

商学部 研究論文

〈題 目〉

鉄道会社の財務分析

指導教員

太田浩司

〈学籍番号〉 商 21-0117

〈氏 名〉 大鷹彩夏

要 約

本研究は近鉄グループホールディングスと東急のコロナ禍の影響や対応策を明らかにすることを目的とする。コロナは鉄道業界に大きな影響を与えた。民鉄でトップの売上高を誇る両社がコロナ禍に採った戦略や受けた影響を理解することは、今後の鉄道業界や関連業界にとって重要な意義を持つと考える。具体的には、両社のコロナ前の財務状況や経営戦略とともにコロナ禍の影響を整理した。さらに、セグメント別の業績を分析した上で、財務分析で成長性、収益性、安全性の分析を行った。最後に、コロナ後の両社の事業戦略における違いや共通点を比較した。結果、両社は異なるアプローチで危機を乗り越えたことが明らかになった。近鉄はホテル・レジャー業の割合が高く、観光を軸にした戦略をとっていた。そのため、旅行の需要が激減したコロナ禍では多大な影響を受けた。一方で、東急は利益率が高くコロナの影響を受けにくい不動産セグメントの割合が大きいこと、生活サービス事業の家ナカサービスのように常に需要のある事業を行っていることで近鉄に比べるとコロナの影響は小さかった。そのため、コロナ後の近鉄はコスト構造の抜本的見直しや効率化に力を入れており、既存事業の安定化と収益性の改善を目指していた。一方で、東急は都市開発やデジタル化（DX）、新規事業への投資など、未来志向の成長戦略に注力していた。両社とも運輸事業は同じような推移をしており、運輸業以外のセグメントが大きな違いを生み出していることが分かった。

目 次

	ページ
はじめに	1
第1章 鉄道業界のプレイヤーと選定	1
第1節 鉄道業界のプレイヤー	1
第2節 売上高ランキングと選定	2
第2章 近鉄と東急の企業概要	3
第1節 近鉄の概要	3
第2節 東急の概要	4
第3節 コロナ前の財務状況と戦略	5
第3章 コロナ禍の影響	5
第1節 コロナ禍	5
第2節 近鉄への影響	6
第3節 東急への影響	7
第4章 セグメント分析	8
第1節 近鉄のセグメント分析	8
第2節 東急のセグメント分析	12
第5章	16
第1節 成長性の分析	16
第2節 収益性の分析	18
第3節 安全性の分析	19
第6章 コロナ後の事業戦略	21
おわりに	22
引用・参考文献一覧	23

はじめに

新型コロナウイルス（以下、コロナ）のパンデミックは、世界中の企業活動に甚大な影響を及ぼした。移動制限や社会的距離の確保が求められる中で、とりわけ鉄道業界は利用者数の減少や運行停止など、深刻な影響を受けた。

本論文では鉄道業界のなかでも特に特色の出やすい民鉄の中から、関西でトップの売上高である近鉄グループホールディングス（以下、近鉄）と関東でトップの売上高である東急を調査対象として取り上げる。東急は、東京都心を中心に広がる交通網を有し、近年では「都市開発」を中心とした多角的な事業展開を行っている。特に、鉄道事業と不動産開発事業の相乗効果を高めるための戦略が注目されている。一方、近鉄は、名古屋・大阪を結ぶ主要な鉄道を有し、鉄道事業だけでなく、観光業やバス・ホテル事業にも積極的に投資を行い、経営の多角化を進めている。それぞれの企業がコロナ禍に採った戦略や受けた影響を理解することは、今後の鉄道業界や関連業界にとって重要な意義を持つと考える。

本論文では、まず鉄道業界の概要と両社の事業内容を述べる。次に、両社のコロナ前の財務状況や経営戦略とともにコロナ禍の影響を整理する。さらに、セグメント別の業績を分析した上で、財務分析で成長性、収益性、安全性の分析を行う。最後に、コロナ後の両社の事業戦略における違いや共通点を比較する。このように、経営戦略やセグメント分析、財務分析を用いて、近鉄と東急のコロナ禍の影響や対応策を明らかにすることを目指す。

第1章 鉄道業界のプレイヤーと選定

第1節 鉄道業界のプレイヤー

日本には200社を超える鉄道事業社があるが、これらは経営主体により大きく「JR」「民鉄」「公営」に分けられる。

JRは、かつての日本国有鉄道（国鉄）が分割民営化し、北海道、東日本、東海、西日本、四国、九州と各地方で事業を展開している。民間企業で、経営は株式会社として行われているが、国鉄時代に蓄積された鉄道インフラを引き継ぎ、公共交通機関として重要な役割を担っている。

民鉄は、民間企業が運営している鉄道会社である。長距離での輸送を主におこなっているJRとは異なり、短距離の輸送が中心となっている。運輸事業のほかにも企業によってさまざまな特徴を持っている。民鉄は事業規模により大手民鉄、準大手民鉄、中小民鉄で分けられる。大

手民鉄は東急、東武、近鉄、阪急など、全部で16社ある。準大手民鉄は新京成、神戸高速など全部で5社ある。大手民鉄が首都圏、京阪神、名古屋、福岡の大都市圏の通勤・通学輸送などを担うのに対し、準大手民鉄は大都市圏周辺にあり多くの旅客を運んでいる。大都市圏の郊外を走る準大手は、大手民鉄の機能を一部補完している側面があり、ほとんどが大手と資本関係にある。中小民鉄は約120社あり、地域住民の暮らしの足、観光資源などとして活躍している。ただし、自動車の交通の発達等で利用者が大幅に減少し、経営が苦しい事業も少なくない。

公営は、地方自治体が運営している事業である。都市部の公共輸送の需要は明らかに存在するものの、民間では資金面などで事業展開が難しいと思われる場合などにとられる形態である。例として札幌市、東京都、大阪市、福岡市による地下鉄事業などが挙げられる。

その他には国や地方自治体と民間がともに出資して運営する第三セクターという形もある。これは、旧国鉄のローカル線や未開業線を引き継いでいる場合が多く見受けられる。

第2節 売上高ランキングと選定

図表 1-1 鉄道業界の売上高ランキング (2022-2023年)

ランキング	企業名	売上高 (億円)
1	JR東日本	24,055
2	近鉄グループHD	15,610
3	JR東海	14,002
4	JR西日本	13,955
5	阪神阪急HD	9,683
6	東急	9,312
7	東武鉄道	6,147
8	名古屋鉄道	5,515
9	西日本鉄道	4,946
10	西武HD	4,284

図表 1-1 は、2022-2023年の期間の日本の鉄道業界の売上高ランキングを示したものである。首位はJR東日本であり、2.4兆円と他社を圧倒している。以降近鉄、JR東海、JR西日本と続いている。2022年は近鉄が、近鉄エクスプレスを連結子会社化したことにより大幅増収となり2位に浮上している。

