

# コラム 鉄道事業者の多角化と財務

## 1, 概要と目的

今日、各鉄道事業者は多角的に事業を行い、沿線価値を高めることで、沿線地域の人口を増加させ鉄道利用者の減少を阻止しようと努めている。これに関して、利益追求に加え、人口維持のために沿線価値を向上させ、鉄道業の収益に貢献するべく行われるという側面を持つこうした多角化事業は、その企業の財務にどのような影響をもたらしているのであろうか。過大投資にはなっていないのだろうか。本研究では、多角化戦略をとる鉄道事業者の財務分析を行い、鉄道事業者の経営戦略の現状を考察する。

## 2, 財務分析の事前準備

財務分析を行うにあたって、先行研究の石川(2013)を参考に、注力している多角化事業に基づいて、事例研究で扱われた全鉄道事業者を4つの類型に分類した。次に、情報量の膨大化を防ぐために、各々の類型から一社ずつ選び、合計4社を分析対象として、その結果から最終的に類型ごとにそれぞれの特徴を見出すことにした。以下、その内容の詳細を述べる。

類型への分類の際、石川(2013)で紹介されている方法を参考にした。4つの類型は「本業型」、「垂直型」、「関連型」、「総合型」である。本研究では鉄道事業者が行う事業を、①鉄道事業、②その他運輸事業、③不動産事業、④流通事業、⑤物流事業、⑥レジャー・サービス事業の6つに分類したことを前提にすると、それぞれの類型の概要は次の通りである。「本業型」は運輸事業として鉄道事業とバスやタクシーなどの自動車事業を主に展開している類型である。この2つの事業は、有価証券報告書における事業別セグメント情報では運輸事業として一体となっており、人や物を出発地から目的地に輸送するというトータルなサービスとして一体的な位置づけとなっていると考えられる<sup>1</sup>ため、本研究でも区別せずにまとめて運輸事業と扱うことにした。「垂直型」は不動産事業とレジャー・サービス事業を主に展開している類型である。不動産事業は鉄道沿線における住宅開

---

<sup>1</sup> 石川,2013,p.214

発などにより、レジャー・サービス事業はその目的達成のための交通手段として鉄道が利用されることにより、どちらも本業(輸送事業)へ旅客を供給する<sup>2</sup>ため、垂直的の事業として扱うことにした。「関連型」は流通事業、物流事業を主に展開している類型である。これらの事業は本業と市場的関連がある<sup>3</sup>ため、関連的の事業として扱うことにした。また、石川(2013)では関連型は流通事業のみであるが、対象とした鉄道事業者の中に収益の多くが物流事業によっていた会社が数社存在していたため、本研究では物流事業も関連型に追加した。「総合型」はその名の通り、あらゆる事業をまんべんなく展開している類型である。

【類型名】	【主に展開している事業】
本業型	運輸事業
垂直型	不動産事業、レジャー・サービス事業
関連型	流通事業、物流事業
総合型	上記の事業をまんべんなく

図表 1 類型とその概要

この4つの類型への鉄道事業者の分類に際しては2段階のプロセスを経た。第1段階では連結ベースでの収益で見る以下の基準を用い、定量的に分類を行った。

【類型名】	【判定基準】
本業型	$0.5 \leq SR < 0.9$
垂直型	$SR < 0.5, RR < VR, 0.2 \leq VR$
関連型	$SR < 0.5, VR < RR, 0.3 \leq RR$
総合型	上記以外

図表 2 類型への分類基準<sup>4</sup> その1

<sup>2</sup> 石川,2013,p.214

<sup>3</sup> 同上

<sup>4</sup> 石川,2013,p.211-216

$$SR = \frac{\text{最大の営業利益をもたらす事業(鉄道業)の収益}}{\text{全体収益}}$$

$$VR = \frac{\text{垂直的事業による収益}}{\text{全体収益}}$$

$$RR = \frac{\text{関連事業による収益}}{\text{全体収益}}$$

図表3 類型への分類基準<sup>5</sup> その2

事業者	京成	京王	西鉄	相鉄	東急	名鉄
SR	0.55	0.29	0.15	0.26	0.15	0.24
VR	0.13	0.24	0.25	0.36	0.23	0.22
RR	0.30	0.35	0.40	0.42	0.46	0.22
類型名	本業型	関連型	関連型	関連型	関連型	統合型 (垂直型)

