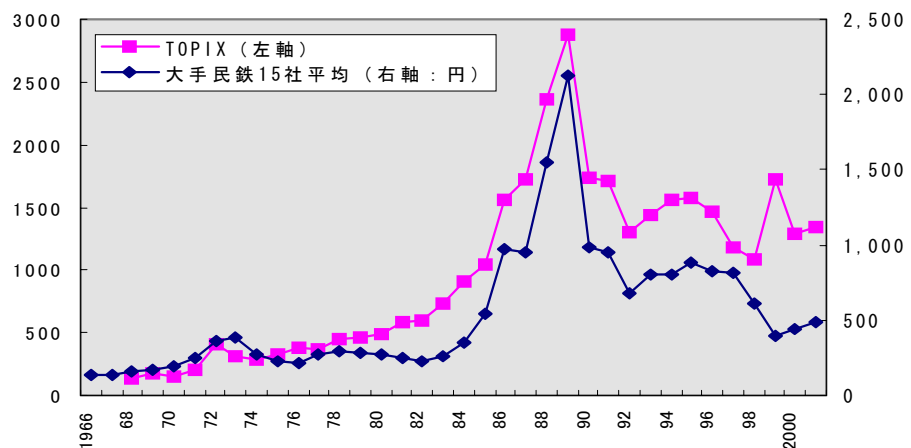


2. 鉄道グループ経営における環境変化

鉄道グループ経営は堅調な拡大プロセスを経験したが、バブルの崩壊を契機に、曲がり角を迎えたと考えられている。最近の論調では、鉄道グループ経営の低迷の要因を単に「行き過ぎた投資」に求めたり、鉄道グループ経営の評価が低迷している原因をコングロマリットディスカウント³³による過小評価とする指摘がなされている。もちろん、それもひとつの要因ではあるが、余りに短絡的な議論となっていると考えられる。本章では、鉄道グループ経営に低迷をもたらした環境の変化を各々整理することにより、鉄道グループ経営の現状と課題を明らかにしたい。

【図表2-1】大手民鉄の株価推移



(出所) 日本興業銀行産業調査部作成

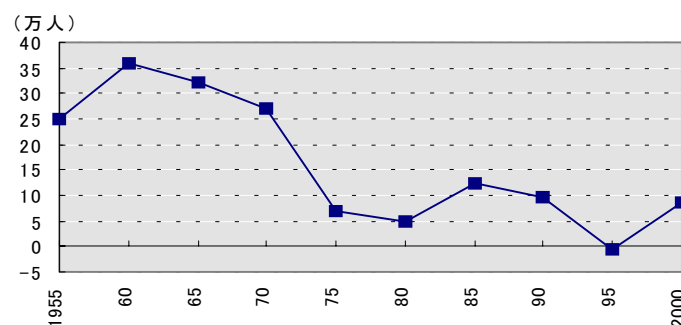
(1) 鉄道事業を取り巻く環境変化

①人の動きの変化が鉄道経営にもたらす影響

我が国の人口は、1970年代までは概ね1%の伸びを示していたが、80年代からは0%台の伸びに鈍化している。また、大手民鉄の直接の市場である都市圏人口も同様の傾向にある。首都圏では1970年代前半までは2%を超える伸びを見せていたが、70年代後半より鈍化し(1%台の伸び)、90年代に入って0.5%台にまで低下した。

人口の伸び鈍化

【図表2-2】首都圏(東京・神奈川・埼玉・千葉)への他都道府県からの転入超過数



(注) 各都県毎の転出入者数の単純合計

(出所) 総務庁統計局「住民基本台帳人口移動報告年報」より日本興業銀行産業調査部作成

³³ 複数混在する事業のうち、規模格差等によって埋没してくる事業が出てくる等の理由により、コングロマリット(多角的複合企業体)型企業価値が、各事業の個別評価による事業価値の合計を下回ってしまうこと。投資家が分散投資を行うことでリスク管理が出来る以上、事業会社自身が投資家のためにリスク管理を行う必要はなく、事業者はピュアプレイに徹するべきとの考え方。複数の投資の組み合わせはファンドマネージャーあるいは投資家自身が担うべきとの考え方がその背景にあるものと考えられる。

我が国全体と首都圏の差異については、首都圏への転入増加の寄与が認められるが、特に足許は、東京都内への転入の動きが顕著であり、東京都に限っていえば 1996 年までは 10 年連続でマイナス（転出の方が多い）で推移していたのが、1997 年より一転プラスとなり、転入量も増加の傾向にある。こうした「都心回帰」の背景には、バブル崩壊により不動産価格が低下していることに加えて、サービス型社会への転換に伴う構造変化があるものと考えられる³⁴。

鉄道事業者は、乗降客数そのものの成長が鈍化していること、さらに近年では都心回帰の動きが窺われることが乗車距離の短縮に繋がることも視野に入れておくと共に、こうした人口動態の変化は、発展期において鉄道収益の伸びを支えた需要の伸びが今後は期待し難いということを、事業の前提として認識しておきたい。

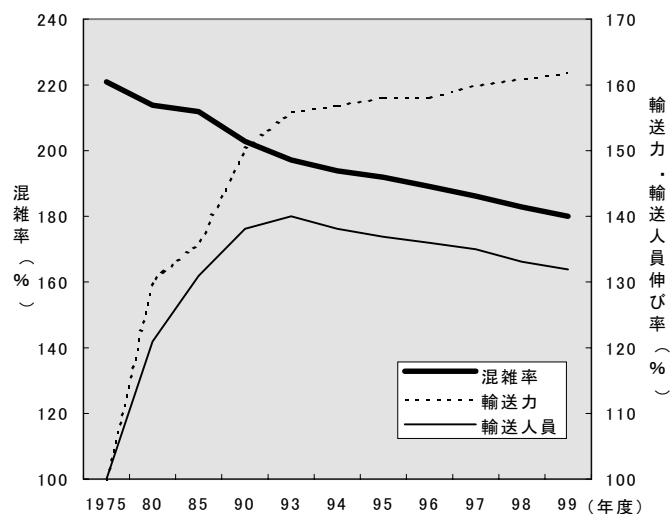
混雑率緩和への対応

また、鉄道事業を取り巻く環境変化のひとつとして、混雑率³⁵の緩和を目指した政策の存在も見逃すことは出来ない。

政府は混雑率緩和を積極的に推進

豊かな社会を実現せんとする世論を背景に、1992（平成 4）年、運輸政策審議会第 13 号答申においては、「大都市圏鉄道では、長期的にはラッシュ時の主要区間の平均混雑率を全体として 150%程度にすること。但し、東京圏の場合は、今後概ね 10 年程度で同 180%程度にすること。」とされた。2000 年に出された 19 号答申では、さらに同趣旨が進み、従来主要区間を対象としていたものを「全ての区間」について混雑率の緩和を目指すものとされている。政府は、こうした答申に併せて、特定都市鉄道整備促進特別措置法（1994 年一部改正により制度拡充）により、当該地域における大規模な輸送力増強に係る複々線化等の工事費用を、予め、運賃に上乗せすることを制度として可能にすると共に、非課税の準備金としての積み立て（特定都市鉄道整備準備金及び積立金）を認める等の手当てを行っている。

【図表2-3】首都圏における混雑率推移



(注) 1. 混雑率・輸送力・輸送人員は主要31路線の平均
2. 輸送力、輸送人員は1975年度を100とした指数

(出所) 運輸省(現国土交通省)鉄道局監修『数字で見る鉄道2001』（財）運輸政策研究機構

鉄道会社各社も、これに呼応して、次頁の図表 2-4 の通り、輸送力を増強する計画である（一部は実施済）。こうした投資には、公共サービスとしての使命はもちろんのこと、乗客のアメニティ向上が中長期的な路線へのロイヤリティを定着させ

³⁴ 17 頁、図表 1-13「我が国の人口、首都圏人口、関東大手民鉄輸送人員の伸び率の推移」も併せて参照のこと。サービス型社会への構造変化については、次項：関連事業の環境変化を参照されたい。

³⁵ 国土交通省によれば、混雑率は「輸送人員÷輸送力×100%」で算出される。混雑率 100%が「定員乗車（座席着席及吊革かドア付近の柱につかまりゆったり乗車できる）」、150%は「肩が触れ合う程度で新聞が楽に読める」、180%は「身体は触れ合うが新聞は読める」、200%は「身体が触れ合い相当圧迫感があるが、週刊誌程度なら何とか読める」、250%では「電車が揺れる度に身体が斜めになっても身動きが出来ず、手も動かせない」との状態が目安。

