

(最終更新日：2012年6月1日)

シッフファイナンス

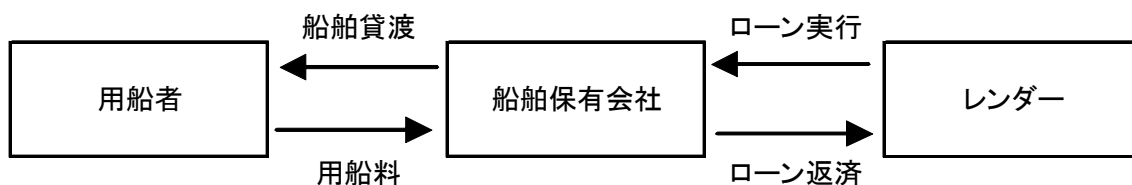
1. シッフファイナンスとは

シッフファイナンスとは、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ある。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るが、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す。格付の対象は、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シングがなされることもある。

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るが、海運業界に独特の事情を勘案する必要があるなど、シッフファイナンス独自の評価ポイントもある。

2. 一般的なスキーム

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



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う。

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、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る。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ある。

3. 分析のポイント

シッフファイナンスの格付に必要な分析は、(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る。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ある。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する。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う。

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する。

(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する。

(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、分析を行う。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る。

(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弁済が行われる。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弁済を行う。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る。

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ある。

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する。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くこととなる。

キャッシュインについては、用船料の分析が最も重要である。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する。

- ・ 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する。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になる。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る。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する。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する。

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う。

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する。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る。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する。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する。

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する。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する。

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）が重要である。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する。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、慎重な判断が必要である。

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、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、市況などを検討する。

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る。

- ・ 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る。造船会社の建造能力や信用力、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

を総合的に判断する。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る。

(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る。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る。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する。

(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る。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、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する。

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するため、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が重要なポイントとなる。

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る。

- ・ 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
- ・ ローン契約のコバナンツなどにより、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、格付のレビューを行うことを原則としている。既述のポイントを中心に分析を行うが、特に下記の事項の変化を重視している。

- ・ 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

◆留意事項

本文書に記載された情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報はJCRの意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.
信用格付業者 金融庁長官（格付）第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル