

## 特集

# 【解説】船舶投資ファンド オフバランスの有力な受け皿に

船舶投資ファンドが注目を集めている。海運会社が船舶を外部調達(オフバランス化)する需要が引き続き旺盛な中、船主起用の用船やリース取引などに続く“受け皿”として存在感を高めているからだ。しかし、その実態はあまり知られていない。そもそも投資ファンドとは何なのか。船舶投資ファンドの市場規模は拡大していくのか…。日本最大の船舶投資ファンドを運営するアンカー・シップ・インベストメント社の辻肇社長に解説してもらった。



アンカー・シップ・インベストメント社の辻社長

## 橋渡し役

—— 船舶投資ファンドについて解説いただく前に、投資ファンドについての知識を整理したいと思います。ヘッジファンドが金融市場を混乱させたとか、不動産ファンドの資金繰りが厳しくなったとか、投資ファンドがいろいろと話題になっています。そもそも投資ファンドとはどのようなものなのでしょうか。

辻 多くの人からお金を集めてつくった投資基金を「投資ファンド」と呼んでいます。代表的な投資対象は株式、債券といった金融商品ですが、不動産や船舶などの資産も対象になります。もう少しストレートに言えば、儲けが出るものなら何でも対象になります。個人や法人が資産運用の専門家である「投資ファンド」に資金を預け、運用を委託します。投資した株式などから得られる配当や売却益などから、ファンド運営者への手数料、必要経費などを差し引いた後の利益を出資額に応じて投資家に分配します。

—— 投資リターンはどのくらいですか。

辻 リスクを伴う、すなわち元本の保証はない代わりに投資利回りは高めです。年利10～30%程度を期待するのが普通です。投資利回りの優劣は、運用を担当するファンド運営者の手腕次第です。

—— 投資ファンドに期待される役割とは何でしょうか。

辻 投資家と投資案件との橋渡し役としての機能です。企業など投資を受ける方から見れば資金調達の多様化・円滑化につながります。投資ファンドはリスクマネーを円滑・適切に供給する以外にも、経営ノウハウや人材といった資金以外のリソースの提供も行い、企業価値の向上に貢献する場合があります。これまで銀行が担っていた機能を投資ファンドが肩代わってきたとも言えます。

—— 投資家のメリットは。

辻 運用先の多様化です。単独ではできないような大規模な案件、リスクの高い案件への投資が可能になります。運用のプロであるファンド運営者の高度な知識や技術を活用でき、資金の分散投資でリスクを減らすことができます。

## 多種多様なファンド

—— 投資ファンドの一般的な仕組みを教えてください。

辻 まずファンド運営者(General Partner)は、投資家(Limited Partner)から得る管理手数料を費用として使いファンドを運営していきます。ファンド運営の母体として組合を設立しますが、運営者は無限責任組合員として組合運営について無限の責任を負うこと

になります。投資の意思決定機関である投資委員会を運営し、うまくいけば成功報酬として投資ファンドが得た利益の一部の分配を受けます。一方、投資家は有限責任組合員として、出資約束額を限度として責任を負います。管理手数料として出資約束金額の数%（年間）をファンド運営者に支払い、

