

コンテンツ・ファイナンス研究会 報告書

平成15年3月

独立行政法人 経済産業研究所

株式会社 ジャパン・デジタル・コンテンツ

コンテンツ・ファイナンス研究会 報告書

目次

<u>1 本研究会の意義</u>	1
<u>2 コンテンツ・ファイナンスの現状分析</u>	4
<u>2 - 1 コンテンツ産業の課題</u>	4
<u>2 - 1 - 1 コンテンツ産業の課題</u>	4
<u>2 - 1 - 2 対応の方向性</u>	4
<u>2 - 2 ビークル比較（SPV 機能 / 財産管理機能）</u>	7
<u>2 - 2 - 1 組合関連（任意組合、匿名組合、中小有責組合）</u>	7
<u>2 - 2 - 2 信託関連（投資信託、金銭債権信託）</u>	9
<u>2 - 2 - 3 資産流動化法関連（特定目的会社、特定目的信託）</u>	10
<u>2 - 2 - 4 その他</u>	12
<u>2 - 3 事例研究</u>	14
<u>2 - 3 - 1 ファイナンス事例（組合 / 信託）</u>	14
<u>2 - 3 - 2 ファイナンス事例（制度融資）</u>	31
<u>2 - 3 - 3 ファイナンス事例（助成金、その他）</u>	36
<u>2 - 3 - 4 海外事例（映画振興政策 / フランス・イギリス・韓国）</u>	39
<u>2 - 4 会計・税務</u>	42
<u>2 - 4 - 1 制作過程</u>	42
<u>2 - 4 - 2 売上過程</u>	42
<u>2 - 4 - 3 出資制度の会計税務</u>	43
<u>2 - 4 - 4 その他</u>	43
<u>2 - 5 コンテンツ投資に当たってのリスク・マネジメント</u>	45
<u>2 - 5 - 1 完成リスク</u>	45
<u>2 - 5 - 2 販売リスク</u>	49
<u>2 - 6 コンテンツ評価</u>	50
<u>2 - 6 - 1 コンテンツ評価の現状</u>	50

3 提言	52
3 - 1 法制度の比較整理	52
3 - 1 - 1 組合関連法（任意組合、匿名組合、中小有責組合）	55
3 - 1 - 2 信託関連法（投資信託、金銭債権信託）	55
3 - 1 - 3 資産流動化法（特定目的会社）	56
3 - 1 - 4 商品ファンド法	56
3 - 2 商品ファンド法に関する提言	57
3 - 3 信託関連法に関する提言	61
3 - 3 - 1 信託の有用性	61
3 - 3 - 2 信託の優位性	66
3 - 3 - 3 信託に関する提言	67
3 - 4 法制度に関するまとめ	69
3 - 5 税制面での提言	70
3 - 5 - 1 税制による支援の方法	70
3 - 5 - 2 わが国の現状の税制との比較	70
3 - 5 - 3 わが国の税制上認められた映画フィルムの償却方法について	70
3 - 5 - 4 わが国の税制上認められた民法上の組合に対する課税関係	71
3 - 5 - 5 まとめ	72
3 - 6 コンテンツ評価の考え方	73
3 - 6 - 1 リターンについて	73
3 - 6 - 2 リスクについて	75
3 - 6 - 3 コンテンツ評価／投資判断について	77
3 - 7 中小企業総合事業団による新ファンド組成	78
3 - 8 「知的財産権投資協議会」（仮称）の創設にむけて	81
4 添付資料	83

1 本研究会の意義

わが国のコンテンツ制作企業の大部分は、中小のベンチャー企業から成り立っている。このような企業は、流通機能を担う企業から「下請け」としてコンテンツ制作を請け負う事業形態が大半であり、自社で資金を集めてコンテンツを企画・制作・販売するという自立したビジネスを行う形態にはなっていない。コンテンツ産業が更に発展するためには、コンテンツ制作企業が下請けから脱却して自立したビジネスを行い、リスクに応じたリターンを得られる環境のもとでコンテンツ制作事業が優秀な人材を惹き付ける好循環を作っていくことが必要であるが、このためには、コンテンツ制作企業が自ら資金調達を行うための多様な手段が確立されることが重要である。しかし、コンテンツ制作企業はその性質上、一般に融資の担保となる物的資産がなく、コンテンツの企画（アイデア）やコンテンツそのもの（著作権）及びそれらを作り出す人材が唯一の資産である。一方、金融機関や一般投資家等の資金供給側から見ると、リスクマネーとなりうる資金は豊富に存在するものの、コンテンツは水物であるという固定観念が依然として残存しており、またコンテンツへの資金供給のための人的・制度的基盤が整備されていない。このような状況の下で、一部の金融機関により、コンテンツ業界特有の状況を踏まえた上でのコンテンツ制作企業に対する資金供給が徐々に行われつつあるが、これらの制作会社からは、コンテンツ制作に対する円滑な資金調達を阻む法制度上及び業界慣行上の問題点も指摘されている。

以上の状況を鑑みて、コンテンツ・ファイナンスに関する現状の問題点を調査し、解決策を検討することを目的として、「コンテンツ・ファイナンス研究会」を開催した。

ベンチャー企業やコンテンツ開発・制作企業、さらにはソフトウェア開発企業に対する資金供給方法も、株式においては東証マザーズやナスダックジャパン等の創設等、エクイティー市場を拡大する動きがある一方、間接金融分野においても、企業が将来生み出すキャッシュフローに着目したファイナンスの組成や企業信用を対象とした保険付融資があらわれるなどの動きがある。しかしながら、規模が小さく、物的担保にも乏しいこれらの企業に対する金融機関の審査（評価）は、従前と変わらず、借入等のデット形態での資金調達に関しては、かなり制約された条件での調達を余儀なくされている。またエクイティー調達についても、まだ十分に活用されていないのが現状といえる。

このような企業の多くは、一般に特許権や著作権等の知的財産権を拠りどころとしており、これら知的財産権を活用した直接金融と間接金融との中間形態の調達方法に期待するところであるが、この部分についても、いまだ不十分といわざるを得ない状況にある。例えば、「資産流動化に関する法律」や「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」等の制定はあるものの、金融手法の多様化を促す導管的な仕組みが乏しいもしくはあったとしても使い勝手が悪い場合が多い。

投資サイドにおいても、本来の投資行動においては、自らのキャッシュポジションや金融環境に応じた投資手段を選ぶものであるが、現状選択できるもののほとんどは、極端なハイリスクかローリスクに投資対象が二分されており、まさに我が国では、投資・調達両面から見て、株式市場と間接金融との中間形態の厚みが足りないと言える。

これが我が国の金融手法の多様化ひいては経済の発展を阻害する一因と言っても過言ではなく、一刻も早く改善されるべき部分である。

具体的な我が国のピークルの仕組みとしては、組合（任意組合、匿名組合、中小企業等投資事業有限責任組合） SPC 法上の SPC（特定目的会社）および信託があげられるが、そのなかでも、信託は、本来信託法第一条でも定義されているように、「本法に於て信託と称するは財産権の移転其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を謂う」ものであり、様々な金融の手法開発にとって極めて有用であるはずのものである。

しかしながら、実際は信託業法第四条に於いて受託財産の制限がなされており、資産流動化法上の特定目的信託を除き、信託会社に対し特許権や著作権等の知的財産権を信託することは出来ない。したがって、前述のような企業に対し、信託を活用した資金供給スキームを組成することは不可能な状況にある。

一方、平成 13 年 10 月に、著作権管理に係る法律である「仲介業務法」に代わって新しく「著作権管理事業法」が施行された。新たな法律は、従来特定の団体にしか認められていなかった「一任型の著作権管理事業（商行為としては信託、取次ぎ、代理）が営利団体にも認められることとなり、しかも従来許可制であったものが、登録制に変更された。

このように、一方で、知的財産権である著作権が、民間企業によって信託管理されることを考えれば、知的財産権が資産の中心を占める企業に対する資金供給の手法を多様化する観点からも、是非とも信託を活用する時期に来ているものと思われる。

本研究会報告書は、信託を活用した資金供給手法の多様化を図ることを目的として、信託関連法制度の現状ならびに問題点を調査し、実際の資金供給スキームを事例検証を踏まえながら、新たなスキームの実現性を研究し、それらを踏まえた信託関連法制度、信託行政等への提言を行う。

また、信託を含めたピークルに関する法制度と同時に、商品ファンド法といった映像著作物に対する投資に関わる法律あるいはコンテンツ投資にまつわる税制に関しても、実務運営上の課題点等の改良に向けた提言を行う。

最後に、コンテンツ制作者と投資家の仲立ち的存在として、「知的財産権投資協議会」（仮称）の設立を提言する。今までコンテンツ業界の経験・ノウハウ等といった暗黙知的な存在であったと想像されるコンテンツ評価に関して、ある程度定量的な手法を用いて行うことや、完成リスクを低減する完成保証制度の導入等を見据えたうえで、こうした投資協議会の設立・運営を行っていきたいと考えている。

本報告書による提言および「知的財産権投資協議会」の設立は、コンテンツ・ビジネスをひとつの産業として捉える方向性に沿ったものである。我が国のコンテンツ・ビジネスは、既に約 13 兆円の規模に成長している。この市場規模を継続的に成長させ、日本発の高付加価値で、高くオリティのコンテンツを世界に対してさらに発信していくためには、コンテンツ・ビジネスを産業として育成するという政治・行政の明確な姿勢が必要である。また同時に、産業としての基盤をいかにして構築していくかという点に関して、より一層の議論を積み重ねることが必要な時期なのではないだろうか。

結果として、本報告書および投資協議会等の活動が我が国のコンテンツ産業隆盛にとって一助となれば幸いです。

2 コンテンツ・ファイナンスの現状分析

2 - 1 コンテンツ産業の課題

2 - 1 - 1 コンテンツ産業の課題

コンテンツ業界の商慣行をめぐっては、コンテンツ制作者とコンテンツを流通させる事業者(映画配給会社、テレビ局等)の取引関係がまず分析対象となる。コンテンツ流通事業者に関しては、映画配給会社、テレビ局ともに、寡占的傾向にある。一方で、コンテンツを供給する側、つまりコンテンツ制作者は多数存在する。結果として、限られたコンテンツの流通網に対して供給が過剰に行われるという業界環境にある。日本のコンテンツ・ビジネスは、このような供給過剰(寡占流通)の状況を前提とするため、資金面、権利面の双方において、コンテンツを制作する事業者が流通事業者に依存する構造になっている。換言するならば、コンテンツを制作する業者が流通事業者の下請け的な役割を演じているという問題が存在するわけである。

資金面における課題として、例えば映画の制作委員会等における出資者は映画会社、テレビ局、出版社等のコンテンツの業界関係者に限られている現状がある。こうしたテレビ局あるいは映画会社等が出資する場合においては、自らの流通ルートで回収可能な資金額を上限とする。結果として、コンテンツをめぐる業界関係者のリスク対応可能金額(回収可能)を超えた資金がコンテンツ制作へ流入することがないため、コンテンツ業界自体のパイが広がらないという問題点が存在する。

このように、コンテンツ流通事業者が自らの販売能力を超えてファイナンスを行うことはないなかで、コンテンツの制作費が上昇していく状況も今後大いに予想される。その際に、制作資金の提供をどのようにして確保していくかが課題になる。

さらに、前述のように作り手側が下請け的な役割を担わざるを得ないという商慣行がコンテンツ業界には存在するために、優秀な人材が海外や他業種等のより良い環境に流出してしまうといった懸念も顕在化しつつある。

2 - 1 - 2 対応の方向性

では、こうしたコンテンツ業界の商慣行・取引関係の課題点に対して、どのような対応を施していくべきであろうか。それは、コンテンツそのものの価値を作り出す「作り手」が流通事業者の支配から脱却し、成果に応じた適切なリターンを得られる環境の整備ではないかと考えられる。換言するならば、制作者にとって次のコンテンツ制作へのお金が確保され、再投資の生み出す知的創造サイクルの拡大循環が実現するような環境を創出していくことである。

コンテンツ業界にこうした制作者を中心においたファイナンスの仕組みを形成することや、価値の高いコンテンツを次々に生み出すインセンティブがコンテンツ制作者側に発生するような環境を整備することこそ、日本の著作権・コンテンツの国際競争力を強化する方向につながるのではないだろうか。

具体的には、以下のような施策がコンテンツ業界の有する課題に対処する選択肢として想起され得る。

(1) コンテンツ制作者による資金調達ルートの確保 :

前述のような流通事業者の支配から脱却するためにも、コンテンツ制作者(制作会社)が自ら生み出した著作物の権利を留保しつつ、金融機関や一般投資家からの資金を確保することが可能なスキームを作っていく必要がある。そういった背景から、本研究会ではコンテンツ制作者にとっての機動的な資金調達のあり方を議論しようと試みた。

また、欧米等で導入されているネガティブ・ピックアップ方式(独立系のプロデューサーがプリセールしたネガティブ・ピックアップ契約を持ってきて金融機関から制作費を融資してもらう)の検討も行うべきであろう。同時に、欧米においては、完成保証会社から完成保証を取り付けて制作会社が融資をうける事が行われている。こういったスキームをそのまま日本に当てはめるわけにはいかないであろうが、当てはめるとすればどういう問題があるのか、日本に合った完成保証制度が導入できるのかどうか、ということも検討課題にすべきであると考えられる。

(2) 新たな流通ルートの立ち上げ :

既述のとおり、我が国のコンテンツ流通事業者は寡占的傾向にあると言って良い。このことが、コンテンツ供給側と流通事業者との間の公正な競争を阻害している要因のひとつであると考えられる。こうした問題点を解決するためには、新しいコンテンツ流通のルートを形成していくことが肝要であろう。さらには、新しいルート間および新旧ルート間での競争を促すことにより、良質なコンテンツがより多く流通する好循環が導き出されると考えられる。

例えば、映画業界における映像コンテンツの提供方法は、大手映画配給あるいは興行ルートによる全国上映ならびに単館上映しか存在しない状態である。映像コンテンツに関する新しい流通ルートとしては、地域の公立の文化施設、公民館、市民ホール等の活用が考えられる。デジタル・プロジェクターを活用することによって安価な上映が可能になるだけでなく、デジタルコンテンツの上映事業を行いたい者とデジタルコンテンツ保有者のマッチングシステムを整備することにより、こうした流れを後押ししていくことが重要であろう。

(3) 著作権の帰属に関する環境整備 :

著作権法上の規定によれば、二次的著作物である映画、アニメーション等の映像著作物に関する著作権は映画製作者(制作会社)に帰属する(ただし、著作者はモダン・オーサーである監督、プロデューサー等である)

日本における制作会社はTV局、映画会社、出版会社等の下請け的構造におかれているため、契約(制作委託契約)あるいは口約束等により、二次的著作物に関する著作権はTV局、映画会社、出版会社等に買取られる内容になっている。従って、日本における制作会社がほとんどの場合に著作権を保有しないの

が現状である。こうした課題に対して以下のような施策の実行による対応が考えられる。

- ・ 独占禁止法による対応
（公正取引委員会から出されている「役務の委託取引における優越的地位の濫用に関する独占禁止法上の指針」に基づき、公正取引委員会等とも協力しながら公正な取引環境を整備する）
- ・ 権利関係の透明性向上
コンテンツ業界では口約束などの不透明な慣行が未だに残っているので、権利関係等を契約で明文化することによって商慣行の透明性を向上させる

（４）人材の育成：

我が国においては、制作資金を自ら集めて、販売先に対してコンテンツを売り込んでいく独立プロデューサーが不足していると言わざるを得ない。こういった課題に対しては、「デジタルコンテンツ協会」を通じてのプロジェクトインキュベーション型コンテンツ制作支援事業（デビューを目指すプロジェクトを持っているプロデューサーに対して、企画開発の資金の支援をすると同時に目利きのプロデューサーによって、様々なアドバイスをしてもらおうというスキーム）等を実践することにより、人材育成に注力していくことが肝要と考えられる。

2 - 2 ビークル比較（SPV 機能 / 財産管理機能）

ここでは、著作権等の知的財産権を扱う際、我が国における最適なビークルはどのようなものかを探ってみる。我が国において SPV（Special Purpose Vehicle）と類されるものには、任意組合、中小企業等投資事業有限責任組合、匿名組合、そして近時制度化された資産流動化法における SPC（Special Purpose Company；特定目的会社）ならびに特定目的信託があげられる。

知的財産権を利用した資金調達から見た各々の形態の法制度ならびに問題点等は以下の通りである。

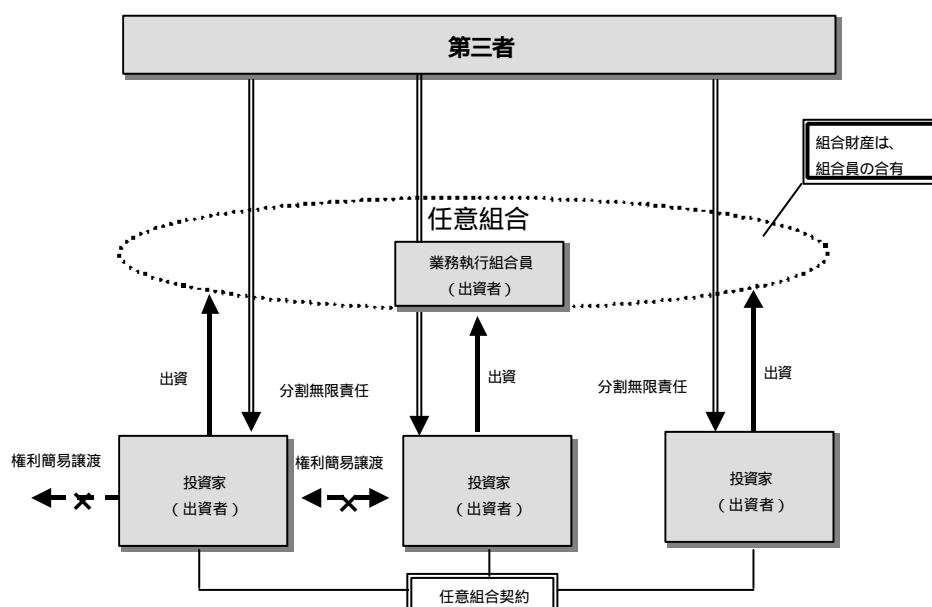
2 - 2 - 1 組合関連（任意組合、匿名組合、中小有責組合）

（1）任意組合

民法上の任意組合は、エンターテインメント・コンテンツの制作資金調達形態として、今もなおを一般的な方法として用いられている。これは、制作委員会と称する当該コンテンツに係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共同事業という性格が非常に強いものと考えられる。つまり、出資者（投資家）は業界のプロに実質限定されており、当該制作委員会へ業界以外の投資家を募り汎用的な投資商品とするにはハードルが相当高いものといえる。

そもそも、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おり、例えば投資家の責任負担の割合を、組合契約において投資額の範囲内と設定しても、投資家の法的な対外責任は分割無限責任を負うものであり、業務執行組員が破綻した時においては、当該契約は全く意味をなさないものとなる。

また、業務執行組員が業績安定でなおかつ不法行為など行わない信頼できる企業であっても、新たに制作するコンテンツが著作権侵害等により訴訟を受ける等の不測の事態もリスクとしてあり、投資家が受容できるような投資商品を組成しうる SPV としてはとらえにくいものといえる。

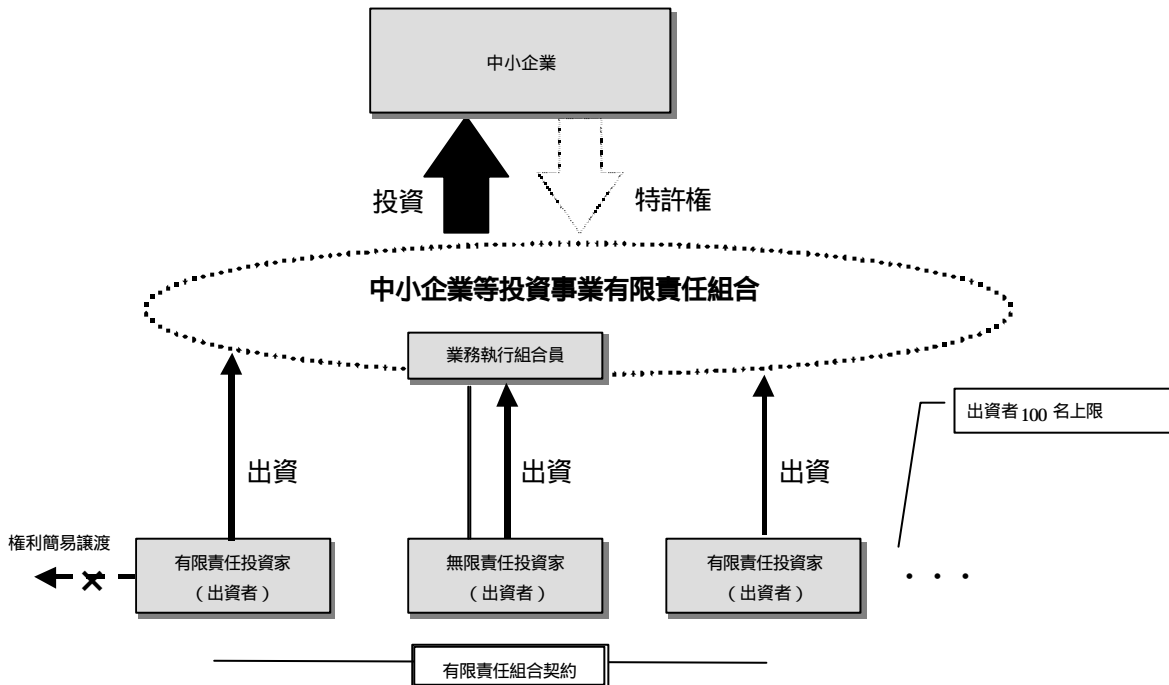


(2) 中小企業等投資事業有限責任組合

本組合は、平成10年11月より施行された「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」を設立根拠とした形態である。

本法の特徴は、民法上の組合契約に基礎を置いた任意組合をベースとしながら、任意組合において問題となっていた投資家（組合員）の責任範囲を、出資額の範囲とすることを法的に担保したことである。ただし、本法は、ベンチャー企業への資金供給の円滑化という政策目的の達成を企図した政策立法と性格づけられるものから、投資対象は限定されている。

それでも、投資対象には、中小企業の株式等のエクイティー以外に中小企業が所有する著作権への投資も対象としている。しかし、民法上の組合契約をベースとしていることから、組合員（投資家）の持分を簡易に譲渡することができないことや、登記が必要など、やや使い勝手に改善の余地があった。



