

資金調達手法～証券化を中心に

会員 後藤 陽子

目次

1. はじめに
2. 企業の資金調達手段
 - (1) 従来の資金調達手段
 - (2) 間接金融—融資など
 - (3) 直接金融—株式または社債の発行など
3. 新たな資金調達手段—知的財産権を対象とした証券化
 - (1) 企業の信用に頼らない新たな資金調達手段
 - (2) 対象となる資産
 - (3) 知的財産権を対象とした証券化のスキーム
 - ① SPC を用いた証券化
 - ② 信託を用いた証券化
 - ③ その他
4. まとめ

1. はじめに

ここでは、知的財産権を対象とした証券化を中心に述べるが、その前に知的財産権の証券化がなぜ必要なのか、というところから振り返っておきたい。知的財産権の証券化は有用なツールではあっても、万能ではなく、数ある選択肢の1つにすぎないからである。

よく言われることであるが、知的財産それ自体に価値があるのではない。事業化されてはじめて価値が生まれるのである。では、事業には何が必要か？事業に必要なのは、ヒト、モノ、カネ、そして知的財産であろう。しかし、カネがなくても知的財産を生みださうるが、カネがなければヒトを雇うこともできないし、モノを買うこともできない。そこで、事業を起こす際はまず資金の調達が必要となってくる。

事業化のための資金調達の手段は様々である。その中で、今回取り上げる知的財産権を対象とした証券化は比較的新しい手法である。そこで、以下では、まず従来の資金調達手法について触れ、その後、知的財産権を対象とした証券化を紹介する。

2. 企業の資金調達手段

(1) 従来の資金調達手段

企業は事業を行なう際、必要な資金を調達する必要がある。このとき、資金を調達する手段としては、自己資金を利用する場合もあるが、一般的には必要な資金の一部またはすべてを外部から調達することが多いだろう。

外部からの資金調達手段には、主に銀行からの融資、または株式または社債を発行して市場から資金を調達する方法などがある。これらはいずれも、当該企業自体の信用に基づいた資金調達手段である点で共通している。すなわち、「企業の信用」とは企業の倒産リスクをいい、もしその企業が倒産した場合、融資であれば銀行はその返済が受けられないし、社債や株式であれば投資家が有する社債または株式の価値はゼロになってしまうのである。

ところで、上に述べた各資金調達手段（裏を返すと、資金を供給する方法）は、「間接金融」と「直接金融」の二つに区別されて説明されることがある（図1）。両者の違いは、資金の最終的な出し手と資金の最終的な受け手の間に、銀行などの仲介があるか否かの違いであり、仲介があるのが間接金融、仲介がないのが直接金融である。そこで、この二つの区分に分けて、資金供給の仕組み及び企業の倒産リスクとの関わりを中心に、各手段の概要を説明する。

	企業の倒産リスクに基づく資金調達（例）	企業が保有する資産に関わるリスクに基づく資金調達（例）
間接金融	融資	ノンリコースローン
直接金融	株式や社債の発行	証券化

図1 資金調達方法の例

(2) 間接金融—融資など

間接金融とはその名の通り間接的に資金を供給する手法をいい、その主な例は銀行による融資である。銀行は預金者から資金を調達し、それを企業に融資して

いるのである（図2）。ここで銀行の役割は様々あるが、その1つには、貸した資金が返済されない（＝預金元本の損失）リスクの軽減があるだろう。すなわち、預金者が直接企業に資金を融通した場合、返済を受ける前に当該企業が倒産してしまうと、預金者は貸した資金の返済を受けられなくなってしまう。しかし、銀行による融資の場合には、銀行という仲介者がいることによって、銀行自体が倒産しない限り、預金は返ってくる。銀行は、多くの預金者から資金を調達し、それを多くの企業に供給することによって、ある企業の倒産により資金を預金者に返済できなくなるリスクを低減しているのである。

