

西日本旅客鉄道株式会社 分析レポート

2012/07/11

大阪市立大学 商学部 3 回生

官川研究室 インフラ産業チーム

油野奈菜 久米井静香 蔵田美優 中川亜也羽

目次

- 第1章 エグゼクティブサマリー
- 第2章 西日本旅客鉄道の概要
 - 1. 鉄道業界の特徴と現状
 - 2. 企業概要
 - 3. 沿革
- 第3章 株価推移・マルチプル分析
 - 1. 株価推移
 - 2. PER 比較
 - 3. PBR 比較
- 第4章 収益性分析
 - 1. ROE の推移と比較
 - 2. ROE のデュボン分解
 - 3. ROE と ROA の関係
 - 4. ROA の推移と比較
 - 5. ROA の分解 (利益率/回転率)
- 第5章 セグメント分析
 - 1. 運輸業
 - 2. 小売業
 - 3. 不動産業
 - 4. その他の事業
 - 5. 全セグメントの総括
- 第6章 結論と今後の課題
- 第7章 分析指標一覧
 - 1. 貸借対照表指標
 - 2. 損益計算書指標
 - 3. キャッシュフロー計算書指標
 - 4. 分析指標一覧

第1章 エグゼクティブサマリー

▶ 本レポートの目的

近年、長期的な不景気で日本経済が縮小傾向にあり、製造業などは非常に厳しい競争を強いられているが、鉄道事業をはじめとするインフラ企業は、競合が少ないために圧倒的なシェアを持ち、安定した収入を得ている。しかし、このまま日本全体の不況が続くと、そのような企業の収益に影響を及ぼしかねない。そこで、JR 西日本の財務内容や収益構造などを明らかにしていくことで、JR 西日本の企業としての特徴や今後の展望を示し、財務基盤を強化していくための手掛かりを提示する。中でも負債構造や収益構造に着目し、分析を行った。

同社を研究するにあたり、JR2 社および関西圏の私鉄 2 社を比較対象とし、定量・定性分析を行う。

第2章 企業概要

▶ 鉄道業界全体の特徴及び現状

運輸業である鉄道業は一般に、他の業界と比較して支出に占める固定費の割合が多い。固定費とは主に人件費や減価償却費などであり、鉄道業界でいうと、線路や車両の維持費も含まれる。固定費が高くと、景気が悪化して売上が下がった時に利益の減少幅が大きい。しかしその一方、競合他社が少ないことや、通勤・通学により一定の利用客数が確保できるため、景気が大きく変動しない場合は安定した収益を得られる。そして、鉄道業界と一口にいても力を入れている部門や社内における収益構造は各社によって異なってくるので、一概にどこか一社だけを選抜して比較することは困難である。JR 各社は運輸業が中心であるのに対して、阪急は不動産中心の収益構造となっている。

そして JR (旧国鉄) 各社は、国鉄が民営化した際に国鉄時代の多額の負債を引き継いだ。例えば JR 西日本は 1 兆 158 億円もの負債を引き継いでいる。現在は徐々にそれも返済してきている。特に収益性の高い新幹線で主な利益を得ている JR 東海などは、近年急激なペースで負債を返済し、高い利益も上げている。

鉄道業界全般の最近の流れとしては、運輸業以外の不動産業、駅ナカ開発などの小売・流通業、駅に隣接した大型商業施設を軸に鉄道沿線の街づくりなど幅広い分野に力を入れ始めてきていることがいえるだろう。

➤ 企業概要

西日本旅客鉄道（以下 JR 西日本）は 1987 年 4 月 1 日に旧日本国有鉄道が分割民営化されたことにより主に鉄道事業と船舶事業を引き継ぎ、発足された。

現在資本金は 1,000 億円で、営業エリアは、北陸・近畿（三重県の一部を含む）・中国地方・信越地方の一部及び福岡県の一部まで路線網が広がっている。英語略称は JR West でコーポレートカラーは青色。本社は大阪府大阪市北区にある。

営業収入の 6 割以上は主に運輸業の新幹線、京阪神都市圏からの収益で構成されているが、その他最近は大阪梅田を大規模に改装し百貨店を設けるなど、流通業や小売業においても新たな活躍がさらに期待される。

また、事業概要の詳細は図表 1 として下記に示す。

<図表 2-1：事業概要>

事業内容	詳細
運輸業	鉄道事業、船舶事業、旅客自動車運送事業
流通業	百貨店業、物販・飲食業、各種物品等卸売事業
不動産業	不動産販売・賃貸業、ショッピングセンター運営業
その他事業	ホテル業、旅行業および建設事業等

(出所)HP より作成

➤ 企業沿革

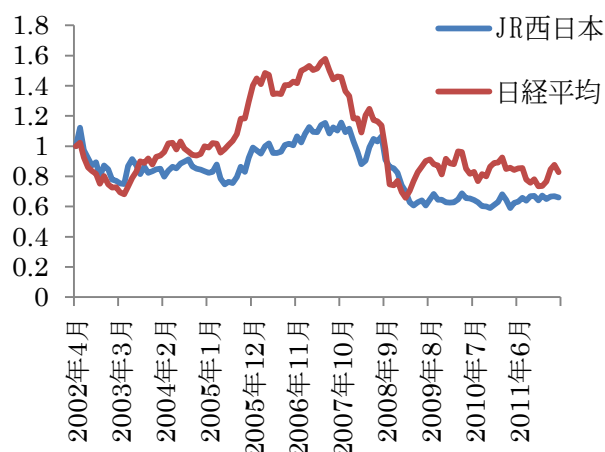
1987年	国鉄が分割民営化され、西日本旅客鉄道発足。国内旅行業が開始。
1989年	「アーバンネットワーク」の呼称が使用開始。 寝台特急「トワイライトエクスプレス」が運転開始。
1993年	山陽新幹線で「のぞみ」が運転開始
1995年	阪神・淡路大震災で山陽新幹線、山陽本線などが不通に。 4月に全線復旧。
1996年	東京証券取引所・大阪証券取引所・名古屋証券取引所などに 株式上場
1997年	500系新幹線電車が「のぞみ」として山陽新幹線で営業運転を開始。 京都駅新駅ビルがグランドオープン
2003年	ICカード「ICOCA」のサービスが開始
2004年	独立行政法人鉄道建設・運輸施設整備支援機構が保有していた株式が すべて売却され、完全民営化。
2005年	JR福知山線脱線事故(4月25日)
2006年	「J- WESTカード」の導入
2010年	京都支社・大阪支社・神戸支社を統合して近畿統括本部が発足
2011年	山陽新幹線が、博多駅まで延伸開業する九州新幹線と相互直通運転を開始。 「さくら」「みずほ」が運転開始 「e5489」サービスの全面開始 大阪ステーションシティ開業

第3章 株価推移・マルチプル分析

➤ 株価推移

図は JR 西日本と日経平均株価を 2002 年 4 月の時点を 1 として、相対的に比較したものである。これより、JR 西日本の株価は日経平均とほぼ同じ動きをしているが、日経平均に比べて変動幅が小さいので、株価は比較的安定しているといえる。また、2008 年の景気悪化と同時に JR 西日本の株価も下落していることから、景気変動に影響を受けやすいということが分かる。

<図表 3-1. 過去 10 年の JR 西日本と日経平均株価>



(出所)Yahoo ファイナンスより作成

➤ PER 比較

日本の鉄道会社は、各社ごとにリスク、成長性が異なっているため比較企業の選出に関しては旧国鉄の JR3 社と関西圏の私鉄 2 社を取り上げ比較した。まず東京圏を主体とした JR 東日本と、関西圏を主体とした JR 西日本、総額約 9 兆円の投資が予定されるリニア新幹線の投資回収が不透明な JR 東海と、関西圏に主な路線網を持つ阪神阪急 HD と近鉄で成長性とリスクが異なるため、各社の PER と PBR の数値に差が出ている結果となっている。また、鉄道株全体は業績が景気の影響を受けにくい位置づけのため、景況感の悪化を考慮しても市場平均よりは高い PER であるといえる。

そして JR 西日本は 2010 年の 24.69 の比較的大きな数字を除いては 2002 年から 2009 年まで PER が約 10 倍台後半から 20 倍台前半のところを推移している。これは 10 年を通して PER の変動幅は大きいといえる。そして JR 西日本は過疎地の在来線が多いため、他の JR

2社と比較すると収益性は低いが、それでも一般的に高いPERを維持している。これはJR西日本の大阪駅の再開発、九州新幹線との直通開通による観光需要の取り込みの成果が株価に評価されてきているといえる。