中小企業等投資事業有限責任組合に関する一連の法律改正が昨年末に行われた結果として、投資先対象に有限会社等が付け加わり、匿名組合契約による出資、投資事業を営む任意組合に対するファンド・トゥ・ファンド出資が可能になった。従前の組合関連スキームに比べ、相当使い勝手のよい仕組みが出来上がったと言える。

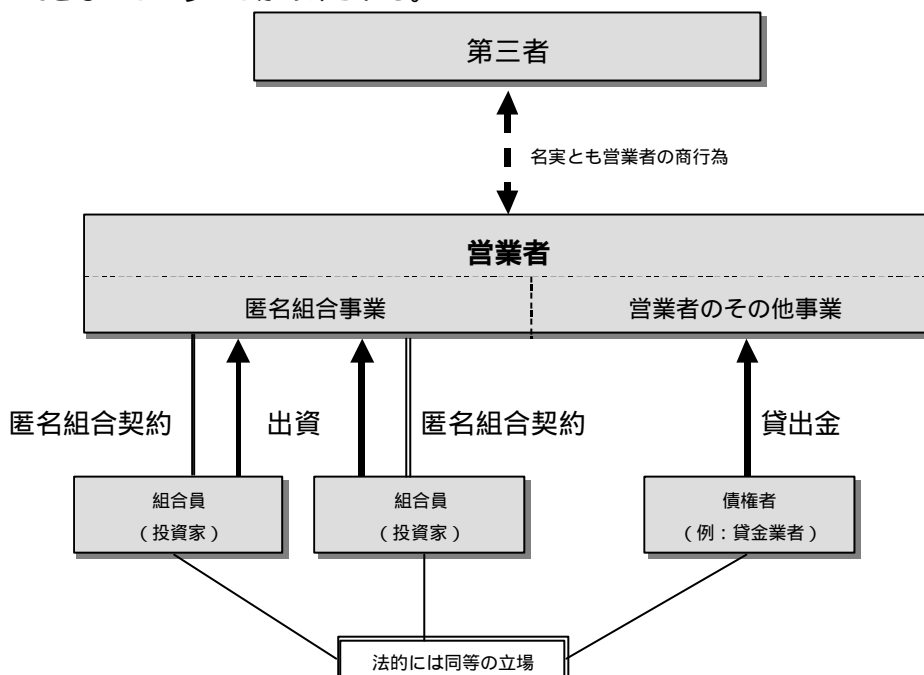
(3) 匿名組合

本組合は商法535条を根拠としている。匿名組合とは、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、出資者は背後に隠れるという契約形態である。

特徴としては、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）しやすいという点があげられるが、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、貸金債権等の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。

つまり、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。



また、任意組合と同様、組合員の権利を譲渡することは容易ではないことや、組合員が 10 名以上の場合における組合員への金銭分配時においては源泉徴収しなければならないという問題も存在する。

2 - 2 - 2 信託関連（投資信託、金銭債権信託）

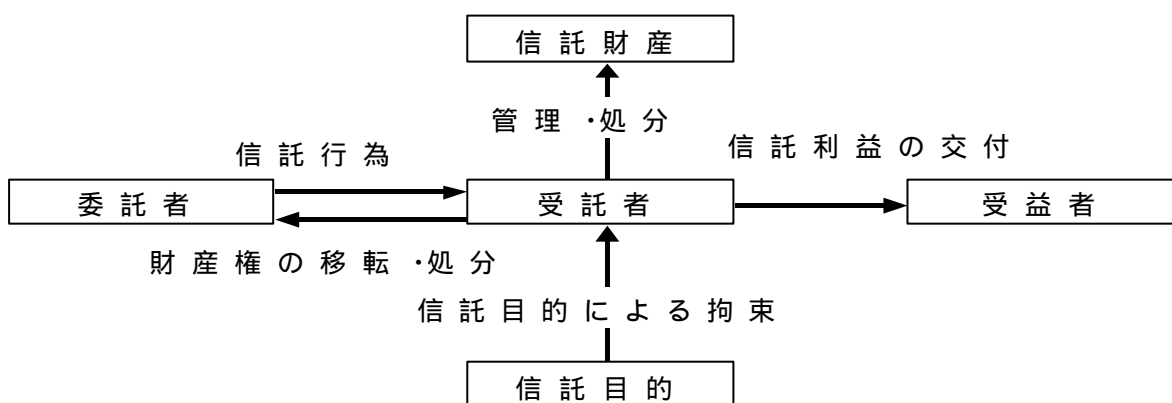
信託は、我が国においては、信託法 1 条に「...財産権の移転その他の処分を為し他人をして一定の目的に従い財産の管理又は処分を為さしむる...」ことと定義されている。この「信託」という法技術を用いることによって、財産の権利・義務を受託者に法律上・形式上帰属させながら、実質的には受益者に財産を帰属させる状態を創り出す事が出来る。受託者に帰属させられた財産は「信託財産」となり、受託者からも委託者からも独立の財産と見なされ、受託者の状況に左右されないため財産の安全性が高まることとなる。

「信託」という制度は、財産の価値・性質・数の転換機能及び財産の所有者からの分離機能を持っているので、これらの機能を活用することにより、資産管理、金融等幅広い実務上の用途に活用することが出来る。このため、信託は資産の流動化・証券化のピークルとして活用される等実務上の利用範囲が広い。しかしながら、結論から言えば現状は、一定の例外を除いて著作権の受託は不可能な法制となっている。

我が国における信託関連法は、信託の一般法としての「信託法」が存在するほか、信託業を規制する業法として「信託業法」、「兼営法」がある。また、信託の特別法として位置付けられるものとして、「貸付信託法」、「投資信託法」、「資産流動化法」等が存在する。前提として、民事信託においては、信託法1条に信託の定義において信託の対象は「財産権」と規定されており、これは当然、著作権も含むことと解釈できる。しかしながら、商事信託については、信託業法4条において、信託会社が引き受けすることができる財産として、金銭、有価証券、金銭債権、動産、土地及びその定着物、地上権及び土地の賃借権の5つが限定列挙されており、この範囲を超える著作権についてはその対象外となっている。

この弊害により、証券化や流動化に使い勝手のよい信託が著作権には使えず、後述する資産流動化法上の特定目的信託を使うか、みずほ銀行やみずほ証券のスキームのように変則的な信託を使うかしか手段がない。

< 信託の仕組み >



(3-3 「信託関連法に関する提言」にて詳述)

2-2-3 資産流動化法関連 (特定目的会社、特定目的信託)

(4) 資産流動化法上のSPC

2000年11月より施行された「資産の流動化に関する法律」を根拠とするもの。つまり、本法は21世紀を展望した金融サービスに関する基盤整備として、投資家から資金を集めて市場で専門家が管理・運用する集団的な投資の仕組み(いわゆる集団投資スキーム)について、資金調達者の選択肢の拡大し投資者に対する多様な商品の提供を可能にする観点から法制の整備を図ったものである。内容は、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律」、「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」の改正およびこれら法改正に伴う税法等の改正から成っている。

具体的な改正内容の最大のポイントのひとつは、流動化対象資産の拡大があげられる。従前の法律においては、流動化資産対象が不動産、指名金銭債権、及びこれらを信託した信託受益権に限定されていたが、これを

財産権一般に拡大し、様々な資産の流動化が可能となった。

省令により以下の資産が例示として列挙されている。

不動産、不動産に関する所有権以外の権利、動産、船舶、航空機、自動車、指名金銭債権、有価証券、特許権等、実用新案権等、意匠権等、商標権等、育成者権等、回路配置利用権等、著作権等、それ以外の特定資産、信託受益権またはこれを表示する有価証券

一部の任意組合、匿名組合出資持分、有価証券以外の金銭の信託受益権は取得できない。

上記の通り、著作権を含めた知的財産権を SPC に譲渡することが可能となった。

(5) 資産流動化法上の特定目的信託

「資産流動化に関する法律」においては、上記の SPC という法人をビークルとして利用する他、これに加え信託をビークルとして利用する特定目的信託制度が新たに創設された。本制度は、資産の原保有者が資産の管理・処分・利益の分配等を信託会社に委託し、この信託契約（特定目的信託契約）に基づく信託受益権を分割して受益証券として投資者に販売することにより資産の流動化を図る制度であり、基本的な仕組みは SPC を利用した流動化スキームと同じといえる。

本法の最大ポイントは、信託受益権の有価証券化である。信託受益権を私法上の有価証券とするとともに、投資者保護の充実を図るために、証券取引法上の有価証券としても指定された。つまり、このことは受益権の譲渡を容易にならしめ、流通性を高めることを可能とした。

課題としては、信託会社等が、受託者として当該契約を締結する際には、特定信託契約書案、資産信託流動化計画等の書類を添付して、内閣総理大臣に届け出ないといけないなど、ストラクチャーに関わるコストが高い点があげられる。結果として、実例がほとんどないという状態になっている。

2 - 2 - 4 その他

(6) 中間法人

資金調達を行う際に、通常の株式会社、組合関連、SPC 法上の特定目的会社、信託等がピークルとして考えられる。倒産隔離の観点から、受け皿になっているピークル(会社)の議決権を誰が保有するかが注目される。現行では、チャリタブル・トラスト等を用いたケイマン SPC 等が日本での流動化やオフバランス上での基準となっていると考えられるが、以下に述べるような課題が存在する。新しい金融スキームとして中間法人を用いたストラクチャーが考案されるに至ったのも、こうした課題を克服しようとの問題意識からであると考えられる。

中間法人の定義としては、「社員に共通する利益を図ることを目的とし、かつ、剰余金を社員に分配することを目的としない社団」という規定が存在する。つまり、収益が上がってきた段階で社員に対して、配当金という形で配分を行わない形態である。

ケイマン SPC が受け皿になる会社の議決権を保有するスキームにおいては、オリジネーター、投資家、お金を貸す銀行等の関係者はすべて日本人である。単に議決権を持たせるだけに過ぎないのに、以下のような手間・時間・コストがかかるのが現状である。

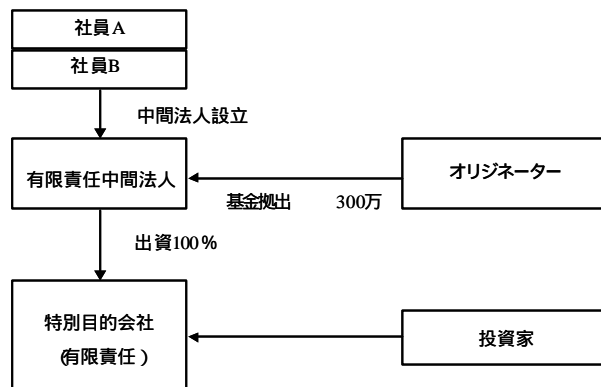
ケイマン SPC のコスト

- a. ケイマンがマネー・ロン(マネー・ローンダリング)規制に非協力的な国だというふうに名指しされているため、SPC 設立に関わる現地の弁護士、会計士が色々なことを質問する。結果として、手間、時間、コストがかかる(300万円程度)
- b. 種々の書類を英文に訳するという作業が発生する。
- c. ケイマンに SPC を作る手順として、日本からお金を送って会社を作り、その上でそこからお金を戻してきて日本に会社を作るという格好になるために、金額によっては外為法上の規制がかかる可能性が存在する。

有限責任中間法人を用いることによって、議決権と基金の拠出者(出資者)とが分離されている状態を制度的に作り出すことが可能である。そのための手間・コストとしても、通常の株式会社と同様の時間で済むという利点が存在する(定款の作成、公証人の認証、登記等)

中間法人を用いたストラクチャー

- a. オリジネーターが有限責任中間法人に対して基金という形でお金を出す
- b. 有限責任中間法人の社員は出資者とは別(会計士、弁護士等)
- c. 特別目的会社の議決権を有限責任中間法人というエンティティが持つ



(7) 特定持分信託

「資産の流動化に関する法律」一連の改正により、SPCの特定持分の信託制度が創設された。証券化等を行う場合に、特定社員（特定持分を保有する社員）としてのオリジネーターの存在によって倒産隔離が完全には達成されていないという課題に応えた法律改正になっており、信託の器を活用して、SPCとオリジネーターの関係を遮断する形になっている。

信託受益権の販売方法は、ネット專業証券会社であるマネックス証券を通じてインターネットで販売。

当該ファンドは、バミューダ法に基づくもので、バミューダ金融庁規則の規定に従うもの。

受託会社はバミューダ、事務代行会社は香港籍の会社に設定

当該ファンドは、ケイマンに設立したSPCが発行する利益参加型社債を購入

匿名組合分配金が社債元利金を通じて、ファンドへ分配される。

SPCは、コナミを営業者とする匿名組合契約を締結し、コナミのゲーム制作・販売事業へ出資。

営業者であるコナミは、ゲーム出荷本数に応じた金銭を、組合員であるSPCに分配する。

コナミは、子会社へゲームの制作を委託。

(3) 本ファンドの特徴

本件は、投資信託という形態はとっているが、前記の通り、かなり複雑なスキーム構造を呈している。ここで、本スキームの特徴を整理してみるとともに、これらの組成背景を探ってみる。

制作・開発資金の調達

本スキームも、上記の事例同様、制作・開発費を投資信託という枠組みで利用し調達を行ったことが特徴としてあげられる。

外国投資信託の利用

本スキームの最大の特徴は、外国投資信託を利用している点である。外国投資信託というのは、文字通り外国において組成されたファンドであり、国内販売については1972年に自由化された。

そ

の後、証券投資信託法上の位置付けがなされてこなかったことから、当時の大蔵省は1998年12月に施行した改正証券投資信託法の中に外国投資信託を位置づけ、届出や販売の差止め命令等の規制を課すことになった経緯がある。また、日本証券業協会は、当該協会会員が外国投信を取扱う際において会員が遵守すべきものとして「外国証券の取引に関する規則」を定めており、この中で定められている要件をすべて満たすことが投資家へ販売することの条件としている。

具体的には、外国の法令に基づき設立されていることや、一定額以上の純資産を有していること、国内における代理人を指定していること、投資者に対する開示が行われていること、空売りや借入れの制限等の条件をクリアすれば、国内の投資家に販売できるというものである。

では、なぜ国内の投資信託ではなく外国の投資信託として組成する必要があるかということが疑問となる。国内の投信で組成するには、以下のような様々な制約が存在した。

国内の投資信託の運用対象資産は、本ファンドの募集開始時点(2000年11月)での法律「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」における運用対象範囲は、「主として有価証券に対する投資として運用する」と定義されており、「主として」とはファンドの資産の50%超と解釈され

ていたことから、ゲームから生じるキャッシュ・フローをなんらかの形で有価証券に転換する必要性が生じてくる。従たる部分（50%以下）の運用対象資産に制限はない。（なお、2000年12月から施行された「投資信託及び投資法人に関する法律」においては、主たる運用対象資産の拡大により、上記の制限は改められた。）

完成リスクのヘッジ

ゲームの制作は、コナミの制作子会社が行うが、この制作会社がゲームを予定通り制作出来ず、全く出荷されない場合においては、親会社のコナミが匿名組合出資を全額返還する義務を負っており、制作子会社の完成リスクがコナミの信用リスクに置き換えられていることから、投資家にとっては実質リスクヘッジがなされている。

コナミの一部保証

匿名組合における営業者からの分配金の合計額が、組合終了日に受益証券の発行価格の50%の額に満たない場合には、営業者であるコナミからその不足額が充当されるという規定があることから、本ファンドは元本の50%はコナミが保証を行っている。つまり、投資家にとっては、ゲーム事業に関し全くリスクヘッジが行われていないものではなく、コナミの信用リスクに基づいた一部元本確保型の投資信託という性格を有している。

コナミにとってのメリット

完成リスクをコナミが負担しているものの、販売リスクの一部は投資家に移転されていることから、資金調達多様化のメリットがある。また、「本邦初の公募型のゲームファンド組成」という広告効果ならびに投資家のゲームソフト購入による販売促進という効果も無視できない。

以上のように、スキーム組成時点においては、様々な法的制約があったために、このような複雑なスキームを構成したことが判明した。また、広く一般から投資家（今回は特に個人を対象）を募る場合においては、完成リスクのヘッジ、さらに一部元本の保証（コナミのリスク）を行うといった様々な工夫をなす必要性も感じられた。

（4）本ファンドの課題

本スキームにおける課題としては以下の点があげられる。

組成の手間

外国投信については、海外の当局への届け出を行うといった組成の事務負担が大きい。

コスト

前述の通り、本スキームは外国投信として組成されているため、海外も含めて関係当事者が非常に多く、複雑な関係を呈している。当然ながら、関係者が多くなればなるほど投資家や資金調達者（本

件においてはコナミ)が負担するコストは大きくなる。

本スキームで言えば、販売手数料や設立費用そして運営費用を勘案すると、年2.9%程度であり、ファンド予定期間の2.5年で換算すると総額7.2%程度となる。これは、現状の投資信託と比較した場合非常に大きな数値と言える。

調達ロットについて

上記の通り、関係当事者が多数存在することにより、多大なコストが発生することから、数億円程度の小額の資金調達においては、当該コストが占める割合が高くなり、組成することが困難である。従って、本スキームは10億円以上の大きな調達ロットに適していると言える。

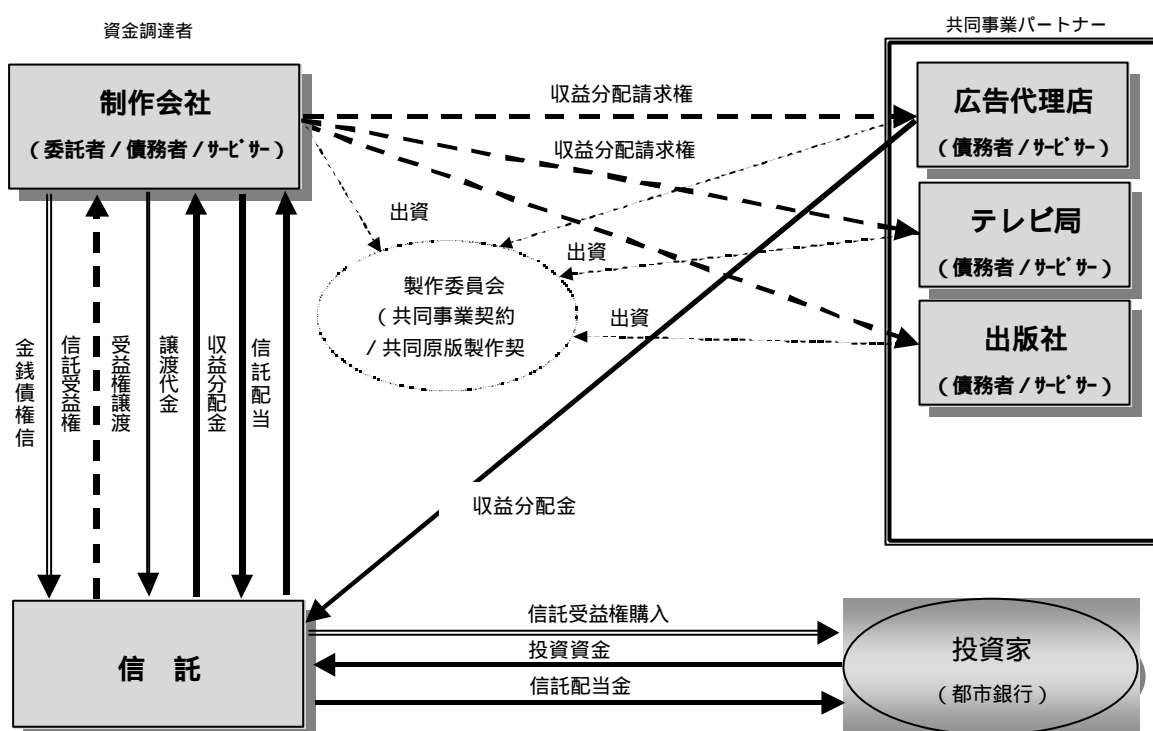
【事例2】

(1) みずほ銀行「作品投資スキーム」

みずほ銀行は、無体財産権とくに著作権をベースとした新たなファイナンス手法の開発を積極的に行っており、以下の事例は、アニメーションの制作企業に対し、著作権をベースとした金銭債権を受託財産とすることで新たな資金調達方法を提供した本邦初の事例である。

(2) スキームの内容

著作権を活用した金銭債権信託スキーム



本件のスキームは、次のようなものである。

コンテンツを制作する企業や完成後のコンテンツの流通を担当する企業、また利用を目標とするメディア媒体企業等の関係当事者をパートナーとしたパートナー間で共同事業契約を締結。

本共同事業は、業界においては、制作委員会と呼ばれており、形態としては民法上の任意組合と捉えるのが一般的で、制作委員会のメンバーは、持分に応じて出資を行い、当該出資金をコンテンツ制作資金に充当する。

制作委員会のメンバーは、出資の見返りとして各々コンテンツに係る制作権、商品化権、出版権、ビデオグラム権(ビデオ化権)、放送権等を保有することができ、また自己の有する権利より発生する収益の回収と他のメンバーに対し持分に応じた収益分配義務も同時に負う(債務者兼サービス)。したがっ

て、各メンバーは制作委員会においては、自己の持分に応じた収益分配請求権（将来債権）も保有している。

資金調達者は、保有する収益分配請求権を金銭債権として信託し、信託受益権を取得（共同事業収益分配債権信託契約）。この際、第三者対抗要件を具備するために債務者（制作会社をはじめとした制作委員会の各メンバー企業）から異議なき承諾を取得する。

委託者（資金調達者）は、投資家（本件についてはみずほ銀行）に保有する受益権を売却し資金調達を図る。

債務者各社は、回収金のうち制作会社持分に対する収益分配金を報告書（エビデンス）を添えて、所定のタイミングで信託へ送金。（債務者から直接回収を図ることが出来るために制作会社の経由全額回収と比較し、回収リスクの低減が図れる。）

信託は、決算（年2～4回程度）を行い受益権保有者に信託配当（実績配当）を交付。

5年の期間満了時、投資家における5年間のキャッシュ・フローがプラスの場合、信託は解除され投資家所有の受益権は委託者に交付される。マイナスの場合は1年間延長されるが、延長は3回（通算8年間）を限度とするもの。

（3）本スキームの特徴ならびに課題

本件における資金調達者は、テレビアニメーション制作企業である。近時業績は伸長しているが、企業規模・内容には一定の限度があり、信用リスクは比較的高く、すべてを銀行融資に頼ることは厳しい状況にある。

