

3. 鉄道グループ経営の再生に向けたシナリオ

これまで見てきた通り、鉄道グループ経営は、戦略上、グループの意義そのものを問われている状況にある。本章では、鉄道グループ経営が対応すべき課題について、その対応策を順を追って整理し、想定される再生シナリオを整理してみたい。

(1) 再生に向けた3つのプロセス

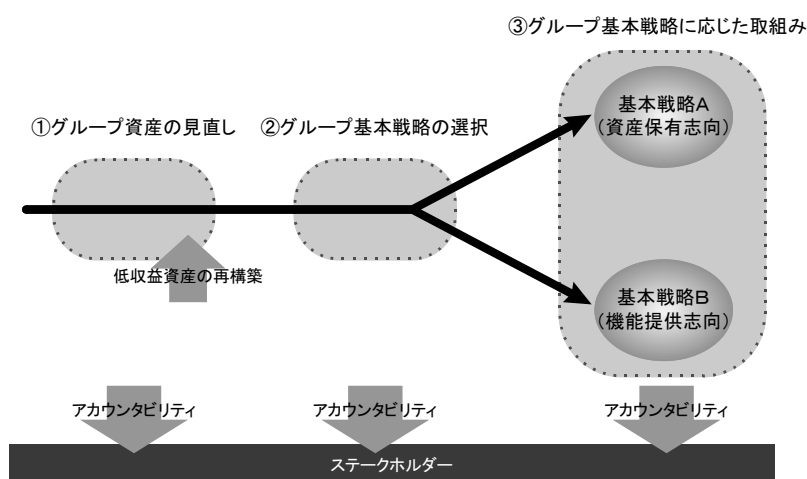
鉄道グループ経営の課題の解決には、以下の3つのプロセスを経ると考えられる。

課題解決のための3つのプロセス

- 1) グループ資産の見直し
- 2) 基本戦略の策定
- 3) 基本戦略に応じた取組み

①グループ資産の見直し（低収益資産への対応を含む）
②新しいグループ基本戦略の策定
③グループ基本戦略に応じた取組み（グループのガバナンスのあり方を含む）
現在の大手民鉄の対応を概観すると、大半は、小林一三モデルの枠組みを所与のものとし、①グループ資産見直しの内、特に低収益資産への対応に注力しているものと考えられる。前章までで述べてきた通り、「鉄道の外部効果を土地で吸収する」小林一三モデルは、環境変化を経て、そのもの自体を継続することにアカウンタビリティ（説明責任）を負っている状況にある。鉄道グループは、小林一三モデルの成功体験を捨て、現在のグループの姿を見つめ直した上で、新しいグループ基本戦略に取り組むとの喫緊の課題に直面していると言えよう。

【図表3-1】鉄道グループ経営の再生に向けたシナリオ（3つのプロセス）



（出所）日本興業銀行産業調査部作成

ステークホルダーに対するアカウンタビリティの重要性

中でも重要と考えられるのが、社内外のステークホルダー⁵⁰に対するアカウンタビリティである。各々のプロセスにおいて、どんな会社・グループか（事実確認及び状況認識）、どこに向かうのか・何をしたいのか、どのようにするのか（ビジネスモデル）、何が出来ているのか（具体的な成果）等々の観点で丁寧な説明を行い、理解を得ていくとの対応も併せて求められている。

まず、グループ資産の見直しに取り組む意味

本プロセスについて、戦略を策定する以前に、低収益資産の再構築を含むグループ資産の見直しプロセスを経ることについては異論もあるが、鉄道グループ経営の場合には、①グループ会社の自立を促す「遠心力」を活かした拡大過程を採ったこと、②同じ事業を鉄道会社本体も含めて複数のグループ会社が取組んだこと等により、様々な意味でグループの実態が必ずしも明確ではない。例えば、実質的なグループの線引き（保証類似行為の有無等も含めて）をどこに置くのかとの点で、まず、グループの実態を、現在の情報開示のあり方も含めて、アカウンタビリティを踏まえた上で整理することが求められている。

⁵⁰ 顧客、株主、債権者、従業員等の利害関係者。これには潜在的に将来、利害関係者となりうるものも含まれると考えられる。（例えば、株主・債権者の場合は投資家、顧客の場合は広くマーケティング対象者等）

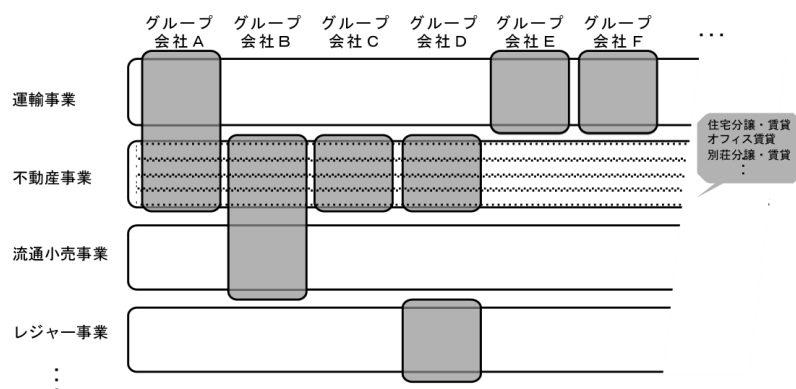
（２）先ず必要なグループ資産の見直し（ファクトファインディングとリストラクチャリング）

①最適な組織体制への転換：事業・機能別組織再編

単一の事業（市場）に
重複するグループ会社

前項で述べた通り、鉄道グループは、遠心力をもって拡大した時期にひとつの事業（市場）を複数の会社が担当していた。これは、鉄道グループ経営の拡大過程において、他社の買収等によりグループ会社を増加させてきたことに加え、規模拡大を志向しグループ内の競争を積極的に推し進めてきたことによるものとも考えられる。

