

国内鉄道業界の信用力と投資の考え方

鉄道業界 — 重要性増す非運輸事業

日本の旅客鉄道会社のビジネスモデルは、民間事業者がインフラ保有から輸送業務まで一貫して手がけ、加えて鉄道を含む運輸事業以外にも進出している点で、世界の中でも独特である。鉄道事業は安定的である一方、高い成長は見込めないことから、各社は「非運輸」事業に積極的に取り組んでおり、売上高や営業利益の過半が非運輸事業、という会社も多くなっている。半面、ここ数年、各社が非運輸への投資を活発化させたことで、財務指標が悪化に向かう兆候も見られる。鉄道各社の格付・社債のスプレッドには、非運輸への取り組み度合いが十分に織り込まれていないように見受けられるため、こうした取り組みから生じるリスクに着目した銘柄選別がより重要になっている。

1. 日本の鉄道業界の特異性

日本では、基本的に民間企業が鉄道事業の線路設備保有から輸送まで一貫して実施し、同時に、不動産、流通、レジャーなどの非鉄道事業をも幅広く手がけている。こうしたビジネスモデルは日本特有のもので、海外では、旅客輸送のほとんどが国営または公営で、非鉄道事業を同時に実施することは稀である。Moody'sが旅客鉄道セクターとして格付を付与している発行体は全世界で16社あり、そのうち13社は国・自治体所有または政府関連団体、1社はコンセッション（公共施設等の運営権を与えられた団体）で、純粋な民間企業は日本のJR東日本とJR東海の2社のみである。

線路設備保有・管理と輸送サービスは、日本の鉄道会社においては同一の事業者が行うのが当然視されているが、例えば、欧州においてはフランス・チェコ等で両者を分離し、設備保有・管理と運輸サービスは別法人が担っている。また、サービスに関しては、同一の線路上で複数の事業者を選定、競わせる方向で制度改革が進行中である。

日本では、首都圏・近畿圏の都市構造が鉄道による大量旅客輸送を前提としていることもあり、鉄道旅客需要は近年、年間300億～350億人で安定している。しかし、輸送需要の劇的な増加が見込めないこと、運賃が認可制であり価格施策の柔軟性に欠けること、長期的には人口減少により売上が低下傾向を辿ると予測されることなどから、鉄道各社は、鉄道以外の事業へ積極展開を続けている。

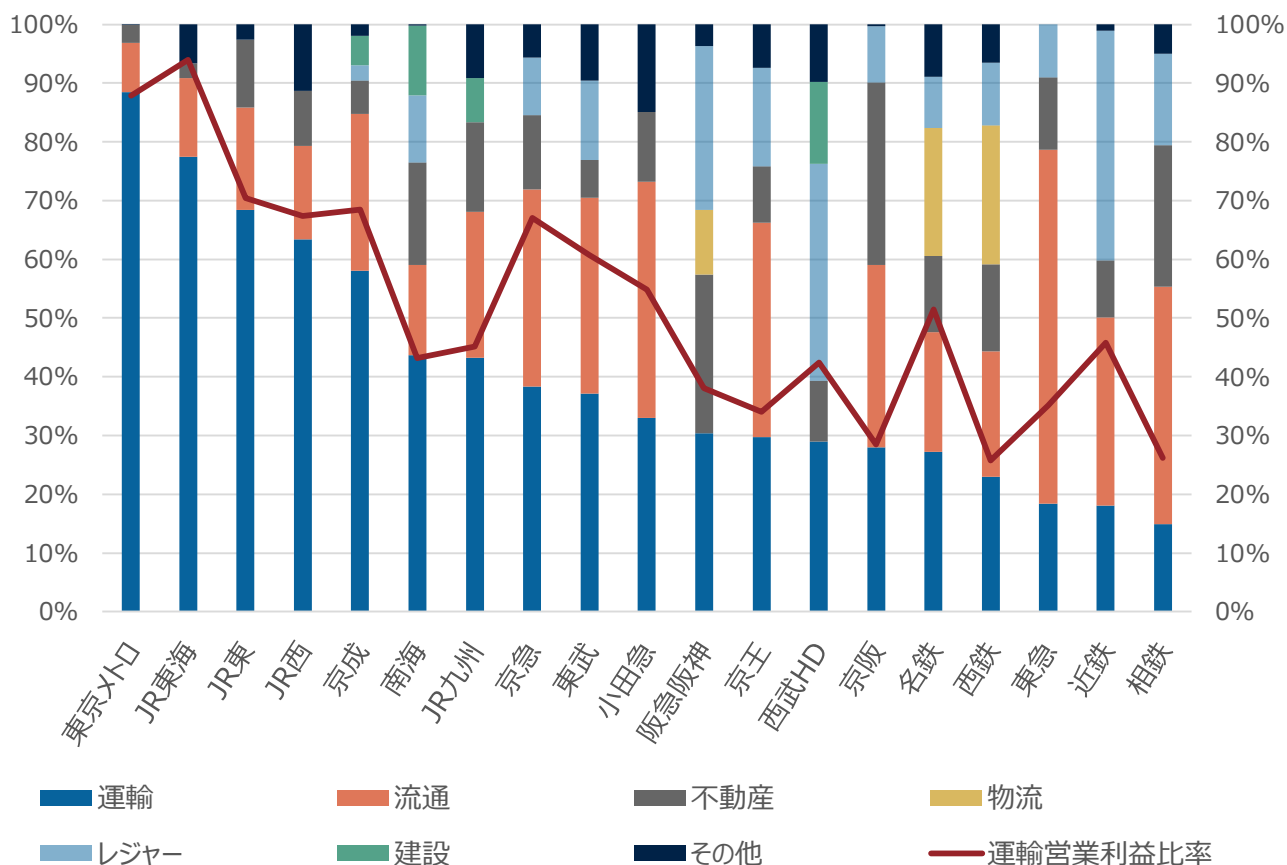
歴史的に見ても、鉄道各社は、新路線敷設と併せて、鉄道の利用促進、ひいては沿線価値の向上をめざし、住宅や商業施設の開発に取り組んできた*。さらなる事業の多角化を追求し、沿線外でのリゾート開発、国際物流などを展開する会社もある。

