

海運〈経営・全般〉

2020年2月7日

複雑化する船舶金融

《連載》船舶投融资対談〈下〉

稼ぐ難易度上がる船舶投資



篠田氏（左）、林氏（右）

■リターンが低下

司会 船舶投資の話に移りたい。船舶への投資には過剰発注、環境対策、用船期間の短期化などいろいろな問題がある。船舶投資の問題点や課題についてお聞きしたい。

篠田「船を供給できる能力が過去10年間で圧倒的に増えてきたので、それを前提に投資を考えていけないといけない。船がどこにでもあるという時代が来て、用船者の選択肢は増えているが、船に投資してリターンを上げることは明らかに難しくなっている。このためわれわれの場合は切り口を少し変えて、用船ありきの発想から抜け出そうということで、事業会社への投資などに網を張るような形に変えている。船を持つことだけが商売ではない。われわれは用船先が何をやっているのかということを勉強して、もっと先まで知識を広げていこうという発想でやっている」

林「冒頭紹介したが、当社も保有船という形で実際にバルカー、コンテナ船とガス船を持っている。保有の形の1つとして、例えばある海事企業とのジョイントベンチャー（JV）で船舶を所有している。そのパフォーマンスを見ると、株式市場と同じようになってきたと感じている。市場連動のインデックス型を『ベータ』と言い、差別化を図るファンドマネージャーのようなバリューを『アルファ』と言うが、今まで船ではアルファを取れていた。良いオーナーや良い船種であったり、タイミング良く仕込んで良い用船先を付けてアセットプレーと用船プレーを上手く組み合わせたりすることで、BDIに比べて稼げていた。しかし、用船料がインデックス化されてきていることもあって、株式投資と同じく、年々アルファからベータの時代への移行が進んでいる。株式投資で言えば、アクティブファンドではなくてパッシブファンドだ。実際に船舶に資金を投入している人たちも、パッシブマインドの人たちが増えてきている。投資の差別化が難しくなっているのは間違いない」

司会 インデックス化の弊害が指摘されるようになった。

林「インデックス化が起きていることを非常に危惧している。インデックスやマーケットができることで市場の厚みは増すが、用船期間の短縮化といった、いろいろな弊害が出てきている。アセットなど違う切り口で見ないといけなのに、結局、インデックス化によって全部、型に収まってしまう。そうするとファンドがコモディティになってくる」

司会 アンカーが『アルファ』を取れている理由は。

篠田「銀行時代の先輩方の財産ということもあるが、小さな会社なので皆で道を定めてそこにひたすら向かっているということはある。われわれのテーマとして海外の用船者をどう位置付けるかが常にあるが、われわれとしては日本のオペレーター、日本の海運業界にこだわり、今後もその方針でいきたい。それはこの国への思い入れは当然ながら、例えば用船条件は海外よりも明らかに厳しい一方、日常のコミュニケーションをしっかりと取れることの重みはとても大きいからだ。日々会話をしていることで知り得る情報というのは何事にも代えがたい。先ほどのマーケットインデックスに反映されていない部分が、われわれの中に入ってくるこういった情報だ。船舶を発注する前にはさまざまな議論があるわけだが、その議論にどれだけ入れるかというのがわれわれの付加価値そのものだと思っている。この点はずっと維持していかないといけないし、もっと学び深めていかないといけない。情報を受け取るだけでなく、仮説を立てて日常の会話に臨み、修正しながらいくつかのプロジェクトを形にしてきたことがアルファなのだろう。このアルファとベータの議論は、当社だけでなくさまざまな場面で活用できるとも面白い切り口だと思う」