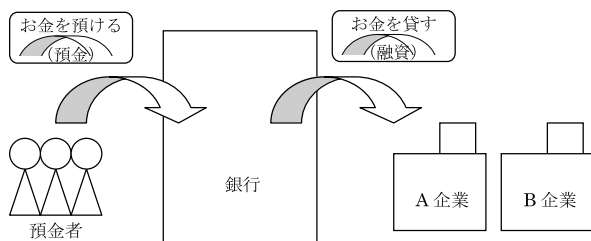


図2

さて、銀行は、預金金利にいくらか乗せた金利を支払い金利として融資を行なう。この預金金利と支払い金利の差分には、銀行のマージンの他、その企業に応じた金利分が含まれている。この企業に応じた金利分とは、前にも述べた企業の倒産リスクに基づいたものである。この金利分は、当該企業の倒産リスクが高いほど高くなり、倒産リスクが低ければ低くなる。すなわち、融資した資金が返済される際は、一般的に金利は返済期日前に定期的に支払われ、元本は返済期日に一括して返済される。もし融資した企業が返済期日前に倒産する恐れがある場合（＝倒産リスクが高い）、銀行は何とか早めに資金を回収するため、返済期日前に支払われる金利を高めに設定しようとするだろう。一方、融資した企業が返済期日前に倒産する恐れがない場合（＝倒産リスクが低い）、銀行は早めに回収しようとは特に思わないため、金利も低めに抑えられるだろう。ここで、倒産リスクが高いか低いかという判断は、当該企業の信用リスクを銀行がどうみているかに拠ってくる。

以上、2. (1) でも述べた通り、融資などの間接金融は企業の信用に基づいた資金調達手段なのであり、その支払い金利に企業の倒産リスクが反映されているのである。

(3) 直接金融—株式または社債の発行など

一方、直接金融とは、資金の出し手が企業に資金を直接供給する手法であり、例えば株式や社債などがある。間接金融と異なり、資金供給された企業が倒産した場合、その企業に資金を出した株主や社債保有者が保有する株券や社債券の価値はゼロとなってしまう。その代わりに、間に仲介者を入れない分だけ高い利回りを享受することができる可能性がある。なお、仲介者を介さずに直接資金供給を行なうための場として、“市場”というものが存在する。例えば、東京証券取引所などがそれに該当するであろう。

企業の倒産リスクとの関係では、融資などの場合には〔預金金利＋銀行のマージン〕に企業の倒産リスクに応じた金利分が上乘せされるのと同様に、社債や株の利回りにも企業の信用リスクが反映されている。ここで、倒産リスクに応じた金利分は、一般的に社債や株の利回りと国債の利回りの差に反映されていると考えられている。なぜなら、国はもっとも倒産する可能性が低い（すなわち倒産リスクが低い）と考えられているからである。社債や株式の場合、企業の倒産リスクを判断するのはその投資家自身であり、すべての投資家の判断を集約したものが市場での値段に反映されているのである。

以上、2. (1) でも述べた通り、社債や株式などの直接金融は企業の信用に基づいた資金調達手段なのであり、その金利に企業の倒産リスクが反映されているのである。

3. 新たな資金調達手段—知的財産権を対象とした証券化

(1) 企業の信用に頼らない新たな資金調達手段

これまで企業の信用に基づいた資金調達手段（融資、株式や社債の発行など）について述べてきた。ここからは、企業の信用以外のものに基づいた資金調達手段について述べる。なお、2. (1) の図1において、企業の信用以外のものに基づいた資金調達手段の例としてノンリコースローンも挙げているが、資金供給の方法がローンという形を取っている点以外は証券化と似ているため、ここでは省略する。企業の信用以外のものとは、例えば、企業が有する財産、すなわち売掛債権といった金銭債権や、不動産といった有体財産、知的財産といった無体財産が挙げられる。そして、こうした資産を活用して資金調達を行なうための仕組みの

