
固定資産の流動化

	Page
イントロダクション	
1 本コースの学習目的と範囲	
・ 事業運営の効率化	3 P
・ 本コースの学習範囲	3 P
・ 本コースの学習目的	5 P
・ 本テキストの構成	6 P
証券化	
1 証券化の基本スキーム	
・ 証券化の基本スキーム	7 P
・ 証券化のポイント	8 P
・ 対象資産の価値評価	9 P
・ バランスシートへの影響	10 P
・ 投資家の保護	11 P
・ 倒産隔離	11 P
・ 信用補完	12 P
・ 流動性補完	13 P
<C/B>DCF法	14 P
2 証券化に登場するプレーヤー	
・ 証券発行体に登場するプレーヤー	15 P
・ 証券発行体の種類	16 P
・ サブプレーヤーの役割	17 P
<C/B>ケイマンSPCとはなにか	18 P
3 今後の証券化の動向	
・ 中堅 / 中小企業にとっての証券化	19 P
・ 小口化	20 P
・ 対象資産の拡大	21 P
<C/B>広義の証券化	20 P
4 不動産の証券化	
・ 対象資産の価値評価	23 P
・ バランスシートへの影響	24 P
・ 不動産の証券化に用いられるSPV	25 P
・ 不動産の証券化事例	26 P

6 知的財産権の証券化

- 知的財産権の証券化のポイント 29P
- 知的財産権の種類 30P
- 知的財産権の評価手法 31P
- 知的財産権の証券化事例 32P
- <C/B>証券化対象の拡大 34P

リース

1 リースの活用状況

- リース取引の現状 35P
- リース取引の目的 37P

2 リースの有効活用のためのチェックポイント

- リースの有効活用のためのチェックポイント 39P
- <C/B>リース会計基準の見直しの影響 40P

3 リースの有効活用に向けたチェック手法

- リースと特別償却の節税効果比較 41P
- 資産調達手法別の所有に伴う責任 42P
- セール・アンド・リースバック 43P

1 本コースの学習範囲と目的

効率性を追求した経営が求められる中、多くの企業にとって資産のスリム化が経営課題となっています。本コースでは、資産のスリム化を実現する手法として証券化とリースについて学習します。

本節では、以下の事項を学習します。

- 事業運営の効率化
- 本コースの学習範囲
- 本コースの学習目的

■ 事業運営の効率化

高度経済成長期の多くの日本企業は売上高やシェアを重視した経営を実施してきました。ところが、バブル経済の崩壊後、市場の成熟化が認識される中、ROE(自己資本利益率)、ROI(投下資本利益率)といった効率性の指標を重視する経営にシフトしつつあります。すなわち、企業経営の視点が「規模の追求の時代」から「効率性を追求する時代」へと変化しているといえます。

効率性を追求する経営とは、換言すれば、より小さなストック(純営業資産)でより大きなリターン(営業利益)を創出するということです。このことを、もう少し詳細に説明してみましょう。事業運営の効率化を経営指標で整理すると、どうなるでしょうか。ここでは、事業運営の効率性を純営業資産(ここでは運転資本と純営業固定資産の合計)に対する営業利益率という指標を軸にブレイクダウン(構造化)してみました(図表1-1を参照)。

このように整理すると、事業の効率化が大きく「資産のスリム化」と「リターンの最大化」に分類できることがお分かりいただけるかと思います。企業経営の観点からはどちらも重要な経営課題ですが、コーポレートファイナンスの観点からは前者の「資産のスリム化」が重要な課題になります。

そこで、本コースでは、事業運営の効率化に向けた「資産のスリム化」について学習することとします。

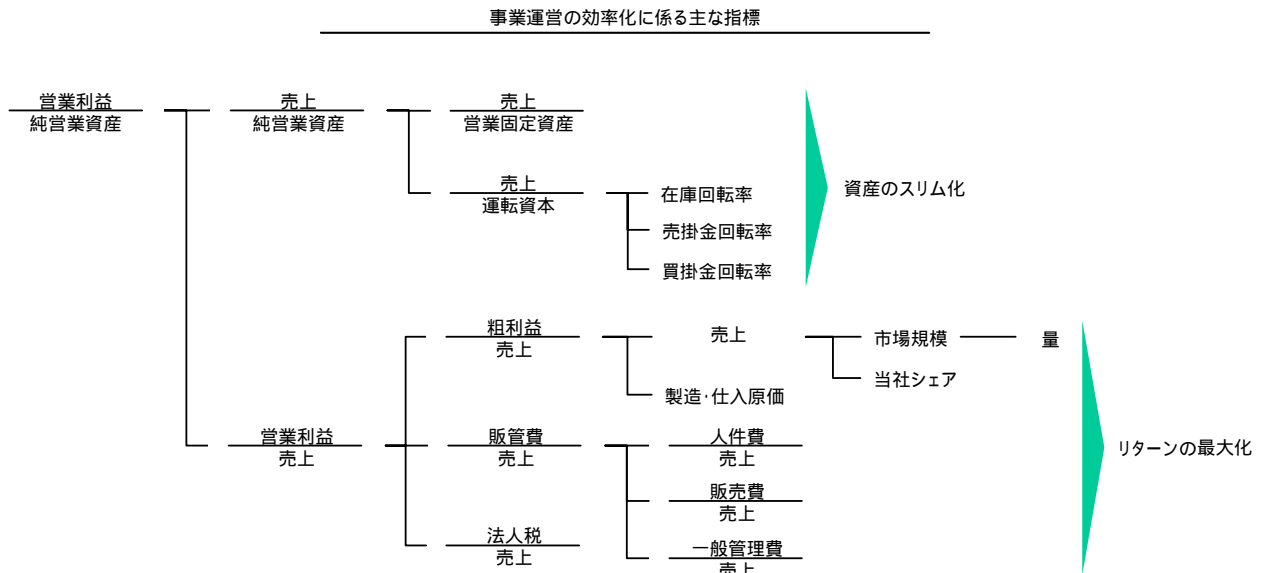
■ 本コースの学習範囲

「資産のスリム化」を実現するためには、大きく二つの視点から検討する必要があります。すなわち、既存の資産のスリム化と、新規に調達する資産のスリム化です。

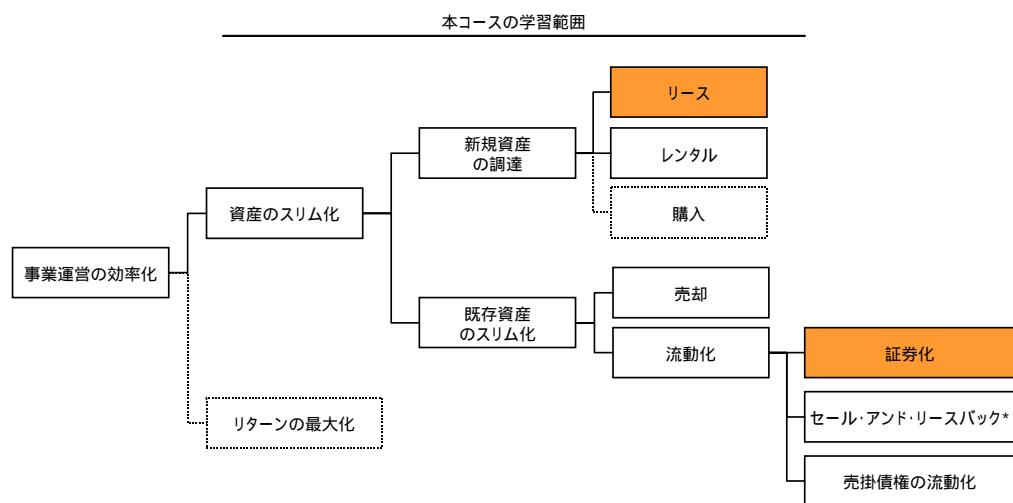
前者の既存の資産のスリム化については、売却という手段もありますが、最近では流動化が注目されています。資産の流動化とは、簡単にいえば企業が保有する資産の持つ信用力や収益(主にキャッシュフロー)を基に資金調達を行う手法です。特に、証券化については対象となる資産が拡大する中で、中堅/中小企業にとっても重要な資金調達手法の一つになりつつあります。また、後者の新規に資産を調達する場合のスリム化については、一般的にリースがよく利用されています。

そこで、本コースでは、資産のスリム化手法として、「証券化」と「リース」(セール・アンド・リースバックを含む)について学習することとします。

図表 1-1 事業運営の効率化に係る主な指標



図表 1-2 本コースの学習範囲



*セール・アンド・リースバックはリースの一形態として取り上げる

■ 本コースの学習目的

本コースでは、事業運営の効率化を資産のスリム化という視点で捉え、特に、既存の資産をスリム化する手法である「証券化」と、新規に調達する資産のスリム化の手法となる「リース」について学習することを説明しました。それでは、本コースで取り上げる証券化とリースについて、何が課題となっているのでしょうか。

証券化については、まだ中堅／中小企業にとってはあまり活用されていないのが実態です。しかし、証券化を取巻く環境は変化しつつあります。例えば、売掛債権の流動化については様々な支援制度が整備されつつあり、また、不動産の証券化においても従来の大型物件だけでなく中小規模の不動産を対象にした事例も散見されるようになり、さらには各種関連法の改正により知的財産権の証券化の環境が整備されつつあります。そこで、本コースでは来るべき証券化の時代に対応できるように基本的な証券化に関する知識の習得と、不動産や知的財産権の証券化事例を通して実務のポイントを理解することを目指します。

一方、リースについては多くの中堅／中小企業で活用され、一般化していますが、逆に一般化しているがゆえに安易なリースの活用が懸念されるところです。特に、企業がリースを活用するのは節税効果、事務の合理化、オフバランス化(賃貸借取引処理によりバランスシートに当該資産を計上しないこと)を期待しているケースが多いのですが、実際には当初の期待効果を受けないケースや他の手法の方がより効果を受えられるケースも想定されるため、リースの活用内容を見直す必要があります。そこで、本コースでは、リースの基本を再度理解していただき、現在活用されているリース取引を見直すポイントを理解していただくことを目指します。

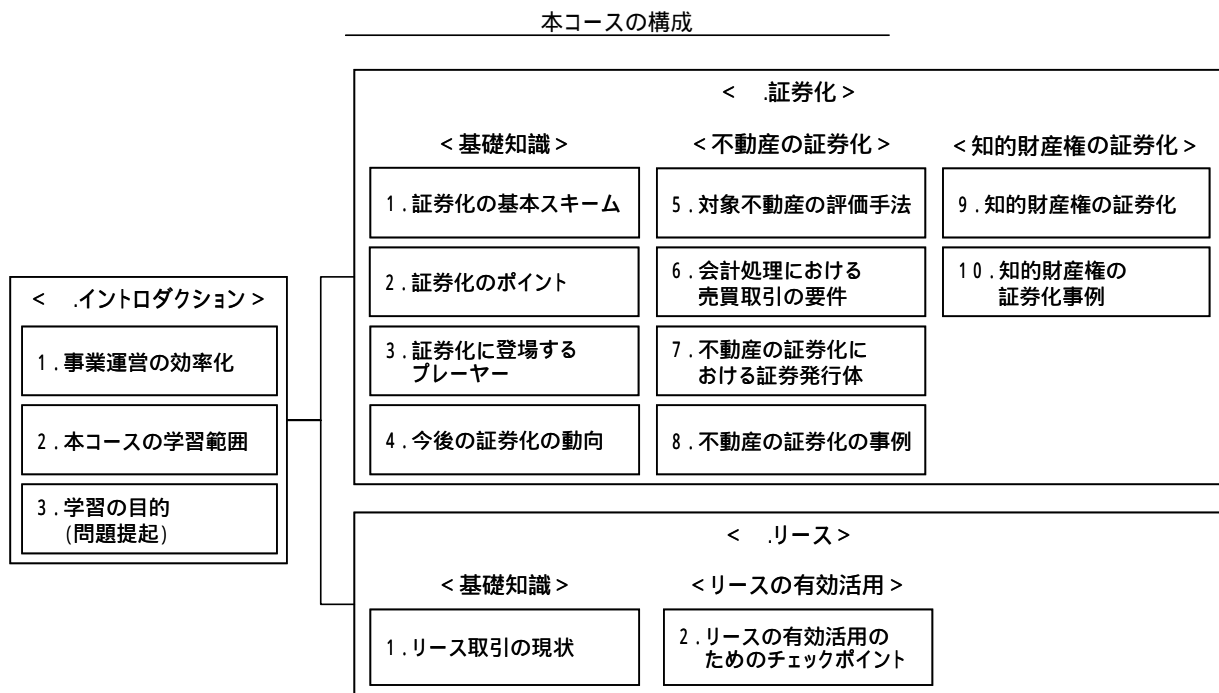
図表 1-3 本コースの学習目的

本コースの学習目的(問題提起)		
テーマ	現状	学習目的
証券化	中小企業では利用されない資産の流動化 ・2003年版中小企業白書によると、資産の証券化を実施した中小企業はわずか2.0%	来るべき証券化時代への対応 中小企業においては利用状況の低い固定資産の証券化であるが、今後、中小企業の資金調達の多様化、円滑化政策の中で、中小企業における固定資産の証券化の活用可能性が高まると考えられるため、証券化の基本的知識を習得する意義は大きいと考えられる
	証券化の小口化(不動産) ・フレグインターナショナル(マンション開発) ・京都不動産投資顧問業協会 知的財産の証券化 ・「知財立社創成プラン推進事業」 ・政策投資銀行、中小企業の知的財産による資金調達を支援	
リース	中小企業の多くがリースを活用 ・企業のリース利用率は90.9%に上る	資産調達の最適化 中小企業でも活用が一般化しているリースであるが、その利用目的は資金負担の軽減や節税対策が中心であり、一部の中小企業においては安易にリースを活用している可能性があり、税務上のオフバランス化(賃貸借取引処理)の可否、特別償却等の特例、瑕疵担保責任などの観点からリースの活用状況を見直す必要がある
	利用目的は、資金と税金 ・リース利用理由として「一度に多額の資金を必要としない」(73.4%)、「リース料は経費処理できる」(65.6%)が2大理由になっている (出所：「リース需要動向調査(2000年)」社団法人日本リース事業協会より)	

■ 本テキストの構成

来るべき証券化時代に対応すべく証券化を理解し、資産調達最適化の視点から現在のリースの活用状況を見直していただくため、本テキストは、証券化とリースの2部構成であり、それぞれのパートにおいては基礎知識部分と実務部分で構成されています(図表1-4を参照)。証券化とリースのパートはそれぞれ独立していますので、状況に応じて適当な部分からお読みいただけるようになっています。

図表 1-4 本テキストの構成



< まとめ >

✓ 事業運営の効率化

規模の追求の時代 → 効率性を追及する時代

事業運営の効率性 = 資産のスリム化 + リターンの最大化

✓ 本コースの学習範囲

資産のスリム化 → 既存資産 + 新規調達資産

既存資産 → 証券化

新規調達資産 → リース

✓ 本コースの学習目的

証券化 → 来るべき証券化時代への対応

リース → 資産調達の最適化(リースの活用状況の見直し)

1 証券化の基本スキーム

証券化は資産が生むキャッシュフローを裏付けとした証券を発行することで投資家から資金を調達する方法であり、新たな資金調達手段として活用されていますが、証券化の実施には、様々な仕組みの整備が必要となります。

本節では、以下の事項を学習します。

証券化の基本スキーム

証券化のポイント

- ・ 対象資産の価値評価
- ・ バランスシートへの影響

投資家の保護

- ・ 倒産隔離
- ・ 信用補完
- ・ 流動性補完

■ 証券化の基本スキーム

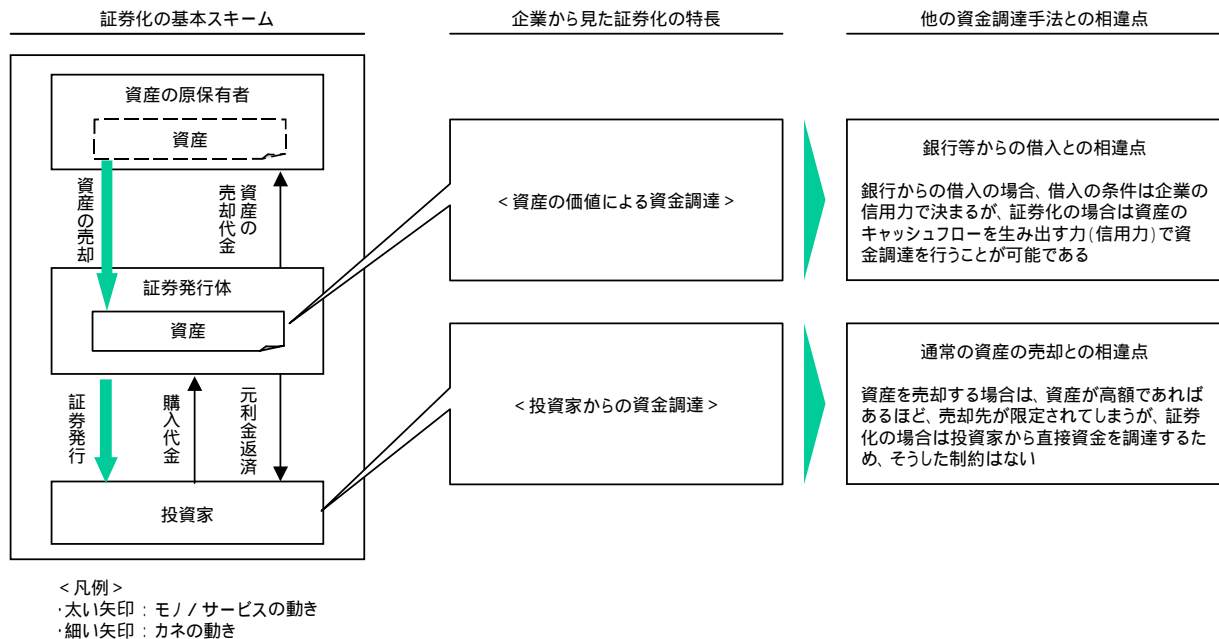
証券化は、まず、資産を保有する企業(オリジネーターという)が保有する資産を証券発行体(SPV (Special Purpose Vehicle)という)に譲渡することから始まります。資産の譲渡を受けた証券発行体は、その資産が生むキャッシュフローを裏付けとした証券を投資家に発行し、証券の販売代金から企業へ資産の売却代金を支払うことにより、企業は資金調達を達成することとなります。証券発行体は資産が生むキャッシュフローを基に投資家に対して証券の元利金を返済します(図表1 - 1を参照)。