混雑率緩和対応は一義的には資産効率を低下する投資

混雑率緩和のための京王の対応

ていくこと、スピード化に伴う新たな外部効果が見込めること、といった効果がある程度は期待できよう。しかしながら、混雑率を緩和する投資は、例え、政策によって工事費の一部を運賃に上乗せすることが可能となったとしても、現下の経済状況やJRとの競争状態を踏まえれば、値上げが自社の競争力を減ずることが明らかであり、また、財務分析の見地からすれば、直接の売上増を喚起することが期待できない以上、資産回転率が低下する投資として位置付けられることを、各社共認識しておくべきであろう。また、近年の高齢化社会の進展や障害者が健常者と同じように社会生活を営むことの出来る社会を形成するために交通バリアフリー法（高齢者、身体障害者等の公共交通機関を利用した移動の円滑化の促進に関する法律、2000年5月成立、同年11月施行）が成立した。鉄道会社としては、公共サービスの担い手としてこうした社会的要請を踏まえ「誰もがより使いやすい」交通機関になっていくとの考え方に立つバリアフリー対応を進めていくことは当然のことではあるが、これも、企業である鉄道会社にとっては混雑化対応と同じ性格の投資として位置付けられよう。

こうした点で、京王が、混雑率緩和対策として、自らの輸送状況を正確に把握した上で、複々線化等の大工事によらず、「列車の長編成化」によって対応、さらに同事業完了後に工事費に充当すべく運賃に上乗せしてきた分とこれまでの積立金の取り崩しにより、JRを含む鉄道大手としては戦後初とされる運賃値下げを実施したことは、自らの置かれた環境変化を認識し、戦略の転換を率先して図った点で、極めて評価されるべきものと考えられる。

【図表2-4】特定都市鉄道整備事業計画

(1) (1987年12月28日認定 1995年3月20日一部変更、1997年11月14日一部変更)										
事業者	特定都市鉄道工事名	竣工 年度	工事費 (億円)	輸送改善目標（朝方ラッシュ時）						
				混雑率の緩和			所要時間の短縮			
				区間	認定時	竣工後	区間	種別	認定時	竣工後
東 武	伊勢崎線竹ノ塚～北越谷間 複々線化工事及び北千住駅改良工事	1997	840	伊勢崎線 小菅→北千住	184%	(207%) 161%	伊勢崎線 越谷→北千住	準急	25分	18分
								普通	32分	29分
西 武	池袋線桜台（新桜台）～石神井公園間 複々線化工事	2001	925	池袋線 椎名町→池袋	208%	(214%) 151%	池袋線 所沢→池袋	急行	33分	29分
								普通	46分	42分
京 王	京王線長編成化工事	1997	303	京王線 下高井戸→明大前	189%	(196%) 176%	京王線 京王八王子→新宿	急行	67分	64分
	井の頭線車両大型化工事	1997	329 計 632	井の頭線 神泉→渋谷	181%	(182%) 166%	—	普通	—	—
							急行	—	—	
							普通	—	—	
小田急	小田急線東北沢～和泉多摩川間	2004	2,563	小田原線 世田谷代田→下北沢	208%	(227%) 166%	小田原線 向ヶ丘遊園→新宿	急行	33分	21分
								普通	40分	34分
東 急	目黒線目黒～多摩川間改良工事及び 東横線多摩川～日吉間複々線化工事	1997	2,108	東横線 祐天寺→中目黒	195%	(223%) 162%	東横線 日吉→渋谷	急行	24分	22分
								普通	28分	26分
				目黒線 不動前→目黒	171%	(177%) 161%	東横線／目黒線 日吉→目黒	急行	26分	17分
								普通	28分	22分

(注) 1. 混雑率の緩和及び所要時間の短縮欄の認定時は1986年度実績を示す。
2. 混雑率の緩和「竣工後」欄の（ ）内は工事を実施しない場合を示す。

(Ⅱ) (1995年3月20日認定、1997年11月14日一部変更)										
事業者	特定都市鉄道工事名	竣工 年度	工事費 (億円)	輸送改善目標（朝方ラッシュ時）						
				混雑率の緩和			所要時間の短縮			
				区間	認定時	竣工後	区間	種別	認定時	竣工後
東 武	伊勢崎線 11 号線直通化工事	2004	1,017	伊勢崎線 小菅→北千住	195%	(174%) 158%	—	—	—	—
	野田線複線化工事	2004	535	野田線 北大宮→大宮	169%	(208%) 161%	野田線 春日部→大宮	普通	26 分	24 分
				野田線 豊四季→柏	177%	(210%) 168%	野田線 柏→船橋	普通	36 分	33 分
				野田線 新船橋→船橋	150%	(189%) 148%				
				東上線輸送力増強工事	2004	409 計 1,961	東上線 北池袋→池袋	170%	(188%) 164%	東上線 成増→池袋
				東上線 朝霞→和光市	170%	(207%) 162%				
東 急	大井町線大岡山～二子玉川間改良工事 及び田園都市線二子玉川～溝の口間 複々線化工事	2004	1,390	田園都市線 池尻大橋→渋谷	194%	(200%) 179%	田園都市線／大井 町線 溝の口→大岡山	急行	21 分	12 分
							普通	22 分	16 分	

(注) 1. 混雑率の緩和及び所要時間の短縮欄の認定時は1993年度実績を示す。
2. 混雑率の緩和「竣工後」欄の（ ）内は工事を実施しない場合を示す。

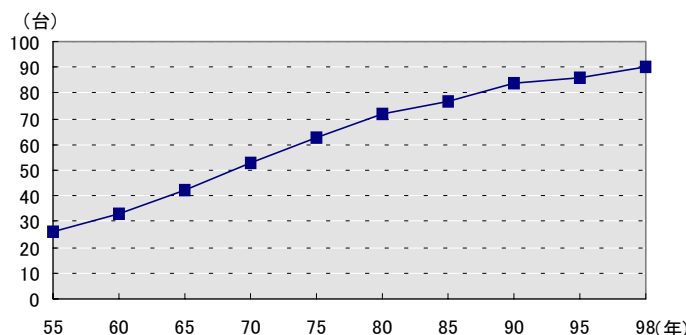
(出所) 運輸省(現国土交通省)鉄道局監修『数字で見る鉄道2000』（財）運輸政策研究機構より抜粋

②競争状況の変化

都市鉄道ではモータリゼーションの影響は軽微

高度成長期の一つの特徴として、モータリゼーションの進展が挙げられる。但し、モータリゼーションの進展そのものは、大手民鉄の直接の市場である大都市圏に限って考えれば、ショッピングやレジャー等の目的利用である非定期収入については、競合先のひとつと認識されようが、鉄道事業収入の核と位置付けられる定期収入にとっては、その競合先とは考え難いであろう。

【図表2-5】自動車保有台数（乗用車のみ、1000人あたり、年末値）



（出所）日刊自動車新聞『自動車産業ハンドブック（2001年版）』より日本興業銀行産業調査部作成

JRはコスト競争力と差別化戦略を有する強力な競争相手

大手民鉄にとって、もっとも存在感の大きい競争相手は国鉄から民営化したJRである³⁶。JRの発足は1987（昭和62）年であるが、以来、人件費の削減を積極的に進めてきたことに加え、民営化移行時からの従業員構成の歪みの改善もあって、今後さらに人件費が圧縮されることが見込まれている。こうしたこともあり、JR各社は民営化以来税制改正以外での運賃値上げを実施していないが、今後も当分の間、運賃値上げを前提としない経営方針を打ち出している。

また、JRの保有する鉄道事業本来の競争力、すなわち、線路を複数線あるいはそれ以上に保有することによる供給力、それに伴うスピードアップ³⁷、自前の技術開発陣も重要な要因である。JRはこうした技術を背景とした鉄道事業本来の差別化戦略にも積極的に取り組んでいる。

③基本戦略転換の必要性

コスト戦略への転換

こうした大手民鉄を取り巻く環境及び競争状態の変化は、大手民鉄に鉄道事業における基本戦略の転換の必要を迫っている。

鉄道事業の収益が、運賃と需要により成り立つことは既に述べた通りだが、その一翼を成す運賃は、経済環境と競合相手であるJRの方針を踏まえれば、総括原価主義に基づく改定制度があるといっても、安易に値上げを実施することは、自社の競争力そのものを減ずることになりかねない。また、需要は、人口動態が示す通り、数そのものの伸びが見込み難いばかりか短距離化の傾向も窺われる。結果として、鉄道事業の収入の伸びを期待することは相当に困難であると言わざるを得ない。一方、費用を決定する運行体制（輸送力）は、需要の鈍化にもかかわらず、混雑化対応等のコスト増加圧力がかかっている現状にある。

自社の輸送動向を見極め、運行体制を定めることがより重要に

こうした環境を踏まえ、鉄道会社としては、自社の輸送動向を中長期的に正確に見極めた上で、公共サービスとしての位置付けも含め、運行体制（輸送力）を定めることがより重要である。

コスト削減の具体的取り組み

コスト戦略の具体策としては、例えば、機械化による人件費の削減が挙げられる。これまで行われてきた自動改札機の導入は、先進的なイメージを顧客に提供すると観点から見れば差別化戦略のひとつと位置付けられるが、実態としては、コスト

³⁶ 本稿では、大手民鉄と競合するJR東日本、東海、西日本の本州3社を念頭に記述を進める。

³⁷ 特にラッシュ時のスピードアップ（時間短縮）には、列車間隔を短縮することが出来る複数線化の効用は極めて大きいものと考えられる。

戦略と認識すべきであろう。また、近時、一部電鉄会社で導入が予定されている非接触型ＩＣカードによる定期券やプリペイドカードの導入は、特に流通小売等の関連事業も含めた差別化戦略のひとつとして認識されているが、これも、「非接触」になることによる機械メンテナンスコストの削減を相当に念頭に置いたものであると考えられる。

コスト競争力をいかに保持するか

例えば、共同発注や規格統一によるコスト削減の可能性

また、運賃改定制度の本質を踏まえれば、収益力を向上させるにはコスト競争力を保有することが必要となろう。鉄道会社としては、よりコスト競争力を保持すべく経営資源を集中するべきと考えられる。鉄道事業の性格上、安全や正確さを犠牲にすることがあってはならないが、不要と考えられる仕様の見直し、メンテナンスプロセスの見直し、さらには、例えば大手民鉄による車輛等設備の共同発注や規格の統一による規模のメリットを追求したコスト削減等、他の産業における事例を参考にすれば、コスト戦略への取組みの可能性はまだまだあるものと思われる。

人口の伸びが顕著であった時代の運賃政策は、物価上昇を如何に織り込み収益を確保するかに注力する一方で、鉄道経営は需要喚起をいかに実現するかに主眼を置き、グループ経営をあげて取組みを行ってきた。鉄道を取り巻く足許の構造変化は、環境、制度、競合を踏まえた時に、こうした従来型の需要喚起戦略から、コスト戦略という従来とは全く異なる戦略に舵をきることを促している。

（２）関連事業における環境変化

①バブルの崩壊の意味するもの

消費者が永続的な経済成長を疑わなかったバブル期以前

高度成長を実現した中央集権型意思決定プロセス（1940年体制）

供給サイド主体の市場

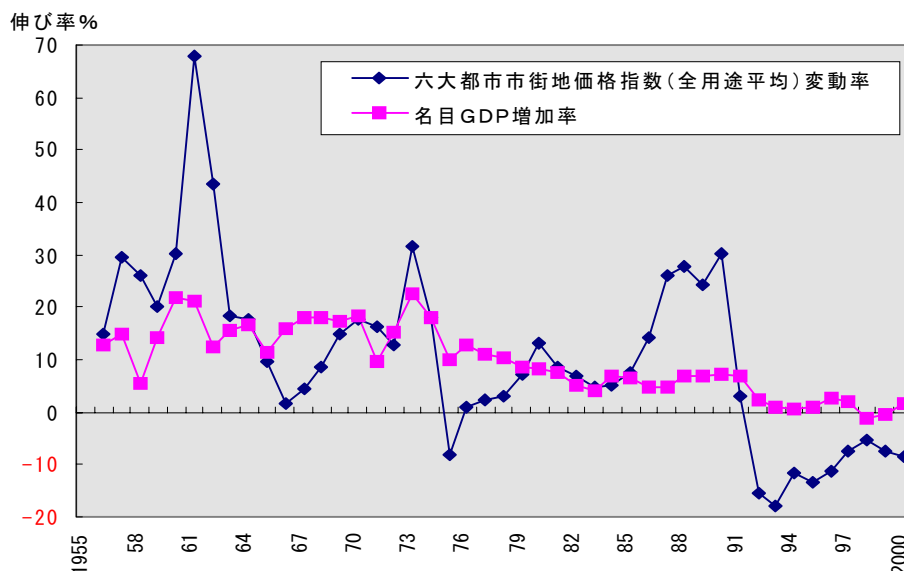
高度成長を支えた「規模志向」、「土地神話」、「横並び主義」

消費者の成熟化と供給要因による価格競争の激化

鉄道グループ経営が発展、拡大した時期は高度成長期とこれに続くバブル期に重なる。これは、鉄道の敷設・延伸による拡大プロセスに重複していることはもちろんのこと、鉄道グループ経営の顧客である「消費者」が永続的な経済成長を疑うことのない時期であった。我が国の戦後は、先進国である欧米諸国、特に米国に経済分野で追いつき、追い越すことを国家全体の目標とし、国民はそれに邁進した。もちろん、日本人の勤勉さ、集中力、それに加えて先人達の努力がこれを実現したことは言うまでもないことだが、その実現のための体制として、東西冷戦構造下にあったことも手伝って、政権交代の無い中央集権型意思決定プロセスのもとで「規格大量生産社会」が形作られていたことは認識しておきたい³⁸。これらの結果として、低い失業率、広く高い教育水準、特別な金持ちもいなければ行き倒れる人もいなくて大半が同じような所得層になる「総中流社会」が形成された。一方、こうした社会を、供給サイドの企業と需要サイドの消費者の「市場」として見直してみれば、技術進歩による新しい商品の継続的提供による「供給サイド主体の市場」であったと認識される。このような社会・市場において、国民は企業の一員でありまた消費者であるわけだが、①経済成長を前提とした「規模志向」、②さらに国土制約を背景にした「土地神話」信仰、③志向・価値基準の「横並び主義」化が進展し、個々人は画一化した成功体験あるいは成功シナリオを共有した。

この後、我が国は、内需拡大、金融緩和に伴う資産バブル期を経るが、時期を併せて、消費者の志向は大きく変化したものと考えられる。すなわち、供給サイドから技術進歩を明示した継続的な商品提供がなされなくなったことや、媒体の普及に伴い（近時のインターネット普及を含む）消費者が情報を保有するようになったことによる「成熟化要因」に加え、小売店舗の増加に伴う業態間競争による「供給要因」により、従来は差別化されていた市場が、急激に価格競争に転ずることとなった。

【図表2-6】地価変動率（六大都市市街地）と国内総生産（名目）増加率



（出所）財団法人日本不動産研究所『市街地価格指数』及び経済企画庁（現内閣府）『国民経済計算年報』より日本興業銀行産業調査部作成

³⁸ こうした戦後の経済体制を、野口悠紀雄氏（現青山学院大学教授）は「官僚主導」と「間接金融中心の企業金融」及び「日本型企业（労働組合を含む）」等をもって「1940年体制（国家総動員法に代表される戦時体制の戦後への継続的適用）」であると説明している。野口悠紀雄著『1940年体制』東洋経済新報社（1995年）を参照されたい。

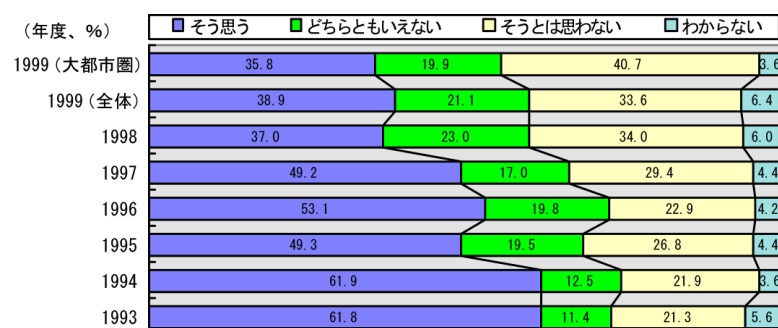
バブル崩壊を契機に従来の価値観は根底から覆ることに

こうした経緯を経た後のバブル崩壊を契機に、不動産、株式等の資産価格が下落したことに止まらず、その後のグローバルな市場経済ルールの徹底、サービス型社会への転換（モノからサービスへの転換）等による経済構造の変化もあって、年功序列賃金体系の崩壊、終身雇用の転換等に伴う給与所得の将来期待値が不透明になったこと、不動産価格が低下することによる資産保有のリスクを初めて体験したこと等により、消費者個々人が抱いていた従来の「規模志向」「土地神話」「横並び主義」といった価値観は根底からひっくり返された。