一つが証券化である。企業の信用以外のものを活用して資金調達がなされるということは、返済原資がそういった資産等からのキャッシュフローに限定され、返済が困難となった場合でも、企業自体（当該財産以外の企業財産）には遡及しないということである。従って、ベースとなる金利に上乘せされる分も、当該企業の信用に拠らず、返済原資となる資産のリスク（当該資産から返済を受けられなくなる可能性）に拠ってくることとなる。

ちなみに、昨年の信託業法改正により、知的財産権を信託の対象とすることが可能になったことを受けて、知的財産権の証券化が昨今注目を浴びている。

なお、知的財産権でなら何でもよいというわけではない。当該知的財産を使った事業が既にキャッシュフローを産んでいるようなものの方が望ましいとされている。

(2) 対象となる資産

上述した通り、証券化とは、企業が保有する資産に基づいて資金調達を行なうための仕組みであり、当該資産から生み出されるキャッシュが調達した資金の返済原資となる。

企業が保有するあらゆる資産が証券化の対象となりうるが、実際に事例が多いのは、売掛債権などの金銭債権、不動産などである。また、昨年末の法改正により信託の対象に知的財産権も含められることとなったことから、証券化の対象として知的財産権への注目が高まりつつある。

(3) 知的財産権を対象とした証券化のスキーム

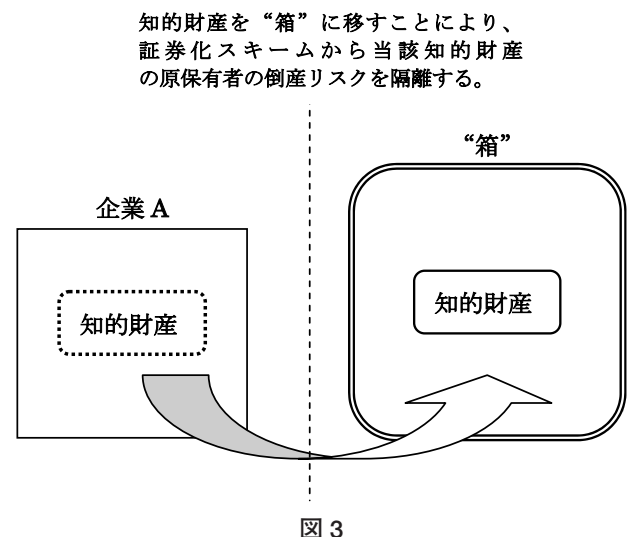
証券化は企業の信用以外の資産に基づいた資金供給（もしくは資金調達）を実現するための仕組みであるが、それを実現させるために、資金を調達する者と供給する者の間に“箱”を置いている。

この“箱”の役割は、対象となる資産をそれを保有していた企業から切り離すことである（図3）。すなわち、企業が倒産した場合には、通常、債権者は当該企業が保有している資産を差押えて、そこから得られるキャッシュから幾ばくかでも資金を回収しようとする。従って、もともとその対象となる資産を保有していた企業がそのまま保有し続けていると、その企業が倒産した場合、当該資産も債権者により差押えられる可能性がある。しかし、証券化の対象となる資産を“箱”に移し、それを保有していた企業から切り離すことにより、当該企業が倒産しても、当該資産が債権

者の差押えの対象となるのを防ぐことができるのである（いわゆる「倒産隔離」である）。すなわち、“箱”を用いて、従来その資産を保有していた企業の倒産リスクから当該資産を隔離することにより、企業の信用以外のもの（具体的には、証券化の対象となる資産の減価リスク）に基づく資金の供給（もしくは調達）手法が実現されるのである。