事業者	京急	小田急	近鉄	南海	東武
SR	0.32	0.31	0.17	0.39	0.36
VR	0.25	0.16	0.51	0.28	0.20
RR	0.28	0.39	0.31	0.12	0.35
類型名	統合型	関連型	垂直型	垂直型	関連型

図表4 各社の分類結果

第2段階では、各々の類型からその類型の趣旨に最も適合する鉄道事業者を選出するために、各社の沿革や中期・長期経営計画などを参考にした定性的調査を行った。具体的には、その類型においてメインとなっている

<sup>5</sup> 石川,2013p.211-216

事業に注力してきたか、現在その事業は積極的な展開を見せているか、今後もその事業を中心とした経営を行う予定なのか、という点を確認した。

以上のプロセスにより、「本業型」からは京成電鉄(以下京成)、「垂直型」からは近畿日本鉄道(以下近鉄)、「関連型」からは西日本鉄道(以下西鉄)、「総合型」からは京浜急行電鉄(以下京急)を選定した。なお、ここでは地域間の差異による影響は考えないこととした。

### 3. 財務分析結果の仮説

仮説の構築においては、先行研究の宮宇地(2010)と、金融庁の「証券取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム(EDINET)」、東京証券取引所の「適時開示情報閲覧サービス(TDnet)」「有料統計データサービス」、福岡証券取引所の「銘柄別時価総額・上場株式数」から情報を取得している「EDIUNET 業種平均」による2014年度の財務データを参考にした。

先行研究である宮宇地(2010)によると、多角事業化により形成される財務上の特徴は以下の通りである。

- ① 急成長中の分野に進出する場合を除き、新規事業への進出は既存事業以外の他の事業に経営資源を分散させることにつながり、既存事業のみに専念していた場合に比べて収益性が低下することで、収益性指標が低い値を示す可能性が存在する。
- ② 事業間の関連性が弱くなる戦略を採用している場合はそうでない多角化戦略を採用している企業にくらべて収益性が相対的に低くなることが予想される。
- ③ 多角化をより進めるほど、資産や技術が共有される効果としての「範囲の経済」が機能することを背景に、少ない資産保有で売上高や利益をあげることが可能になるため、効率性が相対的に高まる可能性が考えられる。
- ④ 多角事業化により、安定的なキャッシュ・イン・フローを確保できる、あるいは、企業全体として利益変動が抑制される可能性がある。これ

は、単一の事業に特化している場合には、その事業の市況の影響に左右され、資金の流れおよび損益が変動しやすいが、複数の事業を展開している場合には、各事業の収支変動および損益変動が相殺され、企業全体としてみると資金の流れおよび損益が安定すると考えられるからである。

- ⑤ 主な事業の市場規模がマイナス成長の傾向を示しているとき、他事業に積極的に進出している場合は、当該企業は高い成長性を示すことが想定される。

宮宇地によるこれらの仮説は、鉄道業界においてもあてはまるかを以下で考察していく。

次に、財務指標の傾向を業界ごとに観察し、最終的に各類型における財務指標の傾向を調べた。そのプロセスは以下の通りである。「EDIUNET 業種平均」を用いて、関係する業界の平均の財務指標を確認した。その際、専業型には道路運送業、垂直型には不動産業、旅館業、娯楽業、関連型には卸売業、小売業、倉庫業をそれぞれの類型に関係する主な業界として選出した。財務指標は、収益性、効率性、安全性、成長性、総合力を示す、以下のような一般的なものを取り上げた。<sup>6</sup>データはすべて平成 26 年 1 月 28 時点のものである