投資ファンドが獲得した利益の大半を得ることになります。

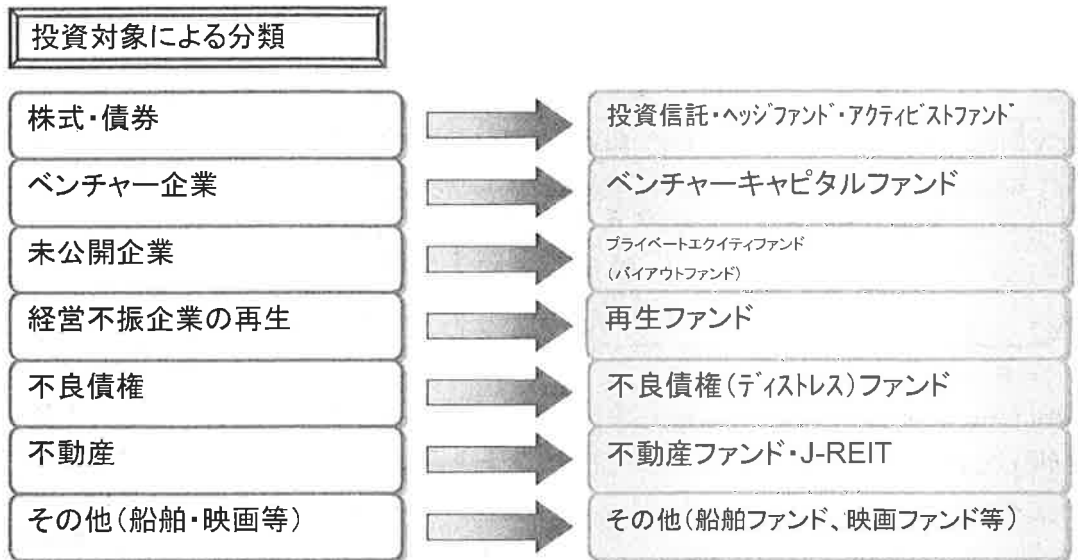
—— 日本における投資ファンドの歴史はどうなっていますか。

辻 1990年代後半からの不良債権処理に伴って投資ファンドが活躍するようになってきました。バブル経済の崩壊に伴い、金融機関の不良債権や債務者企業の過剰債務が深刻化してきた時代です。外資系ファンドや外資系投資銀行が、高値で売り抜くことを目的として日本の金融機関から割安に不良債権を買い漁りました。「ハゲタカファンド」として有名になりましたが、日本の不良債権処理のスピードアップに貢献したともいえます。

2000年代前半からは事業再生ファンドが脚光を浴びます。経営不振企業の事業価値、資産価値に着目したファンドです。外資系ファンドだけではなく、日系の独立系ファンドも積極的に投資活動を展開しました。

そして、最近では健全な企業や多種多様な資産を投資対象とする

## 投資ファンドの種類



さまざまなファンドが登場しています。バイアウトファンド(主に未公開企業に投資)、アクティビストファンド(村上ファンドのように物言う株主)、不動産ファンド(不動産投資信託であるREITもこの範疇)、映画ファンド(映画・アニメのようなコンテンツも対象)などが次々と設立されました。競馬ファンド、アイドルファンド、ワインファンド、ラーメンファンドなど「エッ」というようなユニークなファンドの出現も関心呼びました。

—— 投資ファンドの功罪、そして今後の展望と課題はいかがですか。

辻 投資ファンドは前述のとおり、企業や投資家の選択肢を広げ、金融・経済システムの中で重要な役割を果たしてきました。一方で過度に営利主義に走ることにより、世界的金融危機の拡大に手を貸したり、「ライブドア」「村上ファンド」のように犯罪行為にまで至る事例も出てきています。このため金融市場の健全な発展と投資家保

護を目的として、投資ファンドへの規制が着々と進んでいます。一方で今後は「利潤の極大化」だけでなく「社会貢献」するファンドが拡大していきそうです。地域再生ファンド、社会投資ファンド、エコファンドなどです。

### 新たな“器”のニーズ

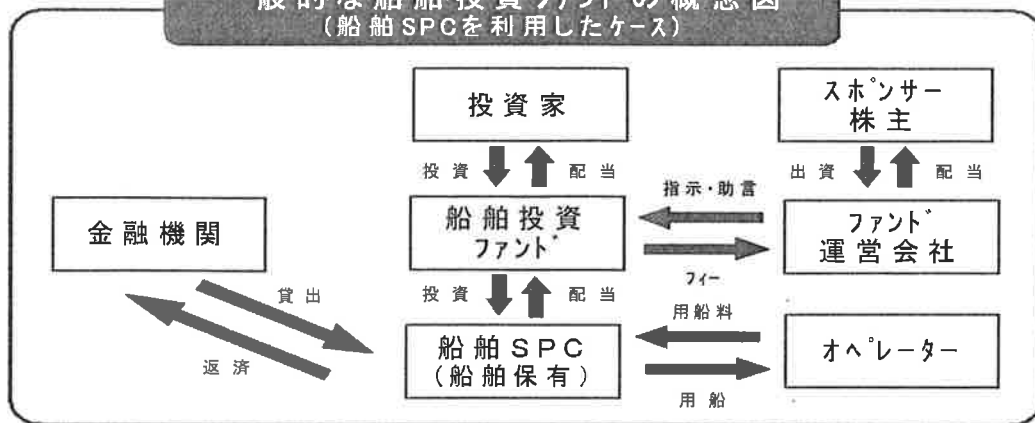
—— 船舶投資ファンドはいつごろから登場してきたのですか。

辻 2006年から07年にかけて国内外で「船舶投資ファンド」が次々と生まれました。日系では「Akebono Capital」(三井物産、エクセノヤマミズ、ユニアジア)、「GSイーグルファンド」(GCM=不動産ファンド運営)、「アンカー・シップ・インベストメント船舶投資ファンド」(みずほ証券ほか)などです。海外勢ではシンガポール系、米系、独系の船舶投資ファンドが相次いでシンガポール取引所に上場しました。いずれもシンガポール政府の優遇税制

(この項、12ページに続く)

