

知財信託の論理

—機能及び組成コストの比較

土井宏文 (ジャパン・デジタル・コンテンツ信託株式会社代表取締役社長・知的財産権投資協議会事務局長)

Intellectual Property in Trust

Hirobumi Doi

President of Japan Digital Contents Trust, Inc./Frame-Changers Council of Intellectual Property Secretary-General

2004年12月30日の改正信託業法施行により、知的財産権（以下、知財という）も受託可能財産となった。管理のみを目的とした信託の利用も有用であるが、ここでは信託の資金調達スキーム受け皿（SPV＝special purpose vehicle）機能について考察する。コンテンツ産業などの知財ビジネスの場合、期待収益率のプレ（リスク）などを考慮すると企業金融（コーポレートファイナンス）よりも事業金融（プロジェクトファイナンス）がより適していると言われる。この面から見て、信託が他のSPVと比較して、どのような特性を持つのかを中心に概観することとする。

■キーワード 財産管理機能 導管機能 転換機能 組成コスト 投資家保護

1. エクイティ性の資金調達機能

事業金融であるとするならば、当然ながら、実績配当型の商品設計を可能とするものが必要である。信託を用いた金融商品は、実績配当型の商品設計を可能とする。つまり、いついつまでにいくら支払うことを約するデット型（融資等）の金融商品ではなく、信託財産から生じるキャッシュフローに応じて信託配当を受益者（投資家）へ還元するエクイティ性の金融商品を投資家へ提供することを可能とする。資金調達サイドにおいては、投資家へ還元するキャッシュを定期的に確保する必要はなく、特に創業間もないベンチャー企業等キャッシュポジションが不安定な企業にとっては、事業に専念できるというメリットがある。なお、投資家から見た場合には投資分のみの責任ですむ有限責任性を有することになる。

2. プロジェクト性資金の調達機能

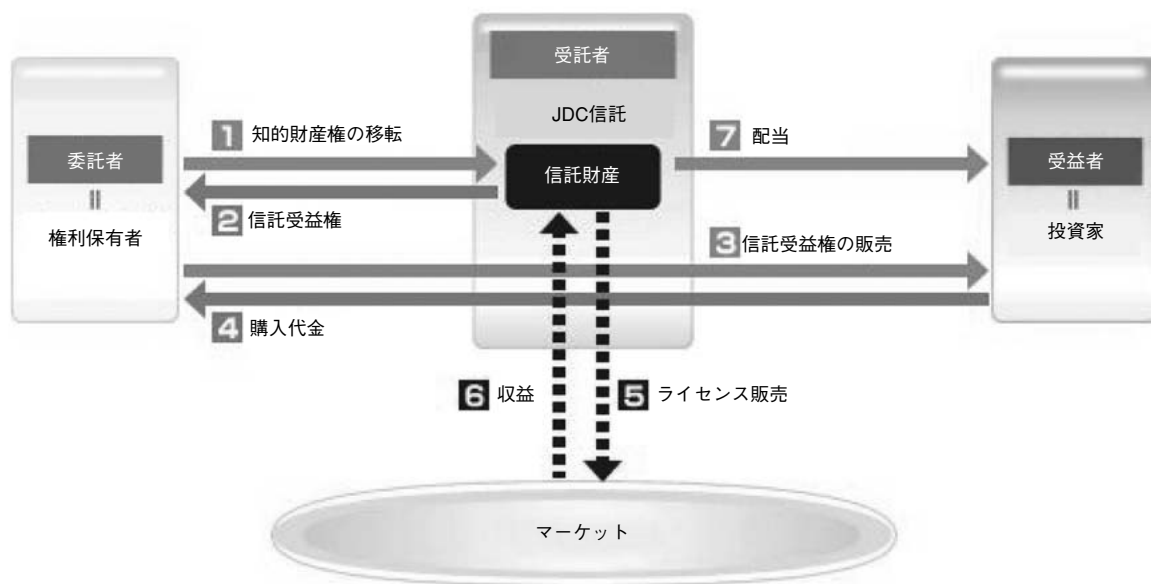
エクイティ性の資金調達ではあるが、株式に係る

ものではなく、会社の支配権や資本政策に影響を及ぼすものとはならないことが必要である。信託は資金調達サイドの影響を極力排除することを可能とならしめ、投資家サイドから見た場合、純粋に原資産だけを考慮した投資とすることができる。つまりプロジェクト性の資金調達機能を持つことと言える。