一般にエンターテインメントやソフトウェアコンテンツの制作会社は信用力に劣る場合が多く、また十分な担保もないことから、従来型の銀行融資には保全を含め限界があるのが現状である。

本スキームは、信託業法第4条により著作権の信託を行うことが出来ない現況下、業界特有の制作委員会（任意組合）における収益分配請求権という将来債権を金銭信託することに着目し、これらコンテンツ制作企業に対し、既存ビジネスモデルへの影響を最小限に抑えたファイナンスを提供できるスキームとして評価できる。

さらに、仮に著作権の信託が可能であったとしても、信託できるのは完成した著作物の著作権（いわゆる独立した財産権）であり、制作段階で資金を調達することは困難であるが、本スキームは将来債権として信託することで制作資金の調達を可能にしている点が最も注目される点である。

しかしながら、現行法制下における苦肉の策という面もあり、本スキームを一般投資家を絡めた汎用的な資金調達スキームに応用するには、以下のようないくつかの問題点がある。

リスク所在の明確化

本件の投資家は、都市銀行一行であり、考えられるリスクのいくつかは銀行独自の判断（審査）によりリスクテークを行っている部分がある。つまり信用で対応している。しかしながら、広く一般の投資家を据える場合においては、本スキームのリスク所在を明確にし、当該投資家が耐えうるものかどうか、耐えうるものではない場合どのようにリスクヘッジを行っていくかを検証していく必要がある。本スキームにおけるリスクは以下の通り。

a) 作品の完成リスク

制作委員会は制作会社に制作委託を行うが、例えば、制作期間中に制作会社の資金繰りが悪化し、破綻等によりコンテンツが完成しないケースが考えられる。

制作会社が破綻した場合は、当然収益分配の見込みは絶望的となるが、投資家が保有しているのは収益分配請求権であり、例えば、制作会社自体は企業活動を継続しているが、なんらかの理由で当該コンテンツが制作出来なくなったケースにおいても収益分配を受けられなくなることが考えられる。このようなケースにおいては、実際は制作委員会の各メンバーは業界に精通している企業であり、代替企業の選定、再委託は比較的容易に行われることと予測されるが、費用負担の問題等が発生することは確実である。いずれにせよ、このようにコンテンツをゼロから制作する場合には、完成リスクをヘッジする手当てが必要となる。

b) 委託者（制作会社）の倒産リスク

委託者（制作会社）が倒産した場合、制作会社は組合から脱退することになるが、その破産管財人は他共同事業パートナーに対して出資金を返還請求する可能性がある。任意組合契約上は、出資金の返還を行わない旨の規定があるが、この規定が無効とされた場合には他のパートナーは二重払いとなる状況となり、デフォルト後の回収金の受け渡しをパートナーが拒否する可能性がある。

c) 運用者（サービサー）の倒産リスク

本スキームにおいて、制作後完成物の運用は、共同事業パートナーが担当している。具体的には、完成物から生じる様々な財産権を各パートナーが運用しており、万が一、運用者が倒産等に陥った場合は、当該運用による収益が債権者や破産管財人等に差し押さえられ、当該信託勘定に収益分配金原資が入らなくなる可能性がある。また、業務執行組合員が破産に陥った場合は、制作委員会である任意組合自体が解散となるリスクがある。

信託財産について

収益の本質（元）は、任意組合で共有となっている著作権であるが、本信託の受託財産は、将来の金銭債権である。つまり、受託財産である金銭債権と著作権部分は対外的には一線を画しており、受益者

は著作権の運用に関してはなんら関係を持たず、従って、受益者は、当該組合や運用者に対し、指図することは出来ない。受益者保護を勘案した場合、このような状況は望ましくなく、やはり受益者のために管理・処分を行うために信託財産に著作権を含めることが望ましいものと言える。

商品ファンド法との兼合い

「商品投資に係る事業の規制に関する法律」(以下商品ファンド法)は、いわゆる商品先物等で運用を行うファンドの組成や販売を規制する法律として立法されたが、ここにおいては商品取引所で取引されているもの以外に収益の予測が困難な物品として競走馬、絵画、鉱業権そして映画が指定されている。

これは、映画(権利も含めて)を、取得(制作も含む)し、譲渡し、使用し、または使用させる事を目的として任意組合、匿名組合、海外LPSそして信託という形態を用いて、広く一般から資金を募ることにに対し、商品ファンド法の規制を受けると言うものである。

ここで、映画の定義については、明文化されてはいないが、経済産業省においては、アニメやテレビ番組等いわゆる映像に固定されているものと解釈し運用がなされている。(ゲーム等映像の水準が映画並となっても、プレイする人間により違ったストーリーとなるものは映画に属しないとの解釈あり)つまり、本スキームにおいては、みずほ銀行が唯一の投資家となったので、問題とはならなかったが、この受益権を分割し、一般投資家へ販売を行う際は商品ファンド法の規制を受けるとなる。

商品ファンド法は、証券取引法と明確に一線を画しているが、本スキームを当てはめた場合、実際の運用者である制作会社は、商品ファンド法における「商品投資販売業」の許可を金融庁ならびに経済産業省の両省から受ける必要がある。実際、本許可の取得にあたっては、財産的基礎と人的構成要件を充足する必要性があり、財産的基礎においては客観的な基準が用意されているが、人的構成要件においては、申請企業内に「過去に商品ファンドもしくは同様な仕組み商品の組成に3年以上携わったことがある人物が存在すること」という運用基準が存在している。

現実的にこのような条件を小規模なコンテンツプロバイダーが充足できることは困難であり、仮に本スキームを広く投資家を募るようなスキームに仕立て上げようとした場合、本点がネックとなり汎用的なスキームとはならないものと考えられる。

【事例3】

(1) JDC「東京マルチメディアファンド」

ジャパンデジタルコンテンツは制作者の資金調達および権利保全を大きなコンセプトとして、コンテンツへの投資を行っている。

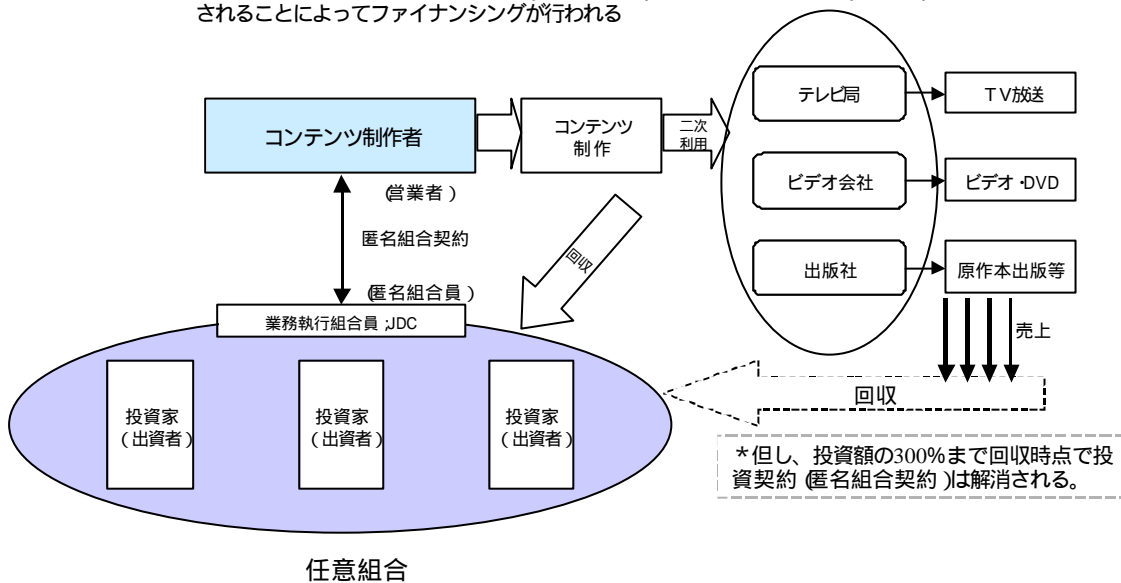
(2) スキームの内容

■ 民法組合

- TMF1 (東京マルチメディアファンド1) は民法に基づく組合形式

■ 匿名組合契約

- TMF1の業務執行組員であるJDC (匿名組員) とコンテンツ制作者 (営業者) の間で匿名組合契約が締結されることによってファイナンスが行われる



【東京マルチメディアファンド1】

任意組合でファンドを組成 (金額的には7億円)

コンテンツ制作会社から企画の応募を行い、審査を経た案件に対して匿名組合契約の形で投資を行う。

投資額 100% まではファンドが優先して回収

リクープ (100%回収) 後の利益についてはある応分の割合でもって配分 (制作者側に有利)

投資額の 300% まで投資回収が終われば匿名組合は解消

(3) スキームの特徴

有限責任性の担保

任意組合であると出資者は無限責任を負うため、ファンドから制作者に対する投資を匿名組合にすることによって、有限責任性を担保。

コンテンツ制作者に権利帰属

価値のある、市場性のあるコンテンツを生み出す制作者が流通機能を担う企業からの下請け的構造から脱却し、自立できるように、コンテンツ制作者に著作権を残すというような形の投資を行っている。

資金管理、工程管理

資金の管理に関しては、匿名組合口座が設定される。このことによって、キャッシュが営業者の口座に入る前にプロジェクトに関わる出入金を監視することが可能になる。制作資金の出し入れに関しても、JDCの同意がないと行うことができない。

(4) 課題

完全なる有限責任性の担保

任意組合と匿名組合を組み合わせて出資者の有限責任性を担保している。ただし、無限責任組合員の破綻時ないし害意ある無限責任組合員の存在時には課題がある。

組み入れ財産の独立性

匿名組合契約に基づいてファンドから制作者に対する投資が行われる。匿名組合契約において、出資金その他の匿名組合財産は営業者に帰属する。営業者破綻時において、投資家の債権（出資金払戻し請求権）は一般破産債権としての取扱いであるため、第三者に優先しないという課題がある。

(5) 実績

第1ファンドは投資ベースでは約10億円、約36案件の投資。第2ファンドの方は2001年組成されたばかりであるという経緯もあり、現在のところ3.5億円の投資で、投資件数が9件。両方合わせると45案件に投資。

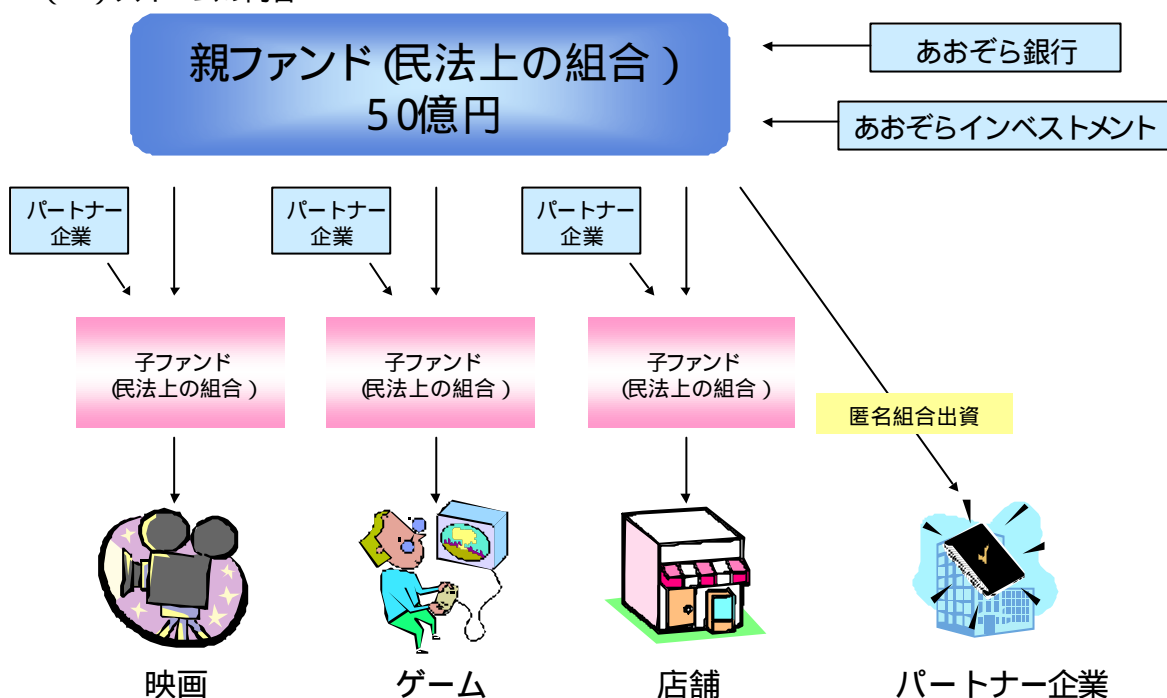
このうち完全に完成させてしまったものは32案件。後の残りのものはまだ制作中。32案件中、20案件が100%を超えている。

【事例4】(1) あおぞら銀行「プロジェクトファンドによるコンテンツ投資」

コンテンツ投資を始めたのは1998年。一昨年にフィービリティを試す意味からも従来からの、ファンドによる店舗運営、ゲーム投資に加え、映画、アニメ、音楽、書籍と投資対象を一気に拡大した。

投資の基本コンセプトは、コーポレートリスクを可能な限り排除した、事業資金ニーズに対する出資によるファイナンス。ただし、コーポレートリスクの完全な隔離はスキームコストとの兼ね合いで実質不可であり、リスクに見合ったリターンが求められる。

(2) スキームの内容



親ファンドは民法上の任意組合で組成（金額的には、50億円。99%が銀行本体で、1%が100%子会社からの出資）

それぞれのプロジェクトごとに子ファンドを組成（2002年9月末時点で19ファンドが存在）

子ファンドに対して親ファンドが出資。

(3) スキームの特徴

回収の早期化

優先回収のスキームを採用している。リクープラインを越えたところで開発業者（制作会社）に対してインセンティブ的にフィーの取り分を多くする仕組みを採用（TMFと同様）

コーポレートリスクへの転化

マーケットリスクを一部コーポレートリスクに転化して制作会社の保証により、回収のフロアを設定。その見返りとして回収の上限にキャップをつける（TMFと同様）

リスク分散

色々な分野にポートフォリオ的に投資をしているということで、リスク分散を図る
資金管理

子会社のあおぞらインベストメントがそれぞれのプロジェクトごとに資金管理を行っている。その結果として、投資の透明性が高められる。資金管理を専門で行う会社がコンテンツ部門の投資に加わることによって、金融機関等の投資家等の外部の資金が集められるような道が開かれるのではないかと考えられる。

(4) 実績

投資実績としては、昨年度一年間にプロジェクト投資は合計 17 件、14 億円弱の投資。中身は、店舗出展の資金ファンドが 6 件で 7 億円強。コンテンツ関係では 12 件で 6 億 5 千万円。コンテンツ関係の中身はゲーム、アニメ、映画、音楽の CD 制作、あるいは本の出版とかなり実験的に多岐に渡って投資を行っている。

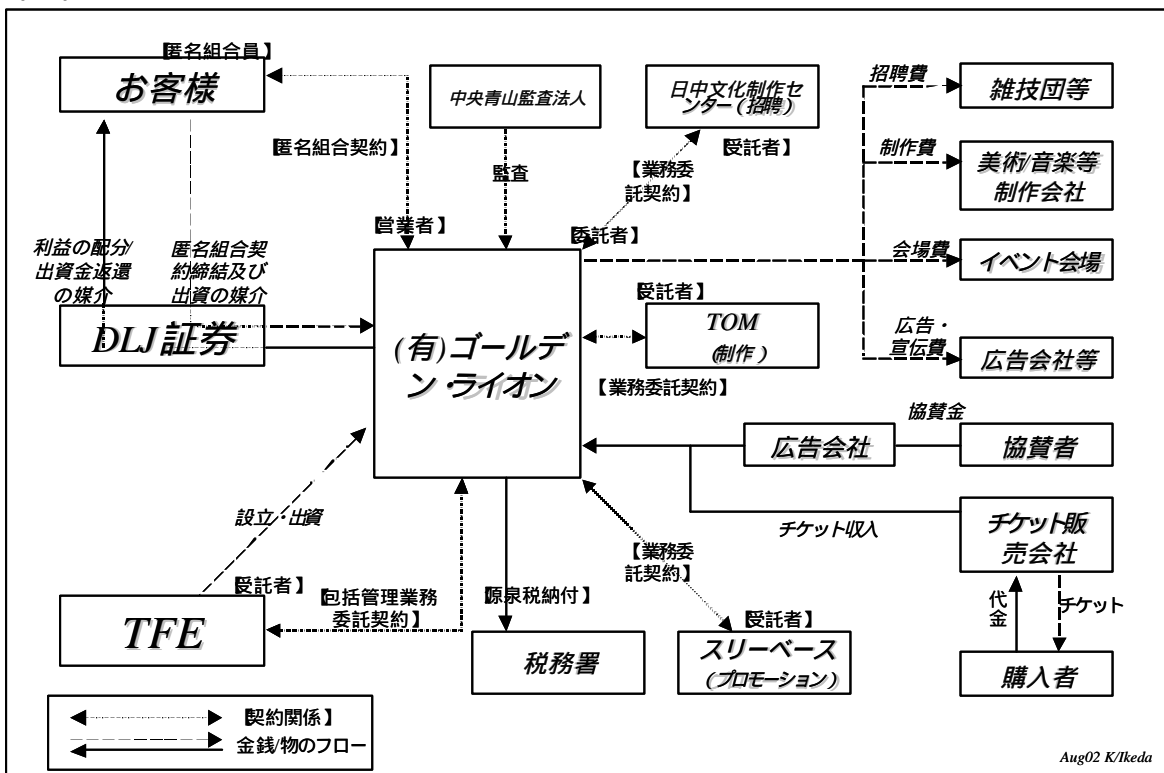
コンテンツ・ファンドは今 19 ファンドがあり、そのうち 7 つのファンドが投資期間を満了している。IRR ベースで投資効率をみると、銀行として十分投資に耐えられる実績が出ている。

【事例5】

(1) DLJ ディレクト SFG 証券「匿名組合によるエンタテインメント投資」

2002年8月～12月にかけて、東京ファイナンス・アンド・エンターテイメントがゴールデン・ライオンと命名した中国雑技団の講演資金を、オンライン証券であるDLJディレクトSFG証券(以下、DLJ証券)を通じて個人から調達した。

(2) スキームの内容



オリジネーターである東京ファイナンス・アンド・エンターテイメントがSPC(有限会社)を設立。SPCと個人の間をオンライン証券であるDLJ証券が媒介。

SPCと個人の間で匿名組合契約を結ぶことにより、投資が行われる。

(3) スキームの特徴

投資家優先配分

匿名組合契約において、出資金は営業者に帰属する。本スキームにおいて一番リスクをとっているのは個人投資家であるため、損益の分配にあたっては組合員である個人投資家を最優先。リクープ前まではチケット売上等のキャッシュ・インフローは全て組合員に帰属(TMFと同様)。

リクープ後の利益

リクープ後の利益に関しては、契約書に盛り込んである一定の算出式に基づき、組合員に対して利益を分配。

ディスクロージャー

投資信託等の金融商品募集時に作成する目論見書に準じた資料をオンライン証券のHP上で公開（目論見書を読まない、投資を行うことができない仕組み）

募集要項

契約の存続期間が一年間を超えないように設定。理由としては、契約が一年間を超えた場合、決算を二度行う必要がある等、余計なコストがかかる点。また、個人投資家の特徴として、比較的期間が短い投資案件を好む点。

（４）課題

組み入れ財産の独立性

匿名組合契約に基づいて投資が行われた。匿名組合契約において、出資金その他の匿名組合財産は営業者に帰属する。営業者破綻時において、投資家の債権（出資金払戻し請求権）は一般破産債権としての取扱いであるため、第三者に優先しないという課題がある（TMFと同様）。

ただし、利益の分配の原資となるチケットの売上代金に関しては、チケット業者、事務屋、SPCの三者間で債権譲渡契約を締結することにより、確実に入金を受けられる措置を施した。

税制

匿名組合契約においては、個人投資家が受け取る利益の分配は原則として雑所得。ただし、営業者の事業内容によっては事業所得もしくは不動産所得として取り扱われる可能性あり（本件については、組合員に分配される損益の税務上の取扱いについて、DLJ証券は国税当局に事前照会を行い、事業所得として取り扱われるとの回答を得ている。従って、事業所得の計算上生じた損失がある場合には確定申告を行うことによって、他所得との損益通算が可能となる）。一方で確定申告が必要になってしまい源泉徴収のみで課税関係が終了しないのは、個人投資家にとって不便な点とも言える。

多人数への対応

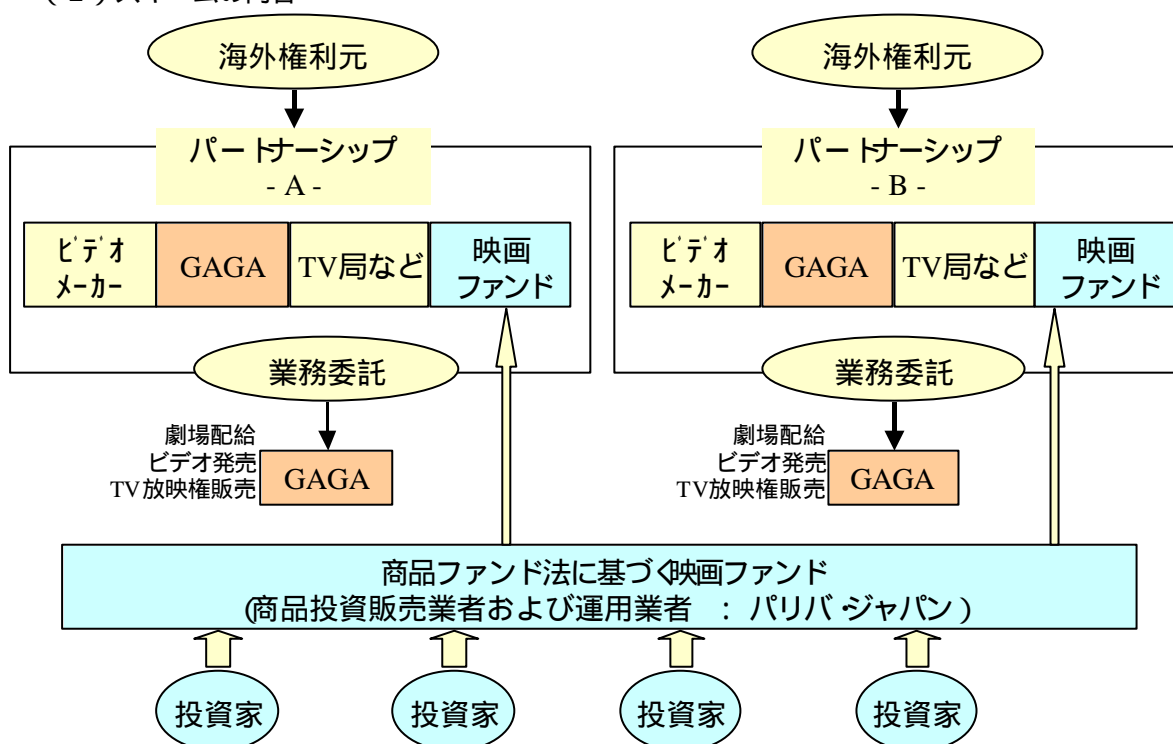
そもそも匿名組合契約という方法が多人数を対象とした公募者になじむのかという点。10名、20名、100名くらいといった点ではあまり問題は無いと考えられるが、千人、1万人になった場合には課題が浮上する。