2. 鉄道業界の事業構成

まず、日本の大手鉄道会社において、鉄道をはじめとする運輸事業がどの程度の比重を占めているのかを確認しよう。2018年3月期決算における、大手鉄道会社19社の事業構成を、セグメント情報をもとに運輸（鉄道に加えバス等を含む）、流通（主として小売）、不動産、物流、レジャー（ホテル・遊園地等）、建設、その他の各事業に分類し分析したのが次頁の【図表1】である。棒グラフは売上高の構成、折れ線グラフは営業利益総額に占める運輸セグメント営業利益の比率を示している。

* 阪急電鉄の創業者「小林一三」（<http://www.hankyu.co.jp/cont/ichizo/>） 等

【図表1】 各社の売上高・営業利益構成（2018年3月期決算）



*セグメント名はPGIMジャパンにて再分類
出所：各社資料よりPGIMジャパン作成

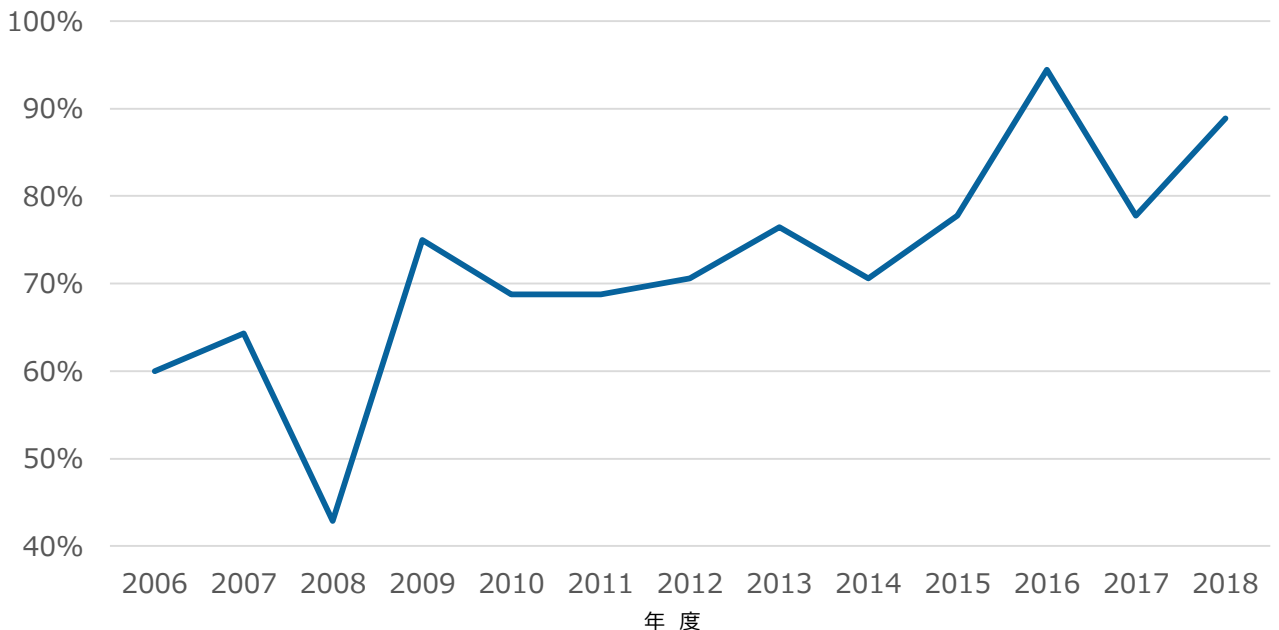
売上高に占める運輸事業の比率は、最大が東京メトロの88.5%、最小は相鉄の14.9%と大きな差異があり、売上高の過半が運輸事業である会社は19社中5社に過ぎない。営業利益に占める運輸事業の比率も、JR東海の94.0%から西鉄の25.7%まで大きな差があり、19社中10社は非鉄道事業の営業利益が過半を占める。JR各社は、国鉄民営化により誕生したという経緯に加え、鉄道事業の規模が大きいため、非運輸事業の比重は小さくなっている。一方、運輸事業の売上比率が最小の西鉄は、売上高においては物流が、資産や営業利益においては不動産業が最大の事業セグメントとなっている。本年正式決定された東急の会社分割による鉄道事業の分社化*は、鉄道事業を担う会社が、グループの中核会社から、事業持株会社の傘下子会社の一つに移行するという、いわば鉄道会社の「脱・運輸」の象徴的な動きとの解釈が可能である。

3. 非運輸事業への傾斜

次に、非運輸事業への取り組み度合いと信用力変動の関係について検討する。まず、大手鉄道各社のセグメント情報から「運輸」「非運輸」（運輸以外の全て）を大別し、それぞれの「設備投資額÷減価償却額」を計算する。この計算結果が1を上回れば毎年の減価償却を上回る、積極的な設備投資を実施していると考えられる。両セグメントの計算結果を比較し、「非運輸」の方が大きい、または積極的な投資を行っている企業の割合を集計した。（次頁【図表2】）

