

～鉄道信託の活用可能性： 地域鉄道の再生に結びつけるために～

学習院大学法学部教授

小塚 莊一郎

はじめに — 研究の発端

鉄道設備信託については、信託協会から信託研究奨励金という研究助成を家田崇先生（南山大学）と共同でいただきまして、研究をしました。その成果を論文にまとめて、それが、このたび信託研究奨励金論集に掲載されました¹。研究を始めました当時は、この仕組みが、日本の鉄道輸出、例えば、新幹線をインドに輸出するとか、そういったスキームに使えないかということを考えていたわけです。今もその可能性がないと思っているわけではありませんが、勉強していく内に、これはむしろ日本国内の地域鉄道にこそ使う可能性があるのではないかと考えまして、その方向で今日はお話をさせていただきます。

信託とは

最初に、信託とは何かという、定義を説明します。信託というのは、財産管理制度の一つです。図1に、当事者の関係を簡単に図解しましたが、委託者が、信託する目的を定めて財産を受託者に移転し、受託者は、その財産を信託財産として、信託目的に従い受益者のために管理または処分等を行うという仕組みだとされています²。すなわち、もともと財産を持っていた委託者がいまして、この人が不動産なり、現金なりという財産の管理を受託者に委託している。受託者はこの財産を管理処分して、収益を挙げ、その財産の価値を受益者のために大きく膨らませる。受益者は、この信託財産を裏づけとする受益権という権利を取得して、これによって利益を享受するということです。

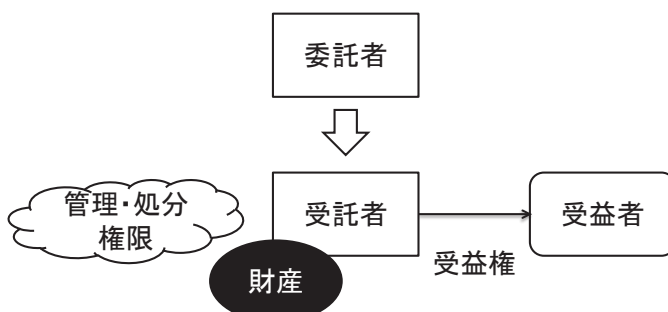


図1. 信託とは

¹ 小塚莊一郎＝家田崇「鉄道設備信託の現代的再生 — 地域鉄道再生への活用を事例として — 」信託研究奨励金論集39号5頁〔2018〕。本講演録では、註は最小限にとどめているので、詳細な参考文献についてはこの論文を御参照いただきたい。

² 神田秀樹＝折原誠『信託法講義〔第2版〕』1頁〔2019〕。

信託が財産管理制度の一つといわれていることの意味を説明しますと、本来、これらはすべて一人の人が担うべき役割です。物を所有する所有者は、その物を使用、収益及び処分をする権利を持つと民法で書いているわけです（民法206条）。所有者は物を自分で使って、そこから利益を得る。必要がないと思えば処分して、対価を得ることもできるので、本来、一人の人が自分で財産を持っていて、それを自由に使って、経済活動が進んでいく。しかし、ある種の状況の下で、それをこの三者に機能を分けて、元々、財産を持っているという部分だけは委託者に残す。そして、それを管理処分する、収益を挙げるというところを受託者に委ね、そこから挙がってきた収益を受けるという仕組みの部分は受益者に与えるというわけです。アメリカでは、信託のしくみを個人でも使っています。例えば、財産を子供に継がせたい、あるいは孫に継がせたいというときに、その財産をたくさん持った方が委託者として、受託者にその財産の管理処分を委託します。受託者はそれを何十年間も管理して、少しずつ増やし、孫が大人になった時にその収益を引き渡す。このような形をとると、相続とは別の形で孫に対して財産を継がせることができます。このとき、当事者は必ずしも三者でなくてもよいわけで、委託者兼受益者になっていてもよいし（自益信託）、受託者兼受益者という状態が発生してもかまわないのですが（信託法163条2号参照）、ある種の状況の下で、この機能を分離することが便利な場合があるというわけです。

鉄道設備信託の仕組み

鉄道の場合には、どういう形でそれを使うかという、鉄道設備信託という取引になります。そもそも、設備信託には、一般的にコンピュータの信託や船の信託などいろいろなものがあるのですが、鉄道設備信託に即して説明しますと、図2のように、まず、鉄道の車両をメーカーが鉄道事業者に売ります。その売るという時に、先ほどの信託の仕組みをここに持ってきまして、売主が委託者となり、が受託者に対してその鉄道車両の使用収益権を与えます。この受託者が鉄道車両を鉄道会社にリースする（賃貸する）。そうすると鉄道を運行して入ってきた収益から賃料が支払われますから、それによって鉄道の使用による収益というものが得られます。この得られた収益は、信託目的物からの利益ですから、受益権という形にして、受益者に帰属させる。受益者は誰かという、この仕組み全体をファイナンスしている主体であるわけです。