	財務指標	民営鉄道業	道路運送業	不動産業	旅館業	娯楽業	卸売業	小売業	倉庫業
収益性	売上高営業利益率	10.6%	3.4%	4.8%	3.4%	9.1%	2.0%	2.6%	4.7%
	売上高経常利益率	4.2%	2.4%	4.1%	1.3%	5.0%	1.5%	4.0%	4.0%
	売上高当期純利益率	2.9%	1.4%	1.5%	-1.6%	-2.3%	0.1%	1.2%	1.9%
効率性	総資産回転率	45.4%	127.5%	91.6%	50.2%	84.0%	161.0%	219.2%	65.8%
	売上債権回転率(回)	24.7	32.4	10.6	27.5	18.8	73.8	28.2	23.8
	仕入れ債務回転率(回)	23.7	19.6	21.0	8.5	11.1	54.2	29.8	14.9
安全性	自己資本比率	26.3%	38.2%	34.3%	24.8%	36.4%	44.3%	45.4%	49.3%
	流動比率	58.1%	88.5%	202.3%	97.8%	109.8%	188.4%	146.7%	129.1%
	固定比率	388.9%	163.8%	151.0%	743.2%	234.9%	46.0%	97.4%	146.5%
成長性	D/レシオ(倍)	2.7	0.6	1.4	5.8	1.1	0.3	0.8	1.1
	売上高成長率	1.6%	4.1%	12.0%	21.4%	4.9%	2.3%	4.7%	-0.1%
	総資産成長率	1.0%	1.4%	8.1%	-9.7%	-1.2%	3.8%	3.8%	5.4%
総合力	ROE	5.8%	3.3%	8.8%	-7.4%	8.5%	10.5%	4.0%	1.8%
	ROA	1.5%	1.4%	2.1%	0.2%	-1.0%	1.9%	2.0%	0.4%

図表 5 選出した各業界の平均財務指標データ

(※財務指標の算出において、売上高のデータを用いる場合、営業収益のデータで置き換えた)

<sup>6</sup> 個々の財務指標の内容は最終ページの「財務指標概要」を参照

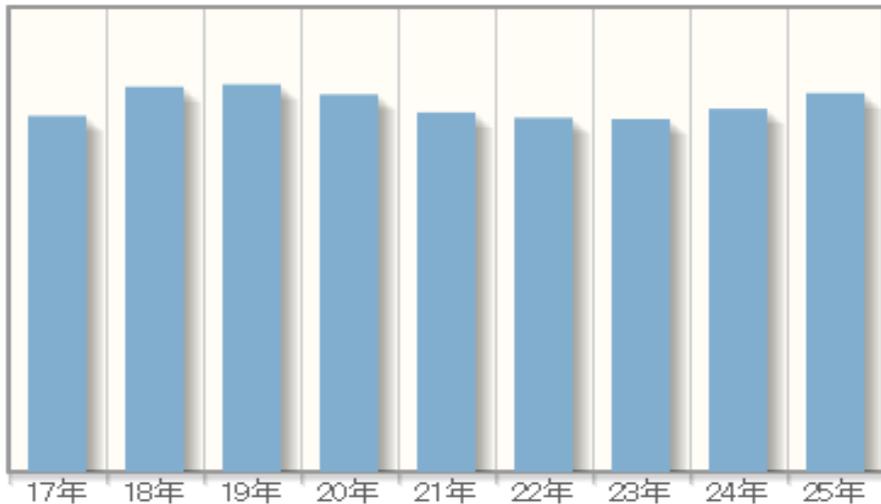
そして、各類型に属すこれらの業界に民営鉄道業を加えた際の財務指標の平均を算出し、この平均を各類型の財務指標の傾向としてみなすことにした。尚、総合型の傾向に関しては上述の全業界の平均とした。

	財務指標	民営鉄道業	專業型平均	垂直型平均	関連型平均	総合型平均
収益性	売上高営業利益率	10.6%	7.0%	7.0%	5.0%	5.1%
	売上高経常利益率	4.2%	3.3%	3.7%	3.4%	3.3%
	売上高当期純利益率	2.9%	2.2%	0.1%	1.5%	0.6%
効率性	総資産回転率	45.4%	86.4%	67.8%	122.8%	105.6%
	売上債権回転率	24.7	28.6	20.4	37.6	30.0
	仕入れ債務回転率	23.7	21.7	16.1	30.7	22.9
安全性	自己資本比率	26.3%	32.3%	30.5%	41.3%	37.4%
	流動比率	58.1%	73.3%	117.0%	130.6%	127.6%
	固定比率	388.9%	276.4%	379.5%	169.7%	246.5%
	D/Eレシオ	2.7	1.7	2.8	1.2	1.7
成長性	売上高成長率	1.6%	2.9%	10.0%	2.1%	6.4%
	総資産成長率	1.0%	1.2%	-0.5%	3.5%	1.6%
総合力	ROE	5.8%	4.6%	3.9%	5.5%	4.4%
	ROA	1.5%	1.5%	0.7%	1.5%	1.1%