* 東京急行電鉄株式会社リリース「商号変更および定款一部変更、子会社（鉄道事業の分社化に向けた分割準備会社）の設立に関するお知らせ」（2019/03/27）

【図表2】「非運輸」事業に積極的な企業の割合

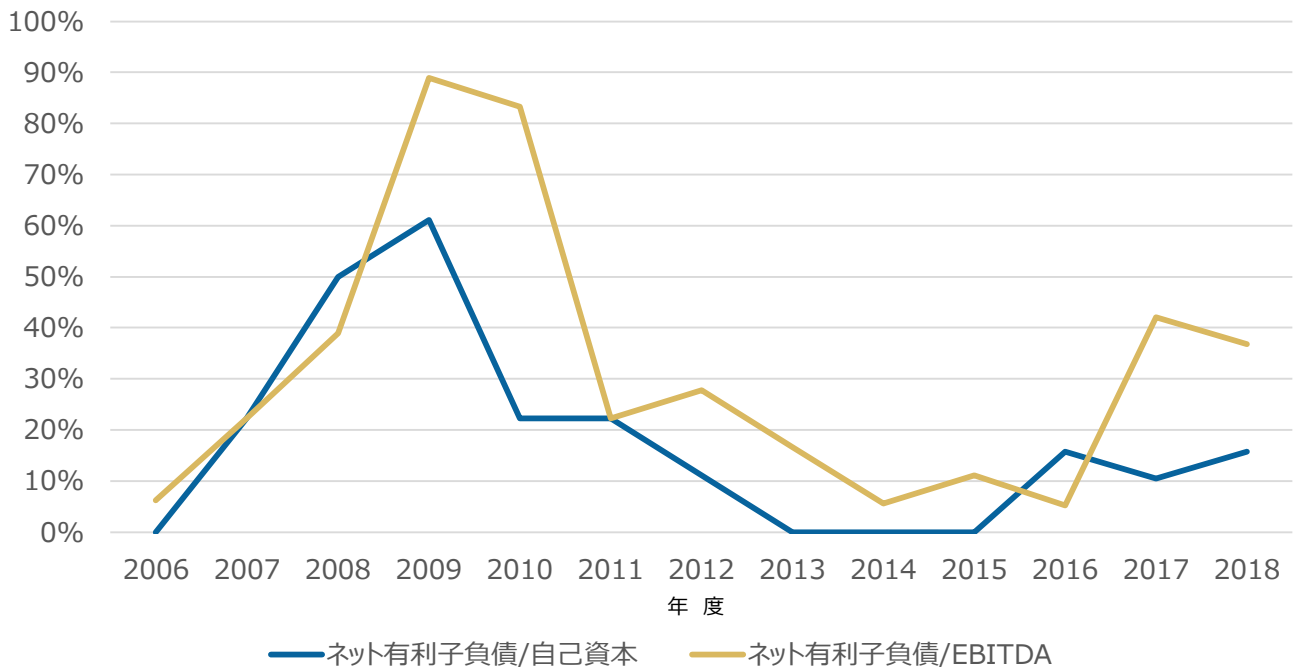


出所：BloombergよりPGIMジャパン作成

経済情勢が悪化した2008年度は、投資を抑制する流れによって「非運輸」に積極的な企業の割合が一時的に減少し、50%を下回ったが、同年度を除くと、集計が始まった2006年度以降、常に半数以上の会社が「非運輸」に力を注いできたことが分かる。また、2015年以降は3/4を上回る会社が「非運輸」に傾斜した投資を行っており、業界全体として「非運輸」への流れが強まっているように見受けられる。

さらに、同期間における、各社の財務指標のトレンドを、代表的な信用指標であるネット有利子負債/EBITDAとネット有利子負債/自己資本が前年比で悪化した企業の割合を用いて検討する。2008年から10年にかけては各社の財務体質は悪化傾向にあったが、2012年から15年までは景況回復もあって財務指標の改善が続いてきた。しかし、各社が「非運輸」への積極投資姿勢を見せたため、2016年度以降、再び財務指標が悪化した企業の割合が増え始めている。

