

2022 年 12 月 27 日
みずほ銀行 産業調査部

Mizuho Industry Focus Vol. 236

ポストコロナの鉄道経営のあり方について ～コロナ禍を奇貨とした新たなビジネスモデルへの挑戦～

前島 裕

〈要 旨〉

- 日本の鉄道ビジネスモデルは発展経緯の違いから民鉄型と JR 型に大別されるが、近年はいずれも事業の多角化による成長を遂げていた。小林一三モデルを原点とする民鉄型モデルは、民設民営での鉄道ネットワークの構築と、移動目的となるサービス展開による外部性の獲得を積極的に進めたモデルとして世界的にも稀有なビジネスモデルであり、資本市場からもコングロマリット経営の意義を認められていた。また、国鉄分割民営化後に多角化を本格化した JR 型モデルも、新幹線延伸による鉄道事業そのものの成長と、駅ビルの高度利用を通じた事業多角化により持続的な成長を遂げてきた。
- しかしながら、コロナ禍でライフスタイルが大きく変容する中、移動需要そのものが減少し、人流依存の鉄道ビジネスモデルは瓦解してしまった。移動需要自体が減少したことにより、従来有していた鉄道の自然独占性や立地優位性を発揮できず、非運輸事業の競争力低下をも招く等、ビジネスモデル自体が逆回転に至っている。
- コロナ禍で生じたライフスタイルの変容は、都市内・都市間ともに構造的な需要の変化につながり、将来にわたって影響を及ぼす可能性がある。構造的な事業環境の変化に対して、鉄道事業者はコロナ禍を奇貨としたビジネスモデルの再構築を迫られており、新たなビジネスモデルの構築とありたき姿を実現するための経営体制の見直しに取り組む必要がある。
- 新たな鉄道ビジネスモデルの方向性として、顧客基盤を活用したエコシステム形成とアセットの最有効活用を主眼としたアセットマネジメント業転換の 2 点を提示する。エコシステム形成は、リアル顧客基盤を活かした新たなマネタイズ方法を模索する戦略で、従来の立地優位性に依存しないマネタイズを志向するモデルとして位置づけられる。アセットマネジメント業への転換は、アセットマネージャーとして不動産価値の最大化を志向するモデルであり、エコシステム形成と合わせて、沿線に深く関わり続けることに寄与すると考えられる。
- 新たな鉄道ビジネスモデル構築に向けては、グループ経営のあり方についても見直しが必要となる。新しい価値創造を目指すために、グループストラクチャーとグループ管理体制を見直し、利用者・投資家等のステークホルダーへの価値提供を最大化することを期待したい。

目 次ポストコロナの鉄道経営のあり方について
～コロナ禍を奇貨とした新たなビジネスモデルへの挑戦～

I. はじめに.....	2
II. 鉄道ビジネスモデルの概観.....	2
1. 民鉄型ビジネスモデルと資本市場からの評価.....	2
2. JR 型ビジネスモデルと資本市場からの評価.....	7
III. 事業環境の変化と鉄道ビジネスモデルへの影響.....	11
1. 鉄道事業者を取り巻く事業環境の変化.....	11
2. 鉄道ビジネスモデルへの影響.....	15
IV. 新たな鉄道ビジネスモデルの構築に向けて.....	16
1. 新たな鉄道ビジネスモデルの方向性.....	17
2. 新たな鉄道ビジネスモデル構築に向けたグループ経営のあり方.....	23
V. おわりに.....	25

I. はじめに

新型コロナウイルスの感染拡大により、移動需要の停滞が続く

新型コロナウイルスの感染拡大以降、度重なる移動制限措置や感染防止を目的とした行動変容等の影響により、日本国内の移動需要は停滞が続いている。過去にも天災やパンデミック等の影響で、一時的に移動需要が落ち込むケースはあったが、今回ほど長期間にわたって移動需要の停滞が続いたことはなく、まさに未曾有の事態と言える。

人流を担う鉄道事業者へのコロナ影響は甚大

移動需要の喪失は、移動そのものを支えてきた鉄道事業者に大きなダメージを与えた。人が移動しないことで、運輸事業は当然にして影響を受けたが、加えて鉄道事業者が駅・街で展開している非運輸事業についても、人流依存のビジネスモデルが故に業績悪化を余儀なくされた。2022 年度については、アフターコロナに向かう中で業績回復の兆しが見え始めているものの、ビフォーコロナの水準までは到底未達の状況であり、依然として厳しい事業環境であると言わざるを得ないだろう。

行動変容の定着により、ビフォーコロナの事業環境には戻らない

足下は、アフターコロナへの転換に向かう機運があるが、コロナ禍で生じた行動変容の一部は定着が見込まれ、アフターコロナでも人流への影響は残り続けることが想定される。特にデジタル化の進展は、通勤や買い物等の移動目的そのものがデジタル空間で完結するようになり、移動需要の減少要因となるが、長引くコロナ禍での利便性の認識等によってアフターコロナでも定着が見込まれる行動変容を引き起こす要因と言えよう。

コロナ禍を奇貨としたビジネスモデル変革が求められる

これまで人流を創出し支えるサービスを中心に多角化を進め、成長を遂げてきた鉄道事業者だが、事業環境がビフォーコロナに戻らない蓋然性が高い中、戦略の見直しを余儀なくされている。本稿では、ウィズ／アフターコロナにおいて鉄道事業者が目指すべき戦略方向性とグループ経営のあり方について考察する。

II. 鉄道ビジネスモデルの概観

本章では、発展経緯の異なる民鉄型と JR 型それぞれのビジネスモデルを振り返り、ビフォーコロナの事業環境におけるビジネスモデルと資本市場からの評価について整理する。なお、本章では大手民鉄 14 社と上場している JR4 社を対象として分析する。

1. 民鉄型ビジネスモデルと資本市場からの評価

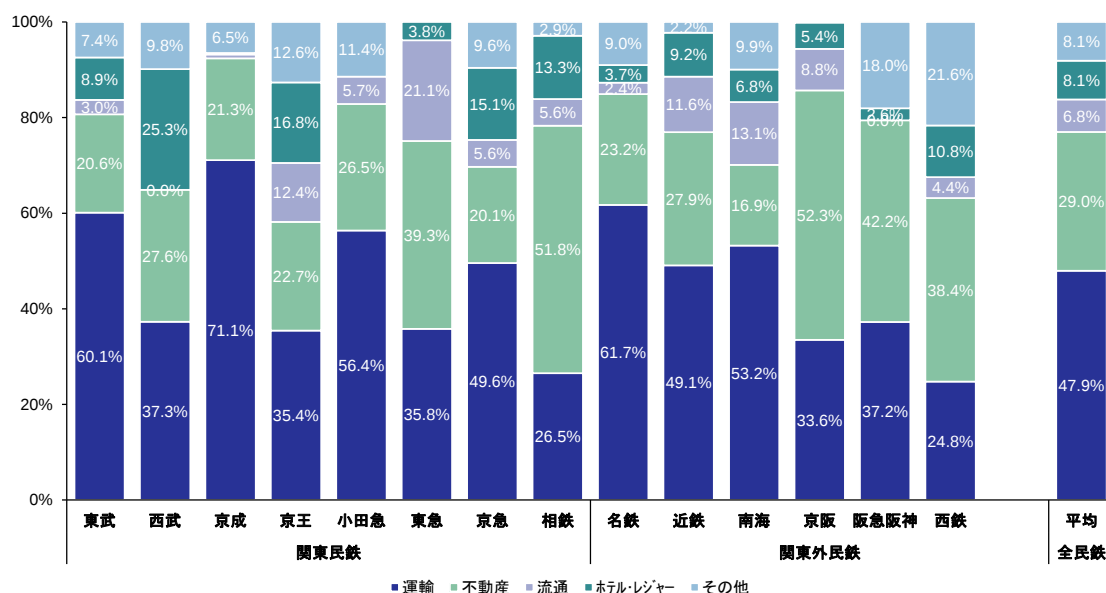
小林一三モデルを原型として、沿線内外での事業多角化を進展

現在の民鉄型ビジネスモデルの原型は、箕面有馬電気軌道株式会社（現在の阪急電鉄）の創業者である小林一三氏が考案し、その後多くの民鉄が当該モデルを模範として展開・発展させてきたことは、多くの先行研究でも指摘されているところである¹。当該モデルは、鉄道事業というある種自然独占的な事業を軸とした交通ネットワークで沿線を形成し、沿線における住宅分譲や移動目的となるサービスを提供することで、鉄道事業の外部効果を享受しつつ、沿線価値の向上を達成する、という世界的にも稀有なビジネスモデルとして発展を遂げた。発展期には、沿線不動産価値の向上を梃子とした資金力を活かし、沿線外への事業展開や本業とは関連のない国際物流事業等への参入も見ら

¹ 日本興業銀行産業調査部「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」『興銀調査 304 号 2001 No.4』（2001 年）等を参照されたい。

れるようになり、民鉄各社の事業ポートフォリオはますます多角化が進展することとなった。多角化の事業内容や比率は各社によって異なるものの、ビフォーコロナの事業環境にあった2018年度の営業利益に占める非運輸事業の比率は、大手民鉄14社平均で約52%となっている(【図表1】)。

【図表1】大手民鉄のセグメント別営業利益の構成比(2018年度)



(出所) 各社有価証券報告書より、みずほ銀行産業調査部作成

沿線の人口動態によって多角化の方向性が異なっていた

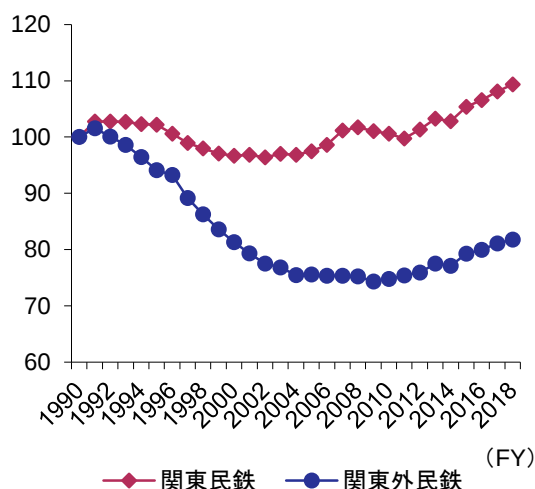
大手民鉄の多角化についてあえて類型化すると、沿線の人口動態、事業環境の違いから関東民鉄と関東外民鉄の2パターンに分類できる。ビフォーコロナの鉄道事業の輸送人員を比較した場合、関東民鉄の輸送人員は、2002年度を底として増加基調であった一方、関東外民鉄の輸送人員は、近年こそインバウンド需要の恩恵を受けて増加に転じていたものの、長期トレンドで見ればバブル崩壊以前の約8割にとどまっており、既に人口減少の影響を受けていたという違いが見てとれる(【図表2】)。

関東民鉄は沿線機能としての事業多角化、関東外民鉄は成長機会獲得のための市場拡大を志向

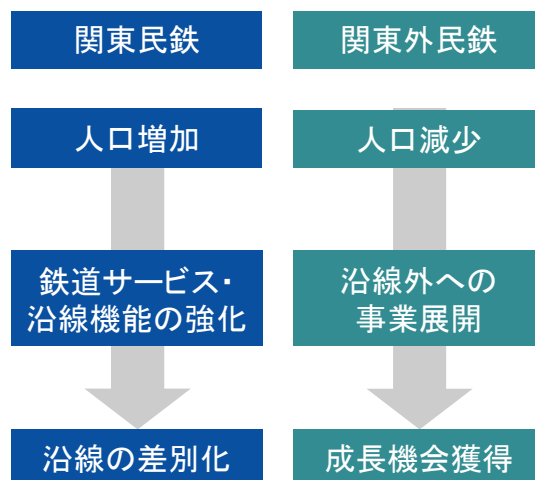
ビフォーコロナの関東民鉄は、鉄道事業の利便性向上や速達性等のサービス品質向上に加えて、沿線内での生活サービス展開を推進してきた。背景には、引き続き人口流入が見込まれる首都圏を事業基盤とし鉄道事業の成長が見込まれていたことがあり、鉄道事業そのもののサービスの向上と沿線機能の拡充によって、路線間競争における沿線の差別化とグループとしての外部効果の積極的な享受を志向したものと考えられる(【図表3】)²。一方、既に沿線人口の減少影響が顕在化していた関東外民鉄においては、関東民鉄同様に沿線の磨き上げに注力しつつも、成長市場である首都圏や海外にも経営資源を振り向け、海外を含む沿線外での積極的な不動産開発や国際物流の強化を推進していた。沿線外での事業展開や鉄道事業とは直接関係のない国際物流事業の展開は、グループとしてのシナジー効果があったとは認めがたいが、事業基盤である沿線の地盤沈下が進行する中で、新たな市場として首都圏や海外に非運輸事業の成長機会を求めた結果と言えよう。