【図表3-2】単一の事業（市場）に重複するグループ会社（イメージ）



（出所）日本興業銀行産業調査部作成

単一の事業（市場）に
複数の会社を配する時
期は過ぎた

現在でも、市場の魅力がありまだまだ開拓余地があったり、各々のグループ会社が当該市場（同じ商品、顧客層）において十分な競争力を保持していたり、同じ事業ながらも顧客層が異なるため別の会社で参入した方が良い、あるいは顧客層が同一であるためブランドの拡張を行うことが効果的である等の理由により、同じ事業に複数のグループ会社が参入し、グループ内で競争を行うことは全く否定されるものではないと考えられるが、何れも商品開発や市場開拓の事業立ち上げ段階の一時期における体制としてあるべきで、ある時点を過ぎたならば、グループ内で、何れがベストと考えられる体制を判断し、それ以降はひとつの会社・チャネルを選択して当該事業に関するグループの経営資源を注ぐべきと考えられる。

アカウンタビリティの
視点

現下の環境変化、特に人口の伸び悩みや購買力低下による国内市場の成長の鈍化は、こうしたグループ体制にも変化を要求している。何より、グループの競争力を最大限引き出す体制を目指し、実現せねばならない。もしも、引続き、単一の事業（広義のセグメントではなく、細分化したもの）に複数のグループ会社を配するならば、なぜそのような体制を組むのか、例えば会社のコスト構造上の理由や顧客層が異なるといった顧客対応上の理由等を明確に示さねばならない。特に不動産事業は、過去の経緯から、グループによっては、鉄道会社本体が手掛ける一方で、不動産事業会社が複数存在している。こうした本体も含めて複数の事業者が存在することは、かつてのオペレーションではその意義が認められたと考えられようが、足許の環境変化を真正面から捉え、組織再編に取り組むことが重要であろう。

ホテル事業の再編が進
展

最近のホテル事業の再編に取り組む動きはこうした考え方を映じたものである。これらは事例により様々な形態があるが、基本的には、①グループで重複する機能の集約・再編、②事業資産の「所有」と「運営」の分離と運営の一元化（共通化によるコスト削減・社内ナレッジの共有、チェーンオペレーションの導入、代理店に対する交渉力の向上等）③財務体力のある鉄道本体が資産を吸収し、含み損処理や財務上の手当てを行うというものである⁵¹。

⁵¹ 鉄道グループにおけるホテル事業の再編事例は、日本興業銀行産業調査部「変革期を迎えるホテル業界 ―客室販売手法の工夫と新しい経営形態についての考察―」『興銀調査 295号 2000 No.4』（2000年）、図表 10-2「親会社による主な経営支援」（50頁）及び図表 11-2「グループホテルの経営一元化事例」（51頁）を参照されたい。

近時では、東急におけるホテル事業再編が挙げられるが、これも、従来、国内ホテルについて東急電鉄直営の「エクセルホテル東急」「東急イン」「東急リゾート」と東急ホテルチェーンの「東急ホテル」に分かれて事業に取り組んできたものを、東急ホテルチェーンを株式交換により100%子会社化し、運営は本体100%出資子会社「東急ホテルマネジメント」を設立して同社に一元化する一方、東急本体と100%出資子会社となった東急ホテルチェーンは、資産所有に徹するとの主旨である⁵²。

こうした事業再編はまさに最適な事業体制への取組みへの流れに沿ったものであり、評価されるべきものと考えられる。但し、後に見るように、こうした機能の分離についても、グループとして所有に徹するのか、あるいは運営に徹するのかといったように、投資家がさらなる問いかけをしてくることも想定されよう。

②事業リスク評価を踏まえた事業構成の見直し：財務戦略の観点が重要に

グループ把握の2つの視点

- 1) 時価を含めた把握
- 2) 事業リスクを含めた把握

以上のように、グループとして事業を進める上で最適な体制を構築する一方で、自社グループの実態を示すバランスシートがどのような構成になっているかを認識しておくことが重要である。これには、①時価を含めた把握（将来の収益力も踏まえた把握）と②事業リスクを含めた把握の2つの視点がある。前者への取組みが先行している一方で、後者は、商社や銀行等の金融事業では、貸倒れリスクがある点で比較的馴染み易いものの、事業会社ではこうした観点に対する認識は充分ではないものと考えられる。しかしながら、大手民鉄のように複数の全く異なる事業を保有するコングロマリット形態を採っているグループにおいては、欠くべからざる視点である。

最適資本構成を志向する必要

格付は高ければ高いほど良いとの考え方は企業価値重視の考え方とは一致しない

もう一つは最適な資本構成のあり方に関する問題である。一般に、事業会社は、モジリアニ＝ミラーの命題⁵³の展開により引き出されるように、企業価値を最大化するような資金調達率のあり方（株式と外部負債の比率、資本構成）を志向するとの視点がある。具体的には、①税効果を勘案すれば、外部負債を極限まで調達するべきだが、一方で、②外部負債の増加に応じて債権者が倒産（デフォルト）の可能性を認識するため、調達コスト（金利）が上昇することになり、事業会社としては、税効果と倒産コストの双方を睨んで企業価値を最大化すべく最適な資本構成を選択することが重要であるということである。こうした点で、例えば、格付は高い方が良いといった考え方がこれまでは一般的であったが、そうした考え方は企業価値の向上を重視するとの考え方とは必ずしも一致しない。鉄道会社の場合には、事業資産の償却年限を勘案すれば、期間10年程度の社債をいつでも発行することが出来るという点でシングルA格程度の格付は必要であると考えられるが、企業価値の向上を重視するとの視点からは、果たしてそれ以上の高い格付が必要かどうかについては議論の余地があろう。

こうした最適資本構成を志向するには、格付会社（債権者）の視点を整理しておかねばならない。これには、自らの資本構成が適正であることを認識するとの作業を経るが、そのためには、自らの資産内容、特に事業リスクがどの程度あるのかを整理することが前提となろう。なぜならば、格付会社（債権者）には、自己資本はリスクのクッションであるとの認識があるためである。ひとつの産業を扱う事業会