資産を用いた資金調達という意味では、資産の売却や資産を担保にした借入と証券化とは同様ですが、証券化と売却、借入との違いはどのような点にあるのでしょうか。

資産の売却と証券化は、買い手が限られているかどうかという点で異なります。不動産のように金額の大きな資産は、買い手が限られているために容易に売却できる訳ではありません。しかし、証券化はそうした流動性の低い資産を「証券」という形に換えて小口化し、不特定多数の買い手(投資家)に販売できるようにすることで資金調達を可能にした手法です。

また、資産を担保にした借入と証券化との違いは、信用力の源泉は何かという点で異なります。通常、金融機関から借入を行う場合は、自社の信用力により借入の条件が決定します。しかし、証券化において資金調達の条件を決定するのは、自社の信用力ではなく証券化の対象となる資産の信用力です。ですから、仮に自社の信用力と比較して資産の信用力が高い場合には、証券化により自社の信用力による場合よりも有利な条件で資金調達を行うことができます。

図表 1-1 証券化の基本スキーム



■ 証券化のポイント

資産の生むキャッシュフローを裏付けとして証券を発行することにより資金調達を行うことが証券化であると説明しましたが、証券化の基本スキームにおいて資産の原保有者が行うことは、「資産を証券発行体に譲渡すること」と「資産の売却代金を受け取ること」であり資産の原保有者が証券化を行う主目的は資金調達です。ですから、資産の原保有者にとっては、「証券化によりどの程度資金調達ができるのか」という点と、「譲渡した資産や受け取った売却代金は、自社のバランスシートにどのような影響を与えるのか」という2点が重要なポイントとなります。

資産を譲渡することでどの程度の資金調達が可能なのかという点については、資産の譲渡にあたり、その資産の価値を評価することが必要となります。対象資産の価値を評価する手法としては、「インカム・アプローチ」、「マーケット・アプローチ」、「コスト・アプローチ」の3つの手法があり、それぞれに違った特徴を持っています。

また、資産を譲渡すること、譲渡した後に売却代金を得ることで自社のバランスシートにどのような影響を与えるのかという点については、証券化対象の資産がバランスシートに計上されない「売買取引としての処理」と、バランスシートに計上されたままとなる「金融取引としての処理」の2つのパターンがあります。特に、目的が資金調達のみではなく、資産のスリム化も目的として証券化を行う場合には、この売買取引として処理することと金融取引として処理することとは大きな違いがありますので、注意が必要です。

以後は、資産の原保有者にとって重要となる対象資産の価値評価手法と、証券化が与えるバランスシートへの影響について説明します。

■ 対象資産の価値評価

証券化対象資産の価値評価手法としては、「インカム・アプローチ」、「マーケット・アプローチ」、「コスト・アプローチ」の3つの手法があります。

インカム・アプローチとは、資産が将来にわたって生み出すキャッシュフロー（収益）を推定して算出し、その割引現在価値を資産の価値とする手法です（割引現在価値については13PのCoffee Breakを参照）。この手法は、資産を使用することで実際に得られる収益を直接評価できるという長所があります。しかし、将来のキャッシュフローは不確実性が高く、将来のキャッシュフローや割引率など、割引現在価値の算定に必要な客観的なデータの入手が困難であるという短所があります。

マーケット・アプローチとは、評価対象となる資産と類似した資産について、それが実際に市場で取引された価額を調査し、その価額をもとに評価対象の資産の評価を行う手法です。この手法は、対象資産の評価額が実際の取引価額に基づいて決定されることから、評価額に対する納得性が高い手法といえます。しかし、企業が使用する資産はそれぞれ形状や用途、立地などの条件が異なることが通常ですので、この手法には、類似した資産のデータ入手が困難であることや、資産の類似性に対する客観性が欠けるという短所もあります。

コスト・アプローチとは、資産の製造や入手に要した支出額により資産を評価する手法です。この手法には、支出したコストは容易に把握できるために評価額を算出しやすいこと等の長所があります。しかし、資産を製造した時期や購入した時期と売却する時期とでは通常タイムギャップがあることや、製造、入手に要したコストがそのまま売価になる訳ではないことなどの問題点があります。

これら3つの手法にはそれぞれ一長一短がありますが、証券化に際して行う価値評価手法としては、どの手法が適しているのでしょうか。証券化は資産の生むキャッシュフローを裏付けとした証券を発行することで資金調達を行うものですので、証券化対象の資産も、それが生み出すキャッシュフローを基に価値を決定することが合理的です。ですから、将来のキャッシュフローに着目したインカム・アプローチが証券化の際の対象資産の価値評価手法に適していると考えられます。

図表 1-2 証券化対象資産の価値評価手法

証券化対象資産の価値評価手法*			
	インカム・アプローチ (収益還元法)	マーケット・アプローチ (取引基準比較法)	コスト・アプローチ (原価法)
方法	・ 資産がもたらす将来キャッシュフローの割引現在価値を当該資産の価値とする方法	・ 実際に市場で取引された類似資産の価格により、当該資産を評価する方法	・ 資産の形成に要した支出額により、当該資産を評価する方法
長所	・ 評価対象である資産の価値を直接評価することができる	・ 評価額は、実際の取引に基づいているために合理的である	・ マーケティング分野での実証結果と一致する ・ 制度的実行可能性が高い
短所	・ 将来キャッシュフロー、割引率など、割引現在価値の算定に必要なデータを客観的に入手することが困難である	・ データの入手が困難である ・ データとしての客観性を欠く	・ 評価額とコストの間にタイムギャップおよび相関関係ギャップが生じる

*出典：「知的財産の証券化」（日本経済新聞社 2003年）より弊社作成

■ バランスシートへの影響

資産を証券化した際に自社のバランスシートへ与える影響として、証券化対象の資産がバランスシートに計上されない「売買取引としての処理」と、バランスシートに計上されたままとなる「金融取引としての処理」の2つのパターンがあります。

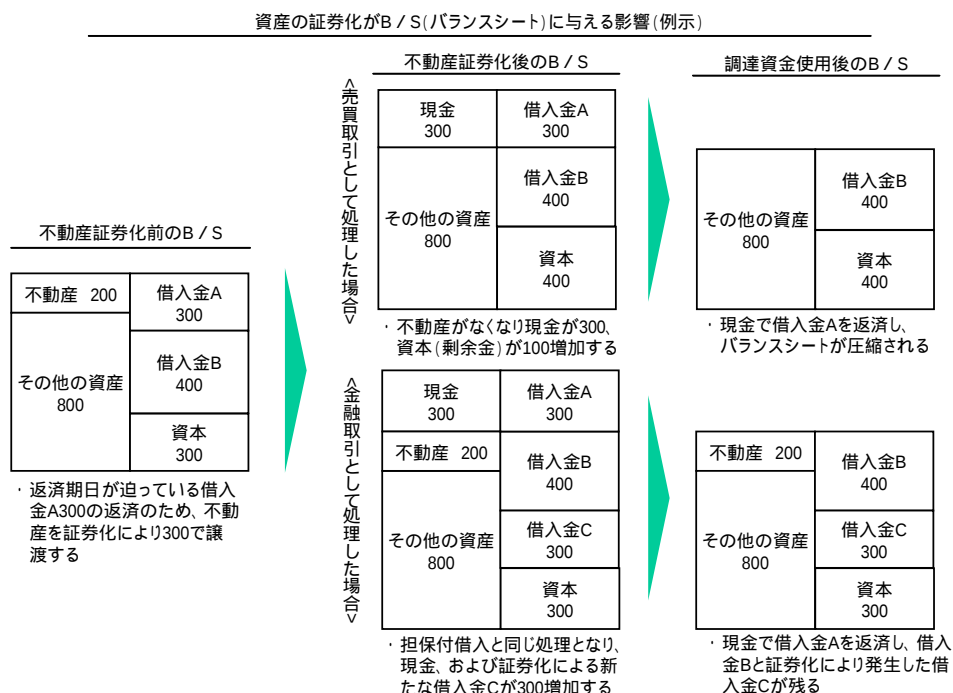
「売買取引としての処理」とは、通常の資産の売買と同様の処理を行うことをいいます。証券化対象の資産がバランスシートに計上されなくなる代わりに、売却代金として現金が計上されることとなります。また、「金融としての処理」とは、資産を担保にした借入と同様の処理を行うことをいいます。証券化対象の資産がバランスシートに計上されたまま、売却代金としての現金と、その相手科目としての負債が計上されることとなります。

この2つのパターンについて、ケースを用いて具体的に説明を行います。借入先の異なる借入金をもつ企業が、返済期日の迫っている借入金A(価額300)の返済資金を調達するために、自社の保有する価額200の不動産を証券化し、現金300を調達するケースが図表1-3です。不動産の証券化にあたり、「売買取引としての処理」と「金融取引としての処理」とでバランスシートへの影響がどのように異なるかを見ていきます。

まず、売買取引として処理した場合、不動産はバランスシートに計上されなくなり、代わりに不動産の売却代金としての現金300と、売却益としての資本100が計上されます。この現金を用いて借入金Aを返済することにより、バランスシートが圧縮されることになります。つまり、売買取引として処理することで、証券化により資産をスリム化することができます。

次に、金融取引として処理した場合、不動産はバランスシートに計上されたままになり、それに加えて不動産の売却代金である現金300と、同額の新たな借入金Cが計上されることとなります。この現金を用いて借入金Aを返済しても不動産と新たな借入金Cがバランスシートに残るため、資産のスリム化は達成されないこととなります。

図表 1-3 バランスシートへの影響



■ 投資家の保護

ここまでは、資産の原保有者にとっての証券化のポイントを説明してきましたが、証券化では、資産の生むキャッシュフローを基に投資家に元利金の返済を行う必要がありますので、キャッシュフローが途切れることなく投資家のもとへ還流させる仕組みを作ることで、投資家を保護する必要があります。

投資家を保護するための仕組みとしては、「倒産隔離」、「信用補完」、「流動性補完」の3つの仕組みがあります。

「倒産隔離」とは、資産の原保有者やその関係者の倒産などにより、証券発行体や発行している証券が影響を受けないようにする仕組みをいいます。「信用補完」とは、元利払いが優先的に行われる証券を作ることによって元利金を受け取る確実性を高める仕組みや、資産から得られるキャッシュフローが元利払いに必要な金額より不足してしまう事態などを回避するための仕組みのことをいいます。「流動性補完」とは、証券化対象の資産から得られるキャッシュフローが証券発行体に入ってくるタイミングと、投資家への元利払いのために証券発行体からキャッシュフローが出て行くタイミングとのズレにより発生する、一時的に元利払いに必要な資金が不足する事態を回避する仕組みをいいます。

以後は、これら投資家を保護する仕組みである「倒産隔離」、「信用補完」、「流動性補完」について詳しくみていきます。

■ 倒産隔離

倒産隔離とは、資産の原保有者等の関係者の倒産などにより、証券発行体や発行している証券が影響を受けないようにすることをいい、2つの側面があります。1つ目は、資産の原保有者の信用リスク、倒産リスク等から証券発行体が隔離されていること、2つ目は、証券発行体自体の倒産を防ぐことです。

資産の原保有者の信用リスク、倒産リスクから証券発行体を隔離するためには、対象資産の真正売買を確保する必要があります。真正売買とは、証券化のために形式的に行われた売買ではなく、正しく行われた売買のことをいいます。この真正売買が確保されていない場合、資産の原保有者が倒産した際に債権者や破産管財人が証券化の対象となった資産を差し押さえることで、本来投資家に行くべきキャッシュフローが資産の原保有者の債権者や破産管財人の方へ行ってしまいうリスクがあります。

証券発行体自体の倒産を防ぐ仕組みとしては、証券発行体が債務不履行を起こさないための予防措置と、証券発行体が倒産手続きに入らないようにする措置の2つがあります。前者では、証券発行体の行う事業を証券化に関する事業のみに限定することや、証券発行体が業務に必要な借入を行うことを制限することなどがあります。また後者では、証券発行体の取締役および債権者が倒産手続きを行わないように証券発行体と契約することや、取締役に中立的な立場の人（公認会計士等）を置くこと等の措置があります。

資産の原保有者や証券発行体が倒産してしまうと、証券化対象資産の信用力がいかに高くとも、発行した証券に対する元利金の支払いが滞る恐れがあるため、投資家は安心して証券を購入することができなくなります。ですから、倒産隔離は証券化において非常に重要な意味を持つこととなります。

■ 信用補完

「信用補完」とは、元利払いが優先的に行われる証券を作ることで元利金を受け取る確実性を高める仕組みや、資産から得られるキャッシュフローが元利払いに必要な金額より不足してしまう事態などを回避するための仕組みのことをいい、証券化スキームの内部で行う「内部信用補完」と、金融機関など外部の信用力を用いる「外部信用補完」の2つの手法があります。

内部信用補完には、「優先劣後構造」、「超過担保(セラーリザーブ)」、「キャッシュリザーブ」の3つの手法があります。

内部信用補完として最もよく使用される手法が、優先劣後構造です。優先劣後構造とは、発行する証券を、優先的に元利金の返済が受けられる相対的にリスクが低い部分(優先部分)と、優先部分への元利金の返済後にしか元利金を受け取れない相対的にリスクの高い部分(劣後部分)とにわけ、資産からのキャッシュフローを受け取る権利に優先順位をつけた構造をいいます。この構造により、優先部分は劣後部分と比較して信用力が高く、元利金を受け取る確実性が高まる効果がありますので、優先部分は投資家にとって安心して購入できる証券となります。

超過担保(セラーリザーブ)とは、資産の原保有者が証券発行体に資産を譲渡する際に、証券発行体が発行する証券の総額を超える価額の資産を譲渡し、その差額を資産の原保有者が留保する仕組みをいいます。例えば、100の価値の証券を発行するにあたり、5%増の105の価値の資産を証券発行体に譲渡し、その差額の5を資産の原保有者が留保します。そして、証券発行体が元利金返済等に必要なキャッシュフローが不足した場合に、資産の原保有者が留保していた資金で不足分をまかさないです。

キャッシュリザーブとは、証券発行体に譲渡された資産の生むキャッシュフローのうち、投資家へ支払う元利金その他の必要な支出を差し引いた残余資金を積み立てておく仕組みをいいます。証券発行体が元利金返済等に必要なキャッシュフローが不足した場合に、この積み立てておいた資金を用います。

一方、外部信用補完には、「現金担保(キャッシュ・コラテラル)」と「第三者による保険、保証」の2つの手法があります。

現金担保(キャッシュ・コラテラル)とは、証券化対象の資産からのキャッシュフローが不足する場合に備えて、あらかじめ現金の担保を準備しておく仕組みをいいます。資産の原保有者が負担する場合と、金融機関から融資された資金を備えとする場合があります。また、第三者による保険、保証とは、銀行や損害保険会社などの第三者に保険や信用状(L/C)を付けさせ、信用力を高める方法をいいます。この方法の場合、保証を行う第三者の信用力が証券の格付に大きな影響を与えることとなります。

これら様々な信用補完の手法は、それぞれ単独で用いられるのではなく、複数を組み合わせて用いられます。そして、より信用力の高い証券となるように工夫された証券が、投資家へ販売されることとなります。

■ 流動性補完

流動性補完とは、証券発行体が元利金の支払いに必要とする資金が何らかの理由で不足した場合に、その不足した資金を提供する仕組みで、通常は高格付を持った銀行が提供します。

流動性補完は、あくまで一時的にな資金不足に対応するために用いられる点が、資産の債務者のデフォルト等の証券化スキームの信用力の低下に対応する外部信用補完とは大きく異なる点です。