² 外部効果としては、鉄道の敷設・延伸によるもの大きいとされるが、関東民鉄の場合は相互直通による疑似的な延伸効果を享受できたものと推察される。

【図表 2】大手民鉄の輸送人員の推移



【図表 3】大手民鉄の多角化の方向性



(注) 1990 年度の輸送人員を 100 とした場合の指数
(出所) (一社) 日本民営鉄道協会「大手民鉄の素顔」
より、みずほ銀行産業調査部作成

(出所) みずほ銀行産業調査部作成

事業戦略に合
わせて、経営体制
の見直しも進展

沿線に注力する事業展開を志向していた関東民鉄と、沿線外も含めた成長市場への事業展開を志向する関東外民鉄では、経営体制にも違いが表れている。多くの関東民鉄は、鉄道事業を頂点とする事業持株制を採用しており、非運輸事業を沿線の機能・サービスとして強化するために子会社との連携を強化し、沿線価値向上のために経営資源を集中投下する目的から、中央集権的な事業持株制が採られていたものと考えられる³。一方の関東外民鉄は、成長のために沿線外への事業展開を推進する観点から、純粋持株会社制に移行する事例が散見され、バブル崩壊後の構造改革が一巡した 2000 年代半ば以降に経営体制の見直しが行われた(【図表 4】)。沿線外の成長市場に打って出るために非運輸事業の意思決定の迅速化や自律的成長を促す必要があり、鉄道集権的な関東民鉄とは異なり、純粋持株会社制への移行を通じて遠心力経営を志向したものと考えられる。

【図表 4】大手民鉄による純粋持株会社への移行事例

会社名	移行時期	移行の目的
阪急ホールディングス(株)	2005年4月	グループ経営機能と事業推進機能を強化し、競争力を持った各コア事業の相互連携による企業グループの形成
西武ホールディングス(株)	2006年3月	経営のチェック機能の強化に加え、各事業の価値増大とグループシナジーの最大化を通じた企業価値の極大化
相鉄ホールディングス(株)	2009年9月	中長期的な経営環境を踏まえた、グループ経営管理体制の強化とグループ利益の拡大
近鉄ホールディングス(株)	2015年4月	変化する経営環境の中で、グループ経営機能の強化と各事業会社の自律的経営による、企業価値の増大
京阪ホールディングス(株)	2016年4月	各事業の更なる競争力強化、グループ事業の拡大、異業種との提携・M&Aを活用した新たな事業の創出

(出所) 各社プレスリリース等より、みずほ銀行産業調査部作成

³ 鉄道のネットワークが限定的な相鉄 HD は移行済。西武 HD はガバナンス問題に端を発する構造改革の末、持株会社化。

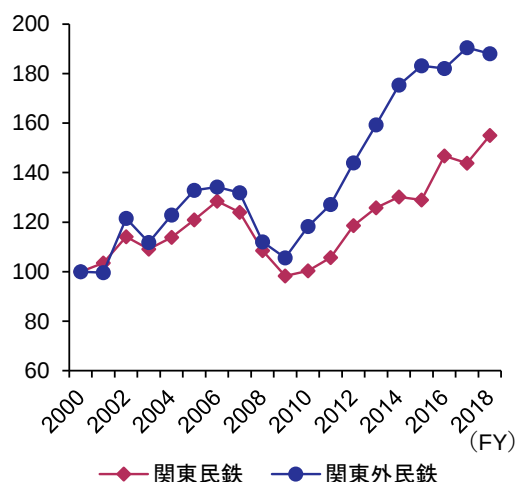
近年は、関東外民鉄の非運輸事業の成長率が高い

前述した事業戦略・経営体制の違いは、各社の業績にも表れており、バブル崩壊後の構造改革期を経て、再び成長戦略を志向する展開にあった2000年代以降の非運輸事業の EBITDA (利払前・税引前・減価償却前利益) 成長率の比較により、その事実を検証したい。2000 年度時点の非運輸事業の EBITDA を 100 とした場合、コロナ影響のなかった 2018 年度の関東民鉄の成長率は 155、関東外民鉄は 188 と、リーマンショック以降の回復期・成長回帰を経て、成長率に差異が認められる(【図表 5】)。関東民鉄と比べて鉄道事業の事業環境が厳しかった関東外民鉄が、沿線外を含めた成長領域へチャレンジした結果であり、沿線の人口動態以上の成長を遂げたことが認められる。

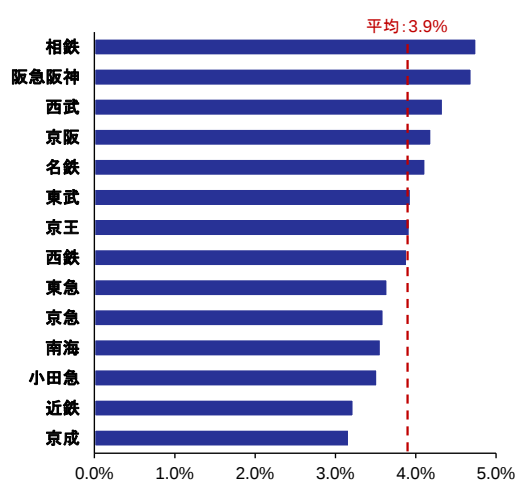
特に資産効率の観点では、経営体制見直しの効果が発揮されている

非運輸事業の自律的成長を促し、意思決定を迅速化するために行われた経営体制の見直しは、資産効率向上の観点でも寄与したものと考えられる。経営体制見直しが一巡した 2016 年度から 2018 年度の平均 ROIC を比較した場合、純粋持株会社に移行した 5 社のうち 4 社が平均値を超えて上位を占めている(【図表 6】)。経営体制の見直しを通じて、各事業の競争力・稼ぐ力が高まったことで分子が増大したことも要因であろうが、経営資源の最適配賦等、経営管理の高度化によって分母となる投下資本のコントロールを実現したことも、資産効率の向上に寄与しているものと考えられる。

【図表 5】非運輸事業の EBITDA の推移



【図表 6】大手民鉄の ROIC ランキング



(注) 関東民鉄の合計値は、西武 HD を除く値

(注) 2016~2018 年度の平均値

(出所) 【図表 5、6】とも、各社有価証券報告書より、みずほ銀行産業調査部作成

資本市場からは Sum of the parts で評価されている

民鉄型ビジネスモデルの特異性・優位性については前述の通りだが、資本市場からどのように評価されていたのか、振り返ってみたい。民鉄型ビジネスモデルを一言で表すと多角化・コングロマリット経営となるが、一般論としてのコングロマリット経営は企業価値判断の複雑性・不透明性等の理由で、ディスカウント評価となる場合が多いと指摘されている。一方、本稿で対象としている大手民鉄に関して言えば、各事業の事業価値の総和を企業価値とする Sum of the parts と呼ばれる評価手法が適用されており、各事業のキャッシュフロー創出力に依拠した事業価値を減じることなく評価されている(【図表 7】)。

【図表 7】 資本市場における民鉄の企業価値評価手法

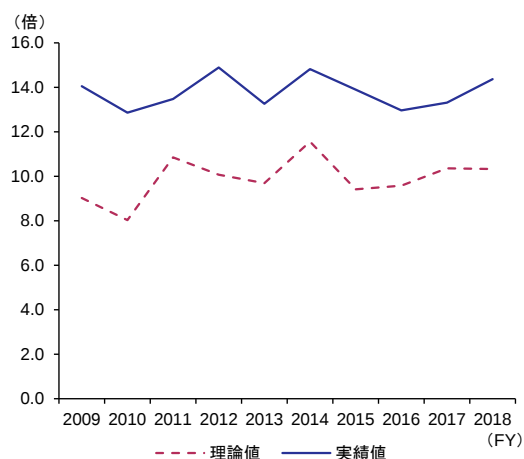
事業別のEBITDA		事業別のマルチプル(例)		企業価値	
運輸事業	×	同業平均×掛け目	=	運輸事業	
不動産事業	×	Capレートの逆数	=	不動産事業	+
流通事業	×	TOPIX小売指数	=	流通事業	+
ホテル・レジャー事業	×	Capレートの逆数	=	ホテル・レジャー事業	+
その他事業	×	TOPIX指数	=	その他事業	+

(出所) みずほ銀行産業調査部作成

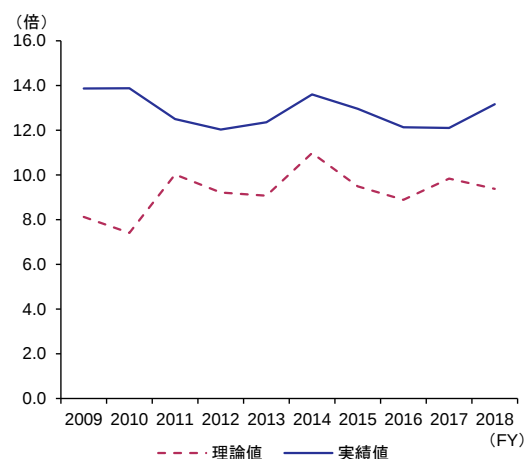
資本市場からは、理論上のマルチプルを上回る評価がなされている

Sum of the parts は、セカンダリーのアナリストが目標株価を算出する際に採用することが多いが、実際に資本市場でも有効な評価手法であることを、2009年度からの10年分のデータを用いて検証を試みたい。本項では、一定の前提に基づき算出した理論値としての企業価値／EBITDA マルチプルと実績値の比較により Sum of the parts の有効性を分析している。理論値の算出に際しては、大手民鉄の主要事業である運輸、不動産、流通、ホテル・レジャー事業の EBITDA に、各業界の上場大手5社平均の企業価値／EBITDA マルチプルを乗じて事業価値を算出し、それぞれの事業価値の総和を全体の企業価値とした。検証の結果、関東民鉄、関東外民鉄とも、理論値と実績値のトレンドは似通っていることに加え、全期間において実績値の企業価値／EBITDA が理論上のマルチプルを上回っており、Sum of the parts による企業価値評価は有効であると言える。

【図表 8】 大手民鉄の企業価値／EBITDA マルチプルの推移(左図: 関東民鉄、右図: 関東外民鉄)



(出所) 各社有価証券報告書より、みずほ銀行産業調査部作成



(出所) 各社有価証券報告書より、みずほ銀行産業調査部作成

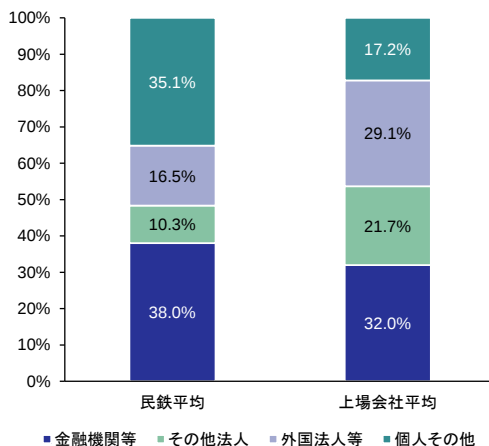
株主構成にもビジネスモデルの特徴が表れている

ロイヤルティの高い沿線株主が株価を下支えする効果も

大手民鉄の企業価値が理論値より高い背景として、個人株主比率の高さが影響していると考えられる。民鉄の個人株主比率は、全上場企業平均の約 2 倍となっており、乗車券やグループ施設の割引券等を株主優待とすることで、顧客基盤である沿線住民に株式保有のインセンティブを付与している（【図表 9】）。同様の取り組みは、空運業界でも見られ、グループサービスへの惹きつけとロイヤルティ⁴の高い株主の誘因に寄与しているものと考えられる。

