

ブランド資産の知的財産ファイナンスへの活用

上 田 昌 平*
谷 口 宏**
石 井 康 之***

抄 録 これまで試行的に行われてきた我が国の知的財産ファイナンスが、近年、著作権をベースとして拡大化の兆しを見せてきた。ただ、ブランドに関する限り、そのファイナンスへの活用は未だ定着したとは言い難い状況にある。

一方、米国においてはブランドを用いた知的財産ファイナンスが、その証券化を伴った形で比較的多く存在する。こうした米国のブランド証券化によるファイナンス事例は、いずれもフランチャイズ・ブランドに関するものであるが、企業経営の根幹的な資金調達ニーズを満たすものとして定着しつつあることを示している。これら事例からは、知的財産ファイナンスのひとつであるブランド活用型ファイナンスが、企業のファイナンスニーズに十分に応えうるものとして受け入れられていることが確認される。この実態の中身には、今後、我が国においても知的財産一般がファイナンスの手段として広く適用されていく可能性を包含されているものと考えられる。

目 次

1. はじめに
2. 知的財産ファイナンスを取り巻く現状
 2. 1 我が国における知的財産ファイナンスの動向と特徴
 2. 2 我が国におけるブランド・ファイナンスの実情
3. アセットバック・ファイナンスのスキームと特徴
 3. 1 概 要
 3. 2 アセットバック・ファイナンスの仕組み
 3. 3 アセットバック・ファイナンスのメリット
4. ブランドを裏付けとしたファイナンスの事例
 4. 1 米国のブランド・ファイナンス
 4. 2 Athlete's Footの事例
 4. 3 GUESS?, Inc.の事例
 4. 4 BCBG Max Azria Groupの事例
 4. 5 Bill Blassの事例
5. まとめ
 5. 1 キャッシュフロー見込みに関する前提
 5. 2 多様なファイナンス・ニーズへの対応

5. 3 今後の見通し

1. はじめに

知的財産の社会的重要性が確認された今日、知的財産の経済取引への適用に関して、新しい試みが定着化しつつある。知的財産を活用したファイナンスは、その典型的な例のひとつといえる。ここでは、知的財産自体の収益力や、知的財産を利用した事業もしくは企業の収益力を裏付けとして行う資金調達を知的財産ファイナンス、もしくは知的財産の流動化という。

知的財産ファイナンスは、米国で各国に先駆

* 東京理科大学総合学技術経営研究科 修士課程
Shohei UEDA

** 東京理科大学総合学技術経営研究科 修士課程
Hiroshi TANIGUCHI

*** 東京理科大学総合学技術経営研究科 教授
Yasuyuki ISHII

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

けて活発な活用がなされてきたが、我が国においてもこれまでこうしたファイナンスの具体的な活用事例がいくつか存在してきた。

知的財産を活用したファイナンスとしては、知的財産を利用する企業全体の収益力に着目するコーポレートファイナンスであったり、知的財産そのものや知的財産が用いられる事業の収益力に着目したアセットファイナンス（もしくはプロジェクトファイナンス）であったり、ケースによってその収益性リスクの判断の着眼点が異なる。

我が国ではここ10年来、特許権をはじめとした知的財産権担保融資が日本政策投資銀行などによって展開されてきたが、これはどちらかといえば知的財産のリスクが保有企業のリスクと一体化されたものであり、いわばコーポレートファイナンス的な色彩を持つものと考えられる。同時に、映画やゲームプログラムなどのコンテンツ著作権など知的財産自体を裏付け（資産を裏付けにするという意味から「アセットバック（資産担保）」と呼ばれている）としたアセットファイナンスも存在する。今日、知的財産を活用したファイナンスといった場合、通常は国内外を問わず、このアセットバック方式によるものが主流と考えてよいであろう。

以下本稿では、知的財産ファイナンス一般の現況と、我が国におけるブランド・ファイナンスの現況について概観し、改めてアセットバック・ファイナンスの意義を再確認する。さらに、米国で実施されたブランドの証券化事例についてその仕組み等の内容を紹介する。同時に、かかるブランドの流動化が行われた目的を探ることとする。流動化目的は、かかるスキームに対するニーズの実態を示すものでもあり、今後、こうしたファイナンスがどの程度拡大していくかを予測するうえで、重要な一つの判断要素ともなる。

2. 知的財産ファイナンスを取り巻く現状

2.1 我が国における知的財産ファイナンスの動向と特徴

米国では、イギリス出身のロック歌手デビット・ボウイが、1997年2月に自らの楽曲著作権のライセンスロイヤルティを証券化したことが契機となって、知的財産ファイナンスが社会的に注目を得るようになった¹⁾。また我が国では、先に述べた1995年の日本政策投資銀行（当時は日本開発銀行）などによる知的財産権担保融資を契機に、知的財産権ファイナンスに対する注目が高まった²⁾。しかし、我が国の知的財産ファイナンスは、どちらかといえばこれまでは試行的な色彩が強かった。実際、知的財産権担保融資においても知的財産権自体が担保としての実体を伴っていたかという点については疑問があり、むしろ後に示すように企業や事業の将来性に対する魅力に重きが置かれたファイナンスであったと考えられる³⁾。さらに実行されたアセットバック・ファイナンスは数億円程度の小規模のものが多く（表1参照）、かつ仕組み（ストラクチャー）作りにおいて関係当事者間でのリスク負担が市場原理に基づいて、公平になされていたかにつき疑問を残す事案も存在した⁴⁾。