鉄道会社が手元資金で鉄道車両を買うことができれば、このような仕組みはいらないわけです。そ

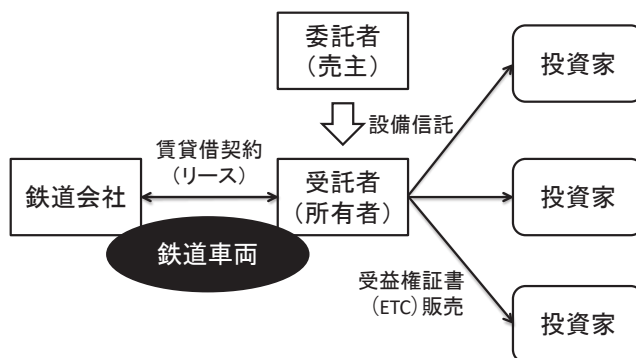


図2. 鉄道設備信託

れが難しいという時に、売主のメーカーとしては、とにかく引き渡したらすぐに代金が欲しい。他方の鉄道会社は、鉄道車両を運行しながら収益を挙げて、そこから支払うことしか出来ない。というので、それでは全体をファイナンスする銀行なり、投資家なりを見つけて、信託の仕組みを利用して、信託からの受益権をファイナンスしてくれる資金の出し手のところに持って来る。そうすると、メーカーには先に販売代金が入ってきて、他方で鉄道会社はゆっくり収益を上げて、それが信託からの収益になって、受益権に対する給付という形でいわば弁済、或いは、投資家に対して還元される形になります。このような仕組みで信託を使うわけです。

鉄道設備信託というのは、基本的にはこういう構造の取引ですが、アメリカで19世紀に発展してきました。アメリカの19世紀というときにまさに鉄道が普及して行って、大陸横断鉄道が最後には開通する時代です。ところが、アメリカでは、銀行の営業が非常に制約されています。原則として、一つの銀行は、一つの州の中でしか活動できない。ですから、州をまたがるような取引には銀行が融資することは難しい。そこで、投資家に対して証券を発行して、鉄道建設のお金を集めるということをしていったわけです。このときに設備信託の仕組みを使いまして、信託の受益権を証書にして販売します。この証書を ETC (equipment trust certificate) と呼びますが、それを発行して、投資家に販売したわけです。

日本における鉄道設備信託

この仕組みは、実は日本でも、ある時期、非常によく使われたことがあります。それは、戦後、昭和30年代です。昭和30年代というのはどういう時代であったかといいますと、戦争によって鉄道もインフラも激しく破壊されて、それから経済全体が疲弊していますから、終戦直後は鉄道事業者の経営も苦しかったのです。それが、経済が復興するとともに貨物旅客の輸送のニーズが高まってきたのが昭和30年頃です。そういう中で、どのようにして鉄道を立て直していくのか。戦後、GHQ の経済顧問の中に、ドッジという人がいました。有名なドッジ・ラインのドッジですけれども、ドッジが経済顧問として来日して、日本がこれから経済を復興させるためには、鉄道が大事になるが、アメリカでは鉄道のファイナンスというのは、鉄道設備信託を利用してきたのだと言ったのです。そういうドッジの助言がありまして、それを聞いた当時の信託協会が大蔵大臣に対して、この取引スキームについて調査したいということをお願い出て、調査をしました³。

最初にそれを利用したのは当時の国鉄でして、国鉄は車両を更新したかったので、民有車両という制度を検討しました。国鉄の車両だけでも、所有権だけは、信託の仕組みによって民間が持つ。それは、ほとんど実現しかなかったのです。ところが、最後の最後になって臨時予算が付いてしましまして、それで結局、民有車両制度は実現しなかった。ただ、この直後に住友信託銀行と三菱信託銀行が、国鉄が検討したしくみを私鉄の設備調達に利用していきました。それで、第一号は、昭和31年(1956年)に小田急。これは住友信託銀行がスキームを組んで、日本車両と川崎車両の製造した車両の購入に利用した。三井信託銀行も、これと前後しまして、東京の営団地下鉄に対して、車両のモーターだけを設備信託の対象とする取引を実現しました。おそらく住友信託銀行や三井信託銀行は、アメリカ

³ 社団法人信託協会「動産設備信託の研究」『信託』19号13頁〔1954〕。

と同じように、この鉄道設備信託という仕組みを日本にも普及させていこうという意図があったものと思われま

す。ところが、実はこれが、あまり広がらなかったのです。どこが問題だったのかといいますと、結局、信託受益権の出口がない。要するにファイナンスする資金の出し手なのですが、ここがあまり太くなかったということです。先ほど申しましたが、アメリカでは基本的には銀行の活動が制約されていますので、証券市場から資金を調達します。ですから、信託証券を投資家に販売するという仕組みが非常に上手く機能するわけです。ところが、日本では特に昭和30年代は、メインバンクといわれる銀行の力が強固だった時代です。むしろ、資金不足で銀行が資金供給の蛇口を握っていた。こういう中で、せっかく信託の仕組みを使ったのだけれども、受益権証券を売る先がなく、スキームの広がりには限界があった。それでも、当時は、毎年、何件かは鉄道設備信託が成立していたようです。それはなぜかと言いますと、メインバンク制の下では、メインの銀行が貸出しシェアの最も大きな割合を握り、次が準メイン行等々の不文律の序列があるわけです。これを、信託証券を売っているのであって、貸付ではないという形式をとることによって、そこのシェアを少し崩すといいですか、飛び越えるという意味があって、そういう本来とは少し違った文脈で、鉄道信託が使われていたようです。その後昭和50年代ぐらいになりますと、日本の鉄道企業も経営が安定してきました、鉄道信託に対するニーズも薄れて、残っているものの更新だけという状態になっていきました。

