

業種別格付方法

【鉄道】

1. 事業基盤

鉄道会社はほとん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展開している。鉄道会社の格付には、公共性の高いインフラ事業である鉄道事業の安定性が反映されている。鉄道事業と不動産賃貸事業から生み出されるキャッシュフローは安定しているが、関連事業のなかには景気変動の影響を受けやすい事業もあり、これらの事業リスクを含め（各事業の属する各々の格付手法に基づいて）、全体的に格付に織り込んでいる。

(1) 産業特性

市場概要

鉄道統計年報によれば、近年、年間鉄道輸送人員は220億人程度で推移しており、大きな変動は見られない。鉄道輸送人員については、国内インフラ産業である鉄道事業の特性上、事業を展開する地域性（人口動態、経済状況、旅客分担率等）の影響を受けており、総じて首都圏より近畿圏の方が輸送人員の減少が顕著である。ただ、地域によるスピードの違いはあるが少子高齢化の影響は避けられず、長期的に輸送人員は減少していくものと見られる。鉄道利用は定期券を使用する通勤・通学利用者と定期外利用者に大別されるが、少子高齢化を背景に、各社ともに沿線観光資源の活性化や駅商業施設の集客力向上等による定期外利用者の取り込みを進めている。また、民鉄に多く見られる他社線との相互直通運転の増加は、利便性向上による輸送人員の維持・拡大をもたらす取組の一環と位置づけられる。

関連事業（不動産業、流通業、レジャー・サービス業等）については、鉄道拠点駅や自社沿線周辺を中心に、沿線住民の確保や沿線住民の利便性向上、および駅施設の集客力向上を目的として事業を展開することが多い点が特徴である。

東日本大震災では、民鉄各社に目立った被害は出ていないものの、東日本旅客鉄道（以下、JR東日本）の鉄道施設に大きな被害を及ぼした。鉄道施設の復旧は順次進むと思われるが、東北地方への観光旅客輸送への影響を中心に鉄道輸送人員の動向を随時確認していく。

競合状況

鉄道事業は鉄道事業法に基づく国土交通大臣による許可事業である。また、長大なインフラ整備に多額の資金を要することや資金回収が長期にわたること、高度な列車運行ノウハウを要すること、等により参入障壁は高い。民鉄やJR在来線の競合先はバス、マイカーだが、地域により旅客分担率が異なり、競合状況に違いが見られる。都市交通年報によれば、首都圏における鉄道の旅客分担率は57%程度だが、中京圏はマイカーの比率が高く鉄道の旅客分担率は21%程度と低い。また首都圏は総じて民鉄とJRの棲み分けができていますが、首都圏以外では民鉄の路線とJRの路線が競合する地域が多く見られる。さらに同じ地域でも沿線によって民鉄とJR

との競合状況が異なっているため、沿線別に競合状況と輸送人員への影響を確認している。

JR 各社が運行する新幹線については航空機との競合が注目される。ただ、公表されている航空機に対する新幹線のシェアを見ると、移動時間（空港までのアクセス時間を含む）が 2 時間以内の区間ではほぼ 100%、2 時間半程度で 80%～100%、3 時間強で 60%程度のシェアとなっており、移動時間および輸送頻度の観点から、航空機に対して高い優位性を確保している様子がうかがえる。

JR 東海が推進するリニア中央新幹線計画では、東京・名古屋間、名古屋・大阪間の開業時期をそれぞれ 2027 年および 2045 年としている。開業後は東京・大阪間が 70 分程度で結ばれるなど移動時間が大幅に短縮されることから、航空機との競合状況が変化する可能性が高いと考えている。

コスト構造

鉄道運賃については、複数の事業者のコストを比較して基準となるコストを算出し、それに基づいて運賃を決定するヤードスティック方式に基づく上限認可制が採用されている。上限以下の運賃設定は鉄道事業者に委ねられているが、国土交通省への届出と審査が必要なこともあり、実際には需要に応じた柔軟な価格設定が難しい状況にある。このため、鉄道各社においては、輸送人員の維持・拡大と鉄道事業のコスト削減の状況に留意する必要がある。

鉄道事業は、(a)長大な鉄道網、(b)多くの駅施設や鉄道車両、(c)高度な列車運行システム、等を擁する典型的な装置産業だが、同時に列車運行に多くの人力を要するため、人件費と車両などの減価償却費を中心に固定費率が高い。こういったコスト構造から、利益拡大には稼働率の上昇（＝輸送人員の増加）に加えて、駅業務の効率化、ワンマン運転の実施および要員を確保するための定年後再雇用の実施等による人件費の削減が重要と考えている。