【事例6】

(1) ギャガ「映画フィルムファンドおよびコンテンツの定量評価」

1998年同6月に第1号商品パリバ・ギャガ・シネマファンド1、愛称で《クランク・イン》を実施。4ヵ月後の10月にパリバ・ギャガ・ファンド2《ジャッキー&シャロン》という愛称の案件を組成。パリバ・ジャパンが投資家に対して直接販売を行う商品投資販売業者および運用業者となり、ギャガに対して運用を委託。当時、金融商品の多様性が求められている中、ソフトコンテンツ産業と金融業界が初めて手を組んで開発した投資商品として注目を集めた。但し、それ以降の四年間、ギャガは商品ファンドに基づいた投資を行っていない。

(2) スキームの内容



海外権利元からの映画フィルムの一定期間使用許諾権をギャガが買い付ける。ギャガが当該映画フィルムに投資するパートナーシップを組成し、使用許諾権を共有。参加者として、GAGA、ビデオメーカー、TV局、広告代理店、映画フィルムファンド。

ギャガはパートナーから業務委託をうけ、劇場配給、ビデオ販売およびテレビ放映からの収益獲得を目指す。ギャガは劇場配給、ビデオ発売、TV放映権販売について業務委託をうける。

ウィンドウとしては、劇場収入、ビデオ収入、テレビ等収入の大きく3つ。劇場収入については興行収入から劇場取り分が引かれて、配給収入。そこから配給業務費が差し引かれて配分金。ビデオ収入については販売総収入から宣伝費等が引かれて配分金。テレビ等収入についても販売総収入から販売手数料が差し引かれて、配分金となる。この合計からトップオフ経費としてP&A等が引かれた額が映画ファンドの回収対象となる。

(3) スキームの特徴

ハイリスク・ハイリターンの投資商品

高い利回りが期待できる反面、投資元本損失の可能性あり(映画が公開されないリスクも存在)

リスク分散

三本から四本の映画フィルムに分散投資を行うことにより、リスク分散を図っている。各作品への投資額はその作品の総資産の30%を超えないように設定。

税務メリット

日本での劇場公開日が映画フィルムが使用に供された日となり、減価償却が始まることにより、投資家は税務メリットを享受することが可能。劇場公開からTV収入が終了するまで約3年かかるため、これに多少のバッファを設けて償還期間は5年と設定。

投資家に対する非経済的なメリット

希望する投資家に対しては、提供企業として予告編・本編・ビデオに企業名を表示する。自社顧客の招待や販売促進のために試写会を開催(コストは投資家の負担)

(4) 課題

商品ファンド法の免許を取るための事務負担は大きかった(ただし、本案件はパリバ・ジャパンが中心となった)

【事例7】

(1) オリックス「商品ファンド法による映画投資」

(詳細は、制度比較の箇所にて記述)

2 - 3 - 2 ファイナンス事例（制度融資）

【事例1】

（1）DCAJ（デジタルコンテンツ協会）

平成8年度の予算より、コンテンツ制作に関わる支援策を実施。平成8年から11年にかけて技術開発を中心としたコンテンツ支援策。

プロジェクトインキュベーション型コンテンツ支援事業

6月に公募を開始。

プロデュース委員

映画プロデューサー：原正人

- 全国規模の劇場公開を視点始点として、多メディア展開が可能な実写映画、アニメーション映画、デジタル映画の企画及びビジネスプラン
- 46件の申請。3件の採択

弁護士：森田先生

- ブロードバンド時代、デジタル時代のプロデュース・モデルの実現
- 64件の申請。5件の採択

【事例2】

(1) 情報処理新興事業協会「信用保証」

銀行から事業会社に対して行われる融資に関して、IPAで保証を行っている。対象となる融資先として、情報処理サービス業、ソフトウェア業等がある。担保がなく、保証人といっても代表取締役くらいしかいないという状況では、銀行等の金融機関からの融資は厳しい事態が続いている。IPAは債務保証ということで中小企業向けの金融を支援している。

(2) 制度の概要

一般保証債務制度

- a. 対象企業：情報処理サービス、ソフトウェア業
- b. 資金使途：
 - 電子計算機本体の導入及び付属機器の導入に必要な資金
 - プログラムの開発に必要な資金
 - プログラムの購入に必要な資金
 - 情報処理技術者の教育、研修に必要な資金
 - その他オンライン、情報サービスの開始に必要な資金

- a. 対象企業：一般企業
- b. 資金使途：
 - 自社の事業活動に寄与するプログラムの開発に必要な資金
 - 情報処理技術の研修に必要な資金等

新技術保証債務制度

- a. 対象企業：情報処理サービス業、およびソフトウェア業のうち新技術を活用したプログラムの開発に取り組む企業
- b. 資金使途：先進的なまたは独自の技術、アイデア、ノウハウ等を用いて以下のいずれかを実現するプログラムの開発に必要な資金
 - 品質、生産性、信頼性等の向上
 - 互換性、移植性、操作性等の向上
 - 技術的課題の解決
 - 新たなハードウェア環境又はソフトウェア環境への対応
 - 新たな産業、商品、役務等の開拓、その他情報処理技術の利用の拡大・高度化
 - 以上の他にもそれに準ずるもの

(3) 融資の条件

一般保証債務制度

- a. 融資限度：所用資金の80%以内（合計金額で5千万以内。貸し渋り案件に対しては、所用資金の90%以内。金融機関から借り入れというができない状況下のため、かなりの件数が貸し渋り対応に該当する。以下、貸し渋り案件は若干異なる融資条件となる）
- b. 融資期間：3年以内
- c. 返済方法：据え置き半年以内、3ヶ月ごとに均等分割返済
- d. 融資利率：銀行所定の利率
- e. 保証割合：95%
- f. 連帯保証人：一般債務保証については2名以上（但し、代表権のある取締役は全員）

新技術保証債務制度

- a. 融資限度：所用資金の100%以内（合計金額で5千万以内）
- b. 融資期間：5年以内
- c. 返済方法：据え置き1年以内、3ヶ月ごとに均等分割返済
- d. 融資利率：銀行所定の利率
- e. 保証割合：95%
- f. 連帯保証人：1名以上（但し、代表権のある取締役は全員）

融資銀行：都市銀行、地方銀行、第二地銀、商工中金、長期信用銀行、信託銀行（信用金庫、信用組合は除かれる）

(4) 制度の実績

昭和45年から平成13年末まで、3千以上の会社、企業。債務保証金額自体も累計で1千百億円を超えた。平成13年度末で200件、40億円の残高。

【事例3】

(1) 日本政策投資銀行「知的財産権担保融資」

政策投資銀行は平成11年に日本開発銀行と北東公庫が統合して、総合政策金融機関として発足。経済活力創造、豊かな生活創造、自立型地域創造が重点分野。

新しい金融手法であるプロジェクトファイナンス、あるいはファンド出資やベンチャー・ファイナンス等をできるだけ活用しながら新しい金融市場や資本市場の創造にも繋がるような形でプロジェクトを進め、構造改革を促進するという理念に基づき、融資業務を行っている。

(2) 融資制度の概要

- a. 電子商取引（ネットワーク型のビジネスを行う場合）
- b. 情報処理高度化（セキュリティ対策等を対象にした制度）
- c. 新規事業育成（技術の高度性やビジネスの新規性といった点に注目）
- d. 新技術開発（技術開発を支援）

(3) 融資の手法

民間銀行との協調という形をとり、政策投資銀行の融資比率は40%～50%程度。貸出金利は長期の固定金利を使用。リスク等を勘案した市場想定金利から政策的な優遇をした金利。

(4) 知的財産権担保融資について

平成7年度から開始。2002年の9月末現在の累計で197件、114億円の実績。ベンチャー向けの融資分の8割くらい（ベンチャー融資は全体で230件、130億円程度の規模）。

担保物件の種類で一番多いのは特許権。これ以外にソフト関係でのプログラム著作権、あるいは著作権関係。質権や譲渡担保という担保形態を活用。

陳腐化リスク（権利・技術の寿命、あるいは継続的な利用がなされるかどうかという点での問題）、最終処分可否（会社、制作者から独立して権利・技術を利用することが可能である点）に留意している。

また、全く新規の技術というよりは、すでにある程度キャッシュフローを生んで、その技術を用いた将来のキャッシュフローがある程度見込めるかという点が融資にあたっての大きな判断要素。技術評価、権利評価というよりは事業審査。

【事例4】(1) 中小企業庁「売掛担保融資制度」

売掛債権担保融資保証制度は昨年の1月からスタート。中小企業に相当な額の売掛債権が存在するが、こうした売掛債権を如何にファイナンスの材料にしていくかという視点が背景にある。

(2) 制度のスキーム

中小企業が売掛先に売掛債権を保有している
当該売掛債権を金融機関と信用保証協会の方へ担保として差し出す
この担保を元に融資を実行する

(3) 制度の概要

- a. 保証割合：9割の部分保証
- b. 借入額の上限：1億1千百万円。
- c. 個別保証方式：一本一本の債権に着目してそれを債権にとる方式
- d. 根保証方式：将来発生する複数の債権に予め担保設定をして、一年間の限度額を設定し融資を行っていく方式
- e. 金融機関からお金を借りるタイミング：
 - 商品の納入、役務の完了が行われた後、売掛先が支払う旨の意思表示を行ってから実際の支払いを受けるまでの間（法律改正前）
 - 契約段階から売掛債権担保融資のファイナンスが可能（運送伝票とか納入が明確な発注書等であっても相談は可能）実際の借入れタイミング等は現場ごとの相談（法律改正後）
- f. 売掛債権を担保に供するための対抗要件：
 - 債権の登記
 - 売掛先への通知
 - 売掛先からの承諾
- g. それぞれによって、担保に対する融資可能額の掛け値が変わってくる。
- h. 対象：売掛金、割賦販売代金債権、運送料債権等々（譲渡禁止特約のついた売掛債権は本制度の対象外）
- i. その他：借入形態・返済は金融機関に専用口座を開設する必要あり。

(4) 制度の実績

2002年12月末で件数ベースで4700件、融資実行額で2300億円。

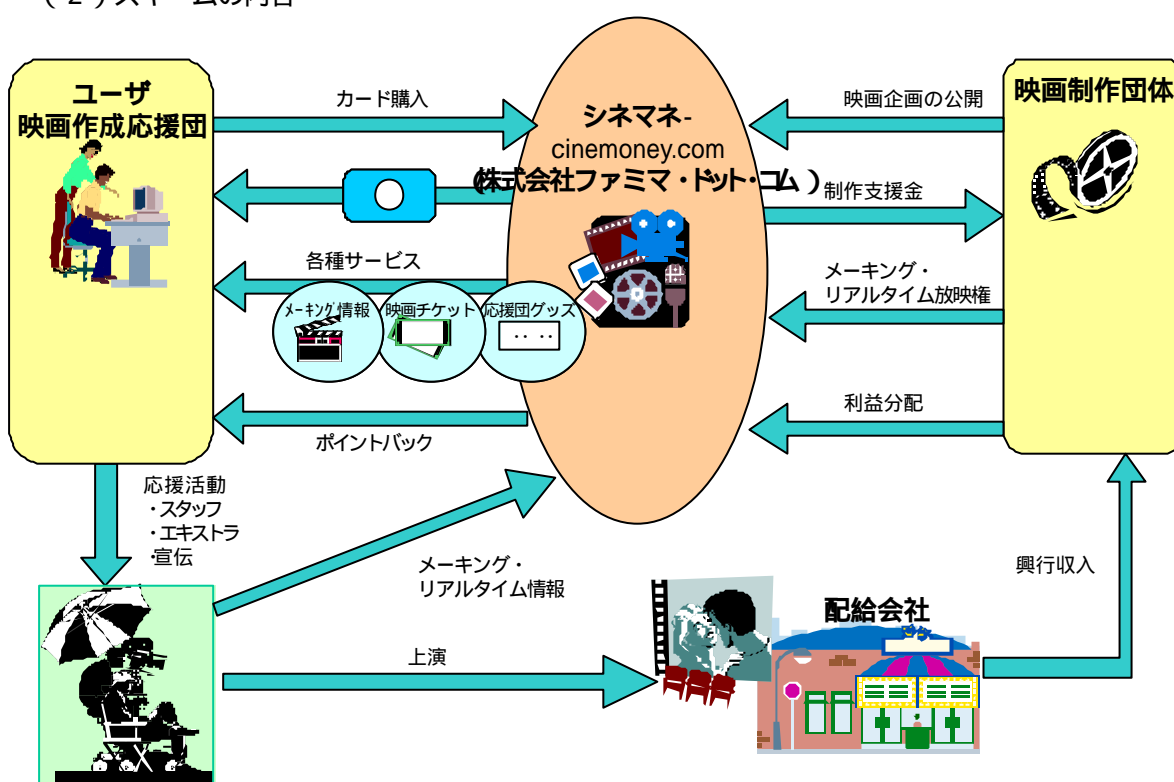
2 - 3 - 3 ファイナンス事例（助成金、その他）

【事例1】

（1）ファミマ・ドット・コム「シネマネー」

シネマネーは映画作品ごとのファンクラブ。開始時期は2000年の4月で、ほぼ2年半経過。今までの約2年間で12作品を支援。制作規模はあるいは1億円から3億円程度の作品。一般の人からお金を集めるが、お金を出す人のことを応援団と呼ぶ。応援団の種別として、プラチナ団員が10万円、ゴールド団員が1万5000円、一般団員が5000円という金額設定。払った金額に応じて受けられるサービスが異なる。

（2）スキームの内容



応援団と呼ぶ人から映画作品ごとにお金を集める

応援団から集めたお金を制作支援金として映画制作団体に対して支払う

対価として、制作団体からメイキング・リアルタイム放映権（撮影情報や映画の制作に関わる情報をネット上で公開する権利）の譲渡を受ける

プラチナ団員が10万円、ゴールド団員が1万5000円、一般団員が5000円という金額設定で、払った金額に応じて受けられるサービスが異なる（応援団員証、チケット、台本、オリジナルグッズ、パンフレットへの名前掲載、エンドロールへの名前掲載、ロケ見学への参加、エキストラとしての映画への参加）

興行収入として利益があがった場合には制作支援金の割合に応じて利益分配を受ける（実際

には応援団参加者がネット上で使えるポイントとしてバック)

(4) スキームの特徴

制作団体メリット

- a. 広告宣伝効果
- b. 制作資金調達

通常であれば、公開時にスポットを打って宣伝をする等の P&A (宣伝) 費がかかる。それに対して制作委員会側からは持ち出しがゼロで、制作時からインターネット上にコミュニティーを作り、公開映画に関する情報を露出することにより、公開時の宣伝につながる点が映画制作会社からは評価を受けている。結果として、実際に支払いをする金額が集まっていなくても応援団を結成して運営しているというケースが存在する。

応援団員のメリット

- a. 映画制作に携わるということで情報共有が可能な点
- b. リアルタイムで映画の情報が分かる点
- c. 自分が映画のスタッフとして参加できる点

【事例2】

(1) 角川ファンド「角川ファンドによるプロデューサー養成投資」

公益性が高い事業基金として総額 100 億円の角川出版事業新興基金を創設。日本の映画産業のために契約、会計、マーケティング等をすべて仕切るプロデューサーを育成しようという理念を持ち、投資を行っている。

日本映画エンジェル大賞

全くの新人プロデューサーの育成を目的にしている。昨年 9 月に締め切り、約 66 作品が応募。面接等をして今回は 3 本を選抜。500 万円を最大として開発費を出す。もう一回 500 万円をかけて、プロデューサーにビジネスプランを作ってもらい、もう一回の審査を通った段階で、3 億円を上限に出資 (50%は自己負担)

コンテンツビジネス出資プロジェクト

プロフェッショナルも対象としており、ビジネスパッケージに対して出資。

【事例3】

(1) 百米映画社「日本映画の海外セールスの可能性」

ヨーロッパでは、以下のように、プロデュースの勉強・訓練を行うことができる学校や機関が数多く存在する。

- EAVE

- ACE
- Maurits Binger Institute
- Nippkow Program

ヨーロッパ連合のお金と各地方の基金のお金と業界の基金を原資として、ワークショップが毎年行われている。ヨーロッパ全体のプロデューサー達は3週間で集中講義を受けながら、情報交換をしてビジネス管理の勉強や開発の勉強などを行っている。

- Film Council

訓練機関だけではなくて融資も行う。500万円程度の開発資金を出すため、制作者は2年程度をかけて、マーケティング戦略、予算の戦略、資金集め、脚本も含めて全部の開発。

2 - 3 - 4 海外事例（映画振興政策 / フランス・イギリス・韓国）

【フランス】

（１）助成金制度（CNC）

CNC（国立映像センター）が制作、配給、興行及び新技術等へ助成金を配分する制度。映画、ビデオ、テレビの収入の一部を財源として、助成金の支出へ充当。2001年の予算は、約4億4千万ユーロ（約500億円）。

自動助成金

過去の興行やビデオ収入の実績と自国内への貢献度を数値化し、申請のあった制作・配給・興行会社（作品）へ自動的に助成金を付与。成功すればするほど多くの支援が受けられる。

選択助成金

初めて映画製作を行う者や制作費が高くリスクの高い作品へ助成金を支給。専門家や業界関係者で組成された委員会で審査。

（１）投資優遇税制（SOFICIA）

SOFICIA（映画・視聴覚産業金融会社）は文化省認可の株式会社で、この会社へ投資した個人・法人は税制優遇措置を受けられる。SOFICIAの投資対象は、CNCで認定を受けた作品に限られる。

個人の出資に対する所得控除

12万フランもしくは総所得の25%のいずれか少ない額を総所得から控除

法人の出資に対する所得控除

出資額の50%を損金算入

ただし、5年以上の株式保有が義務づけられている。

信用補完として、配給会社を持つメディア大手が、SOFICIAへ25%以上の投資及び配給・放送の保証ができ、投資家への収益性安定を図っている。

（２）貸付保証（IFCIC）

IFCIC（映画・文化産業の資金調達機関）は、政府20%、政府系金融機関40%、民間金融機関40%の出資により設立。映画等の制作会社が容易に資金調達できるように、制作に関わる短期・中長期の借入の50%までを保証（保証料率0.8%）。IFCIC基金の原資は文化省からの寄託金とその運用で、回収不能となった融資の補填に充当。

（４）テレビ局への投資・放送義務

映画への投資義務

テレビでの放送義務（クォータ制）

【イギリス】

下記の支援を受けるための条件

- イギリスもしくはEUに籍をおく制作会社であること
- 制作支出の70%はイギリス内であること
- 労働費用の70%以上がEUもしくはイギリスに籍がある者へ支払われること
- 過去の作品からの転用映像が、10%以上を越えないこと

(1) 映画投資による優遇税制

Section48 Relief あるいは Film sale & leaseback

制作費 1500 万ポンド (約 28 億円) 以下の作品へ投資する場合、投資額 100% を総所得から控除できる。セール&リースバック方式を通じた映画フィルムの投資にも使用可。

Section42 Relief

制作費 1500 万ポンドを越える作品を対象。出資者は3年間に渡って投資額の 1 / 3 ずつを総所得から控除できる。

(2) フィルム・カウンシルによる支援

映画支援基金

宝くじ基金の一部の運用権利をフィルムカウンシルが保有し、年間 1500 万ポンド (約 28 億円) を映画開発・制作へ助成や投資を行う。下記の 4 つの基金で構成される。

- フィルム開発基金 - フィルムの脚本開発を助成
- プルミエール制作基金 - 100 万ポンド以上の映画制作へ投資
- ニューシネマ基金 - 技術者育成や新技術開発への助成
- 映画教育基金 - 脚本家やプロデューサーの研修等を助成

撮影活動の誘致

国内での撮影を誘致するために、アメリカでのマーケティング活動、撮影環境の整備等を行う。年間約 4 億ポンド (750 億円) の誘致実績あり。

(3) Channel4 (テレビ局) による映画投資

Channel4 は、映画投資を使命・目標とする半公共・半民間放送局で独立系が制作する芸術性の高い作品を放送。「制作投資」、「共同制作」、「事前放映権買付」により独立系制作会社に資金供給。また、放送を通じて作品公開の場をこれらの制作会社に提供。

【韓国】

(1) コンテンツ産業向け予算

約 2,000 億ウォン (約 200 億円) の予算でコンテンツ産業の基盤を整備

(2) 優遇税制

放送用機材、ゲーム機材に対する特別税廃止

電子出版物・オンラインコンテンツに対する付加価値税免除

(3) 文化コンテンツ投資組合

映画、ゲーム、音楽等のコンテンツ制作会社向けに 2,900 億ウォン (約 290 億円) 規模の投資組合を
2001 年までに組成。毎年 1,000-1,500 億ウォンの追加投資組合を組成。

(4) 人材育成

コンテンツのスペシャリスト育成 (今後 3 年間で 6 万人) のために、120 億ウォンを投資して専門学
校、大学院のカリキュラムを整備。

2 - 4 会計・税務

コンテンツの会計・税務は、制作過程、売上過程、出資者制度、その他に区分して検討するのが理解しやすいであろう。

2 - 4 - 1 制作過程

(1) 減価償却

日本の税法上、映画フィルムは著作権ではなく、固定資産・有形資産としての取扱いになっている。映画フィルムの減価償却の期間は2年間という規定(国税局に申請すると10ヶ月の特別償却)また、無体財産である海外から買付けた上映権(配給権)に関しても固定資産としての取扱い。