鉄道設備信託と鉄道抵当法

鉄道信託が日本に定着しなかった理由としては、もう一つ、法制度的にも、日本にあまり合わなかった面があると思われま

す。実は、日本では、鉄道のファイナンスに鉄道財団抵当の仕組みが使われていました。抵当権というのは、日本では、基本的に不動産にしか設定できない。土地、建物にしか抵当権をつけられません。例外はというと、自動車抵当や船舶抵当や航空機抵当、こういうものについては、自動車抵当は自動車抵当法、船舶抵当は商法、航空機抵当は航空機抵当法とそれぞれ法律があって、そうした法律があると、不動産でないものについても不動産と同じように扱われ、抵当権が付けられます。それとの並びで、鉄道抵当というものがあるのかというたないのです。そうではなくて、認められているのは、鉄道抵当法にもとづく鉄道財団抵当なのです。財団抵当というのは、一つの財産、鉄道の車両なら車両だけではなく、設備全体、線路から駅舎から踏切施設から全部ひっくるめて鉄道財団という集合物を観念し、その集合物全体に抵当権を設定するという制度なのです。この鉄道財団という制度は、当時のドイツの制度を取り入れたものですが、それが導入された背景には、明治30年代に、日清戦争を経験した明治政府は鉄道というものが戦争遂行のためにいかに重要であるかということを痛感して、それで鉄道建設を全国で進めなくてはいけないと考え、資金調達の仕組みを考えたという事情があります⁴。

ともあれ、こうして、鉄道会社の資金調達のため、鉄道のインフラを含めた全体を一つの財団とするという仕組みが作られました。そうすると、鉄道の車両は、その財団の中の構成要素になります。

⁴ 小塚荘一郎「鉄道車両ファイナンスに関する法ルールの歴史と展望 —— ケープタウン条約ルクセンブルク議定書の理論的分析」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生古稀記念・企業法の進路』581頁〔2017〕。

車両が新しく入れ替わる時には、当然、出し入れはできます。一つの財団ですから、その中に今まで含まれていた車両を取り出したり、新しい車両を追加したりすることは出来ます。それはできますが、そのためには鉄道財団の財産目録をいちいち書き換えないといけないので、結構面倒なのです。そういう意味で、戦後、アメリカから入ってきたような車両だけを対象とする鉄道設備信託は、実はこの仕組みには向かないのです。ところが、戦後の鉄道設備信託を普及させようとした頃の文献を読みましたが、どうもこの問題意識はなかったようです。鉄道財団抵当との関係は不整合だという指摘がまったく欠けておまして、おそらく、当時の信託銀行は、単純にアメリカの実務を日本的にアレンジして取り入れられると思っていたと考えられるのですが、そうではない。元々、基本的な思想に、日本の制度的前提と合わないところがあったのではないかと思うわけです。

鉄道設備信託の発祥

実は、このインフラ、特に線路の建設、あるいは駅舎の建設と車両の調達との関係は、アメリカの歴史を見ますと、非常に深刻な問題となっています。そこでアメリカにおける鉄道設備信託の歴史をご紹介します⁵、19世紀の前半にアメリカで鉄道が伸び始めた頃にロックス&カナルズ社(The Locks and Canals Company)という会社が、蒸気機関車を作っていました。ここで、ロックス&カナルズ社をL&C社と呼んでおきますが、このL&C社は、元々は紡織機を作るメーカーだったのですが、蒸気機関車を作るようになった。19世紀前半、アメリカの東部に勃興し始めた鉄道会社に蒸気機関車を売っていたわけです。その内の一つがボルティモア&サスケハナ鉄道(Baltimore and Susquehanna Rail Road Company)、B&S鉄道と略しておきますが、このB&S鉄道に蒸気機関車を売っていたのですが、B&S鉄道が経営危機に陥って、これ以上、代金は払えない。今まで購入した機関車の分割代金が、払えないという状態になりました。そこでメーカーのL&C社が非常に困ったわけです。この残りの代金が払われないと自分の会社の経営に影響する。一つの選択肢は、リスクの大きい蒸気機関車の製造からは撤退して、本業の紡織機だけに集中することでした。もう一つの可能性は、ここでむしろ何かの仕組みを作って、経営が不安定になっているB&S鉄道にもっと新しい蒸気機関車を納品して、それでもっと運行頻度を上げて、収益を上げてもらって代金を回収する。