⁵² 東急ホテルチェーンに関する株式交換は、簡易株式交換により実施。主要スケジュールは、2000年12月：株式交換承認取締役会を経て、契約書締結、簡易株式交換公告、2001年3月：東急ホテルチェーン株主総会（株式交換契約の承認）を経て、同年7月：株式交換実施の予定。東急ホテルマネジメントは2001年1月設立、同年4月営業開始、同年7月より予約及び営業所の一元化、2002年以降、東急ホテルチェーンの運営部門を順次移管の予定。何れも2000年12月27日公表。詳しくは東京急行電鉄ホームページ（<http://www.tokyu.co.jp/>）を参照されたい。尚、簡易株式交換とは、完全親会社となる会社において、株式交換契約書について株主総会の特別決議による承認を省略することが可能となり、取締役会による承認で足りる制度。要件としては、完全親会社が株式交換に際して発行する新株総数が発行済み株主総数の5%を越えないこと、且つ、株式交換に際して公布する金銭が最終の貸借対照表により完全親会社に現存する純資産合計の2%を越えないこと。但し、完全親会社の1/6の株主が簡易株式交換公告に対し2週間以内に反対の意思を通知した場合は株主総会の承認を得る必要がある。

⁵³ 「①税金が存在しない、②倒産の無い、③債券・株式等の市場取引及び利害対立の解決にコストがかからない世界においては、企業価値は企業の資金調達手法には依存しない」とする命題。従って、逆に言えば、税金があり、倒産がある世界においては、資本構成が企業価値にインパクトを持つということ。

最適資本構成を志向するためには事業リスクの整理・把握が必要
(財務レバレッジと事業リスク)

鉄道グループにおける適用

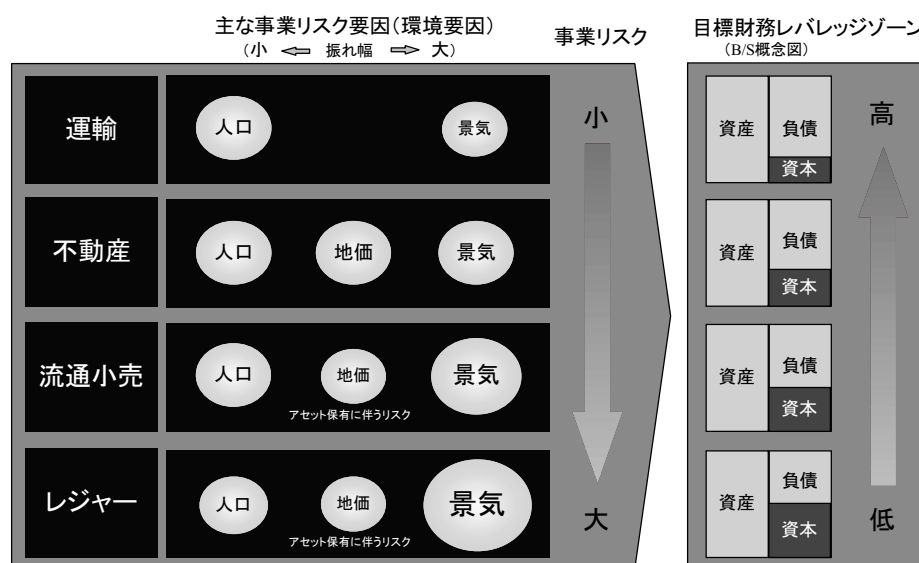
バランスシートの左右を事業リスクを通じて一体化する必要

社であれば、業界他社との比較等で適正な自己資本の水準感も醸成されようが、鉄道会社のように複数の異なる事業を傘下に治めるグループ経営をしている場合には、各々の事業について個別に把握し、それらを合算して考えるプロセスを経ねばならない。例えば、ひとつのやり方として、各々の事業にそのリスクに応じて資本を配賦する経営手法があるが、何れにしても、事業リスクを把握するとの課題に直面しよう。

図表 3-3 は、鉄道グループにおける主な事業とそのリスクの大きさ、さらには、格付をある水準に維持するために目指すべき「目標財務レバレッジゾーン（財務レバレッジ＝自己資本÷外部負債、自己資本比率の逆数）」の概念を図示したものである。各々の事業リスクの起因となりうる環境の変化（変動）を、①人口、②地価、③景気と 3 つの要因に分解し、事業リスクの大きさをイメージしている。事業リスクの大きさを小さい順に並べると、運輸（鉄道）、不動産、流通小売、レジャーとなろう。この場合、目標財務レバレッジゾーンは、運輸が高くてよい（自己資本比率は低くてよい）のに対し、不動産、流通小売、レジャーの順で低くせねばならない状況にある。

このように、財務戦略上の最も大きな課題と考えられる最適資本構成の実現には、バランスシートの右（資本構成、財務レバレッジ）と左（事業資産）を事業リスクを通じて一体化して考えた上で、格付会社を始めとする市場関係者とのコミュニケーションを図っていくことが重要になろう。

【図表3-3】事業リスクと目標財務レバレッジゾーン（イメージ）



(出所) 日本興業銀行産業調査部作成

資本構成（財務レバレッジ）を調整する方法

さて、事業リスクを把握し、ある水準の格付を実現するのに目標財務レバレッジゾーンを設定した上で、実際の財務レバレッジが高すぎる場合にはどうしたら良いだろうか。ひとつには、増資による資本増強によって負債を返済し財務レバレッジを低下させるオペレーションがあるが、足許の株式市場を見れば、なかなか簡単にはいかない選択である。実際には、毎期の収益を積み上げ、外部負債を返済していく方法が多く採られているようだが、これも時間がかかってしまう。

例えば、近年見られる、事業売却やオフバランス手法による効果を整理して考えてみたい。一般に、事業売却や資産の流動化・証券化等のオフバランス手法による効果は、対象アセットを外部に売却することで外部負債の返済原資となるキャッシュを得ることを目的にしがちである（次頁、図表 3-4、左側の箱：アセット及び事業売却の場合におけるキャッシュ創出による効果）。