3. 財産管理機能

信託法第一条は、信託を「財産権の移転その他の処分を為し他人をして一定の目的に従い財産の管理または処分を為さしむる」ことであると定義している（注：改正信託法案に於いては、第二条に於いて、「信託」とは「次条各号に掲げる方法のいずれかにより、特定の者が一定の目的に従い財産の管理又は処分及びその他の当該目的の達成のために必要な行為をすべきものとする」と定義されており、基本的な違いはない）。受託者は、信託財産について対外的には唯一の管理処分権者となり、信託契約に定められた信託目的に従い、受益者のために、自らの名において信託財産の管理処分等の信託事務を執行する。

図1 信託の基本的な仕組み



4. 導管機能

信託の機能のひとつに、conduit (= 導管体) 機能が挙げられる。この特徴として信用補填などの追加的仕組みの設定のほか、以下の2点が挙げられる。

①倒産隔離

資金調達者が資金調達のために何らかの原資産を倒産隔離されていない法的主体 (entity) へ移転した後に、資金調達者もしくはentityが倒産した場合、資金調達者やentityの更正管財人や債権者が原資産もしくは原資産から生じたキャッシュを差し押さえられ、資金運用者が損失を被る可能性がある。資産流動化型においては、このような倒産リスクから隔離する仕組みを組成する必要がある。信託法第十六条は、信託設定後に生じた事由による信託財産に対する強制執行等を禁止しており、これにより信託財産は委託者の破産等から法的に保護される (注：改正信託法案に於いては、第二十三条、第二十五条に於いて同趣旨の規定がある)。

② tax transparency (二重課税の回避)

SPVに原資産から流れ込むキャッシュフローが、途中で減少することなく投資家サイドへ流れること

は、資金調達スキームを組成する観点から絶対的な条件である。つまり、SPVには税務上透明であること (tax transparency) が要求される。一般にSPVを使った資金調達スキームは、その資金調達構造の違いによりいわゆるデット型 (融資等) とエクイティ型 (投資等) に区分される。特にエクイティ型の商品を開発する場合においては、tax transparencyを如何に確保するかということが重要となる。なぜなら、一般の内国法人における法人税の所得の金額の計算上、配当金は損金に算入されず、その配当金相当額に実効税率を乗じて得た金額相当の課税負担を生じることとなるからである。tax transparencyを確保する方法はいくつかあるが、税法の特別の規定でtax transparentとなる場合と、組織のあり方から本源的にtax transparentである場合との2通りがある。

日本の税法は、課税対象を原則として組織の法形式に基づいて分類していることから、法人格を認める余地のない信託については原則としてtax transparencyを認めている。

5. 転換機能

信託は、財産を他人である受託者に管理・処分さ

せることにより、委託者自らが財産を管理・処分する場合と比べて、対象資産を異なる性格・内容の財産権に転換することを可能ならしめる。資産流動化型に用いられるSPVとしての信託は、通常この機能を最大の特徴としている。具体的な転換の機能は以下の通りである。

①財産の性状・性質を転換する機能

例えば、テナントが入居している建物等の不動産の保有に係る管理事務負担が大きい場合、これを不動産信託し、信託受益権の形態で保有することによりその負担が軽減される。他にも、譲渡手続きが煩雑もしくは困難を伴う資産であっても、受託者への信託譲渡を行うことにより、信託受益権の形態に変換でき、譲渡については簡易な手続きで行うことができる。

②キャッシュフローの転換

信託した資産や財産権から生じる本来のキャッシュフローを、信託を用いることにより異なる内容のキャッシュフローに転換することができる。

③リスク・リターン属性の転換

対象資産本来のリスク・リターンを、受益権の複層化（優先劣後構造）その他の信用補完措置を通じて、対象資産とは異なるリスク・リターン属性を有する信託受益権に転換することができる。