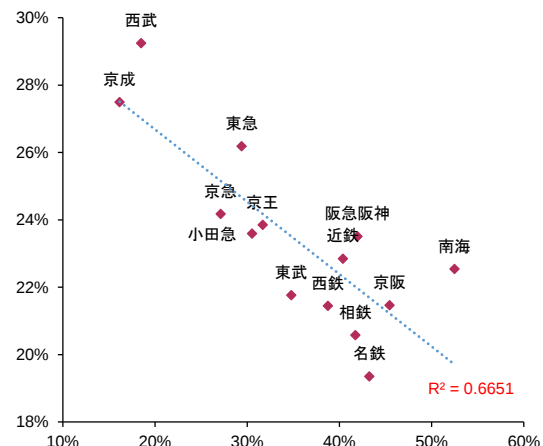
民鉄にとって、ロイヤルティの高い沿線株主の存在は、株主優待を通じた自社グループ施設への誘客効果に加えて、株価形成においても寄与しているものと考えられる。株主優待をインセンティブとすることで、キャピタルゲイン狙いの短期売買ではなく長期保有を前提とした個人投資家を惹きつけ、安定的な株価形成につながっている。実際に、2007 年度以降の大手民鉄各社の HV⁵ と個人株主比率の関係性を比較検証した結果、個人株主比率が高い事業者ほど、HV の平均値が低く抑えられており、沿線株主が株価を下支えしているという評価が成立しうる（【図表 10】）。

【図表 9】大手民鉄の株主構成(2018 年度)



(注) 全国 4 証券取引所の上場企業の平均値
(出所) 各社有価証券報告書、日本取引所グループ「株式分布状況調査」より、みずほ銀行産業調査部作成

【図表 10】個人株主比率と HV の関係



(注) 縦軸: 2007~2020 年度の HV の平均値、
横軸: 2020 年 3 月末時点の個人株主比率
(出所) 各社有価証券報告書より、みずほ銀行産業調査部作成

2. JR 型ビジネスモデルと資本市場からの評価

国鉄分割民営化以降の JR 型ビジネスモデルについて考察する

JR と民鉄の最大の違いは、鉄道事業を中心とする交通インフラを担う公共事業体として出発している点である。現在の JR 各社は元々日本国有鉄道(以下、国鉄)という一つの公共企業体として、日本全国の鉄道ネットワークを有していたが、第三次中曽根内閣下で実施された行政改革によって現在の旅客 6 社 + 貨物 1 社の形に分割・事業承継され⁶、1987 年 4 月に JR という民間企業としてスタートを切っている。国鉄分割民営化については、多くの書籍や先行研究でも語られているところであり⁷、本項では民鉄型とのビジネスモデル比較のために、国鉄分割民営化以降の JR について検証している。

⁴ マーケティング分野において、顧客が企業やブランドの商品やサービスに対して抱く信頼や愛着心のことを指す。

⁵ ヒストリカルボラティリティの略で、過去の株価変動に基づいて算出された変動率のこと。

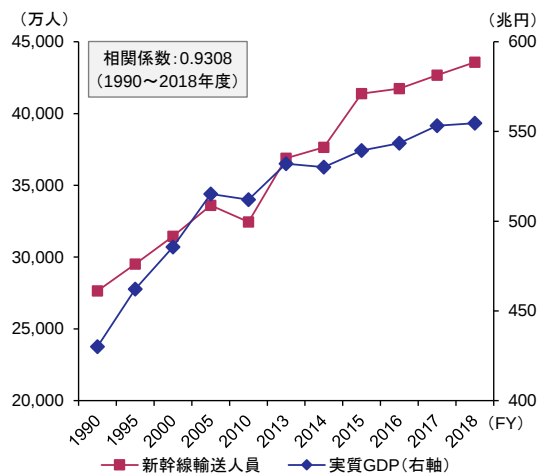
⁶ 鉄道事業以外にも、システムや通信も含めて 12 法人に承継されているが、本稿では対象としないため触れていない。

⁷ 牧久著『昭和解体』等を参照されたい。

JR 型ビジネスモデルの成長ドライバーの一つは新幹線

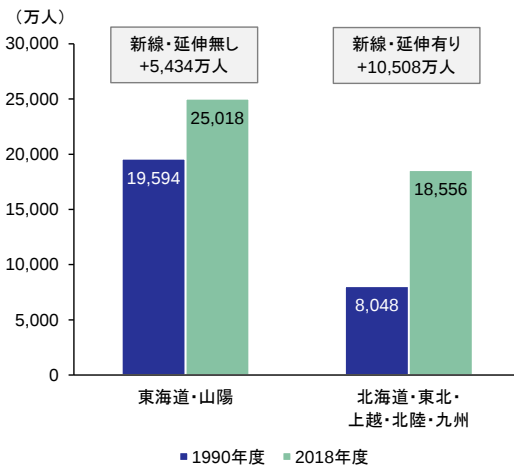
民営化以降の JR の成長ドライバーは、大きく分けて二つのパターンがあり、一つは新幹線需要の獲得である。新幹線の輸送人員は経済活動の多寡に左右され、2018 年度までは概ね実質 GDP に連動しながら増加している（【図表 11】）。2010 年度以降は、国主導による整備新幹線の新線開発・延伸計画⁸が進められたことで、実質 GDP の成長以上に輸送人員を伸ばしており、需給両面の要因により輸送人員が増加していた（【図表 12】）。新幹線は、都市間輸送を担う輸送手段として、航空や自動車等の他モードとの競争がありながらも順調に輸送人員を伸ばし、JR 各社にとっての成長ドライバーとなっていたと言える。

【図表 11】新幹線輸送人員と実質 GDP の推移



(出所) 国土交通省「鉄道統計年報」等より、
みずほ銀行産業調査部作成

【図表 12】路線別の輸送人員増加数比較



(注) 1990 年度以降の新線開発・延伸の有無により、
グルーピング
(出所) 国土交通省「鉄道統計年報」等より、
みずほ銀行産業調査部作成

不動産としての駅ビル開発と駅での生活サービス展開による多角化を志向

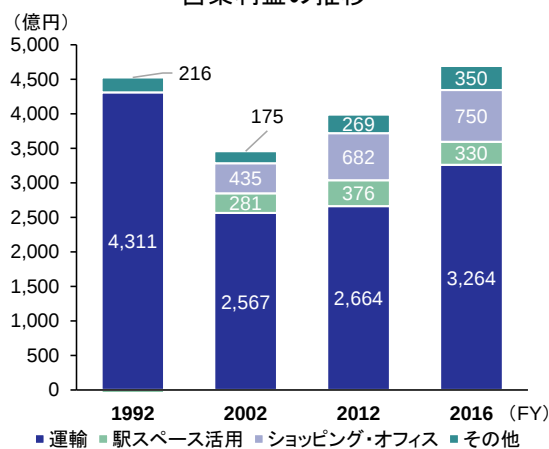
JR 型ビジネスモデルのもう一つの成長ドライバーは、駅ビルの再開発・高度利用による多角化である。民鉄とは違い、分割民営化を契機に多角化を本格化した JR は、当初は鉄道事業の外部効果獲得を企図したビジネスモデルとはなっていなかったため、異なる成長戦略を志向したものと考えられる。主要なターミナル駅を再開発することで主に都心部の活用可能スペースを生み出し、更には当該スペースにおいてターミナル駅の誘因力を生かしたテナント誘致・自社グループ事業の展開を進めたのである。例として JR の中で最初に上場した JR 東日本の多角化について見ていきたい。JR 東日本の非運輸事業の営業利益は、上場直前の 1992 年度には 167 億円と全体の約 4%程度しか占めていなかったが、その後の多角化により、国鉄分割民営化から約 30 年経過した 2016 年度には 1,430 億円と全体の約 30%程度を占めるまでに至っている（【図表 13】）。

⁸ 「全国整備新幹線鉄道整備法」における昭和 48 年の「整備計画」に基づく 5 路線のことを指す。全国的な鉄道網の整備を図ることで、国民経済の発展、地域の活性化等に資することを目的としており、独立行政法人鉄道建設・運輸施設整備支援機構が施設を建設・保有し、JR が営業主体として貸付料を支払うという上下分離スキームが採用されている。

事業基盤の違い等から、多角化の度合いは各社各様

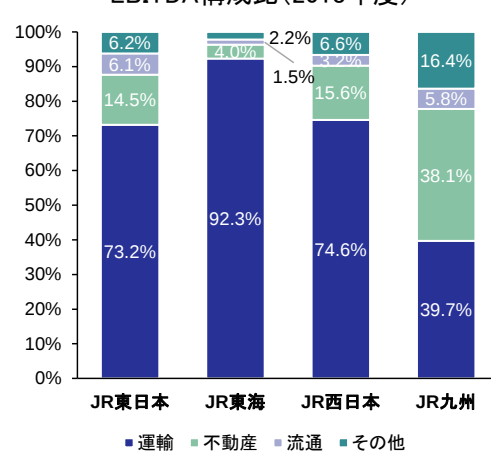
JR の多角化については、各社の事業基盤の違い等から注力度合いは異なる。最も非運輸事業の比率が高いのは JR 九州だが、本州 3 社と比べて域内の人口動態が厳しい状況であった一方、国鉄改革の主旨に基づき上場を目指す必要があったため、JR 型の成長戦略に加えて民鉄型の多角化戦略を取り入れることで、非運輸事業を伸ばしてきた。2018 年度の EBITDA に占める非運輸事業の比率は約 60%と、民鉄型に近い事業ポートフォリオとなっている（【図表 14】）。他方、JR 東海の EBITDA に占める非運輸事業の比率は約 10%と、JR の中で最も非運輸事業比率が低い。ビフォーコロナの事業環境において当社の屋台骨を支えていた東海道新幹線の収益性が非常に高く、当該事業に経営資源を集中投下していたためと考えられる。

【図表 13】 JR 東日本のセグメント別
営業利益の推移



(出所) 当社有価証券報告書より、みずほ銀行
産業調査部作成

【図表 14】 JR 各社のセグメント別
EBITDA 構成比 (2018年度)



(出所) 各社有価証券報告書より、みずほ銀行
産業調査部作成

民鉄同様、Sum of the parts での市場評価も水準は異なる

JR に対する資本市場評価について、前節の民鉄同様のアプローチで Sum of the parts の有効性検証を試みたところ、概ね理論値と実績値が同水準で推移する結果となった（【図表 15】）。ただし、検証期間においては、実績値が理論値を下回ることが多く、民鉄ほどのコングロマリットプレミアムを確認することは出来なかった。株価形成には様々な要因が含まれるため一概には検証できないが、事業ポートフォリオの構成比と株主構成の違い等がマルチプルの差に影響していると考えられる。