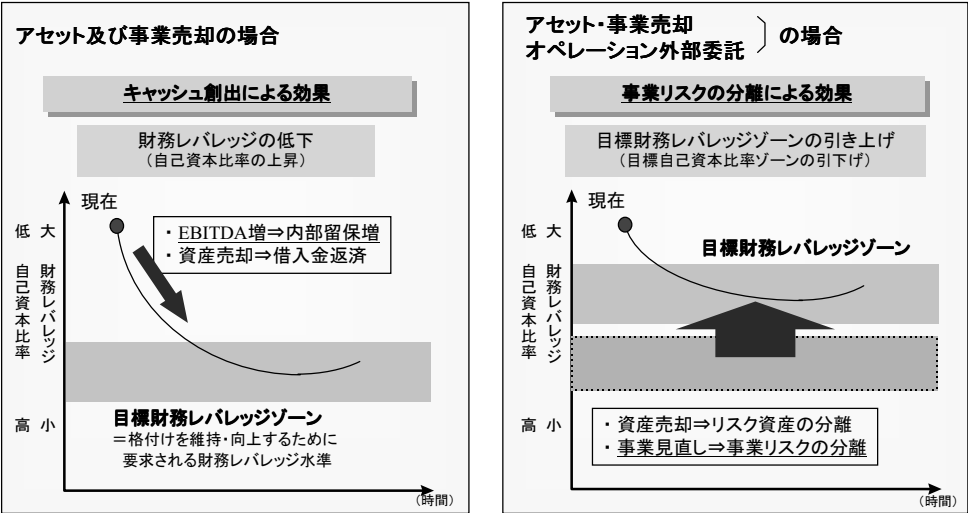
こうした効果が有効であることはもちろんだが、ここで忘れてはならないのが、

事業売却の効果はキャッシュを得るばかりではない

事業リスクを分離する効果

「事業リスクを分離することによる効果」である。事業リスクの高い事業を分離したとなれば、これまでと同水準の格付水準を維持しようとする場合、事業リスクのクッションである自己資本が従前に比べて少なくて済むものと考えられる。当該事業の固有のリスクを切り離すという点においては、事業を売却せずとも、グループ外部との提携等によるオペレーションの外部委託であっても同様の効果が見込まれよう⁵⁴（図表 3-4、右側の箱：アセット・事業売却、あるいはオペレーション外部委託の場合における「事業リスク分離」による効果）。

【図表3-4】事業の絞り込みによる財務上の効果



(出所) 日本興業銀行産業調査部作成

【図表3-5】鉄道会社の格付推移〔格付投資情報センター（R & I）〕

(暦年)	91	92	93	94	95	96	97	98	99	2000
東武 JBR/NIS	A+							3月 A	1月 BBB+	
西武 JBR/NIS								2月 a-1		
相鉄 JBR/NIS	A+			9月 A					2月 BBB+	
東急 JBR/NIS	AA			AA					1月 A-	4月 BBB+
京急 JBR/NIS	9月 A+						12月 A		2月 BBB+	
小田急 JBR/NIS	AA-								2月 A+	
京王 JBR/NIS	A+					5月 AA-				
京成 JBR/NIS						2月 BBB	11月 BBB+	1月 A-	1月 BBB+	
西鉄 JBR/NIS	A-					6月 A			2月 A-	
近鉄 JBR/NIS	AA					6月 A				
阪急 JBR/NIS	AA							12月 A		
阪神 JBR/NIS	A							11月 A-		4月 BBB+
南海 JBR/NIS	BBB-	2月 A-	10月 A					11月 BBB+		
京阪 JBR/NIS	A							11月 A-		
名鉄 JBR/NIS	A			10月 A+					2月 A-	
JR東日本 JBR/NIS		4月 AAA								
JR西日本 JBR/NIS		6月 AAA							11月 AA+	
JR東海 JBR/NIS		8月 AAA							11月 AA+	

(注) 1998年4月以降は、JBRとNISの合併により、R & Iの格付

(出所) 格付投資情報センター

⁵⁴ 機能分離による事業リスクの切り離しについては、本章（3）③資産保有を志向するビジネスモデル：REITモデルの可能性も参照されたい。

③減損会計を念頭に置いた対応

事業リスクとは全く別の観点で認識せねばならないのが会計基準の変更である。特に、前章でも述べた通り、早ければ 2003/3 末にも導入される減損会計は鉄道グループ経営にとっては特に関連事業資産において大きな影響が懸念され、既にその対応の具体策を検討すべき時期にあると考えられる。

土地再評価法の活用

ひとつには、土地再評価法⁵⁵の活用である。土地再評価法は、企業が保有する土地を時価で再評価し、含み益の内、将来支払う税金（繰延税金負債、実際に売却した際に発生が予測される税金額）を差し引いたものを「再評価差額金」として貸借対照表の資本の部に計上することが出来る制度である。既に具体的な動きも見られるが、企業は、販売用不動産の強制評価減や将来想定される減損会計による損失に併せて、含み益を活用することが可能になる。

問題先送りと解されるおそれも

一方で、土地再評価法の活用には、いくつかの疑問も残る。一つには、資産収益率（ROA）が見かけ上とはいえ低下することである。二つめには、より本質的なことと考えられるが、依然として資産を保有するリスクを抱えてしまっていることである。前者の問題は見かけ上低下するだけなので、当該企業の収益力の本質を把握する意味では何ら変わらないとの考え方も出来るが、後者は、減損会計の導入時期は別にして、「会計制度の変更により、資産を保有することに関しリスク認識を求められる」との大きな流れの中で、足許の地価動向を勘案すれば、同法によって計上された「再評価差額金」が時間の経過を経て減少していく可能性も想定され、見方によれば、問題の先送りと解されるおそれもある。