④金額規模の転換

小口分割することが困難な資産であっても、いったん信託を設定し信託受益権で保有することにより、以降は小口分割・譲渡が可能になる。例えば、土地を信託し、その受益権を分割して売却すれば、土地の権利者は受託者だけであるが、実質的な権利者は受益権を取得した者の数だけ存在する。逆に、不特定多数の者が信託した金銭を、一つの運用団にまとめて運用すれば、形式的な権利者の数は受託者一人となる。このように信託には、権利者の数を単数を多数に、また多数を単数に転換する機能がある。

以上のように、信託というSPVは、全ての機能を有している。さらに、投資家保護の強度と資金調達スキーム構築に要する固定費用とのバランスに於いて、信託はバランスの取れたSPVである（前国

会で成立した金融商品取引法の施行によって、投資家保護の観点から集団投資スキームを包括的に対象とすることになるため、施行後の様相は少々変化することになる。ここでの比較は、あくまで現時点のものである）。

では、信託以外のSPVにはどのようなものがあるだろうか。列挙すると、民法上の任意組合、商法上の匿名組合、「投資事業有限責任組合契約に関する法律」上の有限責任組合、「資産の流動化に関する法律」（資産流動化法）上の特別目的会社（SPC = special purpose company）もしくは会社法上のSPC、知的財産権以外の信託などがある。

5.1. 組合関連

民法上の任意組合を利用した代表的な資金調達手法の一つは製作委員会方式である。これは、特定のコンテンツに係わる周辺ビジネスの関係当事者が出資する形態のもので、純粋な投資というよりもリスクを分散するための共同事業（各出資者はビジネス権 = 窓口権を有する）という性格が強いと捉えられる。従って、出資者（投資家）は業界のプロに実質限定されており、当該製作委員会に業界以外の投資家が参加する例はあまり多くない。このスキームが業界内で多く使用される理由は、会計上の処理において、各窓口権に関連にした費用の計上や配当の配分等が容易にできる点にある（任意組合を規定するのは、民法667条から688条のみで、674条の損益分配以外に会計上の規定はされていない）。その一方で、任意組合において投資家は無限責任を負うという性格を有している。この点から見ると、任意組合は事業金融に必要なSPVの機能を充たしていないことになる（この点からは、民法上の任意組合ではなく、昨年施行された「有限責任事業組合契約に関する法律」に基づく有限責任事業組合 = limited liability partnership を利用するケースが増えてくる可能性がある）。また、この共同事業で生ずる権利・義務は、それぞれの持分に応じて各組合員に帰属する。著作権に関しては出資比率に応じた権利は持つものの、個別に権利行使が許されない合有（ごうゆう）という所有形態である。つまり、組合員全員の同意が得られなければ、あらかじめ規定さ

れた目的以外に使うことはできない。加えて、組合員の持分譲渡は容易でなく、組合員の脱退と加入の手続きが必要となる。組合員が脱退する時には、持分への支払戻し請求権に応じなければならず、持分の算定等の規定がない現行制度では、実質的に関係者の同意という曖昧な算定方法に依存するなどの問題点が指摘されている。

匿名組合とは、投資家が事業のプロである営業者に対して出資をするものの、対外的な行為はすべて営業者が行い、出資者は背後に匿（かく）れるという契約形態である。すなわち、営業者が組合員（投資家）からの出資を受けて、自己の名において組合契約で定められた営業を行い、当該営業から生じた利益を組合員に分配するという契約である。製作委員会方式で使われる任意組合の投資家が窓口権を持ち、事業に直接関わる関係者であるのに対して、匿名組合の投資家は、事業とは関係のない純然たる投資家となる場合がほとんどである。契約書の形式についていうと、任意組合では組合員全員が一本の契約書に署名捺印するのに対して、匿名組合の契約書は、営業者と匿名組合員が一对一で結ぶ。仮に10人の組合員がいたとすると、契約書が10本作られることになる。匿名組合の特徴は、民法上の任意組合とは違って、出資者の有限責任が法的に担保されており、投資家にとっては投資（出資）しやすいという点あげられる。つまり、投資家は出資額までの損失はあるが、それ以上の責任を取る必要はない。その点では通常の株式に極めて近い投資であるといえる。しかしながら、匿名組合も商法535条から542条に規定されているのみで、会計上の規則や営業者の義務も明確ではない。会計処理や利益分配も含んだ実質的な営業者と組合員の規定は、契約次第となっているケースが多い。また、営業者が破産した場合は、匿名組合の財産は営業者に帰属していることから破産財団に組み込まれ、当該財団の管理および処分をなす権利は破産管財人に専属されることとなる。その際、匿名組合員である投資家が保有する権利は、出資金払戻請求権であり、この権利は破産法上一般の破産債権として扱われる。当該権利は、貸金債権等営業者の通常の債権に比べて優先も劣後もするものではなく、平等に扱われる。匿名組