図表 6 各類型に属す業界に民営鉄道業を加えた際の財務指標の平均

図表 6 より以下のことが分かる。収益性について、類型平均の全ての収益性のデータは民営鉄道業のそれよりやや低く、特にそれは売上高営業利益率において顕著である。効率性について、総資産回転率はどの類型平均でも極めて高いが、仕入れ債務回転率は関連型平均を除いて民営鉄道業のそれをやや下回る。また、全ての効率性の指標において、垂直型平均は他の類型と比較して低めの数値を示している。安全性について、全類型平均において自己資本比率と流動比率は民営鉄道業のそれより高くなっており、D/E レシオは垂直型平均を除いて良好な数値を示しているが、固定比率においては全類型平均が民営鉄道業のそれより低い。成長性について、どの類型でも売上高成長率は良好であるが、総資産成長率はまずまずの数値である。総合力について、どの類型においても ROE、ROA 共に民営鉄道業の平均を下回るか、同等である。

最後に、鉄道業界の業界規模について調査した。以下のグラフは鉄道業界の業界規模の推移を表したものである。業界規模は主要対象企業 48 社の売上高の合計を表している。



図表 7 過去 9 年間の鉄道業界の業界規模の推移

※平成 25-26 年の鉄道業界の業界規模(主要対象企業 48 社の売上高計)は  
14 兆 1, 353 億円

(出典) 業界動向 SEARCH.COM 「ジャンル別業界一覧 鉄道業界」

<http://gyokai-search.com/3-train.htm>

このグラフと、人口減少社会に突入している日本の現状を考慮すると、鉄道業界の業界規模はほぼ横ばいから長期的には縮小に転ずると考えられ、市場規模の成長性は低い、ないしは後にマイナス成長に陥るといえる。

これらの前提を踏まえ、以下を本研究のたまかな仮説とする。

- ① 京成、近鉄、西鉄、京急の 4 社において収益性は業界平均と比較してやや低い。特にそれは全社共通して売上高営業利益率において顕著である。
- ② 4 社の総資産回転率は極めて高く、業界平均と比較して総合的に効率性が良いと言えるが、近鉄の効率性は他社より劣る。
- ③ 4 社の自己資本比率と流動比率は業界平均より高いが、固定比率においては業界平均より低い。D/E レシオも考慮し、総合的に判断すると京成を除いた 3 社の安全性は業界平均より高い。
- ④ 市場規模の成長性が低い鉄道業界において、積極的に多角事業化を進める 4 社の成長性は業界平均と比較して高い。

- ⑤ 低い収益性を補えるだけの高い効率性、安全性、成長性がないためか、4社の総合力は業界平均と比較して低い。
- ⑥ 4社全体において、多角事業化が発展しているため、損益の鉄道業への依存が緩和されるリスク分散効果により損益の年間変動が小さく、安定している。

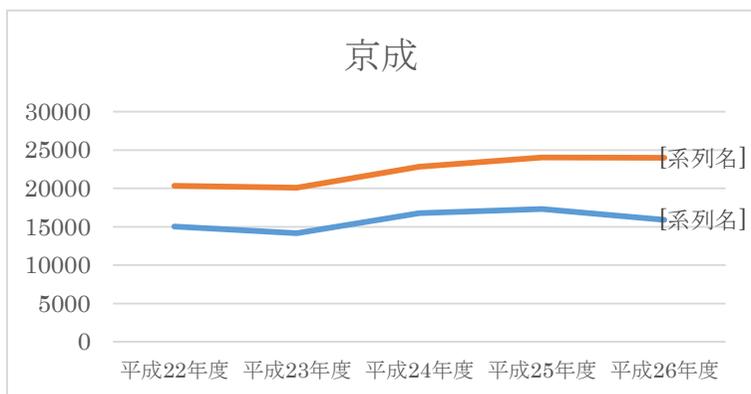
#### 4, 財務指標等による分析

各類型の代表である、京成、近鉄、西鉄、京急の各社の有価証券報告書を用いて、過去5年度(平成22年度～26年度)の連結ベースの財務データより各社各年度における財務指標を算出し、その平均を求めた。