<図表 3-1. PER >

PER(倍)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
JR西日本	22.73	21.07	16.91	14.49	20.06	18.21	16.85	13.52	24.69	17.32
JR東日本	46.18	21.18	18.28	20.67	22.15	20.86	17.68	10.95	21.43	24.00
JR東海	39.38	32.52	28.78	21.45	21.26	19.31	12.70	8.65	15.29	9.69
阪急阪神HD	26.38	62.98	-3.75	131.02	24.26	28.12	13.54	894.00	26.60	44.91
近鉄	-22.83	-14.05	-12.72	37.41	41.50	36.88	27.31	30.19	32.26	123.61

(出所)Yahoo ファイナンス・日経 Needs FQ より作成

➤ PBR 比較

2009年まではPBRは1倍を超えているが、2007年から2009年にかけて徐々に低下し、2010年以降は1倍を下回る評価を見せている。よって2010年からは割安の評価を受けているといえる。

<図表 3-2. PBR >

PBR(倍)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
JR西日本	2.53	1.98	1.65	1.62	1.65	1.70	1.51	1.10	0.91	0.87
JR東日本	2.36	2.11	1.99	1.95	2.57	2.50	2.10	1.19	1.46	1.02
JR東海	2.51	2.29	2.71	2.42	2.67	3.80	2.52	1.23	1.40	1.17
阪急阪神HD	1.44	0.95	1.46	1.61	2.28	2.08	1.06	1.21	1.18	1.03
近鉄	5.09	2.60	5.14	4.43	5.73	4.42	3.84	3.94	2.80	2.76

(出所)Yahoo ファイナンス・日経 Needs FQ より作成

次に、PBR と PER の関係は以下の式で表すことができる。

$$PBR = \frac{P_0}{BV_0} = \frac{EPS_0}{BV_0} \times \frac{P_0}{EPS_0} = ROE \times PER$$

P_0 = 現在の株価、 BV_0 = 今期の一株当たり純資産、 EPS_0 = 一株当たり純利益

したがって、PBR と PER は ROE と関連していることがわかる。JR 西日本の PER は比較的高い水準であるのに対して、PBR が 1 割割れしているということは、JR 西日本の ROE が比較的低い値であるということがいえる。ROE が低いということは資本効率が悪いということなので、次章からは ROE について分析し、ROE を下げている原因を解明していく。

第4章 収益性分析

➤ 4-1. ROE の推移・比較

ROE は 2005 年の 11.75% をピークに低下しており、現在は 5.15% である。2005 年には愛知万博があったため、増収があったと考えられる。また 2005 年から 2006 年にかけて大きく低下しているのは 2005 年 4 月 15 日に起こった福知山線の脱線事故の影響が考えられる。2006 年の特別損失が他の年に比べて著しく大きいため当期純利益に影響した。

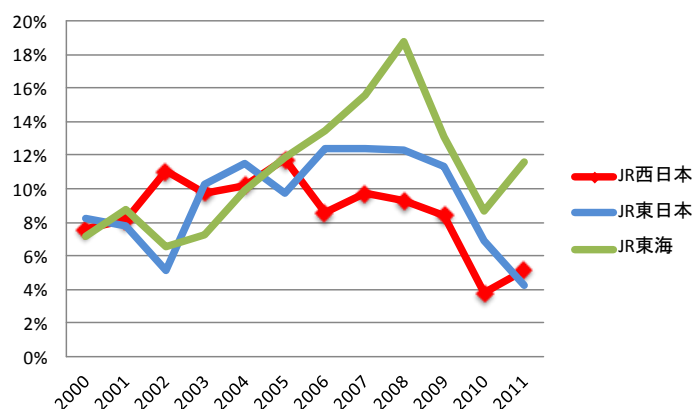
他社(JR3 社)と比較してみると、低下率は他社とあまり変わらないが、全体的に ROE が低いように思われる。JR 東海が他の 2 社に比べて高い数値となっているのは、2 社に比べて収益の大部分を新幹線が占めているため、収益構造が異なっているからだと考えられる。

<図表 4-1-1. ROE>

自己資本当期純利益率(ROE)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
JR西日本	7.59%	8.12%	11.04%	9.78%	10.22%	11.75%	8.55%	9.69%	9.26%	8.42%	3.75%	5.15%
JR東日本	8.25%	7.77%	5.13%	10.25%	11.51%	9.77%	12.40%	12.36%	12.30%	11.30%	6.87%	4.25%
JR東海	7.12%	8.75%	6.54%	7.24%	9.90%	11.89%	13.42%	15.55%	18.74%	13.09%	8.71%	11.62%
阪急阪神HD	5.43%	6.62%	1.60%	-	1.30%	9.93%	7.94%	8.38%	0.13%	4.42%	2.32%	3.82%
近鉄	-	-	-	-	12.53%	13.63%	12.27%	14.98%	13.60%	8.67%	2.15%	8.61%

(出所)日経 Needs FQ より作成

<図表 4-1-2. 自己資本当期純利益率(ROE)3 社比較>



(出所)日経 Needs FQ より作成

➤ 4-2. ROE のデュポン分解

ROE=売上高当期純利益率×総資本回転率×財務レバレッジ

$$ROE = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \times \frac{\text{総資本}}{\text{自己資本}}$$

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

JR 西日本は他社と比べ ROE が低い。ROE の低下要因を探るために ROE を売上高当期純利益率、総資本回転率、財務レバレッジにデュポン分解した。これを他社と比較しながら分析していく。

ROE を分解してみると、売上高当期純利益率は少しずつ上昇していたが 2010 年に大幅に下落した。これはリーマンショックの影響により当期純利益が下がったことが要因だと考えられる。総資本回転率は徐々に上昇してきたが 2008 年をピークに低下している。財務レバレッジは緩やかに低下している傾向にある。上昇していた総資本回転率が下がったことも、ROE の低下につながったと考えられる。ここから、他社の値と比較しながら 3 要素について詳しく見ていくことにする。

<図表 4-2-1. ROE の分解>

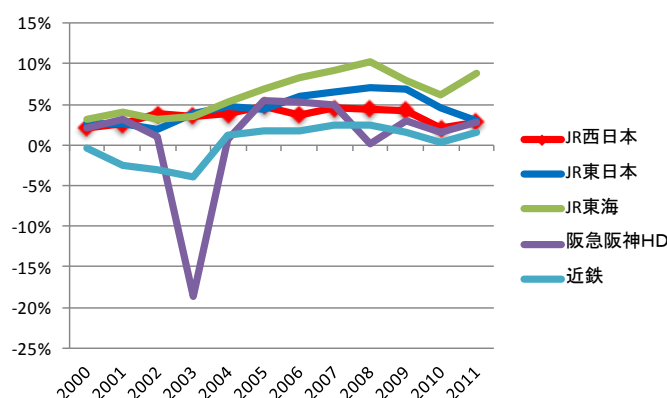
JR西日本	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ROE	7.59%	8.12%	11.04%	9.78%	10.22%	11.75%	8.55%	9.69%	9.26%	8.42%	3.75%	5.15%
売上高当期純利益率	2.11%	2.59%	3.82%	3.57%	3.87%	4.83%	3.75%	4.50%	4.47%	4.28%	2.09%	2.88%
総資本回転率	0.46	0.47	0.48	0.48	0.50	0.51	0.53	0.53	0.53	0.52	0.48	0.47
財務レバレッジ	7.34	6.23	5.87	5.52	5.02	4.51	4.18	3.95	3.86	3.75	3.81	3.88

(出所)日経 Needs FQ より作成

● 売上高当期純利益率

売上高に対する当期純利益の割合から、収益性がわかる。JR 西日本は比較的低位で推移している。また、この JR 西日本の利益率の低さは、小売事業の利益率の低さに起因すると考えられる。この小売事業の低さについては、第 5 章のセグメント分析で詳しく述べる。JR 東海が比較的高い水準となっているのは、利益率の高い新幹線に頼った収益構造であるためであると考えられる。