特集

一般的な船舶投資ファンドの概念図  
(船舶SPCを利用したケース)



ファンドの魅力は何ですか。

辻 機関投資家も個人投資家も少しでも有利な資産運用を狙う「貯蓄から投資へ」の時代になっています。投資家は株や債券といった金融商品、コモディティ、不動産などの資産に直接あるいはフ

アンド経由で投資していますが、リスク分散の観点から「代替投資」に関心が持たれるようになりました。船舶投資ファンドは目新しさや好調な海運市況から「代替投資」として注目を集めたのです。

—— 収益性はいかがですか。

辻 各船舶ファンド運用会社の試算では配当は年10～20%の見通しとなっています。REITよりは上だけど、他ファンドより低めということで、位置付けとしては海運になじみのある「プロ」好みのミドルリスク、ミドルリターン型の商品と言えるでしょう。オペレーター、船種を多様化させることで投資リスクを分散しています。ただ、投資家層がまだ薄く流動性が乏しいことやファンド運用会社の力量判断が難しいことが船舶投資ファンドの拡大を阻害している点も見逃せません。

—— 船舶投資ファンドのリスクは。

辻 用船料(キャッシュフロー)リスクとしては、用船料を支払うオペレーターのコーポレートリスク、つまり信用リスクがあります。用船期間中、契約どおりの用船料が払えるのか、デフォルトはないのか、といった点です。TradeWinds

「Maritime Finance Incentive」を活用しており、「Akebono Capital」もこのスキームを利用しています。なお、ドイツのKGのように以前から船舶投資ファンドは存在していました。

—— ブームの背景には何があったのでしょうか。

辻 船舶ファイナンスが徐々に変化し、エクイティマーケットへの参入が進んだからです。2000年代半ばから欧米の海運会社のIPO(新規株式公開)が急増しました。これまで非上場、非公開のギリシャ、北欧船主がIPOを切り口に積極的な投資スタイルに変更したのです。投資家サイドもこうした動きについてくる環境になりました。

好調な海運市況も後押ししました。当時、海運業界は空前の好況を迎えており、運賃や船価が歴史的な高水準だったのは周知のとおりです。海運会社は積極的に船隊整備を進め、船舶の需要は急速に増加しました。このため船舶を保有するリスクの抑制、自らの財務上の事情から船舶のオフバランス化が大きな課題となってきました。

—— そのニーズに船舶ファンドが応えたということですね。

辻 従来の解決方法としては、船主の活用ということでギリシャや日本の地方船主などからの用船がありましたし、金融手法の活用ということであればオペレーティングリースや船舶流動化があります。さらなるオフバランス化の仕組み、つまり新しい船舶保有の「器」が必要となってきたということです。

市場規模は拡大へ

—— 船舶ファンドのスキームはどうなっていますか。

辻 ファンドの運営会社がプロジェクトの司令塔になります。ファンド運営会社の指示や助言に基づいて「投資家の投資資金」と「金融機関からの借入」でファンドが資金を調達し、船舶保有SPCを設立して船舶を購入し、オペレーターに用船する形態です。オペレーターが船舶保有SPCに支払う用船料が投資家への配当、金融機関への返済、ファンド運営会社への手数料などの原資になるわけです。

—— 投資家から見た船舶投資

の記事に出ていましたが、先ほどご紹介したGCMの船舶投資ファンドが、用船者からの用船料が滞ったため銀行借入が返済できなくなりデフォルトしました。また短期用船の場合、市況の変動が改定用船料に影響しますので、用船料の変動リスクは大きくなります。定期用船の場合は、船費の変動リスクもあります。このほか、船価(アセット)リスクや為替・金利といったファイナンスリスクも大きなリスクです。

—— 船舶投資ファンドの今後

はいかがですか。

辻 市場規模については、海運会社の船舶需要は今後も旺盛ですし、オフバランス化の必要性も引き続き存在しますので、十分に大きい市場に育つ可能性があると思っています。ただ、ハードルは低くありません。まず、海運市況のボラティリティの高さです。用船料、運賃、船価が%の単位どころではなく、何倍・何分の1で変動し、しかもヘッジが難しいという問題を抱えています。金融情勢に大きく左右される面もあり、船舶は高額

資産で高いレバレッジ比率(金融機関借入に依存)になるので、金融逼迫時の金融機関からの資金調達は困難を極めることとなります。従ってリスクのミニマイズが課題となります。長期の用船契約、船費リスクを負わない裸用船、為替・金利のヘッジ、オペレーターのパークェス・オプション導入など、手堅い運用に軸足をおけば船舶投資ファンドの一層の発展が期待できます。

—— ありがとうございます。

(聞き手：中村直樹)