このときL&C社の社長は、これからのアメリカは鉄道の時代だと考えました。だから、ここはやはり強気にいかなくてはいけない。しかし、鉄道会社はお金がない。それで考え出したのが、新しく蒸気機関車を4台作るのですが、これを納品はするけれども、所有権は引き渡さない。代金が完済されるまで所有権は引き渡さず、これをエージェント(代理人)に持たせる。完済されてはじめて代理人から鉄道会社に正式に引き渡す。引き渡さないといっても実際には線路の上に乗っているわけで、むしろそれを走らせて儲けてもらって、その収益で鉄道の上記機関車の代金を弁済して下さい、という仕組みを作ったわけです。そういうことで、結果的には、B&S鉄道が立ち直って、立派な鉄道会社として発展し、そして、L&C社は、鉄道メーカーとして19世紀に発展を遂げた。

そういう背景から、アメリカでは19世紀の半ばに鉄道設備信託のしくみがいわば発明され、19世紀

⁵ 以下の内容については、George S. Gibb, 'Three Early Railroad Equipment Contracts', *Bulletin of Business Historical Society* vol.21, p.10 (1947) 参照。

後半にかけて、鉄道が次第に延びていく過程で非常によく使われました。その過程でしくみが洗練されて、最初の方にご説明したようにメーカーはとにかく受託者、エージェントが、いまやトラスティ（受託者）と呼ばれるようになったわけですが、受託者に車両を引き渡し、その車両は鉄道会社に賃貸されて、賃料から代金が回収されていくというものになりました。その後、別の仕組みとして、条件付売買（日本でいうと割賦販売なのですが、アメリカでは条件付販売という言葉を使います）の形で販売者が車両の所有権を留保するという仕組みができたり、更に後の20世紀後半になるとファイナンスリースという仕組みが発展していきます。しかし、基本構造は変わりません。

鉄道インフラ資金の債権者との関係

その時に非常に大きな問題となったのが、after-acquired asset clause（事後取得財産条項）との関係です。何が問題かといいますと、鉄道会社線路を引くために資金を借ります。お金を借りたら、アメリカでは社債を発行することが多いのですが、社債に抵当権（モーゲージ）を付けます。その抵当権に、実は条件がついていまして、将来、この鉄道が更に延びたら、その延びた線路の部分についても抵当権の対象に自動的に入るといふ条項が含まれているわけです。これが、after-acquired asset clause です。つまり、鉄道を引くのにお金を借りる。借りたお金で更に鉄道が延びたら、そこはまた抵当権の対象に入る。線路を延ばせば延ばすほど、抵当権の対象も広がっていくということです。モーゲージを付けられたこの条項がどこまで有効かをめぐって、アメリカには判例が多数ありまして、立教大学で民法を教えられる藤澤先生が、古い判例をたくさんお読みになったのですが⁶、たとえば、駅舎の先に、川の方に出ていく埠頭を付けて、その埠頭から貨物を船に積み替える。そのための埠頭を作ると、この埠頭も鉄道の施設の一部として見られるのではないか。鉄道施設の一部として見られたら、after-acquired asset clause によって、モーゲージの対象となる。鉄道とは別の施設であれば、モーゲージの効力は及ばないということで、鉄道からの積み替えのための埠頭なのだから鉄道の一部だとか、船と鉄道は運送手段が違うのだから別の施設だとか、いろいろな議論があります。そういう状況の中で、線路が延びるのではなくて、二両目の車両を買った時にこの車両にもモーゲージが及ぶのかという点が、問題になってくるわけです。車両も結局は、お金を貸した後で（after-acquired）調達した資産（asset）だといわれれば、それはそうです。それはそうなのですが、車両には、先ほどの設備信託が成立しているのです。

要するに、一方には鉄道車両のメーカー、他方は線路・施設（鉄道インフラ）の資金を貸した銀行あるいは社債権者という二人の債権者がいて、どちらの債権者がどこまで権利を持つのかという債権者間の争いになる。そこで、少なくとも信託されている車両は、鉄道会社の財産の中には入らない、という議論が主張されるようになりました。それに対して、最終的に代金が弁済されるまで、いわば形式的に信託会社が持っている所有権は、真の意味での所有権とはいえない。真の意味での所有権は元々鉄道会社にあるのであって、信託の形式は代金を回収するためだけの仕組みであり、だから抵当権者には対抗できない、という判例もありました。そういう判例が出て、代金回収が出来ないということになると、メーカーとしては絶対的に信用のある鉄道会社以外には、新しい車両は納品できなく

⁶ 藤澤治奈「アメリカ動産担保法の生成と展開（一）」法学協会雑誌125巻1号1頁〔2008〕。

なります。他方で延びてくるモーゲージの方は、線路を引くために貸したお金ですから、結構、期間が長いわけです。何十年経ってやっと回収できるような債権なのです。ですから、何十年間も、鉄道の線路のためのモーゲージが残っている間は、そういう会社には、鉄道車両を納品できないということになると、今度は鉄道会社が困ってしまう。