なお、証券化の対象となる資産を“箱”に移す際には、譲渡される資産の「真正売買性」も問われることとなる。「真正売買性」とはすなわち「資産譲渡が売買か担保か」ということである。資産の売買ではなく、資産を担保として“箱”に提供したものとみなされれば、当該資産を提供した企業が倒産した場合、当該資産は差押えの対象となり、いわゆる「倒産隔離」を実現することが困難となる。さらに、資産を売買した場合であっても、オリジネーターによる買戻し特約が売買契約に付されていた場合などには、“箱”への資産売却は、当該資産を担保とした融資とみなされ、当該資産を提供した企業が倒産した場合には、差押えの対象となる可能性がある（「SPC法」黒崎浩・根本忠宣・波多野圭 金融財政事情研究会 P.19）。従って、「倒産隔離」を確実に実現するためには、真正売買性を具備していくことが重要となる。

さて、この“箱”にはいくつかの種類があり、その主なものを以下に紹介する。



① SPC を用いた証券化

まずは、“箱”として SPC（Special Purpose Company：特別目的会社）を用いた証券化である。SPC とは、ある特別の目的を持って設立された会社

◆ SPC を用いた資金調達の為の基本的な知的財産権の証券化スキーム

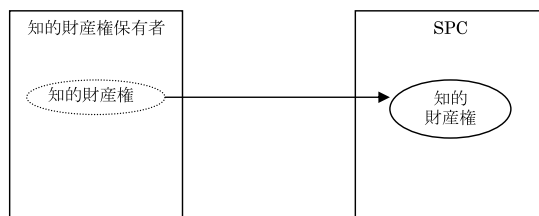


図4 知的財産権の移転

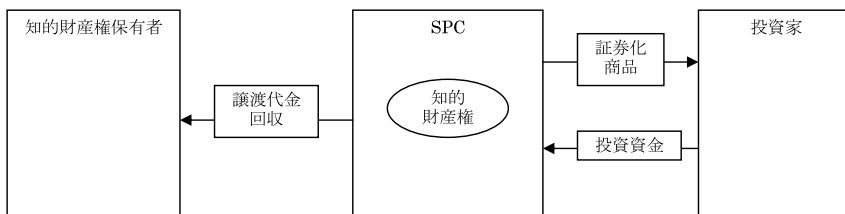


図5 証券化商品の販売と譲渡代金の回収

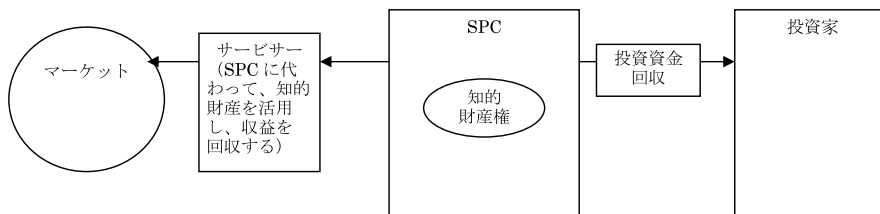


図6 サービスによる知的財産の活用と投資家による投資資金の回収

の総称であり、株式会社、有限会社、資産流動化法上の株式会社 (= 特定目的会社)、海外 SPC など様々な形態がある (「証券化入門」 岡内幸策 日本経済新聞社 P.32, 35)。なお、わが国最初の知的財産権の証券化事例は「ピンチェンジモデル」と呼ばれるもので、資産流動化法に基づいて設立された株式会社 (= 特定目的会社, TMK) にスカラ社が保有する 4 つの特許権を移転させ、そのライセンス料 (ライセンシーはピンチェンジ社) に基づき特定目的会社が社債を発行することにより、スカラ社が資金調達を行なったケースである (「知的財産の証券化」 広瀬義州・桜井久勝 日本経済新聞社 P.108)。

SPC を用いた一般的な証券化スキームは以下の通りである。

ア) 知的財産権の移転 (図4 参照)

資金調達を希望する者 (以下、「資金調達者」という) は、保有する知的財産権を SPC に完全に譲渡する。これにより、本スキームにおいて資金調達者からの倒産隔離がはかられることとなる。

イ) 証券化商品の販売と譲渡代金の回収 (図5 参照)