(2) 源泉税

映画業界における制作費のうち人件費的なものに関しては、ほとんどが源泉税の対象。特に外国の俳優を使用する場合には海外との源泉税の問題が発生する。どの国の居住者かによって適用する租税条約が異なる。

< 源泉徴収の対象となる報酬、料金等の範囲 >

- ・ 原稿料、講演料、放送謝金、著作権の使用料、工業所有権の使用料等
- ・ プロ野球の選手等の職業運動家、モデル、外交員、集金人又は電力量計の検針人の業務に関する報酬・料金号)
- ・ 映画、演劇その他の芸能又はラジオ放送、テレビジョン放送に係る出演、演出、企画の報酬・料金、芸能人の役務の提供を内容とする事業の報酬・料金
- ・ 役務の提供を約することにより一時に受ける契約金
- ・ 広告宣伝のための賞金又は馬主が受ける競馬の賞金
- ・ 映画又は演劇の俳優、その他の芸能人の役務の提供を内容とする事業に係わる当該役務の提供に関する報酬・料金

(3) 費用化

完成まで至らずに企画開発段階で終了した作品に関しては、会計上は費用だが税務上は損金に認められないというケースが多く存在する。

2 - 4 - 2 売上過程

(1) 源泉税

売上に関わる源泉税も存在する。海外に著作権を販売し、ロイヤリティを受取る場合に使用料を払うで源泉税がかかる。源泉税は利益の額によらず総額に対して10%、20%、30%かかる。外国税額控除という制度が存在する(日本の税額控除制度により、海外課税分を取り戻すという仕組み)が、二重課税の課題は残る。

2 - 4 - 3 出資制度の会計税務

(1) ビークル事の比較

任意組合

投資家は、現金分配の有無に関わらず、組合の損益を組合の計算期間の終了の日の属する事業年度の益金の額又は損金の額に算入する（法人税基本通達 14-1-1）また、会計処理の方法により、引当金・税額控除等の規定の適用は異なる（基本通達 14-1-2）組合自体は課税主体にならない。

匿名組合

投資家は、現金分配の有無にかかわらず、匿名組合事業について生じた損益を契約に定められた損益分配割合に応じて、匿名組合の事業年度（計算期間）の末日の属する事業年度の益金の額又は損金の額に算入する（基本通達 14-1-3）また、引当金・税額控除の規定はない。組合自体は、匿名組合事業について生じた利益の額又は損失の額については、その利益の額又は損失の額を控除した残額を当該事業年度の利益又は損失の額に算入する（基本通達 14-1-3）

中小有責組合

基本的に、任意組合と同様の取扱い。ただし、有限責任組合員の損失の計上は、出資金額を限度とする。

資産流動化法上のSPC、信託等の出資

有価証券の取扱いに応じて、投資家が法人の場合、会計上は連結・持分法により損益を認識。税務上は、配当時に益金計上を行い、原則として会社清算時に損金計上する。

(2)【事例】大阪地裁第二民事部（平成 10 年 10 月 16 日）

フィルムリースという節税目的で作られた仕組に関して、不動産業を営む A 社（原告）の減価償却費計上を否認。その主な理由は以下の 2 つ。

投資を行った組合は実質的に映画の権利を有していない。

組合員側が映画事業を行う能力はなかった。課税上の利益を得るためにのみ出資した。

（組合員の事業は土地・建物の管理をする会社であり、本件取引以前に映画の制作配給に関与した経験がない。また、課税上の優遇措置が享受できる旨のパンフレットをみて出資した。左記の事実等から、組合員には映画事業を行う能力がないと判断）

2 - 4 - 4 その他

パートナーシップに関する規定で、日米間で差異がある。

<米国の税法に規定があつて、日本の任意組合や匿名組合に関する税法に規定がないもの>

- ・ 組織の性格(Aggregate or Entity)

- ・ 出資財産の評価方法
- ・ 労務出資の評価方法
- ・ 会計期間
- ・ 統一の申告書(Form K-1)
- ・ 損益の配分方法(Economic effect, At-risk rules, Passive loss limitations)
- ・ 現物の分配の処理
- ・ パートナーとパートナーシップとの取引
- ・ パートナーシップの負債の引継ぎ
- ・ パートナーシップ持分の譲渡
- ・ パートナーシップの解散
- ・ パートナーの死亡及び脱退
等々。

2 - 5 コンテンツ投資に当たってのリスク・マネジメント

アメリカにおける映画の完成保証は、投資家がコンテンツ制作者の制作リスクをカバーする目的でごく一般的に使用する仕組みである。日本国内においては制作リスクを第三者が保証する完成保証は存在せず、一部を制作サイドに転嫁するものの投資家側が実質的に負担している。

後述するように、コンテンツ・ファイナンスには、完成（開発）リスク、商品リスク、販売リスクの3つのリスクが存在する。完成リスクは、コンテンツがマーケットに出る前のリスクであり、商品リスクと販売リスクは、コンテンツがマーケットに出された後のリスクである。

これらのリスクの中で、投資家が負うべきリスクがどの範囲までなのかという点は、投資家にとって大きな問題である。つまり、コンテンツが予定通りに完成さえすれば、リターンを期待できるという前提のもとで投資を行ったにも関わらず、実際にそのコンテンツは完成しなかったといった場合に、それは本当に投資家が負うべきリスクであったのかという点である。こういった完成するリスクをヘッジする仕組みが完成保証である。日本には、完成保証制度が存在しない以上、現状、投資家および制作者により完成リスクを分担している形になっている。

事例で示したみずほ銀行のケースにおいては、投資家である銀行が完成リスクをすべて負う形になっている。JDCのケースでは、制作者に完成の義務を負わせている。そのために投資契約の条文中で完成履行の義務を負わせており、未完成時における投資金額の返済義務を条文中で規定してある。制作者が資金返済も完成もできないという事態に陥った場合には、制作途中のコンテンツを他の制作者に制作させることも可能である。あおぞら銀行、みずほ証券のケースでは、投資額50%の保証を制作者に課している。完成者への完成義務のみならず、販売リスクも課していることになるが、制作側が完成後のリスクまで負う必要があるのか疑問は残るところである。最後に、DLJやみずほ証券のケースのように一般投資家に販売する場合は、一部のカバーされたリスクを除いて、投資家にリスクを予めディスクローズすることで完成・商品・販売リスクを投資家に対して移転している。

2 - 5 - 1 完成リスク

【事例1】マーシュジャパン「映画制作の完成保証」

アメリカの完成保証は、ハリウッドの映画制作の規模が増加するにつれて、投資家がリスクをヘッジするために利用され始めた仕組みであり、プロジェクト自体の破綻を回避することと、制作スケジュールの大幅な遅延を回避するという大きく2つの機能を果たしている。

杜撰な予算管理や映画監督の意向によって、実際の費用が予算を大きくオーバーしてしまうことは、映画制作では頻繁に見られる。こういった際に、追加の資金支援が受けられず、映画制作のプロジェクト自体が完全にストップしてしまうという最悪のシナリオも考えられる。こうした、プロジェクトの破綻を未然に防ぐべく完成保証会社は予算管理の業務を行っている。

また、映画公開の遅れ等で機会費用の損失が発生することも考えられるため、制作スケジュールの大幅

な遅延を回避することは、プロジェクト成功のために極めて重要である。スケジュール管理も完成保証会社の中核的な業務であると考えられる。

通常、予算面の管理は、完成保証会社の委託のもとで、制作経理という専門家がいき、資金が予定通りに使われているかを確認する。完成保証会社の主な役目は、実際の制作のオペレーションやスケジュールが予定通りに行われているかを確認することである。完成保証会社に雇われた元映画プロデューサーや元監督らの経験者が彼らの経験を通して、制作現場を見張りながら、現場の監督やプロデューサーに注文をつけていく。保証会社は投資家の保証人として、絶大な権力を持っているので、現場も従わざるを負えない。このようにして、完成保証会社は、映画制作の納期と予算を投資家に保証している。

マーシュグループは、アメリカで映画の完成保証を提供している保険会社の一つである。マーシュグループの米国での完成保証事業の概要は下記の通りである。完成保証は、保険料をもらい自動車の損害保険のようにある事故（トリガー）が発生することで、保険を支払うというタイプの保険とは異なり、大型の建設プロジェクトであるような建設保証ボンドに近い。様々な事象が起こり得る中で投資家に対してフィルム納期及び完成を保証しなければならない。保険を提供する立場として、映画の制作経験を持つスタッフや資金管理を行う制作経理を雇い、映像制作に遅延や予算オーバーが発生しないか監視を行う。また、キャストや監督の怪我・死亡、天候に左右され易い撮影現場、撮影中の事故の可能性等を見極め、場合によってはプロデューサーや監督に注文をつけることもある。通常、保険料率は投資額（制作費用）の3 - 6%程度で、最低でも数十億円の予算でないとい人件費等の固定費がかかることから保険組成の採算に合わない。

(1) 基本的なコンセプト

全てのリスクをできるだけ、頻度が少なく起きても実際に損害が少ないもの（ローリスク）へ転化する。

(2) コンテンツを制作していく上で発生するリスク

完成に至るまでのリスク

まず完成に至るまでのリスクを排除・コントロールすることが肝要である。これには、例えば、制作会社自身の災害に対するリスク、監督や作者、出演者などのキーパーソンなどの人に関わるリスク・マネージメント等がある。

完成するリスク（完成保証）

完成させるという完成保証プロテクション等のリスク・マネージメント。

完成後に発生するリスク

例えば、名誉毀損とかプライバシーの侵害とか誹謗中傷に対するリスク・マネージメント。

(3) 完成保険が日本に存在しなかった理由

- マーケット自体が今までほとんどなかった。

- コンテンツの適正評価が難しいために引き受け能力ないし、ノウハウがなかった。

【事例2】エンタテインメント・パートナーズ「制作経理」

上記の完成保証を実現するために必ず必要とされるのが、制作経理である。通常、投資家側の要求でコンテンツ制作の費用管理を行い、完成保証の保証会社や投資家へ定期的に状況を報告する。予算との大幅な乖離等が見られると、保証会社や投資家はプロダクションや監督に説明を求め、場合によってはプロデューサーや、監督等の解雇もありうる。つまり、制作経理は投資家・保証会社の代理人として、予算面の監査を常に行っている。

日本では、エンターテインメント・パートナーズ・アジア（EPアジア）等が制作経理を行っている。EPアジアが属するエンターテインメント・パートナーズ・グループは、米国を中心として世界で映画プロダクションのサポートを行っており、制作経理を一つの柱として業務を行っている。

日本での展開は数年前より行っているが、人的ネットワークがまだ完全に確立されていない等の課題がある。また、業界内の内輪で構成される製作委員会方式においては、会計や資金使途の透明性に対する意識が必ずしも高くない例が多く、制作者側の理解を得るのに苦労をする面も存在している。コンテンツ業界外の投資家からの投資を呼び込み、資金管理・製作経理に対する意識を高めていくことが、こうした課題を解決することになると考えられる。

（1）制作者の現状

今まで現場にはペーパーワークをする隙間が十分存在しないのが特徴である。大変狭く、片方では電話をして、片方では数字をいじっているというような非常に雑多な場所がスタッフルームであった。ペーパーワークをやることは要求されなかったので、どんぶり勘定に陥っている例も少なくない。

（2）出資者の現状

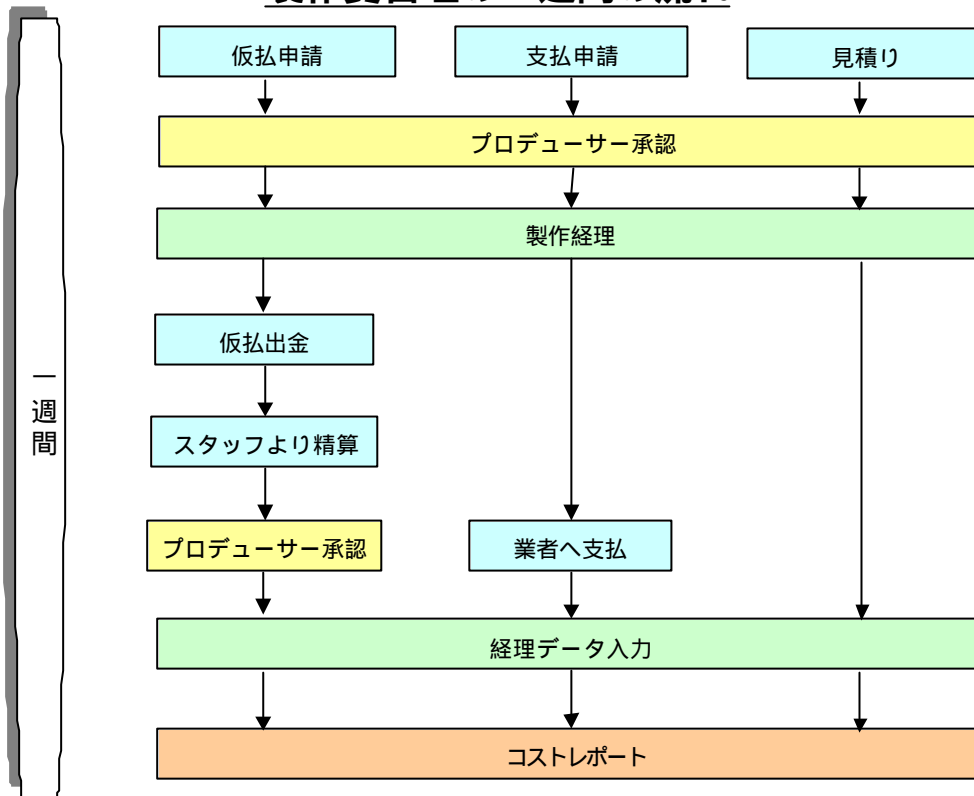
日本の出資者側の意識は一概に高いとは言えない。欧米であれば、予備費を使用するためには、出資者全員のサインが必要。そのくらい、お金を出す側の意識が高い。

（3）理想像

アメリカのような完成保証会社が存在すると、プロデューサーを飛び越して経理の責任が完成保証会社から追求される。コストレポートを毎週完成保証会社に送る。ある程度事前に予測できる追加出費額は数字として反映する。もしくはメモで残さないと完成保証会社はそのオーバー分は払う必要がない。

制作経理が出すコストレポートは、保証会社が頼りにする書類のひとつという位置づけである。結果として、制作経理の地位も大変高い。

製作費管理の一週間の流れ



2 - 5 - 2 販売リスク

投資家がコンテンツに関する投資を行い、販売リスクを分析する際には、過去のトラッキング・ストックの統計的データが判断の出発点になる。過去の販売実績データに関して、統計学で言うところの大数の法則が成立するだけの十分大きい規模の母集団が存在すれば、過去作品の販売実績に関する平均値とぶれ（標準偏差）がある程度定量的に導き出され、結果として投資家にとっての重要な判断材料のひとつとなると考えられる。しかし、我が国のコンテンツ・ビジネスに関して述べるならば、上記のようなマーケティングに関する統計的データがまだまだ未整備であるというのが現状であろう。

本研究会での有益な議論の結果として、コンテンツ業界に対するファイナンスを行っていくスキームおよび法制度が今後益々整備されていくことが期待される。一方で、スキームや法制度だけでなく、想定リターン（将来キャッシュフロー）を算出する基盤となる過去の統計的データの整備が焦眉の急である。実際には投資先の映画（著作権）が将来に渡ってどの程度のキャッシュ・フローを生み出していくかという点が、投資判断を行う際に最も重要な指標になってくると考えられる。特に、映画業界における興行収入のデータ等は入手が極めて困難な状況であるため、コンテンツ・ビジネスを産業として育成するという明確なスタンスのもと、行政機関等を通じた全国横断的なデータ整備が行われることが必要である。

また、もう一点として、ひとつの作品（著作権）をライセンス展開していく際に発生する窓口営業手数料（ハンドリング・フィー）や、宣伝広告費（P&A費）等に関するキャッシュの流れが必ずしも透明でないという課題があげられる。こうした手数料、宣伝広告費の支払い先、内訳等を含めて、資金収支に関するより一層のディスクロージャーを業界各社が行っていくことが、コンテンツ業界に対する新たな投資家を呼び込むことにつながり、ひいてはコンテンツ産業の発展に資するものと考えられる。

2 - 6 コンテンツ評価

2 - 6 - 1 コンテンツ評価の現状

【事例1】あおぞら銀行

投資対象のコンテンツの評価をする際の軸は、投資リスク評価とコンテンツ評価の2つからなる。

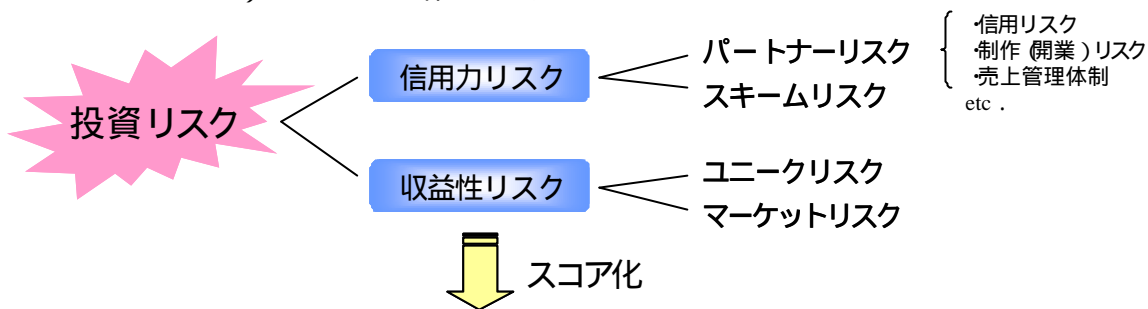
投資リスク評価

d. 信用力リスク

-) パートナー企業のリスク
-) スキーム上のリスク

e. 収益性のリスク

-) コンテンツ固有のリスク
-) マーケット全体のリスク



		信用力リスクスコア				
		0~5	~10	~15	~20	~25
収益力リスクスコア	0~5					
	~10					
	~15					
	~20					
	~25					

期待IRR

コンテンツ評価

主に過去実績、あるいは類似作品の実績等からコンテンツから生まれるキャッシュ・フローを予測。

- a. 中項目・・・劇場部門、ビデオ部門、DVD部門、TV部門、海外部門
- b. 小項目・・・観客動員数、客単

標準シナリオ、下方シナリオ、上方シナリオといったような最低三つのシナリオ。それぞれの場合に応じた期待IRRを算出。

《映画制作投資の場合のイメージ》

	下方シナリオ	標準シナリオ	上方シナリオ
劇場			
観客動員数			
単価			
興行収入			
・			
・			
ビデオ			
DVD			
・			
・			

予想キャッシュフロー

制作者、出演者、
 配給者の過去実績
 ・公開スケジュール
 ・上映週数
 etc .

標準シナリオではじき出された期待IRR (Internal Rate of Return ; 内部収益率)^注がコンテンツのリスクに見合ったIRRであって初めて投資対象となる。投資審査を担当するグループが案件ごとにデュー・デリジェンスを行い、リスク/リターンに見合った案件のみ投資案件検討会上程。投資金額によっては更に上部の委員会による投資可否判断となる。

【事例2】GAGA

ギャガではコンテンツ評価方法として過去の作品のデータから将来公開する作品の興行収入やビデオの販売の金額を予測するシステム (LINDA) を有する。1989年以降国内で公開された全ての洋画約1万2千作品の情報をベースにしたデータベース。

米国から買い付けてきた作品について以下のような約90程度の項目を入力し、興行収入等を予測する。

- 全米興行収入
- 日本での劇場
- P&A費
- キャスト
- ジャンル

(注) IRRは、貨幣の時間価値を考慮した利益率のことをいう。NPV (正味現在価値) と並んで、最も理論的な評価指標の1つであるとされる。

3 提言

3 - 1 法制度の比較整理

法制度を、ストラクチャー・コストと投資家保護の観点から比較整理する。ここでは、任意組合、匿名組合、中小有責組合、信託、特定目的会社といったピークルに関する法律および商品ファンド法を取り上げて比較整理する。

(1) 調達ピークルに関する法律

調達ピークルに応じてそれぞれの根拠となる法律により規定が設けられている。組合関連に関しては、法規定が非常に少なく、使用する関係者の思惑が入れやすくなっている。それゆえ、業界関係者以外の投資家が入ることによるメリットが取りにくいことやコンテンツ制作者が倒産することによるリスクを遮断することができない等の課題が存在する。他方で、資産流動化法に基づく SPC は厳格な法規定が存在するが、そのことによって弁護士費用等の組成コストや運営コストがかかるなど、小型案件では使いづらいスキームとなっている。信託に関しては、現状で著作権の信託ができないという大原則のもとに、コンテンツ・ファイナンスの世界では変形した信託スキームが活用されてきた。このような信託は、信託コストが割高になってしまうケースが存在することや著作権自体を担保していないこと等の課題が残されている。