そういうせめぎ合いの中で、アメリカのいろいろな州で、設備信託されている鉄道車両について、これは鉄道会社の所有物ではなく信託会社に信託されていますという登録、日本的に言えば登記ですけれども、登録をすればそれが対抗要件になって、モーゲージから独立していることになり、モーゲージの after-acquired asset clause の事後財産取得条項の対象には含まれないという効果を認める法律ができていきました。法律は強いです。裁判所がどんなことを言おうと、それを覆す法律を作ってしまうと、これは強いです。ただ、州法なのです。大陸横断鉄道を走ってまた戻ると、いくつの州をまたぐと思っているのですか。全部の州で登録するのですかということになって、最終的には連邦法によって登録制度が設けられました。もっとも、その連邦の制度が出来たのは1952年で、もう戦後になっていました。そういう形で、債権者間のせめぎ合いを経て発展してきたのが、アメリカの鉄道設備信託であった。線路や駅舎というインフラの建設と車両の調達それぞれにかかわる債権者間で利害が対立する中で、車両側の債権者の利害関係者の利益を守るのが鉄道設備信託であったというわけです。

鉄道会社の倒産と鉄道設備信託

もう一つ、アメリカの歴史上、特に鉄道設備信託の歴史の後半になって重要になった論点があります。それは、倒産手続からどう守られるか。実は、鉄道会社はよく倒産したのです。19世紀終わりから20世紀初めにかけての会社法の判例には、しばしば鉄道会社が登場します。そういう中で、倒産手続において、この鉄道設備信託証書の所有者には、どのような立場が与えられるのかということが問題になります。アメリカの倒産法は、19世紀には未発達でしたが、1899年に連邦倒産法ができて、ようやく手続が整備された。そして、鉄道の事業者については、公共性を考えて、特に鉄道事業者がなるべく再生できるような手続が作られます。鉄道事業者が再生されるためには、債権をカットしなければいけない。このときに、設備信託というようなものは、単にお金を貸して、あるいは代金債権を繰り延べていて、その担保を取っているだけではないか。だから担保付貸付であって、他の担保付債権と同じようにカットしますという判例が出てきた。それでは鉄道設備信託証書を保有する投資家は不利益が大きい。そこで、鉄道設備信託で信託されていて、その信託の仕組みによって信託会社が所有権を持っているような鉄道車両は、倒産手続の中で債務カットされるなどの対象にはならないという条文が作られました。これが作られたのは、1935年です。

1935年というのは、アメリカの大恐慌の数年後です。大恐慌でアメリカ経済がものすごくダメージを受けまして、そしてダメージを受けたアメリカ経済を立て直すためには、やはり鉄道を復興させて、国内の物流を改善しなくてはならない。そのためには、新しい車両が必要なのです。旅客用の客車であれ、貨車であれ、新しい車両が必要だ。それなのに、車両を売ろうというメーカーがない。何故か。設備信託といっても担保付貸付と同じだとみなす判例が出たために、もう一度倒産したらまた債権をカットされるということになってしまうからです。それではいけないということで、設備信託は設備信託で貸付とは違うという条文ができて、鉄道設備信託は倒産手続から守られるようになった。現在

はそれが連邦倒産法の1168条という条文です⁷。

それによると、設備信託にもとづく権利の行使については、60日、つまり2ヶ月間だけ猶予を与えます。2ヶ月間の猶予の間に、倒産した鉄道会社側の管財人が、今まで未払いの分も含めてすべて支払うという選択をするなら、デフォルトは治癒されます。そうでなければ、60日経った時点で、鉄道設備信託により権利を持っている信託会社が、この所有権は鉄道会社にはなく、わが社（投資家）のものであるから引揚げる、と言えるようになったわけです。もともと、信託の存在を認めるということは、鉄道会社の所有物ではない、鉄道財団に属さないということですから、即、引揚げてもよいはずなのですが、そこはこの制度はよく考えられていて、60日間の猶予があるのです。ですから要するに2ヶ月の間に再建策をまとめなさい。再建策をまとめて、この鉄道車両を使って事業を再建するというのであればOKで使い続けてください。でも、再建策がまとまらなかったのであれば、この鉄道車両は引揚げます、という制度になっているわけです。

