

Ⅱ-2-5. 海運 —A.P.Moller-Maersk の事業ポートフォリオ戦略

【要約】

- ◆ 大手海運会社はリーマンショック以降の需給悪化、原油価格高騰を主因に苦しい決算が続いているが、A.P.Moller-Maersk は、早期に黒字化、収益改善を果たしている。
- ◆ Maersk は、主業であるコンテナ船事業で他社に先駆け ULCS を新造発注し、バンカーコストを中心としたユニットコスト削減に繋げ、収益性を改善している。
- ◆ 投資に当たっては、有望な投資分野を見極め、積極的な事業ポートフォリオの組換えにより投資資金を捻出し、積極投資による収益改善と財務体質の維持を両立させている。
- ◆ 大手邦船社は LNG 船事業等で積極的に投資している。長期的には安定利益に繋がる一方、短期的には財務体質悪化が懸念される中、Maersk の取組は参考になる。

1. はじめに

海運業は欧州とともに発展してきた

現在、世界の物流、特に原料等の大量輸送をグローバルベースで担っているのは海運である。その海運発展の歴史は、欧州の歴史と重なる。例えば、喜望峰を発見したバルトロメウ・ディアスはポルトガルの、アメリカ大陸を発見したコロンブスはスペインの支援を受けていたように、ルネッサンス以降の世界史をリードしてきた欧州の発展と海運業は密接な関係にあると言える。

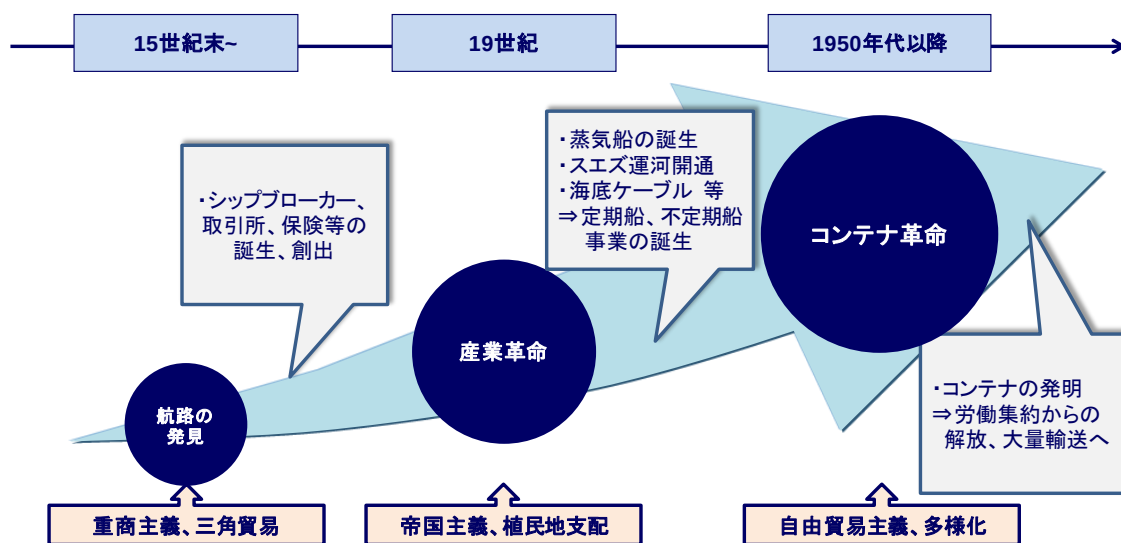
海運の発展には 3 段階の大きな飛躍があった。1 段目は、大航海時代とその後の重商主義の発展段階において、様々な世界航路が発見され、国際貿易が盛んとなった時期である。国際輸送を担った海運は、ロンドンを中心として、体制整備が進み、シッブブローカーや取引所、また各種保険等が設立された。現在も脈々と続く「海事センター:ロンドン」の誕生である。

2 段目は、18 世紀末以降の産業革命の時期である。蒸気機関や鋼鉄の船殻、スクリュー・プロペラが開発されるとともに、海底ケーブル網の敷設により通信技術が飛躍的に発展したことから、海運業は飛躍的に発展した。また、スエズ運河が開通し、欧州とアジアの輸送日数が大幅に短期化した。

3 段目は、1950 年代のコンテナ革命である。コンテナ導入により、輸送単位の規格化、荷役能率の向上、陸・海を通じた一貫輸送が可能となった。コンテナ輸送は、1950 年代にまず米国内陸輸送で発達し、1960 年代には海上輸送にも用いられ、現在に至るコンテナ船の歴史がスタートした。

この間、欧州は一貫して海運業の中心地としての地位を確保してきた。足許では、世界各地からアジアの輸送が多く、アジアの存在感は高まっているが、海運における金融・情報・仲介等のビジネスは未だに欧州、特にロンドンが中心に位置している。海運は欧州にとって重要な産業である(【図表 1】)。

【図表1】 海運業発展の歴史

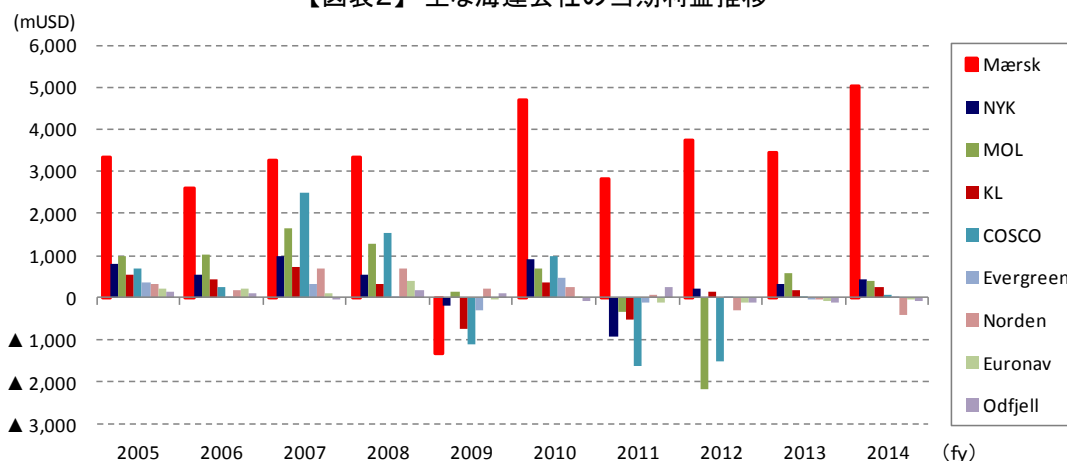


(出所) みずほ銀行産業調査部作成

海運業の業績は
非常にボラタイル

近時の海運業は、2000 年代初頭の黄金期から、リーマンショックを境にして、低迷期へと劇的に変化した。例えば、バルカー市況を代表する BDI¹は、2008 年 5 月に史上最高値 11,793 をつけた後、7 ヶ月後には、663 まで急落した。こうした市況の乱高下により、海運業界を代表する大手船社は 2009 年度や 2011 年度には軒並み赤字計上を余儀なくされ、現在もその回復途上にある。また代表的船種であるコンテナ船事業についても、非常にボラタイルな収支を強いられている(【図表 2、3】)。