合においての問題点は、このように匿名組合財産が営業者に帰属するため第三者に対抗できないということがあげられる。

なお、投資事業有限責任組合契約に関する法律上の有限責任組合は、任意組合をベースとしており、業務執行を行う組合員は無限責任組合員であるが、一般組合員は有限責任組合員となっている。任意組合と匿名組合の中間形態と捉えられる。

以上のように、これら組合関連のSPVは事業金融に適した機能を全て有している訳ではない。しかし、組成コストを低く抑えられることから、現状では業界に精通したプロ投資家が共同して投資するのによく用いられている。但し、現状では劇場用映画への投資を目的とした組合の場合には商品投資に係る事業の規制に関する法律（商品ファンド法）の規制がかかる。こうなると、投資家保護は十分になされるものの、ファンド組成等に係わるコストが非常に高くなると云う問題点がある。また、2004年12月1日の証券取引法改正により、組合の出資金は「みなし有価証券」となった。投資家50人未満であれば特段の手続きは不要であるが、50人以上、投資金額1億円未満の場合には有価証券通知書が、50人以上、投資金額1億円以上の場合には有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書が必要となる。投資家保護が強くなる訳である。反面、ファンド組成等に係わるコストは上昇する。前述した金融商品取引法が施行されると、その傾向はより強まることが予想される。

5.2. SPC 関連

資産流動化法のSPCには、いくつかの課題や問題点がある。最大の課題は、組成コストが掛かり過ぎることである。この場合、スキーム組成者がSPCの発起人、株主となるケースが多く、スキーム組成者が倒産した場合に、恣意的にSPCを倒産手続きに移行させるリスクがあった。こうしたリスクを軽減するため、SPCの株主・取締役を中立的な立場におき、倒産隔離を確定する必要があり、ケイマン法人、特定持分信託、有限責任中間法人等を本来の株主とSPCの間におくような手段がとられる。さらにSPCは、特定資産の管理及び処分にかかわる業