各ピークルに対応する法規定は以下のとおりである。

◇ 任意組合

「民法 667 条～688 条」

◇ 匿名組合

「商法 535 条～542 条」

◇ 中小企業等投資事業有限責任組合

「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」

◇ 信託

「信託法」「信託業法」「兼営法」

特別法として、「貸付信託法」「投資信託法」「資産流動化法」「著作権等管理事業法」

◇ 資産流動化法上の特定目的会社及び特定目的信託

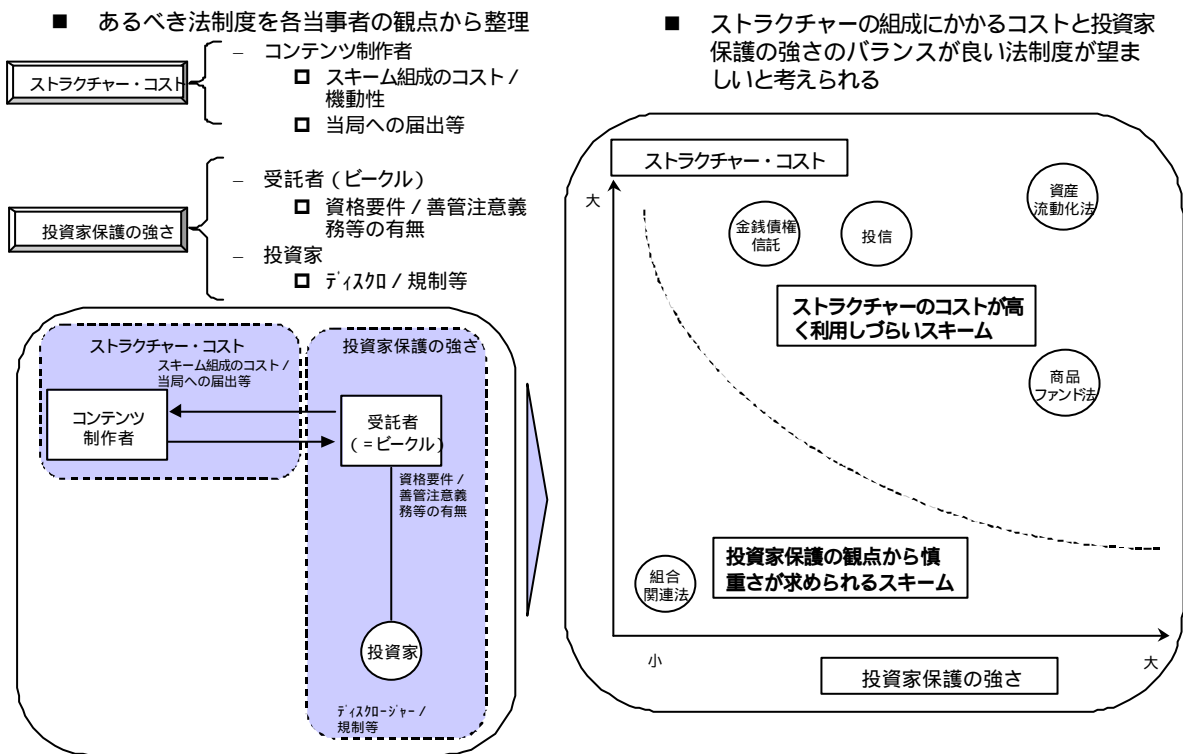
「資産流動化法」

このようなピークルに関わる法規制に加えて、映画やテレビ番組への投資には「商品ファンド法」の規制が加わる。投資する際にピークル関係の法と商品ファンド法の双方に従った対応をしなければならず、映画等への投資が阻害される要因になっている。

(2) 基本的な考え方

以上のような法制度を前提として、コンテンツ制作者による資金調達に関する法制度について以下のような考察をする。資金を調達しようとするコンテンツ制作者、投資家、そして仲介業的な立場にいる受託者（ピークル）の三者の視点から現行のファイナンス・スキームを概観した際に、どのような改善点が存在するのか。また、三者にとってのメリットを最適化するような理想的な法制度をどのように定義すれば良いか。

結論から言うならば、ストラクチャー・コストと投資家保護の強さが程よいバランスを保っているような法制度が望ましい。つまり、コンテンツ制作者にとって資金調達を行うハードルが高いスキームに関しては、一度コンテンツ制作者側で厳しいフィルターを通ったスキームであるため、投資家保護は多少緩やかでも良いと考えられる。逆に、投資家保護が大変強いスキームを選択した場合には、投資家側で厳しいフィルターを通ったスキームであるため、コンテンツ制作者にとってのハードルは多少低くても良いと考えられるからである。



それでは、ここで言うストラクチャー・コスト、投資家保護の強さとはどのように定義されるのだろうか。

● ストラクチャー・コスト

資金を調達しようとするコンテンツ制作者にとってのストラクチャー・コストとしては以下のような要素が考えられる。

a. スキーム組成のコスト

b. 当局への届出等

● 投資家保護の強さ

投資家保護の強さを決める以下のような要素が考えられる。

- a. 受託者（ピークル）の資格要件 / 善管注意義務等
- b. ディスクロージャー / 規制等

以上のような定義に基づいて、現行の各法制度を分析する。



3 - 1 - 1 組合関連法（任意組合、匿名組合、中小有責組合）

任意組合

- a. ストラクチャー・コスト 小

任意組合は極めてローコストに組成することが可能である。

- b. 投資家保護の強さ 小

任意組合の組合員は無限責任を負うなど、決して投資家保護は強くない。また、受託者の資格要件等も存在しない。

匿名組合

- a. ストラクチャー・コスト 小

任意組合は極めてローコストに組成することが可能である（任意組合と同様）。

- b. 投資家保護の強さ やや小

匿名組合の組合員は有限責任性が担保されている。この点で任意組合よりも投資家保護が若干強い。

中小有責組合

- a. ストラクチャー・コスト やや大

中小有責組合は任意組合の特別法的な立場であるが、登記、財務諸表等の備付け、監査の閲覧が必要など、オリジネーターのコストが任意組合に比べて若干大きい。

- b. 投資家保護の強さ やや小

中小有責組合の組合員は、匿名組合と同様に有限責任性が担保されている。

3 - 1 - 2 信託関連法（投資信託、金銭債権信託）

金銭債権信託

- a. ストラクチャー・コスト やや小

大型の案件でない場合には、信託コストが割高になる。

- b. 投資家保護の強さ やや大

ディスクロージャー規定は存在しない。ただし、受託者は信託銀行のみという厳しい資格要件であり、善管注意義務（信託法 20 条）分別勘定になっているなど、投資家保護の強さはやや大きい。

投資信託

- a. ストラクチャー・コスト やや小

大型の案件でない場合には、信託コストが割高になる（金銭債権信託と同様）。

- b. 投資家保護の強さ やや大

ディスクロージャーは、内閣府令で規定されている。受託者は信託銀行のみという厳しい資格要件であり、投資家保護の強さはやや大きい。

3 - 1 - 3 資産流動化法（特定目的会社）

特定目的会社

- a. ストラクチャー・コスト 大

SPC 設立事務が発生。また、流動化計画の届出が必要など、オリジネーターのコストは大きい。

- b. 投資家保護の強さ やや大

ディスクロージャー規定は証券取引法に準じる。また、特定目的会社に資本金要件があるなど、投資家保護はやや大きい。

特定目的信託（Special Purpose Trust；SPT）

- a. ストラクチャー・コスト 非常に大

信託会社等が、受託者として当該契約を締結する際には、特定目的信託契約書案、資産信託流動化計画等の書類を添付して、内閣総理大臣に届け出を行う必要があるなど、ストラクチャーに関わるコストが高い。結果として、実例がほとんどないという状態になっている。

- b. 投資家保護の強さ 大

受託者である信託会社等には善管注意義務が定められている（法 219 条）また、情報開示に関しては、信託財産について、貸借対照表、損益計算書、報告書の作成が受託信託会社に要請されるなど、投資家保護の強さは大きい。

3 - 1 - 4 商品ファンド法

商品ファンド法

- a. ストラクチャー・コスト 大

SPV としての機動性が確保できない。また、販売業者としての許可要件に資本金要件のみならず、人的構成要件が必要など、オリジネーターのコストは大きい。

- b. 投資家保護の強さ 大

省令、自主規制によって目論書、運用報告書の開示が義務付けられる。またクーリングオフ等が存在するなど、投資家保護の強さは大きい。

3 - 2 商品ファンド法に関する提言

(1) 制度趣旨

映画ファンドは1989年前後に盛んになり、商品ファンド法の施行前にマネーズド・フューチャーズの商品ファンドで10本~15本程度、映画ファンドで20本程度が日本で組成されていたという状況にある。そうしたなか、投資家保護を目的に法が施行される。商品ファンドに基づくファンドが初めて創設されたのは1989年であった。これは、フューチャーズで運用するファンドで、映画とは無関係である。

「1980年代後半に資産運用における収益性指向が増大している一方、株価の暴落等の経験を背景に分散投資傾向が高まっており、こうした中でハイリターンが期待できる投資対象として一般投資家による商品取引が急増するのみならず、映画、鉱区権等の商品も新しい投資対象として注目されるようになってきた。」(経産省のコメンタールからの抜粋)。こうした中、ディスクロージャーや不当勧誘の禁止等の投資家保護措置が必要不可欠と考え、投資家被害の未然防止を図るとともに、商品投資事業の健全な育成を図ることを目的とした法律制定となった。

(2) 指定物品

商品ファンド法の規制対象は「主として商品」で運用をするものとして、指定物品が3つに分かれる。商品ファンド法の第二条第一項第一号、第二号、第三号に規定されている。

a. 特定商品

商品先物取引法の商品やエネルギー、穀物、貴金属、

b. 特定物品

鉱業権、工業所有権、施設利用権、

c. 指定物品

競走用馬、映画、絵画、鉱業権、競馬や映画や絵画といった商品ごとに許可を取らないと商品の組成や媒介を行うことができない。

商品ファンド法にもとづく分類				
		詳細	現物のみ（ロング）	両建先物含（ロング+ショート）
金融商品		有価証券、証券先物取引、金融先物取引 株式・債権・転換社債等	■	
その他 1		通貨		
指定物品	特定商品（・特定商品指数）	商品取引所法の商品 エネルギー・穀物・貴金属等		
	特定商品を除く 特定物品	鉱業権 工業所有権・施設利用権		
	特定物品を除く 指定物品	競争用馬・映画・絵画・鉱業権	■	×
その他 2		不動産他	×	
貸付債権			▽	

●運用対象 ●同法の対象だが今回は無関係 × ●取引が存在しない

copyright©orix（当社にて作成！無断転用を禁ず）

（３）契約形態／ビークル

一般的には匿名組合形態、任意組合形態、信託形態、海外法規に基づく形態というものが取り上げられる。日本で組成されているファンドは、任意組合形態というのはほとんど存在しない。大半は匿名組合形態か信託形態か海外法、主にケイマン法に基づくリミテッドパートナーシップ契約の３パターンが大半の契約になっているという状況である。

（４）許可基準

- a. 資本金要件
- b. このファンド法の許可の取り消しから３年以上が経過していること
- c. 信託業法の許可、証取法等の金融関連法規に基づく罰金の刑に処せられてから３年以上が経過していること
- d. 役員及び営業所の業務を統括する者が成年被後見人、被保佐人、破産者で復権を得ていない者でないこと

（５）開示規制

- a. 契約成立前交付書面（いわゆる目論見書）
商品ファンド法でいうと、法第 16 条に記載してあるので、業界では 16 条書面と呼ばれている。細かいことは省令規制と自主規制によって規定。
- b. 契約成立時交付書面（契約成立前交付書面の目論見書のダイジェスト版）
業者の方々の考え方は目論見書ではない、契約書の一部である、という説明。細かい規制は省令規制と自主規制による。

c. 運用報告書

商品ファンド法の第 18 条で規定されており、決算期に運用報告書を出す義務が存在。映画ファンドは年 2 回の開示義務が自主規制ルールで定められているので、実際には運用報告書を年 2 回出している状況。

d. 広告規制 / 募集規制

省令と自主規制ルールで取りまとめられている。

(6) 商品ファンド法の問題点

a. 映画のみ規制対象

ゲーム、アニメ等のコンテンツ（著作権）は商品ファンド法の対象にならないが、映画のみが規制の対象になるのは不整合とも考えられる。

b. 人的構成要件

許可を得るためには人的構成要件を満たす人材の確保が必要であるが、煩雑な手続きであり本質的に必要な要件か疑問である。

c. 目論見書の過剰規制

フォントの規制、赤字記載義務などの過剰規制が存在。

d. 契約成立時書面

法第 17 条の目論見書のダイジェスト版は、16 条書面の重畳的存在であり、不要と考えられる。

e. クーリングオフ

クーリングオフ規定が投資商品や金融商品に馴染むのか疑問である。また、訪問販売法、割賦販売法等の消費者保護法における契約と商品ファンド法における商品投資契約を同一の性質として扱うべきかという議論も必要である。

f. 資本金要件

映画ファンドの販売業の許可申請に資本金 1 千万円要件が存在するため、SPV として活用できない。

g. 税制面

信託をビークルとして使用すると、合同運用指定金銭信託という形になるため、20%の源泉分離課税。その他のビークルを使用すると、すべて総合課税になる。選択したビークルによって課税が異なるのは不整合である。

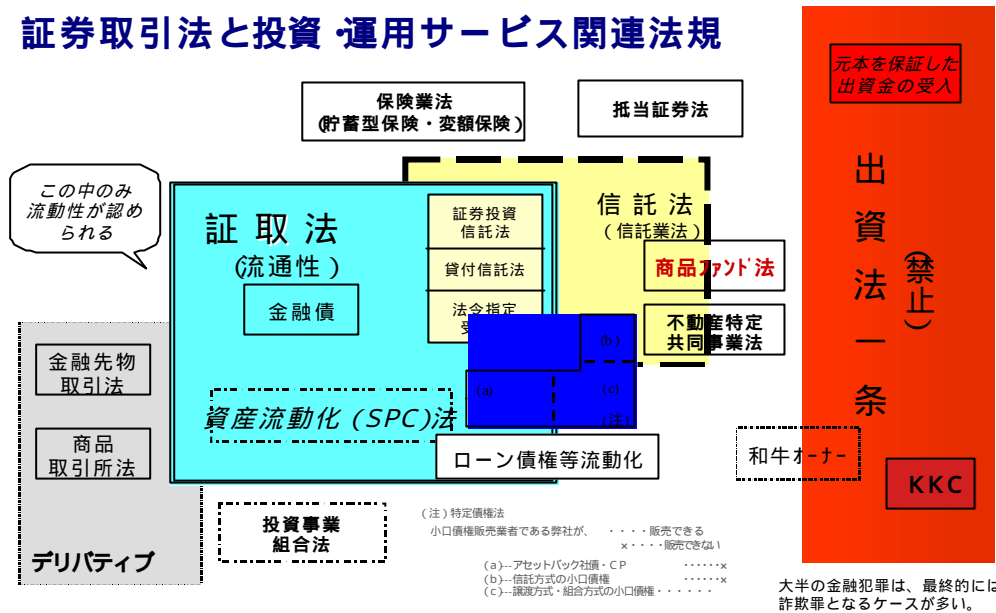
(8) 提言

前述のように、映画やテレビ番組への投資には「商品ファンド法」の規制が加わる。制作会社が資金調達を行う際にビークル関係の法と商品ファンド法の双方に従った対応をしなければならず、映画等への投資が阻害される要因になっている。

信託業法が改正され、知的財産権が受託財産に含まれるようになった場合には法規制が重畳的な状況にな

ると考えられる。こうした状況に対する提言としては、知的財産権の資金調達に関しては信託に一本化して、商品ファンド法の対象から「映画」を除外するという限定的法改正を行う等の方向性が考えられ得る。

証券取引法と投資・運用サービス関連法規



copyright©orix (当社にて作成！無断転用を禁ず)

また一方で、信託(業)法自体には、公益性や消費者保護法的な観点を持ち込まずに、信託が使い勝手の良い導管(ピークル)としての役割を担えるように担保しつつ、投資家に対するディスクロージャーや受託者の資格要件等は、商品ファンド法のなかに残していくという方向性も想起される。

このように、商品ファンド法をめぐる議論は金融関連法制度の全般に影響を与えるだけでなく、個別の法律相互間においても密接な関係が存在しているため、広い視野に立った議論が必要であり、今後の検討課題としたい。

3 - 3 信託関連法に関する提言

3 - 3 - 1 信託の有用性

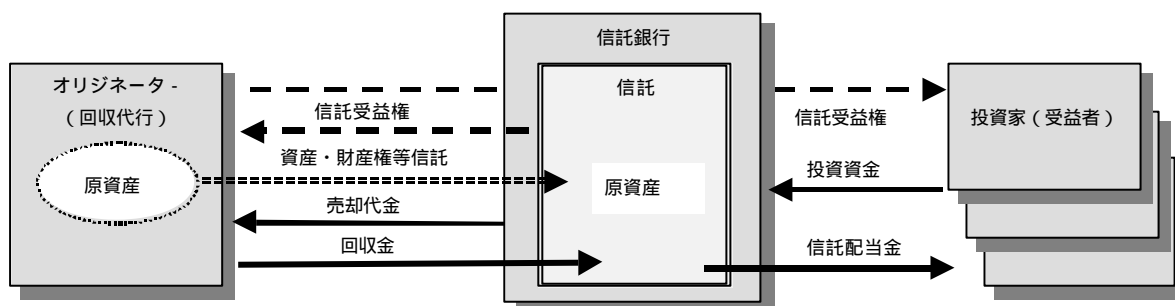
ここでは、資金調達における信託の有効性を述べる。ところで、信託を活用した資金調達方法は、資産流動化型、資産運用型の2つのタイプに分けられる。

の資産流動化型とは、特定の資産を企業本体から切り離して、そのキャッシュフローや資産価値を裏付けとして投資者に証券等を発行することにより流動化を図るという資金調達の仕組みであり、信託を利用した資金調達においては主流となっているタイプである。一方、の資産運用型とは、投資者から集めた資金を合同して専門家が各種資産に投資運用し、その利益を投資者に分配するというものであり、資金運用という金融サービスを提供するための仕組みである。

現状では、投資信託という形態が主流であるが、資金調達においても利用できる形態であり、本報告書においても検証を試みる。

1. 資金調達における信託の機能

資産流動化型における信託を利用した資金調達の一般的なスキーム図は以下の通りである。



資金調達における信託の機能は、主に以下のようなものがある。

(1) エクイティー性の資金調達機能

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ー性の金融商品の投資家への提供を可能とする。

逆に、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。

(2) プロジェクト性資金の調達機能

上述の通り、エクイティー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。後述する SPV 機能とも合い通じるが、信託は資金調達サイドの影響を極力排除し、投資家サイドから見た場合、純粹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。

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。

(4) SPV (導管) 機能

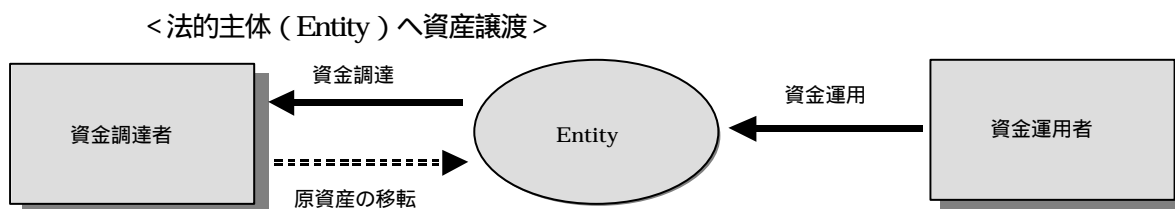
信託の機能のひとつに、SPV (Special Purpose Vehicle) ないし、conduit (「導管体」という機能があげられる。(以降、本報告書では、便宜上 SPV という呼称を用いる。)

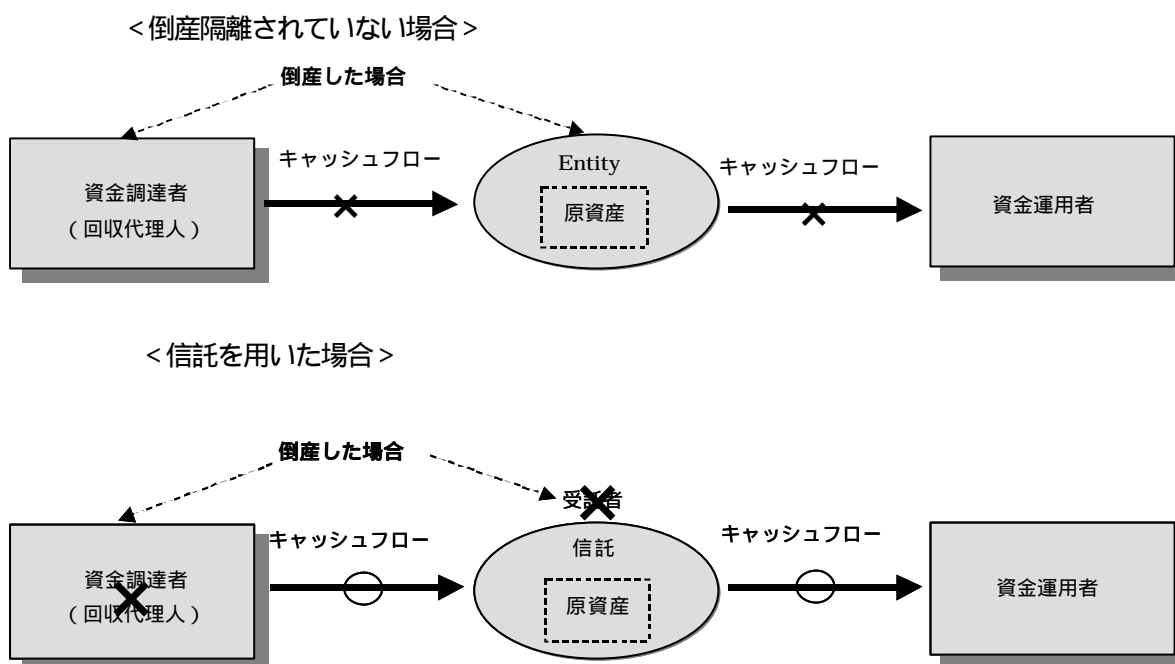
SPV 機能の特徴として以下の3点 - 倒産隔離、 税務上の透明性 (tax transparency)、 信用補填などの追加的仕組みの設定 - があげられる。

倒産隔離

図のように、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法的主体が倒産した場合、資金調達者や法的主体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16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。また、受託者が破産した場合にも、破産法第6条第3項により信託財産は破産財団には属さず、法的に保護されている。





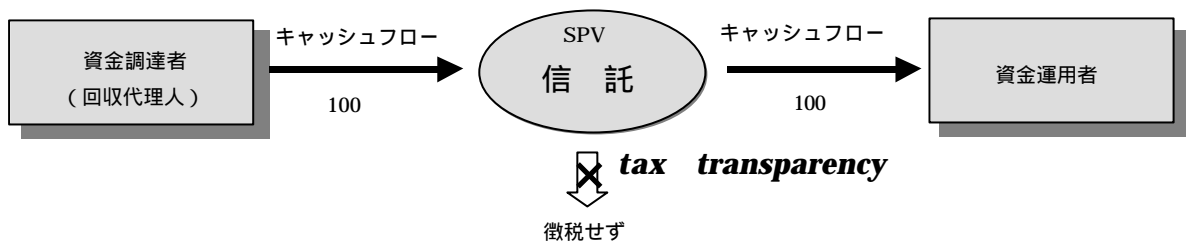
税務上の透明性 (tax transparency)

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（社債や CP 等）とエクイティ型（株式、出資金等）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、税務上の透明性をいか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。

これら税務上の透明性を確保する方法はいくつかあるが、税法の特別の規定で税務上の透明性が担保される場合と、組織のあり方から本源的に税務上の透明性である場合との 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、所得税法 13 条、法人税法 12 条に規定されている通り、法人格を認める余地のない信託については原則として税務上の透明性を認めている。