事業ポートフォリオの違いがマルチプルに反映

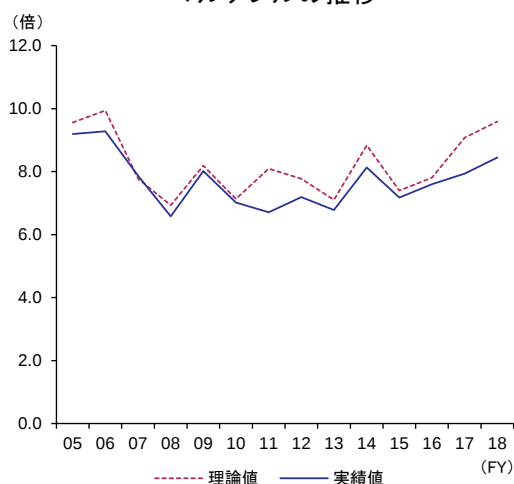
Sum of the parts での評価に際しては、各セグメントの EBITDA にマルチプルを乗じて企業価値を算出するが、一般的には不動産事業・ホテル事業のマルチプルが高く評価されるため、当該事業の構成比が大きい民鉄のマルチプルが高くなっていると考えられる（【図表 16】）。

株主構成の違いが配当政策にも影響

JR の株主構成は、民鉄に比べて機関投資家が多い株主構成となっているが、時価総額の規模や株主優待価値の有無等が影響していると考えられる（【図表 17】）。民鉄の資本市場評価については前述したが、株主優待価値を含めて高いマルチプルが付与されており、沿線住民にとってはフェアバリューだとしても、機関投資家からは割高と評価されている可能性がある。一方、JR は沿線開発による外部効果の獲得という経緯をたどらず、新幹線延伸と駅の高度化による成長を遂げており、株主優待の充実による個人投資家の惹きつけと

いうよりは、着実な利益成長を原資とした安定配当を標ぼうすることで、機関投資家に対する投資妙味を打ち出していると考えられる。実際に、定量的な株主還元方針の開示が進んでいない民鉄に比べて、JR は配当性向や総還元性向の定量目標を開示していることに加えて、目標値も民鉄対比高くなっている(【図表 18】)。

【図表 15】 JR 各社の企業価値／EBITDA
マルチプルの推移



(注) JR 東日本、JR 東海、JR 西日本 3 社の平均値
 (出所) 各社有価証券報告書等より、みずほ銀行
 産業調査部作成

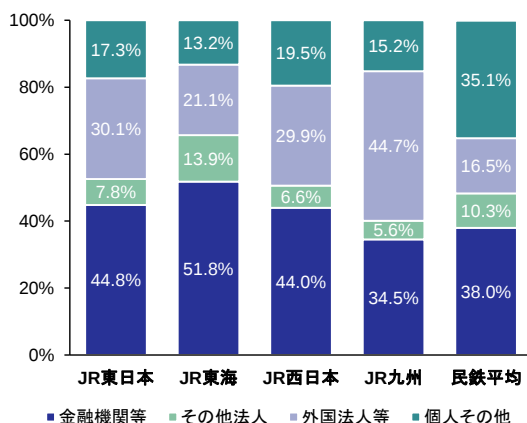
【図表 16】 理論上のマルチプル推計

	JR東日本	JR東海	JR西日本	JR九州	民鉄平均
事業PF比率					
運輸	73.2%	92.3%	74.6%	39.7%	47.9%
不動産	14.5%	4.0%	15.6%	38.1%	29.0%
流通	6.1%	1.5%	3.2%	5.8%	6.8%
ホテル	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.1%
その他	6.2%	2.2%	6.6%	16.4%	8.1%

加重平均マルチプル					
運輸	5.4x	8.5x	4.8x	2.2x	3.3x
不動産	2.3x	0.6x	2.2x	5.3x	4.3x
流通	0.6x	0.1x	0.3x	0.6x	0.7x
ホテル	0.0x	0.0x	0.0x	0.0x	1.1x
その他	0.5x	0.2x	0.5x	1.2x	0.6x
理論値	8.7x	9.4x	7.8x	9.3x	10.0x

(注) 加重平均マルチプルは、各社の事業 PF 比率
 × 業界上位 5 社平均のマルチプルにより算出
 (出所) 各社有価証券報告書等より、みずほ銀行
 産業調査部作成

【図表 17】 株主構成の比較(2020 年 3 月末)



(出所) 各社有価証券報告書等より、みずほ銀行
 産業調査部作成

【図表 18】 鉄道事業者の株主還元方針

会社名	株主還元方針
JR東日本	総還元性向40%、配当性向30%
JR西日本	2022年度において配当性向35%程度
JR九州	93円/株を下限とし、配当性向35%目安
東武	総還元性向30%目安
京成	連結配当性向10%
小田急	配当性向30%目安
東急	中長期的に配当性向30%以上
上記以外	安定配当

(出所) 各社決算資料等より、みずほ銀行
 産業調査部作成

Ⅲ. 事業環境の変化と鉄道ビジネスモデルへの影響

本章では、鉄道事業者を取り巻く中長期的な事業環境の変化とビジネスモデルへの影響について考察する。第 1 節では、特にコロナ禍で生じた構造変化を要因とする需要構造の変化と見通しを検証し、第 2 節でビジネスモデルに与える影響を論じる。

1. 鉄道事業者を取り巻く事業環境の変化

中長期的には、都市間輸送の回復が期待される

足下は、都市間輸送の落ち込みが厳しいものの、中長期的には都市内輸送以上に回復すると予想する(【図表 19】)。都市内・都市間輸送ともに、デジタル化進展による移動需要の減少影響が継続することを見込むが、移動目的の構成要素別に影響を考察した場合、中長期的には都市内需要の回復が見込みづらいつと考えられる。

【図表 19】都市内・都市間輸送需要の見通し

需要タイプ	2019年 (実績)	2020年 (実績)	2021年 (実績)	2022年 (予想)	2027年 (予想)
都市内輸送	100	71	75	85	91
都市間輸送	100	56	70	84	98

(注 1) 2019 年の都市内・都市間輸送を 100 とした場合の年平均値を指数比較

(注 2) 2022 年以降はみずほ銀行産業調査部予測

(出所) みずほ銀行産業調査部作成

(1) 都市内輸送の見通し

行動変容の定着度合と人口動態により、移動目的別の回復パスが異なる

都市内輸送は、定期・定期外ともコロナ影響により落ち込んでいるが、中期的には回復パスが異なると予想する(【図表 20】)。通勤・通学需要で構成される定期輸送については、コロナ禍で生じた行動変容の定着により、構造的に需要回復が見込めない。他方で、買い物等の私事の移動需要である定期外輸送については、短期的には移動制限解除に伴う一時的な回復を見込むも、高齢化や人口減少といった人口動態の影響を受けて、中期的にはビフォーコロナの水準まで回復しないと予想する。

【図表 20】移動目的別の都市内輸送需要の見通し

移動目的	2019年 (実績)	2020年 (実績)	2021年 (実績)	2022年 (予想)	2027年 (予想)
通勤・通学(定期)	100	79	78	84	87
私事(定期外)	100	67	75	86	96

(注 1) 2019 年の通勤・通学、私事需要を 100 とした場合の年平均値を指数比較

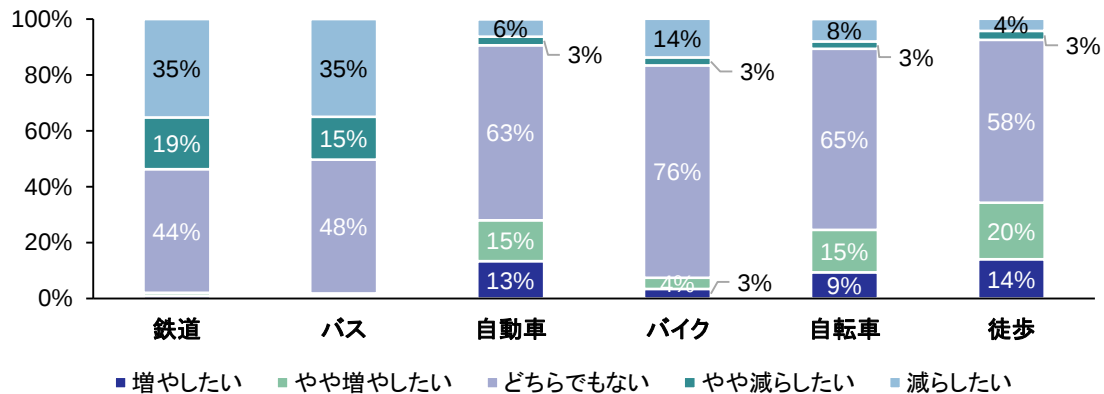
(注 2) 2022 年以降はみずほ銀行産業調査部予測

(出所) みずほ銀行産業調査部作成

短期的には、移動目的自体の減少に加えて、交通モードの選考性も影響

ウィズコロナの都市内輸送が落ち込んでいる背景として、テレワーク等によって移動目的そのものが減少していることに加えて、交通モードの選好性の変化が影響していると考えられる。国土交通省のアンケートによれば、コロナを経験して以降、鉄道・バス等の公共交通の選好性が低下し、パーソナルな交通モードである自動車の選好性が高まる結果となっている(【図表 21】)。

【図表 21】 ウィズコロナでの交通モード選好性への影響



(出所) 国土交通省「新型コロナによる生活や意識への影響とその変化」より、みずほ銀行産業調査部作成

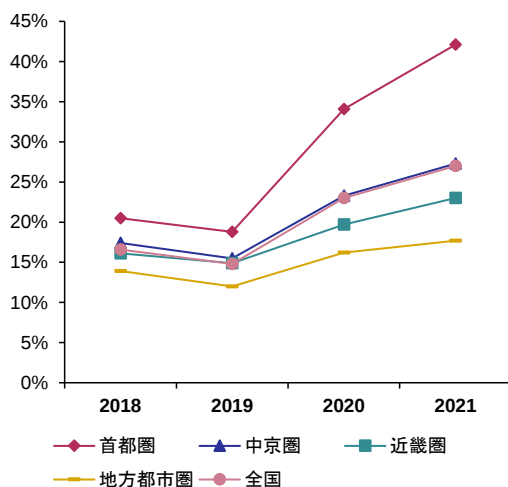
中期的にはテレワークの定着が都市内輸送の回復阻害要因に

ウィズコロナでの公共交通の需要減少要因のうち、中期的には交通モードの選好性は平時への回復が見込まれるが、オンライン化は不可逆な変化としてアフターコロナでも定着が見込まれる。特に平日の都市内輸送の構成要素のうち通勤需要については、テレワークの定着により構造的に回復しないと見込む。テレワークの定着率は、業種や従事する業務内容によって異なり、テレワーク可能就業者数が多いとされる情報通信や金融等の業種が集積する大都市圏は、地方部に比べてテレワークの実施率も高く、中長期的にも高い定着率になると見込まれる(【図表 22】)。

アフターコロナでの生産性検証を踏まえて定着率が決まる

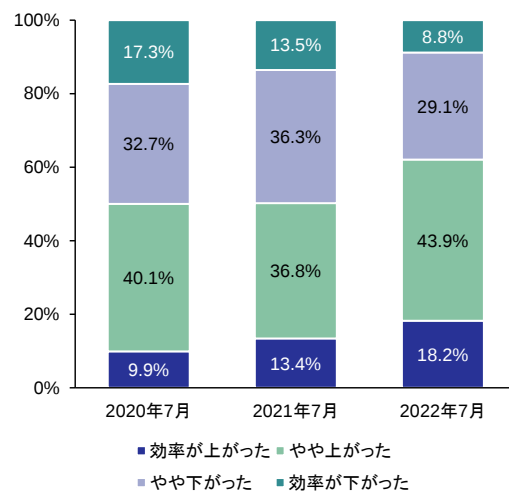
ただし、最終的には、アフターコロナの環境下での企業側による生産性検証を踏まえてテレワークの定着率が決まると予想される。従業員へのアンケートでは、テレワークの大多数を占める自宅での勤務について、約 38%が「効率が下がった」、「やや下がった」と回答しており、生産性の低いテレワークについては、アフターコロナでは許容されないと考える(【図表 23】)。

