

April 2012

新たな航空ネットワークの形成と航空機保有組織の可能性

西藤真一 水島治 手塚広一郎 加藤一誠 田村亨

# 新たな航空ネットワークの形成と航空機保有組織の可能性

## Setting the Airline Network and the Aircraft Ownership Organization

西藤真一<sup>1</sup>, 水島 治<sup>2</sup>, 手塚広一郎<sup>3</sup>, 加藤一誠<sup>4</sup>, 田村 亨<sup>5</sup>

### 【要旨】

21世紀にはいり、9.11テロ、インフルエンザやSARS、あるいは金融危機といった外生的な要因によって航空需要は減少した。これにともない、航空会社の経営は世界的に厳しくなり、なかには経営破綻に追い込まれるものもあった。また、低費用航空会社(LCC)の経営パフォーマンスについても会社間でかなりの差がみられる。このような経営環境を背景として、航空会社は機材の小型化や路線の縮小・撤廃といったコスト削減策を急速に進めている。しかし、このような航空会社の動向は需要はありながらも適切な機材が配置されなかったり、定期便の休廃止によって新幹線などの他の交通機関に旅客が移行するという問題を生じさせている。

従来、航空会社は航空機の保有・整備と運航という機能を担ってきた。本稿の目的は、ふたつの機能を分離し、保有・整備機能を担う特別な組織(航空機保有機構)を政策的に提案することにある。これは、航空会社の運航コストを軽減し、航空会社が航空ネットワークを維持するためのインセンティブを与えるためのものである。

本稿では、まず、提案の背景にある21世紀初頭の航空会社の状況を概観し、主に格付け会社の資料を用いて経営評価の視点からインフラ保有会社、車両運行会社および車両保有会社に分離されたイギリスの鉄道を評価する。そして、企業統治の観点から、インフラ保有会社の公的組織への改編が車両保有会社の経営成績に与える影響について検討する。次に、こうした枠組みを航空分野に適用する場合の長短所について検討する。わが国において航空機の保有組織を設計する場合、保有組織の長短所を明確化しておくことが不可欠となる。この出発点として、公企業形態と私企業形態という2つの選択肢を前提とし、事業の営利性、資金調達資金調達の側面、経営機構のあり方という3つの側面から検討する。

**Key Words** : 鉄道, 上下分離, 車両保有会社, 航空会社, ネットワーク, 航空機保有組織

〔主担当〕

1. 全員
- 2・3 西藤・手塚・加藤
- 4・5 水島

---

<sup>1</sup> 島根県立大学総合政策学部, shi-saito@u-shimane.ac.jp

<sup>2</sup> 武蔵大学経済学部, o-mizu@cc.musashi.ac.jp

<sup>3</sup> 福井大学教育地域科学部, ktezuka@u-fukui.ac.jp

<sup>4</sup> 日本大学経済学部, katou.kazusei@nihon-u.ac.jp

<sup>5</sup> 室蘭工業大学大学院工学研究科, tamura@mmm.muroran-it.ac.jp



## 1. はじめに

従来、わが国の交通インフラは、国の一元的管理の下で主要幹線ネットワークが整備されてきたとあってよい。しかし、2008年7月に閣議決定された国土形成計画では、少子高齢社会の進展、勃興する東アジア、地方分権の推進等の動向を踏まえて、地域ブロックの自立といった視点が重視されており、航空ネットワークの整備も地域ブロックの自立に向けた地域間交通網としての機能が重視されるようになってきている。地域間交通網としての航空ネットワークは従来の首都圏と地方都市を結ぶ幹線と末端レベルの生活圈ネットワークの中間に位置づけられ、地域間の相互依存関係や競争条件の整備にも大きな影響を与えるものといえる。

わが国における航空ネットワークを取り巻く状況を見ると、人口減少時代の到来や日本航空の経営破綻に代表される航空会社の経営環境の悪化には顕著なものがある。このため、国内の地方都市間路線の廃止や縮小あるいは新幹線との競合路線からの撤退が急速に進んでいる。他方、外国航空会社による首都圏以外の空港からの運航本数は増加傾向にある。

本稿の目的は、今後のわが国における航空ネットワークの整備を図る際の施策として航空機の共同保有を考え、当該共同保有の主体（以下、「航空機保有組織」という）を設計する場合の論点を分析・検討することにある。本稿の構成は、2において組織が必要になった背景と組織に対する考え方を概説する。3において制度設計の糸口を得るべく、イギリスの鉄道における車両の共同保有スキームを概観する。そして、4以降において保有組織について制度的な問題を検討する。

航空機保有組織の形態には多様な選択肢がありうるが、実際の選択に際してはいくつかの着眼点を考えることができる。第1の視点は、航空機の共同保有という事業の営利性をどのように考えるかという点がある。営利性を重視する場合、航空機保有組織は私企業形態として設計する方向に傾きやすい反面、航空機保有組織と既存の航空機リース会社との差異は相対的に縮小する。他方、非営利性を重視する場合、航空機保有組織は当初の目的である地域航空路線の維持の担い手として既存の民間の航空機リース会社とは異なる独自の機能や存在意義を与えられることになるが、資金調達や経営という面での柔軟性や機動性は低下する恐れもある。

第2の視点は、航空機保有組織の資金調達やそれに係るリスク負担といった点である。航空機の共同保有という事業は機材の購入後も定期的な更新が必要とされるため<sup>6</sup>、航空機保有組織は相当規模の資金を定期的に調達する必要に迫られることになる。この場合の具体的な資金調達手法としては、出資による調達とそれ以外による調達という選択肢が想定される。出資とは事業を営むための資本として金銭その他の財産を提供することであり<sup>7</sup>、出資者には出資の対価

---

<sup>6</sup> 寺崎淳也・鹿島茂・大根田洋佑(2010)では、B727とB737の平均耐用年数について分析しており、この中で騒音基準による運航制限が航空機の退役年数に影響を与える旨が指摘されている。航空機の退役時期が機材の物理的要素以外の要素の影響も受けているとすると、(影響の程度にもよるが)退役時期が調達時に想定した時期より早期化するリスクもある。

<sup>7</sup> 出資と類似した概念としては、「出えん(出捐)」がある。出えんとは、当事者の一方が自己の意思に基づいて自己の財産を減少させ、もって他人の財産を増加させることである(この法令上の用例はそれほど多くはないが、たとえば信用保証協会法7条がある)。出えんは、あ

として経営参加権のほか配当請求権や残余財産分配請求権が付与されることが一般的であるが、出資者は事業破綻時における資金回収では最劣後することになる。出資以外による資金調達としては債券の発行や借入れ等があり、資金提供者は経営参加権を有しないが、事業破綻時における資金回収において出資者よりも優先される。

第3の視点は、航空機保有組織の経営機構の枠組みといったガバナンス的な点である。航空機保有組織をどのような形で設計するとしても、経営者の選任・解任は基本的に出資者の意思決定に委ねられる<sup>8</sup>。この意味において、ガバナンスの問題と資金調達のそれとは裏表の関係にあるといえが、ガバナンスに固有の問題もある。第1は、経営に対する監視（モニタリング）の問題である。共同保有事業が社会インフラに密接に関連する事業であることからすると、一般の事業会社以上に経営の透明性、公平性あるいは適法性が重視され、これらは事業の継続という観点からしても不可欠である。第2は、利害関係の調整という問題である。共同保有は、国、地方自治体、運航事業者、機材メーカー、関連インフラ事業者、顧客といったきわめて多様な利害関係者を内包する。このため、こうした利害関係者間において利害対立が先鋭化する可能性があり、その防止や調整等の仕組みが必要となる<sup>9</sup>。

## 2. 航空機保有組織の基本的発想

### 2.1 航空会社の機能分離

従来、航空会社は運航に際して空港に使用料等のコストを支払い、それは空港整備特別会計（空港整備勘定）を通じて他の空港の整備や維持管理の原資にあてられてきた。また、航空会社は空港における整備施設という物的資源に対してだけではなく、整備士の養成といった人的資源に対しても多大な投資を行ってきた。

ところが、航空会社を取り巻く経営環境の変化によって、航空会社は従来型のコスト負担を持続することが難しくなりつつある。航空ネットワークの維持の困難さがある種の構造的問題に起因しているとする、航空会社や航空ネットワークを取り巻く環境が将来的に劇的に改善するとは期待しにくいということになり、それゆえ処方箋を早い段階から準備しておく必要がある。本研究の基本的な発想は、こうした処方箋のひとつとして、鉄道の上下分離を参考にしつつ、現在の航空会社が行う航空機の保有と運航を構造的に分離し、保有については航空機保

---

る事業に対して金銭その他の財産を提供するという点や残余財産分配請求権が認められる点で出資と類似するが、経営参加権や配当請求権が法的に保証されない点で出資と異なる（信用保証協会法 30 条 1 項・2 項）。また、「拋出」（一般社団法人及び一般財団法人に関する法律 131 条、153 条 1 項 5 号、銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律 41 条 1 項）という概念も出資に類似した側面を有している。なお、本稿では、紙幅の関係もあり、出資を前提として議論を進めることにする。

<sup>8</sup> 出資者の多数決による決定に加えて、主務大臣の認可などが要件とされる場合がある。

<sup>9</sup> こうした利害関係の調整は、本来的には経営者の職務の範疇に属するものともいえるが、利害関係者が出資者である場合、経営者による調整が十分に機能しない可能性もある。

有組織がこれを担う仕組みを考えようとするところにある。ただし、航空機保有組織が単なる航空機の保有機能を担うに過ぎないとすると既存の民間の航空機リース業者と本質的に異なるところはない。しかし、中長期的な観点からすると、航空機保有組織が整備などの保有以外の機能も併有することによって、運航コストがさらに低下する可能性もある。しかし、こうした航空機保有組織の機能拡張は現行法との調整が必要な部分も少なくなく<sup>10</sup>、航空会社が整備機能を失えばサービス面での競争力の喪失という新たな問題が生じる可能性もある。