しかし、ここにきて映画等のコンテンツファンダ創設のための証券化事業が活発に展開され、大手金融機関グループの他、2004年末の信託業法改正を期に新規参入した信託会社などが、かかる著作権を裏付けとしたファイナンススキームの構築を進めている。その調達金額の規模はコンテンツ産業にとって試行的レベルを超え、いわばファイナンス手段として確たる位置づけを確保する勢いを示すほどにあるとも考えられる⁵⁾。

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

表1 我が国における知的財産ファイナンスの主な事例

オリジネータ等*	対象資産	実施時期	調達金額	資金提供（投資）者	アレンジャー**
コナミ(株)	ゲーム販売収益	2000.10月	—	個人投資家等	みずほ証券
松竹(株)	映画の地上波 TV放映権	2002.3月	—	日本興業銀行	—
日中文化政策センター他	中国雑伎公演 入場料	2002.8月	2億円	個人投資家等	東京F&E
(株)ペンシル	商標権他	2003.3月	1,000万円	日本政策投資銀行	—
スカラ(株)	特許権	2003.4月	2.05億円	三井住友銀行等	JDC
(株)アイディーユー	商標権他	2004.9月	10億円	日本政策投資銀行	—

* オリジネータとは、知的財産の元々の保有者であり、知的財産を用いて資金調達を企図する者をいう。

**アレンジャーとは、ファイナンスの仕組みを作る上で、全体を指導しコーディネートする要的な者をいう。

我が国の場合、こうしたファイナンスにおいて対象とされた主な知的財産は特許権と著作権である。商標や意匠に化体した信用力などを実体とするブランド資産がその中心に位置づけられたブランド・ファイナンスはほとんど存在しなかった。

2.2 我が国におけるブランド・ファイナンスの実情

我が国において、商標権などが知的財産ファイナンスの対象とされた事例としては、発毛・育毛に関するナビゲーションサイト「髪ナビ!」の商標権とドメイン名にかかる権利を融資担保としたケースと、不動産ネットオークションサイトの名称「マザーズオークション」が同様に融資担保とされた事例が存在する程度である。商標権などが知的財産ファイナンスの対象として、広く一般的に利用されている状況にあるとはいえない。いずれの場合も、インターネットサイトの名称にかかる権利を担保とすることで、インターネット・ホームページそのものの担保化を志向したものである。融資の根底には、両社が展開する新規ビジネスモデルや企業収益力の将来性への期待が込められていた⁶⁾。これら商標権やドメイン名を固有の資産として、それ自体の価値に着目したファイナンスであったと見なすには無理がある。

また、そもそもブランドについてはそれ固有の収益力を、ブランドの保有者である事業者の信用力と切り離すことについて、現実的な困難性が指摘されることもある⁷⁾。

ただ、目を海外に向けた場合、特に米国ではこうしたブランド資産固有の収益力に着目したアセットバック・ファイナンスが比較的多く実施されている。そして、資金の調達金額も大きく、ブランド保有企業にとっての本質的事業資金調達的手段として位置づけられているものと考えられる。

3. アセットバック・ファイナンスのスキームと特徴

3.1 概要

アセットバック・ファイナンスの仕組みについては、すでによく知られているところであるが、念のために改めてその基本的な仕組みと特徴について整理する。

アセットバックとは、特定の資産の価値や資産が生み出すキャッシュフロー収益などを裏付けとすることであり、ここではこうした資産を裏付けとして融資や投資などの手段によって資金調達することをアセットバック・ファイナンスという。

また、アセットバック・ファイナンスが実施

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

される場合、通常、資産は特定目的媒体《SPV (Special Purpose Vehicle)》という資産受け皿媒体に移転され、元々の保有者から資産を切り離して保有者のリスクと遮断される。そのため、資金提供する側（融資元や投資家）にとって、投資リスクは当該資産の収益性如何にかかり、原則として資産を保有する個人や企業自体のリスクを判断要素に付加する必要がなくなる。いわば、リスクがその資産の保有者から分断され、保有者の倒産等のリスクと遮断（「倒産隔離」という）できることになる。

そのため、資産保有者の信用力が低く調達側のリスクが大きい場合も、アセットバック・ファイナンスを講じることで、資金調達のためのコスト（金利等）負担が小さくてすむ。同時に、より多額の資金調達が可能となる場合もある。

3.2 アセットバック・ファイナンスの仕組み

倒産リスクを隔離するために、通常、先に述べたSPVが用いられる。SPVは、一般に実体を伴わないペーパーカンパニーとして、こうしたファイナンスのために臨時的に設置されることが多い⁸⁾。

そして、SPVからは債権、株式、信託受益権

などの証券が資金を提供する投資家に対して発行される（「証券化」⁹⁾）。

特定の資産を裏付けとして資金調達を行うことで、債務の責任を原則として当該資産によって完結できるため、資金提供を受ける側にとっては、債務が他の資産に遡及したり自身が個人保証等を行う必要がない（「ノンリコース」という）というメリットを有する。

図1に示したように、まず投資家はSPVが獲得する予定の資産（知的財産）から得られる収益を見越して、SPVに対し①融資、②出資等による資金提供を行う。資産の保有者（知的財産権者等の保有者で、オリジネーターといわれる）は自らの資産をSPVに③譲渡し、SPVより④譲渡対価を得る。この時点で、オリジネーターは資産を一時金に転換でき、「流動化」が実現される。同時に資産はオリジネーターから離れ倒産隔離が実現される。資産を受け取ったSPVは、資産を事業会社に⑤ライセンス等することでその有効活用をはかる。事業会社から⑥ロイヤリティなどがSPVの収益として支払われ、SPVは⑦融資等に対する利息として、また⑧出資に対する配当として収益を投資家に還元する。