さらには間接的とは考えられるが、東西冷戦構造の崩壊によって共同体としての方向性が見え難くなったことに伴って、官僚主導体制を含む意思決定プロセスが揺らいだことが、消費者心理にネガティブな影響をもたらしたことも念頭に置いておきたい。

結果として、各々の消費者は自らの成功体験、成功シナリオが不透明になる中で、将来の所得に対する不安、資産を保有することに対するリスク認識の強まりから、資産の購入を含めた消費そのものを厳しく見直すことになった。

【図表2-7】消費者志向の変化：土地は預貯金や株式と比べて有利な資産か



(注)
大都市圏とは、
東京圏、大阪圏、
名古屋圏のこと

(出所) 国土庁（現国土交通省）『土地白書 平成12年版（土地問題に関する国民の意識調査）』

②不動産事業における環境変化

消費者の変化を捉え、従来のやり方を大幅に見直す必要

不動産事業においては、消費者が生涯所得の低下リスクと資産を保有することに対するリスクを初めて認識したために、従来の販売手法を大きく見直す必要に迫られたことは言うまでもない。加えて、価値観の多様化も念頭に置いておきたい。

バブル崩壊の影響は所得不安や価格下落に伴うものばかりではない。これまで述べてきた通り、都市圏人口の伸びが緩やかになってきたことや消費者の志向の転換を不動産業態に対する影響として捉えておく必要がある。言い換えれば、それは工業化社会からサービス化社会への転換に伴う変化を認識することに他ならない。

サービス化社会への転換・情報技術の進展が不動産事業に与える影響は何か

田園都市のコンセプトに見られるように、工業化社会の進展プロセスにおいては、環境等の要請から職場（工場）と居住地は離れていることがより重要なことであったものと考えられるが、近年になり、消費者がモノばかりではなくサービスを求めるようになるサービス化社会への転換、あるいは情報技術の進展や経済のグローバル化等により労働環境が大きく変化しているものと考えられる。例えば、パソコン1台で事業が興せるようになったり、家庭で仕事が出来ようになったりすることにより、職場と居住地の垣根は際めて低くなってきているものと考えられよう。

都市の魅力が増すのか
郊外の魅力が増すのか

そうした流れは、ライフスタイルの転換を促し、二つの全く正反対の流れを生むものと考えられる。一つには、郊外の魅力が相対的に増していくこと、二つには反対に都市の魅力が増していくことが考えられる。前者は都市で仕事を必要となくなることによるものであり、後者は工場の減少等で都市の環境が相対的に改善することによるものである。現実を見ると、都心回帰の流れが観察されることから、後者の流れが強まっている模様である。これには、都心の不動産価格の下落が要因として挙げられているが、むしろそうした価格要因よりも、我が国の郊外住宅地の開発の進捗に伴い、本来、郊外の魅力であるはずの「自然」「環境」やそこから生

郊外の本来の魅力は何かを改めて見直す必要

まれる時間的・空間的「余裕」といった要素が都市と大差無い水準になってしまったことが指摘されるのではないだろうか。結果として、田園都市であるべき我が国の「郊外」が都市と比較して、その魅力が相対的に減ってしまったものと思われる。そもそも、田園都市という発想は、工業化社会の進展のもとで生まれた考え方であることを認識した上で、田園都市を不動産開発の方法論ではなく、本来の先駆者が目指した理念を再認識し、現在の環境に対応した新しい価値を見出さねばならない時期が到来しているものと考えられる。

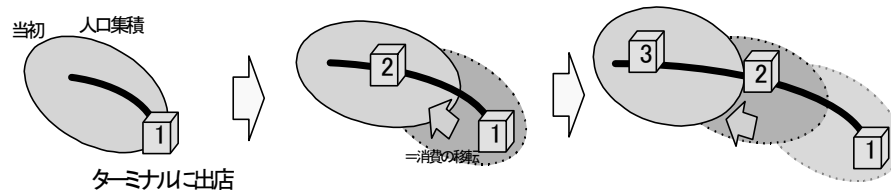
③流通小売事業における環境変化

鉄道延伸と百貨店の出店は立地メリットを取るプロセス

もう一方の鉄道グループ経営の核である流通小売事業の展開を百貨店出店プロセスを追うことで述べてみたい。

鉄道グループの百貨店は先ず、その鉄道のターミナル駅（始発駅）に出店した。これは鉄道グループの一つの象徴、イメージシンボルとしてそのブランド形成に寄与し、グループ経営の求心力の一つともなった。グループ事業戦略としての側面から整理すれば、沿線住民のターミナル駅への移動を促すと共に、当初段階においては、まさに消費地の中心に百貨店を出店したのと考えられる（図表 2-8、店舗 1）。その後、鉄道延伸に伴う上流から中流への「消費中心地の移動」が見られ、それを追って、百貨店は中流に出店した（同、店舗 2）。さらに、同じ経緯を辿り、鉄道を延伸、これに併せて下流に出店をしていく過程を経たものと考えられる（同、店舗 3）。すなわち、こうした過程は消費の中心地を追いかけた出店であり、鉄道延伸に伴う外部効果、特に流通小売事業の不動産特性である立地メリットをグループとして確保せんとしたのと考えられる。

【図表2-8】鉄道延伸と百貨店の出店展開（イメージ）



（出所）日本興業銀行産業調査部作成

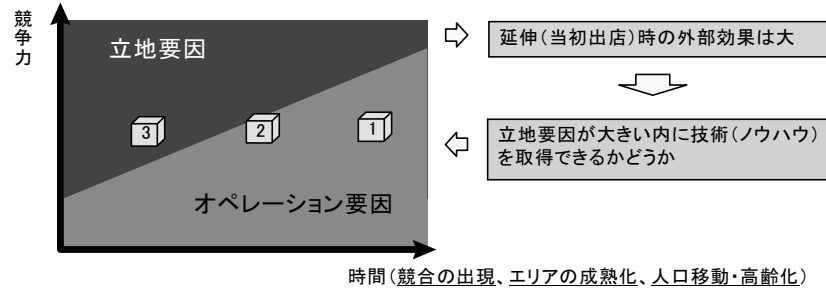
流通小売事業の競争力立地要因とオペレーション要因

百貨店にせよスーパーマーケットにせよ流通小売事業における競争力の源泉には二つの要因があるものと考えられる。一つには、流通小売事業の不動産特性である「立地要因」である。二つめには、消費者の志向にあった商品を仕入、提供をするであるとか、在庫のあり方、店舗内の売り場の配置、商品の見せ方、販売時や購入後のサポート等のサービスのあり方等に代表される「オペレーション要因」である（マーチャンダイジング要因とも言い換えられる）。

時間経過による競争力の源泉の変化

店舗出店を伴う流通小売事業においては、地域的な意味での新しい市場を認識し、そこに店舗を出店、顧客を獲得していく過程を辿っている。鉄道グループ経営においては、「新しい市場を鉄道の延伸・敷設、不動産開発分譲によって創出し、そこに流通小売店舗を出店する」とのパッケージをもって事業展開したものといえる。こうした新しい市場においては、競合があまり存在しないが、その後の時間の経過に伴い、図表 2-9 に見られる通り、人口移動、消費者の高齢化に加えて、消費者の成熟化が進むこと、さらには、競合他社の進出によって、その競争力の源泉は、不動産特性である立地要因から流通小売事業本来のオペレーション要因に移行していくものと考えられる。鉄道グループにおいては、立地要因による競争力を保持している間に、いかにオペレーション要因による競争力を保持するかが大きな課題であると考えられる。そうした意味で、例えば、東急グループにおける東急ハンズのような新しいカテゴリーの創出は、沿線以外の地域における競争力から考えてもオペレーション要因による競争力を創出した事例として挙げられよう。