このような現状を前提とすると、現行法上の諸規制の見直しや航空会社の実務との調整があって初めて実効性のあるものとなる。実際、第3章で論ずる鉄道の上り下り分離も規制の撤廃がなければ実現しなかった。また、航空機保有組織はいかなる組織形態とすべきかという問題についても、第4章において論ずるように事業の営利性、資金調達手法、経営機構のあり方といった多様な問題を併せ考慮する必要がある。

さらに航空機保有組織から航空機をリースされた航空会社が離島路線を典型とする低収益路線を運航しようとする場合、運航費補助等の公的補助に依存せざるをえない。資金調達は地方自治体による出捐金、債券発行および金融機関からの借入金によって行われることになる。他方、航空会社が収益路線を運航しようとする場合、航空機保有組織の資金調達は一般の事業会社と同様に株式によって行うこともできよう。その意味において、航空機保有組織の設計にあたっては、航空機保有組織の収益性をどのように考えるかという点もきわめて重要である。

## 2.2 航空機保有組織の設計に向けた論点

一般的に上下分離方式は、固定費の相対的に大きいインフラ部門を固定費の相対的に小さいオペレーション部門から分離して後者の機動性・効率性を向上させることを目的とすることが多い。ただ、ここで問題になるのはインフラ部門の分離後の資金調達である。航空機保有組織が地方債あるいは政府保証債等の債券の発行によって資金調達する場合、解決すべきいくつかの問題が生じる。まず、航空機保有組織が債券の発行体となるためには、国・地方自治体との関係を明確にする必要がある。これは、発行する債券の償還を航空機保有組織の収入のみに依存するのか、あるいは債務保証のような形で地方自治体も一定の財政的な負担をするのかという問題が生じる。後者の場合、航空機保有組織が債務不履行になったとしても債券保有者は経済的な損失を事実上被らないため、組織に経営改善に向けたインセンティブが働かない可能性がある。

わが国の地方債の場合、地方自治体によって財政負担力は大きく異なるが、明示的または黙示的な政府保証によって（一部の例外を除き）、発行条件に大きな差異は生じない。これは地方債の発行が許可制であることや、地方交付税によって国が地方債の償還資金を事実上融通していることに由来する。したがって、航空機保有組織と地方自治体あるいは国との関係をどのように設計するかという問題は、航空機保有組織の資金調達に大きな影響を与えることになる。

<sup>10</sup> たとえば、航空会社は航空機整備業務を外部委託する場合はあるものの、最終的な整備責任は航空会社が負っており、これを会社以外の者に委託することはできない。

いまひとつの論点は、リース債権を証券化して ABS (Asset Backed Securities) を組成することの可能性である。アメリカのサブプライムローンでは、優先劣後構造に基づいて大量の 2 次証券 (多くが AAA の格付けが付与された) が組成されたが、デフォルトの発生によって格付けが大幅に引き下げられた。加えて、予想デフォルト確率が引き上げられ、サブプライムローン関連証券の価値はあっという間に低下し、債券保有者の評価損をさらに増大させた。その意味において、サブプライムローン問題は ABS の商品設計それ自体の問題であると同時に (格付けが依頼格付けであることや格付け手法とその透明性の欠如等の) 当該商品の格付けに係る問題にも起因しているといえる。したがって、航空機保有組織の資金調達において証券化手法の利用の是非の検討も必要である。

### 3. イギリス鉄道改革後の各主体の資金調達

#### 3.1 イギリスの鉄道産業を取り巻く構造

航空機の共同保有に類似した発想の制度としては、イギリスの鉄道産業における上下分離がある。本章では、イギリス鉄道改革の結果誕生した車両リース会社 (ROSCOs: Rolling Stock Companies) と線路保有会社であるネットワークレール社について検討する。

イギリスでは EU 指令 (91/440/EEC) に従う形で 1993 年鉄道法によって鉄道改革が開始された。イギリス鉄道改革の特徴は、端的にいうと、垂直統合形態にあった旧国鉄を列車運行会社 (TOCs: Train Operating Companies), 貨物列車運行会社 (FOCs: Freight Operating Companies), 3 つの車両リース会社<sup>11</sup>および線路の所有と維持管理を行うレールトラック社に分割した点にある。なお、レールトラック社は 2001 年に倒産し、その業務はネットワークレール社に継承された<sup>12</sup>。

ROSCOs の業務は、①鉄道車両の調達、②調達した車両の TOCs への貸出し、③貸出車両の維持管理、等である。それぞれの TOC は ROSCO と一定期間にわたる車両リース契約を締結して、車両を借り受ける<sup>13</sup>。このリース契約には、借受車両の維持および管理を ROSCO が行ういわゆるウェット・リース (wet lease) が採用されることが多い<sup>14</sup>。

現在、鉄道関係のインフラはネットワークレール社がサービスを独占的に提供しており、線路使用料は鉄道規制庁 (ORR: Office of Rail Regulation) による規制下に置かれていると同時に

<sup>11</sup> 現在はこのほかにも ROSCO は参入している。具体的には、2009 年に設立された Lloyds TSB General Leasing や 2008 年に設立した QW Rail Leasing のほか、DfT がディーゼル車両の調達を目的として 2009 年設立した ROSCO として、Diesel Trains がある。

<sup>12</sup> 株式売却は鉄道法が施行された 1993 年に一斉に実施されたわけではなく、1997 年にかけて順次実施された。

<sup>13</sup> もっとも、TOC は ROSCO からリースせずみずから車両を調達・保有することもできる。

<sup>14</sup> 維持管理を含まず、車両の借り手である TOC が行うリースは、ドライ・リース (dry lease) と呼ばれる。ちなみに、ROSCO にとっては、ウェットリースの収益性の方が相対的に高いとされる。

ORR が鉄道産業全体の安全規制の役割も担っている。一方、運輸省（DfT: Department for Transport）は鉄道政策におけるサービス水準の策定や資金提供等の役割を担っている。

上記の枠組みを航空機の共同保有との関係で比較すると、航空会社は TOCs、航空機保有組織は ROSCOs、空港はネットワークレール社に対応させることができる。一般的に固定費の大きいインフラ部門とオペレーションを分離する上下分離には、オペレーションの機動性や採算性の向上を期待されるが、先述のように航空機保有組織の国や地方自治体との関係は更なる検討を必要とする。以下では、ROSCOs とネットワークレール社の資金調達構造からそれらを考察することにしたい。

## 3.2 ROSCOs の概要と格付け—Angel Train Ltd. を事例として—

### 3.2.1 ROSCOs を取り巻く環境と基本的な構造

ROSCOs は TOCs に対する車両のリースを主要業務としているが、イギリスにおいては Angel Trains、Eversholt Rail<sup>15</sup> および Potorbrook の 3 社による寡占状態が形成されている。ROSCOs は TOCs やネットワークレール社と同様、政府の事実上の規制下に置かれている。ROSCOs は DfT（旧 SRA）と直接契約（Direct Agreement）を TOC と車両リース契約（Rolling stock lease agreement）を締結すると同時に、車両製造会社（Train manufacturers）とは新規車両の製造契約を締結している。

図 1 は、2004 年における資金の流れを示したものである。この図をみると、DfT から鉄道規制当局である SRA に助成金（Grant in Aid）を出し、SRA はそれを原資としてネットワークレール社に対して助成金を、TOCs に対して補助金（subsidies）をそれぞれ支出していることがわかる<sup>16</sup>。SRA から TOCs への補助金は定額部分とパフォーマンスに基づくプレミアム（あるいはペナルティ）部分から構成されている。TOCs は利用者からの運賃収入と SRA からの補助金を収入とする一方、ネットワークレール社に対してアクセスチャージを、ROSCOs に対してリース料を支払っており、ROSCOs はリース料のうち資本費に該当する部分（capital cost of rolling stock）を車両製造会社に支払っている。資本費以外の部分はプライスカップ方式による価格規制の下に置かれている<sup>17</sup>。以上のような関係からすると、ROSCOs は SRA から直接的な補助こそ受けてはいないものの、TOCs が補助金を受けることによって事実上の補助を受けているものと解釈することができる<sup>18</sup>。

<sup>15</sup> Eversholt Rail は、2010 年までは HSBC Rail という名称であった。これは、ROSCO が基本的に金融機関などによる買収や所有者の変更が比較的多く行われていたことを示唆している。

<sup>16</sup> 2006 年以降は、SRA から DfT に移管された。そのため、DfT が直接的にネットワークレール社や TOC に助成や補助を行っている。

<sup>17</sup> 資本設備以外のリース料（車両の維持管理など）は PPI-3% に規制されている。

<sup>18</sup> この図の構造に加えて、後に述べるように新規の車両投資に対する SRA からの別の補助もあった。この補助は、ROSCO を通さず TOC 自身が行う車両投資に対して交付されるとともに、ROSCO による車両投資に対しても交付されるものであった。

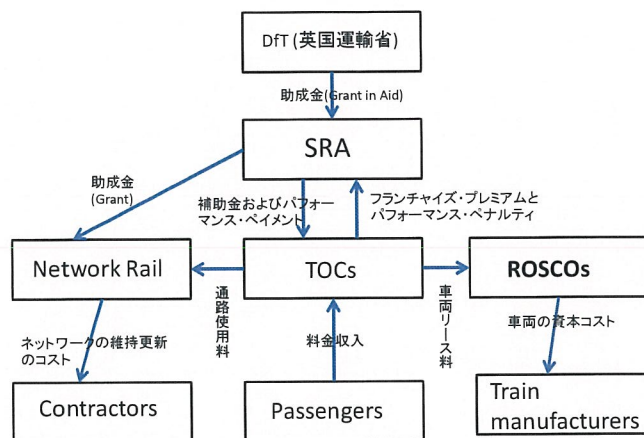


図 1 資金の流れ (2004 年時点) 出典：NAO(2004)