図1のケースでは、SPVは社債券や株式などの形で特定の投資家に証券発行を行っている

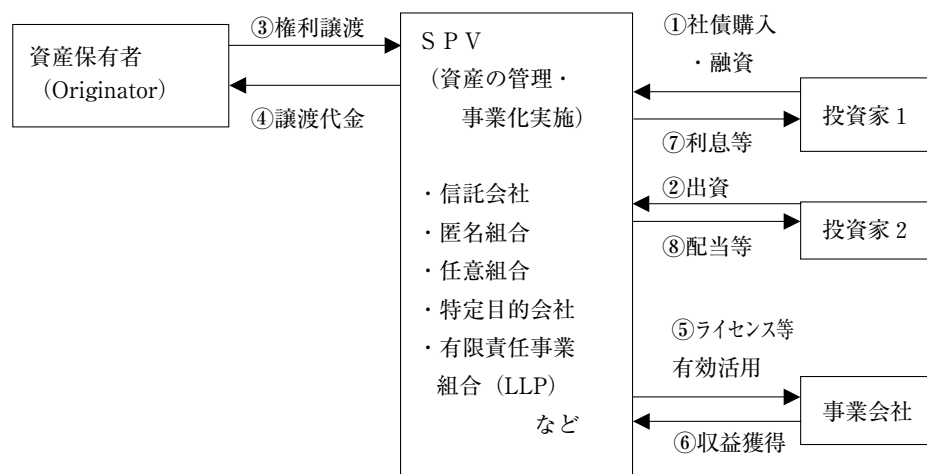


図1 アセットバック・ファイナンスの仕組み

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

が、さらにかかる収益獲得に対する権利を小口の証券に分割して、個人などの一般投資家に販売することもある。こうすることで、多くの投資家から資金を集めることが可能となる。

3. 3 アセットバック・ファイナンスのメリット

アセットバック・ファイナンスの資金調達者にとってのメリットを改めて整理すると、次のようになる。

- ・倒産隔離の効果により、通常より低い金利負担で資金調達できる¹⁰⁾。
- ・企業自体の信用力が投資不適格な水準であっても、資金調達の可能性が開かれる。
- ・バランスシート上に表れない資金調達であることから、財務体質を改善できる。
- ・ノンリコースであることから、債務に対する責任が自身の個人資産やその他資産に及ばない。

同時に、投資家の立場にとっても投資先企業のリスクに影響されずに、資産自体のリスクだけを投資判断にすることができる。これも倒産

隔離の効果である。

4. ブランドを裏付けとしたファイナンスの事例

4. 1 米国のブランド・ファイナンス

先に述べたように、我が国ではブランド自体の収益力を背景としたアセットバック・ファイナンスは、これまでほとんど存在しなかったのが実情である。米国においても、音楽や映像などのコンテンツ著作権に比べれば、その数は必ずしも多くはないが¹¹⁾、それでもブランド自体の収益力が流動化の対象とされた事案は複数存在する。また、米国における知的財産のアセットバック・ファイナンスは¹²⁾、そのほとんどすべてが知的財産から得られるロイヤルティ収益に対する債権を流動化した事例で占められており¹³⁾、その点は本稿において確認した限りブランドに関しても同様であった。

米国で実施されたブランドの証券化に関する主な事例は表2のとおりであるが、以下ではこのうちのいくつかについて概要を紹介する。後

表2 米国におけるブランドの証券化事例

対象ブランド (産業・製品)	実施時期	調達金額	投資家又は 調達内容 (格付)	アレンジャー	調達目的 (年間売上高)
Bill Blass (アパレル)	1999.11月	2,470万\$	金融機関数社10年 9.5% (Baa3)	UCC Capital	企業買収資金 (70億\$)
Candie's Inc. (アパレル, アクセサリー)	2002. 8月	2,350万\$	7年間7.93%の固定 金利 (Baa2)	UCC Capital	劣後負債弁済と 事業資金
GUESS?, Inc. (アパレル, アクセサリー)	2003. 4月	7,500万\$	償還2012. 6月, 金利 6.75% (BBB, Baa2)	—	高金利融資の返 済資金 (6.82億\$)
Athlete's Foot (スポーツシューズ)	2003. 8月	5,000万\$	—	UCC Capital	当座資金の確保
Gloria Vanderbilt (女性用アパレル)	2003. 8月	3,000万\$	—	UCC Capital	(46.5億\$)
Oscar de la Renta (アパレル, 香水)	2004. 9月	500万\$	機関投資家	UCC Capital	事業拡大用運転 資本
BCBG Max Azria (アパレル)	2004.11月	5,300万\$	IP Innovation F.S. New York Life I.C.	UCC Capital	市場開拓・事業 拡大 (3.75億\$)

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

に確認するように、これらの事例からは、その実施目的などについて興味深い事情が確認される。

4. 2 Athlete's Footの事例

Athlete's Foot LLC社は、1971年にピッツバーグで設立された運動靴のフランチャイズ企業である。米国ジョージア州に拠点を持つ有限責任会社で、世界40ヶ国に700以上の店舗（うち直営店舗約150）を擁する、シューズ等スポーツ用品専門のフランチャイザーである¹⁴⁾。

2003年8月、同社は自社保有ブランドに対するフランチャイジーからのロイヤルティ収益を裏付けとして、長期固定金利の証券を発行し、5,000万ドルの資金を調達した。この証券は、ムーディーズによってBaa3に格付けされた。証券発行をサポートしたのは、事業証券化（Whole Business Securitization）を主たる業務とするUCC Capital Corporation（UCC）である¹⁵⁾。

