

EETCの格付方法新設にあたり意見募集

株式会社日本格付研究所（JCR）では、EETC（Enhanced Equipment Trust Certificate）の格付方法新設を検討していますので、以下のとおりその概要をお知らせするとともに、格付方法に対する意見を募集します。

1.概要

EETCは航空機ファイナンスの手法の一つで、米国で航空会社の機材調達のために発展し、利用されている。近年、他の国の航空会社にも利用が広がっており、JCRではEETCに対する格付ニーズも高まっていると考えている。すでに15年6月1日に航空機ファイナンスの格付方法を公表しているが、EETCは債権者を保護する特殊なスキームを有するため、それを勘案した格付方法を別添のとおりに新設することとした。

2.今後の予定

JCRでは本件に関する意見募集を行う。意見は10月22日まで弊社ウェブサイトの『お問い合わせ』コーナーへのメールで受け付ける。今後1ヵ月程度をかけ格付方法として確定させる予定である。なお、本件は格付方法の新設であり、既存の個別の格付で見直しが必要となるものはない。

（担当） 涛岡 由典・水川 雅義

留意事項

本文書に記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、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ことを問わず、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なるものを問わず、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、JCRの格付は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。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、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。

NRSRO登録状況

JCRは、米国証券取引委員会の定めるNRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organization）の5つの信用格付クラスのうち、以下の4クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

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

意見募集案

EETC(Enhanced Equipment Trust Certificate)(案)

1. EETC (Enhanced Equipment Trust Certificate)の概要

(1)基本的なスキーム

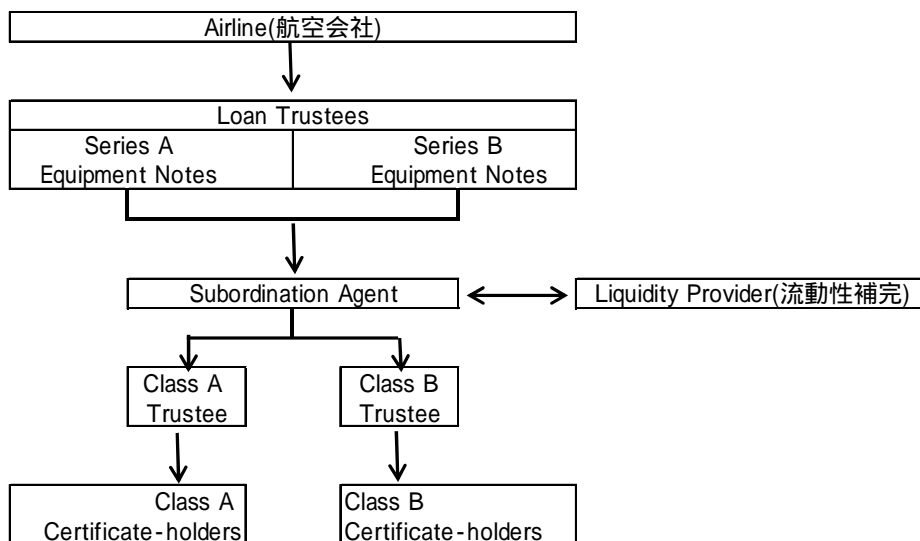
EETC とは航空機ファイナンスの手法の一つで、米国で航空会社の機材調達のために発展し、利用されているが、近年、他の国の航空会社でも利用がみられはじめた。EETC は、債権者を保護する仕組みが強固である点に特徴があり、米国では広範に利用されている。

EETC は、複数の ETC(Equipment Trust Certificate)を束ねた構造で、トランシェ分け、流動性補完、クロスデフォルト条項、クロス担保条項などの仕組みによって回収可能性を高めている。

ETC とはリースの対象となっている航空機 1 機を担保とする設備信託である。信託に対する投資家は、航空機のレシー(航空会社)が支払うリース料を原資に投資を回収する。

基本的なスキーム図、発行後の主要なキャッシュフローは図表 1 のとおりである。

(図表1)