【図表 22】 居住地別テレワーカー率の推移



(出所) 国土交通省「新型コロナによる生活や意識への影響とその変化」より、みずほ銀行産業調査部作成

【図表 23】 テレワークの効率性に関するアンケート結果の推移



(出所) 日本生産性本部「働く人の意識に関する調査」より、みずほ銀行産業調査部作成

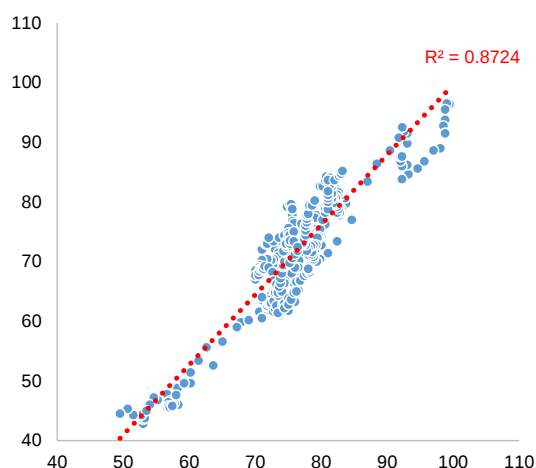
テレワークの定着は、都心部の小売商圏にも影響する

テレワークの定着は、鉄道輸送需要やオフィス需要の減少につながるだけでなく、都心部の小売需要にも影響を与えると考える。特に、昼間人口比率が高い大都市圏では、県外からの通勤者が昼間人口を支える構造となっており、小売・娯楽施設と職場のモビリティには高い相関関係が見られる(【図表 24】)。平日の通勤需要がテレワークで構造的に回復しないことが見込まれる中、大都市圏の都心部の集客力もビフォーコロナの状況に戻らない可能性がある。

商圏の一部は居住地近傍に移り、生活圏化が定着する

特に県外からの通勤需要によって昼間人口の一部を支えている中核都市では、テレワークの定着により、昼間人口の一部がベッドタウンである衛星都市に移ることとなり、商圏が縮小する可能性がある(【図表 25】)。一方で、衛星都市の昼間人口は増加することとなるため、結果として消費・回遊行動の生活圏化が起これと考えられる。

【図表 24】 東京における小売・娯楽施設と職場のモビリティの相関

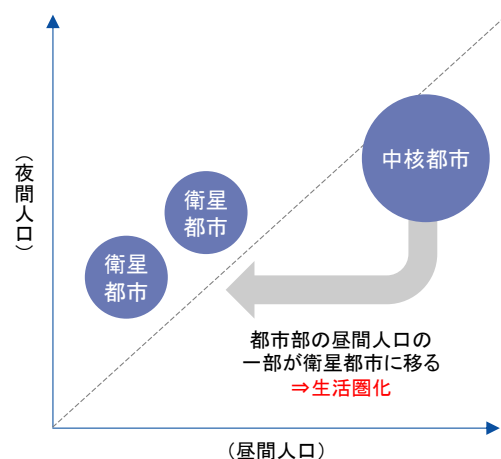


(注 1) 縦軸: 職場、横軸: 小売・娯楽施設

(注 2) ウィズコロナ(2020年2月15日～2022年2月28日、土日を除く)における職場、小売・娯楽施設のモビリティデータについて、ビフォーコロナ(2020年1月3日～2月6日)の曜日中央値を100として指標化

(出所) Google, COVID-19 Community Mobility Reports
より、みずほ銀行産業調査部作成

【図表 25】 生活圏化のイメージ図



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

(2) 都市間輸送の見通し

ウィズコロナの都市間モビリティは、移動目的に関わらず半減

ビフォーコロナの日本人の延べ国内旅行者数は、災害等の影響により多少の変動はあるものの概ね 6 億人程度で安定推移してきたが、コロナ禍にあった 2020 年、2021 年の延べ国内旅行者数はほぼ半減となった(【図表 26】)。政府による緊急事態宣言の発出等、都市間移動そのものが制限された状況であったことから、レジャー・VFR⁹・ビジネスの移動目的に関わらず、移動需要が半減した。

⁹ Visiting Friends and Relatives の略。知人・親戚訪問等の帰省需要を意味する。

【図表 26】移動目的別の都市間輸送需要の見通し

移動目的	2019年 (実績)	2020年 (実績)	2021年 (実績)	2022年 (予想)	2027年 (予想)
レジャー需要	100	50	46	90	98
VFR需要	100	54	49	83	98
ビジネス需要	100	47	46	63	81

(注 1) 2019 年のレジャー、VFR、ビジネス需要を 100 とした場合の年平均値を指数比較

(注 2) 2022 年以降はみずほ銀行産業調査部予測

(出所) みずほ銀行産業調査部作成

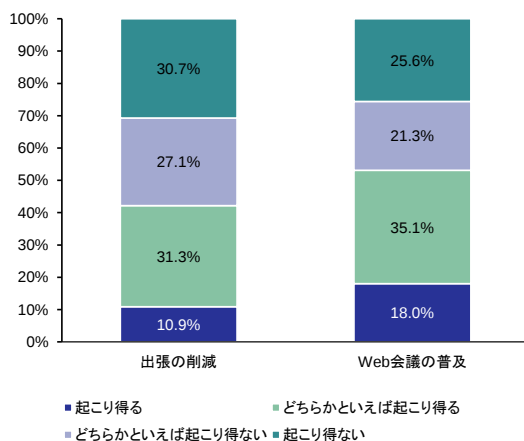
ビジネス需要は
ビフォーコロナの
水準には戻らな
い

アフターコロナでも出張の一部は Web 会議に置き換わると見込む。日本生産性本部による就労者向けアンケートにおいても、アフターコロナでも出張が減ると感じている割合が約 4 割、Web 会議が普及すると感じている割合が約 5 割と、構造的な変化として働き方改革が進むことを示唆する結果となっている（【図表 27】）。

出張の目的に応
じて Web 代替の
蓋然性は異なる

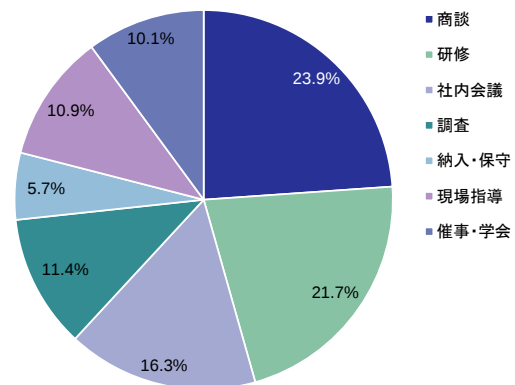
ただし、全ての出張が Web に置き換わるとは考えていない。現場指導や保守点検など、現地に赴くことでしか目的を達成しえない出張は当然にして再開されるだろう。また、対面で実施することに意味を見出せる商談等も、アフターコロナで Web 代替が継続するとは考えづらい。一方で、ネットワーキング構築等の特別な理由がない研修や社内会議は、他の出張目的と比較するとリアルで開催する必要性が乏しく、企業側の出張費削減ニーズも相まって Web に置き換わる可能性が高いと考える（【図表 28】）。

【図表 27】出張に関する意識調査



(出所) 日本生産性本部「第 8 回働く人の意識に関する調査」より、みずほ銀行産業調査部作成

【図表 28】出張目的の内訳



(出所) 日本経済研究所「出張マーケットに関する動向と今後」より、みずほ銀行産業調査部作成

中期的には国際
移動が回復し、イ
ンバウンド需要
がけん引役とな
る

短期的には、2 年にも及ぶ自粛疲れからの反動によるペントアップ（繰越）需要が見込まれることに加え、消費先としてサービス消費の嗜好性が高まると考えられることから、当面は日本人のレジャー需要が都市間輸送の回復をけん引すると見込む。中期的には渡航制限の解除に伴い、国際移動の本格回復期に入ることから、国内のレジャー需要を支えていた消費の一部が海外旅行に向かうことで、一時的に日本人の国内レジャー需要の伸びが鈍化すると見込む。一方で、国際移動の本格回復期には、訪日外国人も再び増加トレンド

に回帰すると期待され、中期的には、都市間輸送は訪日外国人を含むレジャー需要の比率が高まるだろう。

2. 鉄道ビジネスモデルへの影響

コロナ禍で鉄道
ビジネスモデル
の課題が顕在化

民鉄型とJR型のビジネスモデルについては第Ⅱ章で述べた通りだが、両者とも人流依存のビジネスモデルであるが故に、コロナ禍では甚大な影響を受けている。両モデルに共通しているのは、鉄道事業の外部効果を最大化すべく非運輸事業を展開することで成長を遂げてきた点であり、自らが移動目的と移動手段を提供することで顧客への価値創造を実現してきたが、コロナ禍で生じた構造変化の影響により価値創造の仕組みは機能不全に陥ったと言える。また、鉄道ビジネスモデルを成立させるためには多額の投資が必要となるが、コロナ禍での構造変化によってキャッシュ創出力の低下が見込まれることから、グループ経営のあり方についても課題が生じている。

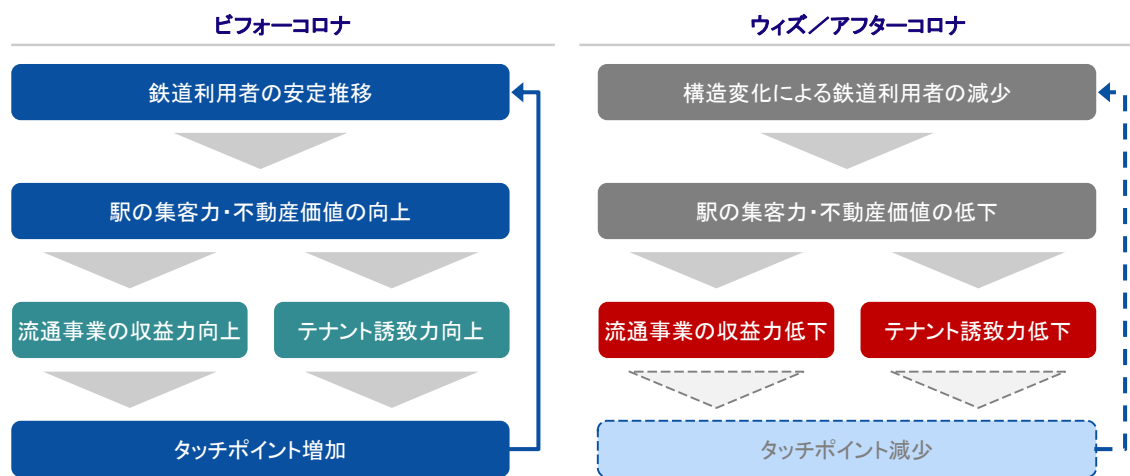
競争力の源泉で
あった鉄道イン
フラの自然独占
性と立地優位性
が発揮できない

従来の鉄道ビジネスモデルにおける強みは、再現性が低い自然独占的な鉄道事業を中心とした交通インフラによって利用者を囲い込み、更には鉄道利用者が必ず通過する駅という集客装置の立地優位性を活かして非運輸事業を展開してきた点である。特に人口密度の高い都市圏における鉄道の自然独占性については、代替交通手段が少ないという観点で依然として高い競争力を有していると言えるが、移動需要そのものが回復しない事業環境下では、当該競争力を発揮できず、駅の立地優位性も低下すると考えられる。

駅の立地優位性
低下は、非運輸
事業の競争力低
下にもつながる

駅の立地優位性低下は、非運輸事業の競争力低下にもつながる。ビフォーコロナにおいては、安定推移していた鉄道利用者を起点として、不動産としての駅の価値向上や駅構内で展開する流通事業等の駅ナカ事業の収益力向上といったシナジーを発揮していたが、駅の立地優位性低下により当該シナジーを発揮しづらい環境になってしまった(【図表 29】)。鉄道の自然独占性を活かした顧客囲い込みと立地優位性を前提とした非運輸事業での顧客誘引の仕組みは、ウィズ/アフターコロナでは機能しないと考えられることから、新たなビジネスモデルを模索する必要がある。