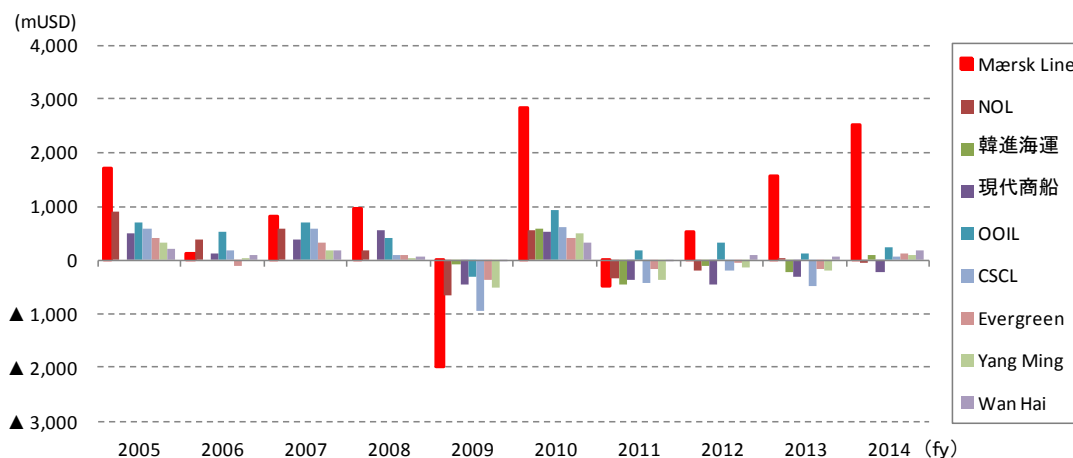
【図表2】 主な海運会社の当期利益推移



(出所) 各社開示資料よりみずほ銀行産業調査部作成

¹ Baltic Dry Index の略。バルチック海運取引所が毎日発表する不定期船の運賃指数(1985 年 1 月 4 日を 1,000 と規定)。

【図表3】 主なコンテナ船社の営業利益推移



(出所) 各社開示資料よりみずほ銀行産業調査部作成

構造的問題① 自ら供給過剰を 誘引

こうした背景には、海運業の大きく2点の構造的な問題が挙げられる。1点目は、積極的な船舶投資が他社の危機感、投資意欲を煽り、結果的に自ら供給過剰、運賃市況低迷を誘引し易いという点である。造船技術の進歩により、燃費効率は日進月歩で改善されている。「船で運ぶ」という輸送サービス自体の差別化が困難な状況においては、規模拡大によるシェア拡大、もしくはコスト削減による損益分岐点の引き下げが重要な施策となるが、新造船の整備はそのいずれも充足する為、選択され易い。然しながら、仮に、他社が新造船を発注する中、自社は見送りとなると、自社の相対的なシェア低下、及び燃費効率悪化を招くことになる。その為、他社が新造発注しないことを期待しつつ自社は新造発注を行う、という選択を取ることが多い。その結果、大半の船社が新造発注を行い自ら供給過剰を誘発してしまうという、所謂「囚人のジレンマ」に陥ることが多い。

構造的問題② 外部要因の影響 大

2点目は自社でコントロールできない外部要因(景気動向、原油価格動向等)の影響を受けやすい構造という点である。船舶は新造発注してから竣工まで2~3年程度タイムラグがあり、その間に需要が急落した場合、需給緩和懸念で市況は悪化する。その結果、船舶が竣工した際には市況は低迷しており、不採算となる場合がある。また、原油価格の上昇に連動して重油を主体とするバンカーコストが上昇する為、コスト増加から採算が悪化する。

リーマンショック以降の海運業は、需要の急落、「2010年問題」と称される大量の発注残とその竣工に伴う慢性的な供給過剰、及び原油価格高騰が重なり、各社とも苦しい業績となっている。

Maersk はいち早く 業績を回復

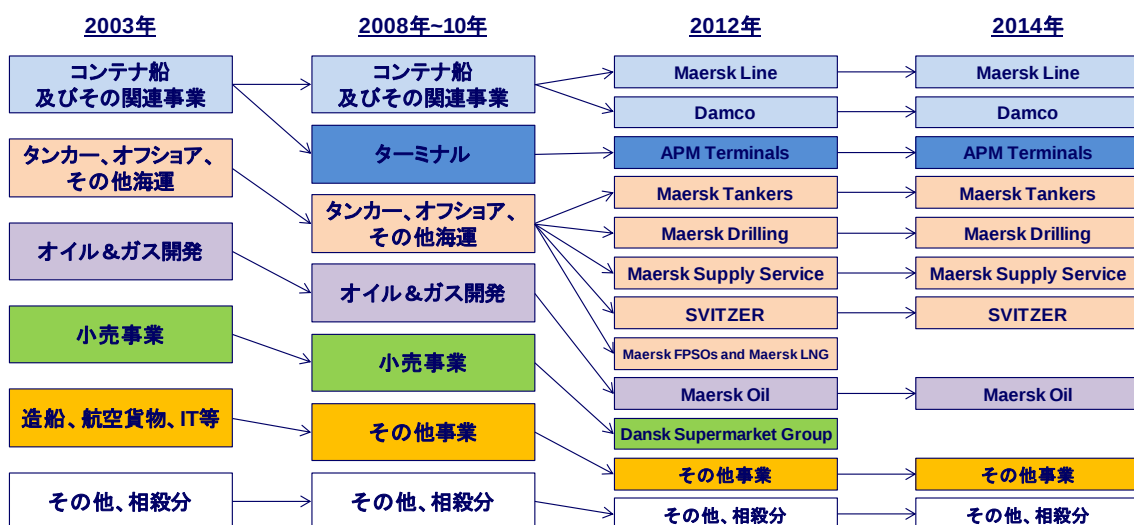
然しながら、海運業界において、収益額、及びその改善スピードが突出している企業がある。デンマークでコンテナ船を中心に多くの船種を有し、また非海運事業も展開する A.P.Moller-Maersk (以下、Maersk) である。本稿では、Maersk のポートフォリオ戦略、及びコンテナ船事業戦略、を中心に分析し、我が国海運業界への提言に繋げていきたい。