流動性補完の代表的な手法としては、銀行から「バックアップライン」を提供してもらうことがあります。バックアップラインとは、証券発行体が資金不足に陥るなどの緊急時に、一定の金額を条件として、証券発行体等の要請に応じて銀行が設定する貸出枠のことをいいます。これにより、たとえば元利払いのタイミングと資産からのキャッシュフローを受け取るタイミングが合わず、元利払いに必要な資金が不足した場合でも、滞ることなく元利金を投資家へ支払うことが可能となります。



Coffee Break

DCF法

DCF法(Discount Cash Flow法)とは、予測キャッシュフローを現在価値に割り引くことで価値を算出する手法です。資産の価値を算出する際に使われる代表的な手法ですので、ここでは、その理解に必要な「現在割引価値」を中心に概要を説明します。

資産の価値評価にあたっては、資産が将来どの程度のキャッシュフローを生み出すか、という考え方から行います。この際、将来の予測キャッシュフローを現時点での価値に置き換えることが必要となります。現時点での価値を「現在価値」、置き換えることを「割り引く」といい、現時点での価値に置き換えられた将来の価値を「割引現在価値」といいます。

現在価値に割り引くことが必要となる根底には、現在の100円と1年後の100円の価値は異なるという考え方があります。例えば、年利が5%の預金にこの100円を預金することで、1年後には105円となりますので、現在の100円と将来の105円は等しい価値を持つこととなります。このとき、1年後の105円を現在価値の100円に割り戻すための計数(ここでは $1 / 1.05$)を「割引率」と呼びます。割引率は資産の持つ固有のリスクや企業の資本構成により異なります(詳しくは「財務理論に関する基礎知識」コースを参照して下さい)。

実際のDCF法による価値評価は算出過程が複雑で計算も難しいため、専門家が主導的に行いますが、企業としてはDCF法の中心をなす「現在割引価値」の意味を理解し、専門家の提言を適切に判断できることが重要となります。

<まとめ>

✓ 証券化の基本スキーム

- ・資産の譲渡 → 証券の発行と購入代金の受取り → 資産の売却代金の受取り
- ・資産の買い手を限定しない点で売却と異なる
- ・資産の信用力で資金調達の条件が決定する点で借入と異なる

✓ 証券化のポイント

- ・証券化によりどの程度の資金調達が可能なのか
- ・証券化によりバランスシートにどのような影響があるのか

✓ 対象資産の価値評価

- ・インカム・アプローチ → 将来キャッシュフローの割引現在価値で評価
- ・マーケット・アプローチ → 類似資産の市場での取引価格で評価
- ・コスト・アプローチ → 資産の形成に要した支出額で評価

✓ バランスシートへの影響

- ・売買取引として処理 → 通常の売買取引と同様の処理
- ・金融取引として処理 → 担保借入と同様の処理

✓ 投資家の保護

- ・資産が生むキャッシュフローを投資家に還流する仕組み
→ 倒産隔離、信用補完、流動性補完

✓ 倒産隔離

- ・資産の原保有者の倒産リスク、信用リスクから証券発行体を隔離
- ・証券発行体事態の倒産を防止

✓ 信用補完

- ・内部信用補完
 - 優先劣後構造
 - 超過担保(セラーリザーブ)
 - キャッシュリザーブ
- ・外部信用補完
 - 現金担保(キャッシュコラテラル)
 - 第三者による保険、保証

✓ 流動性補完

- ・証券発行体の一時的な資金不足に対する銀行からの資金の貸出

2 証券化に登場するプレーヤー

証券化には、オリジネーターや証券発行体、投資家だけではなく様々なプレーヤーが参加しますので、各プレーヤーの役割や主体を把握しておくことが重要となります。

本節では、以下の事項を学習します。

証券化に登場するプレーヤー

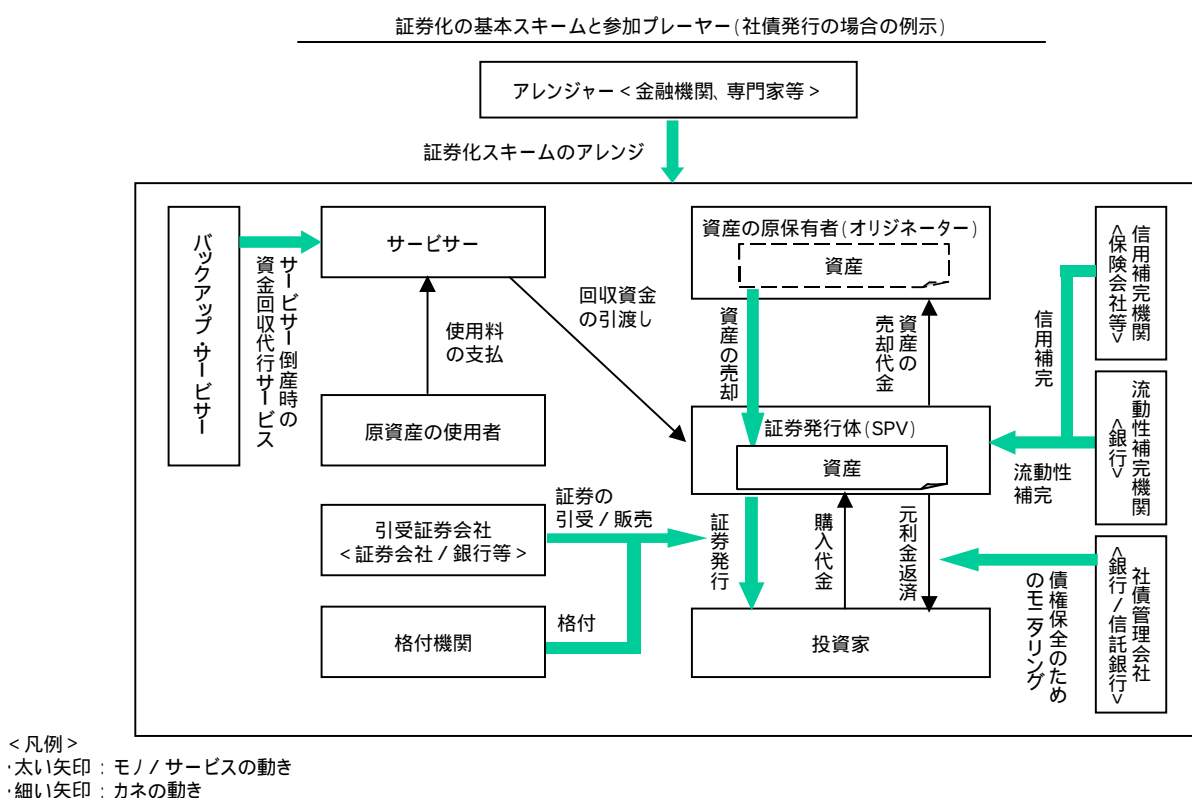
証券発行体の種類

サブプレーヤーの役割

■ 証券化に登場するプレーヤー

証券化の基本スキームで登場するプレーヤーは、オリジネーター、証券発行体、投資家の3者でしたが、この3者のみで証券化が行われることは稀です。証券化の複雑なスキーム全体をアレンジするアレンジャー、社債を発行する場合には社債管理会社や格付機関など、状況に応じて様々なサブプレーヤーが登場します(図表2-1を参照)。本節では、証券化に登場するプレーヤーについて、その種類や特徴、役割や主体について説明を行います。

図表 2-1 証券化に登場するプレーヤー



■ 証券発行体の種類

証券発行体の種類としては、主に「特定目的会社」、「信託」、「組合(匿名組合 / 任意組合)」、「株式会社」、「有限会社」があります。証券発行体としての特徴はそれぞれ異なりますが、特徴を把握する際に重要となるのは、「証券発行体に求められる要件は何か」ということです。

証券発行体には資産が生むキャッシュフローを滞りなく投資家へ還流することが求められているため、主に2つの要件が求められます。1つは前述した「倒産隔離」であり、もう1つは「課税されるか否か」ということです。倒産隔離が重要であることは前述した通りですが、投資家へキャッシュフローが渡る前に多額の法人税が課税されては、投資家に渡るキャッシュフローが減額してしまいますので、証券発行体にはなるべく非課税のものを選ぶことも重要となります。以後は、証券発行体に求められる「倒産隔離性」と「課税」という2つの要件を中心に、各種証券発行体の特徴を説明します。

特定目的会社(TMKという)とは、「資産の流動化に関する法律」に基づき、オリジネーターから資産を譲り受けて証券を発行することなどの、特別な目的のために設立された会社のことをいい、その業務は資産の譲り受けや証券の発行など資産の流動化に係る業務、およびその付随業務に定款等で厳しく制限されています。

資産の流動化という目的のために設立が認められる会社ですので、特定目的会社を用いることで、自動的に倒産隔離性と課税の問題がある程度は解決することとなります。また、株式会社の発行する社債や株式と同様の証券である「特定社債」や「優先出資証券」を発行することができますので、大規模な資金調達が可能となります。しかし、設立手続きが煩雑であることなどの留意点もあります。

信託とは、財産の所有者が委託者となり、受託者に財産権の名義を移転させると共に管理、処分権等を帰属させ、一定の信託目的に従って委託者本人、または他の第三者(受益者)のために、受託者をしてその信託財産を運営させる法律関係をいいます。

信託の特徴として、倒産隔離性という観点では、不動産については信託登記を行うことで対抗要件が具備されるため、信託銀行が倒産しても、信託銀行の債権者は信託財産に対する強制執行などの執行を禁止されています。また、課税の観点では、受益者が特定している場合には受益者に課税されることとなりますので、通常は二重課税の問題は発生しないこととなります。ただし、現在は信託可能な財産権が限定されており、知的財産権は信託できない状況にあります。この点に関しては、詳細を後述します。

組合は、商法上の匿名組合と民法上の任意組合の2種類に分類されます。匿名組合とは、営業者が組合員から財産の出資を受けて、自己の名で組合契約で定められた営業を行い、当該営業から生じた損益の全部、または一部を組合員に分配する商法上の契約のことをいいます。匿名組合の営業者は商人である必要がありますが、証券化においては有限会社を営業者として用いることが多くみられます。また、任意組合とは、複数の当事者が出資を行い、共同の事業を行う旨の合意をすることによって成立する団体のことをいいます。

証券発行体としての組合の特徴については、税法上は組合自身に課税することはないため、匿名組合、任意組合共に課税という観点においては要件が備わっています。一方、倒産隔離性の観点については、組合自体は倒産隔離性を有していないため、ケイマンSPCによる出資等のスキームが必要となります。また、匿名組合と任意組合との大きな違いは、匿名組合の投資家(出資者)は有限責任が法的に担保されているため投資家にとっては投資(出資)しやすいのに対し、任意組合の投資家(出資者)は無限責任を負うため投資家が投資(出資)しにくい点があります。

一般的に認知されている株式会社や有限会社も証券発行体として用いることができます。株式会社とは、社会に散在する遊休零細資本を多数集積して大規模な資金調達を行うことを目的として、株式制度と間接有限責任制度を採用した会社のことをいいます。また有限会社とは、有限会社法によって設立された会社であって、間接有限責任社員のみからなる会社のことをいいます。

株式会社や有限会社は、特定目的会社のように証券化のために特別に設立される会社ではないため、証券発行体としてそのまま用いても倒産隔離性や課税の問題が解決される訳ではありません。したがって、倒産隔離性や課税の問題を解決するために、事前にケイマンSPCを設立しこれに株式会社や有限会社に出資させる方法などのスキームが必要となります(ケイマンSPCについては18PのCoffee Breakを参照)。また、株式会社と有限会社の相違としては、株式会社は有限会社と異なり社債を発行できるため、大規模な資金調達が可能であること、有限会社は株式会社と異なり会社更生法が適用されないため、株式会社より倒産隔離性が高いこと等が挙げられます。

■ サブプレーヤーの役割

証券化においては、状況に応じて様々なサブプレーヤーが登場することは前述した通りですが(図表2-1を参照)、ここでは、証券化に登場するサブプレーヤーについてその役割を説明します。

証券化に特有のプレーヤーとしては、「アレンジャー」、「サービサー」、「バックアップ・サービサー」、「信用補完機関」、「流動性補完機関」があります。

「アレンジャー」とは、証券化における証券の発行構造(ストラクチャー)を組み立て、各参加プレーヤーのまとめ役を担う主体のことをいい、証券会社や投資銀行などの金融機関が担当します。「サービサー」とは、資産が生むキャッシュフローの管理・回収等を証券発行体に代わって行う主体のことをいい、通常はオリジネーターかその関連会社が担当します。「バックアップ・サービサー」とは、倒産等によりサービサーのキャッシュフローの回収能力に問題が生じた場合に、サービサーに代わって回収業務を行う主体をいい、「債権管理回収業に関する特別措置法」において法務大臣より許可を得た債権回収会社がこれを担当します。「信用補完機関」とは、証券発行体が発行する証券がデフォルト(債務不履行)となった場合に、その全額または一部を保証する(前述した「信用補完」)機関をいい、保険会社または銀行がこの役割を担います。「流動性補完機関」とは、証券発行体が発行する証券の元利払いに必要なキャッシュフローが不足した場合に必要な資金の貸付を行う(前述した「流動性補完」)機関をいい、銀行がこの役割を担います。

次に、証券化に特有のサブプレーヤーではありませんが、証券として社債を発行する際に登場するプレーヤーとして、「引受証券会社」、「格付機関」、「社債管理会社」があります。

「引受証券会社」とは、証券発行体が発行する社債の引受、募集、販売業務を行う主体で、これは証券会社の役割となります。「格付機関」とは、発行した社債に関して元利払いの安全性を第三者の立場から評価する主体であり、日本においては日本格付研究所や格付投資情報センターなど、海外ではムーディーズやスタンダード・アンド・プアーズなどの格付機関が存在します。「社債管理会社」とは、発行した社債の元利払いが確実に行われるように、社債の元利払いなどに必要な裁判上、裁判外の行為を行う権限や、社債権者集会の決議に基づく執行権を有する主体のことをいい、銀行や信託銀行がこれを担当します。

このように証券化には様々なサブプレーヤーが登場しますが、どのプレーヤーも証券化に必要な役割を担いますので、それぞれの役割と必要となる状況を理解しておくことが重要となります。



Coffee Break

「ケイマンSPC」とはなにか

証券化のスキームではよく「ケイマンSPC」という言葉が出てきます。これは、国内ではなく海外のケイマン諸島に設立された証券発行体のことを意味しますが、なぜわざわざ海外に証券発行体を設立しているのでしょうか。それは、証券発行体に求められる要件であった「課税」と「倒産隔離性」の問題に密接に関係しています。

海外にはケイマン諸島を始めとして、外国人がその地で会社を設立する場合には、最低資本金が低く、法人税がかからない、または非常に低く、かつ国外への送金に源泉税が課せられない「タックス・ヘイブン」と呼ばれる地域があります。この地に証券発行体を設立することで、資産が生むキャッシュフローの課税による減額を防ぐことができます。

また、タックス・ヘイブンでは「慈善信託(チャリタブル・トラスト)」と呼ばれる制度が容易に利用できます。慈善信託とは、信託宣言という英米法特有の日本には存在しない制度を利用して、財産の受益者を「世界平和」や「人類の幸福」のように実態のないものにすることにより、実質的に財産の所有者が存在しない状態にするものです。この制度を用いると、たとえオリジネーターが出資して証券発行体を設立したとしても、証券発行体の株式を慈善信託とすることで、オリジネーターと証券発行体の資本関係は完全に断ち切れ、高い倒産隔離性が確保されます。

以上のように、ケイマンSPCは、タックス・ヘイブンでの課税の優遇措置が享受できると共に、日本にはない慈善信託という制度を利用した倒産隔離性の確保ができるという、証券発行体に求められる「課税」と「倒産隔離性」の2つの要件を同時に満たすことができるものなのです。しかし、海外に証券発行体を設立することには高いコストがかかりますので、それを吸収できるぐらいの大規模の証券化案件である必要があるという留意点も忘れてはなりません。

<まとめ>

- ✓ 証券化に登場するプレイヤー
 - ・証券化にはオリジネーター、証券発行体、投資家以外に、状況に応じて多くのプレイヤーが登場する
- ✓ 証券発行体の種類
 - ・特定目的会社(TMK)、信託、組合(匿名組合、任意組合)、株式会社、有限会社がある
- ✓ サブプレイヤーの役割
 - ・証券化特有のプレイヤー
 - アレンジャー、サービサー、バックアップサービサー、信用補完機関、流動性補完機関
 - ・社債発行時のプレイヤー → 引受証券会社、格付機関、社債管理会社

3 今後の証券化の動向

現在、中堅 / 中小企業においては利用状況の低い固定資産の流動化ですが、今後は不動産の証券化の小口化や知的財産権の証券化などが進み、中堅 / 中小企業にとっての証券化の活用可能性が高まると考えられます。