【図表2-9】流通小売事業における競争力の源泉（イメージ図、図表2-8を参照のこと）

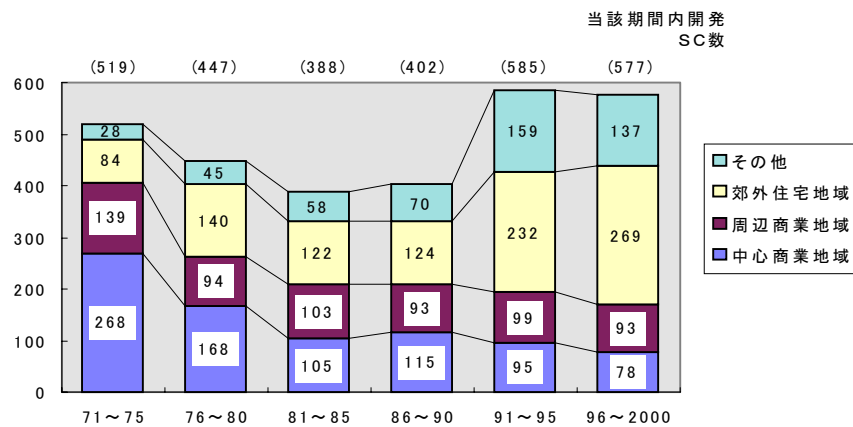


（出所）日本興業銀行産業調査部作成

競合の出現と規制緩和の影響

競合の出現については、モータリゼーションの間接的な影響が挙げられよう。鉄道グループが、鉄道延伸や不動産開発分譲に併せて、駅前のスーパーマーケットを積極的に出店したのに対し（70年代の動き）、ダイエー等の大手スーパーは自動車によるアクセスが容易で駐車場を設置することが出来る広い敷地面積で大きな総合スーパーを積極的に出店した。加えて、バブル崩壊と時を同じくして、米国からの強い要請（日米構造問題協議）をきっかけに、1990年より大規模小売店舗法の改正によって、こうした店舗の出店規制が緩和された³⁹。この規制緩和により、積極的な新規出店が可能になり、特に相対的に不動産価格が低く出店コストの安い郊外住宅地域への出店が加速した。結果として、同業態における競争はますます加速し、鉄道グループ経営におけるスーパーマーケット業態の競争力は相対的に低下したものと考えられる。

【図表2-10】ショッピングセンターの開設地域の推移



（注）立地は都市等の行政区画割単位で分類し、次の通りとした。
 中心商業地域：対象SCの地域が高級買い回り品を指向する地域で市街地の中心。
 周辺商業地域：都市の周辺の商業地域であり、最寄品を指向する地域。
 郊外住宅地域：郊外における住宅密集地域、以下の団地・ニュータウンを含む。
 団地・ニュータウンとは、1つの単位として計画、施行された大規模住宅地をいい、その施行主体が公的機関か民間企業かを問わず、事業規模が50ha以上、計画人口が1万人以上のもの。
 その他：オフィス地域：商業地域ではあるが、事業所ビルが密集している地域。
 ウォーターフロント：都市化に伴う水辺開発の地域。
 その他町村：行政区画割単位の「郡」に指定されている地域で前記以外のもの。

（出所）日本興業銀行産業調査部作成

³⁹ 同法に代わって大規模小売店舗立地法が2000年6月より施行されている。大規模小売店舗法の緩和及び撤廃のプロセスについての詳細は、日本興業銀行産業調査部「21世紀に向けた我が国小売業界の業務革新－事業環境の変化に対する新たな戦略構築の必要性について－」『興銀調査288号 1999 No.3』（1999年）24頁外を参照されたい。

(3) 会計制度の変更

他方、企業活動における基本ルールである会計制度については、2000年3月期より、新しいルールが随時導入されている。この背景には、前述の通り、企業を取り巻く環境、特に間接金融主体から直接金融にシフトしてきた資金調達面での変化がある。株式や社債を保有する投資家の位置付けが大きく変化し、企業の情報開示のあり方についての見直しが必要とされていると同時に、資本市場の資金がグローバルに移動することによって、企業の情報開示については国際的に同一のもの、つまりグローバルスタンダードを強く意識する必要も併せて指摘されている。

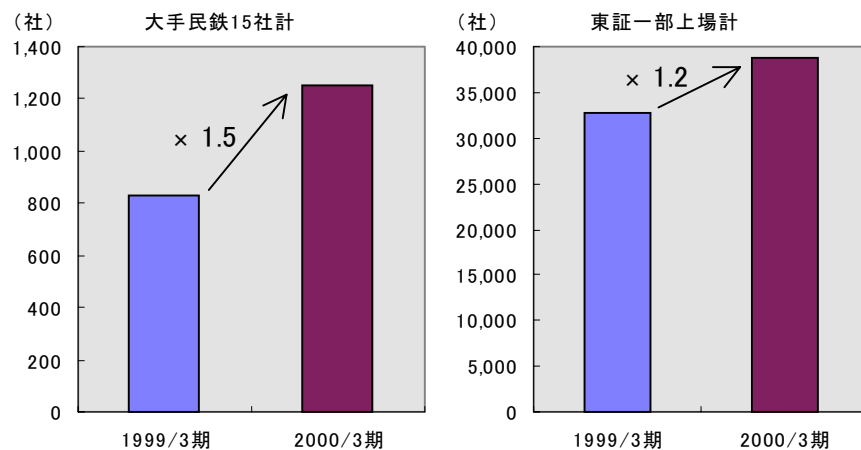
こうした中で会計制度の変更については鋭意検討が進められているが、大別すれば、①連結会計、②キャッシュフロー会計、③時価会計及び減損会計、④税効果会計、⑤退職給付会計に関するものであろう。キャッシュフロー重視への転換や退職給付制度の見直し等に代表される通り、何れのルール変更も、我が国の全ての産業に与える影響が極めて大きいことは改めて述べるまでもないことであるが、本項では、鉄道グループ経営における影響が特に大きいと考えられる「連結会計」と「時価会計及び減損会計」について触れておきたい。

①単体から連結への転換

連結に関するルールの変更は、2000年3月期からの、①連結重視への移行、②連結範囲の拡大が挙げられる。具体的には、①については、財務諸表等の情報開示が「連結」主体になったこと、②については、従来50%を超える株式を保有している子会社だけを連結対象とすればよかったのに対し、ルール変更後は、株式保有比率50%以下の会社でも、「実質的に」経営を支配している場合には重要性の判定をした上で連結対象となる、といった連結の対象範囲の基準変更による範囲拡大を指す。連結対象については「支配力基準による判定」、持分法適用会社については「影響力基準による判定」の2段階により判断がなされる⁴⁰。

一変した鉄道会社の
「連結」

【図表2-11】 連結決算対象基準変更による連結子会社数の変化
(左：大手民鉄15社、右：東証一部上場会社計)



(注) 東証一部上場計は、①決算期は4月～3月に決算月を迎えた企業すべて（含む金融）、
②但し、連結決算を発表している企業のみ。1999/3期：1,203社、2000/3期：1,326社。
(出所) 各社有価証券報告書及びSAMMIT PROデータをもとに日本興業銀行産業調査部作成

⁴⁰ 連結子会社の判定に関する「支配力基準」は、当該会社の自己の持株比率が40～50%のもので自己の役員・従業員（元も含む）が取締役会の過半を占める等の事由に該当するかどうかによる基準である。
持分法適用会社の判定に関する「影響力基準」は、自己の持株比率が15～20%であるか、自己と「緊密な者（関係状況から自己の意思と同一内容の議決権を行使をすると認められるもの）」「同意している者（契約等で自己の意思と同一内容の議決権の行使をすると認められるもの）」の所有分を合わせて20%以上を有している場合に、自己の役員・従業員（元も含む）が代表取締役、取締役等に就いていたり、重要な営業上の取引がある等に該当する場合に適用される。

損益調整オペレーションに関する影響

前頁の図表 2-11 の通り、この基準変更により、大手民鉄の連結決算は、連結対象子会社数が約 1.5 倍になる等その内容は一変したといえる。

また、鉄道グループ経営にとっては、連結対象会社の増加だけが大きな影響を及ぼしたのではない。つまりは、財務諸表等の情報開示が連結主体になったことにより、従来、単体決算を中心に損益調整をしてきたオペレーションのあり方そのものが見直される必要に迫られている。前章でも述べた通り、従来は単体の収益計上が情報開示上重視されていたので、土地等の保有不動産の売買により収益を計上するには、連結対象であっても別法人に売却すればそれが可能であったが、連結ベースで見れば、当該商取引は内部取引として相殺されてしまうため、連結ベースで収益を計上するには、連結対象外の主体に対して売却、即ちグループ外に「売り切る」必要が生じたことを意味する。従来通り、中長期的な計画に応じて分譲等によって外部に売却していくことは継続されるであろうが、鉄道グループ経営の発展プロセスにおけるインセンティブの一つであった損益調整に関するフレキシブルなオペレーションが機能しづらくなるとの一面はあろう。