Athlete's Foot LLC社はUCCが証券化により資金調達する5年前から、すでに経営状態が悪化していた。そのため、Athlete's Foot LLC自体の格付けは投資不適合とされ、企業として資金調達の道が閉ざされた状態にあった。今回のブランドの証券化は、こうした企業自体の信用リスクを切り離し、特定のブランド資産のみに着目して資金調達の道を切り開くものであった。調達した資金は、人件費、取引先への支払い等の当座の事業用資金として活用された¹⁶⁾。

業績低迷により、証券化実施1年後の2004年12月9日にAthlete's Foot社は破産申請をすることとなる。裁判所が認定した破産時の主な債権者は、New Balance（1,400万ドル）、K-Swiss（1,300万ドル）、Timberland（73万9000ドル）などであった。破産にあたり、約600店舗のフランチャイズ店と、グループ会社Athlete's Foot Brands Inc.に譲渡されその管理下にあっ

たブランドの商標権は清算対象資産から切り離され、2003年発行のアセットバック証券は破産による影響を受けずにすんだ¹⁷⁾。

Athlete's Foot社が破産申立てを行った後、アセットバック証券はムーディーズによりBaa2からBa3へと格下げされたが、清算された114店の直営店を除き、フランチャイジーに買収された32の直営店舗と、593店舗のフランチャイジーは、倒産の影響を受けることなく、以前のまま営業を継続することができた¹⁸⁾。

Athlete's Foot社は破産したものの、ブランドをベースにしたロイヤルティ収益は引き続き流入することが期待され、その意味で本事例に関しては、文字通り商標権の証券化における倒産隔離が実現されたことになる。

4. 3 GUESS?, Inc.の事例

GUESS?, Inc.は、Guess?ブランドを付したカジュアル衣料、アクセサリ、靴などを提供するフランチャイザーである。1982年に、フランス出身のマルシアの兄弟によって設立された¹⁹⁾。290店ほどの小売店舗と、約40ヶ国に240社を超えるライセンスを擁し、売上高6億8,200万ドル、純利益2,900万ドルの規模（2004年度）を有する²⁰⁾。

GUESS?, Inc.は、2003年4月に商標権などのライセンスによるロイヤルティ債権を、商標権の保有会社であるGuess? IP Holder L.P.を通して証券化し、金利6.75%で7,500万ドル（約90億円）の資金を調達した²¹⁾。

証券の償還期限は2012年6月とし、証券発行はこのファイナンスのために臨時に設立されたSPVであるGuess? Royalty Finance LLCが行い、この証券はS & PからBBB、Moody'sからBaa2と格付けされた。対象とされたライセンス契約は、国内12件、国外2件の合計14件の契約であり、全体で21件に上るライセンス契約のうち、一部の契約を取りだして証券化した。こ

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

の14件は、それぞれ1984年から2001年の間に、3年～10年といった期間を設定して締結されたライセンス契約である。

売上高の1割以上に相当するこの調達資金は、金利負担の大きかった別の債務を返済するために利用された。GUESS?, Inc.は、2003年3月27日に債券償還のために、金利9.5%の上位劣後債 (Senior subordinated bond) を発行した²²⁾。そして、先のブランド証券化によって得られた資金のうち、一部を留保した6,680万ドルがこの上位劣後債の支払いに当てられた。いわば、今回のブランド証券化は金利負担軽減に資するという企業の財務戦略の一環として活用された。

なおこの事例では、GUESS?, Inc.の事業破綻に備えて、必要に応じて新規ライセンシーの調達などを担当するバックアップサービサーを設定するなど、証券の信頼性向上のために各種の手段が講じられた。また、GUESS?, Inc.の子会社である商標管理会社Guess? IP Holder L.P.が証券の元金と利息支払いに関する保証を行い、万一の場合は対象とされた14件以外のライセンス契約からの収益もバックアップとして投入可能な体制とした。こうした対策が発行証券のリスクを低減させ、ひいては金利を6.75%水準まで押し下げることによって奏功したものと推測される。

4. 4 BCBG Max Azria Groupの事例

BCBG Max Azria Groupは、デザイナーのMax Azriaによって1989年に設立されたアパレルブランド会社である。BCBGの語源は、グッドスタイル・グッドアティテュードを意味するフランス語のBon Chic Bon genreから来ている。ジュリア・ロバーツ、ハル・ベリーなどの有名人がこのブランドを身につけていることでも知られている。米国内およそ100の小売店舗と、海外56の店舗を擁する。年間売上高は、2003年度2億4,000万ドル、2004年度は推定3

億7,500万ドル、そして2005年度は前年比50パーセントの伸びが期待されると見られており、ここ最近、急速に業績を伸ばしてきた²³⁾。

BCBG Max Azria Groupは、2004年11月にBCBG商標などのブランド資産を裏付けとして5,300万ドルの資産担保証券を発行した²⁴⁾。これも、同社売上高の14%に相当する大きな額である。この証券は二つのトランシェ (tranches) から成るが、Moody'sによりそれぞれAaaとBaa3に格付けされた²⁵⁾。Aaaのトランシェ発行額が1,200万ドル、Baa3のトランシェ発行額が4,100万ドルであった。投資先はAaaトランシェがIP Innovation Financial Servicesで、BaaトランシェはUCC Capital Corporationを代理人として、New York Life Investment Management (NYLIM: New York Life Insurance Companyの投資会社) が投資を行った。この資金調達では、UCC Capital Corporationがアレンジャーと投資家の立場で参画した²⁶⁾。