【図表 29】 コロナ禍での鉄道ビジネスモデルへの影響

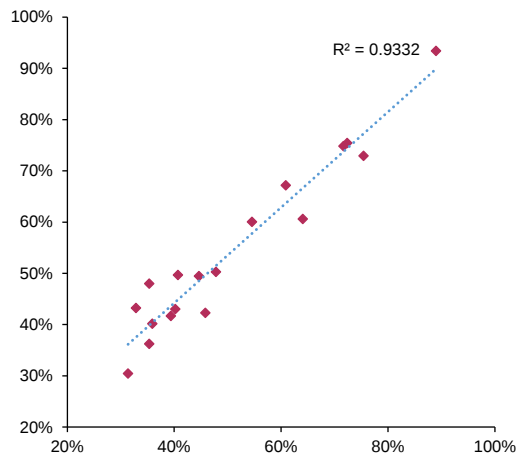


(出所) みずほ銀行産業調査部作成

グループ経営のあり方についても再考する必要

ビジネスモデルの課題に加えて、ビジネスモデルを成立させるためのグループ経営のあり方についても指摘したい。ビフォーコロナの事業環境下では、各社の事業ポートフォリオの比率に応じて、運輸事業と非運輸事業それぞれのキャッシュ創出力と投下資本のバランスが保たれていた(【図表 30】)。コロナ禍で生じた行動変容の影響により、鉄道事業を中心にキャッシュ創出力の低下が見込まれる一方、公共事業として安全性を維持する観点から、鉄道事業への投下資本を大きく減じることはできず、結果として非運輸事業への配賦可能資本は限定的となるおそれがある(【図表 31】)。非運輸事業の競争力強化によってキャッシュ創出力を高めるアプローチも必要だが、従来以上に投下資本(特に非運輸事業に対する投資)のコントロールも求められることから、グループ経営管理のあり方についても見直すべきであろう。

【図表 30】 EBITDA と投下資本に占める運輸事業の比率

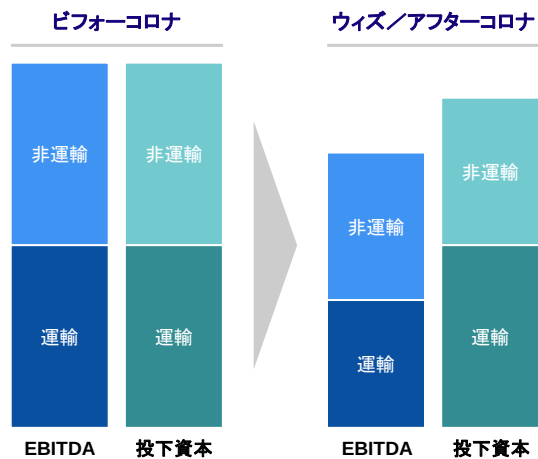


(注 1) 大手民鉄 14 社、上場 JR4 社の値

(注 2) 縦軸: EBITDA、横軸: 投下資本に占める運輸事業の比率。2014～2018 年度の平均値

(出所) 各社有価証券報告書より、みずほ銀行産業調査部作成

【図表 31】 ウィズ／アフターコロナでの EBITDA・投下資本バランスのイメージ



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

事業構造そのものが課題となるリスクも認識すべき

鉄道事業者の多くは、不動産としてのアセット保有と当該アセット上での非運輸事業のオペレーション双方を担っているが、中長期の事業環境変化を踏まえると、保有とオペレーションが一体となった事業構造はリスクとなる可能性がある。事業環境が良好なうちは不動産価値の向上、非運輸事業からのリターン最大化といったメリットを享受できていたと考えられるが、コロナ禍のような環境変化があった場合には、不動産の減損等のアセット保有に係るリスクと非運輸事業の事業収益の悪化等のオペレーションに係るリスク双方が顕在化する可能性がある。

IV. 新たな鉄道ビジネスモデルの構築に向けて

鉄道事業者は、中長期的にもコロナ禍で生じた構造変化の影響を受けることが想定され、従来のビジネスモデルによる成長を志向し難い状況にある。本章では、鉄道事業者が目指すべき新たなビジネスモデルの方向性と新たなビジネスモデル構築を実現するためのグループ経営のあり方について論じる。

1. 新たな鉄道ビジネスモデルの方向性

新たな鉄道ビジネスモデルとして、二通りの方向性を展望

新たな鉄道ビジネスモデルの方向性として、①顧客基盤を活用したエコシステム形成と、②アセットマネジメント業への転換の二点を提言したい。従来型の鉄道ビジネスモデルは、鉄道の自然独占性と立地優位性を前提に顧客を誘引できていたことで成立していたが、コロナ禍では競争力を発揮できないという課題が生じている。希薄化した顧客とのタッチポイントを再確立し、新たな価値創造を目指す手段として、エコシステム形成・アセットマネジメント業への転換の有効性を示す。いずれの選択肢も、コロナ禍で顕在化した従来型の鉄道ビジネスモデルの課題解決につながる戦略であり、民鉄型・JR 型に共通するものとする。

(1) 顧客基盤を活用したエコシステム形成

既存事業に代わるマネタイズポイントの拡張を目指す必要

一点目の顧客基盤を活用したエコシステム形成は、コロナ禍で顕在化した非運輸事業の競争力低下を打ち返す手段として有効であると考えられる。そもそも鉄道事業者の強みとは、他社には模倣しえない鉄道ネットワークと、当該ネットワークを恒常的に利用する独占的な顧客基盤を有する点である。従来型の鉄道ビジネスモデルでは、日常的なタッチポイントを有する顧客基盤のマネタイズ先として、駅ナカの流通事業や決済・クレジットカード等の一部の金融事業に限られており、新たなマネタイズポイントを模索する必要がある。

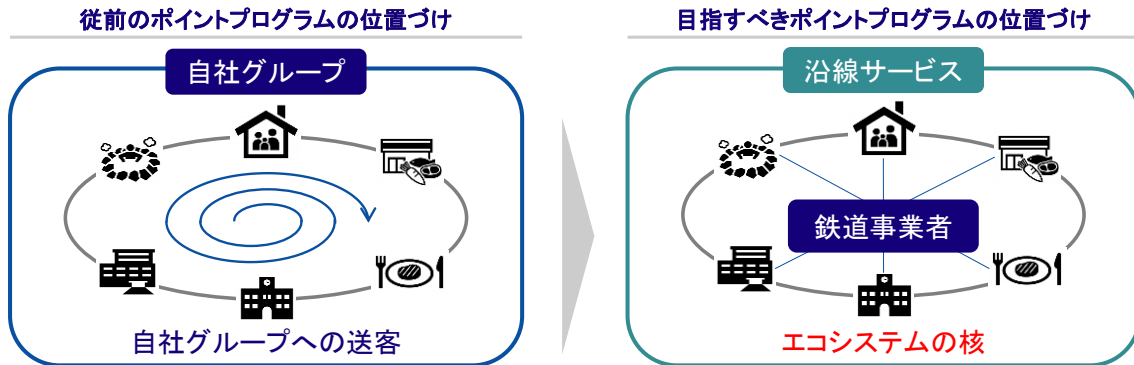
強みである顧客基盤を核としたエコシステム形成が検討しえる

鉄道事業者にとってビフォーコロナの利用者は、利用頻度が高く、転居等のイベントがなければ継続接点の期間も長い、いわゆるスイッチングコストの高い顧客基盤と位置付けることができた。本来であれば、エコシステムの形成に際しては、利用者獲得のために多額の資本投下を必要とするが、鉄道事業者の場合はリアルなネットワークを活かした高頻度かつ長期接点の利用者を既に有しており、エコシステム形成に向けたポテンシャルを有していると言えよう。他方で、従来型の鉄道ビジネスモデルにおいては、鉄道の自然独占性と駅の立地優位性を源泉として利用者を自社グループサービスのみで囲い込むことを主眼においていたため、顧客理解が十分とは言えず、エコシステム形成への阻害要件になると考えられる。エコシステム形成に向けては、接点頻度だけでなく、接点価値の高い顧客基盤の構築とエコシステムに参画するサービスの充実の二点が求められる。

まずは自前主義からの脱却とタッチポイントの拡充が求められる

エコシステム形成に向けて、まずは自前主義からの脱却が必要である。多くの鉄道事業者が展開するポイントプログラムは、自社グループで展開するサービス・施設でのポイント貯蓄・消費を前提としており、値引き等の経済的メリットの提供を通じて消費・回遊行動を促し、自社グループへの囲い込みを企図していたものと考えられる。コロナ禍で生じた消費・回遊行動の生活圏化の定着が見込まれる中、現在の閉鎖的なポイントプログラムでは貯蓄・消費の機会が減少することとなり、利便性の低下にもつながりかねないため、自社ネットワーク内にある他社サービス・施設との連携を強化し、エコシステムの核としてポイントプログラムの位置づけを再定義する必要がある(【図表 32】)。

【図表 32】エコシステム形成に向けたポイントプログラムのあり方



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

サービス提供者から、プラットフォーム提供者になるという発想の転換

従前の鉄道ビジネスモデルは、安定的に推移する鉄道利用者を自社グループのサービスに誘導することで、外部効果の獲得を志向するモデルであり、サービス提供者と評することができる。他方、エコシステム形成の着眼点は、プラットフォーム提供者への転身を志向するモデルであり、必ずしも自社グループのサービスに限らず、様々な生活サービスをつなぐ立場として地域に関わることを主眼としており、発想の転換が必要となる。

顧客基盤を他社に活用させることによるマネタイズを模索する必要

顧客基盤を活用することによるマネタイズの方法は、他社への提供・他社との協業によって確立可能になると考える。もちろん、自社サービスの魅力が高く、エコシステムを通じて誘引するサービスの全てがエンゲージメントの強化につながっているのであれば、自前主義を否定するものではないが、立地優位性の低下により、競争力が低下した非運輸事業のサービス提供では実現しえないだろう。かかる中、自社の顧客基盤を開放し、他社サービスへ誘引することによるマネタイズや、他社との協業による新規事業創出を目指すべきではないか。ただし、エコシステムの成立要件でもある他社サービスの誘因に際しては、現在の接点頻度が高いだけの顧客接点では十分と言えないため、移動目的の把握や移動データの収集など接点価値の高い顧客基盤を構築し、他社サービスの参画を促す仕組みの構築を図る必要があろう。

東急は、LINE をインターフェイスとした顧客接点構築に着手

コロナ禍における鉄道事業者の取り組みのうち、エコシステム形成の萌芽と思われる事例も登場しており、いくつか紹介したい。東急がコロナ禍で新たに提供を開始したサービスのうち、「DENTO¹⁰」、「TuyTuy¹¹」は、LINE のユーザーIDとの連携により、タッチポイントのデジタル化と顧客の消費・回遊データの見える化を企図したものであると考えられる。実際、「DENTO」の事例では、実証実験という形ではあるものの、東急グループ内外の沿線施設割引クーポンと鉄道・バスの乗り放題チケットをセットで提供することで、移動目的と移動手段のデータを蓄積・分析するなど、顧客理解につながる接点価値の高いデータ取得への挑戦が認められる。まずは自社グループ内でのデータ連携を主目的としているようだが、今後沿線内の他社サービスとの連携を増やしていけば、より広範な顧客データの入手が可能となり、沿線のエコシステム形成が可能となるだろう。

¹⁰ワンデーパス(移動手段)とクーポン(移動目的)を組み合わせたサービス等を提供。2021年1月から4月までの実証実験。

¹¹東急線区間を含むPASMO定期券保有者向けに、傘シェアリングサービス等のサブスクリプションサービスを提供。2021年5月からの第1期実証実験を経て、2021年7月からは利用可能サービスを拡充して10月まで実証期間を延長。