ROSCOs を取り巻く環境の背景には、イギリスの鉄道改革が当時直面していた老朽車両の更新の促進という政策的な目標があった。これを達成するために、SRA は 1999 年の法令に基づき<sup>19</sup>、TOCs とのフランチャイズ契約中に新規の車両投資による旅客サービスの質的改善を図ることが定められた<sup>20</sup>。質的改善の具体的な項目としては、安全性の向上、移動環境の改善、障がい者に対する施設の改善、車内セキュリティの向上、移動時間の短縮、混雑緩和等がある。SRA は、こうした項目と運行時の遅延等のパフォーマンス指標とを関連付けて TOCs への補助に反映させることで、TOCs の新規の車両投資インセンティブを与えようとしていた。他方、ROSCOs のフランチャイズ契約では、質的なパフォーマンスと支払いを直接的に関連づけていない。もっとも、ROSCOs に対しては新規の車両投資へのインセンティブを付与する次のような仕組みによってこれが代替されている。

第 1 に、ROSCO の提供する車両が古く旅客サービスの質が悪ければ、TOCs は他の ROSCO と契約するか、または新規の車両を自己調達することによってリースの再契約が締結されない可能性がある。第 2 に、先述のとおり ROSCOs が設定するリース料のうち、車両投資等に関わる資本費部分については規制の対象外とされている。つまり、TOCs に資本費を負担させることは可能であり、一定の水準を確保するための新規の車両投資を行うインセンティブが生まれることになる。

Standard and Poor's (2008) によると、政府が ROSCOs に新規の車両投資を促す背景について、1993 年鉄道法第 30 条は「乗客に対して適正な鉄道サービスを適用することを政府に義務づけ」

<sup>19</sup> 厳密には SRA が設立されたのは、2001 年である。しかし、実質的には 1999 年時点で設立されている。

<sup>20</sup> NAO(2004)によれば、1996 年の鉄道の民営化以降、TOC は、4500 台以上 42 億ポンドの新車両を建造したとしている。



ており、これを根拠として ROSCOs と DfT<sup>21</sup>との直接契約において DfT が既存の車両リースに対して介入する権限が付与されていることを指摘している。さらに、DfT は新規の車両投資を支援するために一定の条件の下でそれらを政府保証の対象とすることができるとしている。これは、ROSCOs から車両を借用する TOCs がデフォルトした場合、そのリース料を DfT が保証することを意味する。加えて、SRA 時代には ROSCOs の新規の車両投資を促すために、直接的に約 10 億ポンドの補助金を拠出してきた。

ROSCOs や TOCs に対する新規の車両投資促進策の結果として、NAO(2004)では車齢が 2000-1 年第 1 四半期から 2003-4 年第 1 四半期にかけて低下傾向にあり、この傾向は新規車両の導入が車両の平均年数を引き下げた結果であると述べている。さらに、NAO(2004)によれば、2004 年までには、1,950 両の古い車両はすべて更新されている。

イギリスの鉄道の場合、総じて新規の車両投資とそれによる旅客サービスの質的改善が強く要請されている。しかし、一般の事業会社の場合、こうした質的改善を目的とする投資を高度に行うインセンティブは生じにくい。そこで、ROSCOs は新規の車両投資の促進という観点から、政府による強い保護（規制・補助）を受けているのである。このことは、3.2.2 節で紹介する Angel Train Group Ltd. の格付けにも大きく影響している。

### 3.2.2 Angel Trains Ltd. の概要と格付け評価

Angel Train Ltd. (以下、ATL) は、1993 年鉄道法に基づいて設立された 3 つの ROSCOs のうちの 1 つである<sup>22</sup>。ATL は、2011 年時点で、イギリス国内の 37% に相当する 4,400 両以上の車両を保有しており、全 19 社のうち 18 社の TOCs とオープン・アクセス・オペレータに車両をリースしている。2007 年時点における ATL の主たる所有者は RBSG であり、その子会社である RoboScot Ltd. が、Angel Trains Finance PLC と Angel Trains Group Ltd を所有している。後者の Angel Trains Group Ltd. は、イギリス内の ATL と国外の Angel Trains International Ltd. を保有している。ちなみに、2007 年時点において Angel Trains Group Ltd. の収入全体に占める割合は、Angel Trains International Ltd. が 8.8% であり、ATL が 91.2% である。本節において焦点をあてるのは ATL である。

<sup>21</sup> これは SRA と ROSCO との直接契約に対応する。しかし、2008 年時点では、SRA から DfT にその業務が移管されているため、DfT と ROSCO との直接契約となっている。

<sup>22</sup> 同社は 1994 年に設立され、1997 年まで Nomura Holdings がその株式を保有していた。その後、The Royal Bank of Scotland Group (以下、RBSG) が同社を買収し、1997 年から 2008 年までは RBSG の子会社であった。2007 年に発生したイギリスの金融危機の影響もあり、2008 年 8 月に RBSG は、Arcus Infrastructure Partners; Amber Infrastructure Group; AMP Capital Investors; Public Sector Pension Investment Board; and STC Funds Nominee Pty Ltd, Farm Plan Pty Ltd, Statewide Superannuation Pty Ltd. で構成されるコンソーシアムに Angel Trains Groups Ltd. を売却した。その後、その海外部門は Alpha Train として別会社化され、ATL 社自身は、イギリス国内の ROSCO として現在に至っている。以下の内容は、Angel Trains Group Ltd. のホームページ (<http://www.angeltrains.co.uk/>) による。

Standard and Poor's(2007)によると、2007年時点におけるATLの長期格付けはA+となっており、これは2001年から2007年まで維持された。同報告書は、このような格付けの要因をATLのもつ「強み」と「弱み」に分類して、以下のように指摘している。まず、「強み」については、①ATLがイギリスのROSCO市場で主導的な地位にあること、②キャッシュフローが予測可能であり流動性も良好であること、③同社の財務政策が保守的であり、かつそれを実行するために必要な経験を有する管理チームが存在すること、④強くて協力的な保護者（parent, DfTを指す）が存在すること、をあげている。他方、「弱み」については、①再リース契約のリスクにさらされていること、②政治的リスクおよび規制当局による検査(review)のリスクが存在すること、③中長期的にみた場合の国外市場の信頼性の問題が存在すること、等があげられている。

ところで、RBSGによるAngel Trains Group Ltd.の売却直前に発表されたStandard and Poor's(2008)は、ATLではなくAngel Train Group Ltd.のみに格付けを付与しており<sup>23</sup>、格付けはA、見通しはnegativeとされている。このように、ATLに比べて1ノッチだけ格付けが下がっている。Standard and Poor's(2008)では、この格付けの要因として次の点をあげている。まず「強み」については、2007年の報告書の①から③はそのまま維持されているが、④については④'借主（TOC）がデフォルトを起こした場合DfTによる強いサポートがある、として直接的な表現に変更されている。一方「弱み」については、2007年の報告書の①から③に加えて、④耐用年数が長い資産の資金調達に際して短期負債が高い割合を占めていることを追加している。

S&PがATLに対して2007年まで高い格付けを付与してきた要因としては、イギリスの車両リース市場が寡占状態であるため、リース会社には高いマークアップ（利益）が存在していた点を指摘できる。実際、1990年代以降、イギリスでは、鉄道旅客の需要は増加している一方、供用される車両数は依然として不足しており、この点からもROSCOsの競争優位性がうかがえる。

なお、ROSCOsが寡占状態を維持することができた理由としては、次のようなことも想起される。第1に、各TOCに新規の車両投資を行うインセンティブが乏しく、また、TOC各社が多少高いリース料を支払っても、車両の保有に伴うリスクの回避を選好した可能性がある<sup>24</sup>。第2に、政府のROSCOsに対する深い関与がある。1993年鉄道法第30条は「乗客に対して適正な鉄道サービスを提供する」ことを政府に義務付けており、新規の車両投資を促進させようという政策的な意図が働きやすい。つまり、新規の車両投資を促進させるために、リース市場における寡占状態を意図的に形成させ新規投資に伴うリスクを低下させる環境を確保したというものである。実際、当時のSRAやDfTは、ATLも含めたROSCOsに対して手厚い保護を

<sup>23</sup> 先に述べたように、ATLはイギリス国内のROSCOである。Angel Trains Group Ltd.は、イギリス国内で運営するATLだけでなく、イギリス国外で運営を行うAngel Train International Ltd.をも保有する、いわば両者の親会社にあたる企業である。

<sup>24</sup> ただし、これは車両リース市場への新規参入があれば状況は変化する。それに関連してTOCとの契約は一定期間に限られるため、弱みにあるように、TOCとの契約が更新されないというリスクにさらされることにもなる。

与える傾向があり、このことは政府当局が「強くて協力的な保護者」であったことを示唆するものといえる。

ROSCOs の事業にある種の行政的保護が与えられているとすると、当該事業の収益性は政府や規制当局の政策動向に左右されることになる。したがって、政策変更によって競争促進政策が導入されると、ATL の事業に対する格付け評価は低下することになる<sup>25</sup>。規制による保護は事業の「強み」でもあり同時に、上記の②で指摘されるように、リスクとみなされれば「弱み」にも繋がるというのはこの文脈で理解されるべきものであろう。