【図表3】財務指標が悪化した企業の割合



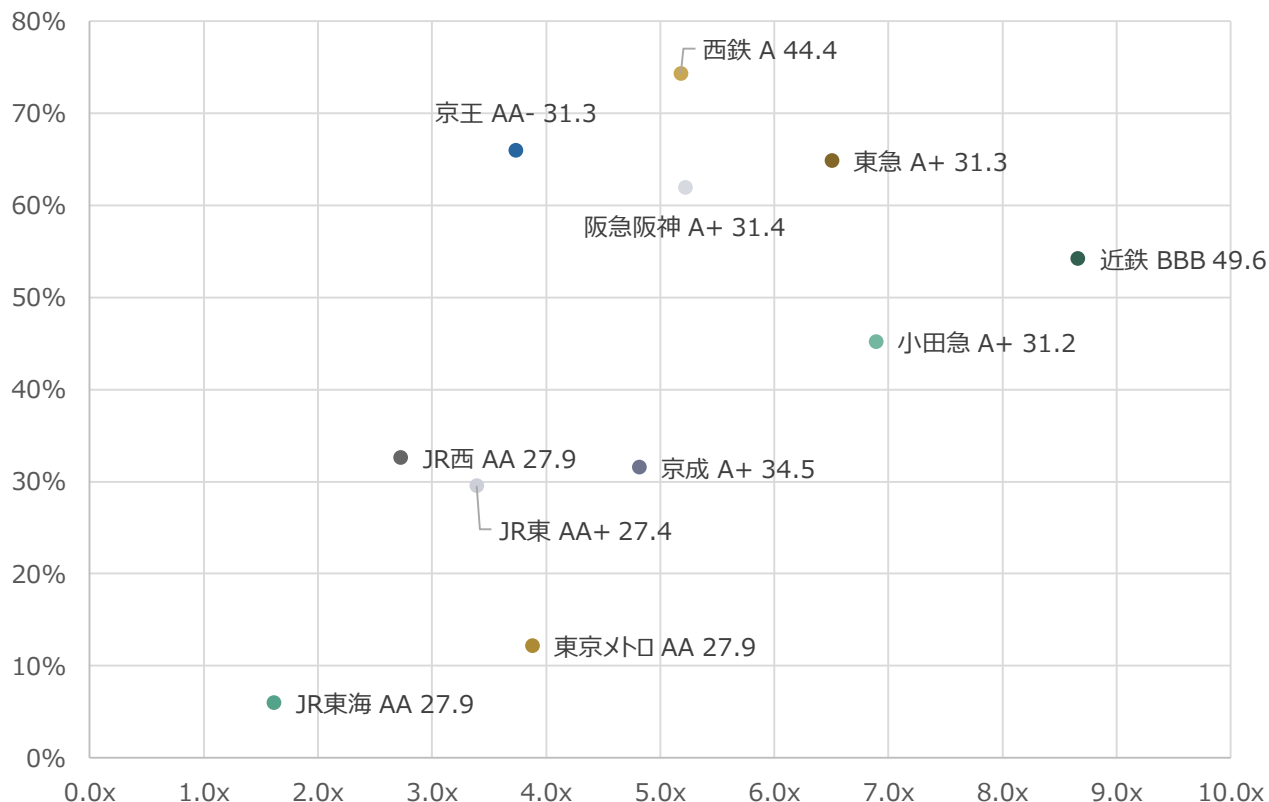
出所：BloombergよりPGIMジャパン作成

4. 結論 – 非運輸事業への依存度からみた投資判断

最後に、鉄道各社の非運輸事業への依存度・レバレッジと、格付・社債スプレッドとの関係から、投資判断へのインプリケーションを考察する。

【図表4】では、縦軸に非運輸事業への依存度の尺度として営業利益に占める非運輸事業からの利益の比率、横軸にはレバレッジの尺度としてネット有利子負債／EBITDAをとり、各社の残存9年前後の社債の対国債スプレッド、R&I格付を付記した。

【図表4】 鉄道各社の非運輸利益依存度・レバレッジと格付・社債スプレッド（9年物）の関係



出所：BloombergよりPGIMジャパン作成、2019/3/29現在

この散布図によると、非運輸の営業利益構成比40%を境に、大きく2つのグループに分かれると考えられる。一つは、非運輸の営業利益構成比が40%を下回るJR 3社・東京メトロ・京成の5社のグループと、それを上回る残る6社のグループである。前者は相対的にレバレッジが低く、後者は相対的にレバレッジが高くなっている。京王は後者のグループに属するもののレバレッジが低めであるため、同グループの他社よりも高い格付が付与されていると考えられる。一方、前者グループに属する京成は、非運輸の利益依存度が低く、レバレッジがそれほど高くないにもかかわらず、格付は同グループの他社より2ノッチ以上低く、やや割を食っているようにも見える。

では、スプレッドと他の要素との関係はどうか？ここでも目立つのは京成で、格付が同じA+にもかかわらず、他の3社（阪急阪神、東急、小田急）よりもスプレッドがワイドになっている。JR西日本とJR東海は、格付、スプレッド水準は同じだが、非運輸の営業利益構成比に20%以上の開きがあり、レバレッジも約1ポイント異なる。これらの事実から、**非運輸への利益依存度とそれに付随するレバレッジの差が、格付、スプレッドともに十分に反映されていないと考えられる。**

先にみたように、鉄道業界全体として、非運輸への投資の積極化に伴い、今後各社の売上・利益に占める非運輸の比率は上昇し、またレバレッジも上昇する可能性がある。もちろん、この傾向が各社に等しく当てはまるわけではない。**鉄道各社の社債投資にあたっては、現時点での各社の財務指標や格付に加え、将来の信用力を左右する要因の一つとして、非運輸事業への取り組み度合いについても考慮しながら、スプレッドの妥当性を吟味し、銘柄選択することが重要性を増している**と言えよう。

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

文中の投資見解にかかわる部分は、ファンダメンタルズ並びに価格等の相対位置のみに基づくもので、当社の投資方針、実績等と必ずしも一致しない場合があります。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。
当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよび“ロックシンボル（The Rock）”は、プルデンシャル・ファイナンシャル（本社：米国ニュージャージー州ニューアーク）およびその関連会社のサービスマークです。英国プルデンシャル社とはなんら関係はありません。

PGIMジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号

加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

PGIMJ201904220417