SPC は、当該知的財産から生じるキャッシュフ

ローを裏づけとして社債を発行し、投資家に販売して、資金を調達する。そして、その資金を当該知的財産権の購入代金として資金調達者に支払う。通常、資金調達と購入代金の支払は同日付で行なわれる。これにより、資金調達者による資金調達の目的は達成される。

ウ) サービスによる知的財産の活用と投資家による投資資金の回収 (図6 参照)

SPC (多くの場合、SPC から委任を受けたサービス業者、アセット又はプロパティマネジャー (SPC に代わって原資産 (この場合は知的財産) の管理・資金の回収等を行なう者) が当該知的財産を活用して収益を生み出し、投資家への元利金の支払いに充当する。ここでサービス業者、アセット又はプロパティマネジャーが必要となるのは、SPC 自体は資金調達者から知的財産権を移転させるための単なる“箱”であって、知的財産を活用し、資金を回収するための機能 (人材など) を持たないためである。

② 信託を用いた証券化

2004 年 12 月に行なわれた信託業法の改正により、知的財産権を信託の対象とすることが可能となった。これにより、知的財産権の証券化の“箱”として信託

を用いることができるようになった。

信託には、①財産を管理処分するという「財産管理機能」、②信託財産を信託受益権という形を通じて信託目的に応じた形に転換できるという「転換機能」、③信託財産が委託者及び受託者の倒産の影響を受けないという「倒産隔離機能」、④信託自体は課税対象にならないという「導管機能」等の機能がある他、一定の税制上のメリットが享受できる（「知的財産ファイナンス」小林卓泰 清文社 P.229）。このうち、転換機能、倒産隔離機能、導管機能、税制上の利点などを生かして、信託を“箱”として知的財産権を活用した資金調達が可能となるが、前に述べたSPCを用いる場合には会社の設立が必要である等、スキームを完成させる前の準備負担が重かったが、信託を用いれば、基本的には信託会社（信託銀行も含め）との信託契約に基づいて信託譲渡を行えばよく、会社の設立等といった負担はないことから、SPCを用いた方式にはないメリットがあり（コストメリットなど）、知的財産権の証券化を促進するとして期待されている。

なお、信託の財産管理機能を生かした知的財産信託も登場している。具体的には、例えば、信託銀行が委託者から知的財産権を信託財産として受託し、名義上

その知的財産権の権利者としてライセンス活動を行ない、ライセンシーから徴収したライセンス料を委託者に支払うというものである。この場合は、信託銀行が委託者に代わってライセンス活動を行ない、ライセンス料の徴収の管理を行なっているのである。このように、特に人手の足りない中堅・中小企業などが、知的財産管理・活用機能のアウトソーシングのために、知的財産信託を活用する例も出てきている。

信託を用いた一般的な証券化スキームは以下の通りである。

ア) 知的財産権の移転及び信託受益権の受領（図7参照）

資金調達者は、保有する知的財産権を信託会社に信託譲渡し、第三者対抗要件を取得する。これにより、本スキームにおいて資金調達者からの倒産隔離がはかられることとなる。その代わりに、資金調達者は信託会社に対し信託受益権を取得する。