表 1 ATL の財務指標

	2007	2006	2005	2004
Rating History	A/Negative/A-2	A+/Stable/A-1	A+/Stable/A-1	A+/Stable/A-1
Revenues	319.2	327.3	333.6	296.3
EBITDA	224.6	226.1	226.5	187.2
Not income for continuing	88.3	54.5	64.5	50.7
Funds from operations (FFO)	145.1	186.9	181.7	102.3
Cash flow from operations	135.5	207	184.6	102.3
Capital expenditures	110.9	179	211.3	191.4
Debt	1850	1615.2	1554.2	1393.3
Equity	747.5	784.5	743.6	740.4
EBITDA/revenues(%)	70.4	69.1	67.9	63.2
EBIT interest coverage (x)	2.5	2	2.4	1.8
EBITDA interest coverage (x)	3	3.5	3.6	2.7
Return on capital	6.5	4.9	5.8	5
FFO/debt (%)	7.8	11.6	11.7	7.3
Cash flow from / debt (%)	7.3	12.8	11.9	7.3
Debt/EBITDA (x)	8.2	7.1	6.9	7.4
Debt/ debt and equity (%)	71.2	67.3	67.6	65.3

出典：Standard and Poor's(2008)

次に、ATL の財務指標を概観する。表 1 は、Standard & Poor's (2008)の 2004 年から 2007 年にかけての ATL の格付けの推移を示したものである。資本負債比率 (debt to equity ratio, 表中の Debt/debt and equity) は、2004 年から上昇している。表中の EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization) とは、税引き前利益、特別損益、支払利息および減価償却費 (有形固定資産償却費と無形固定資産評価額) の合計額であり、資本に対してどの程度のキャッシュフローを産み出したかを簡易に表す利益概念である。EBITDA を売上高で除したものが EBITDA マージンといわれる。通常、積極的な設備投資は減価償却費を増加させ

<sup>25</sup> 競争政策に関していえば、イギリスの競争法では、競争促進のために収益性の低いドライリースも提示しなければならないとされている。さらに、近年の EU の競争促進政策も当該事業にとってはリスクである。EU は、2010 年までに ROSCO 市場の開放を求めている。

るが、会計上の利益は減少するため、結果として収益性は低く評価される。これに対して、EBITDA は減価償却費を含んでいるため、設備投資によって減価償却費が増加すれば、必然的に EBITDA も増加することになる。EBITDA という指標は理論的には問題がないわけではないが、巨額な設備投資を伴う事業の財務評価指標として実務上しばしば用いられるものである。

S&P が ATL に対する格付けを行っていた期間は、新規の車両投資が不足していた時期であり、車両への投資がサンクする可能性は低いと考えられる。そのため、S&P が EBITDA によって格付けを評価することは、投資水準を適正に評価するという意味において合理的であったといえる。ALT の EBITDA が増加傾向にあることは設備投資を継続的に行っていることを示唆している。また 2007 年の ATL の EBITDA マージンは約 55% であるが、このことは ATL の事業が相対的に資本集約的であることを窺わせ、設備投資に依存するものであることがわかる。なお、これら一連の値から、2001 年から 2008 年までの S&P の報告書では、「強み」の②において、Angel Train Ltd. の財務政策が保守的であると評価しており、これも高い格付けに反映されたと考えられる<sup>26</sup>。

### 3.3 ネットワークレール社の概要と格付け

#### 3.3.1 CLG 法人の採用

次にインフラ部門の資金調達について概観する。改革当初、レールトラック社は鉄道産業のインフラ部門として設立された。しかし、レールトラック社は 2000 年に発生したロンドン近郊のハットフィールド事故の補償や線路の更新費用の増加に加え、当時進行中であった西海岸本線の高速化に向けた工事費負担の増大という課題に直面していた。政府は 2001 年から向こう 5 年間で総額 15 億ポンドをレールトラック社に投入する計画であったが、それを考慮しても同社がこれだけの財務負担を担う能力は残されていなかった。2001 年 10 月 7 日、高等法院 (The High Court) はレールトラック社に対して破綻を宣告した<sup>27</sup>。レールトラック破綻後のインフラ部門の再生に際しては、適時的な投資が実現するような制度設計が強く意識され、DfT によってネットワークレール社が新たに設立された。

ネットワークレール社の特徴は、保証有限会社 (CLG: Company Limited by Guarantee) という特殊な組織形態を採用している点にある。CLG 法人は法人格を有する非営利会社として会社法上規定されているが、株式会社 (Public Limited Company) のような配当は存在せず、内部留保を除いた利益はすべて再投資にあてられる。株主に代わる主体は「メンバー」といわれるが、彼らは取締役の指名権を通じて間接的な形で経営に参加する<sup>28</sup>。メンバーについてのルールの

<sup>26</sup> さらにいえば、イギリスの金融危機が発生する 2007 年までは、親会社である RBSG も高い格付けを有しており、このことも評価に影響を与えたものと考えられる。

<sup>27</sup> レールトラックの破綻からネットワークレールに事業継承される際の経緯については、NAO (2004), p.8 を参照。

<sup>28</sup> 同社の設立当初は総勢 114 人のメンバーが存在した (NAO(2004), p.10)。なお、メンバーには配当などや剰余金の配分を受ける権利は認められていない。メンバーはネットワークレール社のために行動するのであって、個人的な利得を得るために活動してはならないとされて



詳細は、メンバーシップ・ポリシーに規定されている。メンバー総数には法令上特段の制限はないが、100人程度とされていることが多いようである。メンバーは一般メンバー（Public Members）とインダストリー・メンバー（Industry Members）に分かれており、前者の総数は全体の50%以上80%以下とされる<sup>29</sup>。ここで注目すべきは、政府が同社取締役の指名や定款の強制的変更権等が認められる「特別なメンバー権（special membership rights）」を有している点である。

なお、メンバーの地位は株主のそれと同様であり、年次報告書および会計報告書の承認権、取締役および監査人の選任・解任権、定款変更についての議決権等を有している。ただし、メンバーの議決権の配分は資本多数決形式ではなく1人1票の頭数多数決形式であり、拒否権は政府を除き認められていない。インフラ投資を優先する政府の観点からすると、配当相当額を事業に確実に再投資できる点でCLG法人には大きなメリットが存在したものと推測される。また、鉄道インフラの利害関係者となるインダストリー・メンバーを一定程度確保することは、投資の促進という観点からだけでなく、ネットワーク維持に対して政府が直接関与できる余地を残すという点からもメリットが存在したといえる。

### 3.3.2 ネットワークレール社の資金調達と格付け評価

インフラに対する投資と安定的な旅客サービスの提供を両立するためには、安定的かつ継続的な資金調達のスキームが不可欠である。そこで、この点についてのネットワークレール社の枠組みを以下では概観する。まず、資産には主要事業以外の目的で取り崩すことのできない基金（Ring Fenced Fund）<sup>30</sup>である積立金が計上されている。ネットワークレール社の主要な事業目的はインフラを適切に維持管

理することである。それゆえ、ネットワークレール社は主要事業以外の付随的事業を行うことは原則として禁止され、付随的事業の経営悪化によって主要事業が破綻しないように配慮されている。

次に、会社外からの資金調達について概観する。GLC法人であるネットワークレール社の資金調達は債券の発行が中心である。具体的な投資計画は5会計年度単位で構成される「管理期間（Control Period）」を基礎として策定される<sup>31</sup>。これはレールトラック社の時代から既に存在しているものであり、現在の管理期間は2009—10年度から始まる第4期にあたる。現在の管

---

いる（ネットワークレール社ウェブサイト）。このように、形式的には慈善的ないし非営利的活動が求められているものの、インダストリー・メンバーに実質的に期待されているのは、みずからの利害からインフラ投資の必要性を発言し実際に設備投資に結びつけることだと考えられる。

<sup>29</sup> なお、現在の一般メンバーとインダストリー・メンバーの構成内訳は、一般メンバーが67人、インダストリー・メンバーが24人である（Network Rail社ウェブサイトによる）。

<sup>30</sup> ORRウェブサイト <http://www.rail-reg.gov.uk/server/show/nav.155> および ORR(2010), p.21.

<sup>31</sup> CP2のみ、2001年から2004年まで（会計年度では2001年度から2003年度）の3年間となっている。

理期間では、約 120 億ポンドの負債発行と 60 億ポンドの借換えが予定されており<sup>32</sup>、これに併せて具体的な資金調達計画が計画されている。

上記のような資金調達計画は負債発行計画 (DIP: Debt Issuance Programme) といわれるプラットフォームにおいて、債券、コマーシャルペーパー (CP: Commercial Paper)、借入等といった形で配分・管理される<sup>33</sup>。なお、DIP はインフラ維持管理の実務を担う会社である Network Rail Infrastructure Ltd. (NRIL) が担当しており、同社がグループ全体の資金調達の窓口となっている (図 2)。また、DIP の遂行上、資金調達を行う会社として Network Rail Infrastructure Finance plc. (NRIF) がある<sup>34</sup>。同社はネットワークレール社のグループ会社ではないが NRIL の連結対象とされている<sup>35</sup>。

NRIL は資金調達において中心的な役割を果たしており、ネットワークレール社が NRIF を通じて市場から資金を調達する。先述のように NRIF は NRIL の連結対象会社であるが、両社間では相互貸付契約が締結される。したがって、NRIL は利息を含めて NRIF に返済する。NRIF は手形、CP によって市場から資金を調達する。ここで重要なのは、これらの負債には政府保証が付されているという点である<sup>36</sup>。この政府保証は手形保証人やその他市場で信用を与えている保証人に対して与えられるものであり、デフォルト時には無制限な支払いが求められると同時に取り消し不可能なものである<sup>37</sup>。なお、2009 年度末において、総資産に占める負債の割合は 63.9%となっている<sup>38</sup>。ネットワークレール社は、政府保証債発行にこれ以上頼ることは適切ではないとしているが、政府保証を付さずに債券発行を行うことは事実上困難であり、結果的に政府保証債に頼るほかないというのが実情である。

このような政府保証債券の意味を明らかにするために、NRIL が実施する負債発行プログラムの格付けをみる。Standard & Poor's (2010) によると、350 億ポンドにおよぶ負債は「AAA」、40 億ポンドの CP は「A-1+」という最上級の格付けが与えられている<sup>39</sup>。こうした格付けの理

<sup>32</sup> Network Rail(2009), p.49.