本研究では各社の特徴が出やすい民鉄のなかから、関西でトップの売上高である近鉄と関東でトップの売上高である東急を調査対象として取り上げる。どちらも大手民鉄 16 社に属している。近鉄は近畿日本鉄道を所有しており、東急は東急電鉄を所有している。

第 2 章 近鉄と東急の企業概要

近鉄、東急は鉄道事業だけでなく多角的に事業運営している。ここでは近鉄、東急がどのような事業を展開しているのかとともに、コロナ以前の財務状況と戦略について概要を述べる。

第 1 節 近鉄の概要

近鉄は主に「運輸」「不動産」「国際物流」「流通」「ホテル・レジャー」の 5 つの事業領域で事業を展開している。

1) 運輸事業

近畿・東海の 2 府 3 県にまたがる鉄道の営業キロは約 500km に及ぶ。バス、タクシー、フェリーなど幅広く取り組んでいる。

2) 不動産事業

大きく不動産販売・不動産賃貸と不動産管理に分類される。不動産販売では 3 大都市圏を中心にライフスタイルに合わせた住まいを提供している。不動産賃貸ではオフィスビルの他ターミナルビルや商業ビルを運営している。その他、不動産仲介・ソリューション事業・ソーラー発電事業・ゴルフ事業なども展開している。また、不動産管理ではオフィスビル、商業ビル、ホテル、文化スポーツ施設や分譲マンションなど幅広い施設の管理運営を行っている。

3) 流通事業

大きく百貨店とストア・飲食に分類される。百貨店ではあべのハルカス近鉄本店など近鉄主要駅を中心に百貨店、商業施設を運営している。FC 事業として食・住サービス業態を中心に店舗を展開し、外商事業では百貨店の枠を超えた商品や取引先の開拓に取り組んでいる。また、ストア・飲食では近鉄沿線を中心にスーパーマーケット、コンビニエンスストア、レストラン、カフェなど様々な業態の物販・飲食事業を運営している。そのほかにも、クラフトビール事業など新規事業の創出にも取り組んでいる。

4) ホテル・レジャー事業

国内外にホテルブランド都ホテルズ&リゾートを展開している。また、世界中の人々の出会

いと感動を創造することをテーマに安心安全な旅を提供もしている。その他にも映画館「あべのアポロシネマ」や水族館「海遊館」や「ニフレル」を運営している。

5) 国際物流

大きく航空貨物輸送、海上貨物輸送、ロジスティクスに分類される。航空貨物輸送では航空機を利用し、付加価値の高い商品や緊急を要する貨物を輸送している。海上貨物輸送では船舶を利用し、幅広い品目、あらゆるサイズの貨物を輸送している。ロジスティクスではお客様の物流を担うサービスを主に扱っており、倉庫を物流の基点として、輸配送だけでなく、在庫管理や流通加工なども行っている。

第2節 東急の概要

東急は、「交通」「不動産」「生活サービス」「ホテル・リゾート」の4つの事業領域で事業を展開している。

1) 交通事業

東京都西南部から神奈川県東部に営業キロ 110.7 kmの鉄軌道路線を運営している。またその他交通事業として JR 四国、JR 貨物、JR 西日本、東急が協力するプロジェクトとして四国・瀬戸内エリアの観光振興・地域活性化を目的としたクルーズトレインの運行や下田ロープウェイを運営している。空港運営事業も展開しており仙台国際空港、北海道エアポート、富士山静岡空港、広島国際空港などを各社と協力して運営している。交通インフラ事業も手がけている。

2) 不動産事業

複合施設の開発・運営事業を行っている。その一環で渋谷駅周辺開発プロジェクトを行っており、渋谷ヒカリエや渋谷ストリームを運営している。また、PPP/PFI 事業への取り組みやオフィス、商業施設、住宅関連の開発・運営事業も行っている。

3) 生活サービス事業

大きく家ナカサービスと街なかの店舗・サービスに分類される。家ナカサービスではインターネット、電話、電力小売・ガス取次ホームセキュリティ・シニアセキュリティなどを運営している。街なかの店舗・サービスとしては百貨店・スーパーマーケット・ショッピングセンター・シネマコンプレックスを運営している。

4) ホテル・リゾート事業

東急ホテルズを運営している。また、定額制回遊型宿泊サービスといった新たな事業形態・

サービスを事業化している。他にもゴルフ事業も展開している。

第3節 コロナ前の財務状況と戦略

1) 近鉄

コロナ前（2015年度～2018年度）は成長へのシフトと財務健全性の確保の両立を基本方針として、あべのハルカスの収益基盤強化、インバウンド・観光による収益増大、不動産事業の強化に重点的に取り組んだ。結果、安定的な利益水準を確保し、財務体質は目標どおりに改善していた。

コロナ前に定められた中期計画（2019年度～2022年度）では重点施策を、①新3大プロジェクトの推進（万博・IR関連事業、上本町ターミナル事業、伊勢志摩地域の活性化事業）②沿線強化③新規事業④事業エリアの拡大としていた。「ビジネスチャンスを実確にとらえ、変革を進め、持続的に成長する近鉄グループ」を長期方針とし、将来を見据えた成長戦略を積極的に進め、企業価値を高めてさらに飛躍することを目指していた。

2) 東急

コロナ前（2015年度～2017年度）は次なる飛躍へのステップとして、沿線を深耕するとともに、新たな成長にチャレンジすることを基本方針としていた。鉄道ネットワーク化や二子玉川ライズの全面開業による効果、そして訪日外国人客の増加によるホテル業の好調により、営業利益・東急 EBITDA とともに、計画値をクリアし、全体的な数値計画は全て達成した。

コロナ前に定められた中期3か年経営計画（2018年度～2020年度）では重点施策を①「安全」「安心」「快適」のたゆまぬ追求（基幹たる鉄道事業の強靱化）②世界のSHIBUYAへ（“エンタテイメントシティ SHIBUYA”の実現）③沿線価値・生活価値の螺旋的向上（グループ各事業の総合力発揮）④戦略的アライアンスによる事業拡大（グループ内外との共創）⑤ワークスタイル・イノベーションの進化（東急版「働き方改革」の展開）としていた。東急は「東急沿線が『選ばれる沿線』であり続ける」ことを長期ビジョン（設立100周年である2022年にありたい姿）とし、『ひとつの東急』として、強い企業集団を形成しようとしていた。