イ) 信託受益権の販売と売却代金の回収（図8参照）

資金調達者が自ら又は間に入った証券会社等を通じてその信託受益権を小口化して投資家に販売し、その販売代金から資金調達者は必要な資金を

◆信託を用いた資金調達の為の基本的な知的財産権の証券化スキーム

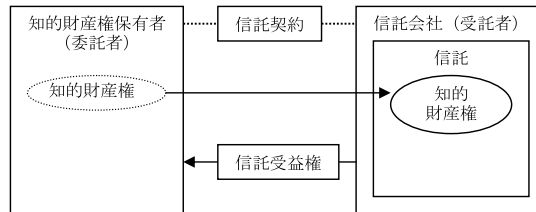


図7 知的財産権の移転及び信託受益権の受領

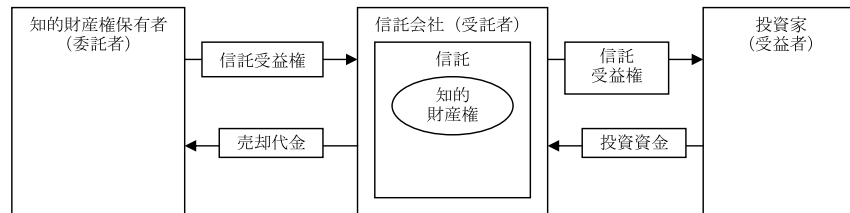


図8 信託受益権の販売と売却代金の回収

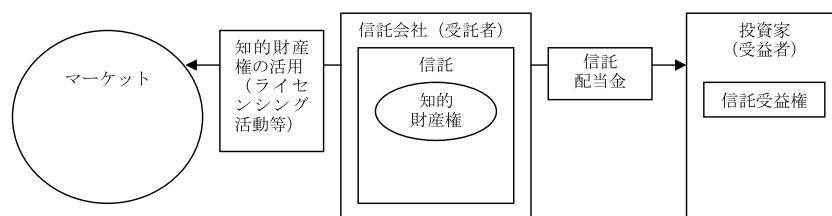


図9 信託会社による知的財産の活用と投資家による投資資金の回収

資金調達手段を選択する際に考慮すべき事項			
	各手段のメリットデメリット	自社のステータス	投資家のリスク選好
融資	経営の自由は確保できるが、金利・元本の支払いが経営を圧迫する恐れがある。	倒産リスクの低い大企業などであれば、比較的低い金利で資金調達が可能。	銀行など
株式	資金返済のプレッシャーは少ないが、経営の自由を失う恐れがある。	倒産リスクが高い企業であっても、事業の成長がある程度の確率で見込めるのであれば資金調達が可能。	よりハイリスクハイリターンを求める投資家など
証券化	経営の自由を確保しつつ、返済のプレッシャーを緩和することができるが、ある程度の確率でキャッシュフローが見込める優良な資産を保有している必要がある。	倒産リスクが高い企業であっても、事業の成長性がまだ不明確な場合でも、優良な資産(知的財産権など)を保有していれば資金調達が可能。	証券化の対象となる資産のリスクリターンに応じた投資家

図 10

調達する。これにより、資金調達者による資金調達の目的は達成される。

ウ) 信託会社による知的財産の活用と投資家による投資資金の回収 (図 9 参照)

信託会社は当該知的財産を管理活用し (ライセンス等), その結果生み出された収益を受益者へ配当する。なお, SPC を用いた場合には, SPC 自体が単なる器であるために, サービスが実際に知的財産の活用を行なうことが多いが, 信託会社は自ら知的財産の活用等を図ることができる。

③ その他

上記のような“箱”の他に, 例えば組合形式などがある。組合形式には 2 種類あり, 任意組合と匿名組合である。それぞれの概要を以下に述べる。

まず任意組合は, 複数の当事者が出資を行ない, 共同の事業を営む旨の組合契約に基づいている。例えば, 映画製作のための資金を調達するためによく用いられている「製作委員会方式」がこれに該当する。一方, 匿名組合は, 契約の一方の当事者が相手方の営業のために出資し, その営業から生じる利益を分配する旨の組合契約に基づいている。

こうした手法は, スキームを組むにあたっては柔軟な対応が可能であるものの, 組合構成員は法律上無限責任を負うなど投資家保護のための規定が不十分であり, 一般投資家を募集するのは難しい。