スキーム面では、次のような事例もある。

- ・上記では A、B の 2 トランシェに分かれている例を挙げているが、実際には 3 つ以上の複数のトランシェが設定されることもある。
- ・A トランシェは B トランシェに優先した地位であるが、満期時にバルーンが残存している例が多い。
- ・複数の ETC を束ねることから、機体、並びに、機種が複数、様々になることが多い。
- ・EETC のトランシェの下には、全体の約 3 割前後の出資が航空会社などによって行われることが多く、この出資(エクイティ)が最も劣後した位置付けとなる。

(2)EETC の特性

EETC は次のような特性を有している。

コーポレートファイナンスに近い特性

- ・ 1 件の EETC では債務者となる航空会社が 1 社に限定されている。
- ・ EETC の債権者は航空会社に遡及することが可能である。

(一方で、航空機証券化(ABS)では、複数の航空会社が債務者となり、途中で担保機材の売却や入替が想定されている。)

広義のストラクチャードファイナンスに近い特性

- ・ 航空会社が米国連邦倒産法第 11 章の手続きの開始を申し立て(チャプター11 を申請し)ても、EETC の債務履行を可能にする仕組みが確保されている。

(EETC では、あらかじめ定められた固定的なスケジュールに従って金利を支払うが、法的な元本の償還は最終償還期日までに行えばよいという柔軟な元金支払の約定になっている。)

(上位トランシェの利息については、航空会社がチャプター11 を申請した時にも最長 18 か月の利払いを可能にする融資枠が設定されている。)

(米国連邦倒産法セクション 1110(セクション 1110、後述)の適用対象となっているなど、債権者にとって強力な法的保護が定められている。)

(クロスデフォルト条項・クロス担保条項が定められていることが多い。)

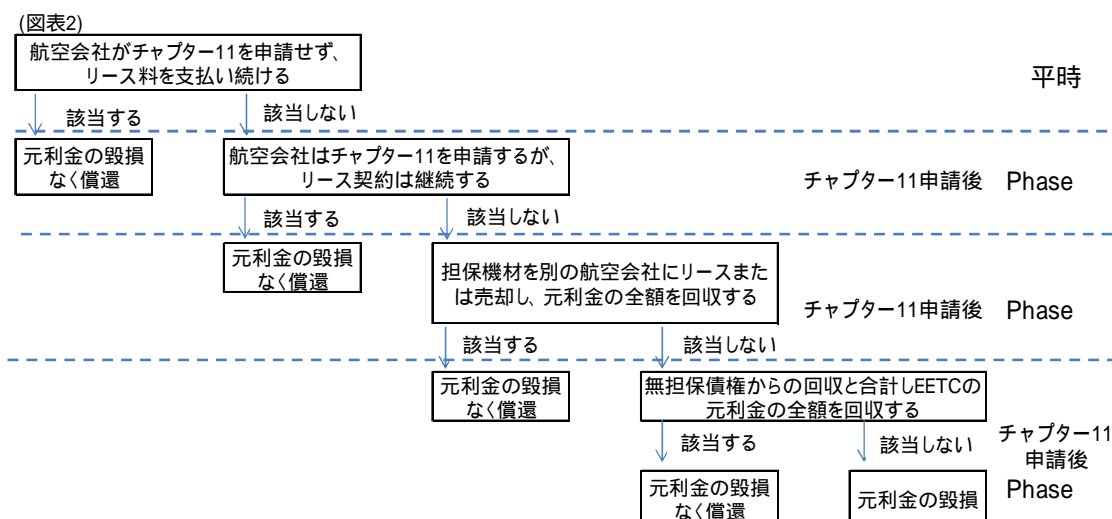
- ・ トランシェ分けにより、優先劣後構造を持つ。

(3)セクション 1110

セクション 1110 の概要は次のとおりであり、EETC の仕組みの中でも重要性が高い。

チャプター11 の手続きでは、通常、手続き終了まで債権回収、担保権実行が制限される。ただし、セクション 1110 と称される例外規定があり、航空機担保はこの例外に該当する。航空会社がチャプター 11 を申請した場合、セクション 1110 に基づき次の手順によって EETC の償還が行われる。