<sup>33</sup> 2004 年 3 月からこれまでに 280 億ポンドの債券が発行されてきた (Network Rail (2009), p.49)。

<sup>34</sup> Network Rail Infrastructure Finance 社は 2004 年 3 月 31 日に設立された会社で、2004 年 10 月 29 日に債券発行を開始した。

<sup>35</sup> Network Rail Infrastructure Finance PLC (2011), p.3 を参照。なお、同社の株主は HSBC Trustee Ltd である。

<sup>36</sup> 「政府」という場合、一義的には SRA のことを指す。2005 年鉄道法によって SRA が解散したのは運輸省のことを指す。なお、運輸省への権限移管は 2005 年 6 月 26 日である。詳細は Network Rail (2011), p.8 を参照。

<sup>37</sup> 仮に NRIL からの返済が滞った場合、不足分を政府が補てんして保証人に支払わなければならない。返済に遅滞が生じ債権者が政府に申し出た場合、政府は 5 日以内 (満期による返済の場合は 20 営業日以内) に保証人に不足相当額を補てんしなければならない。仮に、申し出以降に一部返済があった場合は、その分を差し引いて補てんされる。詳細は Network Rail (2011), p.8 を参照。

<sup>38</sup> Network Rail Infrastructure Limited (2010) 2010 Regulatory Financial Statements, p.12.による。この割合が 100%を超えると債務超過となり、経営は破綻してしまう。

<sup>39</sup> Standard and Poor's (2010), p.2.

由としては「イギリス政府（AAA/Negative/A-1+）による信用保証を得ているため」<sup>40</sup>という点があげられており、政府の信用が最上級の格付けの要因となっていることが窺われる。このため、ネットワークレール社は、形式的には民間会社であるが、市場では事実上の国有企業として位置づけられている。

同様のことは、イギリス統計局（ONS: Office for National Statistics）と会計検査院（NAO: National Audit Office）の見解の相違にもみられる。ONSは欧州の会計システム（ESA 95: European System of Accounts 1995）にもとづけば、ネットワークレール社の活動は公的セクターには含まれず、同社は純然たる民間企業として位置づけられる。一方、NAOは、イギリス内の企業会計規則（GAAP: Generally Accepted Accounting Practice）の観点から、ネットワークレール社は国の子会社であり、国の会計に反映させるべきであるとしている。

このような見解の相違は、単に会計規則の相違から生じているに過ぎないともいえるが、引当金についての取扱いの相違という点も背景にあるものと推測される。すなわち、ONSが根拠とするESA95は引当金の取崩し時点まで費用を認識しないのに対して、GAAPでは負債の存在は費用をもたらすものとして、常にその負債を認識する<sup>41</sup>。つまり、ONSの立場からすれば、主債務者がデフォルトを起こしていない以上、政府保証は現時点において政府に負債を負わないのであるから、会計上は純然たる民間企業として位置づけられるというスタンスであるのに対して、NAOは政府保証という債務が認識される以上、公的セクターに含められるべきだと考えているわけである。いずれの立場を採用するにしても、ネットワークレール社が純粋な民間企業かという問題には見解の相違があり、基準によっては国有企業と実態的は変わらないといえる。

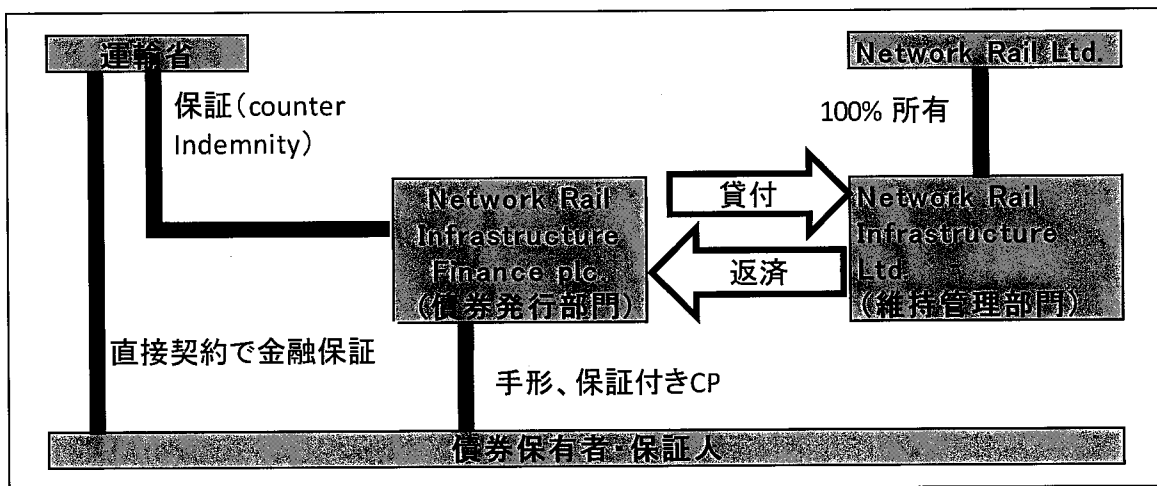


図2 ネットワークレール社の資金調達の仕組み

<sup>40</sup> Ibid., p.2.

<sup>41</sup> HM Treasury (no date), p.5.

このように、ネットワークレール社は国有企業と実質的に同様ではあるが、政府としては民営化政策を逆行させて国有化する意図を有していないことを示す意味から、形式的には「非営利の民間企業」という位置づけを維持している。政府からすると、政府保証を付するだけで（ネットワークレール社に交付する補助金を除いて）みずから予算を支出しなくてもよい。加えて、同社としても、政府の信用を利用することができるので安定的な資金調達ができるというメリットがある。

### 3.4 航空機保有組織へのインプリケーション

本節では、これまでの議論を前提として、航空機保有組織との関係で想定される論点の整理を試みる。先述のように、航空機保有組織の競争上の優位性は同一の機材を大量かつ安価に調達することで規模の利益を享受することにある。他方、機材の大量調達には相当程度の資金調達が必要となる。一般的に、巨額かつ一括的な投資を必要とする事業はリスクが増大するため、債券で資金を調達する場合には格付けをいかに高く安定的に維持するかという点が問題となる。しかし、逆にいえば、航空機保有組織の企業価値や格付けを何らかの方法で改善させることができれば、高格付けによる資金調達コストの低下を期待することもできる。そこで以下では、投資規模に加えて、格付けの評価に関わるいくつかの項目として、ガバナンス、政府による規制および市場に対する競争環境についてイギリスの鉄道改革から得られる示唆を検討したい。

#### 3.4.1 投資規模とガバナンス

航空機保有組織が資金を調達する場合、そのガバナンスをどのような形で設計するかという点が問題となる。ガバナンスについては第4章において詳細に検討するが、イギリスの鉄道産業の経験からもいくつかの示唆を得ることができる。ROSCOsについては車両の調達という意味で、ネットワークレール社については大規模投資を伴うという意味でそれぞれ航空機保有組織と共通した側面を有している。

ここで、両者の投資規模を比較すると、車両を所有するケースの方が鉄道インフラを保有するケースよりも相対的に小さい。投資の性質についても、鉄道のインフラ部分は一括性を有しており、相当程度の資金調達の必要がある。また、インフラ部分は資産の性質上転売が事実上困難であるという意味においてサンク性も高いことから、鉄道のインフラ部分を保有する事業者の投資リスクは一般的に大きいといえる。

レールトラック社の破綻の要因もこうした点にある。投資規模が大きな場合には、レールトラック社のように政府による強い関与を前提とした組織形態を選択することが有効である。それに対して、ROSCOsについては株式会社が現在に至るまで運営を行っている。しかしながら、先述したように、DfTとROSCOの間には直接契約を通じて一定の保護が与えられている。航空機保有組織の投資規模は、おそらくネットワークレール社とROSCOsの中間に位置付けられるものと推測され、不確実性を伴う投資から市場の失敗が起こる場合に政府が一定程度コ



ミットすることは是認される余地がある。ただし、政府が一定程度コミットを認める場合には、航空機保有組織の所有者（公共、民間、ジョイント）についてのガバナンスを別途検討する必要がある。

### 3.4.2 政府による規制と市場競争

格付けを高めようとする場合、ガバナンスのあり方に加えて、安定したキャッシュフローをいかなる形で生み出すかという点も重要である。TOCs の市場はフランチャイズ競争が採用されているものの、新規の車両投資を促すという政策的要因によって ROSCOs の市場は大手 3 社による寡占状態が続いており、競争的な市場環境が存在しない状態にある。

しかし、こうした ROSCOs の市場の状態は格付けにとっては積極的に作用する。実際、ATL の格付けにおいて、これらのことは「強み」として評価されている。一方、DfT の保証や規制による保護を受けている以上、ROSCOs にとって政治的リスクや規制にかかわるリスクが大きいともいえる。

さらに、競争促進政策が ROSCOs の市場に対して強く促される場合、事業主体のリスクにも大きな影響が生じる。たとえば、競争促進のために ROSCOs は TOCs に対してドライリースを提示しなければならないことなどがそれに該当する。このような競争促進政策は、時として既存企業の競争上の優位性を低下させ、結果として格付けの引き下げにつながるため、競争促進と格付けは時としてトレードオフの関係になる可能性がある。しかしながら、仮に競争促進に高いウェイトが置かれた場合であっても、政策が安定的で将来の見通しが立ちやすい場合には格付が低下するとは限らない。