第3章 コロナ禍の影響

第1節 コロナ禍

2020年1月、最初のコロナの感染者が日本で確認された。武漢からの帰国者やクルーズ船

「ダイヤモンド・プリンセス号」での感染が報じられ、状況が急速に悪化していった。ここでは、特に鉄道業界に影響を与えた緊急事態宣言と Go To トラベルについて概要を述べる。

1) 緊急事態宣言

日本では、コロナ感染拡大を抑制するために、複数回にわたって緊急事態宣言が発出された。2020年4月、政府は東京都など7都府県を対象に初めて緊急事態宣言を発令。その後、全国に拡大した。緊急事態宣言により商業施設の休業や、外出自粛が求められ、社会活動が大きく制限された。5月には、感染者数が減少し、緊急事態宣言は解除された。しかし、まだ一部の地域では注意が必要とされ、制限措置が続いた。また、2021年1月から2月にかけて、再び感染者数が増加し、緊急事態宣言が再発令。大阪や東京を中心に、感染拡大が続いた。ワクチン接種が始まった後も、特に変異株の拡大に伴い、何度か緊急事態宣言が出された。経済活動の再開と感染拡大のバランスを取るために、度重なる解除と発令が行われた。2022年には、ワクチン普及や治療法の進展により、感染のピークは過ぎ、緊急事態宣言は次第に減少。地域ごとの制限が緩和され、感染症対策を取りながらも経済活動が再開した。

2) Go To トラベル

Go To トラベルは、観光業の回復を支援するために、日本政府が実施した観光促進政策である。2020年7月、政府は観光業を支援するために Go To トラベルキャンペーンを開始。国内旅行を促進するため、旅行代金の割引や地域共通クーポンが提供された。感染拡大が懸念される中、キャンペーンが始まったことに対し、賛否両論があった。2020年12月、感染拡大に伴い、Go To トラベルは一時停止。年末年始の感染拡大を受け、キャンペーンの再開は見送られた。その後、ワクチン接種が進み、感染状況が落ち着いた後、Go To トラベルは2022年に一部地域で再開されたものの、再開時期や内容は政府の方針によって変更されることがあった。

第2節 近鉄への影響

鉄道の定期外利用は2018年度の2億3500万人から2020年度の1億4600万人と約62%、定期利用は2018年度の3億4200万人から2020年度の2億8000万人と約82%、全体では2018年度の5億8700万人から4億2600万人と約72%に落ち込んだ。事業がB2Cに偏っていたことから、コロナ禍により各事業が軒並み大きなダメージを受けた。結果、2020年度は過去最大の600億の連結最終損失を計上した。

収益の確保・コスト削減の為、約600人の人員削減や保有するホテル・ビルの売却、運賃の引き上げ、保有する福山通運の売却に踏み切った。安全対策の為、抗ウイルス・抗菌コーティ

ングを実施した。また、社員に対しては、コロナワクチンの職域接種を全グループ会社の希望者を対象に実施した。

第3節 東急への影響

鉄道の定期外利用は 2018年度の4億7000万人から2020年度の3億2700万人と約70%、定期利用は2018年度の7億1800万人から2020年度の4億7800万人と約67%、全体では2018年度の11億8900万人から8億500万人へ約68%に落ち込んだ。交通事業のほか、一時営業休止のやむなきに至ったホテル・リゾート事業、大型商業施設や百貨店などの生活サービス事業を中心に業績面で大きな打撃を受けた。とくに2020年度の連結決算は、営業収益が対前年度比19.6%減の大幅減収となり、1999年度以降初めて1兆円を割り込んだ。

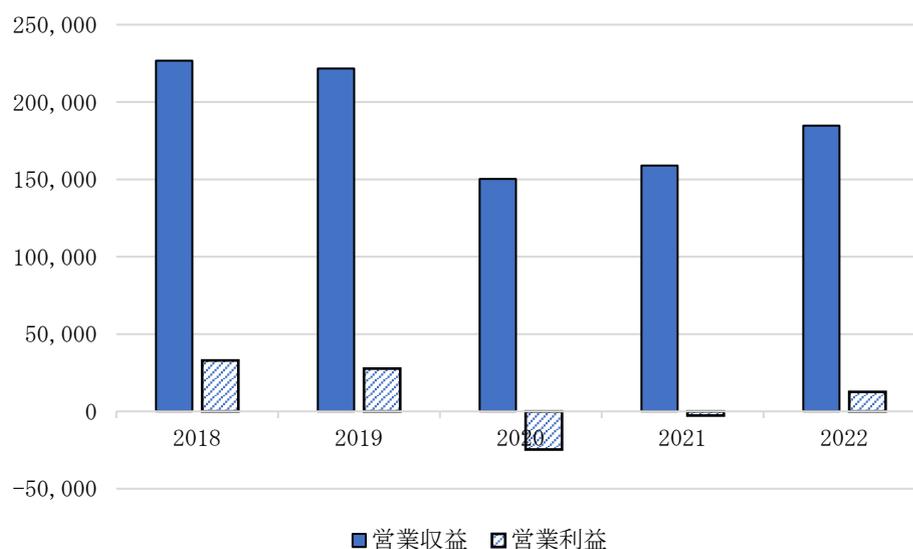
収益の確保・コスト削減の為、不動産売却を行った。また、役員報酬返上の実施や基幹職の給与についても減額などの措置を行った。安全対策の為、また、社員に対して、本社勤務については、役員以下すべての本社勤務員の原則在宅勤務実施、集合による会議の原則自粛とWEB会議などの活用、外出自粛などを求めたほか、各事業の営業などについては各都道府県知事の要請に基づいて対応することを求めた。全従業員のPCR検査を実施した他、エッセンシャルサービスに従事するグループ従業員を中心に、コロナワクチンの職域接種の実施を決定した。