4. まとめ

従来一般的な資金調達手法 (融資や株式, 社債の発行等) 及び知的財産権を対象とした証券化手法について説明してきたが, 資金調達をしようとする企業は, 資金調達できればどの手法でもいいというのではなく, どの手法によって資金調達すべきか, よく考える必要がある。例えば, もし融資や社債ばかりで資金調達をしていると, その固定金利の支払い, 元本の返済が経営を圧迫する恐れがある。一方, 株式だけで資金調達をしていると, 経営の支配権を行使され, 思うままに経営ができなくなる恐れがある。すなわち, 各手法のメリット, デメリットを考慮しつつ, 各手法をバランスよく組み合わせることが必要なのである (図 10)。なお, リスクとの関係でいうと, 知的財産権の証券化は, 企業の倒産リスクが証券化の対象となる知的財産権に係る事業のリスク (当該事業からキャッシュフローを得られないリスク) よりも高い場合には, 融資等よりも資金調達コストを低減できるというメリットを発揮する。一方で, 調達した資金の返済には当該事業から得られるキャッシュフローを割り当てていくこととなるが, その事業が失敗した場合, 資金を返済できなくなる。融資とは異なり, 調達した資金を返済する義務というのが契約上は無い場合でも, そうした事態が続けば, 当該企業に対する投資家の信用を失う恐れがあり, さらに証券化手段により資金調達をすることが困難となる恐れがある。

また、資金調達手法を選択する際は、事業化の段階についても考慮すべきである。すなわち、経営基盤もしっかりした大企業がベンチャーキャピタルから資金を受け入れる必要は無いし、一方で創業間もない企業の場合、融資を受けようとしても、倒産リスクが高すぎて、もしくは銀行が倒産リスクを計りかねて、融資を受けられない、もしくは高い支払い金利を要求される可能性もある。従って、資金調達手法を選択する際は、事業化の段階によって、その時点で最適な資金調達手法を選択すべきである。ちなみに、知的財産権の証券化は、創業間もない段階の企業などには、証券化の対象となる価値のある知的財産を有しているのであれば有用な資金調達手段となるだろう。なぜなら、創業間もない企業で、融資を受けるのが困難、だが株式や社債を発行するには時期尚早である場合、株式や社債を発行せずとも、多くの投資家を広く募ることができ、さらに経営権には直接の影響はないなどの利点があるからである。ただし、証券化の対象となる知的財産権を活用することによりキャッシュフローをある程度の確率で見込めることが非常に重要である。

また、投資家の性質も考慮すべきであろう。すなわ

ち、投資家によってリスクの選好が異なるということである。一般的にリスクとリターンは比例するとされている。すなわち、取るリスクが低ければそれに対して得られるリターンは低く（資金が返済されない可能性は低い）、一方取るリスクが高ければそれに対して得られるリターンも高くなる（資金が返済されないリスクは高い）、投資によって追加的に得られる収益は低い、一方取るリスクが高ければそれに対して得られるリターンも高くなる（資金が返済されないリスクは高い）、投資によって追加的に得られる収益は高いということである。そして、例えば銀行はより低いリスクを好み、株式の投資家はより高いリスクを好むとされている。従って、融資（銀行にとっては投資）は低リスク・低リターンであり、株式は高リスク・高リターンとなる。また、一投資家の中でも、リスク・リターンの異なる金融商品を組み合わせて持っていることもある。従って、資金を調達しようとする際は、資金調達するための仕組みの中にこういったリスクがあるのかを把握し、そのリスクを取れる投資家はどこにいるのか、ということを考える必要がある。

以上

(原稿受領 2007.2.28)

読者の声

投稿のお願い

本誌における情報、言論の流れはとかく一方通行に終わりがちであり、編集に携わるパテント編集委員会としては本誌が読者に如何に読まれているか一寸気になります。

「読者の声」欄に、筆者への反論、編集者への注文などをEメールにてお寄せ下さい。

●宛 先：日本弁理士会 広報・支援・評価室「読者の声」係

TEL：03-3519-2361 FAX：03-3519-2706

投稿原稿はこちら… patent-bosyuu@jpaa.or.jp

※ 500字程度で、氏名・年齢・職業・連絡先を明記のうえ、投稿ください。

※掲載の都合上一部を手直しすることがありますので予めご了承ください。