<図表 4-2-2. 売上高当期純利益率>

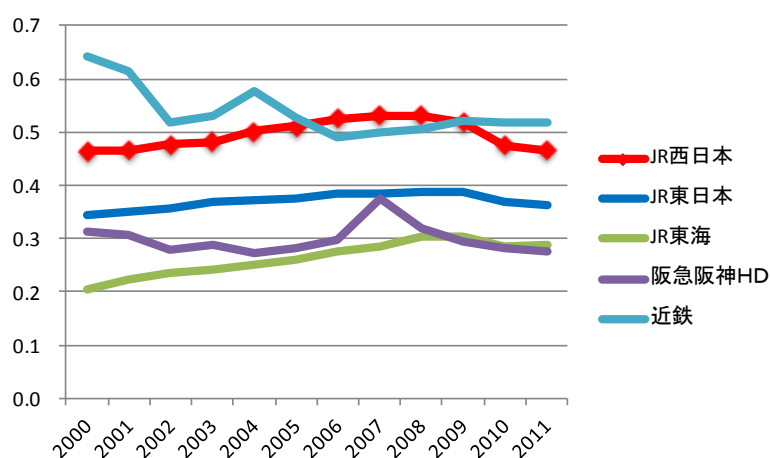


(出所)日経 Needs FQ より作成

● 総資本回転率

総資本回転率は他社と比べて高いことがわかる。投下した資本の売上への貢献度が高く、資産の効率性が良いといえる。どの企業も大きな変動はないが、JR3社は特に安定している。JR西日本が順調に上昇していたが2009年ごろから若干低下しているのは、リーマンショックの影響かと考えられる。JR東海の数値が低いのは、利益に頼った収益構造だからである。

<図表 4-2-3. 総資本回転率(単位：回)>

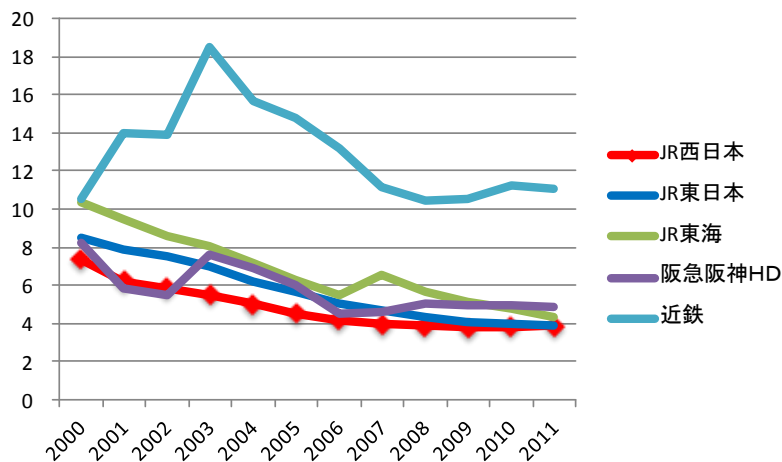


(出所)日経 Needs FQ より作成

● 財務レバレッジ

財務レバレッジからは企業の資本構造がわかるが、JR西日本は他社と比べて財務レバレッジが低い。これは自己資本の割合が高く、安定的であり、国鉄時代からの負債を順調に返済しているからだと考えられる。しかし、財務レバレッジが低いということはROEの低下につながるため、ROEを上昇させるためには戦略的に負債を増やすことも必要だと考えられる。JR西日本と対照的な数値がでてるのは近鉄である。近鉄は負債比率が高いため、財務レバレッジが極端に高くROEの上昇に貢献している。しかしこれは危険な資本構造であるともいえる。

<図表 4-2-4. 財務レバレッジ>



(出所)日経 Needs FQ より作成

➤ 4-3. ROE と ROA の関係

ROE の式を分解すると、ROA との関連性がわかる。ここからは、ROA をさらに詳しく分析することにより、ROE が低い値となった原因を探っていく。また、ROA と財務レバレッジを見ることによって適正な資本構造を類推することができる。

$$ROE = \left\{ ROA + (ROA - i) \times \frac{D}{E} \right\} \times (1 - t)$$

i = 有利子負債利率、 D = 負債、 E = 株主資本、 t = 税率

$ROA - i > 0$: 本業の利益率が(ROA)が負債の利率(i)より大きいため、負債を借りて事業を行なうべきである

$ROA - i < 0$: 本業の利益率が(ROA)が負債の利率(i)より小さいため、負債を借りず配当にまわすべきである

➤ 4-4. ROA の推移と比較

ROA は順調に上昇していたが、リーマンショックの影響で 2010 年に大幅に低下した。競合他社もリーマンショックの影響を受けてはいるが、JR 西日本は特に大きく影響を受けているように見える。

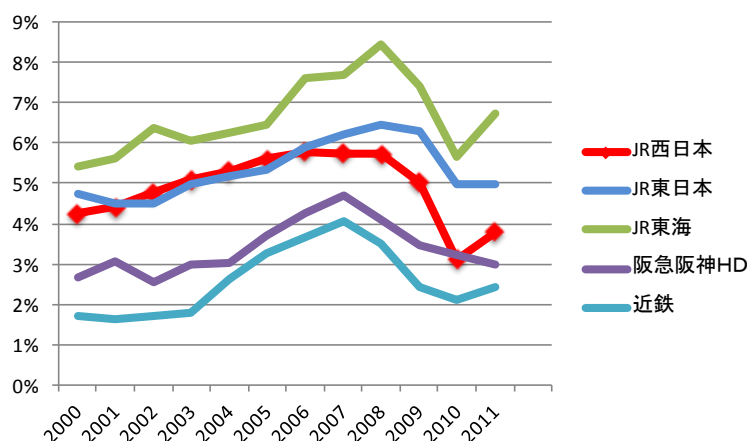
本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

<図表 4-4-1. ROA>

総資本事業利益率(ROA)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
JR西日本	4.26%	4.42%	4.76%	5.09%	5.30%	5.60%	5.80%	5.75%	5.72%	5.04%	3.11%	3.79%
JR東日本	4.75%	4.52%	4.49%	4.98%	5.19%	5.34%	5.89%	6.24%	6.45%	6.28%	4.98%	4.97%
JR東海	5.42%	5.63%	6.39%	6.07%	6.24%	6.47%	7.62%	7.71%	8.46%	7.41%	5.66%	6.72%
阪急阪神HD	2.66%	3.07%	2.54%	2.97%	3.03%	3.69%	4.26%	4.70%	4.10%	3.47%	3.22%	2.98%
近鉄	1.71%	1.62%	1.71%	1.80%	2.64%	3.25%	3.65%	4.06%	3.49%	2.43%	2.09%	2.44%

(出所)日経 Needs FQ より作成

<図表 4-4-2. 総資本事業利益率(ROA)5社比較>



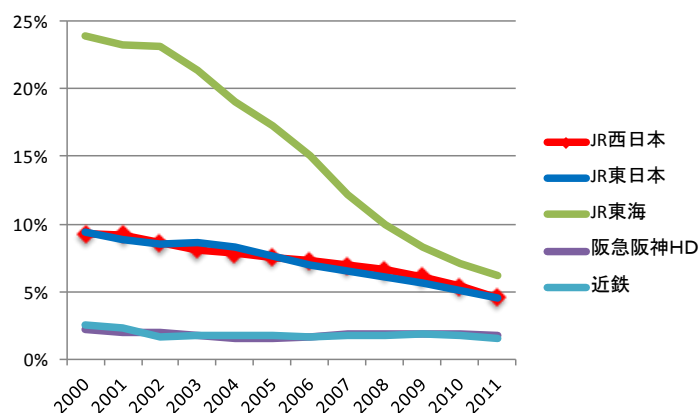
(出所)日経 Needs FQ より作成

借入した資本から本業で稼いだ利益を見ることで、借入を続けて事業を展開するべきか否かがわかる。借入れた利率よりもそこから生み出した利益率のほうが低ければ、借入をやめるべきである。ROEを上記のように分解すると $(ROA - i)$ という項がでてくる。ここから、ROA と有利子負債利率の関係を探っていく。

● 有利子負債利率

有利子負債利率は全体的に高すぎると思われる。2000年の段階では9.27%、徐々に低下しているものの2011年でさえ4.56%もの利率である。長期にわたり計画的に負債を返済しているため、利率が低下していると考えられる。図表 4-5-2 からわかるように、JR西日本とJR東日本は同じような推移をたどっている。またJR東海は23.94%と、著しく大きな値になっている。JR3社は国鉄時代の負債を長い期間にわたり借りていたためこのように私鉄より大きな数値がでているのかと考えた。