第4章 セグメント分析

第1節 近鉄のセグメント分析

1) 運輸

図表 4-1 運輸事業の営業収益・営業利益の推移（百万円）



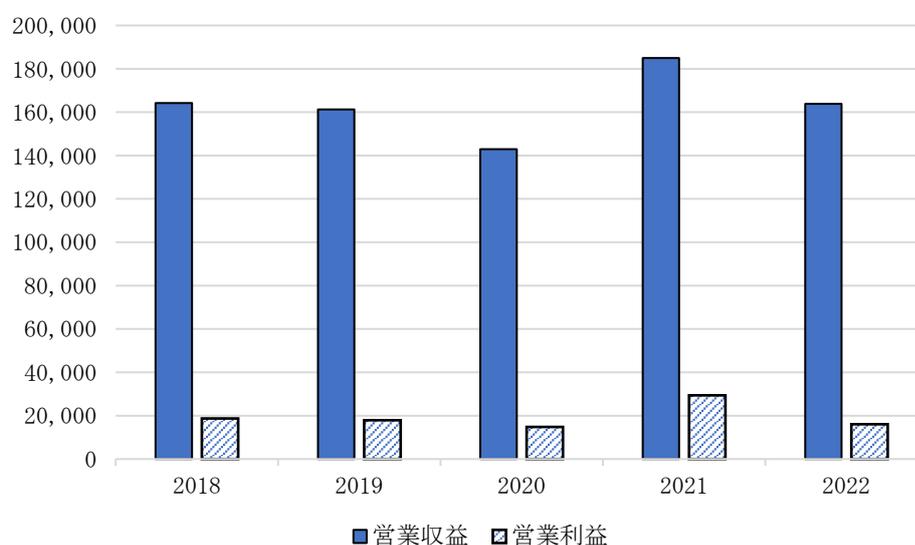
図表 4-1 は運輸事業における 2018-2022 年度の営業収益、営業利益の推移を示したものである。2018 年と 2019 年は堅調に推移していた。しかし、2020 年度に営業収益と営業利益は大きく落ち込んだ。2021 年度から回復傾向にあり、2022 年度には営業収益はコロナ以前の 8.5 割ほどまでに回復した。売上高利益率はコロナ前は 10%を超えており、4つのセグメントのなかでも高い利益率となっている。一時はマイナスを記録したものの、2022 年度にはコロナ以前の約半分ほどまで回復した。

2018 年度は相次ぐ自然災害の影響が大きかったものの、退職給付費用が減少したこと等もあり増収減益だった。2019 年度は昨年 5 月に大型連休期間の増収効果があったが、本年 1 月下旬以降、コロナ拡大に伴う出控えにより減収となった。営業利益は、防災対策等による修繕費の増加もあり減益となった。2020 年度は昨年 4 月から 5 月にかけて発令された緊急事態宣言により定期、定期外とも出控えが生じ大幅に利用客が減少した。その後、経済活動の再開に伴い輸送人員は徐々に回復していたが、第 3 四半期後半からコロナが再流行した影響により減収減益、営業損失を計上した。2021 年度は当期もコロナ変異株の影響を受けたが、前期の緊急

事態宣言期間中の出控えの反動増や、10月から12月にかけて定期外で輸送人員がやや持ち直した事等により増収だった。また、人件費や修繕費等の費用削減効果も加わり増益、営業利益を計上した。2022年度は行動制限の緩和により人流が増加する等、コロナの影響が縮小したため、修繕費や動力費等の費用は増加したが、増収増益だった。

2) 不動産

図表 4-2 不動産事業の営業収益・営業利益の推移（百万円）



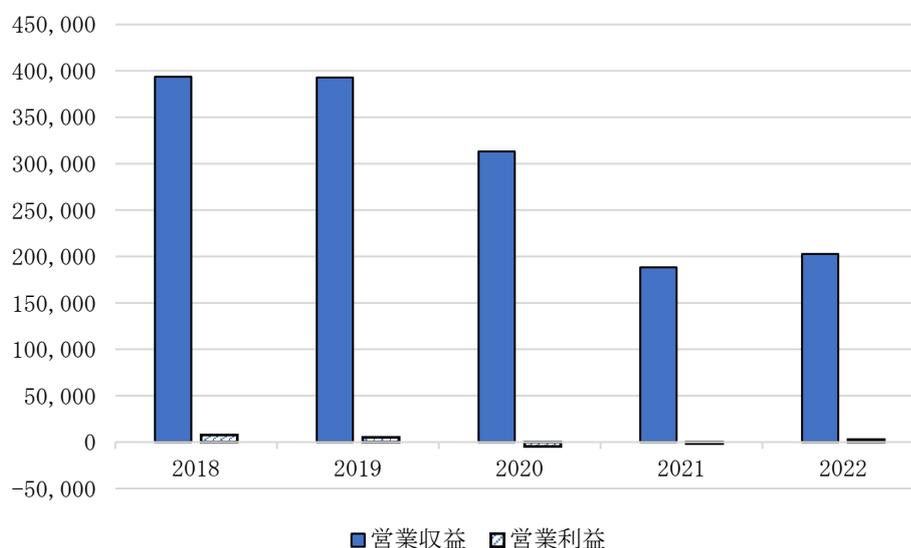
図表 4-2 は不動産事業における 2018-2022 年度の営業収益、営業利益の推移を示したものである。多少変動はあるものの、営業収益は 1,600 億、営業利益は 170 億で一定している。営業利益はセグメント内で唯一マイナスにならなかった。売上高利益率は平均 10%を超えており、4つのセグメントのなかでも高い利益率となっている。コロナによる影響を一番受けず、安定しているセグメントであるといえる。

2018 年度はマンション販売戸数の増加や主要賃貸物件が堅調であったことによる賃貸料の増加、保有資産の売却により増収増益だった。2019 年度は主要賃貸物件が堅調に推移したことに加え、「近鉄博多ビル」等新規物件の稼働があったものの、戸建住宅の販売戸数の減少に加え、手数料収入の減少もあり減収減益となった。2020 年度はマンション竣工物件、リフォーム売上高、および仲介手数料収入の減少があった。ホテルの新規開業等により賃貸収入は増加したが、あべのハルカス展望台など一部施設が一時休業したこともあり減収減益であった。2021

年度はマンション分譲戸数が増加したことに加え、仲介手数料収入で前期の緊急事態宣言発出に伴う営業活動制限の反動増があったこと、一部のオフィスビル等の証券化による売却収入もあり、増収増益だった。2022年度はマンション分譲戸数が増加した一方で、前期に一部のオフィスビル等を証券化したことの反動減や、ホテル資産の売却により賃貸収入が減少したため、減収減益となった。