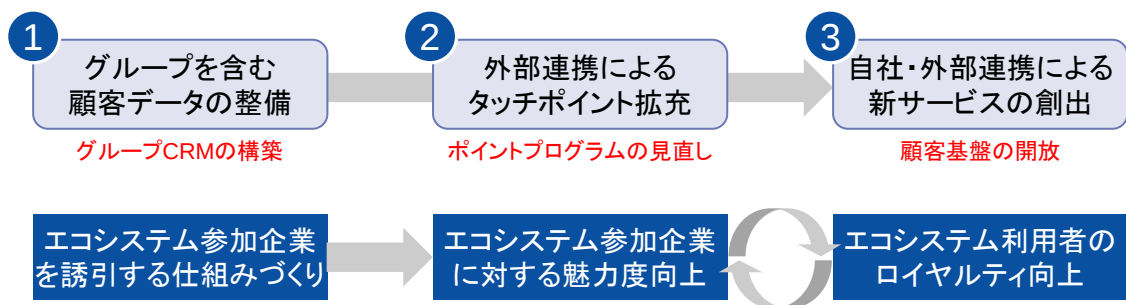
JR 東日本は、Suica を核としたプラットフォーム形成を志向

JR 東日本は、Suica という普及度と決済スピードに優位性を持つ決済基盤を活用し、2021 年 7 月から「JRE パスポート」サービスを開始した。開始当初は、Suica 定期券保有者を対象に、自社グループ飲食店のサブスクリプションサービスを受けられる仕様となっていたが、対象者を Suica 定期券保有者から Suica 利用者に拡大した他、サブスクの対象サービスを自社グループのサービス以外へも順次拡大する等、プラットフォーム形成に向けた取り組みを進めていると言えよう。また、こうしたプラットフォーム形成に向けた前段階として、JR 東日本では 2018 年頃よりグループで分散していたポイントプログラムの JRE ポイントへの統合を進めており、東急同様、グループ内でのデータ統合・連携から着手したことがわかる。

多くの鉄道事業者はグループ CRM の構築段階、今後外部との連携強化を期待したい

エコシステム形成に向けて、東急や JR 東日本等の一部の鉄道事業者はグループ顧客基盤の統合と外部連携のフェーズに入っているが、多くの鉄道事業者はグループ内での名寄せすら十分でない状況との声が聞こえてくる。まずは外部から見ても活用可能で魅力的な顧客基盤・データセットを整備することが最優先事項であり、グループ CRM の構築を進めることから着手すべきであろう。また、東急の「DENTO」では一部の外部サービス連携、JR 東日本の「JRE パスポート」は自社グループのサービス連携にとどまっており、必ずしも接点価値の高い顧客基盤を構築できているとは言い難い。定期券は利用者にとっては無意識ながらも、鉄道事業者にとっては日常的なタッチポイントを維持するツールであり、タッチポイントとしての優位性があるうちに、他社サービス連携による接点価値の高いエコシステムを形成すべきであろう。外部との連携・共創による新たな価値創造はファクトファインディングの先にあるステップであり、将来的には外部の知見を上手く活用することで新たなマネタイズポイント創出につながる他、利用者のロイヤルティ向上にも寄与すると考えられる(【図表 33】)。

【図表 33】エコシステム形成に向けた取り組みのステップ



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

エコシステム形成は MaaS の確立にもつながる取り組み

エコシステム形成を通じて、他社サービス・施設との連携を強化することは、鉄道事業者が取り組む MaaS¹²の進展にもつながると考えられる。移動範囲の生活圏化、移動目的の多様化がますます進むことが想定される中、二次交通を含めた柔軟なモビリティサービスを提供することも必要となるが、移動目的となるサービス側との連携は特に重要性が高まるであろう。エコシステムを通じた移動目的の把握は、効率的なモビリティサービスの提供や街に必要なサービスを認知する上でも重要なデータセットになると思われる、モビリティサービスを含めた街づくりへの活用も期待される。

¹² Mobility as a Service の略。自家用車以外の交通手段による移動を一つのサービスとして捉え、シームレスにつなぐ概念。

(2) アセットマネジメント業への転換

アセットマネージャーとして街づくりに関わるビジネスモデル

新たな鉄道ビジネスモデルのもう一つの方向性として、アセットマネジメント業への転換について検証してみたい。ここで言うアセットマネジメントとは、投資家の期待リターンに応えるべく、不動産価値の維持・向上を目指す機能を意味しており、不動産業界でも一般的に普及している業務である。鉄道事業者は、鉄道インフラとしての駅の立地優位性を活かして、不動産・流通事業等を展開してきたが、アフターコロナでは競争力を発揮しづらい。他方で、競争力が下がったからといって鉄道インフラの一部を構成するアセットを手放すことができず、従来とは異なる手法で不動産価値の最大化を目指す必要があると考える。本項では、前項のエコシステム形成と合わせて、不動産価値の最大化を目指すモデルとしてのアセットマネジメント業への転身について言及する。

アセットの最も有効活用を主眼においたビジネスモデル

本項で言及するビジネスモデルは、不動産を中心とする保有アセットの価値最大化のためにアセットマネジメント機能を強化することを企図しており、本節第1項で述べたエコシステム形成と比較すると、より安定的なキャッシュフロー創出に主眼をおいたビジネスモデルと考える。従来の鉄道ビジネスモデルがコロナ禍でビジネスモデルが逆回転している中、事業リスクを切り離すことで安定的な不動産収益を創出することが当モデルの目的と言えよう。他方、これら二つのビジネスモデルは切り離して語られるべきではなく、立地優位性を発揮できなくなった非運輸事業の競争力を補完するためのエコシステム形成と、切り離せないアセットの価値最大化を目指すためのアセットマネジメント業の双方に取り組むことが重要であり、沿線に深く関わり続けることに寄与すると考える。

投資家目線に立ったアセットの最も有効活用ができているか

アセットマネジメント機能を強化する上では、投資家目線での不動産価値最大化が重要な視点となる一方で、従来型の鉄道ビジネスモデルにおいては、駅を中心とした好立地に対して、自社グループのサービスをテナントとして誘致することが多く、他社サービスとの競争原理は必ずしも働いていなかったと考えられる。投資家目線での最も有効活用を検討する上では、自社グループの事業拡大という発想から、自らが投資家から預かった資産の価値を最大化するために求められるテナントを誘致するという意識改革が必要となり、グループの不動産管理を担うCRE¹³機能の独立性を高める必要があるだろう。

アセットマネジメント機能の強化は、非運輸事業の強化を促すことにつながる

投資家目線でのアセットマネジメント機能を強化することは、結果的に非運輸事業の競争力強化にもつながると考える。グループ内のアセット保有と運営を切り離し、CRE機能の独立性を高めることで、テナントとしての運営企業側にアセットに対する適正なリターンの概念が生まれることに加え、アセット保有主体と運営企業側に適切な緊張関係が生じることが期待されるからである。特にテナント側の運営能力の巧拙によって不動産価値が左右されるホテルや商業施設などのオペレーショナルアセットに関しては、所有と運営の分離を通じて自社グループのオペレーションの見極めを徹底すべきであり、一定期間のモニタリングを経ても投資家の期待リターンに見合う競争力を醸成できない場合は、グループ外の運営企業を採用するという判断も必要となる。

¹³ Corporate Real Estate の略。企業価値向上のために、経営戦略の一環として不動産を活用すること。

必ずしも縮小均衡を志向するビジネスモデルではない点に留意

アセットマネジメント業への転換は、ややもすると自社グループによるオペレーションの撤退を促す縮小均衡の戦略との指摘もあるが、必ずしもそうではない。コロナ禍を経て、ライフスタイルの変化スピードが加速する中、アセットの最も有効活用のあり方も移ろうことが想定され、事業構造を変革しなければオペレーションのみならず、不動産としての競争力低下も危惧される状況にあることが、本ビジネスモデルの着想である。アセットマネジメント機能を高めることで、むしろ保有アセットへの継続関与を維持することにつながり、鉄道事業者が有する本来は立地優位性の高いアセットの新たな活用方法の発見等に寄与する可能性すらあると考える。

アセットマネジメント業への転換は、資本市場の要請にも応える取り組み

アセットマネジメント業への転換は、コロナ禍で顕在化した鉄道ビジネスモデルの課題解決に加えて、資本市場からの要請にも応える取り組みとして評価できよう。不動産の側面からの監督機能強化により、オペレーション事業の競争力改善が認識されれば、従前通りコングロマリット経営の意義が認められるであろうし、そうでない場合でも不採算事業からの撤退と不動産事業のリターン最大化を通じた資産効率の改善にも寄与するため、いずれも資本市場からの要請に応えることが可能と考えられる。

(3) 新たなビジネスモデルの将来における位置づけ

将来の産業構造変化への備えにもつながる取り組み

本節で論じた①沿線エコシステム形成、②アセットマネジメント業への転換は、主に中長期的な事業環境変化を踏まえた戦略方向性として示したが、将来のモビリティサービスに起こりうる産業構造変化を俯瞰した場合にも、有用な戦略となると考えられる。本項では、補論として、将来想定される産業構造変化の方向性と、将来への備えとしての新たなビジネスモデルの可能性について言及したい。

本格的な人口減少期の到来により、大量輸送の強みを発揮できない可能性

輸送モードとしての鉄道の強みは、定時性や速達性といった時間的価値の提供に加えて、大量輸送による社会的便益の提供¹⁴であるが、将来の事業環境においては、当該強みを発揮しづらくなる可能性がある。2025 年以降、三大都市圏においても人口減少に転じることが見込まれる中、第三章第 1 節で述べた構造的な需要減少の影響に加えて、人口減少に伴う需要の漸減が予想される。かかる中、強みの一つである大量輸送のメリットを発揮できず、むしろ鉄道インフラを維持するためのコスト負担が増大することが予想される。

需要構造に合わせたモビリティサービスの提供が求められる

他方で、鉄道は線路設備等のインフラを有しており、安全性の観点からも需要減少に合わせてコスト削減を進めることは容易ではない。既に地方部では、需要減少の深刻化を受けて、上下分離方式¹⁵の採用によるコスト負担割合の見直しや、相対的にインフラ維持負担の軽い輸送モード(バス等)への転換等の議論がなされているが、需要がより限定的となる将来においては、事業者のコスト低減策のみならず、移動目的の取り込みを通じた移動需要の創出や、需要に合わせた柔軟なモビリティサービスの提供が求められるだろう。

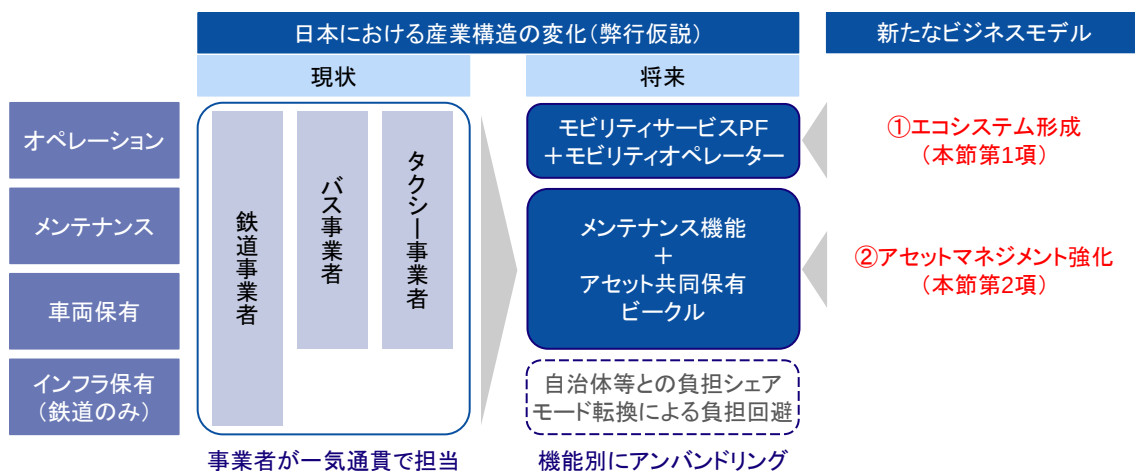
¹⁴ 鉄道を利用することによって、都市部の渋滞緩和や環境負荷軽減が見込まれ、社会的な便益が見込まれる。