<図表 4-4-3.有利子負債利率>

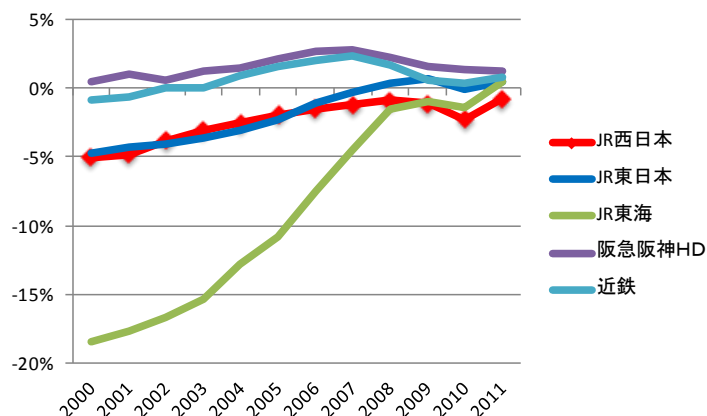


(出所)日経 Needs FQ より作成

● ROA-i

次に、実際に JR3 社の利率が高い水準なのかどうかを ROA-i の正負、推移をみて分析していく。私鉄 2 社は本業の収益率である ROA が外部資金のコストである i を上回っている状況にある。それに対し JR3 社は ROA が i を下回っており、借入が ROE の低下につながっている。しかし、ROA-i のマイナス幅は徐々に小さくなっており、近いうちにプラスに転じると考えられる。これは負債の返済が進んだことを示している。今後は、国鉄の負債は利率が高すぎるため、国鉄の負債を先に返済してから有効な負債政策を考えていくのが望ましい。

<図表 4-4-4.ROA-i>



(出所)日経 Needs FQ より作成

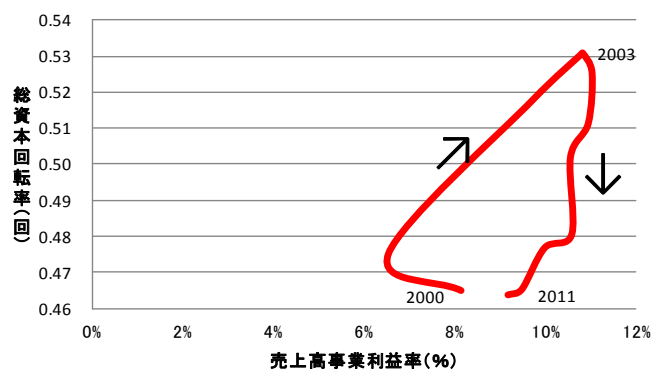
➤ 4.5. ROA の分解 (売上高事業利益率/総資本回転率)

ROE の分解から売上高事業利益率と総資本回転率の関係をみた。競合他社も含め、各社特徴があるように思われたため、利益率と回転率について ROA を分解することにより、さらに分析を進める。

$$ROA = \frac{\text{事業利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}}$$

JR 西日本は利益率と回転率に分解すると利益率には大きな変動はないものの、回転率は変動していることがわかる。2003 年までは回転率の上昇が ROA の改善に起因している。しかしそれ以降は回転率が下落しているため、2006 年の 5.80% をピークに 2011 年までは ROA の低下につながっていると考えられる。この間の利益率の変動は 3% 前後にとどまっている。

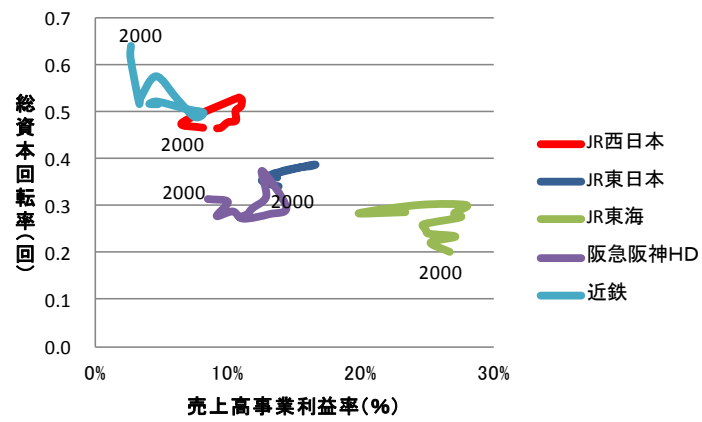
<図表 4-5-1. ROA の分解>



(出所)日経 Needs FQ より作成

次に、5 社で比較することで、それぞれの企業の ROA を構成する回転率と利益率の特徴をみる。JR 西日本は競合他社と比較すると変動はそれほど大きなものではない。全体的に回転率に頼っており、利益率の改善が期待される。回転率は近鉄に次いで 2 位と、高い数値である。近鉄が回転率に頼った構成になっているのは小売が多いため、それに対し JR 東海は利益率の高い新幹線に頼った収益構造になっているため、他社より高い利益率になっている。これについてはまた後ほどセグメント別に述べる。

<図表 4-5-2. ROA の分解 他社比較>



(出所)日経 Needs FQ より作成

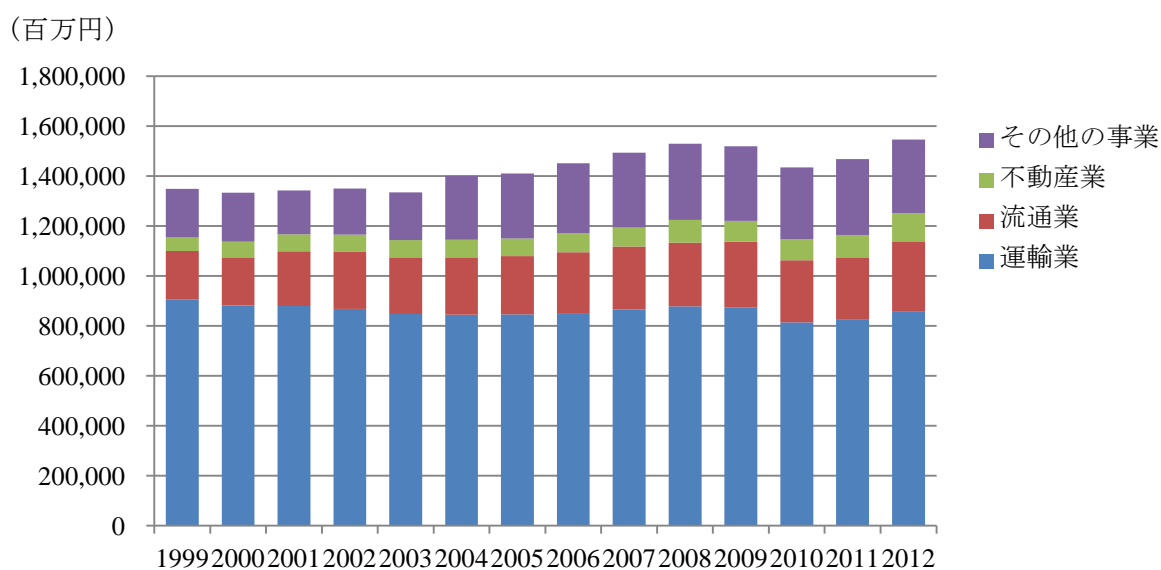
第5章 セグメント別分析

ここでは鉄道業界各社の収益構造の特徴、JR 西日本のセグメント別の事業内容、現状の問題点などを事業別に明らかにして、JR 西日本の ROE 低下の原因を探っていく。

➤ 5-1. 鉄道業界各社の収益構造の特徴

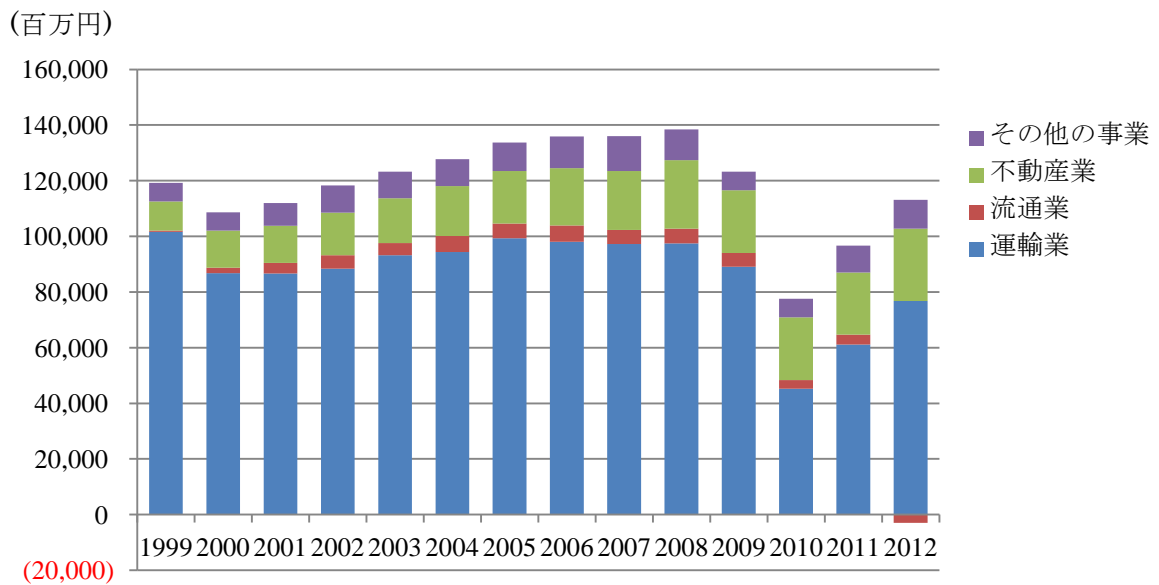
図 5-1-1 より、JR 西日本は、売り上げの多くを運輸業で占めている。2012 年 3 月期の約 65%を占め、次いで流通業が大きい。一方同じ JR 他社を比較すると、JR 東海は新幹線の利益率の高さにより、営業利益の約 90%を運輸業が占めている。JR 東日本は JR 西日本と似たような収益構造を持っている。関西の私鉄 2 社を比較すると売上高において、阪急阪神 HD は不動産の割合が高く、近鉄は小売業の割合が高い。また、営業利益率に関しては、総じて不動産業は高く、流通業の利益率は低い。