本節では、以下の事項を学習します。

- 中堅 / 中小企業にとっての証券化
- 小口化
- 対象資産の拡大

■ 中堅 / 中小企業にとっての証券化

前節までは、証券化の基本的な仕組みや、オリジネーターである企業にとって重要となるポイントについて説明してきました。ここでは、証券化の現状と今後の証券化の動向を踏まえ、それが中堅 / 中小企業の証券化の活用可能性に与える影響について考察します。

中堅 / 中小企業においては証券化があまり行われていないことは前述のとおりですが、その要因として証券化にかかるコストの問題と証券化の対象資産の問題があります。

固定資産の証券化の状況に関しては、不動産を対象とした大規模案件が中心となってる状況にあり、中堅 / 中小企業の保有する中小規模の不動産の証券化はあまり行われていないのが現状です。大型案件が中心となっている背景には、証券化のスキームの組成にかかるコストが高額となるために、大型案件の証券化でないとそのコストを吸収できないという理由があります。

しかし、証券化の案件が数多く行われるようになった現在では、証券化スキームの標準化やスキーム組成にかかるコストの削減が進んでおり、小規模の不動産の証券化が実施されつつあります。この、不動産の証券化の小口化が、中堅 / 中小企業の不動産の証券化の実施を促進するものと考えられます。

また、証券化の対象資産の拡大も、中堅 / 中小企業にとっては注目すべき動向です。1990年代においては、証券化の対象資産については、リース会社やクレジット会社が保有する企業向けの債権から、不動産その他の資産へと徐々に拡大してきましたが、2005年度までには知的財産権が信託の対象となることが予定されていることから、知的財産権も証券化の重要な対象資産になることが想定されます。

これまで資金調達について、間接金融、特に不動産を担保とした銀行からの融資に過度に依存してきた中堅 / 中小企業にとって、証券化の手法を活用した新しい資金調達手法を活用できることは、非常に意義のあることと考えられます。

以後は、「不動産の小口化」と「対象資産の拡大」という2つの視点について、詳しく見ていきます。

■ 小口化

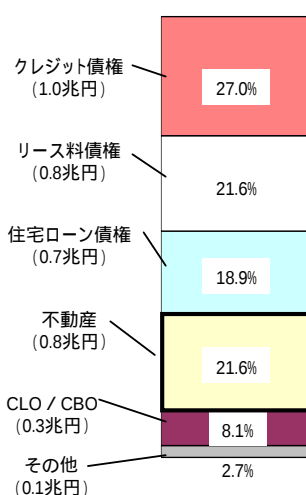
固定資産の証券化の状況としては、現状では不動産を中心とした大規模案件が中心であるが小口化も進みつつあることを説明しましたが、ここではその点について詳しく見ていきます。

日本銀行が2003年に公表した「公的債務管理政策に関する研究会(第5回)配布資料」によると、ABS(資産担保証券)の裏付資産別発行高(2001年度)では、固定資産に関しては不動産中心となっています(図表3-1を参照)。また、証券化の規模としては、大手不動産会社が所有する大型テナントビルや大企業の本社などを対象とした、数十億円から一千億円を超える規模の大型案件が中心となっています。大型案件が中心となっている背景には、アレンジャーを始めとした証券化に登場する各プレーヤーとの調整にかかるコストや、証券発行体の設立にかかるコストなど、証券化のスキームの組成にかかるコストが高額となるために、大型案件の証券化でないとそのコストを吸収できないという理由があります。

しかし、今後は証券化スキームの組成に必要なコストの削減が進み、小規模不動産や中小企業の保有する本社等を対象とした証券化が活発化し、不動産の証券化の小口化が進むと考えられ、いくつか事例も登場しています。例えば、京都不動産投資顧問協会は、アパートや京町家などの小規模不動産を対象とした証券化事業を始めています。第1号として京都市内の単身用アパート1棟を証券化し、4,800万円を調達しました。今後も5,000万円前後から5億円程度の金融機関からの物件提供や町家、中小企業保有資産を対象とした証券化を行う予定となっています。また、株式会社サタスインテグレイトとネットライセンス株式会社は、共同で3億円程度からの中小規模の不動産でも証券化可能なスキームを開発しています。これは、弁護士や会計士、金融機関との提携により、組成コストを削減することで中小規模の物件でも証券化可能とした点が大きなポイントとなっています。

図表 3-1 不動産の証券化の動向

ABS(資産担保証券)の裏付資産別発行高(2001年度)*



< 固定資産の証券化の現状 >

- ・ 固定資産の流動化に関しては、現在不動産が中心となっている
- ・ 証券化の対象となる不動産は、大手不動産会社や大企業が所有する大型ビルや大企業の本社など、数十億円規模の大型案件が中心となっている

< 今後の不動産証券化市場の動向 >

- ・ 契約書などの証券化スキームの標準化等による組成コストの削減が行われ、小規模不動産、中小企業の本社等を対象とした証券化が今後活発化し、不動産の証券化の小口化が進むと考えられる

< 不動産の証券化の小口化事例 >

- ・ 京都不動産投資顧問協会による、京都市内の単身用アパート1棟の証券化(調達額は4,800万円)**
- ・ (株)サタスインテグレイトとネットライセンス(株)は共同で、中小規模の不動産(3億円以上)でも可能な不動産証券化スキームを開発(2004年3月開始予定)***

*出典:「公的債務管理政策に関する研究会(第5回)配布資料」(日本銀行 2003年)

**出典:日本経済新聞2003年6月28日朝刊掲載記事より弊社作成

***出典:株式会社サタスインテグレイトのホームページより弊社作成

■ 対象資産の拡大

証券化の対象資産については、証券化にかかる各種法律、政策による制度の整備が進むにつれて拡大してきたことを説明しました。ここでは、証券化の対象資産の拡大について詳しくみていきます。

1993年の「特定債権に係る事業に規制に関する法律」により、リース会社や金融機関が保有する企業向けのリース債権、クレジット債権の証券化が可能となりました。また、1998年に「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」が施行されたことで、国内で特定目的会社を設立して行う証券化が可能となり、対象資産も不動産を始めとして拡大し、資産の証券化を行う基盤整備が進展することとなりました。この「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」は2000年に「資産の流動化に関する法律」へ改正されました。改正の目的は特定目的会社をより使いやすくして証券化を活発化させることにあり、特定目的会社への特定出資を信託化することで倒産隔離性を高められるようになったこと、最低資本金をそれまでの300万円から10万円に引き下げてスキームの組成コストを低下させること、対象資産が「不動産」、「指名金銭債権」、「これらの信託受益権」に制限されていたものを撤廃して対象資産を拡大したことなどが主な改正点です。このように、法律や政策による証券化の基盤整備ともに、対象資産の拡大も続いています。

中堅／中小企業にとって大きなポイントとなるのは、2004年度には信託業法の、2005年度には信託法の改正案が国会に提出され、知的財産権についても信託することが可能となる予定となっていることです。この改正により、知的財産権の証券化が活発化すると考えられており、特に、大規模な不動産を所有していない中堅／中小企業や、技術力の高いアーリーステージのベンチャー企業にとっては、知的財産権の証券化が重要な資金調達の手段の一つになると考えられます。

図表 3-2 日本における証券化に係る制度の整備

日本における証券化に係る制度の整備*		
制度の整備		内容
1973年	・住宅ローン債権信託取扱の開始	・住宅ローン債権の信託方式での流動化が始まる
1993年	・「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」の施行	・リース債権、リース物品、クレジット債権の証券化が可能となる
1996年	・国内ABSおよびABCPの発行の解禁	・ABSとABCPが証券取引法上の有価証券に指定され、国内でも発行可能となる
1998年	・「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」(SPC法)の施行	・不動産を始めとする資産の証券化の基盤整備が進展する
2000年	・SPC法を改正し「資産の流動化に関する法律」へ改称(新SPC法)	・当初の期待ほどに活用されていなかったため、使い勝手の向上等を図る目的で改正される
2004年 / 2005年	・信託業法(2004年)および信託法(2005年)の改正案の国会提出(予定)	・著作権などの知的財産権も信託にできるように規制緩和される見通し

< 制度の整備と対象資産の拡大 >

- ・証券化に必要な制度が整備されるとともに、証券化の対象となる資産の範囲は、金融機関やノンバンクが保有する企業／個人向けの債権だけではなく不動産などへも拡大している

< 今後の証券化市場の動向 >

- ・2004年度には信託業法、2005年度には信託法の改正案が国会へ提出され、知的財産権についても信託することが可能となり、知的財産権の証券化が活発化すると考えられる
- ・特に、大規模な不動産を保有していない中堅／中小企業や、技術力の高いアーリーステージのベンチャー企業にとっては、知的財産権の証券化が重要な資金調達の手段の一つになると考えられる

*出典:「不動産証券化に関する研究会の報告書」(国土交通省 2000年)より弊社作成



Coffee Break

広義の証券化

ここまででは、証券を発行することで資金調達を行う「証券化」を説明してきましたが、これは資金調達を行う手段を「証券の発行」に限定している点で、「証券化」の中でも狭義の解釈となっています。「証券化」を広義で解釈すると、ノンリコースローンや匿名組合出資、および信託受益権の譲渡といった、証券の発行以外の手段で資金調達を行うことも含まれます。証券化ではこれらの手段もよく用いられますので、ここで詳しく説明を行います。

ノンリコースローンは、資金の返済財源を担保資産に限定している借入のことをいいます。一般的な不動産担保による借入と異なり、担保を処分してなお債務を完済することができない場合でも、借入人が残った債務の支払義務から免れることが特徴です。信託受益権とは、資産を信託銀行に信託した場合に、その対価として受益者が信託財産からの信託配当や信託元本等を受け取る権利のことをいいます。信託受益権を証券発行体に譲渡し、証券発行体が信託配当を裏付けとした証券を発行して資金調達を行うことは説明しましたが、証券を発行せずに信託受益権自体をそのまま販売することもできます。匿名組合出資とは、匿名組合員が営業者に対して行う出資のことをいい、匿名組合員は、出資した対価として営業者の営業が生む利益の配当を受け取ることは前述した通りです。

中堅／中小企業が行う証券化案件は中小規模のものが想定されますので、証券市場を対象として証券を発行して行う大規模な証券化よりも、ノンリコースローンや匿名組合出資を用いることが多くなることが想定されます。ですから、証券の発行以外で資金調達を行うこれらの手法を把握しておくことは重要であると考えられます。

<まとめ>

- ✓ 中堅／中小企業にとっての証券化
 - ・ 不動産の証券化の小口化
 - ・ 法改正による対象資産の拡大
- ✓ 小口化
 - ・ スキーム組成コストの減少による、不動産の証券化の小口化が促進
 - 中堅／中小企業の不動産証券化が活発化する可能性
- ✓ 対象資産の拡大
 - ・ 信託業法／信託法の改正により、知的財産権が信託可能となる予定
 - 中堅／中小企業の知的財産権の証券化が活発化する可能性

4 不動産の証券化

不動産の証券化においては、証券化により可能な資金調達額、証券化がバランスシートに与える影響、多用される証券発行体の組合せを理解することが重要です。

本節では、以下の事項を学習します。

- 対象資産の価値評価
- バランスシートへの影響
- 不動産の証券化に用いられるSPV
- 不動産の証券化の事例

■ 対象資産の価値評価

証券化を行うオリジネーターにとっては、どの程度の資金調達が可能なのか、バランスシートにどのような影響を与えるのか、という2つがポイントとなることは説明しましたが、不動産の証券化に関してもこの2つのポイントに沿って説明を行います。

不動産の証券化により得られる資金調達額を算定するにあたっては、証券化対象の不動産の価値を評価する必要があります。国土交通省が定める不動産評価の基準である「不動産鑑定評価基準」では、「収益還元法」、「取引事例比較法」、「原価法」の3つの方法が価値評価の方法として定められています(図表4-1を参照)。

収益還元法とは、不動産の価格はそれが生み出すと期待される将来キャッシュフローの総和であるという考え方から、期待される純収益の現在価値の総和を求めて不動産の価格を算定する方法です。この手法には、単年度の純収益を基に価格を算出する「直接還元法」と、複数年度の将来の予測キャッシュフローを基に価格を算出する「DCF法」の2種類があります(DCF法については13PのCoffee Breakを参照)。収益還元法で算定された価格を「収益価格」といいます。

取引事例比較法とは、対象不動産の近隣や類似する地域の取引事例を多数収集し、その取引価格を基に、地域や個別要因などに関して相対的な修正を行うことで価格を算定する方法です。取引事例比較法で算出された価格を「批准価格」といいます。

原価法とは、評価対象の不動産の再調達原価を求め、この再調達原価に修正を行うことで算出する方法です。原価法で算出された価格を「積算価格」といいます。

一般に、不動産鑑定士が鑑定評価をする場合には、収益価格を基準として、批准価格や積算価格との比較考慮のうえで不動産の鑑定評価額を決定しています。しかし、証券化にあたって行われる不動産の鑑定の場合には、不動産鑑定評価基準の改正により、平成15年1月以降は投資期間における将来のキャッシュフローの予測を基に価格を算出するDCF法を採用することとなっています。

図表 4-1 不動産鑑定評価基準

不動産鑑定評価基準による評価*				
不動産 鑑定評価	定義	・ 合理的な市場で形成されるであろう不動産の適正な価格に関する不動産鑑定士による判断、意見		
	目的	・ 不動産を売買 / 交換する場合、不動産に担保を設定する場合、相続などで適正価格を把握する必要がある場合、不動産を賃貸借する場合などに使用		
評価手法	手法名	収益還元法 (インカム・アプローチ)	取引事例比較法 (マーケット・アプローチ)	原価法 (コスト・アプローチ)
	評価方法	・ 対象不動産が将来生み出すと期待される純収益の現在価値の総和を求めて価格を算出する ・ 直接還元法とDCF法がある	・ 多数の取引事例を収集し、選定した事例の取引価格に必要に応じて補正・修正を行い、また、地域要因や個別的要因を比較検討して価格を算出する	・ 対象不動産の再調達原価を求め、この再調達原価について原価修正を行って積算価格を算出する
	有効性の判断基準	・ 賃貸用不動産や事業用不動産の評価に有効	・ 近隣地や類似地域に類似取引が行われている場合に有効	・ 対象不動産が建物、または建物および土地の場合に有効
	算出する価格	収益価格	批准価格	積算価格
	評価額の決定	・ 原則として3つの手法を併用し、説得に応じた重み付けを行ったうえで不動産の鑑定評価額を決定する		

*出典:「不動産鑑定評価基準」(国土交通省 2002年)より弊社作成

■ バランスシートへの影響

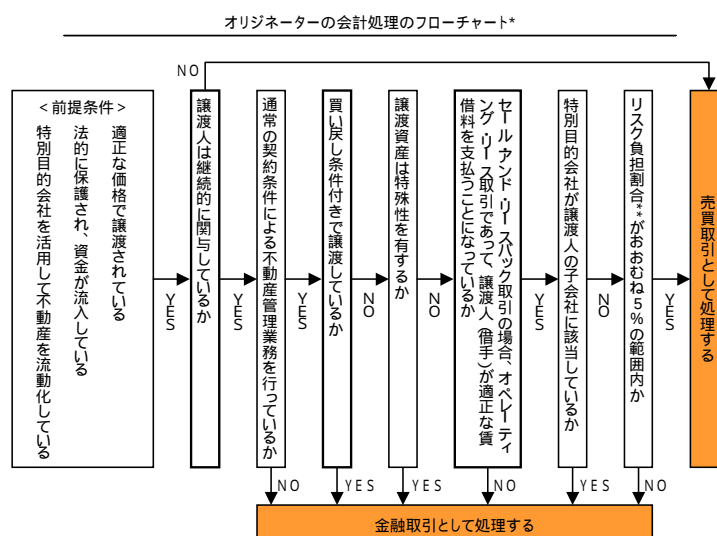
証券化が与えるバランスシートへの影響としては、前述した「売買取引としての処理」と「金融取引としての処理」があります。「売買取引としての処理」とは、通常の資産の売買と同様の処理を行うこと、「金融取引としての処理」とは、資産を担保にした借入と同様の処理を行うことであることは説明しました(詳細については10Pの「バランスシートへの影響」の項目を参照)。

それでは、不動産の証券化にあたり、「売買取引としての処理」と「金融取引としての処理」の決定をするのに重要となるポイントは何でしょうか。不動産の証券化では、オリジネーターが不動産を証券発行体に譲渡した後も、賃貸借という形式で継続して不動産を使用するケースが多く見られます。この場合、投資家にとっては、証券化対象資産が本当に証券発行体に譲渡されており、オリジネーターのリスクと切り離されているのかという「倒産隔離性」が問題となります。これが不動産の証券化にあたっての「売買取引としての処理」と「金融取引としての処理」とを決定するポイントとなります。

不動産の証券化にあたっての会計処理を決定する際の指針となるのが、日本公認会計士協会会計制度委員会が出している実務指針です(図表4-2を参照)。この実務指針でも、以下のような場合には倒産隔離性が低いとして、不動産を売買したと認められず、金融取引として処理することを定めています。

- ・ 証券化スキームの終了後に、対象不動産をオリジネーターが買い戻す契約をしていること
- ・ 対象不動産を他者への賃借料と比較して特別に有利な賃借料で賃借していること
- ・ 発行した証券の劣後部分をオリジネーターが多く保有しており、資産が持つリスクを実質的に負担していること