¹⁵ 運行を担う主体と、鉄道インフラの維持管理を担う主体を別の者とする仕組み。一般的には、地元の自治体・第三セクター等がインフラの維持管理を担い、運行者の投資負担等を軽減する手段として用いられる。

モビリティの技術革新も産業構造変化を促す要因となる

加えて、将来的に普及が見込まれる自動運転やオンデマンド等の技術革新もモビリティサービスの産業構造変化を促す要因となるだろう。特に、従来バス・タクシー等が担っていたラストワンマイル輸送については、自動運転やオンデマンド技術の確立により、輸送モードの垣根がなくなり、産業構造がサービス別の縦串ではなく、機能別の横串へと変化する可能性がある（【図表 34】）。その際、移動需要を把握し、需要に合わせて輸送サービスの提供が可能なプラットフォームが産業構造の上位レイヤーを担うと考えられる。鉄道事業者は、①沿線エコシステム形成の延長にあるモビリティを軸としたサービスプラットフォームの確立、②アセットマネジメント機能の高度化を通じたモビリティ保有リスクの分散等の戦略をとることで、将来の産業構造変化の備えとなる。

【図表 34】 将来のモビリティサービスの産業構造と新たなビジネスモデルの連関性



（注）PF：プラットフォーム

（出所）みずほ銀行産業調査部作成

事業者の自助努力に加えて、規制緩和等の政策支援にも期待

なお、現行は鉄道事業法や道路運送法等でそれぞれの運賃制度が規定され、柔軟なサービス設計が困難であり、産業構造の変化には運賃制度見直し等の規制緩和も必要となる。事業者の取り組みを後押しするような政策当局側の柔軟な対応にも期待したい。

2. 新たな鉄道ビジネスモデル構築に向けたグループ経営のあり方

新たなビジネスモデル構築に向けては、組織体制の見直しが必要

これまで鉄道事業者の多くは、良く言えば遠心力経営という形で、子会社の経営方針を尊重するスタンスを執ってきたと考えられるが、新たなビジネスモデルへの転換が求められている中で、従来のビジネスモデルを支えていた組織体制についても見直しが必要となろう。組織体制の見直しに際しては、第1節で論じたエコシステム形成による価値創造とアセットマネジメント業への転換による不動産価値の最大化を目指すためのグループストラクチャーのあり方と、グループ管理体制の構築の二つの視点があると考えられる。

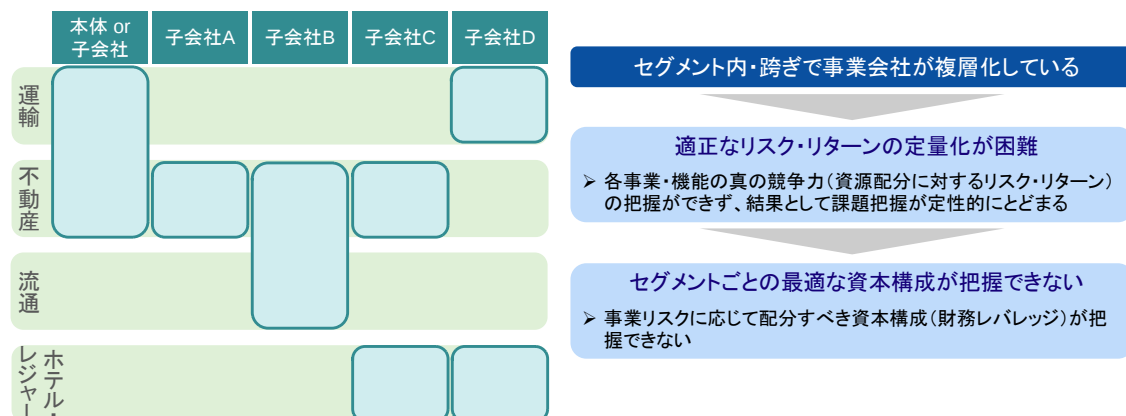
顧客提供価値と資本市場目線の双方を意識したグループストラクチャーへ

グループストラクチャーの見直しに際しては、ステークホルダーである利用者と投資家双方の目線を取り入れるべきであろう。利用者目線で見た場合には、より利便性の高いサービス提供が期待されるため、事業子会社の再編により経営資源を集中させ、オペレーションを磨き上げることが必要となる。また、現状では分散化していると想定される顧客データについても、再編を機に統合を進めることで名寄せが容易となり、エコシステム形成の第一歩であるグループCRM構築にもつながると考えられる。第1節で述べたエコシステム形成は、鉄道事業の自然独占性を競争力としたビジネスモデルを示唆しておらず、むしろグループ横断で利用者のデータを収集・利活用する観点では、非運輸事業も含めて横串でマーケティングを推進する組織が必要となる。横串でのマーケティングを推進し価値創造を目指す取り組みとして、JR 東日本は、2022年6月の組織改正により、マーケティング本部を新設し、これまで輸送、生活、IT・Suica 事業部に散らばっていたマーケティング機能を統合するとしている。

顧客目線のグループストラクチャー見直しは、投資家への価値訴求にもつながる

利用者目線でのグループストラクチャーの見直しは、投資家目線でも評価しやすいグループストラクチャーになると考える。鉄道事業者の多くは、拡大期の事業買収や新設等により事業子会社を複数抱えているが、同一セグメント内やあるいは本来属するセグメントを超えて事業子会社が乱立する構図となっており、事業リスクに見合ったリターンの定量化すら困難な状況にあると推察される（【図表 35】）。顧客目線でのグループストラクチャー見直しを通じて、本来は事業リスクが同一と認識できる事業子会社同士の再編や機能目線での役割再定義等を行うことが、結果として定量的なモニタリングやガバナンス体制の構築にも寄与し、投資家への KPI 開示の高度化や事業ポートフォリオ見直し等の具体的アクションの提示・実行につながると考えられる。

【図表 35】 鉄道事業者の現行のグループストラクチャーと論点



（出所）みずほ銀行産業調査部作成

出資者としての立場以上に、アセットマネージャーとしての責任を果たす必要

鉄道グループ経営における本体(ここでは、事業持株の場合は運輸会社、純粋持株の場合は持株会社を指す)の立場を出資者としての投資家と位置付ければ、事業子会社の再編を通じたグループストラクチャー見直しによる、最適資本構成の実現だけで十分であろう。しかし、資産の大部分を占める有形固定資産、すなわちアセットホルダーの立場としての取り組みは不十分と言わざるを得ない。アセット価値の最大化に向けては、新たな価値創造のためのグループストラクチャー見直しのみならず、投資家目線での資本効率性を追求するための組織能力が必要となろう。そのためには、鉄道事業者が自らの立場を投資家兼アセットマネージャーであると自覚した上で、ステークホルダー目線でサービス・機能を磨き上げ、提供し続けることの重要性を認識することに加えて、アセット保有とオペレーション機能の分離を通じてグループ管理体制を見直すことも必要となろう。

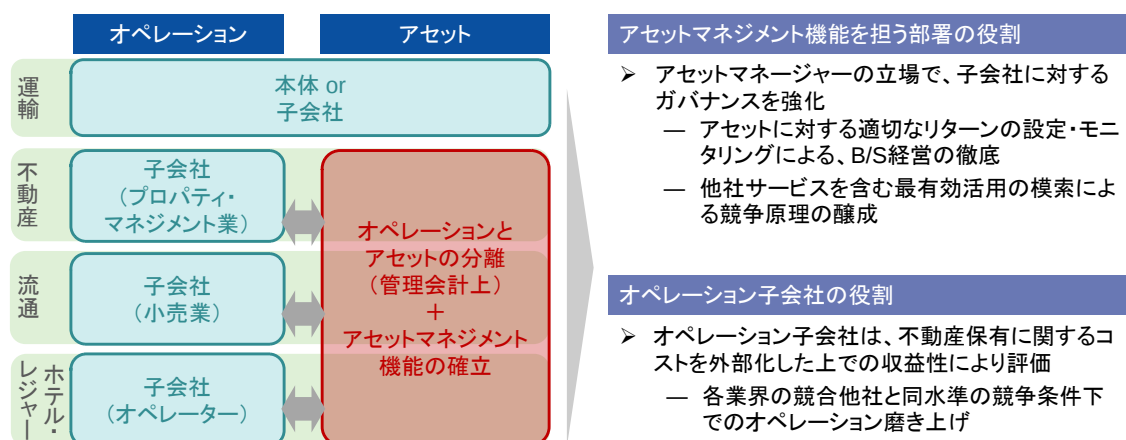
独立したアセットマネジメント機能が監督者となる

アセット保有とオペレーション機能分離の目的は、保有アセットの最有効活用を通じた利用者目線でのサービス高度化と最適資本構成の実現であり、そのためには各事業から独立した形でアセットマネジメント機能を分離・集約する必要がある(【図表 36】)。独立したアセットマネジメント機能は、グループ経営における監督者として事業子会社のガバナンスにあたることを想定しており、少なくともグループ全体を統括する部署が所管することが望ましいだろう。

グループ経営を担う主体と、オペレーション子会社の適切な緊張関係醸成を

アセットマネジメントを担う側は、アセットに対する適正なリターンの設定やモニタリングの仕組みを構築して、子会社に対してもバランスシート経営の重要性を認識させる必要があり、子会社からのリターンが一定期間の間に当該事業リスクに応じた期待値に到達しない場合には、他社サービスへの切り替えも辞さないというスタンスで子会社を管理すべきであろう。また、オペレーションを担う子会社は、各業界の同業他社が市場原理の中で磨き上げてきた競争力に対抗するために、同水準の競争条件下で競う必要がある点を認識し、不動産保有に関するコストを外部化した上での収益性をもって、自社サービスの優位性をアピールしなければならない。今後の鉄道グループ経営においては、グループ経営の本体を担う会社とオペレーションを担う子会社の間の適切な緊張関係を醸成するグループ管理体制の構築が求められる。

【図表 36】 今後の鉄道グループ経営における管理体制のあり方



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

V. おわりに

これまで鉄道事業者が築いてきたビジネスモデルは、鉄道を中心とする輸送ネットワークの優位性を最大限活かすべく、様々なサービスを自社グループで提供することで利用者を囲い込み、グループの持続的な成長を支えてきた。当該モデルは、資本市場からコングロマリット経営の意義を認められていたことから優れたビジネスモデルとして評価できることに加え、何より公共交通インフラとしての公共性と鉄道事業の外部性を最大限取り込むことで経済性を両立させていた点は世界的にも稀有であった。しかしながら、コロナ禍での環境変化は、鉄道事業者が想定していた必ずしも明るいとは言えない未来が早期到来したとも言える激変であり、ビジネスモデルそのものを見直さなければグループ経営の意義すらも見出せなくなってしまうおそれがある。

長年の成長を支えてきたビジネスモデルのある種の否定には、相当の苦痛を伴うことが予想されるが、コロナ禍で顕在化した課題を乗り越え、明るい未来を迎えるためには、今こそビジネスモデルの変革が必要である。コロナ禍を奇貨とした変革を通じて、鉄道事業者自らが新たな鉄道ビジネスモデル構築に挑戦し、あらゆるステークホルダーに対して価値提供し続ける企業となることを期待したい。

みずほ銀行産業調査部

次世代インフラ・サービス室 社会インフラチーム 前島 裕

yu.maeshima@mizuho-bk.co.jp

【主要参考文献等】

1. 書籍・資料等

- 日本興業銀行産業調査部「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」(2001 年)

2. ホームページ、リリース資料等

- 各社 HP、プレスリリース
- 国土交通省 (<https://www.mlit.go.jp>)
- 日本民営鉄道協会 HP (<https://www.mintetsu.or.jp/>)

[アンケートに
ご協力をお願いします](#)



Mizuho Industry Focus／236 2022 No.4

2022年12月27日発行

© 2022 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。