<図表 5-1-1.JR 西日本事業別売上高推移>



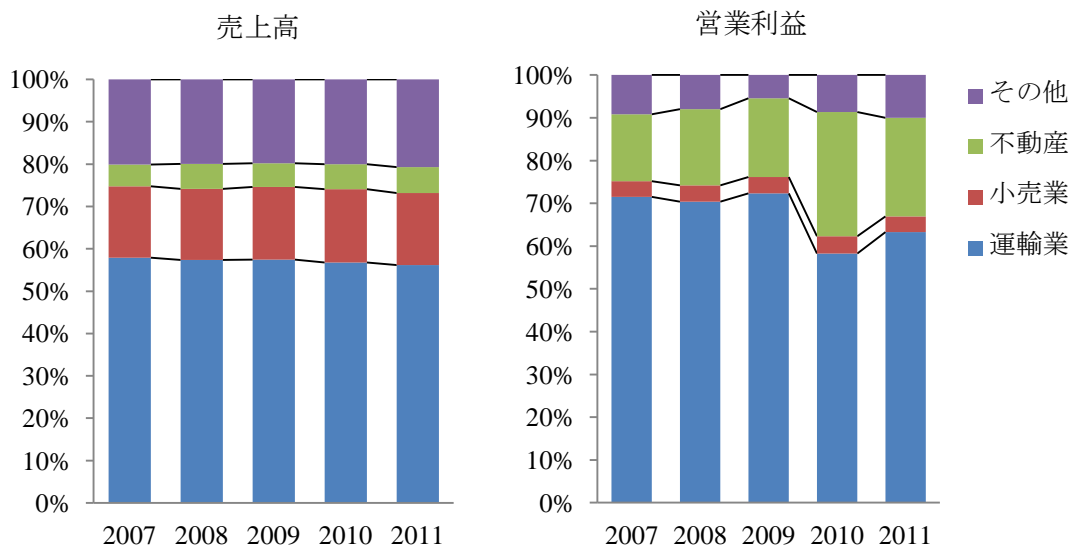
(出所) 日経 Needs FQ より作成

<図表 5-1-2.JR 西日本事業別営業利益率推移>



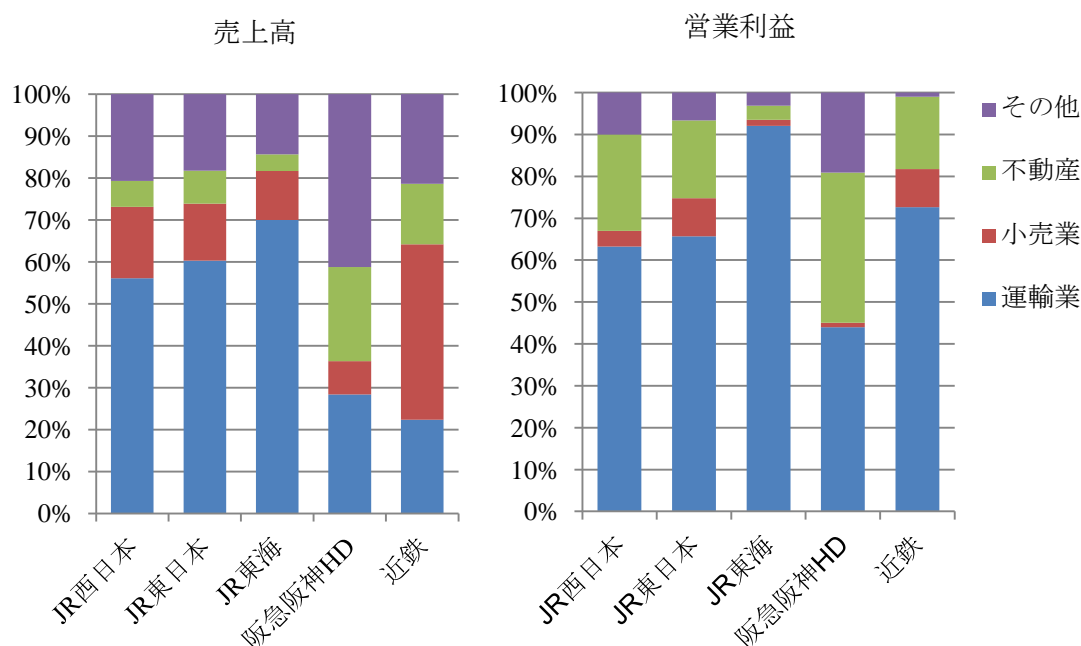
(出所) 日経 Needs FQ より作成

<図表 5-1-3.JR 西日本売上高・営業利益割合比較>



(出所) 各社有価証券報告書より作成

< 図表 5-1-4. 鉄道業界各社収益率比較 >



(出所) 各社有価証券報告書より作成

➤ 5.2. 運輸事業：新幹線は好調、利益拡大を牽引

JRの主な収入源となっているのが、運輸事業である。2012年3月期には売上全体の65%を占めている。JR西日本は鉄道、小型バス、船舶などの事業を抱えているが、中でも最も多く売上高を占めるのは、鉄道事業である。主要な路線としては、山陽新幹線、都市間の特急線、京阪神・地方の在来線があげられる。

図より、2010年3月期においてリーマンショックの影響を受け、運輸業の売上高営業利益率が低下したが、翌年の2011年の九州新幹線全線開業・直通運転の開始と同年開業した大阪ステーションシティ開業の効果により、2012年3月期は売上高前年度比約4%増の8621億円、営業利益前年度比約18%増の892億円となった。

● 山陽新幹線：今後このまま収入を維持できるか

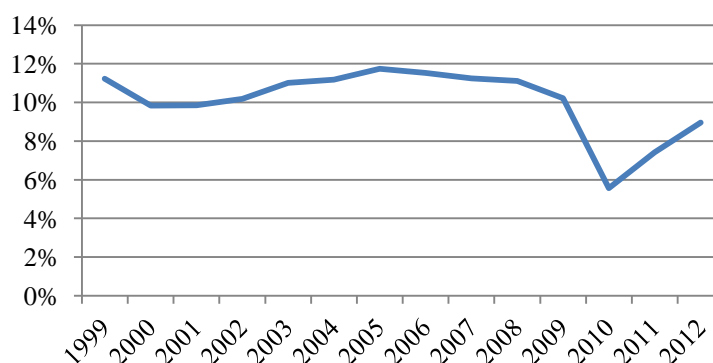
九州新幹線全線開業、山陽・九州新幹線相互直通運転開始により京阪神から九州地方への旅客数が増加し運輸収入も増加した。また、京阪神～熊本、京阪神～鹿児島間においては九州新幹線の開業により、他の交通機関に対するシェアが約20%上昇した。しかしながら、航空会社との競争も懸念されている。2011年格安航空会社の就航により、それまで独

