

最終更新日：2025 年 12 月 1 日

## 業種別格付方法

### 【鉄道】

本格付方法は、大手の民間鉄道会社および JR 旅客会社などを対象とする。各社は鉄道事業を中心とする運輸事業のほかに、不動産、流通、ホテル等の関連事業を展開している。鉄道会社は運輸事業と関連事業の結びつきが強いことから、以下では鉄道事業を中心に格付の考え方を示しつつ、関連事業についても、適宜、言及する。

## 1. 事業基盤

鉄道会社の格付にあたっては、公共性の高いインフラ事業である鉄道事業のキャッシュフローの安定性を確認しつつ、関連事業については各事業が属する産業の格付方法に基づいて個々の事業の評価を行った上で、連結ベースの評価を行う。連結ベースの評価にあたっては、個々の事業の評価や事業間のシナジーの発現状況の確認に加えて、事業ポートフォリオの変化に伴う全社的なリスクの変化も重視する。

### (1) 産業の特性

#### ① 市場概要

パンデミック時を除けば、鉄道各社の鉄道輸送人員は総じて堅調に推移している。ただ中長期的にみれば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）の影響を強く受けている。このため、各社は少子高齢化に向けて、沿線居住人口の増加に向けた施策や観光資源の活性化などの交流人口の増加に向けた施策を展開している。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（不動産事業、流通事業、ホテル事業等）については、鉄道の主要ターミナルや自社沿線周辺を中心に、沿線住民の利便性向上および駅施設の集客力向上などを目的として事業を展開することが多く、運輸事業と関連事業が密接に関連している。このため、関連事業についてはそれぞれの事業単独の収支状況だけでなく、鉄道事業と関連事業間のシナジーの発現状況も重視する。また、不動産事業やホテル事業において海外展開を進めている場合には、収支状況だけでなく地域的なリスク分散やプロジェクトごとのリスク軽減の状況も確認する。

#### 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。また地域によって民鉄間および民鉄と JR 間の競合状況が異なるため、主要沿線別に競合状況と輸送人員への影響を確認する。

JR 各社が運行する新幹線については航空機との競合がみられるものの、移動時間および輸送頻度の観点から、運行エリア内においては航空機に対して高い優位性を確保していると判断している。

### ③ コスト構造

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、列車運行には多くの人力を要する。こういった事業特性から、稼働率の状況（＝輸送人員の増減）に加えて、駅業務の効率化、ワンマン運転の実施および DX の推進や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状況を確認する。鉄道業界は規制業種のため、本質的に鉄道運賃の改定の柔軟性は低い。ただ、近年は制度改正に伴ってコスト上昇分の運賃への転嫁が実施しやすくなっていることから、各社の上限運賃引き上げの実施状況や見通し、鉄道事業利益への影響等を確認する。

## (2) 市場地位、競争力のポイント

### ① 市場地位

鉄道会社は、各地域において鉄道を中心に一定水準の利用が見込まれることや高い参入障壁等を背景に、比較的安定したキャッシュフローを獲得できている。ただ、鉄道事業においては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リスクもある。このため、沿線人口の状況の把握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り組みの進捗と成果を確認する。

### ② 沿線環境

鉄道各社の事業展開は沿線経済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、鉄道の主要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、沿線別に周辺環境や各社の取り組みをきめ細かく分析した上で、それぞれの沿線競争力を評価に反映する。

### 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減にとどめるための取り組みが重要である。(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り組みと成果を確認する。

### ④ 鉄道事業のコスト削減

鉄道事業では、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運行効率の向上に向けた取り組みを進めている。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である。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、その成果を確認する。

## 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、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。このため、関連事業の強化に向けた取り組みが計画されている場合は、その内容や投資規模等を重視する。関連事業の展開は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必要がある。長期ビジョン等に表示されている経営方針や中期経営計画に示されている開発計画などを確認し、事業化の見通しや計画の進捗、財務への影響等を分析した上で、評価に織り込む。

## 2. 財務基盤

### (1) 収益力

連結ベースの収益力だけではなく、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を確認する。鉄道各社が取り組んでいる間接部門を含めた業務効率化の状況を把握するため、売上高営業利益率を重視する。鉄道会社は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、事業再編に関連する損益が計上される特別損益項目の動向も確認する。

(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

鉄道会社は鉄道事業を中心とする維持更新投資に加えて関連事業の強化に向けた投資を行うため、投資原資の確保に向けたキャッシュフロー創出力の状況と見通しの確認を行う。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、事業別のキャッシュフローの推移なども重視する。維持更新投資と異なり、関連事業の強化に向けた投資は外部からの資金調達を前提とすることが多いため、債務返済能力を示すキャッシュフロー創出力と有利子負債のバランスやその推移を確認する。

(重視する指標)

- EBITDA
- 有利子負債／EBITDA 倍率

### (3) 安全性

沿線開発投資、特に主要ターミナルでの再開発は投資規模が大きく開発が長期間にわたることから、有利子負債の規模が大きくなる傾向がある。このため、投資の進捗と有利子負債の推移について現状と見通しを確認する。それぞれの鉄道会社におけるリスク許容度は沿線特性や事業ポートフォリオ等によって異なることから、自己資本とのバランスも合わせて確認する。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する。

(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