②不動産に関わる会計基準の変更：固定資産の減損会計の導入も視野に

さらにもうひとつ大きな影響を及ぼすと考えられるのが、不動産に関わる会計基準の変更である。

販売用不動産の強制評価減

先ず最初のインパクトは 2001/3 期より開始された販売用不動産の強制評価減である⁴¹。2000 年 7 月 6 日に日本公認会計士協会より公表された「監査委員会報告第 69 号：販売用不動産等の強制評価減の要否の判断に関する監査上の取扱い」によれば、流動資産に計上している販売用不動産及び開発事業等支出金について、時価⁴²と比較して概ね 50%以上下落している場合に、著しい下落があるものと判断され、強制評価減の適用を受けるものとされている。同時に、こうした強制評価減を免れるために、従来は販売目的で保有していた不動産を、賃貸物件等として固定資産へ振り替えることについても、その変更理由に経済合理性があるかを検討する必要があるものとされている。また、計画途上にある不動産開発事業における開発計画についても、その実現可能性につき、監査人が検討することとされている。現時点では、明らかではないが、不動産事業を成長エンジンとしてきた鉄道グループ経営だけにその影響は極めて大きいことが想定されよう。

固定資産の減損会計のインパクトを認識しておく必要

次に予想される大きなインパクトは「固定資産に関する減損会計の導入」である。減損会計とは、企業会計審議会が 2000 年 6 月 23 日に提示した「固定資産の会計処理に関する論点整理」によれば、「収益性の低下により投資額を回収する見込みが立たなくなった帳簿価額を、一定の条件のもとで回収可能性を反映させるよう減額処理する会計処理」と定義され、従来、取得原価基準で帳簿価額に計上していた固定資産を、回収可能性を映じた「価値の下落」に応じて帳簿価額に反映させることを指す。これまで導入が決まっている販売用不動産や売買目的の有価証券（損益計算書への計上）、さらにはその他の有価証券（貸借対照表への計上）は即時換金する可能性があるため、時価会計を導入するものであり、時価評価は価値の変動による利益を測ることや決算日時点の価値を貸借対照表に表示あるいは計上することを目的とする一方、減損会計は、将来の損失を繰り延べるおそれを回避することを目的としており、その主旨は全く異なるものと考えられる。

各種報道によれば、2003/3 期より導入の可能性があるとされているが、具体的な内容も含めて、現在、企業会計審議会にて検討中である。減損会計の導入が、資産の継続的保有を前提とする我が国の従来の投資に対する考え方を一変させる可能性があることを認識しておきたい。

減損会計については、その導入の是非を含めて論点は多数あると考えられるが、

⁴¹ 正確には 2000 年 4 月 1 日以後開始する事業年度に係る監査から適用。

⁴² 販売可能見込額、鑑定評価額、公示価格・都道府県基準値価格・路線価・固定資産税評価額等からの比準額、取引事例比準額、収益還元価額等の方法による。同報告によれば、物件毎に最も適切と判断される時価を会社が選択出来るものとしている。

国際的な流れも認識しておく必要

上記企業会計審議会の「論点の整理」を参考に整理すれば、①減損をどのような時に認識するのか（減損の認識、減損の兆候）、②価値の下落を貸借対照表・損益計算書に反映させるにしてもどのようにして適正な価値を算出するのか、その測定基準は何か（減損の測定⁴³、将来キャッシュフローの見積り及び割引率）、③対象資産にオフバランスが認められているリース資産を含めるかどうか、複数の資産をどのように一体として認識するか、全社共用資産の減損（対象資産、資産のグルーピング）等が代表的な論点であろう。さらには、自社事業用不動産と投資用不動産の線引きをどうするかも検討する必要がある。また、臨時償却等の従来の類似の会計基準との関係を明らかにする必要も指摘されている。

減損会計については、海外では、国際会計基準委員会と米国の二つの基準が存在し、相互に異なる点も指摘されるが、現在の我が国の会計基準の見直しの背景を踏まえれば、我が国の置かれた状況に配慮するにしても、これらの基準の流れに沿ったものであることは充分理解されよう。

【図表2-12】減損会計に関する国際会計基準と米国基準の主な相違点

項目	国際会計基準 (IAS 第 36 号)	米国基準(SFAS 第 121 号)	
		継続使用する資産	処分予定の資産 (注1)
対象資産	全ての資産 (棚卸資産、工事契約から生じる資産、繰延税金資産、従業員給付から生じる資産、金融資産を除く)	長期性資産 識別可能無形資産これらに関連するのれん(注2) (金融商品、繰延税金資産などを除く)	長期性資産 識別可能無形資産
回収可能性を検討しなければならない資産	減損の兆候がある資産	減損の兆候がある資産	全ての処分予定の資産
減損の認識	回収可能価額が帳簿価額より低いとき	見積将来キャッシュ・フロー(割引前・支払利息控除前)が帳簿価額より低いとき	公正価値(売却費用控除後)が帳簿価額より低いとき
減損損失の測定	帳簿価額が回収可能価額を超える金額	帳簿価額が公正価値を超える金額	帳簿価額が公正価値(売却費用控除後)を超える金額
回収可能価額	資産の正味売却価格と使用価値(見積将来キャッシュ・フローの現在価値)のいずれか高い金額	—	
公正価値	—	活発な市場における公表市場価格に基づく価額。公表市場価格がない場合には最善の情報に基づいて見積る。見積りに当たっては、類似資産の価格及び評価技法の結果(見積将来キャッシュ・フローの現在価値など)を考慮する。	
減損損失の戻し入れ	一定の要件の下で戻し入れを行う。	不可	公正価値(売却費用控除後)の見積りが変更された場合に戻し入れが行われることがある。

(注1) APB 意見書第 30 号による事業セグメント処分損益の算定に係る資産を除く。

(注2) 減損した資産に関連しないのれんは APB 意見書第 17 号に基づき評価される。

(出所) 企業会計審議会「固定資産の会計処理に関する論点整理」(2000年6月23日公表)
(http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikai/top.htm)

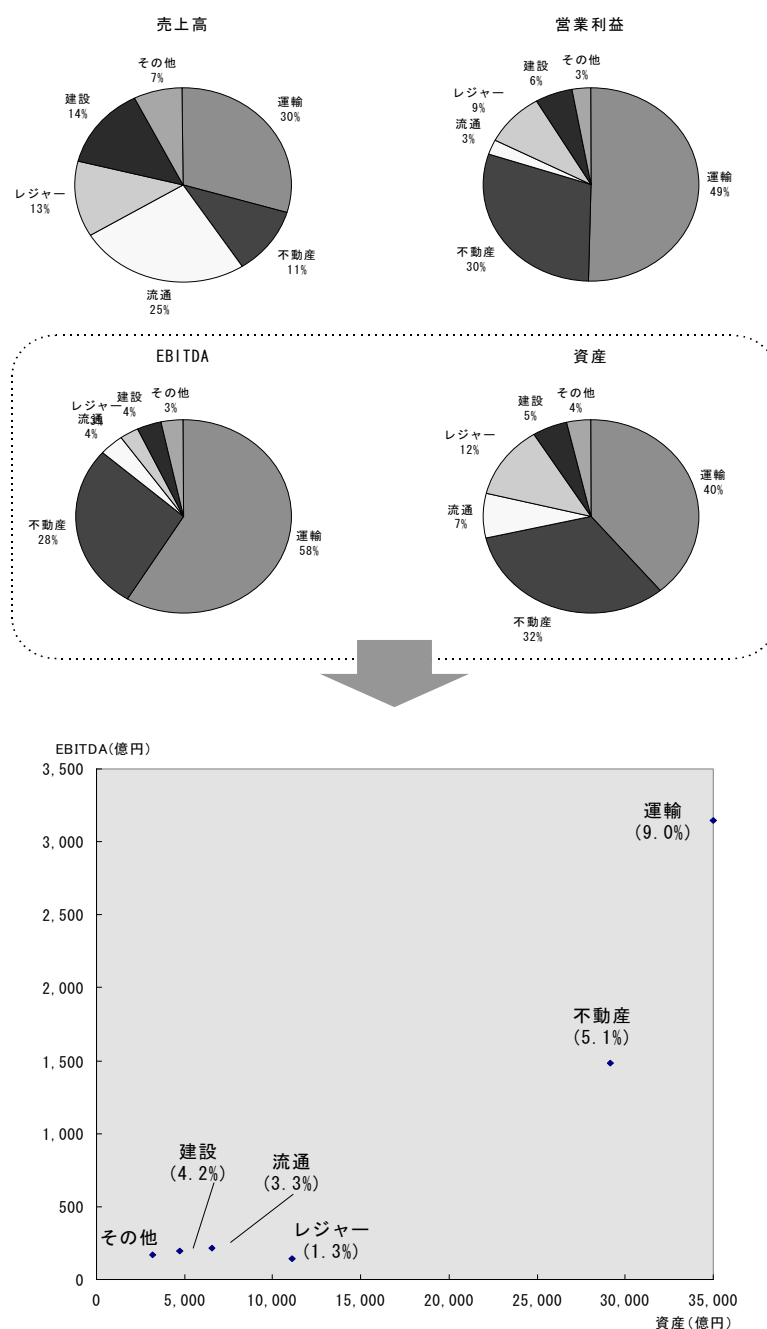
⁴³ 「論点の整理」によれば、価値が下落した資産の評価額には、公正価値(時価)、企業に固有の見積将来キャッシュ・フローの割引現在価値、見積将来キャッシュ・フローの総額、その他(例えば上記の条件付適用、混合適用)の類型があるとしている。

