

## 船舶ファイナンス～その変遷・種類・主体～

掲載誌・掲載年月：日本海事新聞 1405

日本海事センター企画研究部

研究員 野村 撰雄

先月の本紙では、個人富裕層の資金を原資とするプライベートエクイティファンドの台頭に関する記事が掲載され、その最近の海運市場での存在感と、マーケットによっては多様な資金調達手段のうちの有力な選択肢としての可能性が示された(2014年4月24日付、同25日付)。

もとより船舶ファイナンスは、格付機関ムーディーズによって「エキゾチックなファイナンス」とされるほど専門的な分野であるにもかかわらず、往々にして過剰なファイナンスに悩まされてきた。リーマン・ショック前の海運ブーム期には、船主が自己資金を要しない100%融資や、開業資金を含めた110%融資までであったことは記憶に新しい。

欧米で定評のある『Maritime Economics 3rd edition』の邦訳版『マリタイム・エコノミクス(上巻)』(公益財団法人日本海事センター編訳・九州大学星野裕志教授監修)が今月23日に日本海運集会所より発行されたことを機に、船舶ファイナンスの変遷・種類・主体について、同書第7章「船舶ファイナンスと海運会社」の内容を紹介する形で整理してみたい。

### 1. 船舶ファイナンスの変遷

#### (1) 蒸気船時代:64株会社

蒸気船時代(1850年代)の英国における船舶ファイナンスの主流は、「64株会社」であった。当時英国では、1隻の船が64に分割されて登記されていたことに基づく。64株会社の株は、個人が自身の勘定で保有する場合、2～3人の個人が合資会社を構成して保有する場合、投資家が株式事業として保有する場合があった。株主は、船舶の共同所有者であり、所有分について自由に売却や抵当権の設定などの利益を得ることができたという。これらの原資は、個人資産、他の船からの収入、友人や家族からの投資や借金であったが、海運を知っている親しい友人や親戚はリターンの変動の大きさに寛容であったことがこの手法が広く利用された理由と言える。

#### (2) 1800年代後半:有限責任合資会社

1800年代後半からは急速に有限責任合資会社が普及した。これは、船のサイズが大きくなるに伴い多額の資金が必要になったことと、1862年の英国会社法により債権者による賠償請求から守られることになったので小規模投資家達の参入の道が開かれたことが要因である。しかし現実には、これらの会社の株の所有は少人数の近親者に限定されるなど厳密に管理されたため、資金調達の拡大には内部資金又は借入が用いられた。借入は、当時既に一般的で

あったが、1904年から1911年の海運不況により多くの海運会社が破綻すると、財務上保守的な考えが強まり、こぞって借入を敬遠するようになった。戦後まで続いたこの方針は、不況期には役立ったが、その下での収益は資産規模を拡大するほどには至らなかったため、英国商船隊はその間、成長しなかった。

### (3) 1950年代から1960年代: 傭船契約付きファイナンス

戦後、ヨーロッパ経済の復興や日本の急速な経済成長を背景に、石油会社や製鉄会社は効率的に資源を輸送するため、特定の港の間を往来する最大船型の船舶を必要とした。そうした荷主は、船主に期間傭船契約を提供して船を建造させ、それをチャーターバックするようになった。期間傭船契約は、運送コストを削減することを目的としたものであったが、「傭船契約付きファイナンス」を普及させた。傭船契約付きファイナンスは、期間傭船契約を担保として船主が銀行融資を受け、少額の自己資金で船を建造するものである。この手法は、1920年代にノルウェー人がタンカー船隊を形成する際に用いたのが始まりで、日本の海運企業と香港船主との間の「仕組船」という形式で最も洗練されたという。なお、期間傭船契約は、ビジネス組織上の新たな形態として「単一船舶企業」を生み出した。単一船舶企業は、船舶のみを資産とする会社として便宜置籍国に設立されるもので、銀行にとっては管理がしやすく、また、期間傭船契約と船体とを担保として高いレバレッジ比率を実現することができた。

しかし、当時の傭船契約付きファイナンスは、エスカレーション条項(一定の場合に傭船料の引き上げを可能とする特約)が存在しないか、わずかに組み込まれただけのもので長期にわたって船主を縛るものであったため、インフレ、エンジンの故障、その他思いがけない出来事が発生すれば、最適に計画されたキャッシュフロー計画は吹き飛び、悲惨なものともなった。

### (4) 1970年代: 船舶担保ファイナンス

1970年代初頭には、船舶の供給が増加して荷主にとって必要な船舶が市場に存在するようになり、また、原油・鉄鉱石の輸送の成長がとまったため、荷主は長期の期間傭船契約に縛られてまで船主に船舶を新造させる必要がなくなった。

