

シップファイナンス

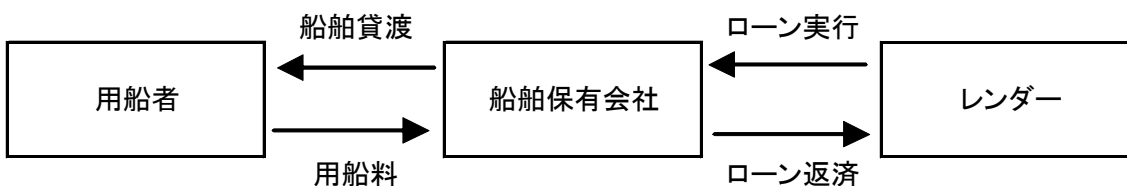
1. シップファイナンスとは

シップファイナンスとは、船舶取得とその船舶の運用から生じるキャッシュフローを背景とした資金調達のひとつです。船主等、特定の企業の信用力に依拠した資金調達も含まれますが、本稿では、船舶が創出するキャッシュフローや船舶価値に依拠した資金調達を前提に格付手法を示します。格付けの対象は、ローン、債券、匿名組合出資金返還請求権といった様々な形態が考えられるほか、キャッシュフロー、担保によってトランピングがなされることもあります。

キャッシュフローに依拠した資金調達であるという点で、「プロジェクトファイナンス」や「事業の証券化(WBS)」などと類似した点がありますが、海運業界に独特の事情を勘案する必要があるなど、シップファイナンス独自の審査ポイントもあります。

2. 一般的なスキーム

案件によりスキームは異なりますが、中核となる部分の基本的なスキームは下記のとおりです。



船舶保有会社は、ローンで調達した資金により船舶を購入・保有し、用船者に貸し渡します。用船者は船舶保有会社に用船料を支払い、船舶保有会社は用船料から必要コストを控除したキャッシュフローを原資にローン元利金の返済を行います。

船舶保有会社は、パナマなど海外に設立された、船舶保有のみを目的としたSPCであることが多くなっています。船舶保有会社の実質的な管理・運営主体は、オペレーター(船舶運航事業者)の他、船主(船舶貸渡業者)、リース会社、商社、ファンド運営会社など多岐に亘っています。用船者とは、実際に船舶の運航を行い荷主から運賃を受領する、いわゆる海運会社です。

3. 分析のポイント

シップファイナンスの格付けに必要な分析は、(1)案件概要の把握、(2)用船者に関する分析、(3)キャッシュフローに関する分析、(4)ストラクチャーに関する分析に大別されます。返済原資の中核は用船料であり、船舶の特性をはじめ案件の概要を把握すると同時に、用船料の負担者である用船者の信用力を分析することが重要です。続いて、ローン返済に十分なキャッシュフロー水準を確保できているか、キャッシュフローの変動リスクを抑制するためにどのような措置が講じられているかを中心に分析します。さらに創出されるキャッシュフローを確実に捕捉し返済に充当できるか、万一返済に支障が生じ

た際に円滑に担保権を行使できるかなど、契約関係を中心にストラクチャーの審査を行います。

これらの分析を行った後に、ストラクチャーに大きな瑕疵がないことを前提に、用船者に関する分析とキャッシュフローに関する分析の結果を中心に格付を付与します。

#### (1) 案件概要の把握

ローンの対象となる船舶の船種、規模(サイズ)、スペックなどを把握するとともに、海運マーケットの状況、関連する法規などの情報収集を行ない、返済原資に与える影響を確認します。

#### (2) 用船者に関する分析

JCR が定める「コーポレートの格付手法」に基づき、分析を行います。用船者が海運会社の SPC である場合、用船料支払いについて海運会社による履行保証などをとるケースもあります。

#### (3) キャッシュフローに関する分析

一般的なシップファイナンスでは、特段の支障なく船舶貸し渡しが行われている間は、用船料から必要コストを控除したキャッシュフローを原資としてローンの元利金返済が行われます。ローンの最終期日に一定規模の残高(いわゆるバルーン部分)がある場合、リファイナンスまたは船舶売却により返済を行います。また、万一、ローンの途中で返済に支障が発生した場合、船舶の任意売却や担保処分によりローンの回収を行うこともあります。

したがって、シップファイナンスにおけるキャッシュフロー分析では、船舶貸渡に伴うキャッシュフローと、船舶売却に伴って受領するキャッシュフローの分析が重要です。

#### ① 船舶貸渡に伴うキャッシュフロー

船舶貸渡に伴うキャッシュフローに関する分析では、キャッシュイン、キャッシュアウトの水準とその変動リスク、そのリスクを抑制する手立てを確認します。標準的に想定されるケースの分析に加え、様々な形でストレスシナリオを想定し、キャッシュフローシートを活用して、定量的な分析を行い、債務償還能力を評価していきます。

キャッシュインについては、用船料の分析が最も重要です。用船料の水準と変動リスクの分析では、用船契約などに基づき、主に下記の事項を確認します。

- ・ 用船期間がローン期間をすべてカバーしているかどうか
- ・ 用船契約期間すべてにわたり用船料水準が決定されており、船舶保有会社にとって不利益な変更が抑止されているか
- ・ オフ・ハイヤー条項や契約解除の条項が標準的なものから逸脱していないか
- ・ 実質的な船舶管理会社の能力や実績を勘案し、用船料が受領できなくなるリスクが抑制されているか
- ・ 入渠など事前に想定される事態が発生した場合にも、十分なキャッシュフローが確保できるかどうか