- ・ チャプター11 を申請した場合、航空会社は 60 日間のリース料支払いの自動停止の猶予を得る。
 - ・ 60 日経過後、航空会社は リース契約の維持、または リース契約を終了し契約に定められた条件で機材を返却する、のどちらかを選択する。
 - ・ の場合、リース料によって EETC の元利払いが再開される。
 - ・ の場合、別の航空会社に対しリース契約を締結するか、または、担保権の行使および機材売却によって EETC を早期償還させるか、EETC の債権者が決定する。
 - ・ 別の航空会社に対するリースや機材売却など担保処分によって EETC の元利金を回収できない場合、更生手続きの中で無担保債権者として弁済を受ける。
 - ・ これでも元利金の全額に満たない場合、EETC の元利金の回収に毀損が発生する。
- この手順を整理したものが図表 2 である。



つまり、EETCの元利金回収に毀損が発生するのは次の場合が想定される。

航空会社がチャプター11によってデフォルトし、リース契約を継続せずに担保機材を返却し、債権者が担保機材を処分しても元利金の回収に不足が発生し、さらに無担保債権者としての回収を図っても元利金に満たない場合

航空会社が破産を意図した米国連邦倒産法第7章の手続きの開始を申し立てるなど、チャプター11以外の手続きによりデフォルトし、債権者が担保機材を処分しても元利金の回収に不足が発生し、さらに無担保債権者としての回収を図っても元利金に満たない場合

なお、米国以外の航空会社についても、ケープタウン条約の批准国であれば、セクション1110と類似した債権者保護が受けられる。

(4)実例

実際にセクション1110の規定が寄与していることもあり、航空会社がチャプター11を申請した場合でもEETCの債権者が元本を満額回収できなかった事例は極めて少ない。

また、2002年にUnited Airlinesがデフォルトした際、同社はセクション1110に関し裁判で争ったが敗訴し、規定の手順に従っている。また、最近では2012年にAmerican Airlinesがデフォルトした際には、速やかにセクション1110の手順に従っている。こうしたことを背景に、親会社のAMR Corporationが2013年12月までチャプター11の手続きを続けた一方、American Airlinesは2013年中に新たなEETCを組成した。

2. 分析のポイント

JCRでは、EETCをコーポレートファイナンスをベースとした上で、法的枠組みによって回収の確実性を高めた金融商品であると考えている。このため、格付にあたっては航空会社の信用力と仕組みに関する評価の双方を考慮する。具体的には図表2の全体像を念頭に、次の(1)から(6)のすべてを当初から分析に織り込んでいく。

また、法的な枠組みについてはリーガルオピニオンを、航空会社がチャプター11を申請する前後の手順や機体の価値については専門家や鑑定会社の見解を、必要に応じて参照する。

(1)航空会社の信用力

航空会社として、リース料支払いを持続的に行うことができる信用力の評価を行う。また、EETC満期にバロンがあり、リファイナンスを必要とする際の評価要素としても航空会社の信用力評価は重要である。

(2)EETCの仕組みの強度

一般的なEETCで想定されている仕組み(流動性補完、セクション1110など法的保護、クロスデフォルト条項・クロス担保条項)が定められていることを確認する。流動性補完を行う金融機関の信用力も考慮する。JCRでは、これらの仕組みが完備されていることを前提に本格付方法を作成している。これは、過去、クロス担保条項が定められていないEETCで元本回収に毀損が発生したことを踏まえたものである。

(3)セクション1110の手続きに基づきリース契約が継続される可能性

航空会社が、破産を意図した米国連邦倒産法第7章の手続きの開始を申し立てるなど、チャプター11以外の破産手続きを申請するとセクション1110の適用は受けられない。セクション1110の手続きに基づきリース契約が継続される可能性の評価にあたっては、航空会社がチャプター11以外の破産手続きを選択する可能性と、リースを継続し担保機材を維持する意義を確認する必要がある。

航空会社がチャプター11以外の破産手続きを選択する可能性を判断するにあたっては、航空会社の銘柄、事業規模や事業特性を勘案する。航空会社が一定の事業規模、路線網を有し、不可欠なインフラとして定着している場合には、チャプター11を選択する可能性が極めて高いと考えられる。

担保機材を返却せず、使用継続するか否かは、担保機材の優位性、航空会社にとっての機材の位置づけによる。担保機材が新鋭で燃費効率が高いケースでは、リース契約が継続される可能性が高い。また、航空会社ではパイロットの要員確保、予備部品の確保、整備の容易さの観点から同一機種をある程度まとまった機数で保有することが一般的である。担保機材と同機種を多数保有しているなど、担保機材がフリートのコアを成す機材として重要性が高いほど、リース契約が継続されやすい。