この鉄道設備信託に関するアメリカの制度は、証券市場で評価され、戦後、航空機についても同じ仕組みになり⁸、むしろ航空機ファイナンスの方で非常に発展していきました。

ケープタウン条約のルクセンブルク鉄道議定書

そこで、これを国際ルールにしようという動きが出てきました。それがケープタウン条約（可動物件の国際担保権に関する条約）です。このケープタウン条約は、こういった乗り物系のもののファイナンスをするための条約として、航空機のファイナンスについては、70ヶ国以上が加入しているという、大ヒットした条約です⁹。鉄道車両に関する議定書はルクセンブルク鉄道議定書と呼びます。ケープタウン条約のルクセンブルク議定書と聞くとわけがわからないのですが、元の条約をケープタウン（南アフリカ）で外交会議を聞いて採択し、鉄道車両議定書を採択するための外交会議はルクセンブルクで行ったので、ケープタウン条約のルクセンブルク議定書となりました¹⁰。今、批准した国が3ヶ国で、あと1ヶ国加わると発効します。これがまさにアメリカの制度の国際版として、アメリカで州ごとに作っていった登録制度を連邦に拡大したといいましたけれども、これをさらに拡大して、国際的に登録簿を作る。手続的には、まだ発効していないので、正式には稼働していませんが、既に準備はすすんでいまして、ルクセンブルクにこの登録簿を運営する登録機関があります。その議定書の中に倒産手続に関する条文もありまして、これを見ますと、アメリカの連邦倒産法の規定そのままです。猶予期間のことを待機期間と書いてありまして、待機期間中に、権利の実行を免れたければこれまでの未払い分をすべて弁済する。そうでなければ、待機期間の経過後は、権利の実行手続きが可能になる。そういう形でアメリカの倒産法にある仕組みを国際化したわけです。

この話をしますと、飛行機は、最後には飛ばせばよいのだからお金が払われなければパイロットを

⁷ 11 USC § 1168.

⁸ 11 USC § 1110.

⁹ ケープタウン条約全般については、佐藤育己『航空機ファイナンスにおける担保制度統一の分析』〔2016〕参照。

¹⁰ ルクセンブルク鉄道議定書の詳細な検討及び邦訳として、家田崇＝小塚荘一郎「鉄道車両信託の現代的展開 —— 鉄道システム輸出と地域鉄道の整備・再生におけるルクセンブルク鉄道議定書の活用可能性」学習院法務研究11号57頁〔2017〕。

乗せて飛ばせば、引揚げてくることができるけれども、鉄道車両はどうやって引っ張って来るのですかと言われるわけです。そもそも鉄道の線路には、広軌も狭軌も標準軌もいろいろと幅（ゲージ）があって、ゲージが違ったら車両は走らせられないでしょうと。確かにそうなのです。そこで、線路の問題をアメリカではどうしているのだろうと少し調べたら、法律の論文には、そういうことが書いてないのですが、これも鉄道史の論文には書いてありました¹¹。アメリカの鉄道も、もとは、ばらばらに線路を引いたので、レールの幅（ゲージ）はさまざまだったのです。それをある時期に、相互接続するために合わせたのです。19世紀ですから、鉄道線路といっても枕木にレールを留めているだけなので、夜中に釘を引き抜いて、レールを動かして、また留める。その結果、市内だけで走る市電などは別にしまして、アメリカの中長距離の列車は、実はゲージが一致しているらしいのです。だから、鉄道車両の引揚げが出来るのです。そうか、釘を引き抜いて動かせばよいのだ。これは、私にとっては大発見でして、むしろこういう鉄道ファイナンスの制度が普及することで鉄道のゲージの国際的な統一などが進むかもしれない、と逆に思ったりもするのです。

地域鉄道のファイナンス

ここで、地域鉄道の問題にまいります。今、地域鉄道の多くが、総収入よりも総費用の方が大きくなってしまおうという状態になっています。特に、インフラの建設と維持の費用まで考えると、費用の方が大幅に超過してしまいます。この研究の一環で、昨年、富山のライトレールの視察に行きましたが¹²、在来線をライトレールに作り替えるにしても簡単な話ではないわけです。それはそれで、線路を引き直すとか、駅舎のホームの高さだって鉄道とは違うとか。ホームは削ればよいと富山市の方はおっしゃっていましたが、削ればよいといっても簡単な話ではないので、それなりに費用はかかります。それに対して、どれほど努力しても、収益が足りないのです。足りないなら止めてしまえということですかというと、たとえば、鉄道がなくなって、住民がみな自動車に乗って、道路は大渋滞ということではよいのですか。モーターレーゼーションの弊害を抑えるとか、あるいは高齢者が鉄道に乗ると、歩いて駅まで行って、鉄道に乗って、また降りたところから歩くということをするわけで、高齢者の健康増進にもつながる。すると、結果的には、自治体にとっては社会保障費の圧縮になるとか、あるいはもっといえば、社会的弱者にとっても住みやすい町づくりになるとか、そういうお金にならない価値があるのではないか。これを社会的便益と見て、それで費用と釣り合うのではないかということです¹³。だから、地域鉄道のような公共交通は、経済的には赤字かもしれないけれども、地元が負担して、維持すべきものであるというロジックが出てくるわけです（図3）。

それはそれで素晴らしい考え方だと思うのですが、だからといって、社会的便益があるからといっ

¹¹ Douglas J. Puffert, "The Standardization of Track Gauge on North American Railways, 1830-1890", *The Journal of Economic History*, vol.60(4), p.933, at pp.935-938(2000).