占的だった市場に、運賃の競争が起こり始めた。このような激しい競争に、JR 西日本はサービス面の向上と本数の利便性で対抗して行く考えである。

● **アーバンネットワーク：人口減少に伴い成長は難しい**

定期利用者の割合が多いため、景気の動向に影響は受けにくいと考えられるが、近年の少子高齢化・人口減少問題と厳しい経済情勢により、さらなる成長は厳しいと見込まれる。

< 図 5-2. JR 西日本運輸業売上高営業利益率 >



(出所)日経 Needs FQ より作成

➤ **5.3. 流通業：三越伊勢丹の改善が課題**

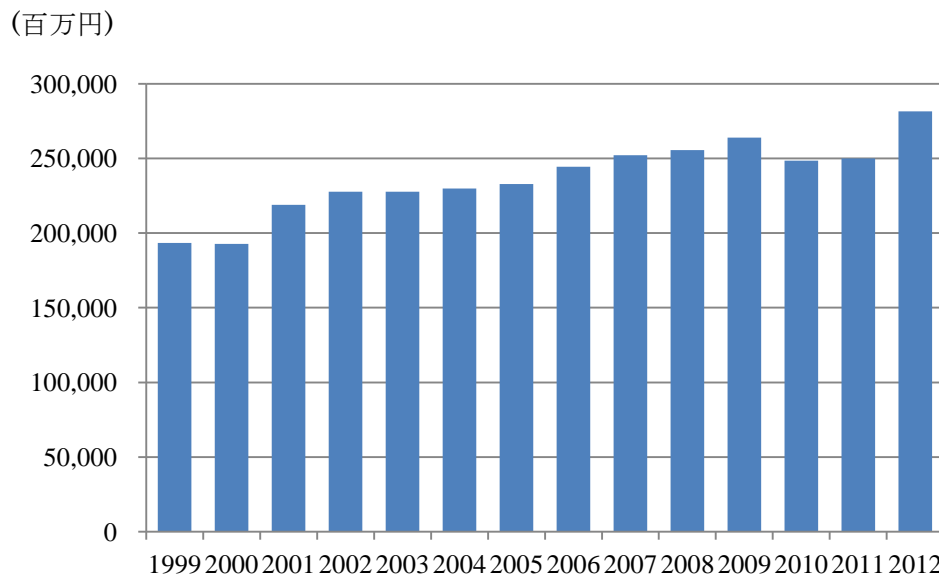
駅周辺の百貨店・飲食店・コンビニなどを運営。

2012年3月期において売上高は前年比や約16%増の2,335億円となったが、営業利益は過去13年で初の営業損失29億円となった。売上高営業利益率に換算すると、大きく落ち込んでいることがわかる。一方同じく関西で流通事業を展開する阪急阪神HDと近鉄の利益率はどちらも上昇している。有価証券報告書より、JR西日本の利益率低下の原因はJR大阪ステーションシティの開業費、物件費などとあるが、利益率の低下は費用以外の要因も考えられる。次に各社の総資本回転率を見ていく。JR西日本は2006年ころまで一定の高い水準を保ってきたが、それ以降減少傾向にある。さらに今回売上高営業利益率が下がったことでさらに低下している。

JR大阪三越伊勢丹が初年度にもかかわらず営業損失となったが、競争の激しい大阪の流通業においてはさらに競争が激化していく。今後、より資産を活用した効率的な経営が必要である。

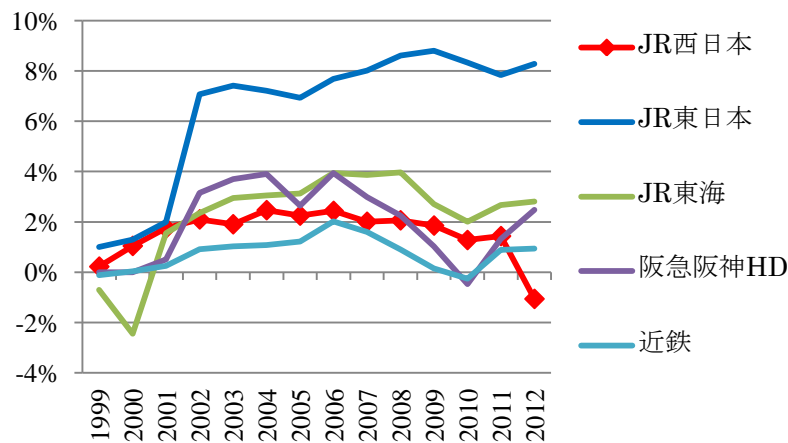
本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

< 図 5-3-1. JR 西日本流通業売上高推移 >



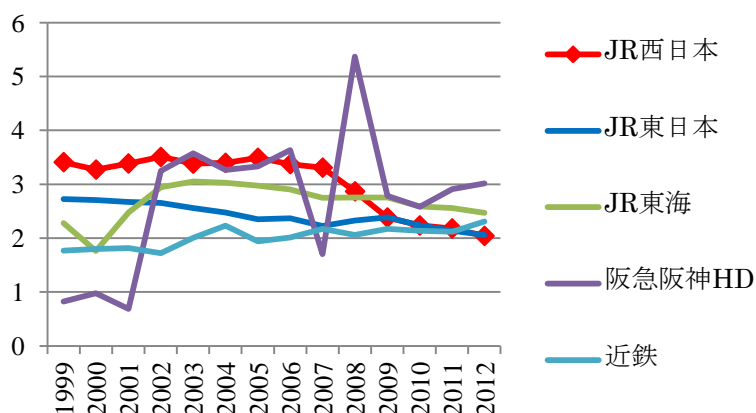
(出所) 日経 Needs FQ より作成

< 図 5-3-2. JR 西日本流通業売上高営業利益率 >



(出所) 日経 Needs FQ より作成

< 図 5-3-3. JR 西日本流通業総資本回転率 (回) >



(出所) 日経 Needs FQ より作成

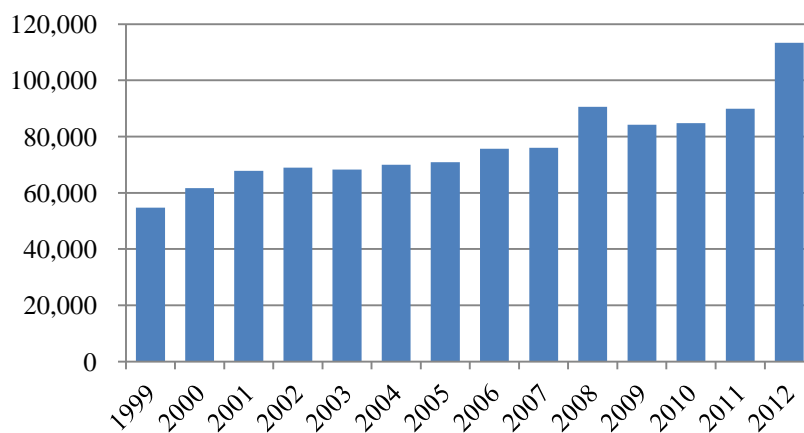
➤ 5.4. 不動産事業：LUCUA 好調、しかし利益率は低下

不動産事業は、駅周辺のビルや高架鉄道下のテナントの賃貸収入、沿線上の都市開発などを収益源としている。

不動産事業は人件費・設備費などコストを抑えられるため、収益率の高い事業の一つである。2012年3月期には売上高前年比約23.5%増、営業利益約16.8%増となった。2011年に開業したLUCUAの業績が好調で、売上高は増加しているが、売上高全体に対する営業利益率は低下している。競合他社を見てみると、比較的高い水準であることがわかる。

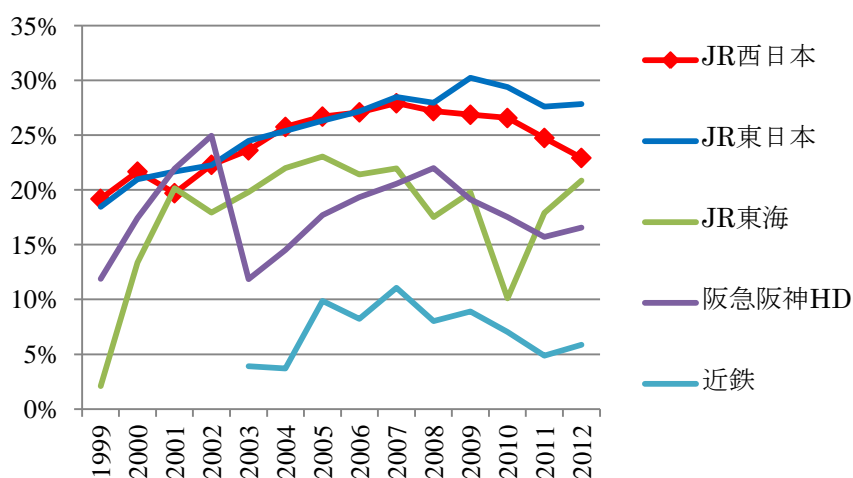
< 図 5-4-1. JR 西日本不動産業売上高推移 >

(百万円)



(出所) 日経 Needs FQ より作成

< 図 5-4-2. JR 西日本不動産業売上高営業利益率 >



(出所) 日経 Needs FQ より作成

➤ 5-5. その他の事業

その他の事業として、日本旅行や、ホテルグランヴィア等のホテル業、電子カード事業、広告代理ビジネスなどがあげられる。これらは主に鉄道事業をスムーズかつ能率的に行うための事業である。