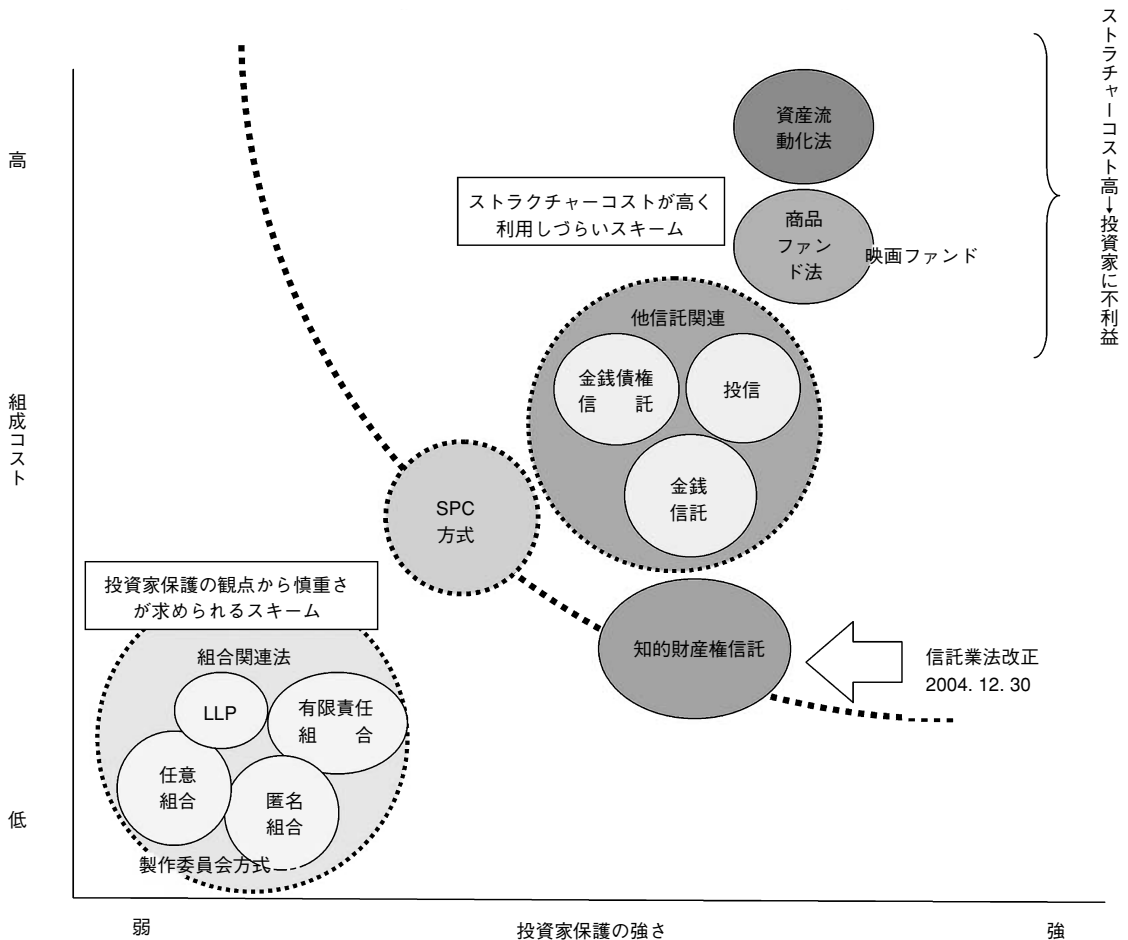
務を行わせるため、これを信託会社等に信託するか、当該資産の譲渡人または当該資産の管理及び処分を適正に遂行するに足る財産的基盤及び人的構成を有するものに、その管理及び処分にかかわる業務を委託しなければならない。このほか、SPCに係わる規定としては、二重課税を回避するための租税特別措置法で定められた要件がある。①利益の配当支払額が配当可能金額の90%を超えていること、②資産対応証券のうち、特定社債券の募集による発行総額が1億円以上であること、または適格機関投資家のみを引き受けられていること。もしくは資産対応証券のうち、優先出資証券が50人以上の者に引き受けられていること、または適格機関投資家に引き受けられていることなどであり、機能上も活用し

にくい面がある。なお、会社法上のSPCに於いては、二重課税が回避できないという機能上の問題点があるほか、資産流動化法上のSPCと同様に、何らかの倒産隔離の手段を講ずる必要があり、コストの上昇を招いている。

5.3. 知財以外の信託

知財以外の信託を利用したものとしては、金銭債権信託を利用したアニメファンドやコナミのゲームに対する外国証券投資信託の例がある。どちらも信託業法改正前に考案されたものである。仕組みとしては斬新なものであるが、やはり知財信託が不可能だった時点のスキームであり、知財そのものの管理がなされないことや海外の現法等を利用せざるを得

図2 SPVの比較



なかったがために組成コストが高過ぎることなどの問題点があり、一般化はしなかった。

以上を図示し、そのなかに知的財産権信託をプロットすると、以下のようなものとなる（図2参照）。X軸は投資家保護の強弱、Y軸は仕組みを組成する為の固定コストと考えてもらいたい。まさに、現時点では知的財産権信託は丁度バランスの取れた手法と言えよう。

なお、リスクが小さいと捉えられた場合には企業金融も考えられる。企業金融であれば組成コストは高くならないだろう。代表的な例としては日本政策投資銀行（当時、日本開発銀行）が1995年に開始した知財担保融資（現在の「新産業創出・活性化融資制度」）がある。知財を担保とする手法である。担保の機能としては、資産を担保にすることにより債務者に心理的な圧迫を加えて債務の弁済を促す機能（留置機能）や担保の利用もしくは処分によって得られたものから優先的に弁済を受ける機能（優先弁済機能）がある。しかし、担保の条件としては、