3) 流通

図表 4-3 流通事業の営業収益・営業利益の推移（百万円）



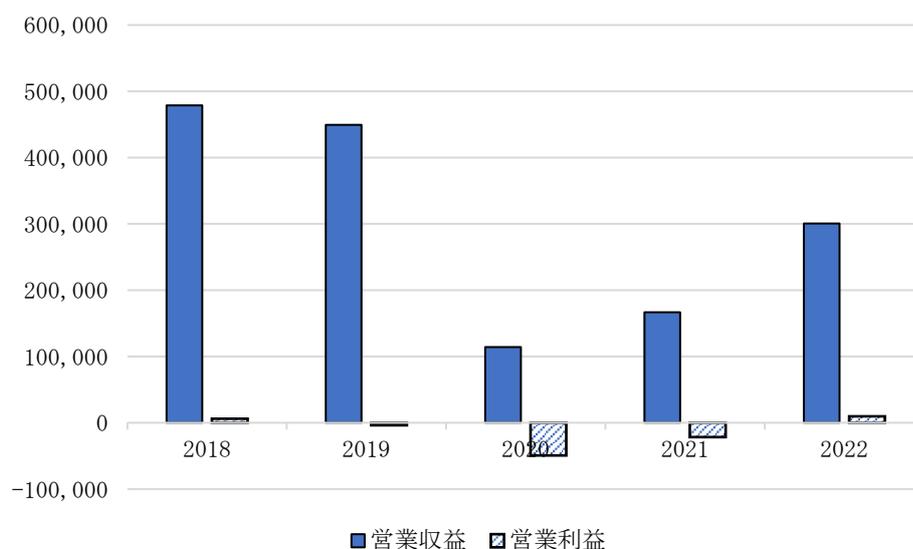
図表 4-3 は流通事業における 2018-2022 年度の営業収益、営業利益の推移を示したものである。2018 年度、2019 年度は堅調に推移したものの、2020 年度から大幅に減少した。コロナの影響がましになった 2022 年度も 2027 億とコロナ以前に比べ約半減している。営業利益に関してはコロナの影響を一番受けた 2020 年度を底に徐々に回復している。売上高利益率は約 1.5%であり、セグメントのなかでは低い利益率である。

2018 年度はスーパーマーケットの店舗の閉鎖や休業があったものの、あべのハルカス近鉄本店が堅調に推移したこともあり増収増益だった。2019 年度は、内装子会社の大口受注やスーパーマーケットの新規店舗の出店があったものの、消費税引き上げや新型コロナウイルス感染症の影響により、売上の減少が見られた。また、システム関連費用の増加や新規店舗開設費用の負担が影響し、減収減益となった。2020 年度は、スーパーマーケットの売上は増加したも

の、店舗の臨時休業や営業時間短縮が実施された。また、入国制限によりインバウンド需要が急減した。これにより越境・国内 EC 事業の拡大や経費削減に努めたが減収減益、営業損失を計上した。2021 年度は、百貨店の営業範囲が拡大し、また、駅ナカ店舗や飲食店舗の利用客が増加した。しかし、収益認識に関する会計基準の適用により減収となった。増益はしたものの、営業損益を計上している。2022 年度は、百貨店の店舗休業の反動増に加え、行動制限緩和や消費マインドの回復、駅ナカ店舗やレストランの売上が増加した。結果増収増益、営業利益を計上した。

4) ホテル・レジジャー

図表 4-4 ホテル・レジジャー事業の営業収益・営業利益の推移（百万円）



図表 4-4 はホテル・レジジャー事業における 2018-2022 年度の営業収益、営業利益の推移を示したものである。営業収益は 2018 年度、2019 年度は堅調に推移したが、2020 年度の 1,141 億とコロナにより約 4 分の 1 に減少した。しかし、2022 年度の 3,001 億とコロナ以前の約 60% まで回復した。営業利益はコロナにより大幅に減少したが、2022 年度には 96 億とコロナ前の営業収益を超えた。売上高営業利益率はセグメントの中でも低く、2020 年度には-43%を記録した。コロナによる影響を一番受けたセグメントである。

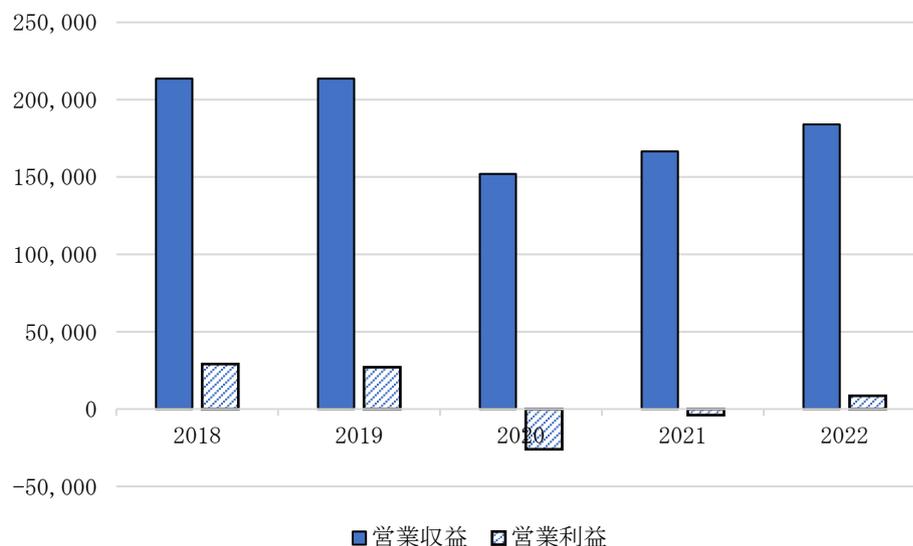
2018 年度はホテルの売却や売り止め、改装に伴う費用の増加があった。海外旅行の販売が好

調であったものの、競争激化による利益率の低下もあり減収減益となった。2019年度は客室の一部売り止めや、京都駅周辺等での近隣ホテルとの競争激化に加え、旅行のキャンセルや出控えが生じ減収減益となった。2020年度はコロナの影響で宿泊・旅行需要が急減したことに加え、ホテルは営業を一時休止した。Go To キャンペーンの効果で一時期需要の回復が見られたものの、減収減益、営業損失を計上した。2021年度は緊急事態宣言期間中の営業休止施設が一部にとどまった。また、10月より一部のホテルにつき資産売却に伴う受託事業への移行があった。コロナ禍でも需要のある旅行販売に加えて、旅行業以外の業務受託に注力したこと等により増収増益だったが、営業損失を計上した。2022年度は前期に一部の施設につき運営受託方式に移行した影響はあるが、全国旅行支援の効果もあり宿泊等の需要が増加した。全国旅行支援等を活用したツアーの販売に加え、引き続き旅行業以外の業務受託に注力したこともあり増益増収、黒字化した。