図表 4-2 オリジネーターの会計処理のフローチャート



*出典：日本公認会計士協会会計制度委員会報告第15号「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」（2000年7月31日）より弊社作成
 **「リスク負担割合」とは、譲渡人のリスク負担金額を流動化する不動産の譲渡時の真正な価額で除した割合

■ 不動産の証券化に用いられるSPV

不動産の証券化に用いられる証券発行体の種類としては、主に3つのパターンがあります。1つ目は特定目的会社を用いるパターン、2つ目は株式会社を用いるパターン、そして3つ目は有限会社と匿名組合とを組み合わせるパターンです（図表4 - 3を参照）。

特定目的会社を用いるパターンでは、オリジネーターやその関連会社が出資（特定出資という）して特定目的会社を設立し、オリジネーターはそれに不動産の信託受益権を譲渡します。実物不動産ではなく信託受益権という形で譲渡するのは、税金（登録免許税等）が軽減されるためです。特定目的会社は信託受益権に対する信託配当を裏付けとして、特定社債（株式会社における社債）や優先出資証券（株式会社における優先株式）を発行して資金調達を行います。特定目的会社は、特定社債の発行により証券市場を対象とした大規模な資金調達が可能ですが、社債の発行コストを吸収できる大規模案件である必要があります。また、最低資本金は10万円と低額ですが、設立に際して資産流動化計画などの書類の作成と届出が必要など、手間や時間がかかるという留意点もあります。

株式会社を用いるパターンでは、倒産隔離を目的としてケイマンSPCに株式会社を設立させ、それを証券発行体として用いるパターンが一般的です。株式会社は譲り受けた信託受益権に対する信託配当を裏付けとして、社債やノンリコースローンを用いて資金調達を行います。株式会社は、社債の発行により大規模な資金調達を行うことができますが、社債の発行コストを吸収できる大規模案件である必要があります。また、最低資本金は1,000万円で特定目的会社や有限会社よりも高額であることなど、株式会社を用いる場合はスキームの組成コストが高くなるという留意点があります。

有限会社と匿名組合の組合せを用いたパターンでは、倒産隔離を目的としてケイマンSPCに有限会社を設立させます。有限会社は、この有限会社を営業者とした匿名組合員からの匿名組合出資（営業者の側では「預かり金」として認識される）と、ノンリコースローンを用いて資金調達を行い、信託配当をもとに元金や組合員への配当を支払います。有限会社は社債が発行できないために大規模の資金調達には向きませんが、最低資本金が300万円と低額である等スキームの組成にコストがかからないため、中小規模の証券化にも対応できるというメリットがあります。また、有限会社は株式会社と異なり会社更生法の適用を受けないため、投資家が投資（出資）しやすいというメリットもあります。匿名組合が用いられるのは、前述したように匿名組合には課税がなされないことが大きな目的となっています（16Pの「証券発行体の種類」の項目を参照）。

図表 4-3 証券発行体の組合せパターン別の特徴

証券発行体の組合せパターン別の特徴			
	特定目的会社	株式会社	有限会社と匿名組合の組み合わせ
スキーム図			
スキームの概要	・ 特定目的会社 (TMK) が特定社債、優先出資による資金調達を行う	・ ケイマンSPCが出資した株式会社が社債、ノンリコースローンで資金調達を行う	・ ケイマンSPCが出資した有限会社が、匿名組合員からの預かり金とノンリコースローンで資金調達を行う
特徴	・ 社債 (特定社債) による資金調達が可能であるが、発行コストを吸収できるだけの大規模案件である必要がある ・ TMKの資本金 (特定出資) は低額 (10万円) だが、設立に際して書類の作成と届出が必要など、手間や時間がかかる ・ 資産の流動化に係る業務及びその付帯業務以外の業務を行うことはできない	・ 社債の発行による資金調達ができるが、発行コストを吸収できるだけの大規模案件である必要がある ・ 株式会社の最低資本金は1,000万円であり、TMKや有限会社より高額になる	・ 有限会社は社債の発行はできないため、中小規模の案件も組成可能である ・ 最低資本金が300万円であるため、スキームの組成コストが少額で済む ・ 有限会社は、株式会社と異なり会社更生法の適用を受けない

■ 不動産の証券化の事例

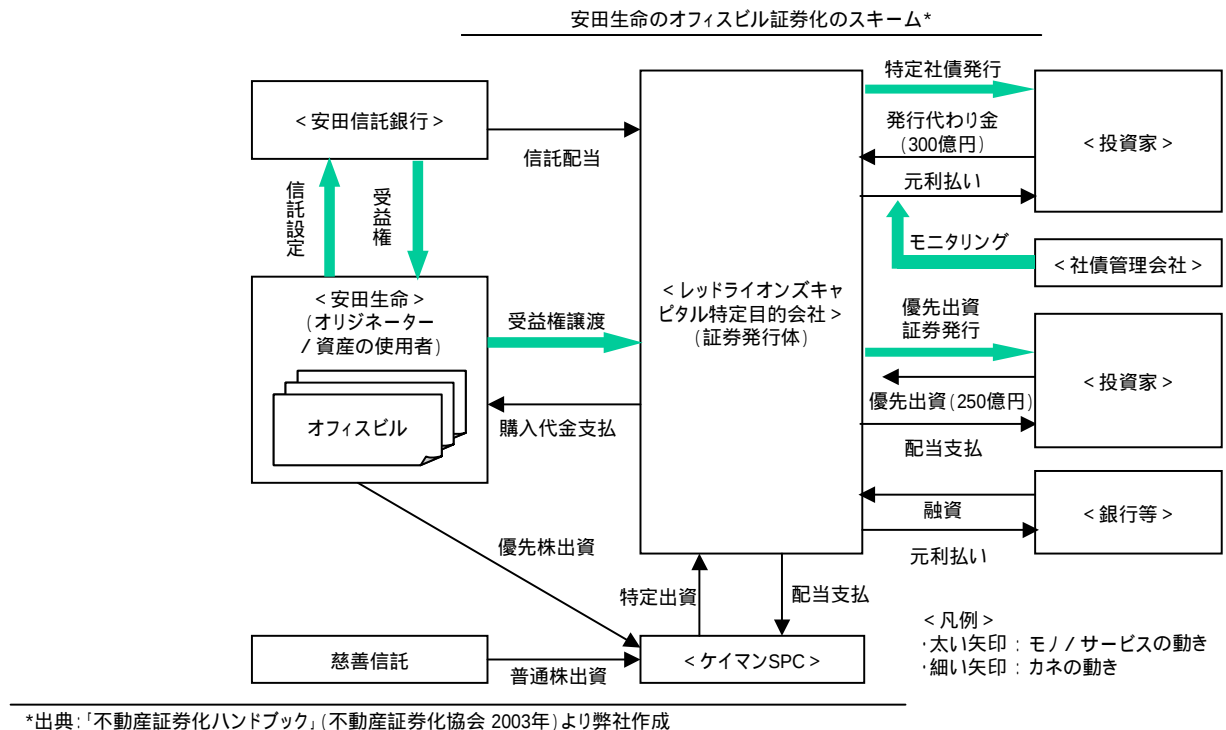
ここでは、前述した 特定目的会社を用いるパターン、 株式会社を用いるパターン、 有限会社と匿名組合を組み合わせるパターンの3つのパターンについて、証券化の事例を紹介します。

特定目的会社を用いた証券化の事例としては、2000年に安田生命が所有するオフィスビル12棟 (自社の支店ビルを含む) を証券化した事例があります (図表4 - 4を参照)。この事例では、特定目的会社が特定社債を発行して300億円を、優先出資証券を発行して250億円を調達しています。なお、この事例は「資産の流動化に関する法律」へ改正される前の「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」に基づいて設立した特定目的会社を用いて行われた証券化であり、倒産隔離のためにケイマンSPCや慈善信託の活用がなされています。

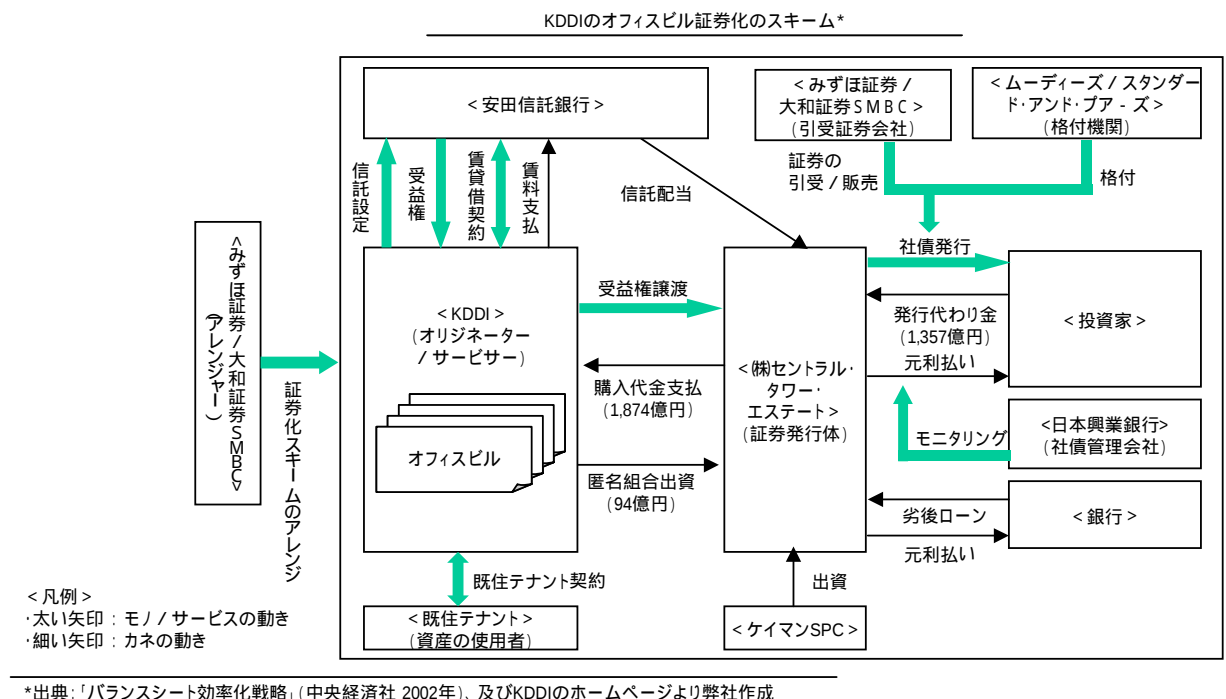
株式会社を用いた証券化の事例としては、2001年にKDDIが所有するオフィスビル4棟 (本社ビルを含む) を証券化した事例があります (図表4 - 5を参照)。KDDIは第二電電株式会社 (DDI)、KDD株式会社、および日本移動通信株式会社 (IDO) の3社での合併直後は2兆円を超える有利子負債を抱えていましたが、オフィスビルの証券化により1,874億円の資金調達に成功し、調達した資金を用いて有利子負債の削減による財務体質の改善を行いました。

有限会社と匿名組合の組合せを用いることで、自社の保有するオフィスビルを証券化した場合の証券化スキーム例が図表4 - 6です。まず、倒産隔離のためにケイマンSPCを用いて有限会社を設立し、オリジネーターはこの有限会社にオフィスビルの信託受益権を譲渡します。有限会社は、匿名組合員からの出資金 (預かり金) と金融機関からのノンリコースローンでオリジネーターに信託受益権の購入代金を支払い、オフィスビルからの賃料収入をもとに元金や配当を支払います。

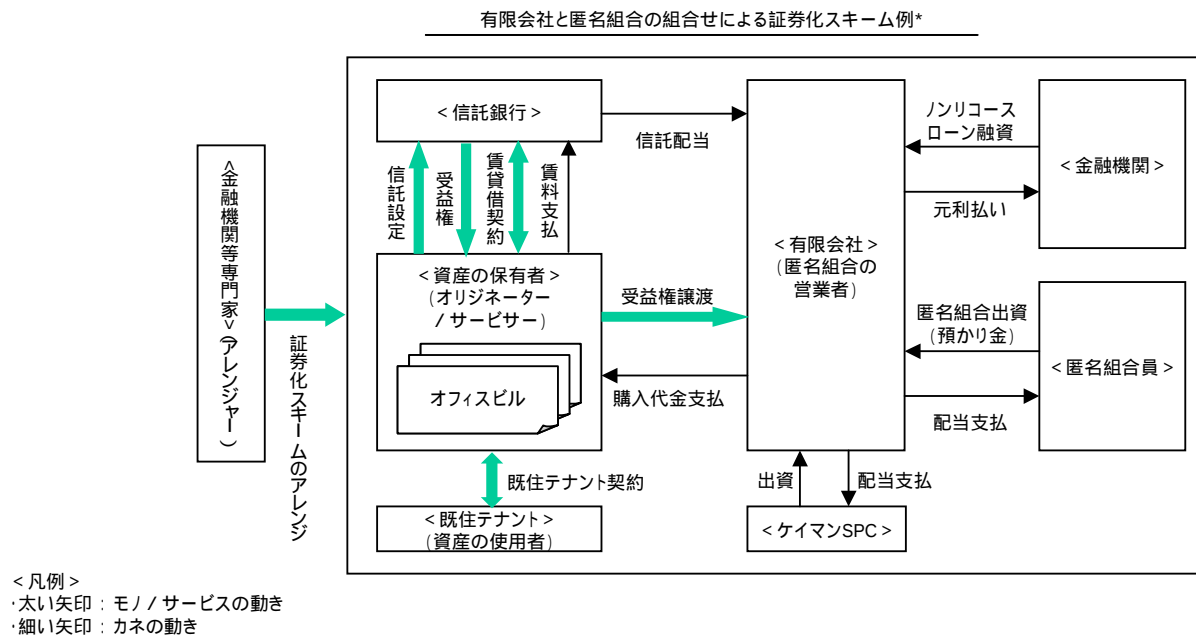
図表 4-4 特定目的会社の事例



図表 4-5 株式会社の事例



図表 4-6 有限会社と匿名組合の組合せの事例



*有限会社による証券化計画は、監督官庁への届出や公表の義務がなく情報の入手が困難であるため、ここでは一般的なスキームの例を示している

< まとめ >

- ✓ 不動産の証券化に用いられるSPV
 - ・ 特定目的会社
 - ・ 株式会社
 - ・ 有限会社 + 匿名組合
- ✓ 対象資産の価値評価
 - ・ 収益還元法 (直接還元法、DCF法)、取引事例比較法、原価法
 - 証券化にあたっての価値評価手法はDCF法を用いる
- ✓ バランスシートへの影響
 - ・ 倒産隔離性が確保されている場合 → 売買取引として処理
 - ・ 倒産隔離性が確保されていない場合 → 金融取引として処理

5 知的財産権の証券化

知的財産権の証券化は、価値評価手法の確立や法制度の整備が進められており、今後はますます活発化すると考えられています。

本節では、以下の事項を学習します。

知的財産権の証券化のポイント

- ・知的財産権の種類
- ・知的財産権の評価手法

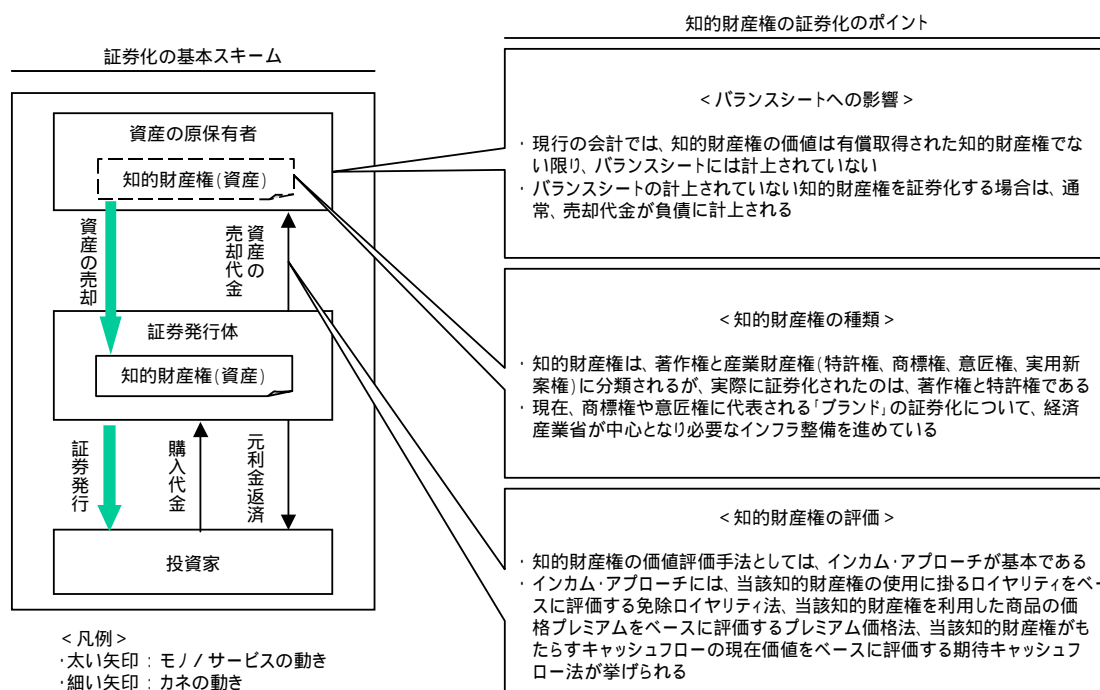
知的財産権の証券化の事例

■ 知的財産権の証券化のポイント

2004年度の信託業法、2005年度の信託法の改正により知的財産権が信託の対象となることが予定されていることから、今後、知的財産権の証券化が活発化することが予想されることは前述した通りです。大企業のように担保や証券化の対象となる固定資産を多く保有している訳ではない中堅 / 中小企業にとっては、自社の保有する特許権等により資金調達が可能となることは、資金調達手段が多様化できるという意味で大きなメリットとなります。ただし、バランスシートへの影響という観点からすると、知的財産権は、会計上、有償取得された知的財産権でない限りバランスシートには計上されていませんので、そのような知的財産権を証券化する場合には、通常、売却代金が負債に計上されることとなります。