鉄軌道資産に関する対応も視野に入れる必要

より抜本的な対策となれば、含み益のある資産を売却し、実現益を得るとの対応が考えられる。その際、本業の鉄軌道資産を聖域と考えることが出来ない状況も想定しておく必要があろう。一方で、鉄軌道資産を単に売却することは、鉄道事業者の立場を放棄することを意味する。このため、流動化や証券化等のオフバランス手法による対応も考えられるが、鉄軌道資産の流動化は、流動化後の事業責任のあり方等、現行の法制上、税制上あるいは経済性評価も含めて多岐に及ぶ問題が存在する。環境変化を迎えた鉄道グループの再生に向けて、機動的な財務戦略を実現し、各々の戦略上の自由度を確保するためにも、事業者が自ら数々のハードルを超えていくことは当然のことであるが、法制上の問題については、産業政策の観点を踏まえた政策当局の対応が求められよう。

⁵⁵ 土地の再評価に関する法律、1998 年 3 月に 2 年間の時限立法で成立、1999 年 3 月の改正で有効期限を 1 年間延長、さらに期限を 1 年延長すると共に、対象会社を商法上の大会社に加えて、公認会計士の監査を義務づけられる全ての会社に拡大するとの改正法が 2001 年 3 月 30 日参議院本会議で可決、成立している。

（３）新しいグループ戦略の構築（想定される２つの選択）

①新しいグループ戦略の着眼点：「鉄道事業の再認識」と「機能分離という発想の転換」

新しいグループ戦略が必要に

現行のグループ体制についての組織と資産内容の見直しに関する話を進めてきたが、鉄道グループ経営が抱える課題は、ビジネスモデルそのものについて再考を迫られる現状にあることである。鉄道グループ経営は、状況及び環境変化を踏まえた「新しいビジネスモデル」を社内外のステークホルダーに示し、その実現に向かうとの課題に直面している。言い換えれば、従来の、「外部効果」と「土地」「輸送人員の増加」をベースとした「小林一三モデル」に代わる「鉄道」を中核とする事業の枠組み、ビジネスモデルを構築せねばならないものと考えられる。

鉄道事業を保有する優位性は何か

その際の着眼点は、①既存の枠組みを前提としないこと、②観念的な効果や繋がりをシナジーの名の下に曖昧に評価することを排除すべきこと等が考えられるが、そうした中でも特に重要なのは、③「現在及び将来、鉄道事業を保有していることによる優位性は何か」を再認識、再評価することであろう。鉄道事業本来の競争力に着目し、それを伸ばしていくことも重要ではあるが、前章でも述べた通り、大手民鉄における鉄道の競争力はコスト競争力に帰結する状況となっており、依然として鉄道単体で差別化戦略を構築しうる JR 各社と比較すれば、大手民鉄の鉄道単体での差別化戦略の余地は大きいとはいえない。大手民鉄は、小林一三が最初に行ったように、顧客である消費者を引き付け続けるためにも、鉄道を保有する優位性を踏まえたグループ戦略を考えねばならない。

鉄道事業からの要請

自前主義からの脱却

「機能」という着眼点

機能の分離、他の主体との協同という発想の転換

次の着眼点は、「自前主義からの脱却」である。鉄道グループは、発展段階において、規模の拡大を図ってきたこともあり、各々の事業については、全て自前で揃えたとの「自前主義」を採ってきたものと考えられる。今や、産業における高度化、専門化の流れは、既に従来の「産業」という枠組みを越えて、各々の「機能」に分化しつつあり、一つ一つのビジネスは異なる「機能」の集合体として認識されようとしている。各々のビジネス毎に分解された機能とその組み合わせを評価する「ビジネスモデル」といった切り口の出現は正にその顛れといえよう。鉄道グループにおいても、先ず、自らが保有する「機能」を認識し、機能毎に想定される競合先に対し、相対的に競争力を保有しているかを見極めた上で、競争力を有すると考えられる「機能」をより強化すると共に、別の「機能」を提供する他の主体とどのように協同して、より魅力のある市場に参入するとのアプローチが考えられよう。

②新しいグループ戦略の選択肢：資産保有志向型か機能提供志向型か

ピュアプレイの選択

収益力を押し下げている関連事業の現状からすれば、鉄道（あるいは運輸）事業に徹する「ピュアプレイ」を選択すべきとの指摘もなされよう。地域住民の減少等に伴って事業基盤が縮小すると見込まれる場合には、鉄道事業に特化し、徹底的な経費削減等をもって投下資本を回収しなければならないと考えられる。

事業基盤が安定的に推移することが見込まれるのならば、グループ経営の意義は認められる

一方、事業基盤が比較的安定して推移すると見込まれる場合には、以下の理由でグループ経営の意義が認められよう。一つは、上述の通り、鉄道事業の戦略上の要請からグループを活用した差別化戦略の可能性を検討すべきこと、さらには、資金回収期に入った後の鉄道事業が産み出すキャッシュフローを、単に外部負債の返済に充当するだけで良いのか、持続的な成長を実現するためには何をすべきかといった論点も挙げられる。

鉄道の規模追求は想定し難い選択

また、鉄道は固定費比率が極めて高い産業だが、こうした産業では一般に、合併等による規模拡大を目指す方向性が考えられる。しかしながら、鉄道は、地域密着で、各々の事業者の独立性が高く、補完が期待出来ないことから、こうした方針を採ることは現実的な選択とは言えないであろう。

以上の観点を踏まえると、鉄道を中核とした上で、①資産保有を志向するビジネスモデルと②機能提供を志向するビジネスモデルの２つの選択肢が考えられる。双方を比較すると、どちらかといえば、前者が安定的な収益を志向するのに対し、後者が成長性を志向するものと考えられよう。