第2節 東急のセグメント分析

1) 交通

図表 4-5 交通事業の営業収益・営業利益の推移（百万円）



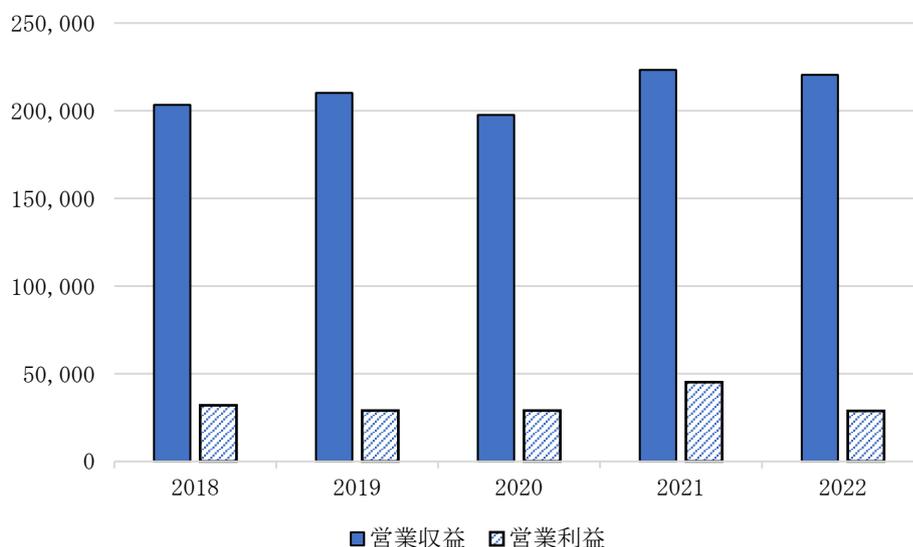
図表 4-5 は交通事業における 2018-2022 年度の営業収益、営業利益の推移を示したものである。2018 年度と 2019 年度は順調で、売上高は安定しており、営業利益も堅調に推移した。しかし、2020 年は度大きく落ち込み、売上高と営業利益は減少した。2021 年には、回復傾向を

見せたものの、依然としてコロナ前の水準には届かない状態である。2022年には、売上高と営業利益ともに回復し、コロナ前の水準に近づいてきた。売上高利益率はコロナ前は約13%とセグメントの中でも高い売上高営業利益率となっていた。2020年度に大きく落ち込んだのち回復し、2022年度にはコロナ以前の約3分の1まで回復した。

2019年度は沿線人口の増加等により定期券利用は増加したものの、コロナの拡大に伴う客の減少により定期外利用が減少し増収減益だった。2020年度はコロナの拡大に伴い大幅に輸送人員が減少し減益減収、営業損失を計上した。2021年度は緊急事態宣言等による落ち込みから一定の回復が見られたものの営業損失を計上した。また、2023年3月に運賃改定を実施した。2022年度は行動制限が解除されたことにより外出機会の増加を受けて段階的に回復した。動力費の増加などがあったものの、営業収益の回復や継続した費用削減などにより増収増益、営業利益は黒字化した。

2) 不動産

図表 4-6 不動産事業の営業収益・営業利益の推移（百万円）



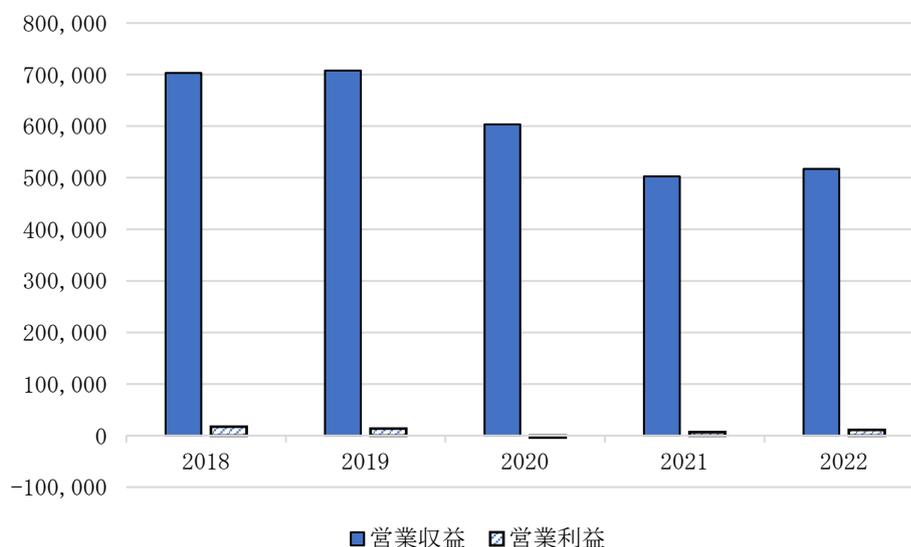
図表 4-6 は不動産事業における 2018-2022 年度の営業収益、営業利益の推移を示したものである。2018 年度と 2019 年度には堅調に推移した。2020 年度に売上高と営業利益は一時的に減少した。その後、2021 年度に営業収益、営業利益ともに増加した。2022 年度には営業収益、

特に営業利益が減少したが、営業収益はコロナ以前を上回った。売上高利益率は多少の変動があるものの、各年度 13%を超えておりセグメントのなかでも高い利益率であった。安定しているセグメントである。

2018 年度は渋谷ストリームの開業、前年度、不動産販売業における利益率高い物件販売の反動などがあった。2019 年度は渋谷ストリームの通期稼働や、渋谷スクランブルスクエアや南町田グランベリーパークの新規開業など、新規物件の開業費用の増加などにより増収減益だった。2020 年度は緊急事態宣言発令に伴う商業施設休業の影響があったものの不動産販売事業の伸びにより営業利益は平年並みだった。2021 年度は前年度と比較して商業施設の利用客が増加したことに加え、不動産売買業がオフィスビルの売却により堅調に推移したことにより増収増益だった。2022 年度は不動産賃貸業が堅調に推移するも、不動産販売業において、前年度の大型物件販売による反動により、減収減益となった。

3) 生活サービス

図表 4-7 生活サービス事業の営業収益・営業利益の推移（百万円）



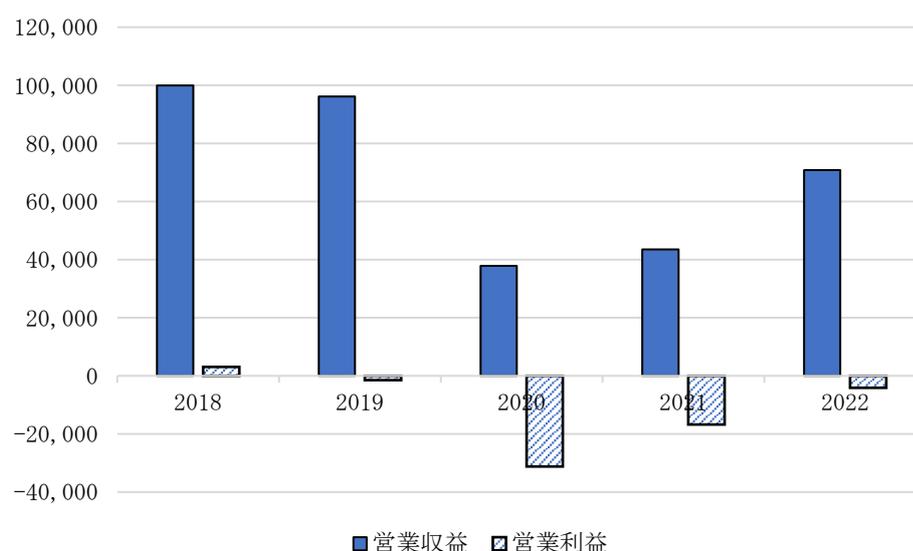
図表 4-7 は生活サービス事業における 2018-2022 年度の営業収益、営業利益の推移を示したものである。2018 年度と 2019 年度は、売上高と営業利益ともに安定して推移した。しかし、2020 年度には売上高と営業利益は大きく減少した。2021 年度、営業利益は増加したが、営業

