

(最終更新日：2015年6月1日)

航空機ファイナンス

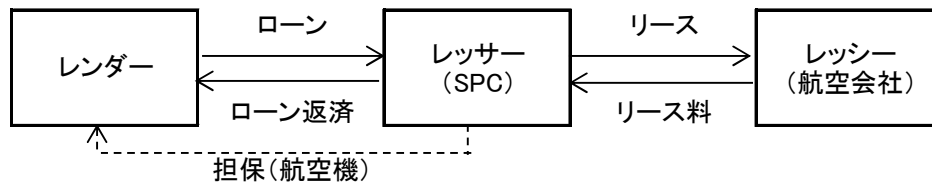
1. 航空機ファイナンスとは

航空機ファイナンスとは、航空会社が航空機を調達するためのファイナンス取引である。ファイナンスの手法としてはローンとリースに大別され、コーポレートローンに近いものや輸出入銀行など各国政府が設立した公的機関の保証に依拠したスキーム、リース專業会社へのローンなども含まれるが、本稿では、航空機が創出するキャッシュフローや資産価値に依拠したリース取引を通じた SPC による資金調達を前提に格付手法を示す。格付の対象は、ローン、債券など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、「シップファイナンス」、「プロジェクトファイナンス」、「事業の証券化(WBS)」などと類似した点があるが、空運業界特有の事情を勘案する必要があるなど、航空機ファイナンス独自の審査ポイントもある。

2. 一般的なスキーム

案件によりスキームは異なるが、リース取引の基本的なスキームは下記のとおりである。



レッサーはローンで調達した資金によって航空機を購入・保有し、レッシーに貸し渡す。レッシーはレッサーにリース料を支払い、レッサーは受け取ったリース料を原資にローン元利金の返済を行う。

レッサーは、航空機保有のみを目的とした SPC であることが多い。レッサーの実質的な管理・運営主体並びにオーナーは、航空会社またはリース会社であることが一般的である。

3. 分析のポイント

航空機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)航空会社に関する分析、(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。返済原資の中核はリース料であり、航空機の特徴をはじめ案件の概要を把握すると同時に、リース料の負担者である航空会社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、航空会社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総合的に評価して格付を付与する。

(1) 案件概要の把握

ローンの対象となる航空機の製造業者、機種、メンテナンス状況などを把握するとともに、航空機マーケットの状況、関連する法規などの情報収集を行い、返済原資に与える影響を確認する。

(2) レッシー（航空会社）に関する分析

JCR が定める「コーポレート等の信用格付方法」に基づき分析を行う。レッシーが航空会社のSPCである場合、リース料の支払いについて航空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

一般的な航空機ファイナンスでは、特段の支障なくリース取引が行われている間は、リース料を原資としてローンの元金返済が行われる。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航空機の売却により返済を行う。また、万一、ローンの途中で返済に支障が発生した場合、航空機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、航空機ファイナンスにおけるキャッシュフロー分析では、リース取引に伴うキャッシュフローと、航空機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 リース取引に伴うキャッシュフロー

リース取引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、定量的な分析を行った上で債務償還能力を評価している。

キャッシュインについては、リース料の分析が最も重要である。リース料の水準と変動リスクの分析では、リース契約などに基づき、主に以下の事項を確認する。

- ・リース期間がローン期間をすべてカバーしているかどうか
- ・リース契約期間すべてにわたってリース料水準が決定されており、レッサーにとって不利益な変更が抑止されているか
- ・契約解除の条項が標準的なものから逸脱していないか
- ・航空会社の能力や実績を勘案し、リース料が受領できなくなるリスクが抑制されているか
- ・大規模な整備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

リース料の通貨とローンの通貨が異なる場合、為替変動に対する耐久力を確認する。リース料を米ドルなどの外貨で受領し、円貨に換算した後にローンの元金返済に充当する場合、レ

サー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している。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。

キャッシュアウトについては、金利を中心に分析している。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 航空機売却に伴って受領するキャッシュフロー

航空機売却に伴って受領するキャッシュフローの分析では、ローン残高と航空機の価値とのバランス(LTV)が重要である。航空機の価値については簿価や鑑定評価などを参考に判断する。過去の事例では、航空機メーカーが寡占となっていることを反映して大型機種の新造機価格、中古機価格は比較的ボラティリティが低く、短期間で大幅に変動したケースは少ない。他方、航空機は通常ドル建てで評価されることから、円貨に換算した後の航空機の価値とローン残高とのバランスに留意する必要がある。

また、航空機の売却は、市中売却のほか、レッサー（航空会社）への売却も想定される。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、重要な定量的指標は、以下のとおり整理できる。なお、個別の案件の分析にあたってはこれらの指標を画一的に使用するのではなく、案件の特性によって適切な指標を選択している。

- ・ 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

* 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、航空機の売却でなく、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、その後当該航空機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審査する必要がある。これにあたっては、当該航空機の特徴、その時点での航空会社の状況、航空機マーケットの概況、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

航空機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（レッサーの実質的な管理・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。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措置の内容を調査する。

② 担保、保全に関する事項

航空機ファイナンスでは、航空機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るので、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る。

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

- ・リース契約やローン契約により、航空機の価値が維持されること
- ・ローン契約のコベナンツなどにより、SPC がローン返済に不利益となる行動を起こさないこと
- ・ローン返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（航空機に対する抵当権、リース料譲渡担保、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

航空機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、特に以下の事項の変化を重視している。

- ・航空機の運航、メンテナンス状況
- ・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、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
- ・航空機マーケット、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