それでは、知的財産権の証券化をより理解いただくために、そもそも知的財産権とは何か、どのような種類があるのか、さらに、知的財産権の証券化により調達可能な資金はどのように算定されるのかについて説明します。

図表 5-1 知的財産権の証券化のポイント



■ 知的財産権の種類

知的財産権の証券化を理解するにあたっては、まず、証券化の対象となる知的財産権の内容を何を理解しておく必要があります。

知的財産権とは、通常、人間の幅広い知的な創作活動などから生産されたものに対する権利の総称として使用されています。知的財産権として権利を保護する趣旨は、例えば企業の研究開発活動の場合、その成果に対して一定期間の権利保護を与えることにより他企業の模倣から守り、企業が費やした多額の研究開発費用を回収できるようにし、産業の発展を促進するようにすることです。

知的財産権には、主に「産業財産権」と「著作権」があります。「産業財産権」とは、製品の特徴を表す機能や性能、外観、ネーミングなどを保護する権利であり、製品の機能や性能に対しては「特許権」または「実用新案権」が、外観に対しては「意匠権」が、ネーミングに対しては「商標権」が与えられます。「産業財産権」を管轄する官庁は特許庁で、この特許庁に登録しないと「産業財産権」は権利が発生しません。

また、「著作権」とは、小説や音楽、映画やコンピュータプログラムなどの著作物と、その著作物を創作した著作者を保護する権利です。「著作権」を管轄する官庁は文化庁ですが、権利を得るための登録は必要なく、著作物を創作した時点で自動的に権利が発生する点が産業財産権と異なります。このように、知的財産権は保護対象の違いによりいくつかの種類に分類されますが、その特徴をまとめたものが図表5-2となります。

図表 5-2 主な知的財産権の内容

主な知的財産権の内容と証券化事例 / 検討状況*						
分類		保護対象		例	存続期間	証券化事例
知的財産権	著作権		・ 文芸、学術、美術、音楽などの著作物およびその著作者	・ 小説、音楽、美術、映画、コンピュータソフトなど	・ 著作者の生存期間およびその死後50年間	・ ディズニー映画の著作権のポートフォリオ(1992年) ・ コナミのゲームソフト(2000年)
	産業財産権	特許権	・ 産業上利用でき、新規性、進歩性のある程度の高い発明	・ カメラの自動焦点合わせ機能 ・ 長寿命の充電電池	・ 出願の日から20年(医薬品は延長制度あり)	・ スカラ株式会社による光学系特許
		商標権	・ 商標、サービスマーク	・ 各種商品についている会社や商品のロゴ	・ 設定登録の日から10年(更新可)	・ 日本での証券化事例は無いが、経済産業省主導でインフラ整備を進めている
		意匠権	・ 物品の斬新なデザイン	・ パソコン、オーディオなどの家電製品で独創的な外観を持つもの	・ 設定登録の日から15年	
		実用新案権	・ 物品の形状、構造又は組合せに係る考案	・ 各種家電製品各部の小型軽量化技術 ・ 自動車エンジン内部の工夫	・ 出願の日から6年	・ 日本での証券化事例は無い

*出典：日本弁理士会ホームページより弊社作成

■ 知的財産権の評価手法

知的財産権は合併等による有償取得の場合を除いてバランスシートに計上されない、いわゆる「見えざる資産」であることは説明しましたが、証券化の際は譲渡にあたりその価額を算定する必要が生じます。

資産の一般的な評価方法としては、前述のマーケット・アプローチ（取引基準比較法）、コスト・アプローチ（原価法）、インカム・アプローチ（収益還元法）があります（9Pの「対象資産の価値評価」の項目を参照）。この3つの手法のうち、コスト・アプローチは、知的財産権の取得と維持に要したコストと知的財産権の価値との対応関係が不明確であること、また、マーケット・アプローチは、類似の知的財産権を想定することに合理性が見出せないことから、この2つの手法は知的財産権の評価に用いる手法としては適当ではないと考えられており、知的財産権がもたらす超過収益または将来キャッシュフローの割引現在価値で評価するインカム・アプローチが適当であると考えられています。

インカム・アプローチは「免除ロイヤリティ法」、「プレミアム価格法」、「期待キャッシュフロー法」の3つに分類されます（図表5-3を参照）。「免除ロイヤリティ法」とは、仮に知的財産権を保有していない場合に支払わなければならないロイヤリティにより評価する手法です。「プレミアム価格法」とは、知的財産権が利用されている製品が、知的財産権が利用されていない製品を上回って生み出している価格プレミアムにより評価する手法です。「期待キャッシュフロー法」とは、知的財産権が将来に生むキャッシュフローを、発生確率についてのリスクを加味したうえで割引くことにより評価する手法です。

「免除ロイヤリティ法」は実際にロイヤリティの授受がなされていることが適用の条件であること、「プレミアム価格法」は既に確立した商標権にしか適用できないこと、「期待キャッシュフロー法」は将来キャッシュフローの発生額や発生確率の推定方法についての手法が確立していないことなどの留意点があり、唯一絶対の評価手法はまだ確立していませんが、現在政府や専門家の間で議論を行い、インフラの整備を進めている段階にあり、今後の動向が注目されています。

図表 5-3 インカム・アプローチによる知的財産権の評価手法

インカム・アプローチによる知的財産権の評価手法*			
	免除ロイヤリティ法	プレミアム価格法	期待キャッシュフロー法
具体的方法	・ 仮に知的財産権を保有してないとすれば支払わなければならないロイヤリティにより、当該知的財産権を評価する方法	・ 知的財産権の利用されている製品等を上回って知的財産権の利用されている製品等がもたらす現在および将来の価格プレミアムにより、当該知的財産権を評価する方法	・ 知的財産権がもたらすキャッシュフローにリスクを反映させたものをリスク・フリー・レートで割引くことにより、当該知的財産権を評価する方法
長所	・ ロイヤリティは実際に売り手と買い手が知的財産権の価値について合意した取引価格であるので、この方法により算定された評価額は妥当である	・ 評価額に知的財産権のもたらす本質的な効果である価格プレミアムを反映させることができる	・ キャッシュフローにかかるリスクをキャッシュフロー自体に反映させているので、リスクの内容が明瞭である
短所	・ 実際にロイヤリティの授受ができれば利用できない ・ 知的財産権は唯一無二性を有しているために、類似のロイヤリティを参照してもあまり意味がない	・ 基本的には、ブランドとしてすでに確立した商標にしか適用できない点で、利用条件に制約がある	・ 将来キャッシュフローの発生額、および発生確率の推定方法については、現状では唯一絶対の方法が確立されているわけではない

*出典：「知的財産の証券化」（日本経済新聞社 2003年）より弊社作成

■ 知的財産権の証券化事例

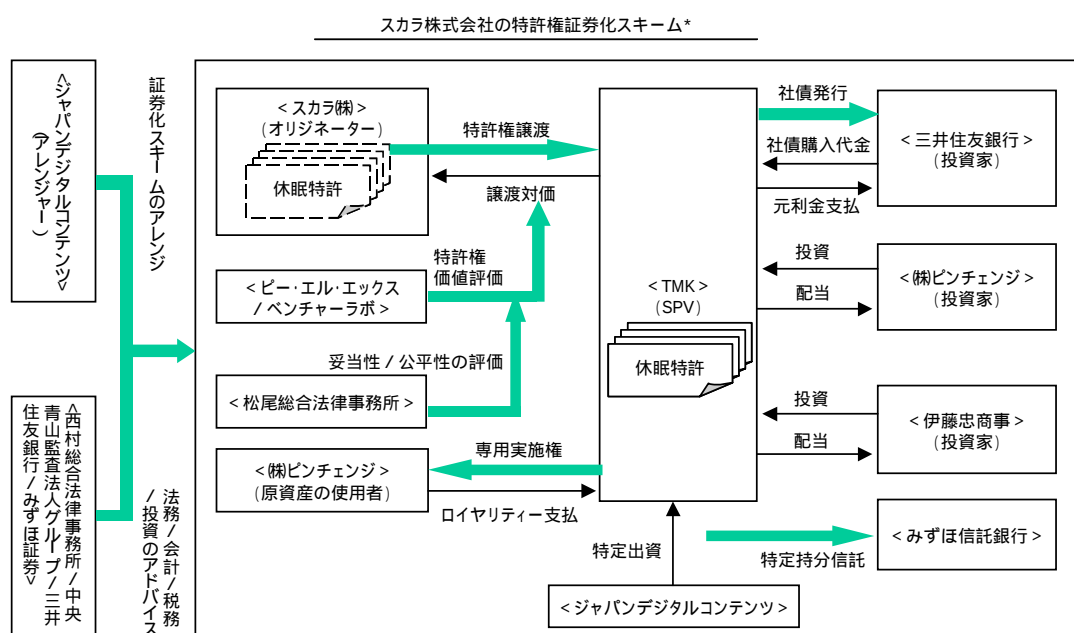
知的財産権の証券化を行った事例として、特許権の証券化の国内第一号となった「スカラ株式会社」の事例を紹介します。

東京都渋谷区に本社のあるスカラ株式会社（山本正男社長）は、デジタル顕微鏡の開発を中心に、顕微鏡とデジタルカメラを一体化した携帯電子顕微鏡や目に見えないタイヤ痕を検出する装置などのユニークな商品を開発している企業です。スカラ株式会社の保有する産業財産権は申請中の案件も含めて約300件ありましたが、今回、そのなかの光学技術に関連した特許のうち、自社で使用していない14つの特許（休眠特許）を証券化しました。

証券化のスキームは、ジャパンデジタルコンテンツのアレンジのもと、資産流動化法に基づく特定目的会社（TMK）を活用して行われました（図表5-4を参照）。まず、4つの特許を特定目的会社に譲渡し、特定目的会社は松下電器産業の子会社の株式会社ピンチェンジ（東京都品川区、萱嶋一弘社長）と特許の専用実施契約を結びます。株式会社ピンチェンジは、特許技術を応用して開発する商品の売上高に応じたロイヤリティーを特定目的会社に支払い、特定目的会社はそれを裏付けとした証券を投資家に発行します。そして証券の売却代金をもとにスカラ株式会社に対して特許権の購入代金を支払うことにより、スカラ株式会社は資金調達を達成しました。

スカラ株式会社は、特許権の証券化により2億500万円の資金を調達し、累積赤字の圧縮による財務体質の改善を達成したこと共に、他企業とのリレーションを構築できたことで事業拡大の機会を得たという2つの効果を得ました。

図表 5-4 スカラ株式会社の特許権証券化スキーム



*出典：「知的財産の証券化」（日本経済新聞社 2003年）より弊社作成

<凡例> 太い矢印：モノ／サービスの動き 細い矢印：カネの動き

知的財産権を証券化する際のポイントとして、「見えざる資産」である知的財産権の譲渡価額をどのように評価するのかという点がありましたが、ここでは、前述したスカラ株式会社の特許権証券化の事例で行われた、特許権の価値評価について、その手法を紹介します（紹介する手法については、主に「知的財産の証券化」（日本経済新聞社 2003年）を参考にしました）。

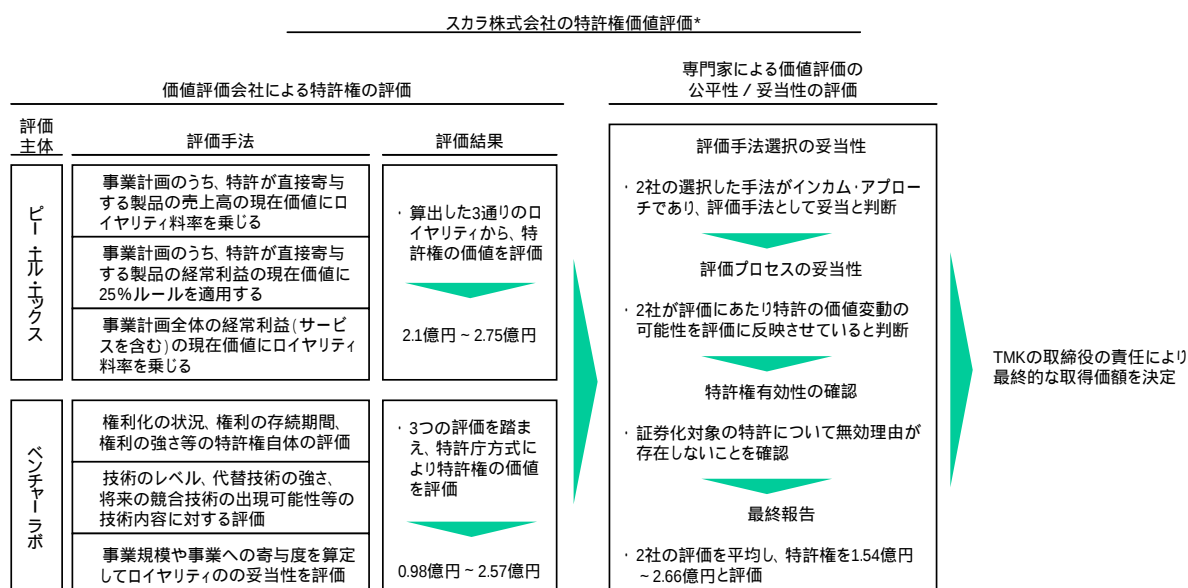
スカラ株式会社の事例では、特許権は 特許評価会社2社による特許権の価値評価、 専門家による、上記 の公正性、妥当性の評価、 特定目的会社の取締役の責任による譲渡価額の決定という3つのステップで価値の評価、および譲渡価格の決定がなされました（図表5-5を参照）。

まず、特許評価会社であるピー・エル・エックス社とベンチャーラボ社の2社がそれぞれ独自の手法で特許の評価を行い、ピー・エル・エックス社が2億1,000万円から2億7,500万円、ベンチャーラボ社が9,800万円から2億5,700百万円という評価金額を導出しました。

次に、専門家が特許評価会社が行った価値評価について、「特許評価会社が選択した評価手法は妥当であったか」、「評価のプロセスは妥当であったか」、「評価（証券化）の対象となっている特許が無効となる理由がないか」という3つの視点からその妥当性、公平性を評価し、3つの視点全てにおいて妥当、公平であるという判断を下した上で、特許評価会社が算出した評価額の上限值と下限値を平均することにより、1億5,400万円から2億6,600万円という最終報告を行いました。

専門家による最終報告を受けた後、特定目的会社による実際の取得価格に決定については特定目的会社の取締役の責任で行われ、スカラ株式会社は2億500万円の資金調達を達成しました。

図表 5-5 スカラ株式会社の特許権価値評価の事例



*出典：「知的財産の証券化」（日本経済新聞社 2003年）より弊社作成



Coffee Break

証券化対象の拡大

日本ではまだ馴染みの無い知的財産権の証券化ですが、諸外国、特にアメリカでは音楽、映画等の娯楽産業を中心に著作権の証券化による資金調達が盛んに行われています。例えば、1992年にはディズニーがディズニー映画の著作権を対象資産として7年間の無担保債券4億ドルを発行して資金調達をした事例、1997年にデビット・ボウイが自身の1990年以前の著名なアルバム300曲に関する、将来15年にわたるロイヤリティ収益を背景とする債券を発行し、5,500万ドルを調達した事例などがあります。デビット・ボウイの発行した債券は「ボウイ・ボンド (Bowie Bonds)」と呼ばれ、当時大きな話題となりました。

日本においても音楽やゲームといったコンテンツ・ビジネスの世界では証券化事例が見られます。例えば、ゲーム制作のファンドを売り出して約8億円を調達した事例があり、また、CDの制作費などの資金をCDの売上を裏付けとして発行する証券で調達するファンド、更には新人アイドルを取り扱った出版物やDVDの売上を裏付けとして証券を発行するファンドが登場するなど、証券化の対象は広がっています。