①評価の容易性、②保管・管理の容易性、③第三者対抗要件の具備、④処分の容易性などが求められる。②や③は問題ないが、①や④を徹底しようとすると事務コストが相当に嵩むであろう。貸し手サイドの利鞘収益に対しコストが大きくなり過ぎることもあるだろうし、もし、利鞘をコストに見合うまで引き上げるとすると、弁済履行義務を有する企業にとって金利が高くなり過ぎることになる。これが、ノンリコース型や利益参加型であれば良いのだろうが、日本では実例が少ないのが実態である（責任財産限定特約付利益参加型社債の発行に関しては、日本の法律解釈では賛否が分かれており、実例がない）。

さて、知財信託の代表例として、シネマ信託～シネカノンファンド第一号がある。この信託は映画会社シネカノンが手掛ける複数の作品に対する資金調達の仕組みである（図3参照）。複数の作品を投資対象とすることにより、ポートフォリオ型の著作権投資を可能にするものであり、投資の安定性を増すものとなっている。但し、このスキームでは、知財

図3 信託利用例（「シネマ信託TM～シネカノン・ファンド第1号～」）

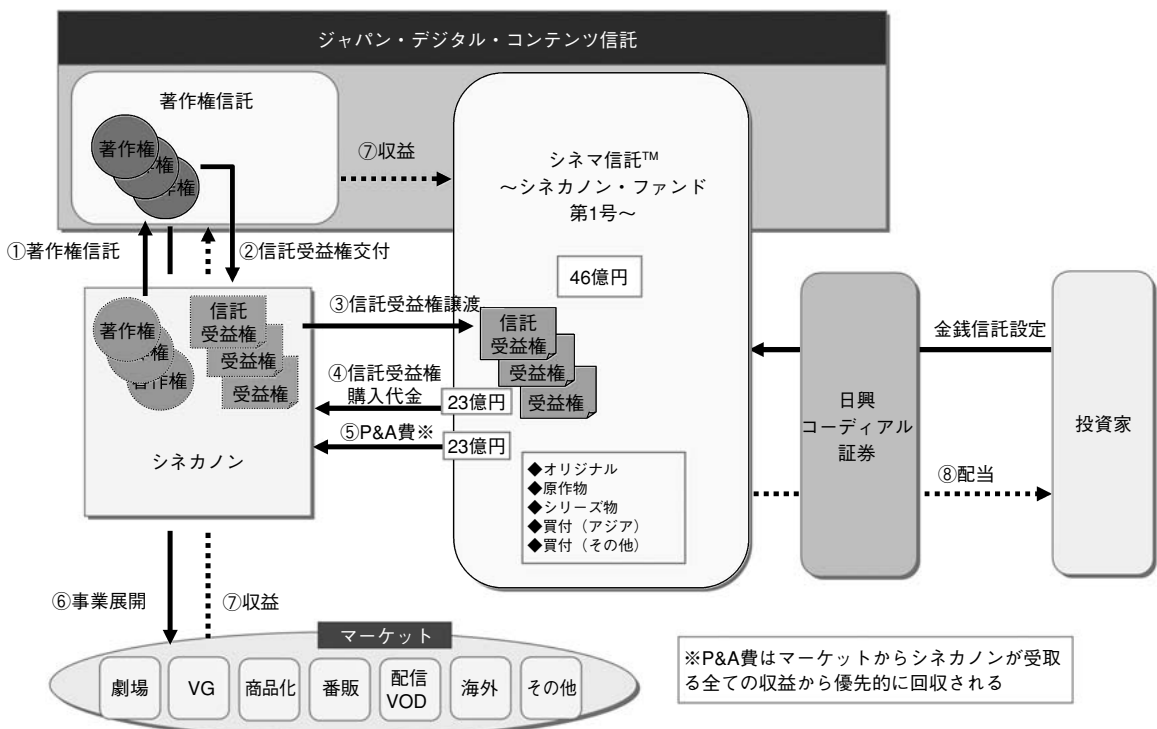
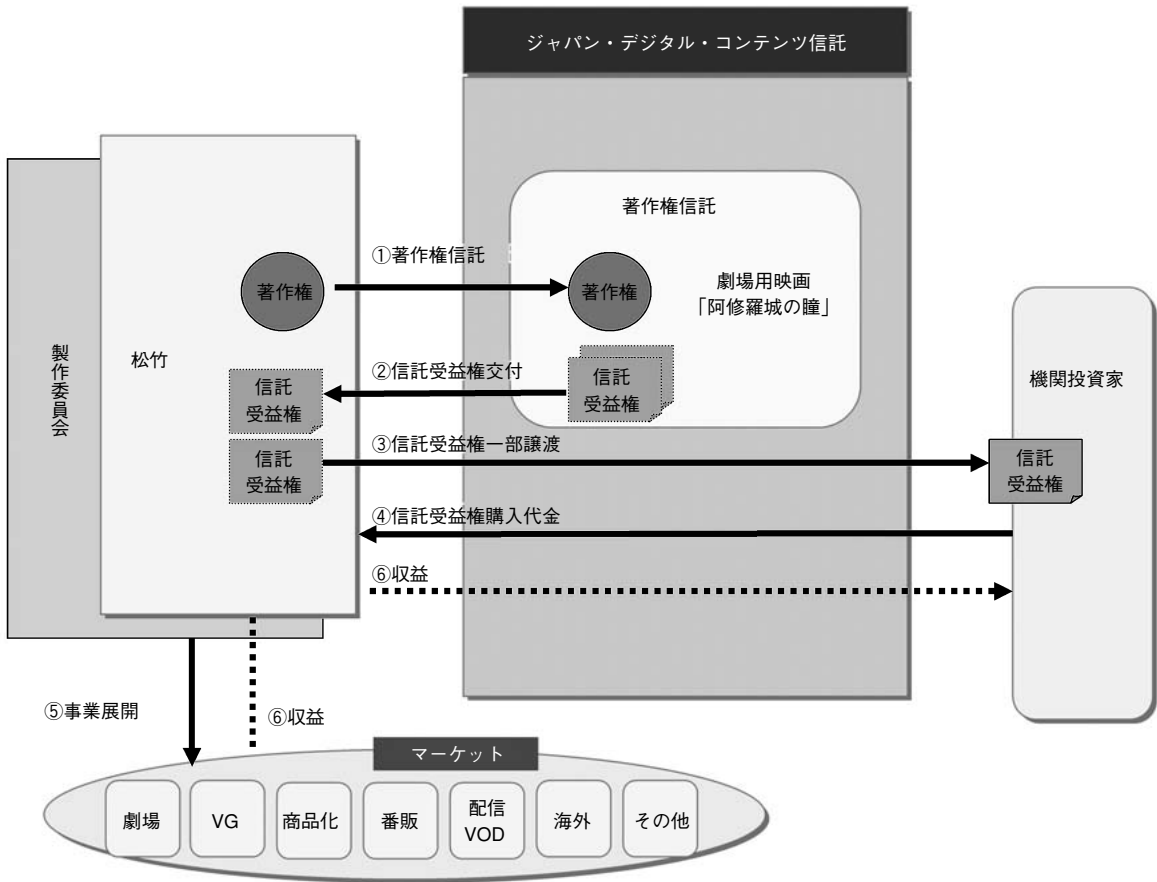