③資産保有を志向するビジネスモデル：REITモデルの可能性

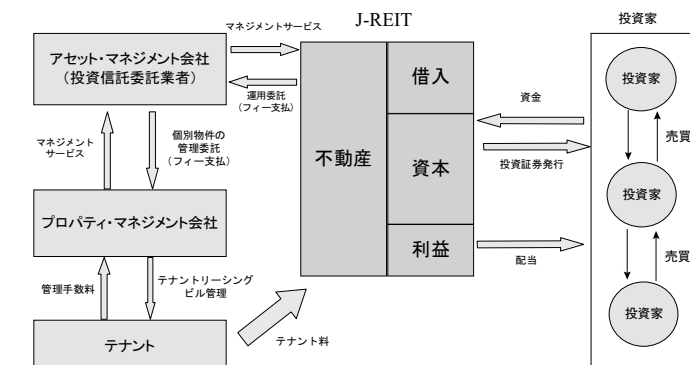
所有と運営を分離し、事業リスクを切り離すモデル

鉄道会社はアセット・マネジメント兼投資家

資産保有を志向する手法として様々なモデルが挙げられるが、ここでは最も純化した形態として、鉄道グループが REIT 的な発想でグループの関連事業資産を再構築するビジネスモデルを展望したい。REIT とは Real Estate Investment Trust（不動産投資信託）の略称であるが、ここでいう REIT モデルにおいては、鉄道会社はグループポートフォリオのファンドマネージャー兼投資家の立場となり、図表 3-6 で表すところの、アセット・マネジメント会社及び主要な投資家の機能を担当する。アセット・マネジメント会社兼投資家である鉄道会社は、グループのポートフォリオを構築し自ら資産運用する。その一方で、資産の実際の活用は、プロパティ・マネジメント会社及びテナントに任せる形を採る。

基本的な方針は、グループ事業資産の所有と運営を分離して、運営を他者に委託し、当該資産の事業リスクを自社で抱えず、抑制することにある。

【図表3-6】日本版REIT（J-REIT）の仕組み（イメージ）



（出所）日本興業銀行産業調査部作成

鉄道事業がもたらす安定的なキャッシュフローに主眼

このモデルは、鉄道事業を保有する優位性として「鉄道事業がもたらす安定的なキャッシュフロー」に主眼を置くと共に、これまで保有してきた関連事業資産の活用も継承しようとした選択といえよう。その背景には、関連事業の事業リスクを低めれば、格付会社（債権者）から見て同じ格付水準になるとしても、より財務レバレッジを効かせることが可能になるとの考え方が存在する。このため、鉄道以外の当該資産に付属する事業リスクは出来るだけ切り離した方が良い。つまり、本モデルは、少なくとも「事業リスクの適正な評価」「リスクリターンを踏まえた事業リスクの切り離し（高い収益を引き出す機能提供者への賃貸を含む）」「ポートフォリオ構築」「事業リスクに対応した財務戦略」といったプロセスが不可欠であり、全てを自社で賄うとの発想と決別することが重要である。

不動産以外の資産の選択も

もちろん、資産内容としては、不動産ばかりを対象とする必要はない。むしろ、不動産価格の変動による影響を抑え、全体のリスクを軽減するためにも、流動性を勘案した他の種類の資産を保有するとの選択肢もあろう。

成長シナリオのためにも財務戦略の位置付けは極めて重要に

本モデルは、どちらかといえば安定的なキャッシュフローを産み出すことに主眼を置くことになろうが、一方で成長シナリオを提示することももちろん可能であると考えられる。各時点毎に保有資産を見直し、各々の事業に関しリスクを抑制することによって、財務レバレッジを効かせた外部負債調達が可能となり、格付を維持しながら資産保有を進めることが出来る。すなわち「資産の拡大プロセス」が、成長シナリオそのものになるビジネスモデルである。

鉄道には何ももたらさないおそれ

但し、REIT モデルの選択は、グループポートフォリオ上の資産選択が沿線に拘る必要が無い（むしろ資産価格の変動リスクを踏まえれば、沿線ばかりに拘ってはいけないとも考えられるが）、事業戦略上、鉄道事業に何ももたらすことがないグループ経営となってしまうおそれが指摘される。

何より、本選択の前提として鉄道事業の安定的なキャッシュフローがある以上、既存グループ資産の再構築を経ねばならないだろう。

④機能提供を志向する新しいビジネスモデルの可能性

機能提供を志向する具体的なビジネスモデルは多岐に及ぶものと考えられるが、ここでは、①「駅」の可能性、特にデリバリースポットとしての活用ビジネス、②カードに代表される「決済機能提供」ビジネス、③鉄道会社が保有する情報をベースにした「エリアマーケティング」によるビジネス、④さらにはその情報を公開する選択肢について展望してみたい。

1)「駅」の可能性

「駅」機能の再評価

先ず第一に、従来から認識されていることではあるが、鉄道事業を保有する優位性として、人が集まる場所としての「駅」機能に着眼した選択が挙げられる。これは、駅が、当該地域において、最も消費者が通過する場所であり、駅を一つの「市場（いちば）」と見なす考え方に基づいている。既に、各社では、駅を再認識、再評価した取組みが始まっている。駅による効果には、既存の保有資産の立地メリットを活かすことが出来る点はもちろんのことだが、今後の発想としては、フローのビジネスを捉えることが可能になることに着目していきたい。

デリバリースポットとしての可能性

具体的には、駅を、モノの販売も含めた「サービス」の供給チャネルとして認識する試みである。駅をデリバリースポットとして位置付け、決済ビジネスを付加するといった **E-Business** のプラットフォームとしての活用は、その競合先として、同じ機能を担おうとするコンビニエンスストアや宅配便が念頭に置かれるだろう。駅の優位性は「通過する人の数」という点では認識されうるが、デリバリーチャネルそのものの機能としての競争力、例えば商品のサプライチェーンをスムーズに構築出来るかといった点においては、現在の鉄道グループの枠組みにあるリソースだけでは、こうした競合相手に対する優位性を保持することは困難であろう。駅機能の見直しについては、様々な視点が考えられるが、最も避けなければならないのは、駅というデリバリースポットを保有しているからといって、それに関わる全てのビジネスを自前で賄おうとすることである。自前主義から脱し、自社の有する機能の何処に競争力の源泉があるのかを見極めることが重要であろう。