(2) 市場地位、競争力のポイント

市場地位

鉄道各社は各地域において公共性が高い交通インフラを有しており、これが鉄道事業のキャッシュフローの安定性を支えている。ただ、路線距離の長さは必ずしも高い競争力をもたらさず、むしろ不採算路線を多く抱えることによって運送効率の低下を招く可能性もある。路線距離の長い民鉄の鉄道事業償却前利益額が、路線距離の短い民鉄の鉄道事業償却前利益額を下回るケースも見られる。このため、沿線人口の状況や不採算路線への対応を含めた鉄道輸送効率の改善に向けた取組にも留意する必要があると考えている。

同様の状況は JR 各社にも当てはまるが、JR の場合は大都市圏において圧倒的な鉄道ネットワークに裏打ちされた強固な事業基盤を有していることから、現状では地方不採算路線のマイナスを十分に補っていると考えている。

沿線環境

鉄道各社の発展は沿線経済の発展と不可分の関係にある。中核の鉄道事業や関連事業が今後

も安定的なキャッシュフロー創出力を維持していけるかどうかは、中核ターミナルや沿線観光資源の集客力と将来性、それらと鉄道で結ばれる周辺地域の沿線特性や人口動態、開発動向等に大きく左右される。このため、沿線別に周辺環境をきめ細かく分析した上で沿線競争力を格付評価に反映させている。

沿線価値向上策

市場が成熟から縮小に転じる中、少子高齢化の影響を軽微にとどめるための取組が重要となる。(a)沿線居住者の囲い込み、(b)他社沿線から自社沿線への居住者の取り込み、(c)定期外利用者の増加に向けた沿線観光資源の活性化や拠点駅での商業施設展開 - など、沿線価値向上に向けた取組が今後の輸送人員を左右すると考えられる。これらの取組のなかには短期的な収益貢献が見込めないものも見られるが、長期的に沿線格差をもたらす可能性が高いと考えられることから、それぞれの取組の進捗状況に注目している。

鉄道事業のコスト削減

鉄道事業が連結償却前利益の過半を占める会社が多いことから、同事業からのキャッシュフローを維持していくことが重要である。ただ、東京圏以外の地域では輸送人員の減少に対応するために従来から人件費の削減を進めていることから、コスト削減余地は縮小していると思われる。今後、運行ダイヤの見直しによる運行車両本数の削減等も必要になると考えており、従来以上に踏み込んだコスト削減に注目している。

関連事業の利益貢献とシナジー

長期的に見て鉄道事業の利益の拡大余地は限られているため、鉄道事業に次いで利益の柱となる関連事業が必要となる。不動産賃貸事業の利益の安定性は比較的高いが、特に民鉄各社が沿線人口の拡大を目指して進めてきた大規模分譲開発は縮小傾向にある。また、流通事業およびホテル事業は景気変動や消費行動の変化等の影響を受けやすい。関連事業の展開は上述の沿線価値向上策と密接に関係するため、自社沿線の特性を見極めたうえで、利益拡大を図る事業、他線との差別化を図るためにブランドイメージの向上や沿線住民の利便性に資する事業など、明確な戦略を持って取組むことが必要と考えている。このため、中期経営計画等の分析を通じて各社の関連事業への取組方針等を確認し、格付評価に反映させている。

2. 財務基盤

(1) 収益力

連結ベースの収益力だけでなく、鉄道事業でのコストの状況および関連事業の各事業セグメントや必要に応じてそのサブセグメントの損益状況の把握にも努めている。また、保有資産の規模が大きく、各事業セグメントでの再編も多いことから、特別損益の動向にも注意を払っている。

(重視する指標)

- 売上高営業利益率

■ 特別損益項目

(2) キャッシュフロー創出力

鉄道事業での継続的な安全投資を行う必要があるため、キャッシュフロー創出力の維持・向上は重要である。連結ベースのキャッシュフロー創出力だけでなく、安定性の高い鉄道事業や不動産賃貸事業など、事業セグメント別のキャッシュフローの推移などについて確認が必要である。

(重視する指標)

- EBITDA
- 有利子負債 / EBITDA 倍率

(3) 安全性

鉄道事業は投資規模が大きく、かつ投資回収期間が長期にわたるため、有利子負債の規模が大きくなる傾向がある。さらに、過去における事業および財務リストラの影響で資本を大きく毀損したケースも散見されることから、資本蓄積の状況と有利子負債のバランスの確認が重要である。設備投資の規模が有利子負債に影響を及ぼすため、事業セグメント別に資本的支出とキャッシュフローのバランスを確認している。

また、販売用不動産については簿価と時価の差額についての会計上の対応状況を随時確認するとともに、事業用の土地については再評価を実施している会社と実施していない会社があることから、自己資本比率などの分析においては再評価差額金を調整したうえでの比較も行っている。

(重視する指標)

- 有利子負債
- 自己資本比率
- デット・エクイティ・レシオ

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