(4) 鉄道グループ経営が直面する課題

① 運輸セグメントに偏る収益構造：見出し難いグループ経営の意義

これまで述べたような環境変化を経て、鉄道グループ経営の収益力は低下した。セグメント別に比較すると、資産構成で40%の運輸セグメントが売上高30%、営業利益49%、EBITDA（償却前営業利益）では58%を占める。逆に、関連事業合計では、資産60%、売上高70%、営業利益51%、EBITDA42%となる。各々をキャッシュフロー創出力（EBITDA÷資産）で比較すると、運輸が9.0%に対し、不動産5.1%、流通小売3.3%、レジャー1.3%、建設4.2%と何れも相対的に低い水準にある⁴⁴。

【図表2-13】 鉄道グループのセグメント（関東大手民鉄8社、2000/3期）



(注) 下図の () 内はキャッシュフロー創出力=EBITDA÷資産
(出所) 各社有価証券報告書より日本興業銀行産業調査部作成

⁴⁴ 各社の提示するセグメントの単純合計

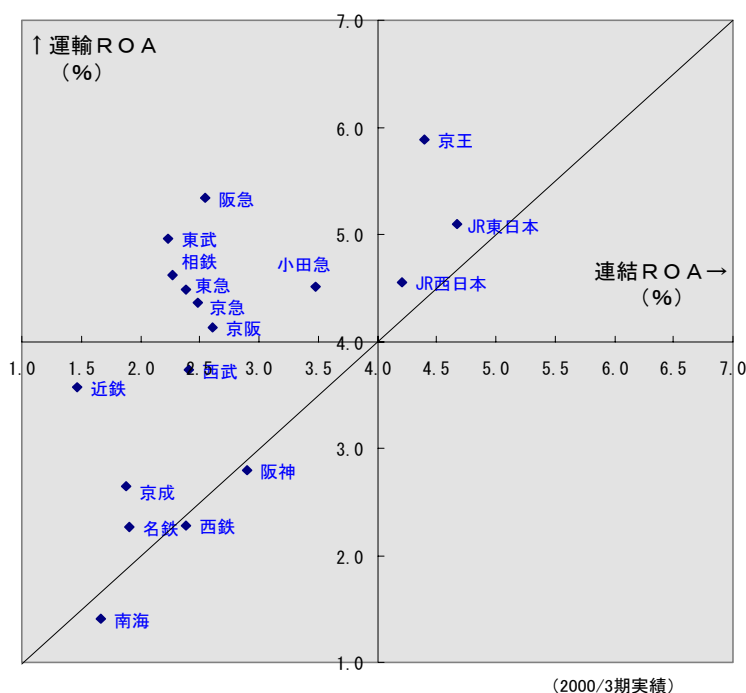
問われる関連事業を保有する意義

コングロマリットディスカウントによる過小評価以前の問題として認識すべき

別の角度から鉄道会社の収益力を比較してみたい。図表 2-14 は、鉄道を中心とする運輸セグメントと連結の ROA を比較したものである。横軸に連結 ROA、縦軸に運輸セグメント ROA を置いたもので、その交点を、鉄道事業の運賃改定制度における総括原価主義の事業報酬率について近時の水準と推察される 4.0%とした。

縦軸は鉄道事業者の収益力を表しているが、前述の通り、現在の環境を踏まえれば、供給体制のあり方も含めた「コスト競争力」を意味していると認識できよう⁴⁵。本図表において特筆すべきは、殆どの鉄道会社が 45 度線を越えていないことである。これは運輸セグメント以外の事業が、連結ベースで見て、会社全体の収益力を減じていることを表している。特に、第 2 象限にある会社あるいは 45 度線からの距離が遠い会社は、相対的に高い本業の競争力を保有しているにも関わらず会社全体の収益力が引き下げられている点で、単にコングロマリットディスカウントによる過小評価⁴⁶以前の問題として、当該事業をグループとして保有する意義を問われる可能性が指摘されよう。

【図表2-14】 鉄道会社の連結 ROA (横軸)と運輸セグメント ROA (縦軸)⁴⁷



(出所) 各社有価証券報告書より日本興業銀行産業調査部作成

②認識され難い鉄道グループ経営による効果

市場の魅力が減退したのか、鉄道グループ経営に原因があるのか

鉄道グループ経営は、鉄道のもたらす外部効果を享受することにより、競争力を保持し、事業者平均に比しても相対的に高い収益を得てきたはずである。こうした、関連事業の低い収益率は当該市場の魅力の減退によるものであろうか。各々の産業について、事業者平均（東証一部上場企業、連結ベース）と ROA 及びキャッシュフロー創出力を比較しておきたい。

⁴⁵ 運輸セグメントには鉄道以外にバス、タクシー、貨物輸送事業等が含まれているが、規模等から勘案し鉄道事業として評価した。

⁴⁶ 27 頁の脚注 32 を参照のこと

⁴⁷ 運輸セグメントには、運輸事業収入の内（鉄道事業の場合は鉄道事業収益）、運輸雑収に計上される各セグメント（事業）に相当する収益分（例えば駅構内小売業態に関するもの等）を含んでいるものと推察されることには留意が必要である。

【図表2-15】鉄道会社の各セグメントROA（キャッシュフロー創出力）と事業者平均比較

鉄道会社のセグメント		事業者平均（東証1部上場企業、連結）	
不動産	3.1%（5.1%）	>	2.7%（4.1%） 不動産9社
流通	1.2%（3.3%）	<	3.4%（6.3%） GMS5社、百貨店5社
レジャー	-2.4%（1.3%）	<	1.6%（3.7%） ホテル2社、レジャー2社
運輸		4.3%（9.0%）	

不動産9社: 三井不動産、三菱地所、東京建物、東急不動産、大和団地、住友不動産、藤和不動産、大京、明和地所
 流通10社: 三越、高島屋、大丸、伊勢丹、阪急百貨店、ダイエー、イトーヨーカ堂、ジャスコ、西友、マイカル
 レジャー4社: よみうりランド、東京ドーム、藤田観光、東急ホテルチェーン

（出所）各社有価証券報告書より日本興業銀行産業調査部作成

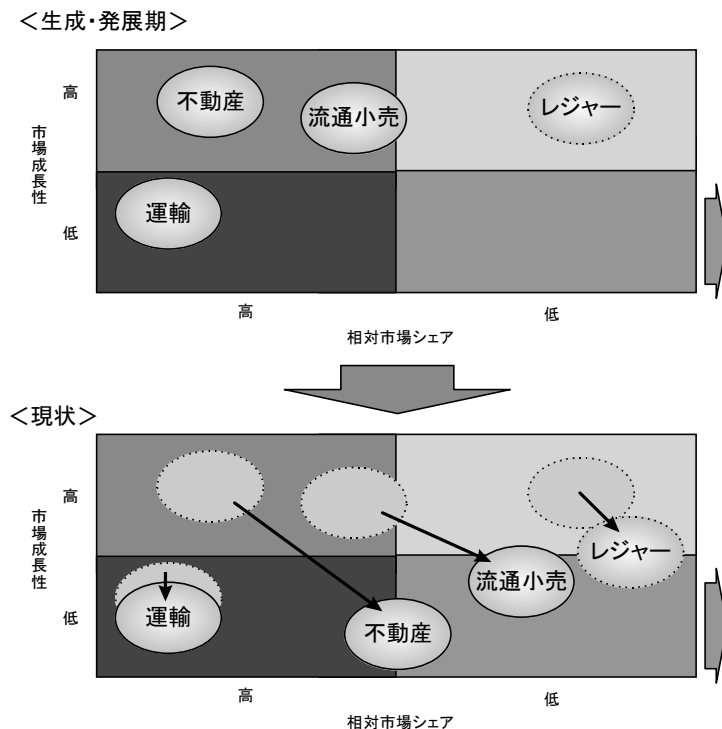
産業の高度化・専門化の
流れがより大きいものに

不動産、流通小売、レジャー業界は経済環境の変化に伴い共に収益率の低下に苦しむ業界ではあるが、事業者平均と比較した場合に鉄道会社のセグメントが上回るのは不動産業界だけである。一方、流通とレジャーは事業者平均を大きく下回る状況にある。これは、鉄道グループ経営の効果そのものが立地メリットという形で不動産事業において残存しているものの、他の事業においては、立地メリットそのものは認識されるはずであるが、それよりも、当該事業における競争環境の変化や産業の高度化・専門化（流通小売事業におけるオペレーション要因へのシフト等）の流れがより大きいものとなっていると考えられよう。