¹² 富山市のライトレール(LRT)については、深山剛＝加藤浩徳＝城山英明「なぜ富山市ではLRT導入に成功したのか？——政策プロセスの観点からみた分析——」運輸政策研究10巻1号22頁〔2007年〕、富山市都市整備部路面電車推進課「富山市におけるLRTネットワーク形成の取組み」都市と交通104号10頁〔2016年〕を参照。

¹³ 都市型ライトレールの社会的便益について、Steer Davies Gleave, *What Light Rail can Do for Cities: A Review of the Evidence* (2005) 参照。

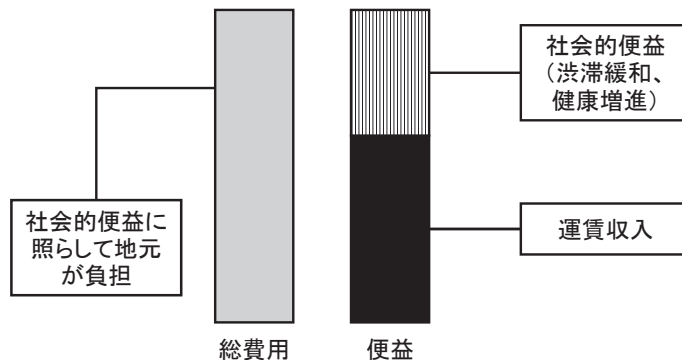


図3. 地位鉄道の現状

で、この総費用全部を地元が負担しなければいけないということに直結するのでしょうか。よく考えれば、経済的価値にならない部分というのは、図3の縦線の部分だけですから、この部分は確かに公的負担がないと成り立ちにくいけれども、その下の部分というのは、現金収入に見合っているのです。ということは、そこだけ取り出して、銀行や金融機関や、あるいは証券市場から、資金調達することが出来るのではないのでしょうか。現状は、例えば富山市はどうしたかということ、全額を市で負担した上で市債を出したわけです。地域金融機関などは市債が発行されると喜んで買いに来てしまうので、その問題意識も若干希薄なのかもしれませんが、本来、そこは民間から調達してもよいはずのものではないか。もう少しいいますと、運賃収入の見通しも経済状況その他に左右されるということであれば、その間にもう少しバッファーを設けて、このバッファー部分は、一種のサポーターというか、地域を支える方の出資とか、鉄道ファンからの出資を募ることでよい。こうして、民間と公共連帯と、そして公的負担という、民間・社会・公共のような仕組みの資金調達のようなことが考えられてもよいのではないかと考えるのです（図4）。

地域鉄道における鉄道設備信託の利用

そのときに、民間部門の資金調達にとって大事なことは、第一に、インフラ全体の中に取り込まれることなくこの民間から調達した資金の部分が独立していることであり、第二に、万が一この事業者が倒産した場合に、民間からの資金提供者がどういう処遇を受けられるのかということがはっきりし

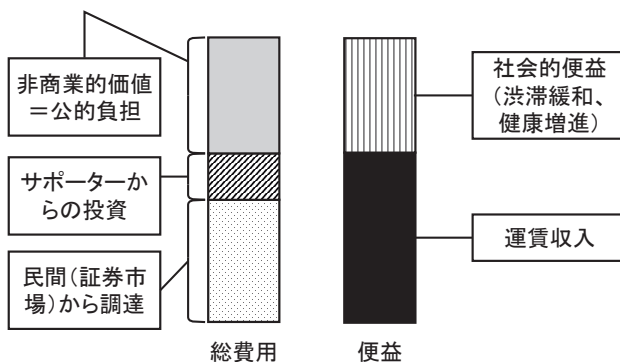


図4. 地域鉄道による民間資金の活用

ていることであろう。偉そうに言いましたけど、アメリカでの経験をここに引き直していただけです。そのために、この鉄道設備信託というしくみは、潜在的な利用可能性があるのではないのか、というのが、今回、研究していて私が考えたことです。それは、鉄道設備信託の仕組みを使うと、鉄道車両がいわば独立して担保になります。それは信託の受託者が持つわけですから、鉄道事業者の所有物ではないということになり、鉄道財団から抜かれた形になっている。そうすることによって、この鉄道車両が生み出す年々の収益が、信託証書を買った投資家にとって非常にクリアーに、自分の投資に対する見返りとしてわかるようになります。インフラ部分については、これは長期的なものですから、もちろん、そこについて銀行貸付などが得られればよいのですが、基本的には社会的便益に照らして、地方自治体等の公共部門が支出する、すなわち納税者の負担であっておかしくはないということです。

現行法では、信託を使わないとこれはできません。何故かというと、鉄道財団に車両が入ってしまうからです。しかし、信託の仕組みを使うと、信託というのは不思議なもので、本来の所有者と管理者と受益者がそれぞれ別になるものですから、形式的に受託者が所有者になることによって、鉄道財団から車両を抜くことが出来る。これを使うというのは、なかなか魅力的な選択肢ではないだろうかと思います。