2. A.P.Moller-Maersk とは

Maersk はコンテナ船事業を中心としたコングロマリット

Maersk は、1904年にデンマークで設立された。定期船(コンテナ船)事業を中心に業容を拡大する一方、不定期船事業や非海運事業も拡大させ、コングロマリットを形成している。特に、1990年代以降は積極的な M&A により現在、世界の物流の一翼を担っている。また統治形態としては、事業毎に別法人を設立・運営し、全体を監理・統括する HD 体制を取っている。現在の事業ポートフォリオは、主に①コンテナ船、②ターミナル、③その他海運、④石油・ガス、⑤その他に大別できる(【図表 4】)。

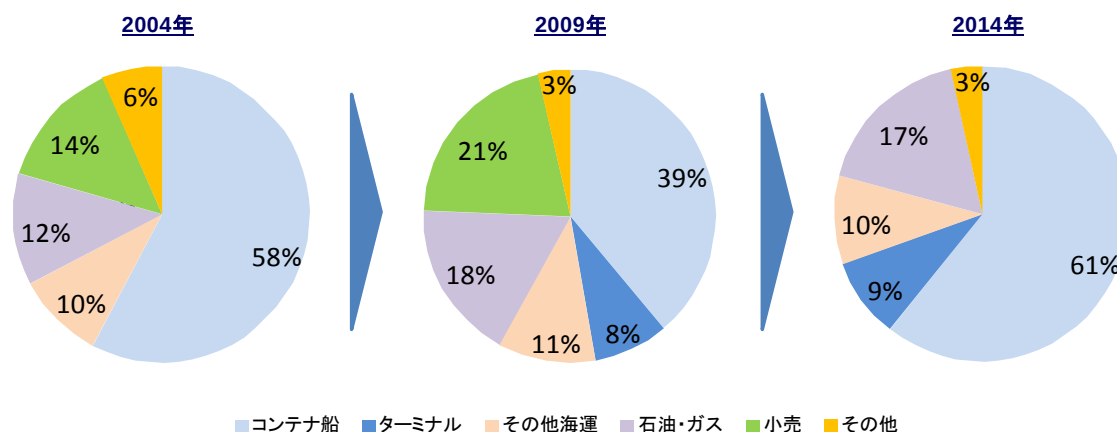
【図表 4】 Maersk の事業ポートフォリオの変遷



(出所) 当社 Annual report 等よりみずほ銀行産業調査部作成

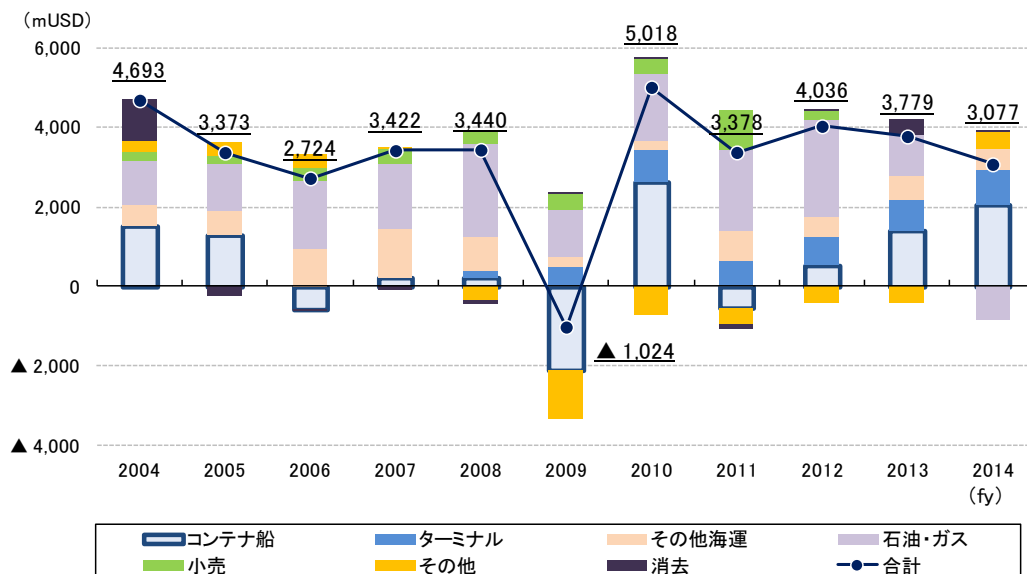
事業ポートフォリオを概観すると、事業別売上高シェアではコンテナ船事業がトップシェアを占め中核を成しているが、利益面ではボラタイルであり、赤字を余儀なくされる場面も多くあった。一方で、石油・ガス事業は長らく安定的な利益を計上し、連結業績を下支えしてきた。足許では、原油価格下落を受け、石油・ガス事業は赤字を計上しているが、コンテナ船事業は黒字に回復している(【図表 5、6】)。Maersk の事業ポートフォリオは、各セグメント毎に収益を追求し、かつ損益面で補完関係にあるといえる。

【図表 5】 Maersk の売上高におけるセグメント別シェアの推移



(出所) 当社 Annual report 等よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表6】 Maersk の当期利益におけるセグメント別シェアの推移