③グループポートフォリオの変化（PPMによる整理）

生成・発展期においては理想的なポートフォリオを形成していた鉄道グループ経営が、こうした変化により、現在、どのような状況にあるかを整理しておきたい。

【図表2-16】グループポートフォリオの変化



（出所）日本興業銀行産業調査部作成

鉄道グループ経営は
Star、Problem Child
不在のポートフォリオ
に

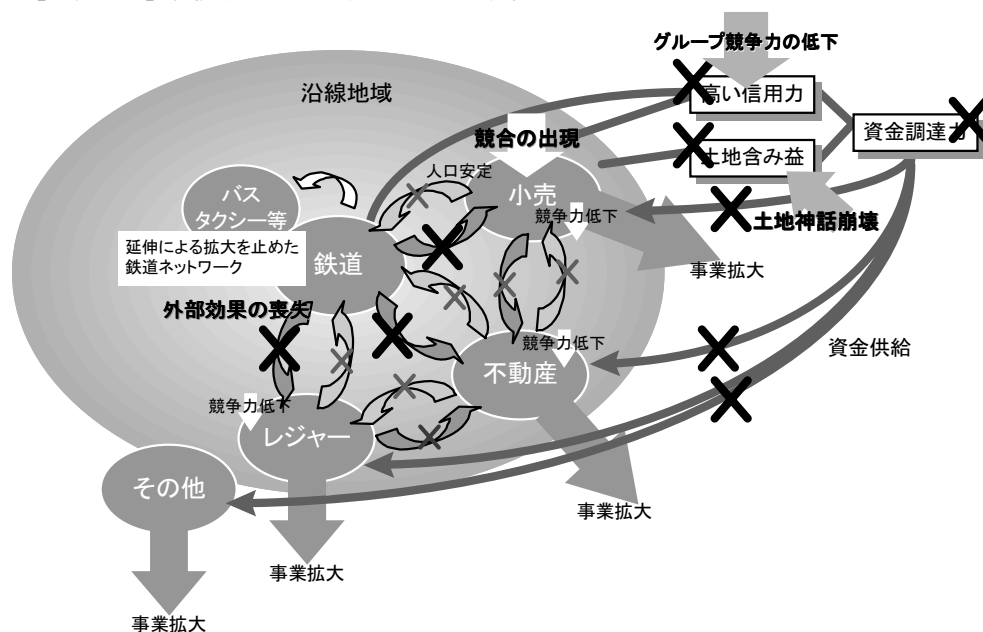
運輸セグメントについては、人口の安定により市場成長性は低下したが、市場は依然として地域に限定された市場であり、相対的なシェアは引き続き高い位置を占めているものと考えられる。不動産セグメントは、土地神話の崩壊、仕入簿価の上昇等もあって市場成長性は低下すると共に、当初段階では独占に近かったシェアが開発の進捗に伴い競合が出現し相対的に低下している。流通小売セグメントは、消費者行動の変化（多様化、消費の抑制等）により市場成長性が大幅に低下し、郊外型店舗の乱立に代表される競合の出現、さらにはモータリゼーションの拡大に伴う実質的市場の拡大により相対的に市場シェアは低下した。レジャーについては、家計における当該支出が相対的に底堅いことは指摘されるが、消費者行動の変化の影響は大きいものと思われ市場成長性は相対的に低下しているものと考えられ、また、レジャー事業の多様化（競合の出現）、海外マーケットも含めた実質的な市場拡大により、鉄道グループ経営が担う分野（国内・海外ホテル、遊園地）の相対的な市場シェアは低下していると考えられる⁴⁸。

結果として、鉄道グループ経営は、運輸セグメントが Cash Cow の位置付けにあることに変わりはないが、その他の事業の位置付けが大きく変化したことにより、Star が不在となるばかりか、将来の成長シナリオを担う Problem Child も殆ど認識し難いポートフォリオとなってしまっている。

④ガソリンが切れたビジネスモデル：外部効果の喪失とグループ事業の競争力減衰

繰り返しになるが、鉄道グループ経営がうまくいかなかったのは、「行き過ぎた投資⁴⁹」が直接の原因ではないものと考えられる。むしろ、生成・発展期に成功を収めた鉄道グループ経営というビジネスモデルが、環境変化に適合出来なくなったと認識すべきであり、行き過ぎた投資はその傷を深くした副因と整理すべきである。

【図表2-17】 転換期を迎える鉄道グループ経営



（出所）日本興業銀行産業調査部作成

ネットワーク拡大は現
实的とはいえない選択
に

近年になって、旧来は郊外であったところが都市化し、鉄道敷設・延伸には莫大な投資コスト（不動産取得及び工事費用）がかかるようになる一方、人口動態の変化や道路等も含めた交通ネットワーク網の発達もあって、都市圏においても、鉄道の更なる延伸による鉄道ネットワークの拡張は現実的には難しい選択となり、鉄道

⁴⁸ 22 頁、図表 1-18「各産業の売上高伸び率の推移」を参照されたい。

⁴⁹ 本稿では事業落下傘展開及び地域落下傘展開を指す。本稿 11～12 頁参照されたい。

	が延伸・敷設を繰り返す「ネットワーク拡大プロセス」は曲がり角を迎えたものと考えられる。 鉄道グループ経営にとっての最大の変化は、まさにこのことを指す。
ガソリン＝鉄道のもたらす外部効果	前章の通り、鉄道が他の事業にもたらす外部効果は、鉄道の敷設・延伸過程において生ずるものであり、不動産事業はもちろん、他の事業もその立地メリット（各産業の「不動産特性」）を最大限引き出すことに成功してきた。つまり、生成・発展期の鉄道グループ経営における成長エンジンであった「土地」に対し、言わばガソリンにあたるのが「鉄道のもたらす外部効果」であった。鉄道以外の事業にとっては、鉄道のもたらす外部効果が、市場進出時において競合相手に対する圧倒的な競争力となった。本来であれば、そうしたアドバンテージがある間に当該市場特有の競争力、例えば流通小売事業であればオペレーション力を保有すべく自社の経営資源を集中的に投入すべきところであったが、そのエネルギーの大半は、規模拡大のための事業落下傘展開あるいは地域落下傘展開に向かってしまった。一方、こうした市場は、我が国において消費者の居住密度の高いメインターゲットとなったため、競合事業者が多数参入、厳しい競争を強いられており、相対的に競争力は減じている。
各市場本来の競争力を育てる時間は失われた	
各事業の競争力は相対的に低下	
土地神話の崩壊の影響	鉄道グループ経営は、こうして、成長エンジンのガソリンを失うこととなった。土地神話が有効であれば、将来販売するにせよ、流通小売事業をするにせよ、他の事業に取り組むにせよ、先ず、不動産、特に土地を保有しようとするビジネスのやり方は依然として有効であったが、バブル崩壊により、もう一方で成長エンジンを支えていた土地神話も崩壊した。加えて、グループで保有していた土地の含み益が減少あるいは含み損に転じている。
さらに資金調達力が低下	こうして、鉄道を除く各事業の競争力が相対的に低下したこと、含み益が減少したことにより、資金調達力が低下し、各事業への資金供給の流れが滞ることにもなった。鉄道グループ経営においては、PPMにおけるCash Cowの位置付けにある鉄道（運輸）が永続的に資金不足の状況にあり、資金調達力の低下はグループ経営上からも極めて大きな影響をもたらした。また、落下傘展開のような「行き過ぎた投資」は、資金供給が滞ることにより、競争力を減じつつ規模拡大した各グループ会社（事業）の体力をさらに弱めることになってしまったと考えられる。さらには、金融市場の投資家が、自らの投資リターンを考慮する場合に、企業評価の視点として、収益力を「率（財務比率）」で評価するようになったことも逆風のひとつとなっている。 加えて、会計制度の変更、特に、時価会計や減損会計の導入により、土地等の資産について保有リスクを認識せねばならない状況にも置かれることになった。