こうした中で長期の期間傭船契約に縛られていない船主は、スポットマーケットで船舶を運航して良い業績を残しており、また、上手にメンテナンスされた近代的な船舶はその価値を維持あるいは高めうることに気づく銀行家が出てきた。端的に言えば、銀行家は海運業を「浮いている不動産」と見始めたのである。その場合、傭船契約の有無にかかわらず船舶に抵当権を設定し、また、将来の傭船料収入や保険金請求権も担保として融資を行うようになった(なお、「抵当権」は「Mortgage」の訳であるが、各国により抵当権の概念は異なることに注意を要する。主要船籍国の抵当権の概要については、瀬野克久「Chapter 2 船舶金融の担保の概要(1)」『船舶融資取引の実務』(日本海運集会所、2012年)がある。)。傭船契約付き金融の時代には、新造船(=供給)は傭船(=需要)の可能性によって制約を受けたが、この銀行融資の考え方の根本的变化により需要と供給とのつながりが取り払われたのである。1973年に

オイルマネーが世界の資本市場に溢れ、ビジネスが殺到する中で融資基準がおざなりなものとなり、タンカー業界では1年間にその船隊の55%(105万DWT)の発注がなされたという。

#### (5) 1980年代:アセットプレーファイナンス

1980年代半ばに海運市場のサイクルが底打ちすると、余剰船舶が投げ売りされ、アセットプレー(安く買って高く売る)の機会が創出された。その原資は、船舶ファンドとノルウェーのK/S有限責任合名会社からの投機資金であった。特にノルウェーには、特定の期間内に再投資をすれば投資利益に対する課税が免除される制度があったため、投資家から多くの資金がK/S有限責任合名会社を通して海運業に流れた。当時、ノルウェーの海運業の半分がK/S有限責任合名会社によって資金調達され、1987年から1989年までの間の調達額は30億ドルと推定されている。ノルウェーの銀行の海運関係ポートフォリオは、1980年代初頭から1989年までに6~7倍(60~70億ドル)に成長した。

#### (6) 1990年代以降:コーポレートファイナンス

米国で1990年油濁防止法が制定されるなど、船舶の運航に対する規制的な環境が強まると、船主の利益を守るために船主事業の法人化が進行した。法人化し、大きな船隊を有するようになると、個々の船舶ごとの借入は、船隊に関する変更がその度に借入契約に影響するため面倒であった。そこで財務内容のしっかりした海運会社は、バランスシートを担保に融資を受けられるようになった。融資には、単なる期限付き融資のほかに、借り手が何度でも限度額まで利用可能なりボルピング・クレジットが組み込まれることもあり、船主による計画外の船舶購入やキャッシュフローの変動をカバーすることについて柔軟な対応を可能にした。

また、1993年以降、Frontlineなどが株式公開を行って大きな上場会社に成長するなど、株式公募を用いた資金調達も普及した。2007年には181社の上場会社の時価総額は3,250億ドルに達している。海運会社が格付けを取得して債券を発行したり、船舶を証券化したりする事例も見られ、船舶ファイナンスの手法は今日まで発展し続けている。

#### (7) 造船金融

造船に対する融資は、上記の期間を通して利用されてきた。当初は、造船所が他社との受注競争のため、船主に対して有利なクレジットを提供するものであった。この手法は19世紀には既に普及していたとされ、船主が備船料の低い期間を乗り切ることに役立った。20世紀初頭には、政府や政府の支援を受けた機関が船主に対して商業銀行よりも有利なクレジットを提供したり、融資の際の金利と市場金利との差額を補給したりするようになった。これは、政府が造船産業の戦略的重要性を認識し、他国造船所に対抗して国内造船所の受注を伸ばそうとしたためである。当初、英国、ドイツ、フランスなどで始まった造船に対するクレジットの供与は、1960年代に日本の造船所が「近代の造船信用制度」を始めたのを第一歩として発展し、OECDの「1969年船舶輸出信用了解」の策定に至った。