この証券化事例は、知的財産にかかわる革新的ファイナンス・ケースとして、同時期にリボルビングラインを裏付けとして発行した1億ドルの証券と併せて、LES (The Licensing Executives Society) から“The Financial Markets Sector賞”が授与された²⁷⁾。

この証券化による調達資金の使途目的は、メンズウェア市場でのビジネス展開の拡大、小売店の売上高拡大、新しいエリアマーケットへの参入といった事業拡大のために利用することであった。そのため、同社は2005年の秋までには男性用スポーツウェアや洋服地をラインアップさせることを計画していた²⁸⁾。先に見たように、BCBG MAX Azriaグループはここ数年急速に成長をしてきたが、今後も引き続き店舗増設等による拡大をはかるためにはこうした資金の調達が必要であり、そのための手段としてブランド資産が利用された。この事例においても、試行的なファイナンス手段の域を超えて、事業展

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

開のための本来的な資金調達のための一手段として、こうした知的財産の証券化が活用されていることが確認される。

4. 5 Bill Blassの事例

Bill Blass (1922-2002) は、米国のデザイナーであり、その氏名は高級アパレルブランドとして40年以上の実績を築いてきた。このブランドのもとで、男性衣料、女性衣料など40を越すライセンス品目を展開し、年間70億ドルの売上げをあげている。

このBill Blassのブランドの収益力を裏付けとして、1999年11月にアセットバック証券が発行され、数社の金融機関から2,470万ドルの資金を調達した。証券の各付けグレードはBaa3で、期間10年、金利は10年もの国債金利に3.5%を加算した9.5%水準で設定された。このBill Blassの案件のアレンジを行ったのもUCC（実際はUCCの前身のCKA Universal Credit）である²⁹⁾。

一般に、アセットバック証券の発行は、得られた資金を通常の事業資金として利用することを目的として実施されることが多いが、Bill Blassの事例では資金使途がレバレッジド・バイアウト (Leveraged Buy-Out: LBO) にあり、Bill Blassブランドとその事業体であるBill Blass Ltd.そのものの買収目的にあった。資金調達を行ったのは、Bill Blassの最大のライセンサーであったThe Resource Club Ltd.の代表者Haresh T. Tharaniと、Bill Blass Ltd.のCFO（最高財務責任者）であったMichael Grovemanなど、買収を行う側の者たちである。

通常のLBOでは、買収先の株式等の資産や、事業全体のキャッシュフローを担保に資金を調達し、その資金で企業買収し、その後買収した企業の資産、キャッシュフロー等を用いて返済をするという方法がとられる。手持ち資金が少ない場合であっても、買収先企業の収益力を

担保とすることで、高額な資産価値を持つ企業を買収することが可能となる。わが国でも、リップルウッドによる日本テレコムを買収、カーライルによるDDIポケット（現ウィルコム）の買収など規模の大きい買収事例が存在する。

Bill Blassは、経営から身を引くことを決意し、事業の継承を買収者たちに委ねることとした。いわば友好的なLBOである。ただ、Bill Blass社には有形の資産がなく、加えて従業員ストックオプション・プラン (Employee Stock Option Plan: ESOP) に対して1,400万ドルの債務を負っていた。そのため、企業買収する資金を調達するために利用しうる資産としては、このブランド以外に適当なものが存在しなかった。

いわば、Bill Blassブランドのロイヤルティ債権を裏付けとして調達された資金が、このブランドの価値とそれを保有する企業自体の資産価値と負債を包含するものとなった。

本件の基本的な仕組み（スキーム）は図2に示したとおりである³⁰⁾。

1. 買収者グループが受け皿会社 (Tharanco, Ltd) を設立
2. Bill Blass商標権などを獲得するための資金を、UCC がTharanco, Ltd. に融資 (UCCはTharanco, Ltd. に対するローン債権を取得)
3. Tharanco, Ltd.は融資により得た資金で、Bill Blass商標権などを獲得
4. UCCがローン債権をUCC Lending Corp. (以下、UCC LC) に信託譲渡
5. UCCは、ローン債権の信託設定により、UCC LC から信託受益権を受け取る
6. UCCは、信託受益権を私募により投資家に販売し、融資額の一部を回収
7. Bill Blass等の商標権者になったTharanco, Ltd.が、商標権などブランドの使用に対するロイヤルティを取得し、UCC LCにローンを返済する
8. Tharanco, Ltd.からの返済をもとに、