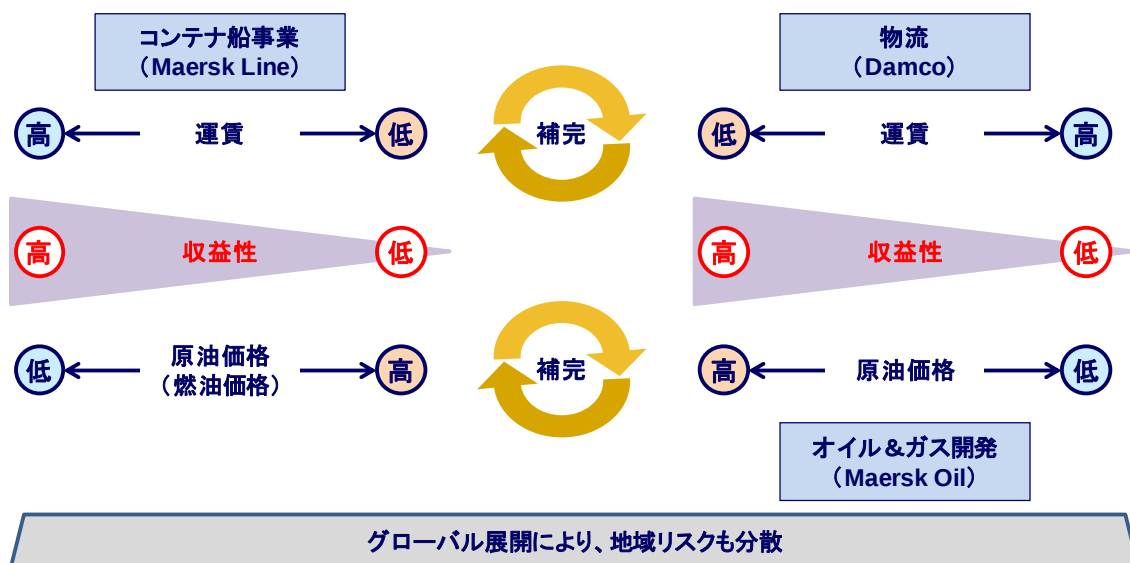


(出所) 当社 Annual report 等よりみずほ銀行産業調査部作成

ナチュラルヘッジ
効果を齎す事業
ポートフォリオ

これを、事業内容面から考察したい。例えば、コンテナ船事業と物流事業は、「運賃」においてトレードオフの関係にある。即ち、コンテナ船事業にとって物流企業は「顧客」であり、交渉相手である。コンテナ運賃が高ければ、コンテナ船事業は高収益となる一方、物流事業は (Maersk を利用しなくとも) 高コストとなる。またコンテナ船事業と石油・ガス事業は、原油価格においてトレードオフの関係にある。原油価格が上昇すれば、海底油田・ガス田を手掛ける石油・開発部門の収益性は高まる一方、船舶の燃料価格は上昇する。このように、グループ間でナチュラルヘッジ効果を齎す収益補完関係にあるとも言える (【図表 7】)。

【図表7】 ナチュラルヘッジ効果



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

柔軟に事業ポートフォリオを組換

また、Maersk の事業ポートフォリオにおける特徴的な事象として、事業別売上高のシェアが時代と共に大きく変遷している点が挙げられる（【図表 5】）。足許ではコンテナ船事業のシェアが高まっており、資源配分（投資）においても ULCS²投資に代表されるコンテナ船事業への傾注が窺える。一方で、その他海運事業等で積極的な事業売却も実施しており、2009 年～2014 年において、11.3 十億米ドルの資金を捻出している（【図表 8】）。Maersk は ROIC³に基づき投資判断を行っている旨を表明しており、こうした柔軟な事業ポートフォリオの組換により、次世代への投資資金を捻出し、その時々儲かる事業へ投資していると考えられる。

【図表 8】 Maersk の主な M&A 実績

	買収・投資	売却・再編
コンテナ船	・シーランド買収(1999) ・P&O ネドロイド買収(2005) ・地域毎の域内船社設立 →アジア(2008)、欧州(2011)、米州(2014)	・南アフリカ航路の営業権を売却 → 商船三井(2005) ・ノーフォークライン売却 → DFDS(2006) ・米国シャーシリース会社売却(2012)
タンカー等 その他海運	・ホーグ・オートライナーズへ出資(2008) ・プロストロム<小型LPG船>買収(2008)	・フェリー事業売却 → DFDS(2009) ・LNG事業売却 → Teekay、丸紅(2011) ・小型LPG事業売却 → ナビゲーター・ガス(2012) ・小型プロダクト船(欧州)売却(2012) ・VLGC事業売却 → BWグループ(2013) ・小型プロダクト船(シンガ)売却(2013) ・VLCC事業売却 → Euronav(2014)
Oil&Gas	—	・ブラジル2鉱区売却(2014)
小売業	—	・Dansk売却 → ソーリング(2014)
その他事業	—	・造船事業から撤退(2009) ・銀行事業を売却(2015) 等



2009年～2014年において、事業売却により11.3bnUSDの資金を捻出

(出所) 当社 Annual report 等よりみずほ銀行産業調査部作成

Maersk の事業ポートフォリオ戦略とは、事業間のナチュラルヘッジ効果を維持しつつ、時代に即して投資分野を見極め、柔軟に事業ポートフォリオを組換え投資資金を捻出し、儲かる事業に集中投資する戦略と考えられる。確かに、冒頭述べた通り、Maersk のコンテナ船事業の近時利益水準は圧倒的である。では、何故、Maersk のコンテナ船事業はこんなにも好業績なのか。次節では ULCS 投資を中心に、Maersk のコンテナ船事業戦略について考察したい。