証券化商品は対象資産が生むキャッシュフローを裏付けとしていますので、著作権のようにキャッシュフローの予測が難しいものを対象とした投資商品は必ずしも成功するわけではなく、金融商品としてはハイリスクのものが多いのが現状のようです。

< まとめ >

✓ 知的財産権の種類

- ・ 知的な創作活動などから生産されたものに対する権利
 - 産業財産権 (特許権 / 実用新案権 / 意匠権 / 商標権)
 - 著作権

✓ 知的財産権の価値評価手法

- ・ インカム・アプローチにより価値評価を行う
 - 免除ロイヤリティ法
 - プレミアム価格法
 - 期待キャッシュフロー法

1 リースの活用状況

リースは多くの中堅 / 中小企業において利用されていますが、リースを利用することで目的を達成するために注意すべき点を把握しておくことが重要です。

本節では、以下の事項を学習します。

リース取引の現状

リース取引の目的

■ リース取引の現状

本章では、「資産のスリム化」を行うもう1つの手法である「リース」について、リースを有効に活用するために重要となるポイントを中心に説明していきます。

リースの利用状況についてですが、リース事業協会が2000年に発表した「リース需要動向調査報告書」によると、資本金1,000万円以上の企業においては、リースの利用率が90%を超えています。このことから、企業規模を問わず、資産調達手段としてのリースの利用は定着している状況にあります。ここでは、リース取引の仕組みや種類、特徴やメリットについて確認の意味を込めて説明を行います。

リースとは、ユーザーである企業が選択した機械設備などを、リース会社が企業に代わってサプライヤー（物件のメーカー、ディーラー）から購入し、それをユーザーに対して比較的長期間に渡り賃貸する形態の取引をいいます。リースは、まず、ユーザーが必要とする機械設備を指定してリース会社に申し込み、リース会社との間でリース期間やリース料、設置場所等を打ち合わせ、リース契約を締結することから始まります。次に、リース会社はサプライヤーへ物件の発注を行い、物件はサプライヤーから直接ユーザーの指定した場所へ納入されます。ユーザーは物件が問題なく作動することを確認したうえで借受証をリース会社に発行しますが、この時点でリース期間が開始することとなります。その後、リース会社は物件の購入代金をサプライヤーに支払って所有権を取得する一方で、ユーザーからリース料の回収を行います。

リースは、一般的に「ファイナンス・リース」と「オペレーティング・リース」の2種類に分類されます。ファイナンス・リースとは、「リース期間の途中でリース契約が解約できないこと」、および、「リース会社がリース期間を通じて物件価額やその他の費用を全額回収することを前提としてリース料を決定していること（「フルペイアウト」という）」の2つの要件を満たすリースをいいます。また、オペレーティング・リースとは、ファイナンス・リース以外の取引、つまり、中途解約が可能で、リース会社が物件価額その他の費用の全額を回収することを前提としていないリースをいいます。

ファイナンス・リースでは、ユーザーは、物件の購入原価、税金、保険料およびリース会社の手数料を加えたリース料をリース会社に支払い、また、リース会社はリース期間を通じてリース料全額を回収することとなります。これは、ユーザーにとっては、金融機関から借入を行って調達した資金を用いて機械設備を購入した場合と同様の効果があります。このように、通常の賃貸借と比較して金融的な性格が強いことがリース取引の特徴となっています。本テキストでは、特別な記載のある場合を除き、以上のような特徴を持つファイナンス・リースを前提として説明を行っています。

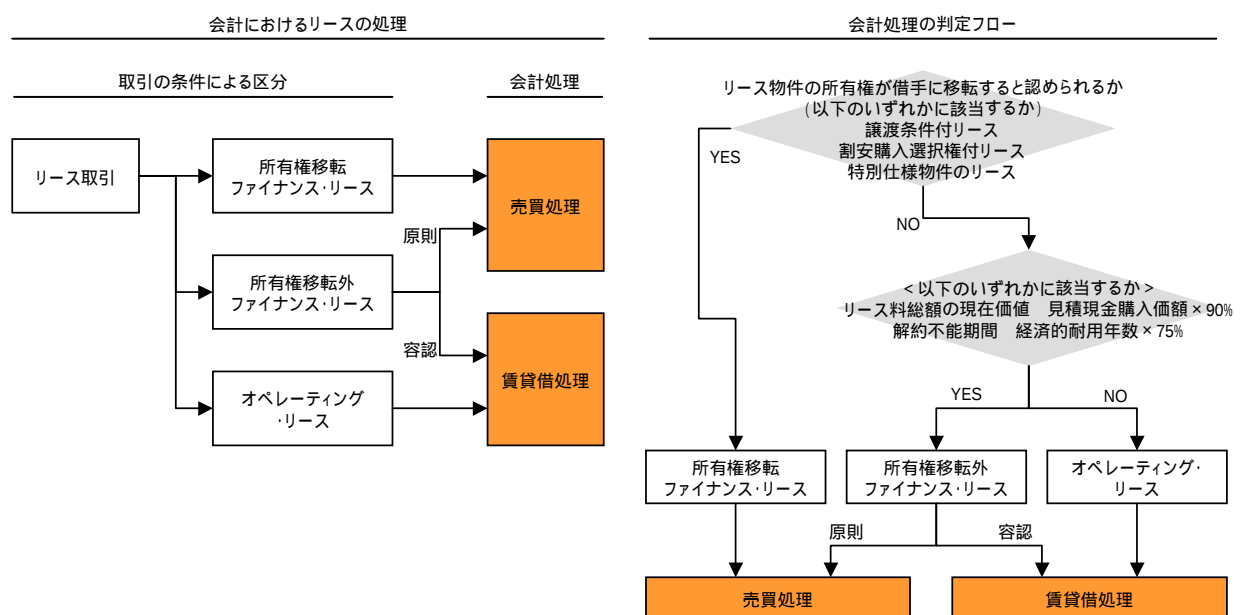
以上が一般的なリースの種類と特徴ですが、リースについての会計処理や税務処理を決定する場合には、リース会計基準およびリース税制において、より詳細な区分とそれに対応する会計処理、税務処理が定められています。

リース会計基準においては、リースは「所有権移転ファイナンス・リース」、「所有権移転外ファイナンス・リース」、および「オペレーティング・リース」の3種類に分類され、それぞれの分類基準が定められています。行っているリースの条件と分類基準を照らし合わせた結果、「所有権移転ファイナンス・リース」に該当する場合には売買処理を行う必要があります。また、「所有権移転外ファイナンス・リース」に該当する場合には原則として売買処理を行う必要がありますが、所定の事項を財務諸表に注記することを条件に賃貸借処理を行うことが認められています。「オペレーティング・リース」に該当する場合には賃貸借処理を行う必要があります(図表1-1を参照)。

リース税制においては、前述した「中途解約ができないこと」、および「フルペイアウトであること」の2つの要件を満たした資産の賃貸借取引のみを「リース取引」と定義し、リース税制の対象としています。税務上のリース取引と定義されたとしても必ず賃貸借取引として税務処理できるわけではなく、行っているリースの条件によっては売買取引として税務処理する必要がある場合があります(図表1-2を参照)。

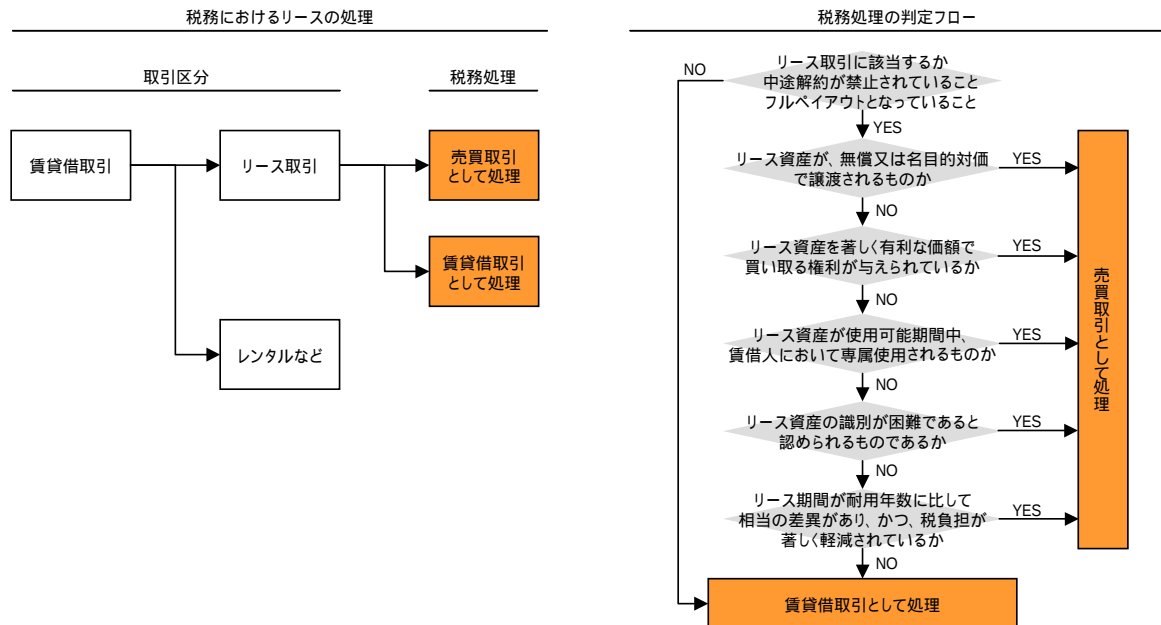
リースには、中途解約できないこと、リース料の中にリース会社に対する手数料が含まれているために、購入した場合よりも総額では高くなること等の制約条件がありますが、リースを利用することで得られるメリットも多くあります。以降では、企業がリースを利用する目的と、利用する際の注意点について説明を行います。

図表 1-1 リース会計基準におけるリース取引の区分と会計処理



*出典:「リースの会計処理と税務」(中央経済社 2003年)より作成

図表 1-2 リース税制によるリース取引の区分と税務処理



*出典：「リースの会計処理と税務」（中央経済社 2003年）より弊社作成

■ リース取引の目的

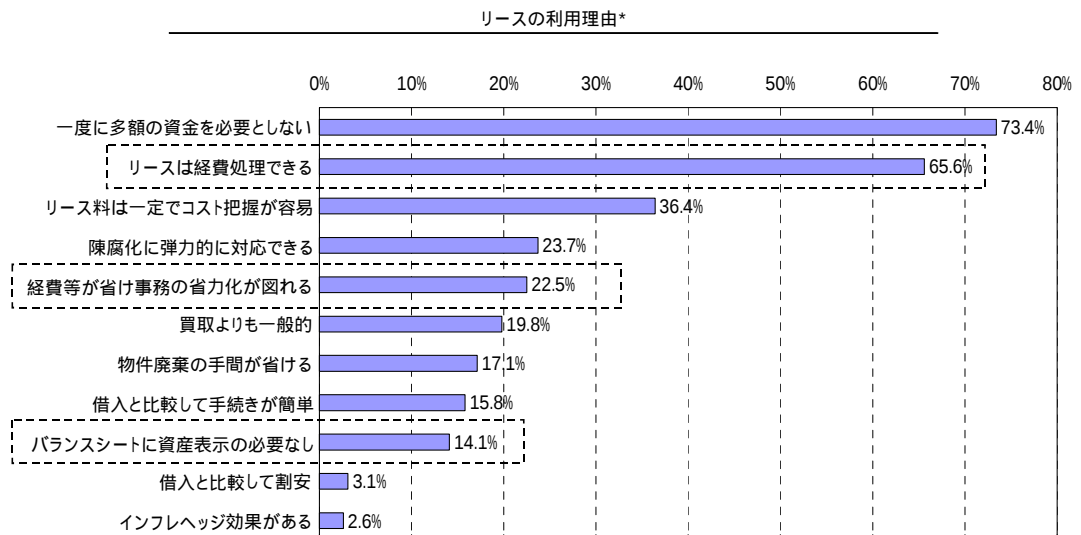
現在、殆どの企業においてリースが活用されていることは説明しましたが、企業がリースを利用する目的にはどのようなものがあるのでしょうか。

リース事業協会が2000年に発表した「リース需要動向調査報告書」によると、リースを利用する理由としては、「一度に多額の資金を必要としない(73.4%)」と「リース料は経費処理できる(65.6%)」が2大理由となっており、前述したリースの金融的な側面と、節税効果を楽しむことがリース利用の主な目的となっている状況となっています。また、その他にもリースにより得られる様々なメリットの享受を目的として、リースが利用されていることが分かります(図表1-2を参照)。

確かに、リースを利用することで図表1-3に挙げられたリースのメリットを享受することができますが、リースを利用しさえすれば、全ての目的が必ず達成されるというわけではありません。例えば、リースの節税効果はリース料が経費処理できることから得られるメリットですが、資産を購入して保有する際に行う減価償却費も経費処理できますので、実際にリースの場合と購入の場合とでは、どちらが節税効果が高いかはその都度比較してみる必要があります。

節税効果のように、他の資産調達手法との比較、検討が望ましい場合があることや、リース特有の法律関係のために思わぬリスクを負う可能性があることなど、リースの利用目的を達成するためには、注意すべきポイントがいくつかあります。特に、「節税効果」、「事務の省力化」、「バランスシートのスリム化」を目的とする場合については注意が必要となりますので、以後はこの3点について、リースを有効に活用するためのチェックポイントとチェック手法を説明します。

図表 1-3 リースの利用目的



*出典:「リース需要動向調査報告書」(リース事業協会 2000年)より弊社作成

<まとめ>

✓ リース取引の現状

- ・リースの利用率は90%を超えており、中堅 / 中小企業においてもリースは定着している

✓ リース取引の目的

- ・リースの利用理由は、主に「資金負担の軽減」と「節税効果」
- ・リースを利用することで得られる効果には、以下の点に注意が必要
 - 他の代替手段との効果の比較
 - リース特有の法律関係の把握

2 リースの有効活用のためのチェックポイント

節税効果や管理事務の合理化、資産のスリム化を目的としてリースを行う場合には、目的達成のために必要な要件を把握しておくことが重要です。

本節では、以下の事項を学習します。

リースの有効活用のためのチェックポイント

■ リースの有効活用のためのチェックポイント

リースを利用する目的は企業によって様々ですが、リースを利用することによりどのような場合でも目的が達成されるわけではありません。一定の要件を満たすことが必要であったり、また、他の代替手段の方がより効果的なことがあります。

ですから、安易にリースを選択するのではなく、設備導入の目的、設備機器の種類や用途、使用期間などの状況を踏まえ、リースを利用する目的を達成するために必要な要件を把握し、他の代替手段との比較、検討を行ったうえで、最適な資産調達手段を選択することが重要となります。

前述した「リースの利用目的」の中では、「経費処理できることによる節税効果の享受」、「管理事務の合理化」、「セール・アンド・リースバックによる資産のスリム化」が注意すべき事項となりますので、以後はこの3点について、リースを利用することで目的を達成するためのチェック方法を説明してきます。

図表 2-1 リースの有効活用のためのチェックポイント

リースの有効活用のためのチェックポイント	
リース利用の目的	目的達成のための要件
リースの利用による節税効果の享受 （「リースは経費処理できる」65.6%）	・ 特別償却が適用される資産ではない ・ 特別償却が適用される資産の場合、資金流出額の現在価値が特別償却を適用した場合よりも少ない
リースの利用による管理事務の合理化 （「経費等が省け事務の省力化が図れる」22.5%）	・ 借受証発行の前に、必ず瑕疵の無いことを確認した ・ リース会社からユーザーへ、サプライヤーに対する損害賠償を請求する権利を譲渡することを契約に盛り込んでいる ・ サプライヤーとの間で保守契約を締結している ・ リース物件に動産総合保険が付けられている
セール・アンド・リースバックによる資産のスリム化 （「バランスシートに資産表示の必要なし」14.1%）	・ ユーザーの所有資産の管理事務の省力化などのために行われる ・ ユーザーが購入することに相当の理由がある ・ 購入物件を立替金など仮勘定で経理し、固定資産に計上していない ・ ユーザー購入価額でリース会社に譲渡している



Coffee Break

リース会計基準の見直しの影響

企業会計基準委員会は、リース会計専門委員会を2002年7月に設置し、現在、リース会計基準の見直しの検討を行っている状況にあります。見直しのポイントは、所有権移転外ファイナンス・リース取引の賃貸借処理を削除し、ファイナンス・リースの会計処理を売買取引に統一することですが、これが借り手である企業だけではなく、貸し手であるリース業界を巻き込んだ大きな話題となっています。

現行の「リース取引に係る会計基準」では、ファイナンス・リース取引のうち、リース契約上の諸条件に照らしてリース物件の所有権が借り手に移転すると認められるもの以外の取引（所有権移転外ファイナンス・リース取引）に関しては、財務諸表に一定の事項を注記することで、通常の賃貸借取引にかかる方法に準じて会計処理を行うことができるとされています。日本におけるファイナンス・リース取引の大部分はこの会計処理を用いているため、一定事項の注記はあるものの、リース資産が貸借対照表に計上されていない状況にあります。