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

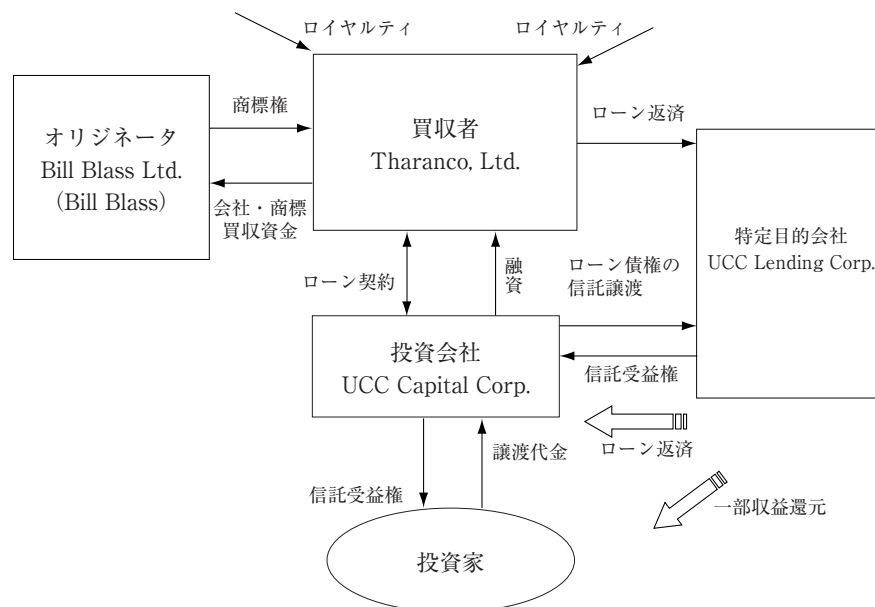


図2 Bill Blass証券化事例のストラクチャー

UCC LCは投資家に元利金を償還する

以上確認したように、本事例では企業買収資金の調達目的という、他では見られない特徴を有していた。さらに、買収がライセンサー企業と買収企業のトップマネジメントの一人によってなされたため、事業がブランドの管理業務について一定のノウハウを持った者たちによって引き継がれることになった。そのため、ブランド製品やライセンサーの維持管理、ブランドを活用した経営戦略などを担うべきサービスとして適任の買収者によって企業買収された。ブランドの証券化に際しては、ブランド・イメージの低下リスクをいかにコントロールするかが重要な問題として指摘されている³¹⁾。本件では、こうしたリスクの低減にも配慮した形で、企業買収とそのためのブランド証券化が実施されたものと考えられる。

5. まとめ

5.1 キャッシュフロー見込みに関する前提

以上、米国で実施されてきたブランドを活用

した知的財産ファイナンスの事例を確認した。

いずれの事例とも、フランチャイズ展開されているブランドが対象で、そのロイヤルティ債権を証券化したものである。その意味では、フランチャイズ・ブランド以外のコーポレート・ブランドやプロダクト・ブランドまでが、今後、こうした知的財産ファイナンスの対象として一般的に活用されるかという点では疑問が残る。というのも、証券化が実現できるための当然の条件としては、具体的なキャッシュフローの見込みが立つことが不可欠なためである。ブランドビジネスは、フランチャイジーからのロイヤルティが主たる収益であり、フランチャイズ・ブランドは過去の実績を確認することで、比較的キャッシュフローを見込みやすい資産であったといえる。米国における知的財産の証券化事例が、いずれもロイヤルティ債権をベースとしていたということは、同様の事情による。

5.2 多様なファイナンス・ニーズへの対応

ただ、キャッシュフローの問題を横に置くとすれば、今回確認した各事例では当座資金確保

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

のため (Athletes Foot), より有利な資金調達手段として活用するため (GUESS?, Inc.), 事業拡張資金調達のため (BCBG Max Azria), そしてブランド保有企業に対するレバレッジ・バイアウトのため (Bill Blass) など, さまざまな資金ニーズを満たすものとして, ブランドの証券化がひとつのファイナンス手法として用いられていた。その点, かかるファイナンス手法がこうした多様なニーズに実際に応えうる手段として広く認識されるとすれば, 今後これらの利用に向けた強い誘因となりうる。

また, GUESS?, Inc.の事例のようにさまざまな工夫を凝らすことで, 他の手段より有利なファイナンス条件を提供する手段として利用可能であることが確認されれば, さらにその可能性が高くなる。

我が国の各産業界における平均的な有利子負債の対売上高比率を見ると, 概略20~40%程度であることが確認される³²⁾。このことに鑑みた時, 今回の米国の各事例において調達された金額は, 一つのファイナンス事案が取り扱う金額としては決して小さい額とはいえない。

5.3 今後の見通し

今回のブランド証券化の事例からは, 米国ではオリジネーター, 投資家, アレンジャーそれぞれが, 知的財産ファイナンスを企業経営にとって根幹的な資金調達手段として位置づけていることが伺える。かつての我が国のような試行的レベルとは様相が異なる。

米国では知的財産をはじめとするロイヤルティ債権の資産担保証券が2000年以降その発行額を急速に伸ばしてきた。ロイヤルティ債権の証券発行額としては, 1992年の4.17億ドルが96年には9.96億ドルに, そして2000年には25億ドルにその額が膨らんだ。そして, ロイヤルティ市場全体の規模から考えれば, この額もさらに拡大することが予想されている³³⁾。また, 別の調

査では知的財産を証券化した事例の集計額が, 1997年の3.8億ドル, 2000年の11.3億ドル, そして2002年には150億ドルに昇ったことが報じられている³⁴⁾。

キャッシュフローの見込みという前提条件を確認しないまま, 現段階においてこうしたブランドを活用した資金調達が, 我が国企業の一般的ファイナンスの手段として定着してくると結論づけるのは早計かも知れない。ただ, 知的財産一般に目を移せば, 少なくともキャッシュフローの前提を担保できる資産の存在する可能性は拡大する。そして, こうした知的財産にかかるファイナンスが, 今後金融環境の変化とともに, 企業のニーズを適切にとらえうる存在として認識されていく可能性は十分にありうると考える。

また, GUESS?, Inc.の例に見られたように, 知的財産ファイナンスがその他のファイナンス手段との比較において相対的有利性を持ちうるように組み立てられれば, その可能性はさらに高くなる。

さらに, 米国UCC Capital Corporationのような経験に富んだアレンジャーなど, 専門的ノウハウを有する事業者の出現によって, さらにその可能性は高まる。こうした専門家の出現と, その具体的効果を体感する企業が増加してくることで, 我が国ファイナンスの世界においても, 著作権のみならずブランドを含めたその他知的財産一般に関するファイナンス・スキームの定着化がはかられていくものと予想される。