自社のリソースを見極め、自前主義から脱することが重要

2) カードビジネスの可能性

第二に、鉄道グループ経営においては、流通小売事業をベースにしたカードや、最近では IC カード⁵⁶を活用した定期券やプリペイドカードの利用による決済機能の提供ビジネスもあろう。こうしたカードビジネスにおいて、顧客が認識する「価値」を差別化するには **FSP**⁵⁷が有効とされるが、これには流通小売事業会社の本来の競争力が必要になると共に、鉄道グループ独自の優位性あるいは魅力は何かを見出すことが求められよう。例えば、鉄道事業そのものの収益源である定期券の購入金額をポイントとして認識することも考えられないだろうか。

ただ、この際留意すべきは、顧客の囲い込みがどの程度まで可能であるかということである。所謂 **one to one** マーケティングを志向することが次の動きとして考えられようが、個人情報保護法の制定⁵⁸にも代表されるように、消費者のプライバシー情報の保護に関する意識の高まりには充分留意することが求められよう。

3) エリアマーケティングによるビジネス

交通ネットワークを担うことによる副産物：動態に関する情報

鉄道事業が保有する優位性に、交通ネットワークとして「人の動態を担っている」ことが挙げられる。移動手段の提供に伴い、鉄道会社は「人の動態に関する情報」を保有することが出来る。IC カードを活用した定期券やプリペイドカードが登場すれば、鉄道会社の保有する情報量は格段に増加するが、一方で既に現在保有している情報を真に活用しきれているのかは不明な状況である。現在、何らかのビジネス

⁵⁶ Integrated Circuit：集積回路を内蔵させコンピュータ機能を備えたカード。従来の磁気カードを大きく上回る記憶容量を持つと共に、アクセス管理等によりセキュリティが向上するとされている。

⁵⁷ Frequent Shoppers Program、ロイヤリティマーケティングの手法。ポイントサービス等による顧客向けインセンティブを付与すると共に、顧客の購買行動等を把握することで、顧客の囲い込みを図らんとするもの。ロイヤリティマーケティングの概念等の詳細については、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）70～81 頁を参照されたい。

⁵⁸ 厳密には、消費者情報の保護とは主旨が異なることに留意されたい。

動態に関する情報の価値はますます高まる

エリアマーケティングの可能性

購買代理事業者となるビジネスモデル

に取り組むにあたってのマーケティング（動態も含めた市場分析）調査は、基礎データが 5 年に一度の国勢調査程度しか無いために、人口密度や昼間人口、夜間人口に基づく整理が精一杯というのが現状である。顧客が何処にいるのか、どこから来ているのか・どこに行くのか、性別、年齢層等々、消費者の動態について、鉄道事業者が保有する情報はますます価値が高まるものと考えられる。

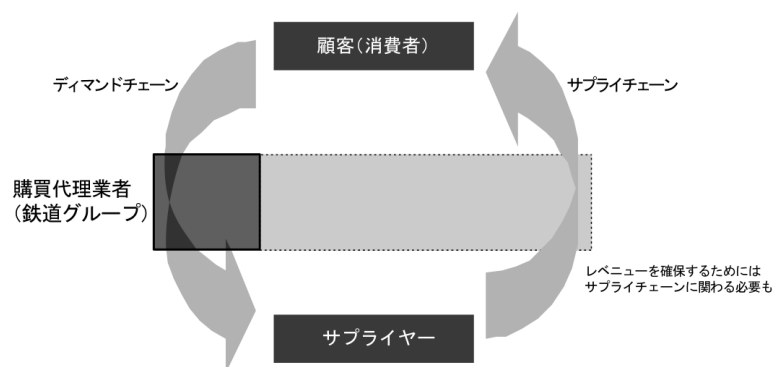
こうした情報を自ら活用する方向として、エリアマーケティング（沿線地域に関するマーケティング調査をベースにしたビジネスモデル）に特化したモデルがある。我が国の消費者のセグメントは、総中流社会を映じて単一であるとの考え方があるが、今後も果たしてそうだろうか。

マーケティングをする上では、各々の市場は、「商品」と「消費者セグメント」のマトリクスで認識されるといわれており、マーケティングの先進国である米国では、消費者セグメントは人種や所得に応じて明確に分かれている。我が国において、このアプローチをそのまま適用することは難しいにしても、顧客の志向やライフスタイルはエリア毎に異なるものとの仮定に立って、新しいビジネスの可能性を見出すことも考えられよう。エリア毎に実質的なセグメントを確立し、図表 3-7 のように「このエリアに生活、居住する消費者やこのエリアで活動をする消費者が購入したいものを探してくる」といった消費者への価値の提供は一つのビジネスモデルの素地になり得るだろう。こうしたビジネスモデルは、レベニューをどのように得るかが高いハードルとなるが、サプライヤーから徴収するか、サプライチェーンの一部を担うこと等の方策により実現することが考えられよう。

人口を静態として捉えるビジネスから動態として捉えるビジネスへ、こうしたビジネスモデルを実現すれば、そのノウハウ自体をビジネスにする可能性があると共に、何よりも消費者への提供価値が高まることにより、エリアが活性化し、鉄道への波及効果を及ぼす可能性も期待されよう。エリアマーケティングの実現によって、年少者から高齢者まで、より消費者に身近でニーズの高いサービスに関するビジネスを立ち上げる可能性がより現実味を増すものと思われる。

また、前頁で指摘したプライバシーについても、エリアマーケティングというアプローチであるために、相対的にリスクは小さいものと考えられる。

【図表3-7】鉄道グループが購買代理事業者となるビジネスモデル（イメージ）



（出所）日本興業銀行産業調査部作成

4) 自らの情報を公開する選択肢の可能性

知を集約する仕組み作り

一方で、マーケティングの手法によっては分析技術等の機能が高度化してしまっていると、自ら担うことが難しい場合も想定される。鉄道会社が保有する情報を活用して、誰かがエリアを活性化することが出来るのならば、プライバシーに配慮した情報の集合体として情報を公開するとの選択肢も考えられよう。国領二郎教授が指摘するように⁵⁹、近年の情報技術の発達により、情報公開が新たなビジネスチャンスを作る可能性がある。こうした情報公開をベースに「知」を集約する仕組み作り