## 2. 船舶ファイナンスの種類

Stopford氏は、海運業界で現在用いられているファイナンスとして14種類に整理している(表参照)。

【表:船舶ファイナンスの種類と特徴】

資金調達方法	ファイナンスの構造	それぞれの特徴
1. プライベートファンド	自己資金	船主又は個人投資家による株式投資で見返りは配当。
	私募ファンド	家族、同僚、個人富裕層による非公開の株式投資又は融資。
2. 銀行融資	船舶担保融資	船舶に対する抵当権を担保とする期限付き融資。大規模な融資は協調融資。
	コーポレートローン	会社のバランスシートを担保とする融資。例えば期限付き融資又は所定限度内で繰り返し利用できる回転信用状(リボルビングクレジット)。
	造船金融	国内造船所の受注支援のための政府などの機関による融資又は保証。
	メザニンファイナンス	融資と株式の両方の要素を持つファイナンス。例えば新株予約権付き社債。
	私募	1つ又は数個の機関投資家向けの株式又は債券発行。冗長な公募の手続きを避ける。
3. 資本市場	株式公募	証券市場での株式発行による資金調達。
	社債発行	資本市場で発行される長期債券。通常、6か月毎の利息支払いと満期時の元本支払い。
4. 特別の目的の手法	SPC	SPC株式で、私的に売却される。証券所に上場されることもある。
	有限責任合資会社	船舶金融の手段として設立される有限責任合資会社。例えばK/S会社やドイツのKGファンドのように、個人投資家による株式投資と銀行による融資。
	ファイナンスリース	税控除を得られる会社に対して船舶を売却し、運航者にリースバックする長期の税効率の良いファイナンス。(運航者側の一定期間を通じての必要資金量が極小化)
	オペレーティングリース	リース会社の保有する資産として計上しリースを受ける側のバランスシートに計上されない、一般的に7年以下の短期のリース。(運航者側の負担がリース料のみとなる)
	資産の証券化	会社の経営から資産を切り離すためのファイナンス。

※上記の「融資」には債券(社債)発行によるものも含まれることがある。

出典:前掲書 Figure 7.4(邦訳版 403 頁)をベースに作成。

紙幅の都合から、ここでは最小限の補足にとどめる。「プライベートファンド」は、船主の個人資産、既存船からの収入、友人や家族からの投資又は借入などのように個人的に融通されるもので、最も原始的な船舶ファイナンスであり、また、今日でも主要な開業資金である。ギリシャ、ノルウェー、香港など伝統的な海運国では同族所有の海運会社が今も一般的な形態のひとつとして残っている。

「銀行融資」は、船主にとって比較的成本や手間が少なく、柔軟な対応を可能にするため

船舶ファイナンスの主流である。バランスシートを担保にするコーポレートローンの場合、海運会社は銀行との特約(コベナンツ)に基づき強いバランスシートを維持するため、船舶のオフバランス化を志向する。その対応策として「特別の目的の手法」が用いられる。ドイツのKGファンドは、その典型例であり、オフバランス化を求めるコンテナ船会社と税制優遇を活用したい個人富裕層とが、国内造船所、投資証券会社、銀行の存在を背景に結びついたものである。ドイツでは1991年から2004年の間にコンテナ会社の船隊に占める自社保有船以外の備船の比率は、15%から50%以上に増加したという。

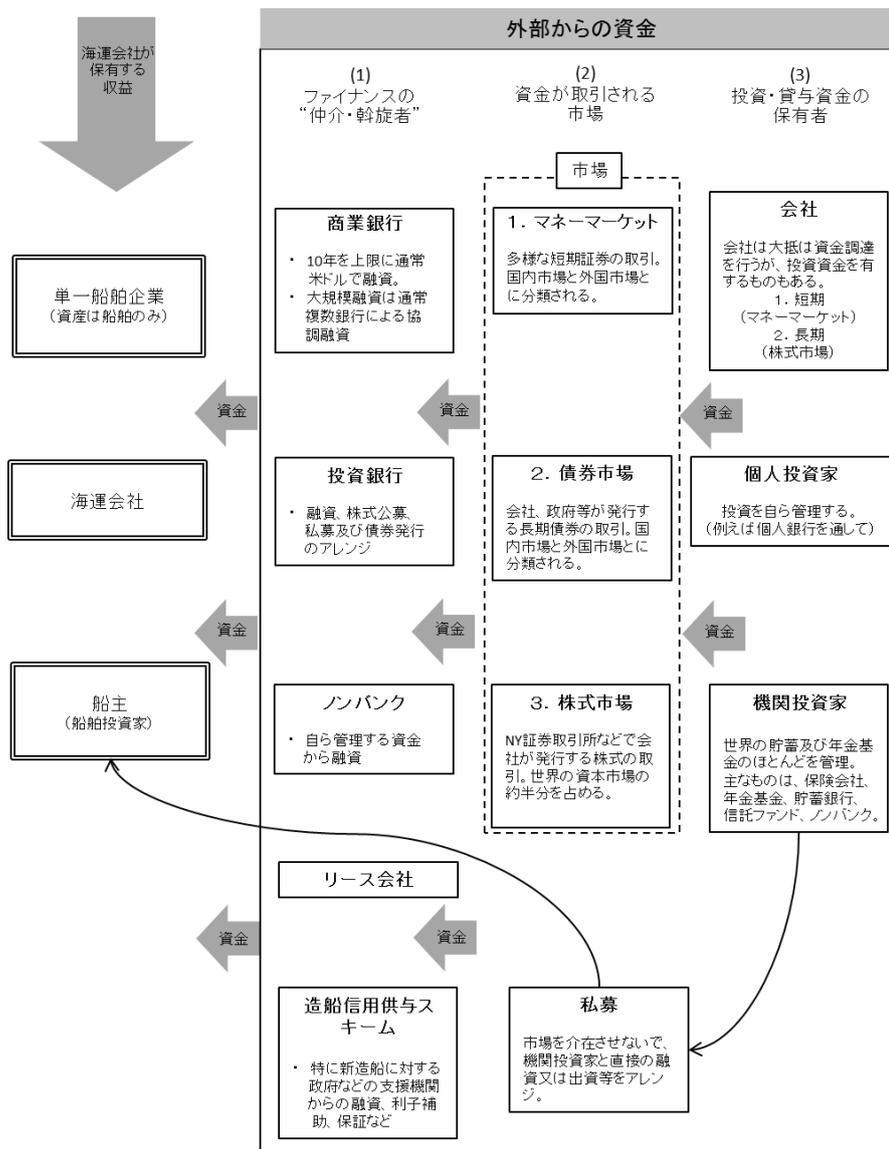
「資本市場」は、銀行融資よりも長期にわたって大きな金額を短期間に調達でき、銀行融資による借入よりもキャッシュフローを有利なものにするが、資本市場に対する会社の知名度が必要であるため、利用できる海運会社は限られている。

