

# アナリストの眼

## 東西の大手民間鉄道会社の比較

### 【ポイント】

1. 民間鉄道会社の輸送人員は堅調に伸びているが、営業基盤としている地域によって、足元および将来の状況は異なる。
2. その違いが東西の民鉄各社の事業戦略、財務戦略に影響を与える傾向がみられる。
3. 投資および株主還元注力してきた東日本の民鉄に比べ、財務改善に主眼を置いてきた西日本の民鉄は、将来の輸送人員の落ち込みに対する懸念を取り除くことによって、相対的に劣る格付けのギャップを埋めていくことが期待できる。

民間鉄道会社の信用力が安定している。ここ10年ほどの格付け会社からのアクションは格上げのみで、その間格下げが無い唯一の事業セクターである。また、大手の民間鉄道会社を東日本エリア8社（地下鉄除く）と西日本エリア6社（東海地方含む）に分けると、東日本の大手民鉄に限れば15年ほど格下げがない。格付け分布でも東日本の民鉄のほうが良好である（図表1）。以下に東西の大手民鉄の違いをみていく。

図表1. R&Iによる大手民間鉄道会社格付け一覧

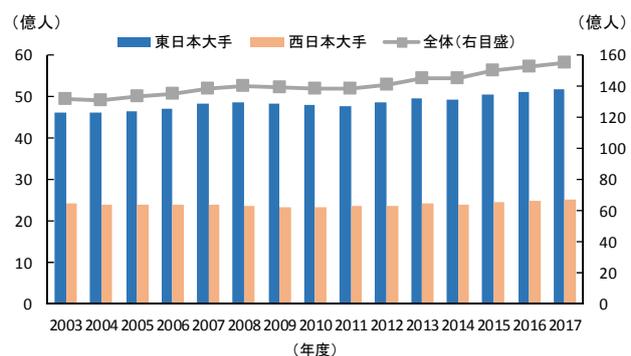
	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB
東日本	1	3	1	2	1	—
西日本	—	1	1	2	1	1

(社数)  
(資料)R&Iより富国生命投資顧問(株)作成  
(備考)2019年3月29日時点

### 1. 輸送人員

2003年度以降15年間の民鉄全体（地方公共団体の鉄道事業者含む）と、東西それぞれの大手民鉄の輸送人員の推移は図表2の通りである。全体の輸送人員は、リーマンショックや東日本大震災直後など一時的な落ち込みはあったものの、特に東日本の大手民鉄の伸びにけん引されて緩やかな増加基調となっている。さらに定期利用者、定期外利用者で分けると、東日本の民鉄の場合はどちらも堅

図表2. 民間鉄道会社 輸送人員の推移



(資料)国土交通省及び各社資料より富国生命投資顧問(株)作成

調に推移しているのに比べ、西日本の民鉄では定期外利用者の伸びが高い一方で、定期利用者数は2003年度の水準まで回復していない（図表3、4）。これは定期利用に大きく影響する雇用環境の違いが出ていると考えられる。総務省による雇用者数の地域別推移をみると、南関東では2003年の1,536万人から2017年までに253万人増えたのに対し、近畿と東海の合計では2003年の1,485万人から141万人の増加にとどまっている。一方、定期外利用者は、足元では訪日外国人数の増加を背景に伸びている。とりわけ格安航空会社の国際就航

便数が多く、外国人入国者数が急増した関西国際空港がある近畿圏の民鉄の定期外利用者数に対する押し上げ効果は大きい。

図表 3. 東日本の大手民間鉄道会社  
輸送人員の推移

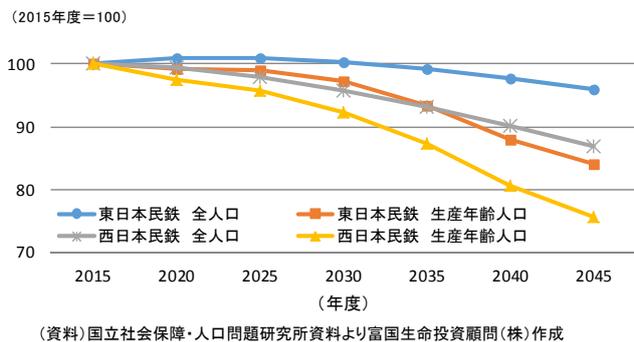


図表 4. 西日本の大手民間鉄道会社  
輸送人員の推移



将来の輸送人員に影響を与える要因としては、沿線人口の動向が重要となる。ここでは、各鉄道会社の全ての駅の所在地である市区町村の人口合計を沿線人口とし、2045年までの将来人口推計を使って、各社沿線の全体人口および生産年齢人口の推移を予測してみた(図表 5)。少子高齢化による長期的な人口減少が避けられないなか、鉄道利用者の主体と考えられる生産年齢人口の落ち込み度合いは特に西日本の民鉄で大きく、輸送人員の減少による運輸収入の落ち込みが懸念される。このような状況下、鉄道各社は沿線人口の減少をなるべく食い止めるべく、沿線開発に取り組んで沿線の価値、魅力度を向上させる努力が必須となる。最近各社が導入を進めている朝晩の通勤時間帯の有料座席指定サービスも、今後運行本数を増やすなど取り組み度合いによっては、運輸収入への影響も少なくないだろう。