用船料の通貨とローン通貨が異なる場合、為替変動に対する耐久力を確認します。用船料を米ドルなど外貨で受領し、円貨に換算した後にローンの元利金弁済に充当する場合、船舶保有会社は為替リスクを負担していることとなります。具体的には、円高進行時には、円ベースでのキャッシュインが目減りするリスクがあります。こうしたケースでは、どの程度の為替水準までローン返済原資に不足が生じないか確認します。また、円高進行時にリスクを抑制する仕組みが講じられている場合には、その効果もあわせて分析します。

キャッシュアウトの分析にあたっては、船舶管理費と金利を中心に審査を行います。

船舶管理費については、まず、用船契約の種類、負担すべきコストの内容を把握します。裸用船契約では、船舶保有会社が負担するコストは限定的なものに止まります。一方、定期用船契約の場合、船舶保有会社は船員費、潤滑油のコスト、修理・検査に関する費用などを負担します。審査対象案件において、標準的なケースとして想定されているこれらの費用の水準の妥当性を確認するとともに、これらのコストが上昇した際、どの程度までローン返済に必要なキャッシュフローが確保できるか分析します。

金利については、ローン契約ないしスワップ契約などにより金利が固定されているかどうかを確認します。変動金利の場合には、標準的に想定している金利水準や金利上昇時の感応度などを確認します。

## ②船舶売却に伴って受領するキャッシュフロー

船舶売却に伴って受領するキャッシュフローの分析では、ローン残高と船舶価値のバランス(LTV)が重要です。船舶価値については、当該船舶の簿価や鑑定評価などに加え、調査会社などが公表している中古船の市中相場などを参考に判断します。過去の事例では、船腹需給、新造船価格、中古船価格とも比較的ボラティリティが高く、短期間で大幅に変動したケースも多いため、慎重な判断が必要と考えています。

また、船舶の売却は、市中売却の他、用船者への売却も想定されます。それぞれの場合について、キャッシュフロー実現の蓋然性、市況などを検討します。

## ③分析に使用する主要な指標

キャッシュフロー分析における、重要な定量的な指標は、下記のとおり整理できます。

- ・ DSCR、IRR、LLCR
- ・ 損益分岐点、諸条件悪化時のキャッシュフローの均衡点
- ・ LTV

## ④その他の重要なリスクの評価

### i) 完工リスク

船舶建造中の中間支払いに充当されるシップファイナンスでは、船舶の完工リスクを勘案する必要があります。造船会社の起工能力や信用力、造船会社に支払った前受金の返還請求権に対する担保設定状

況、造船契約の譲渡担保設定状況、船舶竣工後の用船契約成立の確度などを総合的に判断します。場合によっては、建造期間中は予備格付のみの付与とし、竣工後に本格付を付与するケースもあります。

#### ii) バルーン部分のリファイナンスリスク

ローンの最終期日に一定規模の残高(いわゆるバルーン部分)がある場合、船舶の売却でなく、リファイナンスによって既存のローンを弁済することもあります。この際には、必要なリファイナンス額と、その後当該船舶が創出すると想定しうるキャッシュフローのバランスについて、レンダーなど投資家が納得する水準を維持できるかどうか審査していく必要があります。これにあたっては、当該船舶の性質、その時点での海運マーケットの概況、金融環境などを総合的に勘案し、リファイナンスリスクを分析していきます。

#### (4) ストラクチャーに関する分析

##### ① 関連当事者からの倒産隔離

シップファイナンスの中には、キャッシュフローの経路や運営の実態を勘案すると、関連当事者(船舶保有会社の実質的な管理・運営主体など)からの倒産隔離が十分とは言えないケースもあります。代表的なものとして、船主起用案件で船主のデフォルトリスクを完全に隔離しきれていない例があります。こうした場合、悪影響の程度と悪影響を抑制するために講じられている施策の内容を調査します。

##### ② 担保、保全に関する事項

シップファイナンスでは、船舶が創出するすべてのキャッシュフローを返済原資としていますので、債権者がこれを確実に捕捉できること、万一返済に支障が生じた際に円滑に担保権を行使できることなどが、契約で定められているかどうか重要なポイントとなります。

一例として、一般的な案件では、下記の内容が契約で定められていることが想定されています。

- ・用船契約やローン契約により、船舶の品質(船籍、船級などを含む)が維持されること
- ・ローン契約のコベナンツなどにより、SPCがローン弁済に不利益となる行動を起こさないこと
- ・ローン弁済に支障をきたさないよう、ウォーターフォールをはじめとする、キャッシュフロー管理、口座管理がなされること
- ・適切な保険が付保されていること
- ・主要な担保設定(船舶担保、用船料譲渡担保、保険金請求権譲渡担保など)が確実になされていること

#### 4. モニタリングにおけるポイント

シップファイナンスにおいても、恒常的なモニタリング、格付けのレビューを行うことを原則としています。既述のポイントを中心に分析を行います。特に下記の事項の変化を重視しています。

- ・船舶の運航状況(事故発生の有無を含む)
- ・関係当事者の業務遂行力、信用力

- ・ 関連契約の履行状況、変更の可能性
- ・ 為替、船舶管理費、金利などキャッシュフローに影響を与えうる要因の変化
- ・ 海運マーケット、法制、税制など外部環境の変化

以上