図4 信託利用例（阿修羅城の瞳）



信託「阿修羅城の瞳」(図4参照)と比較すると一目瞭然であるが、知財信託と金銭信託が組合せられている。「阿修羅城の瞳」では投資家が機関投資家(法人)に限定されているが、シネカノンファンドでは投資家に個人が含まれることを想定したためである。知財信託に於いて信託受益権を小口化して個人投資家に販売する場合には、税務面での整備が行われていないため、種々の不都合が生じることが予見される(多数の個人投資家に対して受益権を販売した際には、信託財産が実体として受益者に帰属していると税務上認められず、結果として信託財産の減価償却費等の費用を税務上の損失として受益者がとりこむことができないという税務リスクが指摘さ

れている)。このリスクを回避するために、金融商品としての課税が認められている(収益にしか課税されない)合同運用指定金銭信託を用いている訳である。もし、個人の税制面の整備が進めば、スキームは簡素化されることとなり、組成コストはさらに低くすることができよう。現在、改正信託法案が国会に上程されている。その中では「信託を利用した資金調達の要請に応える観点から、受益権の有価証券化が可能となる受益証券発行信託の制度を設けること」(信託法案提案理由説明より)されている。知財信託の利用価値がさらに高まるものと考えられ、知財信託の活用は今後一層拡大することが予想される。