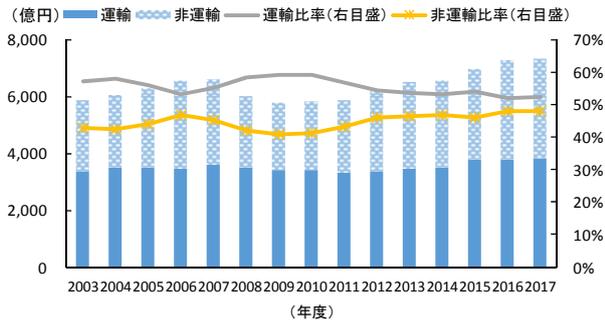
図表 5. 沿線人口の推移予測



## 2. 運輸事業と非運輸事業の比率

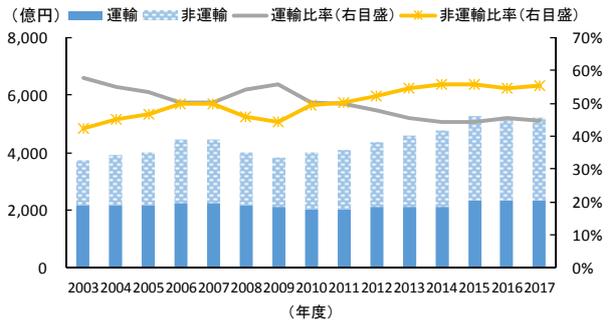
鉄道会社の主体となる運輸事業と、不動産、流通、ホテル等それ以外の事業のキャッシュフローの動向を、事業ごとの数値がわかる EBITDA (償却前営業利益) の推移でみてみる(図表 6、7)。金額ベースでは、東日本、西日本の民鉄それぞれの運輸、非運輸事業ともに順調に伸びている。内訳をみると、東日本の民鉄で 2003 年度に 57% を占めていた運輸事業の比率は、徐々に下がってはいるものの足元でも半分以上 (52%) を占めている一方、西日本の民鉄の運輸事業の比率は、2003 年度は東日本の民鉄と同程度 (58%) だったが、その後は非運輸事業の比率が大きく高まって足元 55% と、運輸事業の比率と逆転している。また、この 15 年間の設備投資の総額を同じく運輸事業、非運輸事業別で集計すると、東日本の民鉄の運輸事業への投資総額が 55% であるのに対して、西日本の民鉄の運輸事業への投資総額は 41% と、投資は主に非運輸事業に向けられていたことがわかる。輸送人員が堅調に推移する東日本の民鉄に対して、足元の伸びも緩やかで今後の落ち込みも大きいと予想される西日本の民鉄では、稼いだお金をより運輸以外の事業に投資して収益を求めている構図となっている。

図表 6. 東日本の大手民間鉄道会社  
EBITDAの推移



(資料) 各社資料より富国生命投資顧問(株)作成

図表 7. 西日本の大手民間鉄道会社  
EBITDAの推移



(資料) 各社資料より富国生命投資顧問(株)作成

### 3. 財務の状況

2003年度～2017年度の15年間で東日本の民鉄8社のフリーキャッシュフロー(FCF)総額は約2兆300億円、西日本の民鉄6社では約1兆8,200億円となる。このFCFの主な使い道をみると、東日本の民鉄ではこの15年間で有利子負債が総額約1兆3,100億円(FCFの65%)削減され、配当金および自社株買いで総額約6,100億円(同30%)が支払われた。西日本の民鉄では、有利子負債の削減が約1兆2,500億円(同69%)、配当金・自社株買いが約4,200億円(同23%)と、比率で見ると大きな違いはない。西日本の民鉄のほうが若干有利子負債削減の比重を高くしている程度である。ところが、2008年度以降の10年間でみると大きな差が出る。この間のFCF累計額は東日本の民鉄が約9,100億円、西日本の民鉄が約1兆1,900億円であるが、有利子負債の削減は東日本の民鉄がFCFの35%まで低下するのに対し、西日本の民鉄は65%とほぼ同じ水準を維持している。また、配当金・自社株買いは、西日本の民鉄が27%とほぼ同じ水準であるのに対し、東日本の民鉄ではFCFの約半分まで引き上げられている。そもそも、営業キャッシュフローに対する投資キャッシュフローの割合は、東日本の民鉄では2003年度～2017年度の74%から、この10年間では83%まで引き上がっており、より投資に向けられている(西日本の民鉄では64%から67%と、それほど変わらない)。設備投資金額の1社平均も、この10年間で東日本の民鉄が約733億円から約815億円に11%増えたのに対し、西日本の民鉄では約580億円から約527億円まで9%減少した。

鉄道会社にとって、輸送人員は本業以外の事業も含めたグループ全体の顧客基盤であり、格付け会社もその動向を注視している。2008年から2009年頃まで輸送人員の減少傾向が止まらなかった西日本の民鉄(図表4)は、それ以降とりわけ財務改善を優先させたと考えられる。一方、輸送人員が堅調に伸びていた東日本の民鉄は、稼いだキャッシュフローを更なる投資や株主還元にあつらえたようだ。

このように、東日本、西日本それぞれを営業基盤とする民鉄は、エリアにおける経済状況や人口動態を背景とした輸送人員の違いによって、事業戦略や財務戦略が影響される傾向にあるようだ。東日本の民鉄と比べ相対的に格付けが劣化する西日本の民鉄は、輸送人員は2010年前後を底に伸びてきている。これまでの財務改善が評価され、沿線開発やインバウンドの取り込みなど輸送人員の増強を進めることができれば、ポジティブな格付けアクションも期待できるだろう。

(富国生命投資顧問(株) クレジットアナリスト 柏原 健)