## 4. 航空機保有組織の組織形態の選択

### 4.1 公企業形態

#### 4.1.1 基本的な選択肢

従来、公企業形態には、公社、公団および事業団といったものが存在したが、近年の特殊法人改革によって再編が進み、現在、そのほとんどが民営化または独立行政法人化されている。このため、本稿においては公企業形態の典型として独立行政法人を念頭に検討を進めることにする<sup>42</sup>。

なお、しばしば「……機構」なる名称の法人がみられるが、法律上、機構という固有の組織形態が存在するものではなく、その業務内容や根拠法も多様である。ただ、機構という名称の法人は一定の公的事業を独占的に営むことを目的とする法人といった意味合いを帯びる名称として利用される場合が多いように思われる。機構という名称の付された組織は、基本的には

---

<sup>42</sup> なお、現在、独立行政法人改革が進められており組織形態やその内容も変化する可能性があるが、本稿においては現行法の枠組みを前提として議論を進めることとする。

独立行政法人のような公企業形態<sup>43</sup>のものが主流であるが<sup>44</sup>、株式会社のような私企業形態のもの<sup>45</sup>やいずれにも該当しない形態のもの<sup>46</sup>も存在する。

#### 4.1.2 分析

##### 〔1〕 設立・営利性

航空機保有組織を独立行政法人として設立する場合、運営その他の制度の基本的事項については独立行政法人通則法が適用される。しかし、それ以外の航空機保有組織の名称、目的、業務の範囲等に係る事項については個別法の制定が必要となる（独立行政法人通則法1条1項）<sup>47</sup>。

独立行政法人通則法上、独立行政法人として設立することができる事業は、①国民生活および社会経済の安定等の公共上の見地から確実に実施されることが必要な事務および事業であって、②国がみずから主体となって直接に実施する必要のないもののうち、民間の主体にゆだねた場合には必ずしも実施されないおそれがあるものまたは1の主体に独占して行わせることが必要であるものを効率的かつ効果的に行わせることを目的とすることが要求される（独立行政法人通則法2条1項）。「民間の主体にゆだねた場合には必ずしも実施されないおそれがあるか否かの判断基準は必ずしも明確ではない。ただ、実施する事業・業務に高い収益性が認められるような場合には民間の事業者の算入が容易に想定されたため、共同保有事業に一定水準の収益性が認められるような場合には、航空機保有組織を独立行政法人として設立することは難しくなるものと考えられる。

##### 〔2〕 資金調達

航空機保有組織を独立行政法人として設立する場合には、その業務を確実に実施するために必要な資本金その他の財産的基礎の具備が義務づけられ（独立行政法人通則法8条1項）、個別法に定めがある場合には国が出資することもできる（独立行政法人通則法8条2項）<sup>48</sup>。

上記のような枠組みは、設立時点にある程度の規模の資金を迅速に確保するには有効なものといえる。反面、出資者の範囲が限定されているため、機動的な資金調達が難しくなる可能性

<sup>43</sup> たとえば、都市再生機構（独立行政法人都市再生機構2条）、日本高速道路保有・債務返済機構（独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構3条）、空港周辺整備機構（独立行政法人空港周辺整備機構に関する省令前文）がある。

<sup>44</sup> 機構は公企業形態のカテゴリとして扱われることも少なくないが、これは本文のような状況が背景にあるものと推測される。

<sup>45</sup> たとえば、産業再生機構（株式会社産業再生機構法3条）企業再生支援機構（株式会社企業再生支援機構法3条）がある。

<sup>46</sup> たとえば、銀行等株式取得保有機構（銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律5条以下）がある。

<sup>47</sup> 岡本(2011), 1 ページ。なお、特殊法人との関係については、岡本(2011), 8-14 ページ参照。

<sup>48</sup> 出資主体の範囲は個別法に委ねられているが、基本的には国・地方自治体に限定されている（独立行政法人都市再生機構5条参照）。

がある。また、財政運営の基本ルールとして、歳出増または歳入減を伴う施策の新たな導入を行う際には、原則として、恒久的な歳出削減または恒久的な歳入確保措置により、それに見合う安定的な財源を確保するという財源確保ルール（いわゆるペイ・アズ・ユーゴー（pay-as-you-go）原則）を前提とすると<sup>49</sup>、航空機の共同保有のような新規政策に対する出資が従来よりも相対的に難しくなることも想定されよう<sup>50</sup>。出資以外の資金調達の方法としては、個別法の定めによる債券の発行や長期借入れがあり、民間資金はこの方法を通じて導入されることになる。なお、債券の発行については、その市場消化の要請上、個別法によって政府保証が行われる場合が多い<sup>51</sup>。

### 〔3〕 経営機構

航空機保有組織を独立行政法人として設立する場合、当該組織の経営（運営）は主務大臣（国の任命する法人の長（独立行政法人通則法 18 条 1 項、19 条 1 項、20 条 1 項）および個別法の定めで設置され法人の長が任命する役員（独立行政法人通則法 18 条 2 項、19 条 2 項、20 条 3 項）が行う。このため、航空機保有組織の経営は国が主導することになる。

こうした経営機構は、出資者間の利害対立といった問題が生じない分だけ本来の政策目的に沿った経営が実現する可能性があるともいえるが、課題もないわけではない。たとえば、独立行政法人の長は株式会社の取締役のような収益の向上や経営の効率化に対するインセンティブは相対的に生じにくく、また経営者としての能力を評価する基準も設定しにくい。これは見方を変えると、独立行政法人がどのような状態になれば当該法人の長を変更すべきかの判断基準が設定しにくいことを意味しており、経営能力に乏しい長が長期にわたり変更されない（あるいは、より適任者がいるのに当該者の選任が行われない）といった問題が生じる可能性がある。

また、独立行政法人の長に対するモニタリングは国が行うが、国は独立行政法人の事業に対する最終的なリスク負担者とは必ずしもいえず、モニタリングに対するインセンティブも必ずしも高いとはいえない。もちろん、純理論的にいえば、国がモニタリングしないとしても債券保有者が債券市場を通じて経営者をモニタリングするということもできるかもしれないが、債券に政府保証が行われている場合、債券保有者にモニタリングのインセンティブを期待することは事実上難しい。このため、独立行政法人の経営等に問題があるとしても、その発見や是正、あるいは責任の追及といったことが難しくなる可能性がある。

<sup>49</sup> 『財政運営戦略』（平成 22 年 6 月 22 日閣議決定）Ⅱ.2.（1）参照。

<sup>50</sup> ただ、これは法的な問題というよりも政策間の優先順位の問題であり、これが政府の出資を求める立法を法的な意味において不可能とするという趣旨のものではない。

<sup>51</sup> なお、政府による債務保証は、独立行政法人通則法上の要請ではなく、あくまでも個別法によって許容されているという位置づけになっている。

## 4.2 私企業形態

### 4.2.1 基本的な選択肢

私企業形態としては組合形態と会社形態があるが、主流は後者（とくに株式会社）である。株式会社の組織や経営等を規律する一般法は会社法であり、いわゆる第三セクターは会社法上の株式会社を基礎としてそれに官民が共同出資して形成されるケースが多い。他方、会社法以外の個別の法律（特殊会社法）<sup>52</sup>に基づき設立される株式会社もあり、こうした株式会社のことを特殊会社という<sup>53</sup>。高速道路株式会社をはじめとして交通インフラに関係する株式会社の場合、特殊会社の形態が採用されるケースも少なくない。問題となる事業を第三セクター形態の組織で行うか、特殊会社の形態で行うかについて厳然たる基準があるわけではないが、前者は地方自治体が地域の住民サービス等を目的とする比較的小規模な事業の場合に利用され、後者は政府による出資も前提とするような比較的大規模な事業の場合に利用されるという傾向を指摘することができよう。その意味では、航空機の共同保有といった事業は第三セクターよりも特殊会社形態向きのものといえるかもしれない。

## 4.2 分析

### 〔1〕 設立・営利性

いかなる事業を行う会社を特殊会社とすべきかについての一般的な規定はない。このため、特殊会社形態を採用するか否かは個別の立法的判断に委ねられることになる。また、特殊会社形態を採用するとして、当該会社のいかなる部分についていかなる内容の特則を特殊会社法において設けるかについても個別の立法的判断に委ねられる。ただ、特殊会社法は役員を選任・解任等の人事、会社の基礎的変更、重要な取引といった点についての主務大臣の認可等が要求される形の特則が設けられる場合が多い<sup>54</sup>。

ただ、特殊会社も株式会社である以上、基本的に営利法人性<sup>55</sup>は維持されるべきであろう。このため、航空機保有組織を特殊会社として設立する場合においても、①対外的活動による利益の獲得および②獲得した利益の出資者に対する分配という2つの点は、少なくとも抽象的には不可欠の要素というべきであろう。このため、特殊会社法によって配当請求権および残余財産分配請求権を認めない株式の発行を許容することには慎重であるべきである。

しかし、株主に配当請求権および残余財産分配請求権があることを前提として、配当や残余

<sup>52</sup> たとえば、旅客鉄道株式会社、日本貨物鉄道株式会社法、高速道路株式会社法、関西国際空港株式会社法、成田国際空港株式会社法、東京地下鉄株式会社法などがある。

<sup>53</sup> 特殊会社法は会社法の特別法であるため、特殊会社法に規定がある場合には当該規定が適用され、規定のない事項は一般法である会社法の規定が適用される。ただ、実際の特許会社法は、かなりの部分を会社法の規定が適用される形で作られている。このため、特殊会社とはいっても、一般事業会社の場合と共通した部分が多い。

<sup>54</sup> 江頭(2008), 16 ページ参照。

<sup>55</sup> 会社の営利性とは、対外的活動で利益を得て、それを出資者に分配するという意味であり（江頭(2008), 3, 85 ページ参照）、利益の分配という要素が不可欠のものとされる。なお、第三セクターにおける営利性の位置づけに関しては、前田(2009), 422-423 ページ参照。