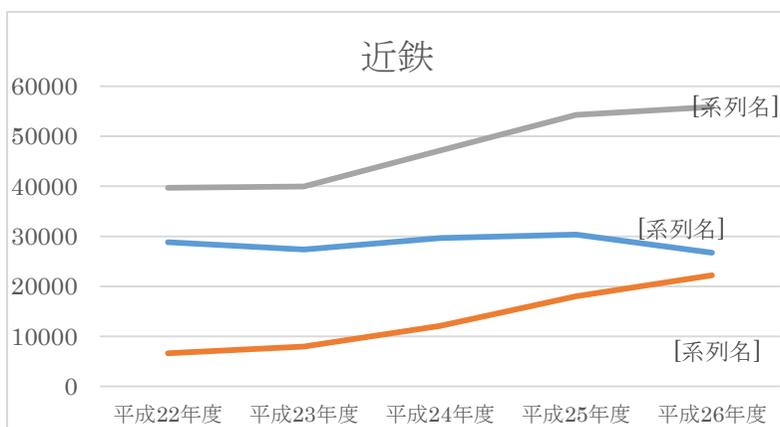
	財務指標	民営鉄道業	京成	近鉄	西鉄	京急
収益性	売上高営業利益率	10.6%	9.3%	4.5%	4.8%	7.1%
	売上高経常利益率	4.2%	12.2%	3.5%	4.5%	5.3%
	売上高当期純利益率	2.9%	8.3%	1.8%	2.4%	2.6%
効率性	総資産回転率	45.4%	32.4%	55.7%	80.0%	30.5%
	売上債権回転率	24.7	13.4	29.2	10.9	23.4
	仕入れ債務回転率	23.7	10.7	20.9	7.7	7.1
安全性	自己資本比率	26.3%	29.3%	12.8%	28.3%	20.4%
	流動比率	58.1%	46.3%	54.1%	77.5%	69.1%
	固定比率	388.9%	306.8%	679.5%	276.8%	415.6%
成長性	D/Eレシオ	2.7	2.5	7.3	2.5	3.9
	売上高成長率	1.6%	1.8%	13.4%	6.9%	2.9%
	総資産成長率	1.0%	4.9%	3.1%	9.6%	3.0%
総合力	ROE	5.8%	9.0%	7.7%	6.8%	3.8%
	ROA	1.5%	3.0%	2.5%	3.8%	2.2%

図表8 先述の民営鉄道業と各社過去5年度の財務指標の平均

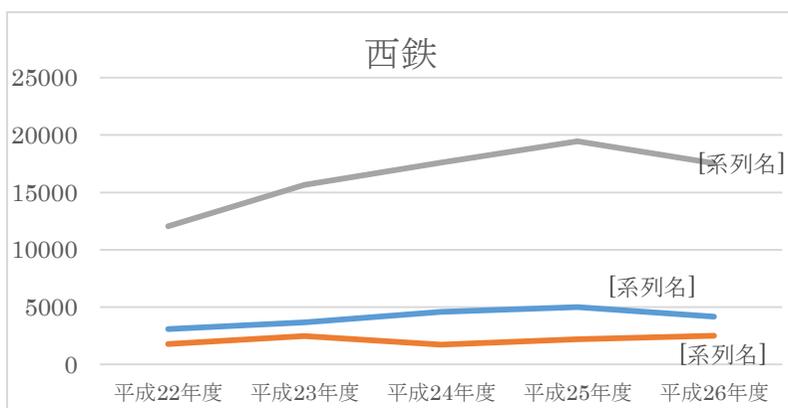
次に、過去5年度分の各社のセグメント別と全体の営業利益の推移を表しているのが以下のグラフである。