注 記

- 1) デビッド・ボウイの事案に関しては, 多くの文献でその概要が紹介されている。米国では, Sam Adler, "David Bowie \$ 55 Million Haul, Using a Musician's Assets to Structure a Bond Offering", 13 Ent. L. & Fin. 1 (1997) が, 我が国では「地球に落ちてきたロイヤルティ証券化」福田政之著 国際商事法務 Vol.28 No.6 (2000)

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

- が代表的なものとして挙げられている。
- 2) たとえば、日本政策投資銀行ホームページ (http://www.dbj.go.jp/japanese/venture/venture_intellectual.html)を参照。
 - 3) 融資の債務者である権利保有企業が、担保とされた知的財産権を実施等している場合、その担保力(収益力)はその事業や企業自体の経営能力(事業や企業のリスク)に依存することになる。ということは、その企業や当該事業が行き詰まった場合、担保に供された知的財産権の収益力もゼロとなったり大きく低下し、それが十分な担保力を発揮するためには新たな事業母体を探す必要に迫られる。つまり、知的財産権を活用して事業を営む意思を持つ別の事業者へ転売をすることが必要になる。こうした転売先を見いだすための市場(セカンダリーマーケット)の重要性は古くから指摘されてきたところであるが(「知的財産権担保価値評価手法研究報告書」(財)知的財産研究所 平成8年3月 p.24参照)、こうした市場は現状、個別に対策を講じる以外に方途が存在していないのが実態である。
 - 4) たとえば、スカラ社の特許権の流動化事案においては、特許無効等の主要リスクをライセンサー企業(株)ピンチェンジが負担することとされていた。この案件は、国内での特許によるはじめてのアセットバック・ファイナンスとして注目されたが、官民が協力して試行した実験的ケースの代表といつてよいだろう。ただ、リスクを担ったピンチェンジ社が2005年3月に精算されたと報じられており (<http://pc.watch.impress.co.jp/docs/2005/0624/pchange.htm>他)、この案件の成否に懸念が抱かれるところでもある。
 - 5) 日本経済新聞 平成17年9月15日 朝刊 参照。みずほグループによる角川映画ファンドとして35億円が募集されている他、同じくみずほグループによる5億円の松竹映画ファンド、三井住友銀行による25億円のファンド、ジャパンデジタルコンテンツによる映画ファンドなどが組成されている。このうち、多くは個人投資家を対象として募集がなされている。
 - 6) 「髪ナビ」, 「マザーズオークション」ともに、日本政策投資銀行の関連サイトにて概要紹介がなされている。「髪ナビ!」は http://www.dbj.go.jp/japanese/release/rel2003/0314_1.htmlおよび<http://www.kaminavi.com/>を、また「マザーズオークション」は http://www.dbj.go.jp/japanese/release/rel2004/1108_ven.htmlおよび<http://www.ms-auction.net/>を参照。
 - 7) 「ロイヤルティ債権の証券化(上)」小林卓泰著 金融法務事情 No.1688 2003.10.15参照。
 - 8) SPVの組織体としては、株式会社のほか、民法上の任意組合、商法上の匿名組合、資産流動化法に基づいた特定目的会社、さらに有限責任事業組合法(平成17年8月1日施行による)に基づく組合(LLP)などが想定される。これまでは、任意組合や匿名組合方式が比較的多く採用されてきた。なお、平成16年12月に信託業法が改正されたことに伴い、知的財産権が信託財産として取り扱い可能となった。そのため、知的財産を信託によって取り扱うために新規に免許を取得し、信託方式によってかかるファイナンスを事業化する企業が見られはじめた。信託の場合、信託財産は当初の保有者であるオリジネーターの他、信託会社からも独立した固有財産として位置づけられるという特徴をもっている。信託会社が信託におけるSPVであると見なせば、この場合のSPVは実体を備えた事業体となる。
 - 9) 現在、「証券化」という言葉は単に証券を発行することまで含んだ広い概念で用いられており、その本来の意味するところと不整合である点について疑問が呈されている。その点に関しては、「知的財産ファイナンス」小林卓泰著 精文社 2004.12.25などを参照。なお本稿では、必ずしもこうした厳密な意味合いを意図して証券化の語を用いている訳ではない。
 - 10) この点は理論的には正しいが、実際には常に金利負担が小さくなるという保証はない。我が国でのアセットバックによる融資の場合は、通常のローンより高い金利が設定されることが多いとも指摘されている。「証券化入門」岡内幸策著 2003年10月 日本経済新聞社刊 P.18参照。
 - 11) たとえば、ある研究者が把握したサンプル事例によれば、20件の知的財産証券化事案のうち、16件が映画産業と音楽産業で占められており、アパレル等ブランドが関係する業界の事例はごく限られていた(“PATENT BACKED SECURIZATION: BLUEPRINT FOR A NEW ASSET CLASS” David Edwards, Intellectual Property