財産の分配について特殊会社法によって個別に制限を課す余地は認められる。たとえば、関西国際空港株式会社の場合、企業一般の配当の動向その他の経済事情および会社の行う事業の公共性を考慮して政令で定める割合を超えて剰余金の配当を行わないものとするといった形で実施可能な配当の方法に対して法令上の制限を課している(関西国際空港株式会社法 11-12 条)。また、配当に対する法令上の制限がない場合でも、定款の定めや株主総会の決議によって剰余金の一定割合を任意積立金や内部留保とすること(ひいては当該積立金等を寄付金として支出すること)、あるいは関係者全員の合意によってこれに類似した処理を行うことも可能であると解されている<sup>56</sup>。たとえば、中日本高速道路株式会社の場合、財務体質の強化のために配当等の社外流出を控える配当政策を採用するとして、高速道路事業に係る利益については将来の道路資産賃借料の支払いとの事業運営に備えた「高速道路事業積立金」として、高速道路事業以外の事業に係る利益については将来的な設備投資に備えるための「別途積立金」として積み立てることが行われている<sup>57</sup>。

財務状態の維持や安定した事業の継続といった観点からすると、配当抑制には一定の合理性も認められる。しかしながら、特殊会社を含めた株式会社形態の最大のメリットが、株式を通じて公共部門だけではなく民間部門からも資金を導入する(ひいては、公共部門の資金負担が減少する)という点にあるとすると、過度の配当抑制は投資対象の魅力を下げることになる。また、民間の株主が増加すれば、先述した中日本高速道路株式会社のような配当政策を採用することは実際上極めて難しくなることが予想される。他方、配当抑制を行わない場合、航空機保有組織は長期的に安定した収益限を確保する必要がある、これは航空機保有組織の事業範囲をどのように考えてゆくのかという問題に繋がることになる。

## 〔2〕資金調達

一般に株式会社における資金調達手段としては株式と社債・長期借入金があり、特殊会社の資金調達手段も基本的にはこれと同様である<sup>58</sup>。

株式による資金調達の場合、会社設立時には発起人以外の者に出資義務は課されていない(会社法 26 条 2 項)。また、会社法の解釈上、定款の定めや株主総会の決議によっても、株主に追加出資義務を課することはできないものと解されている<sup>59</sup>。一方、特殊会社の場合、議決権比率の維持義務という形で国・地方自治体に出資義務ないし追加出資義務が課される場合が少なくない(たとえば、高速道路株式会社法 3 条 1 項参照)。維持が義務づけられる議決権比率としては、株主総会の普通決議(会社法 309 条 1 項)における事実上の拒否権を意味する2分の1以上(関西国際空港株式会社法 4 条 1 項参照)や株主総会の特別決議(会社法 309 条 2 項)

<sup>56</sup> 江頭(2008), 86-87 ページ。

<sup>57</sup> 中日本高速道路株式会社(2010)第一部第 4【提出会社の状況】3【配当政策】参照。

<sup>58</sup> ただし、特殊会社の場合には、株式や社債の発行などを行う場合には主務大臣の認可が要求されることが多い。

<sup>59</sup> 泉田(2011), 157 ページ。

における事実上の拒否権を意味する3分の1以上（高速道路株式会社法3条1項参照）とされることが多い。国・地方自治体に対する議決権比率の維持義務は、会社に対する発言力・影響力を法的に維持することによって政策の円滑な実行を図る機能を果たすと同時に法令上の出資義務を通じて国・地方自治体に事実上出資を促すという機能も果たしているものと推測される。

社債による調達の場合、株式の場合と異なり国・地方自治体に引受義務は課されていない。法令上、特殊会社の社債は一般担保債とされることが多い。一般担保債とは、社債権者が会社の財産について他の債権者に先立って自己の債権の弁済を受ける権利を有する内容の社債のことであり、当該弁済権には先取特権が付されていることが多い（たとえば、高速道路株式会社法8条、成田空港株式会社法7条、関西国際空港株式会社法8条参照）<sup>60</sup>。また、特殊会社の社債には、法令上、政府保証が行われることが多く（成田空港株式会社法15条、関西国際空港株式会社法9条参照）、そうした法令上の政府保証が付されていない場合であっても一般担保債の場合には暗黙の政府保証が付されているものとして実務上受け止められることが少なくない<sup>61</sup>。

### 〔3〕 経営機構

#### （1） 基本的な構造

すべての株式会社は株主総会および取締役を設置しなくてはならないが、これ以外の機関の設置はある程度柔軟に選択することができる（会社法326-328条）。特殊会社の経営機構についても、特殊会社法で特に制限されていない限り、上記のような会社法上の株式会社の基本的枠組みが妥当する。

株式会社の場合、取締役等の役員の選任および解任は株主総会の決議によって行う（会社法329条1項、339条1項）<sup>62</sup>。これは見方を変えると、民間部門の資金提供者による直接的な経営参加が法的に保障されていることを意味しており、民間のノウハウ等をより直接的に経営に反映させる余地があるといえる。代表取締役を設置した場合、その選任および解任は、取締役会を設置していない会社の場合には、定款、定款の定めに基づく取締役の互選または株主総会の決議によって選定し（会社法349条3項）、取締役会設置会社の場合には、取締役会の決議による（会社法362条2項3号）。特殊会社の場合にも、選任および解任は会社法の規定がそのまま適用されるものが多い。ただし、特殊会社の場合、代表取締役または代表執行役の選定および解職並びに監査役の選任および解任または監査委員の選定および解職に際して、株主総会の決議に加え、主務大臣の認可が要求されている場合が多い（高速道路株式会社法9条、成田

<sup>60</sup> 大垣(2010), 559-560 ページ。

<sup>61</sup> 大垣(2010), 561 ページ。

<sup>62</sup> なお、代表取締役を設置した場合、その選任および解任は、取締役会を設置していない会社の場合には定款、定款の定めに基づく取締役の互選または株主総会の決議によって選定し（会社法349条3項）、取締役会設置会社の場合には、取締役会の決議による（会社法362条2項3号）。

国際空港株式会社法 10 条、関西国際空港株式会社法 16 条)。

特殊会社における経営者に対するモニタリングについては、主務大臣による監督が定められている点を除くと、会社法の株式会社の枠組みが妥当する。つまり、株主には、株主総会の招集権（会社法 297 条）、株主総会への出席権（会社法 299 条）、議題・議案等の提案権（会社法 303-305）、取締役等に対する説明請求権（会社法 314 条）、議決権（会社法 308、309）等の権利が付与されている。そして、株主総会に役員を選任・解任権や報酬決定権（会社法 361 条）が認められていることと併せると、株主は上記のような権利を行使することによって経営者に対して直接的・強制的に規律づけを行うことができる。また、取締役の行為の差止請求権（会社法 360 条）や取締役の責任追及の訴え提起権（会社法 847 条）を通じて経営者の行動やその責任を直接的に追及することができる。また、定款、議事録あるいは会計関係の書類等に対する各種調査権（会社法 125 条、252 条、318 条、371 条、378 条、413 条、433 条、442 条等参照）も認められている。

他方、社債権者には、株主総会への参与権も議決権も認められていない。このため、株主と異なり、社債権者には人事権や報酬決定権を通じて経営者に対して直接的・強制的に規律づけを行うことはできない。また、調査権については、株主と共通しているものもあるが、社債権者には認められていないものもある（会社法 371 条、413 条、433 条参照）<sup>63</sup>。また、社債権者には経営者に対する直接的な規律づけの手段が認められていない以上、調査権が付与されても、モニタリングの実効性という点にはある種の限界がある。

## (2) 利益相反・企業買収の可能性

航空機保有組織を株式会社（特殊会社）として設立する場合、民間が株式を引き受けることによって国・地方自治体による出資比率（財政負担）を相対的に低減されると同時に事業に民間のノウハウを積極的に活用する余地も広がる。しかしながら、こうしたメリットと同時にいくつかのデメリットも生じる。

第 1 のデメリットは、利益相反に係る問題である。民間といっても、投資の目的は必ずしも同一ではないため、投資家が多様化するほど株主間における利害対立が先鋭化しやすくなる。そして、株主が経営者の人事権を有していることからすると、経営者がその経営判断において（会社または株主全体の利益ではなく）特定の株主の利害に影響されるという問題（いわゆる利益相反の問題）が生じる可能性がある。とくに、航空機の共同保有という事業は、その性質上、国・地方自治体はもとより、運行事業者、機材メーカー、あるいは関連インフラ事業者等の多くの利害関係者を内包するため、共同保有組織においてこれらの利害関係者の利害調整をどのような形で行うかという問題が生じる<sup>64</sup>。この点、立法論的には、共同保有事業または航

<sup>63</sup> なお、社債権者のみに認められている権利もある（会社法 684 条、731 条）。

<sup>64</sup> ちなみに、公企業形態の場合には、出資者が国・地方自治体に法律上限定されており、出資の負担を民間に移転することは制度上想定されていないため、本文の文脈でいうような利益相反の問題は基本的には生じない。

空機保有組織それ自体と利害関係がある者が株式を取得することを制限する（あるいは禁止する）ことが考えられる。しかし、事業に対する利害関係が強い者ほど投資のインセンティブは相対的に高いといえるから、当該者の投資を過度に制限すると必要な資金調達が難しくなる可能性がある。また、利害関係者が、子会社、関連会社、取引先等の形式的に利害関係のない者の名義を利用して航空機保有組織の株式を取得することを完全に排除することは現実には難しい以上、特定の者の株式取得を制限したとしても、その実効性には疑問が残る。したがって、利害関係者にも航空機保有組織の株式の取得を認めた上で、他の方法で利益相反を抑制する方向で制度的な手当てを講じるという方向性を検討する必要があるといえる。

