

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、ホテル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

① 市場概要

近年、鉄道輸送人員は堅調に推移している。ただ中期的な観点からは少子高齢化の影響は避けられない。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）の影響を受けるが、総じて首都圏より近畿圏の方が少子高齢化の影響を受けやすい。各社は少子高齢化に向けて駅商業施設の集客力向上や観光資源の活性化を進めている。また他社線との相互直通運転の拡大を進めることで利便性向上を図り、沿線の魅力を高める取り組みも見られる。関連事業（不動産業、流通業、ホテル事業等）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の特徴である。また、不動産事業やホテル事業において海外展開を進める会社も散見される。

② 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、競合状況に違いがある。また首都圏は総じて民鉄と JR の棲み分けができているが、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いため、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が、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。

③ 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

① 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ある。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。

② 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。

③ 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一など、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あるが、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。

④ 鉄道事業のコスト削減

鉄道事業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や運行ダイヤの見直しによる運行車両本数の削減、ワンマン運転の実施などを進めてきている。また省エネタイプの新型車両の導入による運行コストの削減も進めている。安全性の維持・向上の観点からコスト削減には限界があるものの、中長期的な需要見通しを勘案すれば一層の固定費の削減は不可避と考えられる。各社とも駅業務の効率化など継続的に固定費の削減を進めており、今後の取り組みと成果に注目している。

⑤ 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、関連事業の強化が重要である。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り組むことが必要と考えている。このため、中期経営計画に示されている開発案件など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に加えて沿線開発投資なども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。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みられたが、近年では一巡してきており、大規模な資本毀損リスクは低くなっている。ただ、販売用不動産にかかる評価損の計上リスクおよび事業用資産にかかる減損リスクについては引き続き確認を行っている。

また、ホテル事業などを強化している会社においては、賃借契約により簿外債務であるオペレーティングリースの未経過リース料が増加しているケースが見られる。多額の未経過リース料を抱える会社については、オンバランスされている有利子負債だけではなく、当該返済負担も加味した上で評価を行っている。

(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は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、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、JCRの格付は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。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、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。

■ NRSRO 登録状況

JCRは、米国証券取引委員会の定めるNRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の5つの信用格付クラスのうち、以下の4クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。米国証券取引委員会規則17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示はJCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースリリースに添付しています。

■ 本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL : 03-3544-7013 FAX : 03-3544-7026

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