(4)航空機の流動性

担保機材の売却処分または別の航空会社へのリースが円滑、適正に行われるかの確認のため、航空機の流動性(需給のバランス)を評価する。世界的に運航機数が多いもの、待機機材の少ないもの、運航している航空会社が多いもの、発注残が多いものは、機材の売却処分や別の航空会社へのリースが容易と考えられる。

(5) 担保価値

担保価値の算定にあたっては、機材の売却価格に大きな影響を与える次のような要素を考慮する。評価にあたっては、EETC の目論見書、鑑定会社の評価書や各種のレポートなどの情報を活用する。

- ・機種
- ・機齢
- ・エンジン
- ・使用状況、整備記録
- ・機体の需給
- ・燃料価格の動向 など

次の価格の入手・算定を行った上で、上述の要素を勘案し担保価値を決定する。

- ・鑑定価格
- ・新造時の価格 - (新造時の価格 × 5% × 経過年数)
(機齢 20 年で無価値になる前提での評価額)

(6) LTV

EETC のリファイナンスや、ワーストシナリオ下で担保機材の売却による回収金から EETC を償還させる場合、LTV の評価が重要である。格付評価時点の債務残高と担保価値のバランスを評価し、LTV を算出する。元本の償還などにより LTV の水準が変化した場合、格付レビューにおいて EETC の格付が変更されることもありうる。

航空会社の信用力からノッチアップによって EETC の格付水準を判断する場合のおおまかな目安を図表 3 として示す。この中では、平常時における売買事例と機体の評価額との乖離の程度、機材売却により EETC の元利金を回収する際のコスト(弁護士費用やブローカーへの手数料など)、EETC の元利金に優先する債権(流動性補完から支払われた金利など)の水準感などを考慮したものである。

なお、航空機の流動性が高い機種や機齢が若く整備状態の良好な機種など、売却時の価格下落リスクが特に小さい機種の構成比が高い EETC ではノッチアップ幅の拡大を検討することが可能であると考えている。

(図表3)

| LTVの水準 | ノッチアップ幅 | |
|-----------|--------------------|--------------------------------|
| | 主に一般的な機種で構成されるEETC | 売却時の価格下落リスクが特に小さい機種の構成比が高いEETC |
| 60%～50%程度 | 1～3ノッチ程度 | 4～6ノッチ程度 |
| 50%～30%程度 | 4～6ノッチ程度 | 7～9ノッチ程度 |
| 30%以下 | 7～9ノッチ程度 | 7～9ノッチ程度 |

(参考)分析のポイントと図表 2 の対応

| 分析のポイント | 図表2で特に想定されるPhase |
|---------------------------------------|------------------|
| (1)航空会社の信用力 | 平時 |
| (2)EETCの仕組みの強度 | チャプター11申請後Phase |
| (3)航空会社破綻後も1110の手続きに基づきリース契約が継続される可能性 | チャプター11申請後Phase |
| (4)航空機の流動性 | チャプター11申請後Phase |
| (5) 担保価値 | チャプター11申請後Phase |
| (6) LTV | チャプター11申請後Phase |

3. 分析ポイントの格付への反映方法

航空会社の信用力をベースに、仕組みの強度や担保機材の特性、LTV などによってノッチアップ幅を評価し、総合的な判断の中で適切と思われる EETC の格付水準を決定する。

ノッチアップの評価にあたっては、既述の図表 3 を目安とする。売却時の価格下落リスクが特に小さい機種の構成比が高いケースなど、担保機材に主眼をおいた評価では、優良な担保の場合に A レンジまでのノッチアップを主体として評価し、担保の内容によってはそれより下に評価する。JCR では、EETC の仕組みは強固であると認識しているものの、航空機担保では、技術の陳腐化リスクがあること、旅客機として 25 年程度が実質的な耐用年数であること、最終的なユーザーが航空会社に限られることなども勘案し、保守的な見方も必要であると考えている。

航空会社の信用力に変更があった場合、EETC の格付も連動して変更されることがある。一方、航空会社がチャプター11 を申請し発行体格付が「D」となった際にも、EETC の格付は必ずしも「D」とはならず、場合によっては「BBB」レンジ以上に止まることもある。

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