収益は依然として減少している。2022年は営業収益、営業利益ともに増加したものの、コロナ以前を大幅に下回っている。売上高利益率はコロナ前は約2%とセグメントのなかでは低い利益率である。しかし、2020年度落ち込んだもののわずかであり、2022年度にはコロナ前と同程度まで回復している。

2018年度は電力小売事業の東急パワーサプライにおいて加入者が増加した。2019年度は映画興行が好調に推移、東急パワーサプライにおいて顧客獲得が進捗したものの、東急百貨店などにおいて、消費税増税の影響や、台風・水害・コロナ拡大による営業時間短縮や消費マインドの冷え込みの影響より増収減益だった。2020年度は日常生活に関連する企業は堅調に推移したが、コロナ拡大に伴う出控えや緊急事態宣言発令に伴う施設の休館などにより減収減益、営業損失を計上した。2021年度は東急百貨店の利用者数が緊急事態宣言などによる落ち込みから回復が見られたことに加え、巣ごもり需要により増収増益、黒字化した。2022年度は物価高騰による買い控えや電気代のコスト増のあったものの前年度の臨時休業・営業短縮の反動により増益増収した。

4) ホテル・リゾート

図表 4-8 ホテル・リゾート事業の営業収益・営業利益の推移（百万円）



図表 4-8 はホテル・リゾート事業における 2018-2022 年度の営業収益、営業利益の推移を示

したものである。2018年と2019年は順調に推移し、売上高と営業利益は安定した。2020年には売上高と営業利益は半減した。2021年度と2022年度は営業収益と営業利益ともに回復しているものの、営業損失を計上している。売上高利益率はコロナ以前は約3%とセグメントのなかでは低い利益率となっている。2020年度で急激に落ち込んだ。

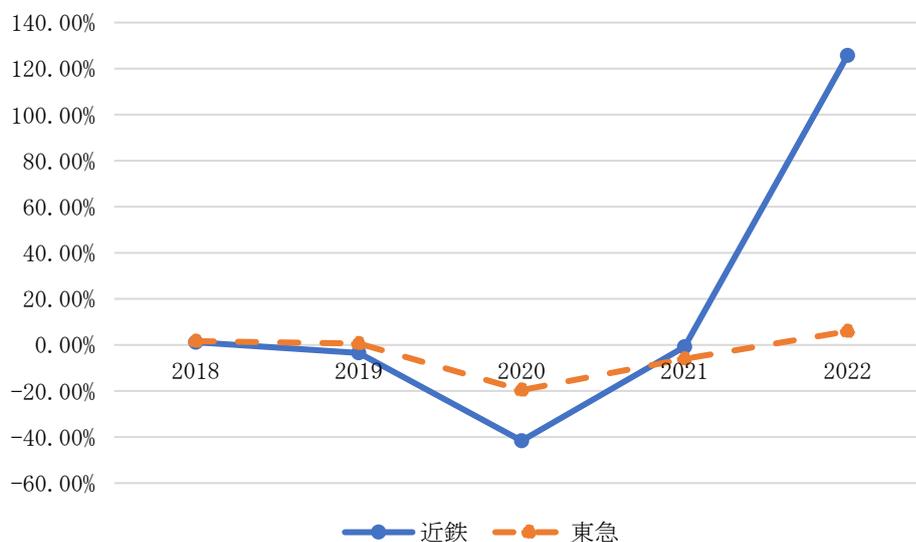
2018年度は既存店では販売単価の増加や高稼働の維持があったものの、一部店舗の閉鎖・改装や自然災害などの影響があった。2019年度はコロナ拡大に伴い利用が減少したことにより減収減益、営業損失を計上した。2020年度もコロナ拡大に伴う店舗休業やインバウンド需要の減少により減益減収、多額の営業損失を計上した。2020年5月の緊急事態宣言解除以降、客室稼働率は徐々に回復したものの、2021年に2度目の緊急事態宣言により再び低下に転じた。2021年度、東急ホテルの客室稼働率は東京オリンピック・パラリンピック関連の需要獲得やコロナの感染者数が一時減少したことにより徐々に回復した。増収増益したものの、営業損失を計上した。2022年度は国内の行動制限の緩和や全国旅行支援などの効果、海外からの入国者制限の順次緩和などにより東急ホテルの客室稼働率は回復し、増収増益したものの、営業損失を計上した。

第5章 財務分析

第1節 成長性の分析

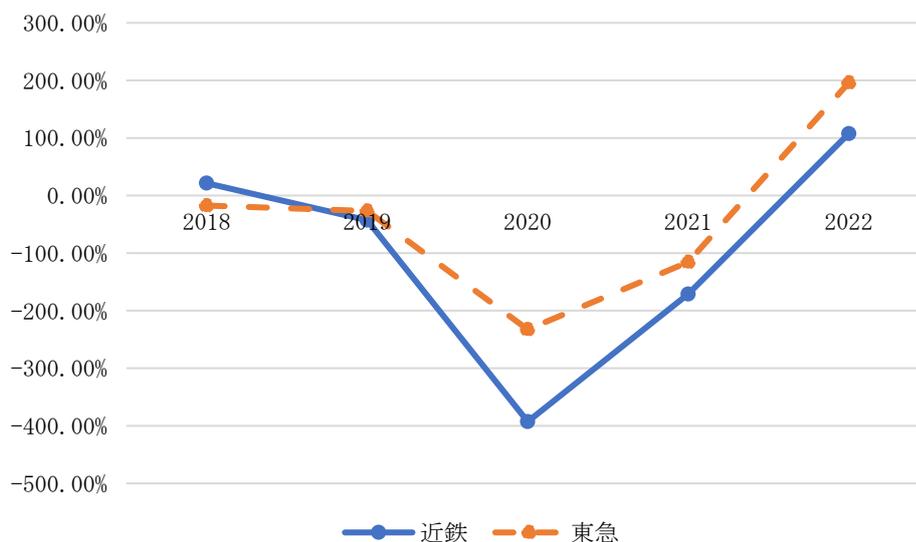
成長性の分析では売上高成長率と利益成長率を分析する。売上高成長率でコロナ禍での売上の減少とその回復状況を分析することは、企業の成長性を把握する上で重要あると考えた。また、利益成長率を見れば、企業が困難な状況でも収益性を保てたのかどうか知ることが出来ると考えた。