■アセット融資が課題

司会 船舶に投資しにくくなった要因には用船期間の短期化と環境対応の不透明さがあると

思うが、その点についてどのように考えるか。

林「コーポレートファイナンスとプロジェクトファイナンス、この2つを掛け合わせて最終的に案件を通すか通さないかというのが日本の金融機関のリスクモデルになっている。日本の金融機関にはアセットファイナンスの要素が欠けているが、結局最後は出口評価、つまりアセット、物件価値なのではないか。過去30年近いデータベースを持っているクレディ・アグリコル、BNPパリバ、DVBといった金融機関は、蓄積してきたデータを活用している。このためアセットプレーの案件に対して与信ができるわけだが、残念ながら日本の金融機関にはそれが皆無に等しい。日本の金融機関の信用モデルでは用船期間が長期であればあるほど良いから、LTV（ローン・ツー・バリュー）も高いし、マージンも薄い。われわれリース会社も物件価値で見るということが実はまだできていない部分もあるので、課題になる。どのリース会社もおそらく同じ課題を抱えている。特に用船短期化が進む中では、アセットファイナンスへの取り組みが必要不可欠になるだろう」

篠田「われわれも過去に10隻くらい関係者のさまざまな事情から船舶保有をファンド外で取り組んだ実績があるが、中にはアセットリスクが顕在化してしまったものもあった。そこで感じたことは、膨大な手間はかかるが、それに対するリターンが限られているということだ。アセットリスクを取るファイナンス、アセットリスクを取る投資は平時はともかく、非常に難しい。出口をきちんと用意して、こういう仕掛けがあるから大丈夫ということでアセットリスクを取らないといけない。不動産では比較的やりやすいが、船では難しいため知恵が必要だ」

司会 環境対応についてはどうか。

林「われわれも自社船を持っているが、環境対応は不透明な部分が多い。船に対して投融资する立場からすると不安になる。スクラバーを付けるのか付けないのかなど、われわれも試行錯誤でやっている。LNG焚きの二元燃料もあって混沌としていて、われわれファイナンサーからすると案件が持ち込まれてもリスク判断のしようがないので見合わせるしかない。環境問題のところはよく分からないというのが正直なところだ」

篠田「用船者の議論を一生懸命聞いてフォローするしかない。この問題は船だけでなく全世界的な環境保護に対する議論のさなかにある。われわれ船の持ち手が判断できることを超えているので、関係者と相談していかないといけない。誰かが一方的にリスクを背負うものではないだろう」

司会 今後の船舶投資についてはどうか。

篠田「長期用船を中心とした従来型だけを続けることへの希望は限定的と言わざるを得ない。一方でアセットの価格変動を狙った投資から得られるリターンは、過去と比べて潜在供給圧力の観点から大きくはならないと考えている。船を持って用船に出すことだけではなく、もう少し背景などを案件の管理者がしっかり考えた上で投資をしていくことが必要だ。関係者と情報共有を図ることで皆のリスクを減らしていく努力をしていかなければならない」

林「今は船主の多くがLNG船に投資したいと話すが、LNG船はリスクが大きい割に適正なリターンが確保できないと見ている。わたしはリスク・リターンの観点から、残存者利益が期待できるタンカーが狙い目ではないかと思う。今までに建造された船の数を見てもタンカーは少ない。アフラマックス、スエズマックス、VLCCのリプレース需要が見込める。特にアフラマックスとスエズマックスの船齢10～15年船に個人的には注目している。20歳に近づく石油メジャーも使わなくなるので、リプレース需要が出てくるだろう。現在でもスエズマックスを発注している船主は少なくない」

篠田「投資はリスクの計量だけでなく、投下資本とリターンのバランスも重要だ。例えばLNG船の場合、投下資本は他の一般商船と比べて大きく、その分ファイナンスの難度も上がる。この場合のリターンをどう考えるべきなのか。限られた関係者の取り分の中で知恵を絞れる余地があるかどうかを見極めないといけない。そのあたりも勉強しつつ、郵船クルーズへの出資やShippioへの出資のように、投資後の広がりも視野に入れながら固定観念にとらわれずにやっていきたい」

司会 対談を終了します。本日はありがとうございました。