こういうことを申し上げると、それは上下分離や公設民営とは違うのですか、という疑問があるかもしれないのですが、少し違います。同じ富山市の例では、市内の路面電車が上下分離ですが、これは地域公共交通活性化再生法にもとづく運営です。ただ、日本の上下分離というのは、車両も「下」なのです。要するに線路と車両を分けるのが上下分離ではなくて、線路車両も含めたすべての物件が「下」になって、「上」と称しているのは単なる運営権なのです。そこにどういう問題点があるかというと、今は車両を新しくしたばかりなので、これで回っているわけです。ところが、何年先か何十年先かわかりませんが、線路は今のままだけれども、車両だけ新しくしたいという時期が来ます。もう少しいうと、運営がむしろうまくいったために、線路はそのままだけれども、車両を増やしたいという時期が来るかもしれません。これは、よい方のシナリオです。その時に、車両は線路と一体化してしまっていて、運営権だけで資金調達ができますか。それよりも、車両を引き当てにして、1両増やすことによってこれだけ収益が増えますということを前提にして、その車両を対象にした資金調達をする方が、現実性があるのではないのでしょうか。それは、設備信託を使えばできます。

次に、第二の倒産時の問題ですが、これも、基本的には先ほどと同じことで、図4の下の部分から優先にしないといけないのです。民間の証券市場からの調達というのは、やはり金融機関や投資家の信用が最優先で、ここは優先的に弁済しなければならず、サポーターの皆さんは、そういう意味では善意といいますか、応援する気持ちなので、もちろん、返せたら返せるほうが望ましいですけども、弁済の優先度は少し低い。公的負担の部分は最終的に事業者が倒産したら返って来なくても、やむを得ない。こういう順序を作りたいのですが、これは、現行法の下でも、一応できます。現行法では、債権者平等が原則ですが、本来は平等なはずの債権者が合意をして、「あの人が払われるまでは私は払われなくて結構です」という劣後特約をすることはできます。しかし、鉄道設備信託を使うと、信託というのは、そもそも債務者である鉄道会社の財産から独立していますから、自然と倒産隔離になり、一段と明確になるのです。ということで、インフラ部分の資金調達からの独立性という意味でも、倒

産時の独立性という意味でも、鉄道設備信託というのは、面白いポテンシャルを持っているのではないかと考えているわけです。

現実の資金調達スキームに向けて

今日、お話ししたことは、大きな枠組です。大きな枠組としては、たぶん実現できると思うのですが、資金調達を実際にしようとする、もう少し細かくスキームを作り込んでいかないといけない。

作り込んでいく過程で、実は、関係者に不都合な問題が出て来る可能性があります。どういうことかといいますと、民間の市場、特に証券市場から資金調達をするためには、図4の黒い部分の事業収入が本当にあるということを市場で納得してもらわないといけない。それは、格付けという形になると思うのですが、そもそも引受証券会社が見つかるかとか、そういうことも含めて、市場の投資家に納得してもらわないといけません。ですから、いわゆる甘い期待で、本当は危ないけれども、この事業計画に、鉛筆をなめておけ、それでとにかく議会の予算として、通せるだろう、というようなやり方は、通用しない。金融市場も結構甘いのではないかという話もあるのですが、少なくとも政治的な思惑で承認されることはありませんから、市場に対して説得力を持つような事業計画でないといけない。ですから、ある意味でいうと、これまでよりも厳しくなるかもしれません。でも、それはよいことだと思うのです。もし、事業計画が本当にごまかされているとすると、いくら社会的便益を積み上げて、やはり費用に見合わない。社会的便益があると言って、ものすごく鉛筆をなめているということはあるわけです。ですから、民間資金の出資や融資を求めるとい時は事業計画を厳しく問われるということは、むしろよいことです。それから、優先劣後の作り方や、信託の組み方など、金融商品を作っていく上での細かい話が、ほかにもいろいろと出てくると思います。それは、私も今後、考えていかないとはいけませんし、もし機会があれば実務の方と議論を深めていきたいと思っています。

ルクセンブルク鉄道議定書と地域鉄道

冒頭でお話ししましたが、私はもともとケープタウン条約のルクセンブルク鉄道議定書というところから鉄道設備信託に興味を持って、日本の鉄道輸出に使えないかと考えていました。ヨーロッパ諸国は、この議定書を鉄道輸出の文脈で見っていますが、実は、それにはあまり向かないように思います。というのは、鉄道輸出は先にインフラを作らないといけない。インフラを作るところ、まず線路を引くところから始めないといけない。とりわけ、そういうヨーロッパのメーカーと比べて、日本の鉄道輸出のセールスポイントは何かというと、正確な定時運行や安全運行、ホームでの指差し確認とか、そういうインフラ的なところなので、設備だけを取り出すというスキームに向かないのです。

ヨーロッパでこのケープタウン条約ルクセンブルク鉄道議定書に関心を持っている国がいくつかあって、だいたい鉄道輸出が目的なのですが、そこに、急にイギリスが加わってきました。このところ、Brexitの影響があって、少し停滞しているわけですが、イギリスが興味を示してきた。イギリスはむしろ国内の鉄道について上下分離を徹底したのですがうまくいかず、鉄道が疲弊しているので、それを建て直すのに使いたい。ということで、私は世界的な流れとしても、むしろ地域鉄道の再生に適した仕組みではないかと思っております、こういうことを日本でもとり入れていく余地がないかなと考えているというお話をさせていただいた次第です。