

民鉄業の信用力評価

(1) 業界の特徴

民鉄業界は、殆どの企業が中核の鉄道事業のほかに不動産、流通、レジャー・サービス等の事業を幅広く展開しています。なかでも鉄道と不動産賃貸から生み出されるキャッシュフローは他の業界と比べて安定していて、キャッシュフロー生成力の安定性が業界における格付け上の特徴と言えます。

03年度までは、消費低迷による影響や新会計基準への対応に伴い収益力の低下や財務構成の悪化が続いたため、業界の格付けの方向性はネガティブでした。しかし、各社はこれまでの事業再編を通じて、グループシナジーが見込めず経営の足かせとなっていた不採算事業・子会社を電鉄の主導と負担により整理し、肥大化したグループ事業の再構築とバランスシートのスリム化を図ってきました。その結果、業界全体の収益力が回復傾向にあるほか、バランスシート調整も峠を超え、今後資本を著しく毀損する懸念も和らいできたので、現在は業界全体としての格付けの方向性を安定的と判断しています。

ただし、各社の沿線特性や人口・地価動向等の事業環境は地域間で異なります。また、これまでの各社一様の事業構成と沿線外への進出等の反省から、近年は各社が自社の特質や沿線特性に適した事業領域を見極め、特色のある事業展開を模索しています。従って、今後の経営戦略のスピード感とその成否によっては、格付けの方向性に企業間格差が生じてくると考えられます。

また、これまでの事業再編に伴う損失計上により多くの企業が資本を毀損したほか、有利子負債残高もキャッシュフローや自己資本の規模に対して過大となっていることから、資本の回復と負債の更なる圧縮が業界における財務面での課題と言えます。

(2) 格付けの視点

(a) 定性分析

定性分析は、各社が置かれている地域環境等の外部要因の分析と、各社の事業資質や経営戦略等の内部要因の分析に大別されます。外部要因の分析では、中核ターミナルや観光資源等の吸引力・将来性、それらと鉄道で結ばれる周辺地域の沿線特性や人口・地価・開発動向に注目しています。沿線人口の動向や沿線特性が旅客収入に与える影響は大きく、地域や民鉄会社の将来性も左右します。また、各社は販売・事業用土地を多く保有することから、地価の動向も収益力・財務構成の両方に影響を及ぼします。

一方、内部要因の分析では、各社の事業資質や経営戦略、CSRへの取り組み、将来のリスク要因等に注目しています。将来のキャッシュフロー生成力の水準を推し測るうえでは、中核の鉄道事業やその他の各事業が今後も安定的にキャッシュフローを生み出していける事業基盤と将来性を持っているかどうかのポイントとなります。また、各社の経営戦略が自社の特質を見極めたものであり、ブランドの形成とキャッシュフローの安定的拡大に繋がるものであるか否かも重要です。更に、民鉄会社の発展は沿線地域の発展と不可分の関係にあり、事業を通じた沿線地域の付加価値向上等の取り組みにも注目しています。リスク要因については、事業再編の進捗に伴いある程度絞られてきたものの、各社は沿線動向や大型の設備投資案件、不振・過剰債務子会社への追加支援の可能性等のリスクをそれぞれ抱えており、今後の方針や対応力を見極めていきます。

(b) 定量分析

定量分析では、キャッシュフロー生成力と、キャッシュフローに対する債務の規模、あるいはリスク

に対するバッファーとなる自己資本等の財務構成の推移と見通しについて、連結ベースで検証し、将来の償還能力の水準を推し測っていきます。

具体的には、営業利益等の各利益と特別損益、EBITDA、各事業セグメントの営業利益の構成、総資産、販売用不動産や事業用不動産（時価・簿価）、有利子負債残高、自己資本等の推移を重視しています。更に上記の数値項目のほか、有利子負債/EBITDA 倍率、デット・エクイティレシオ（土地再評価差額金控除後）、自己資本比率（同）、連単倍率等の指標にも注目しています。なお、減損会計への対応はこれまでの事業再編や含み損処理により峠を超えたと見られます。しかし、各社の資産規模は依然として大きいため、時価と簿価の差額に対する会計上の対応状況や財務の耐久力には引き続き注視していきます。

JCR では、(a) で述べた定性要因を勘案したうえで定量分析を行い、業界内の他社とも比較しながら、各社の債務償還能力を総合的に判断しています。

以 上