第2の問題は、企業買収（M&A）に係る問題である。株式が支配証券としての側面を有していることからすると、株式による資金調達は基本的に支配権の変動という意味合いを有する。この結果、民間の出資比率が増加するほど、航空機保有組織の公共機能を理解しない（あるいは軽視する）投資家や短期的な利益を重視する投資家によって航空機保有組織の株式が取得されるという問題が懸念される。交通論の領域においても、イギリス空港会社（BAA）の買収のケースを典型として、こうした問題が語られることも少なくない。このような企業買収とその防衛策をめぐっては、アメリカにおいては古くから実務上議論されてきたものであるが、我が国においても近時急速に議論が深化している<sup>65</sup>。ただ、企業買収が資本市場を通じた経営者に対するモニタリングの1つであると考えれば、公益的事業を行う組織であることをもって黄金株のような強力な買収防衛策の採用が安易に正当化されることには慎重な配慮が必要であろう。

## 5. 結語

### 5.1 本稿のまとめ

以上、航空機保有組織の形態について、私企業形態（独立行政法人）と私企業形態（株式会社、特殊会社）を対象として比較検討を行ってきた。概略的な検討に留まり具体性に欠ける部分もあるが、いくつかの示唆も得ることができる。第1の示唆は、いかなる組織形態を航空機保有組織として選択するとしても、選択された組織形態には必然的・内在的な問題を抱えているという点である。このため、航空機保有組織の組織形態を選択する場合には、当該組織に何を期待するのかを明確にし、当該組織形態の問題点を事前にピックアップして、制度上または運用上の手当てを準備しておくことが非常に重要である。

第2の示唆は、航空機保有組織の資金調達上のリスク負担をいかなる形で考えるかという点である。公的主体であろうと私的主体であろうと、事業に必要な資金全額を提供することができる投資家が存在するならば特段の問題はない。しかしながら、現在の経済・財政状況を前提

---

<sup>65</sup> 例えば、買収防衛策に関しては、最決平成19年8月7日民集61巻5号2215ページ（ブルドックソース事件最高裁決定）や企業価値研究会『企業価値法研究会報告書—近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方—』（平成20年6月30日 経済産業省経済産業政策局産業組織課）などを参照。

とすると、特定の投資家にそうした役割を全面的に期待するということは徐々に難しくなり始めているのが実情のように思われる。とすると、公的主体はもとより、私的主体を含めた多様な投資家が広く薄く資金を提供することによって、航空機保有組織が必要な資金調達を実現するという仕組みを模索することも1つの選択肢であり、そのためにも、公的主体と私的主体のリスク分担のあり方をどのように設計するかということが従来以上に重要になるものと考えられる。

第3の示唆は、いかなる組織形態によるとしても、航空機保有組織が特定の路線への就航・維持を法的に保証するものではないという点である。これは、共同保有が、航空機の共同保有を通じて運航事業者の運航コストを全体として低下させることによって既存路線の維持や新規路線の開設を間接的に促進させようとする発想に由来する。このため、共同保有の下において特定路線の維持・就航を確実に行おうとすれば、航空機保有組織が主体的に運航事業を行う（あるいは、新規または既存の事業者に運航を委託する）権限を認めることや特定路線の維持・運航を可能とする枠組みを共同保有の枠外で構築することを検討する必要がある、この点は実際の運営を考える場合にも重要な問題であるといえよう。

## 5.2 今後の課題

現在、航空機の共同保有ないしこれに類似する制度は存在していない<sup>66</sup>。このため、組織形態の選択という問題を考える場合、現時点において前提条件のいくつかが確定していない部分がある。このため、最後に残された検討課題として最後にその点を簡単に指摘しておく。

第1は、共同保有の政策的位置づけという点である。共同保有は、運輸政策、産業政策、（広義の）国土政策、あるいはそれらの複数にまたがる政策的含意を有するものである。しかし、いずれを基調として制度設計するかによって、事業としての性格、財源の規模や出所、国・地方自治体と民間との役割分担のあり方にも一定の影響が生じる可能性があり、最終的には組織形態の選択にも影響を与えることになる。第2は、航空機保有組織の事業範囲という点である。共同保有において、航空機保有組織が航空機を一括調達・保有してこれを運航事業者に対して有償で貸出す業務（以下、「保有・貸出業務」という。）を行う点は意見の相違は基本的でないものと思われる。しかし、航空機保有組織の業務を保有・貸出業務に限定するのか、それ以外の業務<sup>67</sup>まで含めて考えるかという点は議論の余地があり、いずれによるかで航空機保有組織の組織形態の選択にも一定の影響を与えることになる。第3は、公的補助のあり方という点である。たとえば、航空機保有組織に補助するのか、運航事業者に補助するのかといった公的補助の有無あるいは補助の内容や態様の相違によって航空機保有組織の組織形態には一定の影

<sup>66</sup> あえて既存の類似制度を探すとすれば、独立行政法人鉄道建設・運輸施設整備支援機構による船舶共同建造制度（独立行政法人鉄道建設・運輸施設整備支援機構12条1項7号）といったものが考えられよう。

<sup>67</sup> たとえば、保有する航空機の整備、燃料の調達、空港のような施設インフラの管理といった業務が考えられる。

響を与えることになる。

#### 【付記】

本稿は、2011年12月5日に開催された日本交通学会関東部会で報告された内容にもとづいて執筆されたものである。執筆に際しては、日本大学経済学部黒沢義孝教授をはじめ多くの先生方からの有益なご教示を賜った。文末ではあるが、この場を借りて謝意を表する。

#### 【参考文献】

1. Competition Commission (2009) *Rolling Stock Leasing Market Investigation*.
2. Department for Business Innovations and Skills (2009) *Government response to the Competition Commission's report, "Rolling Stock Leasing market investigation"*
3. Department for Transport (2011) *Realising the Potential of GB Rail: Report of the Rail Value for Money Study*.
4. 江頭憲治郎編(2008)『会社法コンメンタール1ー総則・設立(1)』有斐閣.
5. 堀雅通(2000)『現代欧州の交通政策と鉄道改革ー上下分離とオープンアクセス』税務経理協会.
6. 泉田栄一(2011)『会社法論』信山社.
7. 加藤一誠(2010)「空港整備勘定と公租公課ー航空事業の構造」(財)関西空港調査会(編)『関西圏の新たな航空市場』航空交通研究会所収, 115-129 ページ.
8. 小役丸幸子(2010)「イギリス鉄道におけるフランチャイズ制度の現状と課題」『運輸と経済』第70巻第3号, pp.68-75.
9. 黒沢義孝(2007)『格付け講義』文眞堂.
10. 黒沢義孝(2011)『経済は格付けで動く』中経出版.
11. HM Treasury (no date) *Accounting Treatment of Network Rail Ltd*.
12. 前田重行(2009)「株式会社法における会社の営利性とその機能」『前田庸先生喜寿記念企業法の変遷』有斐閣, 所収 p.399 以下.
13. 幕亮二・磯野文暁・大石礎・伊藤智彦「地域航空の課題解決に資する共同保有機構の提案」『三菱総合研究所所報』No.54, pp.28-47.
14. Moody's Investors Service (2009) "Global Passenger Airlines" (邦訳はムーディーズ・ジャパン(2009)「世界の航空会社」).
15. 中日本高速道路株式会社(2010)『有価証券報告書(事業年度(第5期))』.
16. National Audit Office (2008) *The Department for Transport: Letting Rail Franchised 2005-2007* London: The Stationery office.



17. National Audit Office (2004) *Strategic Rail Authority: Improving passenger rail service through new trains*, London: The Stationery office.
18. National Audit Office (2004) *Network Rail – Making a Fresh Start*.
19. Network Rail (2009) *Control Period 4 Delivery Plan: More trains, More Seats, Better Journeys*.
20. Network Rail (2011) *Information Memorandum 2011*.
21. Network Rail Infrastructure Finance PLC (2011) *Full Results, Year Ended 31 March 2011*.
22. 大垣尚司(2010)『金融と法 企業ファイナンス入門』有斐閣.
23. 岡田義朗(2008)『独立行政法人の制度設計と理論』中央大学出版部.
24. ORR (2007) *National Rail Trends Yearbook 2005 – 2006*.
25. ORR (2010) *Regulatory Accounting Guidelines*.
26. ORR(2011) *National Rail Trends Year Book 2010-2011*
27. Standard and Poor's (2011), 2010 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions.
28. Standard & Poor's (2010) "Network Rail Infrastructure Finance PLC" *Ratings Direct*, Jul 13, 2010.
29. Standard & Poor's (2008) "Angel Trains Ltd." *Ratings Direct*, May 9, 2008.
30. Standard & Poor's (2007) "Angel Trains Ltd." *Ratings Direct*, Feb 28, 2007.
31. Standard & Poor's (2005) "Angel Trains Ltd." *Ratings Direct*, Oct 18, 2005.
32. Standard & Poor's (2004) "Angel Trains Ltd." *Ratings Direct*, Aug 25, 2004.
33. Standard & Poor's (2002) "Angel Trains Ltd." *Ratings Direct*, Dec 12, 2002.
34. Standard & Poor's (2001) "Angel Trains Ltd." *Ratings Direct*, Oct 10, 2001.
35. 寺崎淳也・鹿島茂・大根田洋佑 (2010)「退役航空機を取り巻く現状と課題」『運輸政策研究』13 卷 1 号, 14—21 ページ。



日本大学経済学部産業経営研究所  
〒101-8360  
東京都千代田区三崎町 1-3-2  
TEL 03-3219-3309 FAX 03-3219-3329  
E-mail [sanken.eco@nihon-u.ac.jp](mailto:sanken.eco@nihon-u.ac.jp)