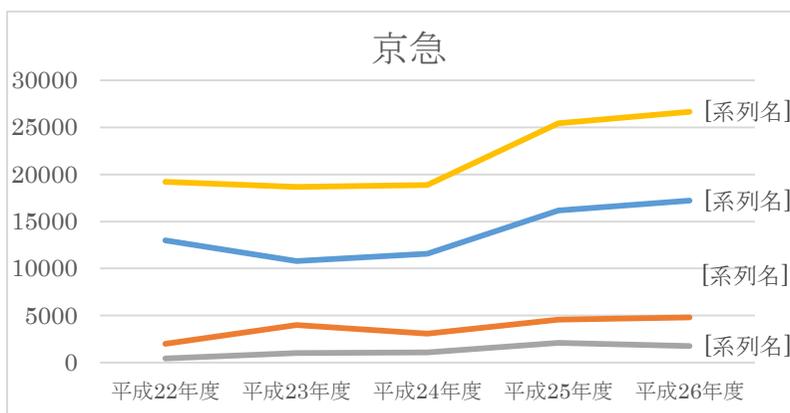
図表 9 京成のグラフ



図表 10 近鉄のグラフ



図表 11 西鉄のグラフ



図表 12 京急のグラフ

これらの結果よりわかることを各社ごと以下にまとめる。

- 【京成】収益性は総合的に業界平均より倍以上の高さであるといえるが、効率性の3指標が全て業界平均を下回り、効率性は良いとはいえない。安全性においては、流動比率と固定比率の低さを補えるほど自己資本比率と D/E レシオの数値が業界平均比較で高いとはいえず、まずまずといったところである。一方、売上高成長率は低い、総資産成長率は平均の約5倍となっており、成長性は全体的に良好である。結果として総合力は業界平均の約1.8倍となっている。
- 【近鉄】収益性は業界平均より劣る一方、効率性は優れており、特に他社と比較しても良好である。D/E レシオの圧倒的な高さから、安全性は総合的に高いとはいえないが、成長性は売上高成長率の貢献もあり極めて高い。結果として総合力は平均の約1.5倍である。営業利益の推移は、運輸業の営業利益が平成23年度から平成25年度までほぼ横ばいで平成26年度にはやや減少しているが、不動産、レジャー・サービス事業の営業利益の上昇により全体のそれが上昇しているためリスク分散効果が機能しているといえる。
- 【西鉄】収益性は近鉄よりやや高いが、総合的に業界平均を下回る。総資産回転率は極めて高いが、他の2指標が足を引っ張っており、効率性はまずまずといったところである。安全性は全体として業界

平均並みであるが、成長性は他社と比較して 2 指標のバランスが良く、なおかつ高い。結果として総合力は近鉄と同等程度である。

【京急】収益性は京成に次いで高いものの、総合的に業界平均をやや下回る。効率性の 3 指標全て業界平均より低いため、効率性が良いとはいえない。安全性は総合的にまずまずである。成長性は他の 3 社と比較して低めだが、業界平均は上回っている。結果として総合力は 4 社の中で最も低く、業界平均並みといえる。営業利益の推移においては、平成 22 年度から平成 23 年度にかけて運輸業の営業利益が減少しているが、不動産、レジャー・サービス事業のそれが上昇していることで全体の収益が安定しており、リスク分散効果が機能しているといえる。