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

- Backed Securities: Blueprint For a New Asset Class
http://www.surfip.gov.sg/sip/site/focus/SurfIP_Focus_052002.htm参照)。
- 12) 米国では、一般にこの種のファイナンスは、アセットバックというというより、証券化 (Securitization) という表現を用いて報じられることが多い。例えば、一般的に “・ ・ completed ・ ・ a securitization backed by the ・ ・ intellectual property” (HighBeam Research, LLCホームページ
<http://static.highbeam.com/w/wwd/august282003/athletesfootcompletesplacementprivateplaceme...>) といった表現がとられることが多い。
- 13) 「知的財産の証券化・流動化取引に関する法的・実務的諸問題(1)」小林卓泰著 NBL No.75 (2003.3.1) 参照。
- 14) The Athlete's Foot社ホームページ
<http://www.theathletesfoot.com/worldleader.html>参照。
- 15) UCC Capital Corporation (以下、UCCという) は、チャールズ・コッペルマンとブルデンシャル生命のグループ会社ブルデンシャル・セキュリティ社との協同によって、1998年に設立された資産担保証券発行会社である。設立当初は、CAK Universal Credit Corp.,と称していたが、2002年8月に現在の社名に変更した。UCCは、知的財産などに基づいたロイヤルティ収益を裏付けとするファイナンス・スキームをクライアントに提供し、また自らも資金提供を行う。上の表に示したとおり、BCBG, Candie's Inc., Bill Brassなど、多くのブランドの証券化を手がけてきた企業である (<http://ucccapital.com/exp.html>参照)。
- 16) Press Release, The Athlete's Foot Announces Completion of Securitization Transaction.
(<http://www.sgma.com/press/2003/press1061834811-30765.html>) 参照。
- 17) Today's news 12/10/04 DECEMBER 10, 2004 -- Athlete's Foot Files For Chapter 11 SGB
(http://www.sportinggoodsbusiness.com/sportinggoodsbusiness/headlines/article_display.jsp?vnu_content_id=1000735565) 参照。
- 18) TROUBLED COMPANY REPORTER Tuesday, April 5, 2005, Vol. 9, No. 79, InterNet Bankruptcy Library
(http://bankrupt.com/TCR_Public/050405.mbx)参照。
- 19) GUESS?, Inc.ホームページ<http://www.guessinc.com/Overview/>参照。
- 20) http://www.hoovers.com/guess/--ID__41002--/free-co-factsheet.xhtml?cm_ven=PAID&cm_cat=BUS&cm_pla=COI&cm_ite=Guess?_Inc参照。
- 21) GUESS?, Inc.の事例に関しては、“Securitization of Intellectual Property: Recent Trends from the United States” March 2004, John S. Hillery, Washington CORE, およびANNUAL REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15 (d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, GUESS?, INC. AND SUBSIDIARIES NOTES TO CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENTS (http://www.guessinc.com/Investors/Guess_2003AR.pdf P.56) を参照。
- 22) 社債の一種で、優先社債 (Senior bond) と劣後社債 (Subordinated bond) の中間に位置するもの。日本政策投資銀行によると、1988年から2001年の間における米国での元本回収率は、優先社債と劣後社債がそれぞれ、おおよそ60%と30%であったのに対して、上位劣後債の場合はおおよそ34%であった (「米国における一般事業会社の負債調達概観—シンジケート・ローンを中心として—」2003.10 日本政策投資銀行ニューヨーク駐在員事務所)。回収率の低い社債ほど金利負担が大きくなることは言うまでもない。
- 23) “Highly regarded BCBG Max Azria Label Collateralizes Transaction” IP Innovations Financial Service Inc. December 13, 2004
(http://www.ipinn.com/press/bcbg_press.asp) より。
- 24) “BCBG in \$153M Financing Deal” Women's Wear Daily · The Retailers's Daily Newspaper, December 6, 2004参照。
- 25) トランシェとは、証券が発行された際に、優先劣後に関して異なる複数クラスの債券が発行された場合の各クラスを指す。そのため、通常は各トランシェ間には優先劣後の違いがある。語源は、「一切れ」を意味するフランス語の “Tranche” に由来する。

※本文の複製、転載、改変、再配布を禁止します。

- 26) Asset Securitization Report, Published by Thomson Media, Vol. 4 /Number 48, December 13, 2004 (www.asreport.com-December13, 2004-9) 参照。
- 27) <http://www.usa-canada.les.org/press/archives/dda.asp#ucc>参照。
- 28) “BCBG Thinking Big in Afterglow of Financial Deal” Women’s Wear Daily・The Retailers’s Daily Newspaper, December 8, 2004参照。
- 29) 以下, Bill Blassの事例に関しては, UCC Capital Corporation, ALTERNATIVE FINANCING: BUSINESS MODELS FOR THE FUTURE, April 2005, Thelen Reid & Priest LLP, Thelen Reid & Priest LLP Closes First-of-its-kind Securitization for Bill Blass Ltd., (http://www.thelenreid.com/press/releases/11_19_99.htm,1999), および「特許流通市場における資金調達に関する調査報告書」平成14年3月(財)日本テクノマートP. 21他を参照。
- 30) 前掲 Thelen Reid & Priest LLP (1999) 参照。
- 31) たとえば, 前掲「ロイヤルティ債権の証券化(上)」小林卓泰著 参照。
- 32) NEEDS-CD-ROM「日経財務データ(単独)」による。ちなみに, 1978年から2003年までの過去25年間について, 食品, 化学, 医薬, 鉄鋼, 非鉄金属, 機械, 電気, 精密, 自動車, 建設の各産業における有利子負債の対売上高比率の最大値と最小値の平均をとると, それぞれ42.6%と23.7%であった。
- 33) 前掲 J.S.Hillery (2004) 参照。
- 34) “IP-Backed Securitization: Goldmine or Hype?” Intellectual Asset Management, September 2003 Issues 02,P.20を引用した前掲J.S.Hillery (2004) 参照。

(原稿受領日 2006年1月3日)