3. A.P.Moller-Maersk のコンテナ船事業戦略

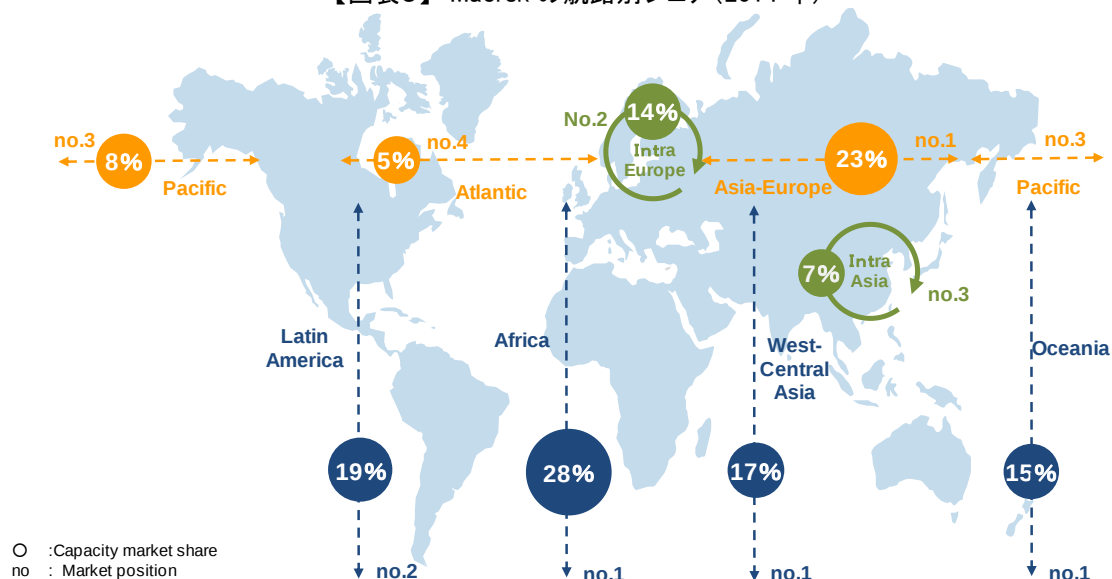
Maersk はコンテナ船業界でトップシェア

Maersk のコンテナ船事業は、主に Maersk Line が中心となって担っている。Maersk Line は、Asia-Europe 航路等の基幹航路において大型船を中心に運航している。また、欧州域内、アジア域内、北米域内では各々事業会社を有しており、小型船中心に木目細かい航路網を形成。2014 年度の航路別シェアでは、Asia-Europe、Africa、Oceania 航路でトップシェアを占めると共に、その他の航路でも概ね上位のシェアを有している（【図表 9】）。

² Ultra Large Container Ships の略。本稿では 12,000TEU 以上の大型コンテナ船と定義。

³ Return On Invested Capital の略。投下資本利益率と訳し、ROIC = NOPAT ÷ 投下資本で算出。

【図表9】 Maersk の航路別シェア(2014 年)

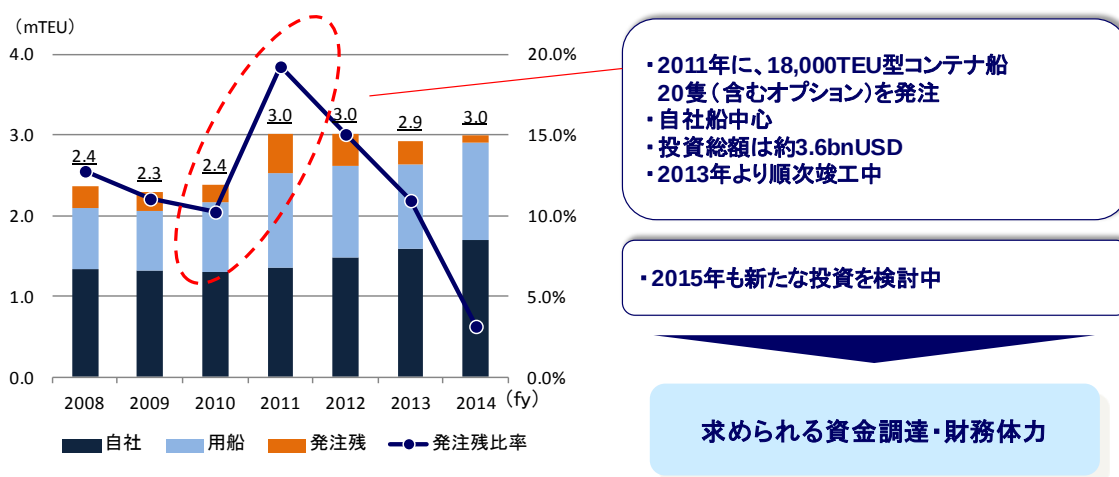


(出所) 当社 Annual report 等よりみずほ銀行産業調査部作成

先駆的に ULCS を新造発注

2014 年末時点での船隊規模は、619 隻/2.9 百万 TEU⁴であるが、2011 年に世界に先駆けて ULCS (18,000TEU 型) 20 隻(含むオプション)を自社船として新造発注し、一気に船隊規模を拡大させている(【図表 10】)。この ULCS は「Triple E」と命名されており、「the Economy of scale(規模の経済性)」、「the Energy efficiency(燃費効率)」、「the Environmental improvement(環境性能改善)」に優れた船として積極的にアピールしている。この ULCS は、2013 年以降順次竣工しているが、その効果について検証したい。

【図表10】 Maersk のコンテナ船隊規模推移



(出所) 当社 Annual report 等よりみずほ銀行産業調査部作成

⁴ Twenty Foot Equivalent Unit の略。20 フィートコンテナ 1 個相当を意味する。また、FFE=2TEU で換算される。

ULCS の狙い① ユニットコスト削減

まず、ULCS 投入の狙いは、大きく 3 点挙げられる。1 点目はユニットコスト⁵の削減である。コンテナ船運航においては、コンテナの輸送量に連動するコスト(変動費)以外に、多数の固定費・共通コストが存在する。例えば、船費について考えてみれば、ULCS はそれまでの 8,000TEU 型と比較して、船価自体は勿論高いが、輸送能力(TEU)当たりに換算すれば低下する。ULCS 導入は、単位当たり固定費・共通費を削減し、コスト競争力を強化するコスト・リーダーシップ戦略を具現化する施策と言えよう。

ULCS の狙い② 環境対応

2 点目は燃費効率の改善である。最新のエンジンを積載することでバンカー使用量の抑制が期待される。また、こうしたバンカー使用量削減は CO2 削減にも繋がり、企業として率先して環境対応を果たしているという CSR の面での効果と、実際に足許規制が強化されつつある NOx、SOx 規制への対応にも繋がる効果が期待される。

ULCS の狙い③ 差別化と寡占化

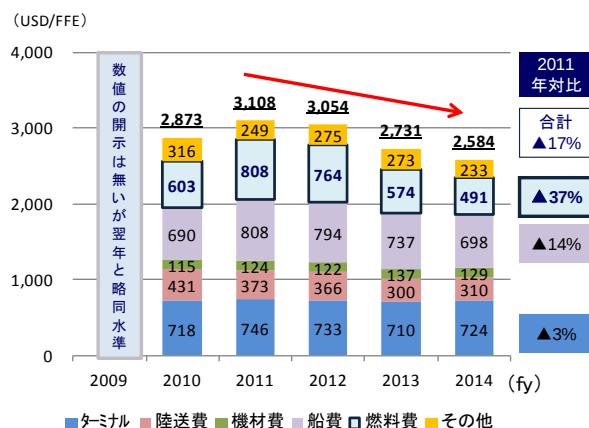
3 点目は、他社差別化と寡占化である。後述するが、ULCS の課題として多額の投資負担がある。自己資金、外部調達含め相応の財務体力を有する船社しか発注できない。その結果、ULCS 導入船社はユニットコスト削減に伴い収益性が高まり、運賃引き下げ等の営業施策を取り得ることが出来る。一方で、ULCS への投資ができない中小船社は、相対的に高コスト体質となり、価格競争力を喪失し、市場撤退に追い込まれる可能性がある⁶。