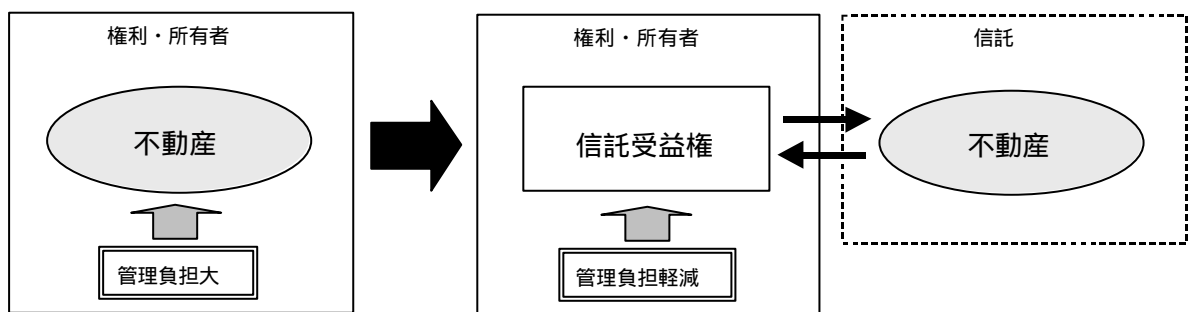
信用補填などの追加的仕組み

(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、異なる性格・内容の財産権に対象資産を転換することを可能にする。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。

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。

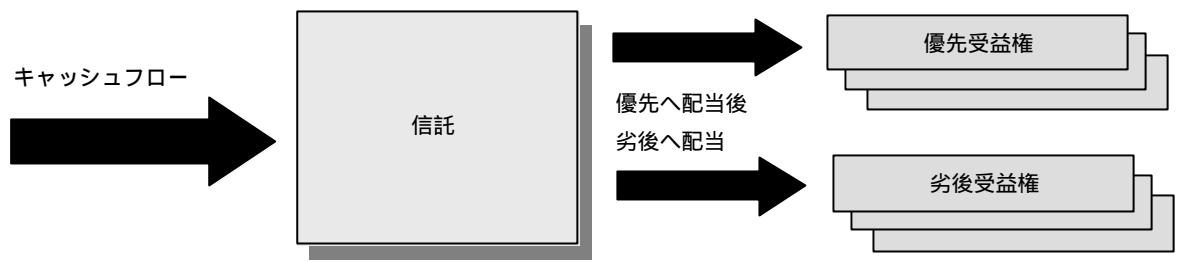


キャッシュ・フローの転換

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。

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。



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。

3 - 3 - 2 信託の優位性

上述の信託の資金調達における機能（エクイティー性の資金調達機能、プロジェクト性資金の調達機能、財産管理機能、SPV（導管）機能、転換機能）は、程度の差こそあれ、他の形態のSPVも有している。SPVにおける一般的な信託の優位性は以下の通りである。

（１）実体のある財産管理機関

資産流動化に係る信託の場合、受託者は信託された債権等の管理、取立て、取立て金の再運用、キャッシュ・フロー計算および各受益者への分配等の信託事務を行う。さらに再運用先の格付けの低下等による運用方法の変更や、サービス解任および新サービスの選任・発動の判断等、信託財産の保全手続きの実行についても受託者の信託事務の範疇である。

これらの事務を行うためには専門知識を有する人材、組織および管理システム等のインフラが必要であるが、専門の受託者は、多数の案件の受託を通じて既にこれらのインフラを構築しており、単なる器ではない実体ある管理機関として機能している。これと同様のインフラを新たに構築するよりも、受託者のサービスを利用したほうが合理的な場合が多い。

（２）受託者責任を担保する枠組み

「信託」は委託者（受益者）と受託者との高度な信頼関係であり、受託者に対し広範な裁量権が付与される一方で、忠実義務、善良なる管理者としての注意義務等の受託者責任が生じる。受託者は、専ら受益者のために忠実に信託事務を執行しなければならない、信託事務に関連して自己または第三者の利益を図ってはならない（忠実義務）。また、受託者は財産管理の専門家としての注意義務を負い、受託者の管理の失当により信託財産に損害が生じたときは受託者はこれを補償しなければならない（善管注意義務）。このような受託者責任が課されることで、信託財産の実質的な独立性が支えられているということもできる。

我が国における受託者は、兼営法に基づく免許を受けて営業する信託銀行であり、一定の財産的基礎を有し、業務運営について金融当局の検査・監督に服するほか、コンプライアンスやリスク管理のための内部組織・ルールの整備がなされている。かかる制度的枠組みは、受託者責任を担保するひとつの要素として指摘されている。

（３）設定に係る事務負担、コスト等

信託は委託者と受託者との信託契約のみによって設定が可能であり、機動性・利便性に優れ、かつ低コストの「器」として評価されている。さらに信託受益権を直接投資家へ販売する方式の場合、通常は信託銀行自身がアレンジメントを行うので、ストラクチャーに関与する当事者を最小限に抑え、当事者間の調整や契約締結等に要する時間、労力、費用を削減することができる。

3 - 3 - 3 信託に関する提言

(1) 信託会社の資格要件

特許権の場合には、特許権の維持、使用先の選定、ロイヤリティの回収等が出来れば問題がない。しかし、著作権の場合には、制作にかかわる資金及び工程管理が重要となる。このような管理は、企業として、金融知識（金融機関出身者の必要性）と制作工程管理に少なくとも数年の経験がないと不可能であり（JDCによれば最低2年必要）、企業内の人材及び経歴にある一定の基準を設ける必要はありそうである。今後の検討課題としたい。

(解説) コンテンツプロバイダーやソフトウェア開発企業が企画・構想したものを具現化するにあたり、一般的に想定される一連の過程は、以下の通りである。また、完成後の商業活動においても、当該マスターからの複製費用、プロモーション等の販売費用等の資金が必要となる。



(2) 信託財産の定義

開発中の著作権と言えども、開発段階ごとに著作権は発生しており、一定期間ごとに開発途上の著作権を登録することは可能である（第三者対抗要件具備）しかしながら、このようなオペレーションは極めて煩雑である。従って、連続的に発生してくる著作権もしくは著作権開発企画・プロジェクト（「作品」）そのものを受託財産に含めてしまう。また、公示要件を明確化（対抗要件具備の制度化）することが必要であろう。

まず、信託財産であることを対抗するためには、信託の設定により、信託財産は委託者から受託者への移転その他の処分がなされたことならびに受託者がその財産の名義と管理権を有しているが、受託者個人の財産から独立したものであることを明らかにしなければならない。前者は、委託者が二重譲渡を行った場合に、譲渡されたものに対する対抗であり、後者は、受託者が破産等に陥った場合における債権者や破産管財人に対する対抗である。信託法第3条第1項においては、「登記または登録すべき財産権」について、同条2項においては「有価証券」について信託の対抗要件を規定しており、そこで定められた対抗要件を備えない限り信託を第三者に対抗することが出来ない。

信託法第3条第1項における「登記または登録すべき財産権について」については、どのような事項を登記または登録すべきかについては明らかにしておらず、他の法令に委ねており、登記すべき財産権の代表例たる不動産でいえば、登記簿への登記事項及び登記簿の一部とみなされる信託原簿に記載される事項を不動産登記

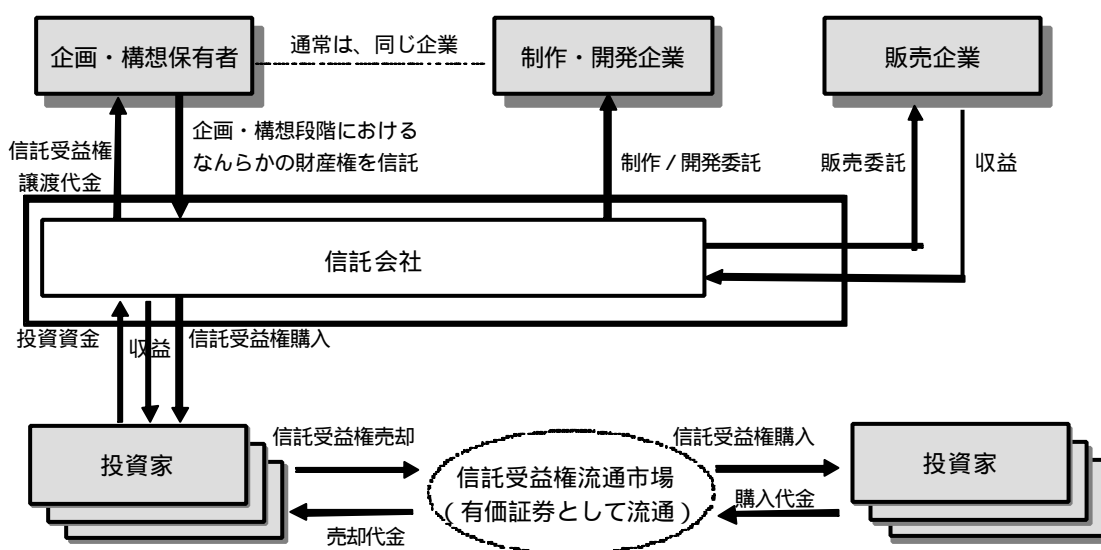
法等が規定している。この他公示制度のある財産には、鉱業権、漁業権、著作権、出版権、特許権、実用新案権、意匠権、商標権などがあり、手続き等はそれぞれの法律の政省令で定められている。

また、信託法3条は、上記の通り登記登録すべき財産権と有価証券についてのみその公示の方法を定め、その他の財産権についてはなんら言及していない。通説では、金銭・動産・一般の債権のようなその他の財産権については、原則として何らの信託の公示なしに信託財産であることを善意の第三者にも対抗し得るものと解している。しかしながら、実務上は対抗する上で、例えば動産であれば占有するなり、もしくは信託財産に標識を貼付して信託財産であることが第三者にわかるようにする必要がある。

以上の通り、信託法における公示を考察し、ここで「作品」について考えた場合、当該権利が登記・登録すべき財産権かそうでないかが問題になる。当該脚本（もしくは企画書や仕様書）は著作物であることから、それについては当然登録を行うものではあるが、「作品」についてなんらかの登録を行うかどうかは議論があるところである。しかしながら、現実に対抗するためには信託を設定した確定日付を取得する等の措置は必要であると考えられる。

(3) その他

投資信託における運用対象資産（特定資産）の拡大が望まれるところである。一昨年12月から施行された「投資信託および投資法人に関する法律」（以下新投信法）の特徴は、従前の投信法と比較し、運用対象資産の拡大が図られたことがあげられるが、新投信法第16条の2第1項ならびに同法施行規則第33条において運用資産として特定されているものには、著作権等の知的財産権は含まれていない。同時期に新たな資金流動化スキームとして制定された「資産流動化法」においては、すべての財産権として財産権の特定はなされていないことを勘案すると、バランスが欠けているものと考えられる。知的財産権が含まれなかった経緯は不明であるが、みずほ証券の実例にもある通り、運用サイドにおいてのニーズは十分にあることが確認されており、今後特定資産へ知的財産権が含まれることが望まれる。



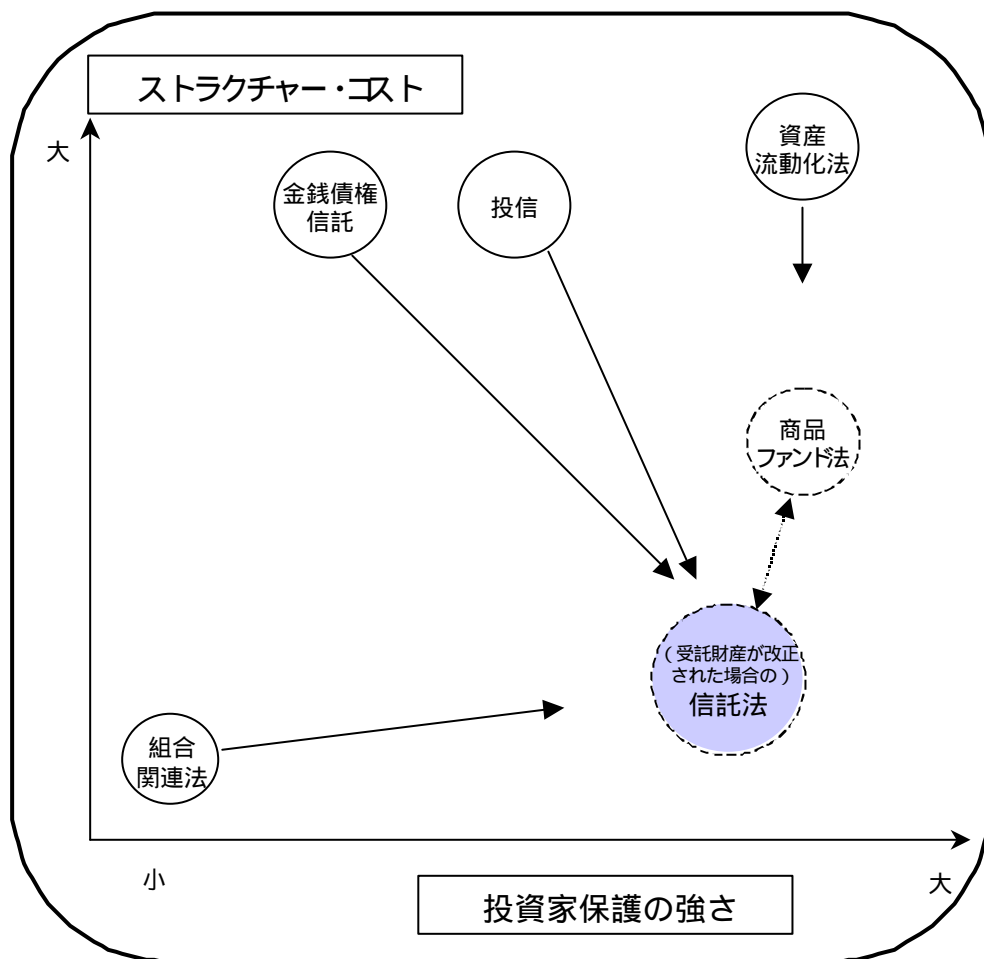
3 - 4 法制度に関するまとめ

組合関連法に関しては、投資家保護の観点から、ディスクロージャー規定などの法整備が必要である。

資産流動化法に関しては、オリジネーターにとっての発行コストを低減することが必要である。

信託法に関しては、現行の信託法では受託財産に知的財産権が含まれていないものの、信託業法4条が改正された場合には、理想的なスキームに近い。

商品ファンド法に関しては、信託業法が改正された場合には法規制が重畳的な状況になると考えられる。



3 - 5 税制面での提言

3 - 5 - 1 税制による支援の方法

映画産業を中心としたコンテンツ産業に対する諸外国における税制面からの支援の方法をまとめると、以下のようになる。

一定の場所や方法でコンテンツを製作した場合のコンテンツ製作者に与えられる補助金や一定の税金の減免。

コンテンツに投資した投資家に与えられる税額控除。

コンテンツに投資した投資家が投資額を早期に償却できることを認めること。

3 - 5 - 2 わが国の現状の税制との比較

現在のわが国の税制を分析すると、上記1.の や の支援策についての規定はなく、これらの支援策を導入しようとするとは大幅な税制改正が必要となるものと思われる。また、特定の産業や特定のコンテンツ作品のみを支援することにもなりかねないため、税制の中立性の観点からの更なる検討も必要となる。しかしながら、現在のわが国の税制を前提としても、映画フィルムに特別な償却率（十ヵ月償却）で償却することが認められており、上記1.の支援策については実行可能と思われる。

特に、英国においては、投資家に早期の償却を認めることによって、コンテンツ産業に多くの一般投資家の資金が入ってきている。

以下においては、投資家に早期の償却を認めることを前提としての課題を列挙する。

3 - 5 - 3 わが国の税制上認められた映画フィルムの償却方法について

映画の製作に関する支出（映画の著作権の取得価額）及びレコード原盤製作の支出（レコード原盤権の取得価額）は、税務上、「映画フィルム」「レコード」という有形固定資産として扱われ、原則として、耐用年数2年で取得価額の95%までを定率法または定額法により償却することができる（法人税法施行令第四八条第一項第二号、第六一条第一項第二号、減価償却資産の耐用年数等に関する省令別表第一）

ただし、「映画フィルム」（二つ以上の常設館において順次上映されるものに限る）については、そうした償却方法に代えて、国税局長の認定により、特別な償却率（10ヵ月償却）で償却することが認められている（法人税法施行令第五〇条、法人税法施行規則第一二条、耐用年数の適用等に関する取扱通達付表六）

また、法人が他人の所有するネガフィルムから作成される16ミリ版ポジフィルム（公民館、学校等を巡回上映するもの。またはこれらに貸与することを常態とするものに限る）を取得した場合や、上映権を取得した場合も、「映画フィルム」資産として扱われる（耐用年数の適用等に関する取扱通達四 一 三）

我が国の現行税制によると、映画フィルムのみが国税局長の認定を条件に、特別な償却率（10ヵ月償却）で償却することが認められている。しかもこの方法によると、残存価額を考慮する必要がなく、取得金額の全てを償却することができる。さらに、上映日から3ヵ月が経てば取得原価の87%までも償却することが可

能となる（下表）

しかしながら、実務的にはどのような観点から国税局長の認定の審査がどの程度のスピードで行われるのか、また、多メディア化が進むコンテンツ産業において、「映画フィルム」という言葉の定義が問題となる。さらに、その「映画フィルム」が、後述する組合を通じて保有されていてもこの特別な償却が認められるかが不明である。

上映日から の経過月数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
償却率	60%	80%	87%	91%	94%	96%	97%	98%	99%	100%

3 - 5 - 4 わが国の税制上認められた民法上の組合に対する課税関係

コンテンツ産業への資金調達を考える場合、一社あるいは一人で投資することは現実的ではなく、通常は多額の製作費を複数の会社や個人で負担していると考えられる。また、コンテンツに対する投資のリスクを分散化する観点から、一般投資家は複数のコンテンツに対してポートフォリオ的な投資を行うのが理想的である。以上の大きく2つの理由から、組合を通じてコンテンツに対する投資を行っている投資家が多く存在するものと思われる（匿名組合やその他の形態も考えられるが、ここでは基本形である民法上の組合を前提に税務上の検討を行う）

民法上の組合は、法律上の権利義務の主体にはなれず、税務上も課税客体とはならない。組合事業から生じた損益は、組合自体で課税を受けるのではなく、その構成員である組合員の損益として課税されることになる。組合事業が赤字の場合、原則としてその赤字を組合員の損失として税務上取り込むことができる。以下、組合員が法人である場合と個人である場合を区別して、検討する。

組合員が法人である場合の税務上の取り扱い

法人税基本通達 14 1-1 では、「たとえ現実に利益の分配を受けまたは損失の負担をしていない場合であっても、組合の計算期間の終了の日を含む組合員の決算期の損益として計算しなければならない」と規定している。

組合員が個人である場合の税務上の取り扱い

所得税基本通達三六・三七共 一九によると、「たとえ現実の利益の分配を受け、又は損失の負担をしていない場合であっても、組合の計算期間の終了の日を含む組合員の年分の各種所得の金額の計算上収入金額または必要経費として計算」とされる。

ただし、組合が毎年一回以上一定の時期で組合決算を行わない場合は、各組合員の年度（暦年）に対応する事業損益を計算して各組合員に取り込む必要がある。

このように、組合員が法人であっても個人であっても、組合事業から生じた損益を自己の損益として取り込むことが可能となっている。しかし、実務的には、組合員数が増えて、実質的に組合事業への関与の度合

いが低い場合でも損益通算が認められるのかといった疑問点があげられる。また、投資の判断材料の一つとして、償却のタイミングが早いことがあった場合、損失の損金性に制限を受けないのか等の疑問も生じる。

また、現在の税制では、投資家はその組合持分を売却した場合の課税関係を明らかにした通達等がない。資金調達の多様化を考えると、投資の二次的マーケットは不可欠であるため、組合持分の売却時における課税関係が明確化されることが望まれる。

3 - 5 - 5 まとめ

大幅な税制改正等をしなくとも、現状の税制を前提として、一般投資家に早期の償却のメリットを与えるスキームは作ることができる。しかしながら、実務的にはいくつかの不明な事項も存在する。わが国の税務当局にも欧米に見られるような「事前確認制度」の導入が望まれる。

また、重複する議論になるため本節では詳述しなかったが、信託業法が改正され、知的財産権が信託を通じて証券化される場合における二重課税の問題をどのようにして回避するかという点は、投資家の立場から重要なテーマであるため、引き続き検討課題としたい。

3 - 6 コンテンツ評価の考え方

多くのコンテンツ投資の案件において、コンテンツ評価はそのリスクとリターンの相互関係を分析したものである。それぞれの評価において手法は異なるものの、リスクとリターンを定量化・数値化し、リスクに見合ったリターンが期待される場合に投資を実行すると考えられる。コンテンツビジネスにおいて、リスクは、完成（開発）リスク、商品リスク、販売リスクの3つのファクターから構成される。また、リターンは投資額に対するコンテンツ販売見込額（回収見込額）の割合を意味する。いくらリターンの高いコンテンツであってもリスク値の高いものは投資に不適格と判断されるであろう。また逆に、リスクがいくら低かったとしても投資家の期待リターン値に満たなければ投資は実行されない。つまり、コンテンツ価値はリスクとリターンの双方から定量的に分析されるべきと考えられるのである。

3 - 6 - 1 リターンについて

コンテンツを販売してどのくらいの売上が見込めるのか、いわゆるキャッシュ・フローの予測をまず行う必要がある。通常、コンテンツ制作会社がマーケットの予測や類似コンテンツの実績等から売上の見込値を提示する。投資家側は、見込算定の根拠等を確認した上で、通常は楽観ケースと悲観ケースを設定する。また、キャッシュ・フローには、以下の考え方が存在する。

リスクフリーの状態での収益を考える方法

リスクを勘案したキャッシュ・フロー（リターン）を予測する方法

JDCでは、リターン/リスクのマトリックス表によってコンテンツに対する投資判断を行っているため、リスクフリーでのキャッシュフロー予測を元にリターンを定量的に把握している。売上見込はコンテンツの種類によっても異なるが、パッケージ製品（CD、DVD等）の場合には、以下の項目によって構成される。

- a. 単価
- b. 本数
- c. MG（最低保証；Minimum Guarantyの略）の有無
- d. 仕切値（卸業者に対する卸価格）

これらから算出した金額がプロジェクトからの回収額の見込み値ということになる。回収見込み値のシミュレーション結果として、投資額に対する回収額の割合（＝回収率）を算出することが可能である。