様々な事業が含まれるため、一概に比較することは難しいが、2010年度の景気変動を除けば、安定した収益率を保っていると思われる。

< 図 5-5. JR 西日本その他事業売上高営業利益率 >

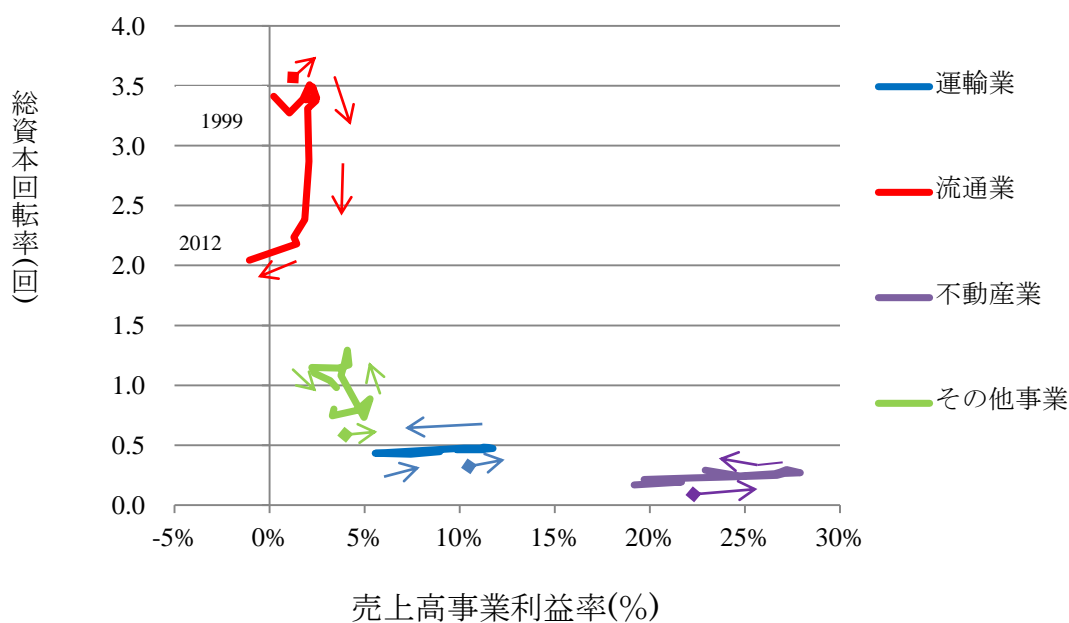


(出所) 日経 Needs FQ より作成

➤ 5-6. 全セグメントの総括：バランスの良い事業内容

各セグメントの総資本回転率と営業利益率を比較してみると、図よりそれぞれ特徴を持った事業を展開しているといえる。運輸業は景気の変動によって利益率の変動はあるものの、安定したシェアと収入により、回転率に大きな変動はない。不動産業は高い利益率を維持している一方で、流通業の利益率は低い値でほぼ横ばいである。流通業という利益率の低い業種のためではあるが、近年は回転率も低下しており、改善が必要である。流通業の回転率と不動産業の利益率を上昇させていくことが、全体のROEを上昇させていくと考えられる。

< 図 5-6. JR 西日本事業別総資産回転率と売上高営業利益率 >



(出所) 日経 Needs FQ より作成

第6章 結論と今後の課題

ここまで分析してきた中で、私たちは大きく分けて二つの結論とそれに対する課題に帰結した。まず一点目は財務分析より明らかになった負債返済の今後の行方と、二点目はセグメント分析から明らかになった流通業の回転率の低さについてである。

まず一点目に関してだが、JR 西日本の PER と PBR を分析した結果、ROE が比較的低い数値であったので、ROE を分解しその原因を調べた。すると、財務レバレッジが低く、負債の割合が低下していることがわかった。これは、JR 西日本が国鉄時代から現在にかけての負債を計画的に返済してきたことを示している。さらに、ROA についても分析すると、有利子負債利率が高すぎるということがわかったため、この長期負債を早めに返済していくことが望ましい。しかし、ROE を上げるためには、財務レバレッジを上げる必要があるため、今後有効な負債政策を考えていく必要がある。

また、二点目のセグメントの分析の結果、運輸業は安定した収入があり、不動産業は利益率が高いことがわかった。しかし運輸業は人口減少もあり、これからさらに成長していくことは困難である。また、不動産業も賃貸料収入は得ているが JR 西日本が運営しているわけではないので、事業をこれから JR 西日本自身が改善していくのは難しい。一方で、流通業では利益率が低く、回転率が低下してきたことがわかった。三越伊勢丹をはじめとする流通業は JR 西日本が運営しているため、流通業の改善、中でも回転率を上昇させることが全体の収益性を向上させることにつながると考えられる。最近の流れとしては、2011 年の大阪ステーションシティの開業によって、流通業の売上が増加することにより、回転率の上昇を期待する。

以上の二点より、今後の負債政策と流通業の回転率の改善が主な課題である。

第7章 指標一覧

➤ 貸借対照表

決算期(年度)	2007	2008	2009	2010	2011
【資産の部】					
流動資産					
現金・預金	57,815	44,836	41,414	51,314	79,742
受取手形・売掛金	41,737	40,975	37,164	36,996	43,423
棚卸資産	19,380	22,246	24,143	29,534	28,043
未収入金	51,606	48,559	44,959	42,679	47,263
繰延税金資産	18,680	19,938	19,743	17,857	18,961
その他流動資産	37,282	44,917	65,857	75,243	73,912
貸倒引当金	△ 398	△ 335	△ 597	△ 840	△ 872
流動資産合計	226,101	221,138	208,544	223,254	262,432
固定資産					
有形固定資産					
建物・構築物	967,046	979,074	979,197	989,472	1,001,337
機械装置及び運搬具	254,147	282,599	278,663	285,890	323,914
建設仮勘定	66,297	81,301	75,811	107,533	139,615
土地	658,519	657,469	657,643	658,809	655,872
その他有形固定資産	27,138	28,195			
有形固定資産合計	1,973,147	2,028,639	2,021,511	2,072,276	2,150,617
無形固定資産	22,198	20,017	20,839	24,933	25,798
投資・その他の資産					
投資有価証券	64,848	60,038	60,494	59,327	60,407
繰延税金資産	92,699	109,035	125,527	139,030	142,069
その他	23,253	24,897	26,214	28,729	32,213
貸倒引当金	△ 661	△ 998	△ 1,286	△ 1,188	△ 1,126
投資・その他の資産合計	180,139	192,973	210,950	225,898	233,564
固定資産合計	2,175,484	2,241,630	2,253,301	2,323,107	2,409,979
繰延資産					
開発費	82	62	42	22	11
繰延資産合計	82	62	42	22	11
資産合計	2,401,667	2,462,831	2,461,889	2,546,384	2,672,423

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

決算期(年度)	2007	2008	2009	2010	2011
【負債の部】					
流動負債					
支払手形・買掛金	50,272	48,109	46,164	47,999	51,207
短期借入金	13,138	13,630	28,807	12,932	17,515
1年内返済の長期借入金	49,352	42,979	42,739	33,428	44,764
1年内償還の社債	-	45,000	20,000	-	-
未払金	129,910	126,803	103,302	102,416	134,855
未払法人税等	21,714	37,589	26,857	13,793	15,450
未払消費税等	-	3,135	5,759	1,901	3,324
前受金	86,983	97,834	76,768	66,510	55,973
預り金	74,366	60,731	55,890	52,150	55,466
賞与引当金	34,349	34,817	34,253	33,032	34,173
鉄道施設購入未払金	-	34,598	33,472	30,020	39,101
その他流動負債	68,670	33,464	35,347	34,015	35,999
流動負債合計	528,757	578,698	509,365	428,201	487,837
固定負債					
社債	249,981	234,964	269,966	384,968	444,970
長期借入金	223,211	206,531	227,349	260,820	283,155
長期未払金	427,689	393,157	359,712	329,696	290,598
退職給付引当金	219,694	257,038	292,774	324,801	322,737
繰延税金負債	114	141	176	213	241
その他固定負債	114,370	121,460	112,938	115,539	121,628
固定負債合計	1,235,060	1,213,294	1,262,920	1,416,040	1,463,334
負債合計	1,763,817	1,791,993	1,772,286	1,844,242	1,951,172
【純資産の部】					
株主資本					
資本金	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
資本剰余金	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000
利益剰余金	443,658	489,366	531,236	543,323	563,766
自己株式(▲)	△ 327	△ 10,343	△ 30,343	△ 30,343	△ 30,343
株主資本合計	598,331	634,022	655,893	667,980	688,423
その他の包括利益累計額					
その他有価証券評価差額金	8,865	4,552	1,004	1,292	546
繰延ヘッジ損益	348	95	△ 233	△ 108	△ 161
その他の包括利益累計額合計	9,213	4,647	770	1,183	384
少数株主持分	30,306	32,167	32,938	32,977	32,443
純資産合計	637,850	670,838	689,602	702,141	721,251
負債・純資産合計	2,401,667	2,462,831	2,461,889	2,546,384	2,672,423