次に、ULCS 投資の実際の効果について大きく 2 点について検証したい。

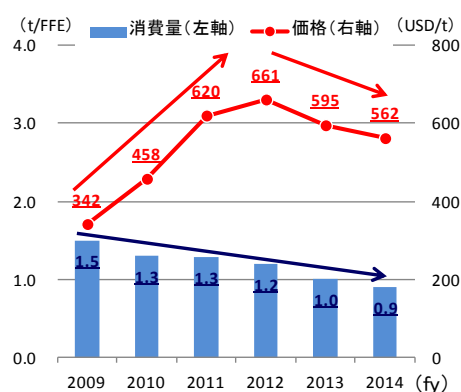
ULCS の効果① バンカーコスト削減に大きく寄与

1 点目は、ユニットコストの低減、特にユニット当たりバンカーコストの低減についてである。ユニットコストが試算可能な 2010 年以降の実績と比較すると、ユニットコスト全体では 2011 年をピークに低減基調で推移している(【図表 11】)。その内訳に着目すると、変動費的なユニット当たりターミナルコストは殆ど変化していないのに対し、2014 年のバンカーコストは 2011 年対比で▲37%低減している。この間、2011 年対比で 2014 年のバンカー価格は▲9.4%の水準に留まっている。一方で、ユニット当たりのバンカー消費量は年々減少している。つまり、ULCS による大型化、及び燃費効率の改善がユニット当たりバンカーコストに繋がったと考えられる(【図表 12】)。

【図表 11】
ユニットコスト推移



【図表 12】
単位当たりバンカー消費量、価格推移



(出所)【図表 11、12】とも、Annual report 等よりみずほ銀行産業調査部作成

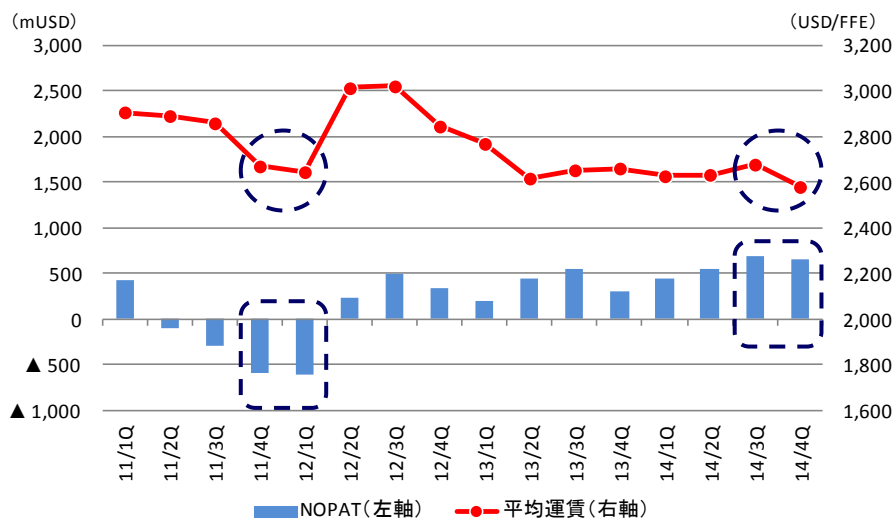
⁵ コンテナ 1 本当たりのコストで、本稿(Maersk)では 1FFE 当たりと定義している。

⁶ 例えば、マレーシア船社の MISC は 2011 年にコンテナ船事業から撤退した。

ULCS の効果② 損益分岐点の低減

2 点目は、採算性の向上である。ユニットコストの低減に伴い、損益分岐点が低減したと考えられる。例えば、2011/4Q～2012/1Q にかけての平均運賃と、2014/3Q～4Q にかけてのそれとでは後者の方が低いにも関わらず、損益は黒字かつ 2011 年以降の四半期実績で最高水準となっている（【図表 13】）。

【図表 13】 平均運賃と収支の関係



(出所) Annual report 等よりみずほ銀行産業調査部作成

競合船社も概ね ULCS を発注・用 船したことは誤算

但し、誤算もあった。それは、コンテナ船事業の上位船社は略全て ULCS を発注、または用船したこと⁷である。足許では、Maersk は先行者メリットを享受できているが、今後のコンテナ船市場、特に ULCS が投入される基幹航路での供給過剰感と市況軟調懸念に対しては、トップ船社として更なる対応が求められるよう。

ULCS の課題① 投資負担

次に、ULCS 投資に伴うリスク・課題として、大きく 4 点挙げられる。1 点目は、投資負担である。コンテナ船事業は、定期配船確保の観点から、同船型を複数隻確保し、運航する必要がある。この為、大型化による船価上昇に加え、新造発注に当たっては複数隻のロット発注が必要となることから、一度に多額の投資負担が発生する。また、現時点では ULCS の中古船市場は存在せず、かつ ULCS は汎用性に乏しい船型であることから、将来の中古船市場での売船による資金回収の難度が高いという懸念もある。

ULCS の課題② 信用力低下懸念

2 点目は、自社保有リスクである。ULCS は高船価の為、船主からの用船が難しい船型である。その為、自社保有で調達するケースが多く、バランスシート肥大化、信用力低下の懸念が高まるリスクがある。

ULCS の課題③ 集荷リスク

3 点目は、集荷リスクである。キャパシティ拡大に伴い、船社はそれに見合った荷物を集荷する必要が生じる。勿論、船社自身で営業強化を図るが、一方でフォワーダーへの依存度が高まり、価格面で譲歩を強いられ、収益性が低下する懸念がある。

⁷ 例えば、2011 年に日本郵船は OOCL から、商船三井は NOL から期間 3 年で ULCS を用船し、その後、新造発注・用船を実施している。

ULCS の課題④
供給過剰の創出

4 点目は、自ら供給過剰を創出する点である。ULCS 導入に伴うカスケード⁸により各航路で船型大型化が進み、それが需給悪化を誘引し、運賃を低迷させるリスクとなる。実際、南北航路では 2014 年に大幅に市況が低下しており、ULCS 投入による負の影響が出たと考えられる。