JDCやあおぞら銀行におけるファンドからのコンテンツ投資には、IRRと呼ばれる投資効率の指標が使われる。IRRでは、投資に対する回収率に時間軸を考慮することによって、投資効率が算出される。1年間で投資額に対して100%回収が行われた場合と、2年間で投資額に対して100%回収が行われた場合では、前者は後

者に比べて投資効率が2倍良いという考え方に立脚した指標である。投資金額の大小に左右されず、かつ、時間軸が考慮されているため、IRR をリターンに関する基準として投資判断を行うのが通常である。

コンテンツの市場価値を算定するために、上記のリスク/リターンを考慮に入れプロジェクトの現在価値を定する割引キャッシュ・フロー (DCF) モデルの他、将来のキャッシュ・フローをいくつかのケースに分けて確率を掛け合わせるリアルオプション・モデル等の手法が考えられる。

3 - 6 - 2 リスクについて

以下のように、開発リスク、商品リスク、販売リスクを定量的に把握し、当該プロジェクトに関わる総合的なリスク値を算出するケースがリスク評価の主な手法である。定量的に評価できるパラメータも存在するが、多くは定性的な評価であり専門的な知識・経験を求められる。定性評価も段階に応じた数値に置き換えられ、総合的なリスク値が算定される。

(1) 完成(開発)リスク

コンテンツ制作はアイデア/企画がどれほど素晴らしいものであろうとも、当該著作者がイメージするような著作物が完成しないと市場価値は発生しない。ここに言う「完成」とは著作物自体が未完成の場合のみならず、関係者が当初抱いていたイメージとは異なる作品に仕上がった場合にも、その著作物は「完成」していないと解釈することが可能である。

そのような意味において、コンテンツ制作に関わる完成リスクを以下のような観点から整理・分析するのが妥当であろう。

技術力/スキル

この点に関しては、プレゼンテーション時の質疑応答、デモンストレーション等の経緯を注視しながら、制作会社に当該プロジェクトを完成する技術力・スキルが具備されているかどうかを判断する。

制作会社の技術力を判断する上で、過去の実績は大きな判断材料である。ただし、日々進化する技術・クオリティのなかで勝負をするコンテンツ業界においては、過去の実績のみならず、新規技術の獲得(特許権の取得等)も大きな要素であると言える。

プロジェクト・マネジメント能力(スケジュール管理、スタッフ編成)

コンテンツ業界に限ったことではないが、どういった経験・能力を有する企業(個人も含む)がマネジメントを担当するかによってプロジェクトの成否は大きく左右される。制作会社がプロジェクト・マネジャーを担当する場合のみでは必ずしもないが、ここでは制作会社のプロジェクト・マネジメント能力を以下のような観点から整理する。

- a. 過去の実績・ノウハウ
- b. リーダーの熱意・責任感
- c. 制作スタッフの体制
- d. 制作予算/スケジュールの妥当性
- e. 開発遅延に対する防止策の有無

上記5項目から、制作会社のプロジェクト・マネジメント能力を定量的に把握する。

制作会社の信用リスク

制作会社がコンテンツ制作過程において破綻してしまう場合である。この「破綻」には、大きく以下の2つのパターンが考えられる。

- a. 過少資本（債務超過）のケース
- b. キャッシュ・フロー的破綻のケース

上記の2つのパターンに陥りそうな兆候を各種財務データの分析、および定性的な感触から総合判断する。最終的には、制作会社の信用リスクを定量的に把握する。

（2）商品リスク

制作されるコンテンツがどれほどの市場価値を有するかという点を考える際に、当該作品・商品に固有の（ユニークな）リスクの存在が考えられる。

まず、市場が存在し、その中のターゲット層が顕在化しているかという点があげられる。市場が存在せず、ターゲット層が絞りきれていないと、商品（固有の）リスクは極めて高いということになるため、プロジェクトを中止するという判断に至る場合が多い。

また、ターゲット層が明確になっていたとしても、ユーザーの嗜好・ニーズに対して当該コンテンツが合致しているかという点も問題になる。制作会社の独り善がりの商品も、どれほどクオリティが高くても、ユーザーに受け入れられないからである。

こういった事をまとめると以下のような項目になると考えられる。

- a. 市場の存在
- b. ターゲット層の把握
- c. ユーザーのニーズにとっての訴求度（作品のクオリティ含む）
- d. 競合に対する比較優位性（一部、c と重なる）

（3）販売リスク

コンテンツが「完成」し、商品として十分に魅力的であったとした場合に、次に問題になるのが、この販売フェーズにおけるリスクである。

販売フェーズにおいては、以下のような項目からリスクを整理していくことが妥当と考えられる。

- a. 販売体制（販売会社、流通チャネル）
- b. プロモーション計画

- c. 販売シミュレーションの妥当性（マーケティング・リサーチ資料との突合）
- d. その他（卸業者に対する卸価格、流通コスト、小売店に対する販売促進リベートの妥当性）

以上のように、開発リスク、商品リスク、販売リスクを定量的に把握し、当該プロジェクトに関わる総合的なリスク値を算出する（3種類のリスクに重み付けを行い、定量的に算出する）。

3 - 6 - 3 コンテンツ評価 / 投資判断について

上記のリスク（数値）とリターン（IRR）をマトリックス上にプロットし、リスクに見合ったリターンが期待されて初めて投資を行うことになる。

場合によっては、リスクフリーの状態だけの期待リターン値のみならず、想定販売数を割り引くなど、ストレスをかけた状態での期待リターン値を算出して、より保守的な投資判断を行うことも可能である。

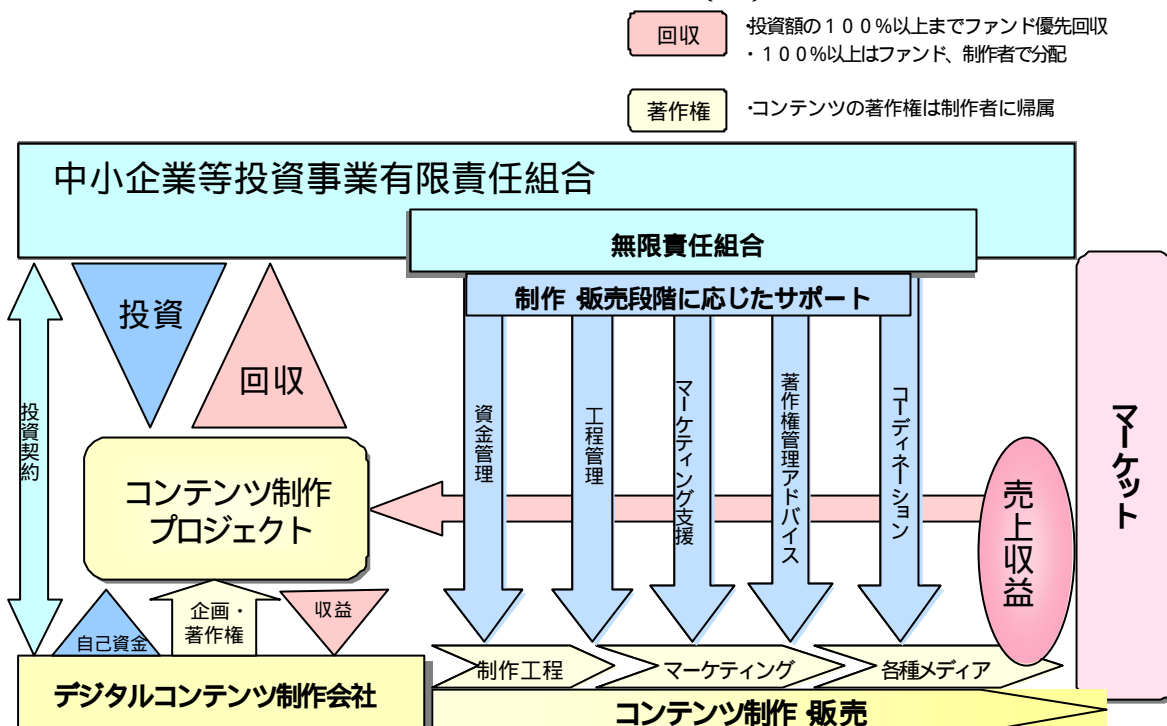
3 - 7 中小企業総合事業団による新ファンド組成

デジタルコンテンツ業界の発展阻害要因として、資金供給環境の未整備、流通・マーケティング環境の未整備、関係者間の権利関係が不明瞭、といった点があげられており、デジタルコンテンツ業界がより一層の発展を遂げるためには、これらの阻害要因に対する対策を講じ、デジタルコンテンツ業界を取り巻く環境の整備を進めていく必要があると思われる。制作投資による資金供給のみならず、工程管理やマーケティングサポートを通じて良質のコンテンツを市場に送り出し、業界の発展に貢献するためのコンテンツ向けファンドを中小企業総合事業団とともに民間会社数社によって創設することを提言する。

コンテンツ等に対する投資を活性化するためには、信託スキームのみならず、有限責任性が担保されている中小企業等投資事業有限責任組合を用いたスキームが大いに利用されるべきと考えられる。前述の通り、中小企業等投資事業有限責任組合に関する一連の法律改正が昨年末に行われた結果として、投資先対象に有限会社等が付け加わり、匿名組合契約による出資、投資事業を営む任意組合に対するファンド・トゥ・ファンド出資が可能になった。従前の組合関連スキームに比し、相当使い勝手のよい仕組みが出来上がったと言えよう。

こうした画期的な法改正を最大限に利用し、コンテンツ業界を産業として育成する観点からも、コンテンツ向けの投資活動を専門的に行うファンドを中小企業等投資事業有限責任組合の形式により、中小企業総合事業団の出資のもとに創設することを提言するものである。その際には、デジタルコンテンツ制作に対する投資実績を積んだ会社を目利き役とすることにより、より効果的、効率的にコンテンツ業界を育成していく視点が重要である。今後増加が見込まれるデジタルコンテンツの制作案件に対応するため、こうした新たなファンドが次々に組成される状況が望ましいと考えられる。

中小企業等投資事業有限責任組合を用いたスキーム（案）



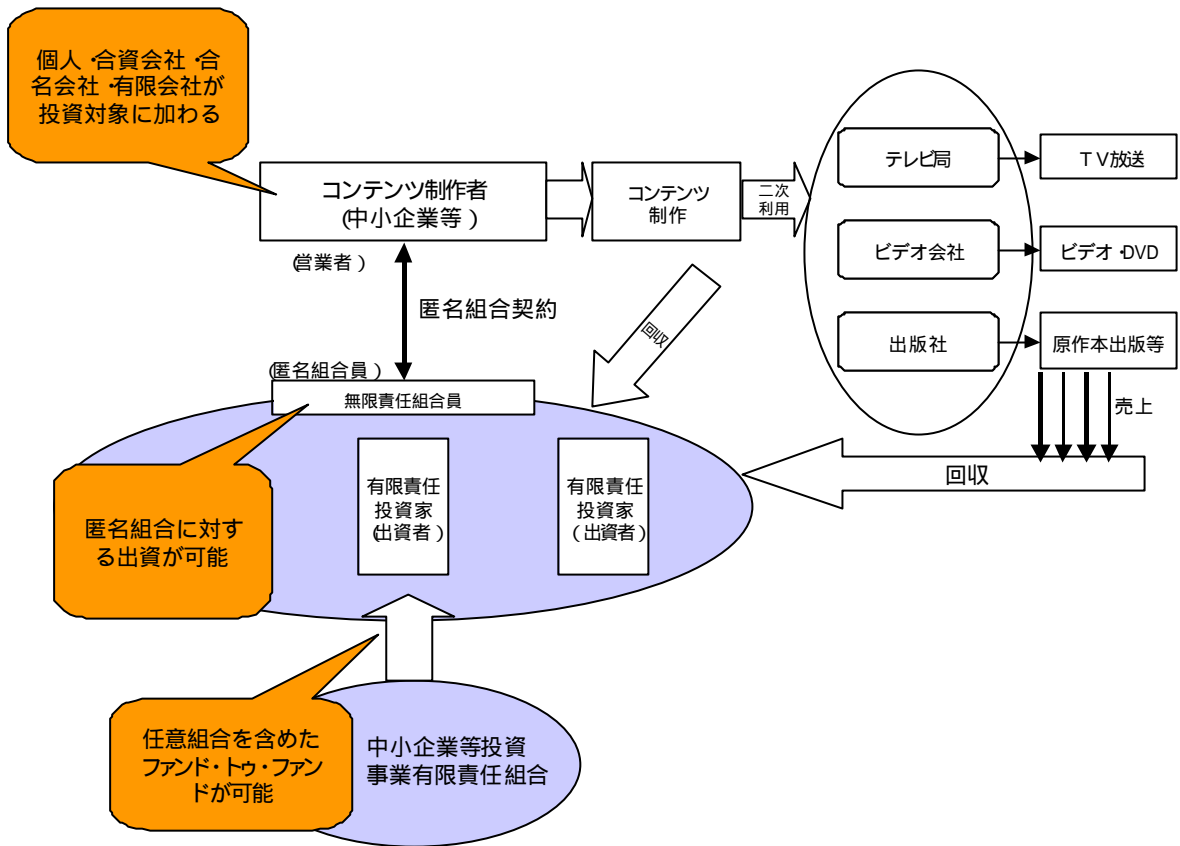
上図のように、本節にて提言する新ファンドはデジタルコンテンツの制作プロジェクトに投資する「プロジェクト投資」と、制作会社の株式を取得する「株式投資」を組合事業とする。

まず、成長初期段階の制作会社に対しては、原則として「プロジェクト投資」による支援を行う。具体的には、企画段階の制作プロジェクトに対して、制作費用の75%を上限とした投資を行い、同時に予算管理、制作工程管理、マーケティングサポート等の支援業務を行う。

次の段階として、自社企画の製品化を通じて事業基盤の確立がある程度実現された企業群（原則としてプロジェクト投資先企業）に対しては、IPOを前提とした株式投資を行う。株式投資先に対しては、収益力をより一層強化するため、プロジェクト投資及びサポート業務を継続して実施するとともに、組織管理体制やディスクロージャーといった公開準備に関しては、外部専門機関（監査法人、主幹事証券会社、VC等）によるサポート体制を構築する。

このように、企業の成長段階に合わせた投資スキーム、支援業務を実施することにより、中小制作会社の企業成長を促進し、IPOのレベルまで育成することが可能になると考えられる。

法律改正を踏まえた中小有責組合スキーム



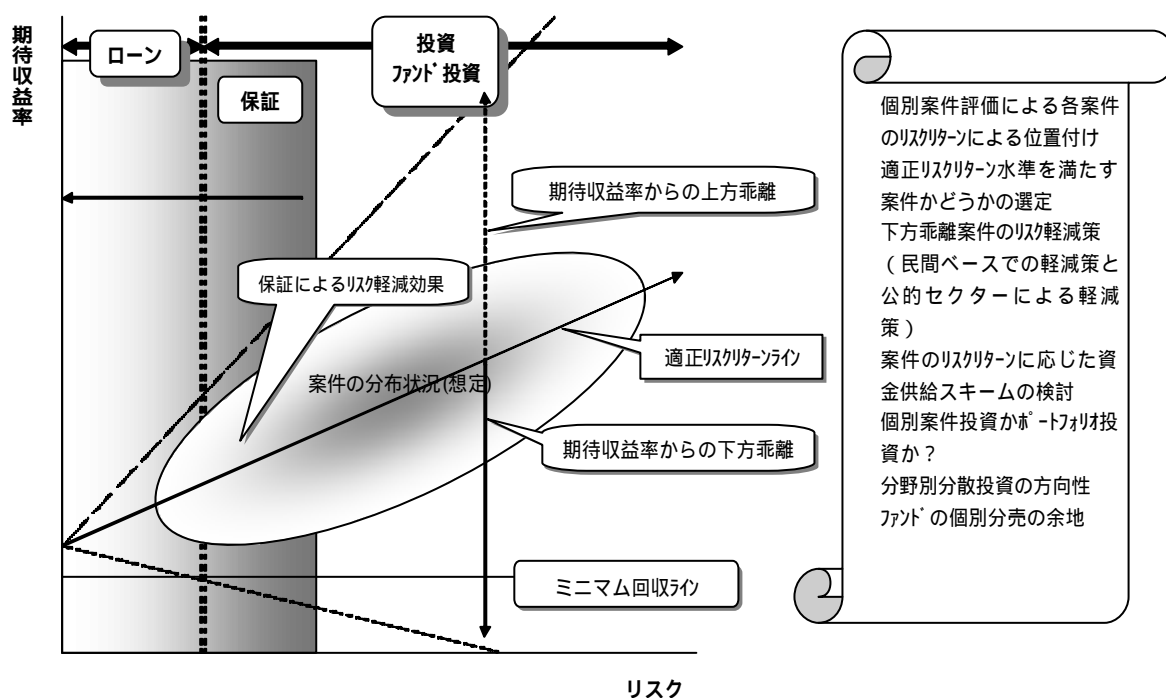
3 - 8 「知的財産権投資協議会」(仮称)の創設にむけて

今回のコンテンツファイナンス研究会において、様々なファイナンス形態を中心に有益な議論がなされた。このなかで、わが国ではスキーム上の問題もさることながら、いまだコンテンツビジネスが産業として語られていないことが浮き彫りになったように思われる。コンテンツビジネスを、海外では産業として育成しようとしているのに対し、わが国では関連する業界の特殊なものとして位置づけられている。

当然ながら、コンテンツは、他の商品とは次のような点で相違がある。しかしながら、わが国ではいまや13兆円の市場規模を有する業界であり、継続的な成長を期待するならば、産業として、などの特殊性を如何に処理するかを考えていくべきであろう(に関しては、視点の違いによる)

- 完成するまで実態が見え難い
- 受注に基づかない単品生産であることが多い
- 非経済的(芸術的、思想的)要素を含む、など。

他の産業と同様に捉えたとすれば、最も考えなければならない点が、リスクとリターンとの関係である。コンテンツビジネスは水物と考えられがちであるが、およそビジネスである限り、この関係は下図のようになっているはずであり、この関係を明確にするような様々な施策を検討していくことが重要である。



本来ならば、大学等においてコンテンツビジネス学科等が設置され、産業論が展開される必要があるが、そこまでいくには相当の時間を要しよう。まずは、民間において産業として捉えられるように様々な問題を検討し、共通言語を作り出すことが喫緊の課題といえる。加えて、産業育成の観点から、政府の支援策として何が

必要なかを提言する場を作る必要がある。このような観点から見て、来年度早々にも、コンテンツビジネスを中心に「知的財産権投資協議会」を創設することを提言する。

協議会の主要なテーマとしては以下の点が考えられる。協議会を創設し、各テーマ毎にワーキンググループを組成する。

信託関連法改正のフォロー

現状及び信託関連法の改正を見据えた上での投資スキーム

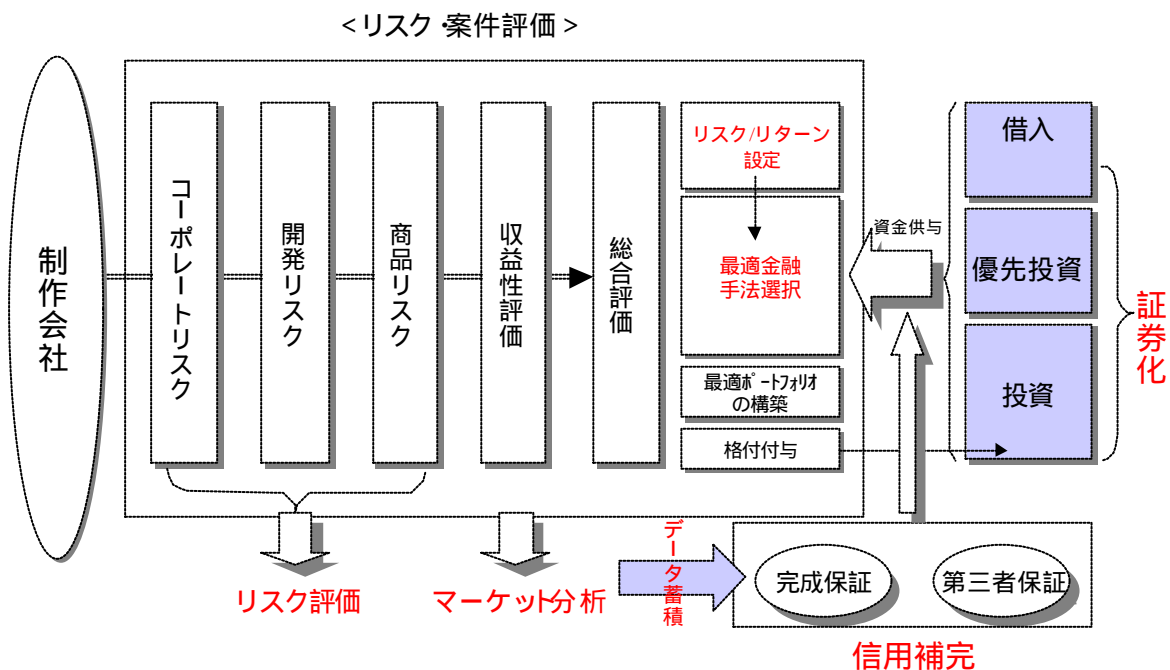
リスクをミニマイズするための完成保証等

コンテンツの評価手法

投資家へのディスクロージ（リスクファクター等の開示）

支援施策（税制、制度改正、民間障壁の排除等） など

「知的財産権投資協議会」での検討をもとに、一例であるが、下図のような基盤を整備することができれば、その特性に応じたマーケティングの問題等に関してもより深い考察が可能になる。



以上

4 添付資料

本研究会での議論等を踏まえた結果として、経済産業省産業構造審議会知的財産政策部会経営・市場環境小委員会において、知的財産権の信託に関し、緊急に提言が行われた。添付資料は、その緊急提言に関するものである。

また、政府の総合規制改革会議から出されたコンテンツ関連の要望に対して、金融庁は以下のように回答するに至った。

- (1) 現行の信託業法は、信託の対象となる財産として知的財産が含まれていないが、信託スキームは、一般投資家から資金調達をするための極めて有効な手法であることから、著作権等の知的財産を信託の対象となる財産権に追加することについて検討を行い、結論を得る。

(金融庁の回答)

平成 15 年度中に「検討・結論、措置予定」

- (2) 加えて、より多くの多様な信託スキームを実現する観点から、銀行以外の事業会社についての免許要件等を整備し、信託業務を行う者の範囲の拡大を講じることについて検討を行い、結論を得る。

(金融庁の回答)

平成 15 年度中に「検討・結論、措置予定」