⁵⁹ 国領二郎著『オープン・アーキテクチャ戦略 ―ネットワーク時代の協働モデル―』（1999 年）ダイヤモンド社
興銀調査：次代を見据えた鉄道グループの「破壊」と「創造」 ―小林一三モデルからの脱却と新しいビジネスモデルの可能性―

を担うことは、先に挙げた様に、新しいビジネスモデルが生まれるばかりか、消費者の沿線地域へのロイヤリティを高めることにも寄与しよう。

アセットビジネスからの転換

機能を志向するビジネスモデルの最大の特徴は、アセットビジネスからの転換である。ここには、いくつかの可能性がある。ひとつには従来から指摘されている首都圏の鉄道経営における「西高東低」思考からの脱却である。「西高東低」の考え方の背景には、不動産単価の相違による、開発・分譲後の収益の絶対額があると考えられる。しかしながら、新しいビジネスモデルは消費者が生活することにより発生する日常のニーズに関する「フロー」を肌目細かくビジネスとして捕捉しようとするものである。消費者がより豊かに生活することをどのようにサポートしていくのかとの視点に立つ機能提供型ビジネスモデルには、「西高東低」志向は存在しないものと考えられる。さらには、アセットから離れることにより、顧客の志向の変化により柔軟に付いていくことが可能になるとも考えられる。これからますます進展するであろう志向の多様化に対応するためには、そもそもアセットを保有すべきでないとの大胆な指摘もあろう。

(4) 実現のための3ステップ(リエンジニアリング)

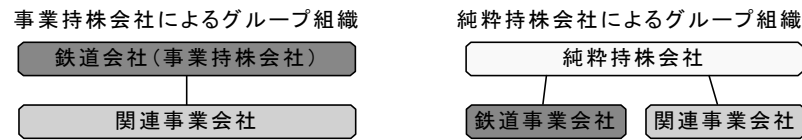
資産保有型にせよ機能提供型にせよ、新しい戦略を実現するには、ステークホルダーに対するアカウンタビリティを重視した上で、下記の3ステップを経ることがポイントと考えられる。

- ①何をを目指すのか(方向性の提示)
 - ②定量項目による目標の提示、管理体制の構築
 - ③組織再編も視野に：戦略に応じた組織のあり方
 - ①定性論を中心とした方向性の提示
 - 一番目は、「何をを目指すのか」であり、グループの新しい戦略の中で最も重要なことである。新しいビジネスモデルで、事業者としても確たることが見え難い場合には、「こんなことが出来るはずである」という表現になるかもしれない。
 - 「何をを目指すのか」については、特にビジネスモデルの4要素⁶⁰に準じて、顧客は誰か、顧客にいかなる価値をどのような仕組みで提供するのか、その結果として、どのようにどのくらい収益を得ることが出来るのか、といった整理が必要と考えられるが、一方で、想定されるリスクはどこにあるのか、その際のシナリオはといった整理も併せて必要となろう。
 - ②定量的な目標の提示
 - 次に取り組むべきは、定量的な目標を提示することである。定量的な目標はグループの求心力を保持するためにも重要な事項である。一方で、グループとして取り組む場合、会社や事業によって基本戦略が各々異なることが想定される。コスト戦略を採る会社・事業と差別化戦略を採る会社・事業では定量的な目標が異なり、必要に応じて、複数の目標を提示することも当然考慮すべき選択であろう。
 - ③組織上の対応
 - 組織のあり方として、グループの各々の事業内容、基本戦略の違いにより企業風土や時間感覚が異なることを先ず認識しておかねばならない。鉄道事業がコスト戦略中心となるのに対し、資産保有型にせよ機能提供型にせよ新しいビジネスモデルに応じた役割を担う会社には、差別化戦略を担う会社が多く含まれるものと考えられる。
- 持株会社導入の際には基本戦略の相違等を認識しておく必要
- 鉄道グループにおいては、現時点で鉄道事業本来の収益の絶対額が大きく、収益力も高い。このため、事業再編の際に持株会社制度を導入しようとするならば、事業持株会社を採用する動きが想定される。
- しかしながら、グループ事業として他の事業者と協同して新しいビジネスに取り組む場合には、基本戦略の異なる鉄道事業の発想や時間感覚が、そのプロセスの進展に障害になることも予想されよう。このような観点に立てば、持株会社制度を導

⁶⁰ 国領二郎教授による定義のこと。本稿14頁外を参照されたい。

入する際に検討すべきは、新しいグループの中における①鉄道事業の位置付け、②鉄道事業とは基本戦略、時間感覚が同一かあるいは近い関連事業の位置付け、③鉄道事業とは基本戦略、時間感覚が異なる関連事業の位置付けを明確化し、自社の成長シナリオを想定する上で、③のウエイトが相対的に重いようであるならば、純粋持株会社によるグループ組織形態を採るとの選択肢を検討する必要もあろう。

【図表3-8】事業持株会社か純粋持株会社か



(出所) 日本興業銀行産業調査部作成

グループの統合をどのように進めていくべきか

また、グループの統合をどのように進めていくかも、極めて重要な判断である。全てのグループ企業により緊密な関係を求めていくのか、答えは異なるものと考えられる。各々の事業に有機的な関係が見込まれ、例えば、事業Aが別の事業Bに対して理論的且つ具体的に効果を発揮することが期待されたとしても、事業Bの担い手であるグループ会社が一定水準に満たないためにその効果を受け留めることができない事業者であった場合には、グループ経営の効果は、机上の想定とは異なり、実際には減衰あるいは喪失しかねないであろう。こうした点からも各事業を担うグループ会社が当該事業分野において、それ相応の競争力を有しておく必要があるが、一定水準を越えられない場合には、例え機能上該当するグループ会社が存在していたとしても、敢えてグループ外の機能を活用するとの選択肢もあろう。