## 5. 仮説の検証

各社の財務分析結果より、仮説①は京成を除いて成立するといえる。京成が、多角事業化が進展しているにもかかわらず高い収益性を維持しているのは、京成特有の事情が存在する可能性がある。仮説②については、総資産回転率が極めて高いのは西鉄のみであり、全体的に効率性が最も優れているのは仮説に反して近鉄であった。他 2 社の効率性は業界平均と比較して良いとはいえない。よって、仮説②は近鉄と西鉄について成立するといえる。仮説③に関しては、安全性の評価は全社で業界平均並みといったところであるため、仮説③はどの会社においても成立しないといえる。仮説④は、数値から疑いなく全社において成立するといえる。仮説⑤に関して、京急の総合力は他社より若干弱いものの業界平均並みで、他 3 社のそれは良好であるため、仮説⑤は成立しないといえる。最後に仮説⑥に関して、京成は運輸業に鉄道業と主要な多角事業のバス・タクシー業が含まれているため、これらの事業と鉄道業の損益関係を分析することはできなかったが、近鉄と京急ではリスク分散効果が見られ、西鉄では平成 22 年から 25 年にかけて、運輸業の利益の伸び率が小さいにも関わらず、全体の利益の伸び率が大きいため、流通・物流事業のみならず他の事業からも正の影響を受けていると考えられる。よって仮説⑥は京成を除く 3 社について成立し、加えて損益において正の影響をもたらす場合もあるといえる。

## 6. 総括

各類型から選出した 4 社のみの財務分析から得られた結果であるため、全ての鉄道事業者にも必ずしも当てはまるとは言えないが、大きな傾向として、積極的な多角事業化を行う鉄道事業者は同業他社と比較して、①収益性は低く、②効率性は会社間で差があり、③安全性は平均並みで、④成長性は高く、⑤結果としての総合力は高いということがわかった。また、⑥損益変動におけるリスク分散効果も見られることがわかった。

特筆すべき点は、収益性は低いが高成長性が高いということであり、これは長期的に収益性も高くなる可能性が大いにあるということである。多角事業化は現在という一時点においては過大投資の気があるが、資産や技術が共有される効果としての範囲の経済がより機能することで今後効率性も高まることが予想されるため、鉄道の存続と利益追求を図るという特殊な状況下にある鉄道事業者にとって、多角事業化は有効かつ必要な経営戦略といえる。

ビジネスモデルの枠組みが変化しつつある現代社会において、鉄道事業者にも既存事業以外の分野へも参入する機会が将来的に多く存在するであろう。長い歴史を誇る各鉄道事業者であるからこそ、こうした機会を先見の明を持って利用することで、迫る人口減少社会に立ち向かっていけるのではないだろうか。

## (参考)財務指標概要

- ・ 売上高営業利益率＝営業利益÷売上高  
本来の営業活動による収益性が高いかどうかを表す。
- ・ 売上高経常利益率＝経常利益÷売上高  
財務活動も含めた通常の企業活動による総合的な収益性を表す。
- ・ 売上高当期純利益率＝当期純利益÷売上高  
会社の全ての活動の結果としての利益率を表す。
- ・ 総資産回転率＝売上高÷総資産  
資産をどの程度効率的に売って売り上げを達成したかを表す。
- ・ 売上債権回転率＝売上高÷売上債権  
売上債権の回収がどの程度効率的に行われているかを表す。
- ・ 仕入れ債務回転率＝売上原価÷仕入れ債務  
仕入れ債務の支払いをどの程度効率的に行っているかを表す。
- ・ 自己資本比率＝自己資本÷総資産  
資産のうちの自己資本の割合を表す。
- ・ 流動比率＝流動資産÷流動負債  
短期的な支払い能力を表す(200%以上が望ましい)。
- ・ 固定比率＝固定資産÷自己資本  
設備投資に使われる資金元の妥当性を表す(100%以上が望ましい)。
- ・ D/E レシオ＝他人資本÷株主資本(自己資本)  
負債が株主資本の何倍かを表す。
- ・ 売上高成長率＝売上高増加額÷基準時点の売上高
- ・ 総資産成長率＝総資産増加額÷基準時点の総資産
- ・ ROE(自己資本利益率)＝当期純利益÷自己資本  
$$= (\text{当期純利益} / \text{売上高}) \times (\text{売上高} / \text{総資産}) \times (\text{総資産} / \text{自己資本})$$

(収益性)                      (効率性)                      (安全性)

自己資本からどれだけの利益が生み出されるかを表す。
- ・ ROA(Return On Asset 総資産利益率)＝売上総利益÷総資産  
$$= (\text{売上総利益} / \text{売上高}) \times (\text{売上高} / \text{総資産})$$

(収益性)                      (効率性)

総資産からどれだけの利益が生み出されるかを表す。