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

➤ 損益計算書

決算期(年度)	2007	2008	2009	2010	2011
営業収益	1,262,936	1,290,190	1,275,308	1,190,135	1,213,506
営業費					
運輸業等営業費及び売上原	919,294	944,207	944,505	915,865	950,419
販売費及び一般管理費	208,299	208,569	208,283	197,739	167,097
営業費合計	-	1,152,777	1,152,789	1,113,605	1,117,517
営業利益	135,342	137,413	122,519	76,530	95,988
営業外収益					
受取利息	52	105	173	212	176
受取配当金	280	355	414	420	301
持分法による投資利益	1,017	1,298	986	807	2,421
その他営業外収益	5,769	6,157	6,636	6,224	6,570
営業外収益合計	7,118	7,918	8,212	7,666	9,471
営業外費用					
支払利息	37,298	35,424	34,592	34,309	33,786
その他営業外費用	1,006	1,049	1,288	1,781	2,714
営業外費用合計	38,304	36,473	35,881	36,090	36,500
経常利益	104,155	108,857	94,850	48,106	68,959
特別利益	47,328	44,675	72,622	54,434	51,135
特別損失	50,611	51,948	72,821	58,847	59,073
税金等調整前当期純利益	100,872	101,584	94,651	43,693	61,021
税金等調整前当期利益	100,872	101,584	94,651	43,693	61,021
法人税等	41,505	41,822	38,810	19,226	26,364
法人税・住民税及び事業税合計	44,321	56,559	52,432	31,047	29,952
法人税等調整額	△ 2,816	△ 14,737	△ 13,621	△ 11,820	△ 3,587
少数株主損益	2,577	2,054	1,311	△ 391	△ 326
当期純利益	56,791	57,707	54,529	24,858	34,983

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

▶ キャッシュフロー計算書

決算期(年度)	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03
営業活動によるキャッシュフロー					
税金等調整前当期純利益	100,872	101,584	94,651	43,693	61,021
減価償却費	112,827	128,086	137,009	141,903	150,886
固定資産除却損益(▲益)	43,769	35,976	7,394	8,873	8,878
貸倒引当金の増加額(▲減)	△ 2	276	520	140	△ 29
退職給付及び役員退職慰労引当金の増減額(▲減)	18,016	37,344	35,729	31,959	△ 2,063
賞与引当金の増加額(▲減)	△ 7	468	△ 595	△ 1,259	1,141
その他の引当金の増加額(▲減)	-	-	△ 3,419	△ 1,302	△ 1,728
受取利息及び受取配当金(▲)	△ 332	△ 461	△ 588	△ 632	△ 477
支払利息	37,298	35,424	34,592	34,309	33,786
持分法による投資損益(▲益)	△ 1,017	△ 1,298	△ 986	△ 807	△ 2,421
売上債権の減少額(▲増)	△ 10,732	4,236	8,095	4,623	△ 10,945
棚卸資産の減少額(▲増)	△ 1,440	△ 2,867	△ 1,826	△ 5,339	1,491
仕入債務の増加額(▲減)	20,738	△ 21,504	△ 33,736	△ 15,242	28,247
未払消費税等の増加額(▲減)	2,040	△ 2,177	2,611	△ 4,466	2,029
その他の小計欄より上の営業キャッシュフロー	△ 43,415	△ 16,340	△ 3,114	2,905	14,590
小計	278,617	298,747	276,338	239,359	284,406
利息及び配当金の受取額	266	473	648	619	473
利息の支払額(▲)	△ 37,398	△ 35,565	△ 34,827	△ 34,409	△ 33,875
法人税等の支払額(▲)	△ 52,866	△ 41,472	△ 63,318	△ 44,260	△ 27,783
営業活動によるキャッシュフロー	188,619	222,183	178,840	161,309	223,221
投資活動によるキャッシュフロー					
定期預金の預入による支出(▲)	△ 335	△ 230	△ 230	△ 35,230	△ 230
定期預金の払戻による収入	765	230	230	35,230	230
固定資産の取得による支出(▲)	△ 175,024	△ 224,865	△ 201,716	△ 246,183	△ 277,342
固定資産の売却による収入	4,273	2,847	2,481	1,791	659
有価証券の取得による支出(▲)	-	-	-	-	△ 30,000
有価証券の売却による収入	-	-	-	-	30,000
投資有価証券の取得による支出(▲)	△ 1,961	△ 1,199	△ 12,023	△ 812	△ 566
投資有価証券の売却による収入	-	44	18	800	120
貸付金の増加による支出(▲)	△ 690	△ 642	△ 828	△ 584	△ 679
貸付金の回収による収入	266	736	681	562	760
その他の投資活動によるキャッシュフロー	40,930	43,795	38,736	35,645	30,754
投資活動によるキャッシュフロー	△ 131,777	△ 179,282	△ 172,651	△ 208,782	△ 246,293
財務活動によるキャッシュフロー					
短期借入金による収入	2,139	1,526	14,447	-	1,897
短期借入金の返済による支出(▲)	-	-	-	△ 16,493	-
長期借入金による収入	57,100	26,300	63,606	66,900	67,100
長期借入金の返済による支出(▲)	△ 89,136	△ 49,384	△ 43,060	△ 42,770	△ 33,460
社債の発行による収入	29,981	29,982	55,000	115,000	60,000
社債の償還による支出(▲)	-	-	△ 45,000	△ 20,000	-
自己株式の取得による支出(▲)	-	△ 10,000	△ 19,999	-	-
配当金の支払金額(▲)	△ 12,003	△ 12,025	△ 12,825	△ 13,552	△ 14,517
少数株主への配当金の支払額(▲)	△ 112	△ 112	△ 126	△ 117	△ 117
その他の財務活動によるキャッシュフロー	△ 42,660	△ 42,167	△ 22,228	△ 34,344	△ 29,456
財務活動によるキャッシュフロー	△ 54,691	△ 55,880	△ 10,185	54,621	51,445
現金及び現金同等物の増加額(▲減)	2,151	△ 12,978	△ 3,996	7,148	28,373
現金及び現金同等物の期首残高	55,434	57,585	44,606	41,184	51,084
現金及び現金同等物の期末残高	57,585	44,606	41,184	51,084	79,512

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

➤ 指標一覧

決算期(年度)	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03
株価関連指標					
株価(円)	5440	4380	3120	3220	3210
PER(倍)	18.21	16.85	13.52	24.69	17.32
PBR(倍)	1.7	1.51	1.1	0.91	0.87
収益性指標					
ROE	9.69%	9.26%	8.42%	3.75%	5.15%
ROA	5.75%	5.72%	5.04%	3.11%	3.79%
売上高総利益率	27.21%	26.82%	25.94%	23.05%	21.68%
売上高営業利益率	10.72%	10.65%	9.61%	6.43%	7.91%
売上高事業利益率	10.82%	10.79%	9.73%	6.55%	8.15%
売上高当期純利益率	4.50%	4.47%	4.28%	2.09%	2.88%
配当性向	-0.21	-0.21	-0.24	-0.55	-0.41
安全性指標					
自己資本比率	25.30%	25.93%	26.67%	26.28%	25.77%
負債比率	290.32%	280.58%	269.89%	275.60%	283.27%
インタレスト・カバレッジ・レシオ	363.76%	389.21%	355.88%	224.90%	285.52%
流動比率	42.76%	38.21%	40.94%	52.14%	53.80%
当座比率	18.75%	14.77%	15.31%	20.43%	25.07%
手元流動性比率	54.12%	47.74%	40.58%	46.75%	64.80%
固定比率	358.08%	350.98%	343.14%	347.17%	349.88%
固定長期適合率	118.07%	121.04%	117.38%	111.41%	111.98%
財務レバレッジ	3.95	3.86	3.75	3.81	3.88
有利子負債利率	6.94%	6.57%	6.11%	5.36%	4.56%
効率性指標					
使用総資本回転率(回)	0.53	0.53	0.52	0.48	0.47
有形固定資産回転率(回)	0.64	0.64	0.63	0.58	0.57
自己資本回転率(回)	2.16	2.07	1.97	1.80	1.79