込む
- スタートアップの信用補完のために、大学のレピュテーションを供与する（〇〇大学発ベンチャー、アカデミアでのフィーチャー、アカデミック関連の様々なイベントやメディアへの登壇機会の提供 etc.）
- 大学が持っているスタートアップに役立つネットワークを紹介する

⇐ スタートアップのエクイティをとるのであれば、こうしたものを提供できる素地やネットワークを築こう！

□ VCの感じるリスク

- ✓ 「付与したエクイティが企業価値を増大させるなら歓迎だが、モノにならないときにはエクイティのただ捨てになる」
 - フロントエンドでVCがギブアップしているエクイティは、知財投資が成功したものと仮定して提供しているので、知財がモノにならない（＝収益につながらない＝事業開発に失敗した）場合には、エクイティの調整が必要ではないか。

<回答>

「それ、エクイティを正しく設計すれば解決できます！」

技術移転対価をエクイティとすることによるVCの感じるリスクを軽減するエクイティ設計

□ 強制取得条項の活用

- 新株予約権は、一定の事由の発生をトリガーとして、発行会社が保有者から新株予約権を強制取得する条項を新株予約権の内容として定めることができる。
- 併せて強制取得するにあたっての対価（無償なのか、対価ありであればいくらなのか）を定めることができる。



- ✓ 新株予約権の付与の前提となっている大学による協力約束をライセンス契約に定めたうえで、その約束違反を強制取得のトリガーとする方法
- ✓ 取得対価は無償とするか、もともと一時金として支払うべきだった金銭（の一部）とするか
- ✓ ライセンス契約の解除を強制取得のトリガーとすることも考えられる

□ ベスティング条項の設定

- 「ベスティング条項」とは、付与された新株予約権につき、これを行行使する条件を別途定めるテクニック
- 行使条件が成就しなかった新株予約権を無償取得する、放棄したものとみなすとする事で、条件を満たさなかった分の新株予約権は結果的に付与されなかったことと同じ経済状態を回復することができる。
- ベスティング条項は、「新株予約権の行使条件」として新株予約権の内容とすることもできるが、属人的な条件として定める場合には、柔軟性を保つために新株予約権の内容とせずに割当契約上に定めることが多い。



- ✓ マイルストーンを定めたうえで、マイルストーンをクリアするごとに一定の新株予約権につき行使可能とする仕組みを導入する方法
- ✓ マイルストーン設定自体が難しいことが多いため、ライセンスの有効期間に応じて行使可能な新株予約権が線型的に増えていく仕組みを導入する方法（従業員向けストック・オプションの実務に類似）

※ 経時的ベスティングは形式的に見えるが、知財の価値は最終的に製品化するかどうかによってのみ図られるべきでなく、その間のラーニングの過程に知財が寄与したのであれば、その分はベスティングがなされてしかるべきと考えるのであれば、合理的なベスティング条件と言える。

連絡先

オンライン名刺交換用QRコード



弁護士 増 島 雅 和
森・濱田松本法律事務所
tel. 03.5220.1812
email. masakazu.masujima@mhm-global.com