それでは、リース会計基準の見直しにより賃貸借処理ではなく売買処理をしなければならなくなった場合、借り手である企業にはどのような影響が出るのでしょうか。大きな影響としては、それまで貸借対照表に未計上であったリース資産が計上されることにより、日本の多くの企業で総資産が増加し、自己資本比率などの財務比率が悪化することが考えられます。また、新たな会計基準に対応した処理を行うための事務負担が増大することも考えられます。

「資産のスリム化」や「事務の省力化」といった、リースの利用目的を達成することができなくなる今回のリース会計基準の見直し案については、様々な賛否の声があります。リースを利用する企業にとっては自社の財務諸表に直接影響を与える事項ですので、今後の動向が注目されます。

< まとめ >

✓ リースの有効活用のためのチェックポイント

- ・ 以下の場合、代替手段との比較、検討や目的達成に必要な要件の把握が重要
 - 節税効果を享受したい場合
 - 管理事務の合理化を図る場合
 - セール・アンド・リースバックにより資産のスリム化を図る場合

3 リースの有効活用に向けたチェック方法

リースを有効に活用するためには、購入など代替手段との比較を行うこと、リース特有の法的責任やセール・アンド・リースバックの要件などを把握しておくことが重要です。

本節では、以下の事項を学習します。

節税(リースと特別償却の節税効果比較)

責任(資産調達手法別の所有に伴う責任)

税務処理(セール・アンド・リースバック)

■ リースと特別償却の節税効果比較

リースの利用目的として、リース料が経費処理できること、つまり、リースを利用することによる節税効果の享受というメリットがありました。しかし、経費処理できるという意味では、物件を購入した場合に計上する減価償却費も同様に経費処理できます。それでは、リースの節税効果のポイントはどこにあるのでしょうか。

リースの特徴は、リース期間内に物件価額の全額を経費処理できることにあります。通常、物件を購入して所有した場合は、その物件の法定耐用年数の期間に応じて定率法または定額法で減価償却を行います。しかし、リースの場合は法定耐用年数より短い経済的耐用年数をリース期間として設定するため、購入の場合より短期間で経費処理できます。これがリースの節税効果のポイントとなります。

しかし、中堅／中小企業の場合、機械設備を購入して所有することで、金額の制限、購入設備の種類にもよりますが、多くの場合「特別償却」が適用されます。特別償却とは、一定の要件を満たす企業が通常の減価償却とは別枠で減価償却(取得価額の30%程度)できる制度です。減価償却費も経費処理できますので、節税効果をリース利用の目的とする場合には、導入しようとしている機械設備に特別償却が適用されるか否かを確認したうえで、リースの場合と購入して特別償却を行う場合について、それぞれの節税効果を比較する必要があります。

節税効果の比較は、リースの場合と購入して特別償却を行う場合とで、どちらが現金流出額の現在価値が少ないかを比較することで行います(現在価値については13PのCoffee Breakを参照)。図表3-1では、法定耐用年数が8年、価格が1,000万円の物件に投資する例を用いて比較をしています。ここでは簡略化のために、借入金利、リースに適用される金利、現在価値算出のための割引率を全て5%としています。借入を行う場合の借入期間は8年間で、初年度に特別償却の適用を受け、また、リースを行った場合のリース期間は5年間で、初年度に中小企業に対するリース税額控除の適用を受けることとします。図表3-1の例にあるA社のように、直近年度の節税を目的とした場合には、借入による購入の場合の資金流出の現在価値は-807万円、リースの場合は773万円となりますので、借入による購入の方が有利となります。また、借入期間(8年間)とリース期間(5年間)の全期間での節税を目的とした場合には、借入による購入の場合の資金流出の現在価値は5,251万円、リースの場合は5,112万円となりますので、リースの場合の方が有利となります。

実際にリースと購入とでどちらが有利となるかは、リース期間やリース料、金利などの条件により当然異なりますので、節税効果を享受できるとして安易にリースを用いるのではなく、実際にリースを利用する際に図表3-1のケースのようなシミュレーションを行い、購入した場合との比較を行うことが重要となります。

図表 3-1 借入による購入とリースの経済性の比較

A社の投資案件(例)			資金流出額の現在割引価値による経済性の比較(単位:千円)								
A社の状況	・資金繰りには特に問題がないが、特に当期や来期の節税を図りたい		借入による購入 特別償却			1年目	2年目	...	8年目	合計	
	資金流出	元金返済額		1,720	1,659	...	1,283	12,021			
投資対象案件	物件価格	1,000万円		資金留保	損金項目	減価償却費	5,500	1,125	...	200	9,399
	法定耐用年数	8年				除却損	-	-	...	601	601
	減価償却方法	定率法				支払金利	470	409	...	34	2,021
	減価償却率	25%				税金軽減額 ((+ +) × 43%)	2,567	660	...	359	5,169
	特別償却の償却率	30%			純資金流出額(-)	-847	999	...	925	6,852	
銀行借入の条件	借入額	1,000万円		現在割引価値	-807	906	...	626	5,251		
	適用金利	5%									
	返済方法	月々元金均等払									
リースの条件	リース期間	5年	リース税額控除			1年目	2年目	...	5年目	合計	
	リース支払額	2,254		2,254	...	2,254	11,270				
	資金流出	リース支払額		2,254	2,254	...	2,254	11,270			
	資金留保	税金軽減額(× 43%)		969	969	...	969	4,845			
税金控除額		473		-	...	-	473				
その他	実効税率	43%		純資金流出額(- -)	812	1,285	...	1,285	5,952		
	割引率	5%		現在割引価値	773	1,165	...	1,007	5,112		

*出典:「リースの知識と実務」(日本実業出版社 2003年)より弊社作成

■ 資産調達手法別の所有に伴う責任

企業が設備機器を購入して導入した場合、所有権は購入した企業にありますので、購入の手続き、購入資金の準備、減価償却費や借入金利の計算、固定資産などの税金の計算と納付、保険料の支払い、物件の廃棄、処分などの様々な管理事務が発生します。しかし、リースを利用した場合、物件の所有権を持つリース会社が管理事務を行うため、ユーザーは所有に伴う様々な管理事務の省力化、合理化ができるというメリットを得ることができます。

物件の所有権者が物件の事務管理を行う責任を負うことと同様に、通常は、物件の所有者が使用中の物件の修繕義務や滅失/毀損の損害負担を負うこととなります。購入、レンタルの場合は所有権を持つ企業やレンタル会社が責任を負います。しかしリースの場合は、所有権を持つリース会社が物件を修繕する義務や滅失/毀損に対する損害負担を負うだけでなく、ユーザーが責任を負うこととなります。この所有に伴う責任の相違が購入やレンタルとリースとの間で大きく異なるポイントです。

ですから、リースを利用するにあたっては、購入やレンタルの場合と同様の感覚で物件を使用するのではなく、修繕の義務や滅失の損害負担を理解した上で使用しないと、リース満了の際の物件返却時などに思わぬ責任を負う可能性があります。リース利用時の注意点としては、以下のようなものがあります。

物件の納入時

- ・瑕疵担保責任はサプライヤーに生じますが、それを追求する権利は所有権者のリース会社ではなくユーザーにあります。ですから、借受証を交付する(リースの開始)前に、納入された物件に瑕疵がないこと(欠陥、キズ等がないこと)を確認することが重要です。

物件の使用時

- ・ユーザーは修繕義務、滅失/毀損の損害負担を負いますので、サプライヤーとの間で物件の保守契約を締結すること、物件に動産総合保険が付されていることを確認すること、リース会社からユーザーへサプライヤーに対する損害賠償を請求する権利を譲渡する旨を契約に盛り込むこと等の対応が必要となります。

図表 3-2 購入／レンタル／リースにおける所有に伴う責任の相違

資産調達手段別の所有に伴う責任の相違			
権利 / 責任	購入	レンタル	リース
所有権	・ ユーザー	・ レンタル会社	・ リース会社
物件の事務管理	・ ユーザー	・ レンタル会社	・ リース会社
瑕疵担保責任	・ サプライヤー	・ レンタル会社	・ サプライヤー
修繕義務	・ ユーザー	・ レンタル会社	・ ユーザー
滅失 / 毀損 の損害負担	・ ユーザー	・ レンタル会社	・ ユーザー

< 所有に伴う責任の相違 >

- ・ 購入やレンタルの場合は、物件の所有者が修繕義務、滅失 / 毀損の損害負担を負うが、リースの場合はユーザー負うため、物件の扱いには注意が必要となる

▼

< リース利用の留意点 >

- ・ 借受証発行の前に、必ず瑕疵の無いことを確認する
- ・ リース会社からユーザーへサプライヤーに対する損害賠償を請求する権利を譲渡することを契約に盛り込む
- ・ サプライヤーとの間で保守契約を締結する
- ・ 動産総合保険が付けられているかを確認する

■ セール・アンド・リースバック

リースの利用目的として資産を貸借対照表に計上する必要がないことが挙げられていましたが、現在保有、使用している資産に関するスリム化の手法として、セール・アンド・リースバックという取引があります。

セール・アンド・リースバック(以下「リースバック」と記載)とは、現在保有している機械、設備等の業務に必要な物件を、いったんリース会社に売却して代金の支払いを受けると同時に、リース会社から直ちにリース契約によってその物件を賃借する取引です。リースバックには、これまでと同様に業務に必要な物件の使用を継続しつつも、その物件の売却資金を得られるメリットがあります。

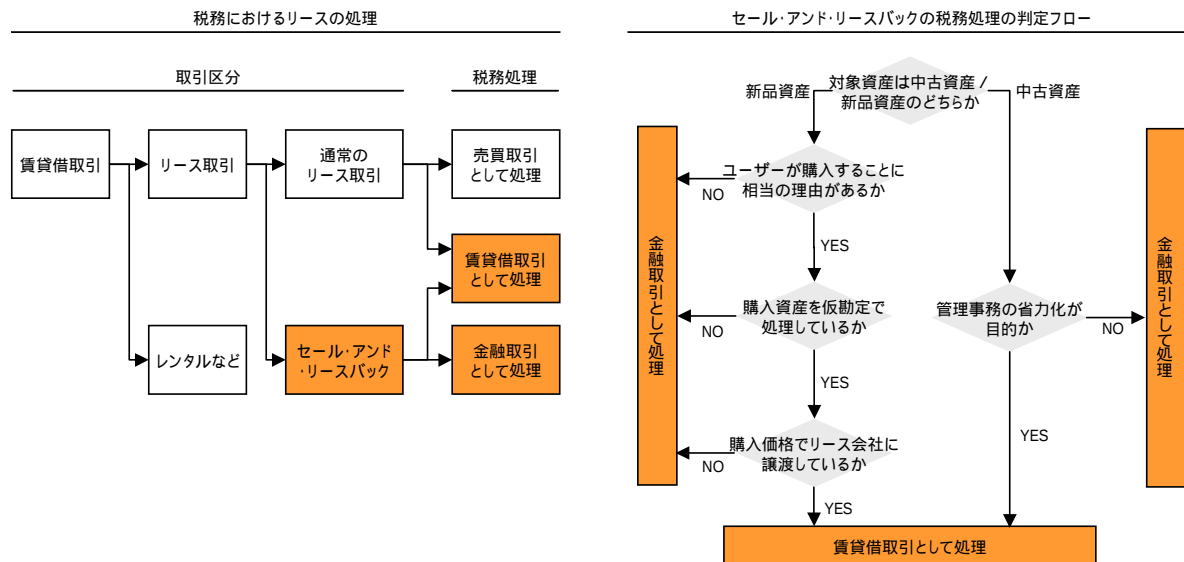
リースバックの会計上の処理は、通常のリース取引の場合と同様の判定を行うことで会計処理が決定されます(リースの会計処理の判定については36Pの図表1 - 1を参照)。つまり、リースバックが「所有権移転ファイナンス・リース」と判定される場合は売買処理を、「所有権移転外ファイナンス・リース」および「オペレーティング・リース」と判定される場合には賃貸借処理を行います。

税務においては、リースバックは保有物件を担保にして借入を行うことと同様の効果を得ることができ、金融的性格が高いことから、あらゆる場合で賃貸借取引としての処理が認めているわけではなく、金融目的以外の合理的な理由がない場合には、金融取引として処理する必要があります。(図表3 - 3を参照)。

賃貸借取引として処理した場合は、通常のリース取引と同様に節税効果を受けますが、金融取引として処理すると、資産の売却代金は「借入金」、リース料は「借入金の返済と金利の支払い分」として処理する(担保借入と同様に処理することとなり、リースが本来持つ節税効果も享受できないという結果となります)。

以上のようにリースバックにはメリットもリスクもありますが、リース取引の持っている金融的性格が大きく表れる取引ですので、リースバックを有効活用することで企業は大きな効果を得ることができます。

図表 3-3 セール・アンド・リースバックにおける税務処理の判定フロー



*出典：「リースの会計処理と税務」(中央経済社 2003年)より弊社作成

<まとめ>

- ✓ リースと特別償却の節税効果比較
 - ・ 物件に特別償却が適用されるか否かの把握
 - ・ 特別償却が適用される場合
 - 現金流出額の現在価値の比較をシミュレート
- ✓ 資金調達手法別の所有に伴う責任
 - ・ 物件の修繕義務、滅失 / 毀損の損害負担はユーザーが負う
 - 瑕疵の確認、保守契約の締結、動産保険の確認等を行うことが重要
- ✓ セール・アンド・リースバック
 - ・ 賃貸借取引となるには、金融目的ではない合理的な理由、条件が必要
 - ・ 金融取引として処理された場合
 - 担保借入と同様の処理を行う必要がある

図表 3-4 <参考> 借入による購入とリースの経済性の比較 (詳細版)

A社の投資案件

投資対象案件	物件価格	1,000万円
	法定耐用年数	8年
	減価償却方法	定率法
	減価償却率	25%
銀行借入の条件	特別償却の償却率	30%
	借入額	1,000万円
	適用金利	5%
	返済方法	月々元金均等払
リースの条件	リース期間	5年
	月額リース料	225.4万円
	リース税額控除率	リース料総額の4.2%
その他	実効税率	43%
	割引率	5%

資金流出額の割引現在価値による経済性の比較 (単位: 千円)

借入による購入
(特別償却)

			1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目	8年目	合計	
資金流出	元金返済額		1,721	1,659	1,596	1,534	1,471	1,409	1,346	1,284	12,020	
現金留保	損金項目	減価償却費	5,500	1,125	844	633	475	356	267	200	9,400	
		除却損	-	-	-	-	-	-	-	-	601	601
		支払金利	471	409	346	284	221	159	96	34	2,020	
	税金軽減額((+ +) × 43%)		2,568	660	511	394	299	221	156	359	5,168	
純資金流出額(-)			-846	999	1,085	1,140	1,172	1,187	1,190	925	6,852	
現在割引価値			-806	906	937	938	918	886	846	626	5,251	

リース
(税額控除)

			1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	合計
資金流出	リース支払額		2,254	2,254	2,254	2,254	2,254	11,270
資金留保	税金軽減額(× 43%)		969	969	969	969	969	4,845
	税額控除額		473	-	-	-	-	473
純資金流出額(-)			812	1,285	1,285	1,285	1,285	5,952
現在割引価値			773	1,165	1,110	1,057	1,007	5,112

<算出方法>

- 元利金返済額 = 年間の元本返済額(月々の元金返済額(10,000千円 / 96ヶ月) × 12) + 年間の支払金利額(月々の支払金利(要元本返済額合計 × 月々の金利(5% / 12))の12か月分の合計)
- 減価償却費
 - 1年目の減価償却費 = 定率法による通常の減価償却費(10,000千円 × 25%) + 特別償却による減価償却費(10,000千円 × 30%)
 - 2年目以降の減価償却費 = 定率法による通常の減価償却費(未償却残高 × 25%)
- 除却損 = 物件価格(10,000千円) - 減価償却費合計額(9,400千円)
- 割引現在価値は純資金流出額を10%の割引率で割り引くことにより算出
- リース支払額の合計は、リース会社がリース資産を月々元金均等返済による借入(金利は5%)で調達することと仮定して算出
- 毎年のリース支払額 = リース支払額の合計(11,270千円) / 5年
- 税金控除額 = リース料総額(11,270千円) × リース税額控除率(4.2%)
- 上記グラフの数値は、千円未満を四捨五入した数値を記載

参考文献

- ・ 長谷川 英司 他著「バランスシート効率化戦略」中央経済社 2002年
- ・ 井手 保夫 著「証券化のしくみ」日本実業出版社 1999年
- ・ 平野義昭 他著「証券化ハンドブック」税務経理協会 2002年
- ・ 杜羅 三朗 著「証券化の基本Q&A」シグマベイスキャピタル 2003年
- ・ 社団法人 不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック 2003」2003年
- ・ 広瀬 義州 他著「知的財産の証券化」日本経済新聞社 2003年
- ・ 新日本監査法人 編「新版 リースの会計処理と税務 第5版」中央経済社 2003年
- ・ 芥川 基 他著「リースの知識と実務」日本実業出版社 2001年
- ・ 天本 勝也 著「新しいリース活用のすべて」中経出版 2003年