これまで ULCS 投資の効果・課題について述べてきた。Maersk は ULCS への先行投資により足許では圧倒的な収益性を有しているが、一方で ULCS 投資の課題を克服する上で、様々な戦略を実施している。ここでは、3 つの施策について各々簡単に付言したい。

アライアンス結成
により、サービス
多様化

まずは、アライアンスの結成によるサービス多様化への取組が挙げられる。コンテナ船業界ではコンテナ船の整備以外にもコンテナ、ターミナル、システム等の整備に多額の投資を要し、単独船社で対応するには限界がある。それでも Maersk は長らく M&A により自社船隊を拡張させ、単独船社として規模の拡張を図ってきた。然しながら、2013 年以降、アライアンス組成に舵を切り、シェア第 2 位の MSC と「2M」を結成するに至った（【図表 14】）。アライアンスの効果は、上記設備の共同利用による整備コストの削減、単独運航時と比較して寄港地の増加による荷主利便性の向上、等が挙げられる。現在、2M 含め 4 大アライアンス体制に集約しており、今後は各アライアンス毎に特徴ある配船、航路運営が期待されている。

【図表 14】コンテナ船社のマーケットシェア

2015年2月時点 個別船社シェア

ランク	社名	国名	アライアンス	千TEU	シェア
1	APM-Maersk	デンマーク	2M	2,963	16.1%
2	MSC	スイス	2M	2,550	13.9%
3	CMA-CGM	フランス	O3	1,695	9.2%
4	Hapag-Lloyd	ドイツ	G6	983	5.3%
5	Evergreen	台湾	CKYHE	960	5.2%
6	COSCO	中国	CKYHE	819	4.5%
7	CSCL	中国	O3	743	4.0%
8	Hanjin	韓国	CKYHE	620	3.4%
9	MOL	日本	G6	593	3.2%
10	NOL-APL	シンガポール	G6	556	3.0%
11	Hambrug Sud	ドイツ	単独	534	2.9%
12	OOCL	香港	G6	533	2.9%
13	NYK	日本	G6	495	2.7%
14	Yang Ming	台湾	CKYHE	431	2.3%
15	K Line	日本	CKYHE	395	2.1%
16	Hyundai	韓国	G6	383	2.1%
17	UASC	中東	O3	380	2.1%
18	PIL	シンガポール	単独	360	2.0%
19	Zim	イスラエル	単独	334	1.8%
20	Wan Hai	台湾	単独	205	1.1%

2015年2月時点 アライアンス再編後

ランク	社名	アライアンス	千TEU	シェア
1	2M	2M	5,513	30.0%
2	G6	G6	3,543	19.3%
3	CKYHE	CKYHE	3,225	17.5%
4	O3	O3	2,818	15.3%
5	Hambrug Sud	単独	534	2.9%
6	PIL	単独	360	2.0%
7	Zim	単独	334	1.8%
8	Wan Hai	単独	205	1.1%

欧州トップ船社での提携が図られ、4グループに集約

欧州トップ船社での提携が図られ、
4グループに集約

(出所) Alphaliner 社データよりみずほ銀行産業調査部作成

減速航海により、
コスト削減と需給
改善に先鞭

次に減速航海の取組が挙げられる。減速に伴うエンジンへの負荷増大というデメリットはあるが、Maersk は 2007 年より先駆的に取り組んでいる。その効果は大きく 3 点、即ち①バンカー消費量の削減、②CO2 排出削減、③航海日数長期化により投入隻数が増加することに伴う需給改善効果、である。荷主にとっては輸送日数を余計に要する為、サービス悪化を招く施策ではあるものの、Maersk は業界のリーダーとして率先して取り組むことで環境に配慮する企業としてのブランドを確保しつつ、コスト削減、需給改善にも繋げている。その後他船社も追随し、現在では減速航海は業界スタンダードとして広く浸透していることから、その効果は大きいと考えられる。

⁸ 船型大型化に伴い従前運航していたコンテナ船が他航路に転配となることで、段階的に各航路で船舶が変化すること。

2つの新施策により付加価値向上、収支安定化を企図

付加価値向上策としては、「Daily Maersk」と「No Show Fee」の取組が挙げられる。「Daily Maersk」とは、荷主に対して確実な船積みを保証し、遅延発生時には Maersk が荷主に対し金銭的補償を行う新サービスである。Maersk の圧倒的な規模を活かした施策であり、船社起因による配達遅延に対し一定の補償を行うことで差別化を図る戦略である。一方、「No Show Fee」は、荷主起因による船積み遅延等に対しペナルティーを課す戦略で、コンテナ船の定時性や消席率の向上、収支安定化に繋がる戦略である。これら戦略は、共に 2011 年に打ち出された施策であり、現時点で実際の効果は定量的には把握できないが⁹、少なくとも業界秩序を変革・改善していくという点でのアナウンス効果はあったと考えられる。

経営と執行の分離で柔軟な投資判断を実現

最後に、Maersk の投資判断における意思決定構造についても言及したい。Maersk は HD 体制を採用し、HD 会社の下に事業会社が連なる体制となっている。日々の経営は Executive Board で判断・執行されるが、投資決定及び資源配分については社外取締役(欧州を代表する企業の元・現職 CEO や、金融機関の役員等)を中心とした Board of Directors で決定しており、両会議体における重任は無い。また、Board of Directors には Maersk の大株主でもある創業家も参加しており、経営の安定化に一定の役割を果たしている。こうした経営と執行の分離、企業経営に関し経験豊富な社外取締役及び安定した経営基盤の存在が、Maersk の柔軟かつ大胆な事業ポートフォリオの組換えを可能にしていると考えられる(【図表 15】)。

【図表 15】 Maersk の意思決定構造



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

Maersk はボラタイルなコンテナ船事業において、ブランド強化・コスト削減・収支安定化を実現する為に、様々な戦略を打ち出した。特に ULCS はユニットコスト削減に大きく貢献し、コンテナ船事業の収益改善に大きな効果を出している。また、経営と執行の分離等を背景に柔軟な事業ポートフォリオ組換えにより投資資金を捻出し、投資戦略を下支えしたと考えられる。