### 3. 船舶ファイナンスに関わる主体

Stopford氏は、船舶ファイナンスに関わる主体と資金の流れを次ページの図のように整理している。

図で示されているそれぞれの機能と役割について若干説明すると、海運産業にとって最も重要な資金調達源である商業銀行は、多くが船舶ファイナンス部門を持ち、自己資本及び他人資本(社債発行分及び預金)を原資に融資を行う。2007年には多くの金融機関の海運会社への融資残高が1行当たり10億ドルから200億ドルであったという。自己資本比率規制(バーゼルIIなど)などのために一行で必要額全額を融資できない場合には、複数の銀行による協調融資が行われる。金利、手数料、管理料によって利益を上げる銀行にとっては、金利収入の点では小規模な融資よりも大規模な融資、定期的分割返済よりもバルーン型返済(期限満了時一括返済)が有利であり、また、管理料収入の点では協調融資の幹事銀行を務めることは商業的に魅力がある。

投資銀行は、海運会社が求める協調融資、株式公募、私募、社債発行に対して、通常自己資本を提供することはしないが、いわゆる「目論見書」の作成、「ロードショー」の実施、IPO(新規株式公開)であればIPO価格の決定などを行う。目論見書は、投資等の判断の基礎となる情報として海運会社の事業内容、財務状況等を記すもので、投資家等へのプレゼンテーションツアーであるロードショーとともに、資金調達の可能性を左右する重要なプロセスのひとつである。



【図：船舶ファイナンスに関わる主体と資金の流れ】

出典：前掲書 Figure 7.2(邦訳版 395 頁)をベースに作成

#### 4. まとめ

結局のところ船舶ファイナンスは、①図の各主体やマーケットなどが海運市況に対してどのような認識・見通しを持っているか(今が「 SHIPPING・サイクル」の谷、回復期、ピーク、崩壊期のいずれにあるのかに対する見方を含む。「 SHIPPING・サイクル」については前掲書第 2 部「海運市場の経済学」に詳述。)、②その主体や市場に対する政府による又は自主的な規制がどのようになっているか、③金融市場が全般的にどのような状況にあるか、④税制、⑤リスクとリターンへの見方の変化(安定志向かリスク志向かなど)などに依拠して発展してきたと言える。これらを詳細に分析・研究することが船舶ファイナンスをより良く理解するために不可欠で

ある。プライベートエクイティファンドの台頭について言えば、先進国の金融緩和、金融危機での欧州銀行の間接金融の縮小、リーマン・ショック後のヘッジファンド規制(プライベートエクイティファンドは規制対象に含まれない。)、海運市況が大底を打ったとの見方の広まり、プロダクト船・船価の底値感があると言われるエコシップバルカー・VLGC(超大型 LPG 船)への投資対象の拡大などが冒頭で紹介した記事でも指摘されている。

最後に、Stopford 氏の前掲書では、船舶ファイナンスに関わる主体や市場についてのより詳細な説明や、融資提案書の主要項目(コベナンツを含む。)のほか、船舶ファイナンスにかかるリスクの分析、債務不履行への対処などについても触れられていることを紹介しておく。