⁹ 両施策とも荷主の強い抵抗によって定着せず、Daily Maersk が 2015 年 3 月に正式に廃止が表明された。

4. 邦船社を取り巻く環境を踏まえたインプリケーション

邦船社は、安定収益拡充と財務への配慮の両立を求められている

既に述べたように、海運業は投資決定後、収益化(資金回収)開始まで一定のタイムラグが生じる構造にある。投資案件が重なる場合は、短期的には先行投資が嵩み、財務指標悪化、信用力低下の懸念が惹起される場合がある。足許、正に邦船社はこの状況にあると言える。即ち、LNG 船や海洋事業の案件が多数ある中、積極的な案件獲得、投資決定を進めている。こうした案件は長期契約が太宗であり、安定収益の確保、事業ボラティリティの抑制に繋がる案件であるが、稼働は概ね 2017 年以降であり、当面は先行投資が嵩むと想定されている。このような状況下、格付機関は資本負債構成やキャッシュフローと債務のバランス、短期的なレバレッジ低減努力に注視する旨を表明している。以上から、邦船社は長期的なコスト削減や安定収益基盤拡充と、短期的な財務バランスへの配慮の両立を求められていると言えよう。

邦船大手の中計は積極投資を打ち出している

係る状況下、2014 年～2015 年にかけて、邦船大手 3 社の中期経営計画が相次いで発表された(【図表 16】)。各社とも概ね安定性を重視した事業戦略であり、その中核を為すのは LNG 船・海洋開発事業への取組強化である。中でも、日本郵船と商船三井は、その投資規模が明示され、今後も大型投資が続くことが想定されており、実際に 2014 年以降も積極的な投資決定が行われている。

【図表 16】 邦船大手 3 社の中期経営計画

	日本郵船	商船三井	川崎汽船
スローガン	More Than Shipping 2018 —Stage2 きらり技術力—	STEER FOR 2020 —変革を通じた確かな成長—	Value for our Next Century
期間	2014～2018年度	2014～2019年度	2015～2019年度
主な戦略	①事業ポートフォリオの見直し、資産効率化 —LNG・海洋への重点投資 —コンテナ船、ドライバルカーのフラット化 ②技術力による差別化(LNG・海洋) —自動車物流・ターミナルの強化 ③総資産の増加抑制、DEバランスの考慮 —DER1.0倍を目安、BBB格以上 ④安定配当、コンプライアンス重視 —配当性向25%以上	①事業ポートフォリオの変革 —長期安定利益を獲得できるビジネスに経営資源を早く厚く投入 ②事業モデルの変革 —付加価値を提供するビジネスに注力 —市況耐性の高い船隊への転換 ③事業領域の変革 —海上輸送の垂直方向への事業領域の拡大によるバリューチェーンの創造	①財務体質の強化による「安定性」確保 —2017FYでの自己資本比率40%超 —上記に加え、フリーCF黒字、DER80% ②「安定性」を基盤とした「成長性」強化 —リスク低減した事業ポートフォリオの実現 —安定収益体制の拡充 —戦略的投資で、成長分野での事業拡大 ③ステークホルダーとの対話と協働 —CSR重視、安定配当方針
(最終年度・億円)			
財務目標			
売上高	25,000	21,000	15,000
経常利益	1,600	1,400	850
自己資本比率	38%	35～40%	40%
DER	1.0倍	1.0倍	0.8倍
重点投資分野	▶LNG船・海洋事業(5,300億円) ▶定航・物流(800億円) ▶不定期船(1,300億円) ▶その他(500億円)	▶LNG船(5,200億円) ▶海洋事業(1,800億円) ▶その他(3,000億円)	▶船隊入れ替・代替(1,700億円<net>) —ULCS、大型自動車船、省エネルギー等 ▶戦略的投資(1,200億円) —ガス船、海洋事業、Capesize、物流 ▶その他(400億円) —環境対応投資等

(出所) 各社開示資料よりみずほ銀行産業調査部作成

他方、Maersk のリーマンショック後の戦略と結果を現時点で総括すれば、「有望投資分野を見極め、事業ポートフォリオの積極的な組換に取り組み、収益改善・拡大に繋がった」、と筆者は考えている。Maersk は、ボラタイルなコンテナ船業界を勝ち抜く為に、ULCS の投資を先駆的に進め、コスト競争力を強化し、収益改善に繋がった。その過程で、事業の積極的なスクラップ＆ビルドを進め、投資資金を捻出する取組、即ち事業ポートフォリオの組換を決定・実施した。この投資決定を円滑に判断する上で、従前より経営と執行を分離し、創業家が大株主、且つ取締役会メンバーとして積極的に参画していることが、経営の安定化、大胆な投資判断に繋がっていると考える。

Maersk の「事業
ポートフォリオ組
換」は参考になる

こうした背景を踏まえ、Maersk の戦略から得られる邦船社向けのインプリケーションを考えていきたい。邦船社と Maersk の事業戦略の共通点・相違点を考えると、まず、前段の「有望投資分野の見極め」については、邦船各社は LNG 船・海洋開発事業を、Maersk はコンテナ船事業を有望分野としており、いずれもターゲットを明確にしている点で共通していると言える。一方で、後段の「事業ポートフォリオの組換」については、Maersk が積極的な組換を実施しているのに対し、邦船社のこの分野における歩みは遅い¹⁰。ここに、差異があるのではないだろうか。

余剰資産の売却
や、経営と執行
の分離は検討に
値する

勿論、邦船社の強みである「事業ポートフォリオ分散」・「長期契約主体の安定収益基盤構築」は、筆者としても優れた事業戦略と認識している。然しながら、敢えて提言したい。邦船社も事業ポートフォリオの積極的な組換に挑んではどうだろうか。例えば、余剰資産、投資効率の悪い事業を売却し、有望投資分野への投資資金の一助とするのも一考であろう。また、長期的には大胆な投資判断をし得る意思決定体制を構築する為に、経営と執行の分離を実施してはどうだろうか。既に邦船各社は、コンテナ船事業の本部機能や、不定期船事業の一部を海外移転させている。また、各社の開示資料においてもそれぞれの事業部門が恰も一事業会社のように説明されている。これを深化させると共に、管理部門の強化を図ることで、長期的なコスト削減や安定収益基盤拡充と、短期的な財務バランスへの配慮の両立、という市場の要望・期待に応えることが出来るのではないだろうか。今後の邦船社の取組に注目していきたい。

(社会インフラチーム 大野 輝義／川手 康司)
koji.kawate@mizuho-bk.co.jp

¹⁰ 日本郵船が 2014 年以降ターミナルや冷凍船子会社、客船事業の一部を売却する等、邦船社でもポートフォリオ組換の動きが胎動している。

© 2015 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取り扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。