図表 5-1 近鉄・東急の売上高成長率の推移



図表 5-1 は 2018－2022 年度の 5 年間における売上高成長率の推移を表したものである。どちらもコロナの影響を受け、2020 年度に大きくマイナスになっているが、近鉄の方がより落ち込みが激しい。近鉄は 2022 年度に近鉄エクスプレスを子会社にしたことにより大幅に成長率が増加した。

図表 5-2 近鉄・東急の利益成長率の推移



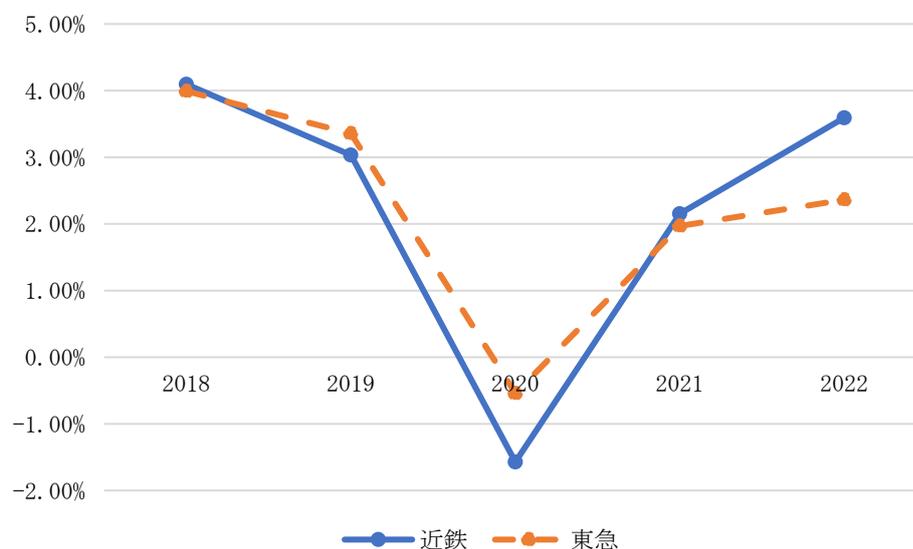
図表 5-2 は 2018－2022 年度の 5 年間における利益成長率の推移を表したものである。近鉄、東急ともに 2020 年度に大きく落ち込んだ。特に近鉄は-400%近くになっている。東急の方が

コロナ禍でも収益をより保っていたといえる。

第2節 収益性の分析

収益性の分析ではROAと売上高営業利益率を分析する。ROAは、企業の資産全体に対してどれだけ利益を上げているかを示す指標である。鉄道業界はインフラ投資や車両購入などの大規模な資産が多いため、資産を効率的に活用できているかの評価ができる。コロナ禍で収益が落ち込んだ中で、どれだけ少ない資産を効率的に使って利益を生み出しているかを示すため、鉄道業界の運営効率を判断するうえで有益であると考えた。

図表 5-3 近鉄・東急のROAの推移



図表 5-3 は 2018－2022 年度の 5 年間に於ける ROA の推移を表したものである。5 年平均は近鉄が 2.26%、東急が 2.23% とほとんど変わらないが近鉄がより変動幅が大きい。次に、ROA をいくつかの要素に分解して、増減の要因を探っていくことにする。ROA は以下のように分解出来る。

$$ROA = \frac{\text{業務利益}}{\text{売上}} \times \frac{\text{売上}}{\text{総資産}}$$

$$ROA = \text{売上業務利益率} \times \text{総資産回転率}$$

売上業務利益率は売上に対する利幅を示す比率であり、高い数値を示すほど収益率が上がっている。総資産回転率は総資産を用いてどれだけ売上を上げたかを示す指標であり、一定期間の

売上が総資産の利用により何回転したかが分かる。総資産回転率の値が高いほど、総資産の利用効率がよいことを意味する。

図表 5-4 近鉄の売上業務利益率・総資産回転率・ROAの推移

	2018	2019	2020	2021	2022
売上業務利益率	6.41%	4.89%	-4.41%	5.90%	5.58%
総資産回転率	0.64	0.63	0.36	0.36	0.64
ROA	4.10%	3.03%	-1.57%	2.15%	3.59%

図表 5-5 東急の売上業務利益率と総資産回転率、ROAの推移

	2018	2019	2020	2021	2022
売上業務利益率	8.32%	7.31%	-1.43%	5.56%	6.63%
総資産回転率	0.48	0.46	0.38	0.35	0.36
ROA	3.99%	3.36%	-0.54%	1.97%	2.36%

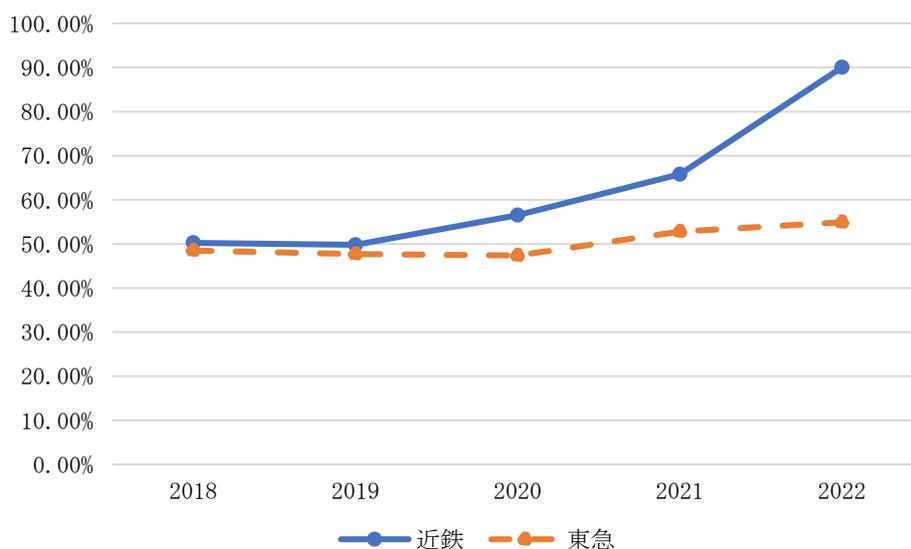
図表 5-4、図表 5-5 は各社の 2019－2023 年の 5 年間ににおける売上業務利益率と総資産回転率、ROAの推移を示したものである。近鉄の売上業務利益率は 2018 年度の 6.41%から 2020 年度の-4.41%に大きく落ち込んだものの、2022 年度には 5.58%にまで回復している。総資産回転率に関しても 2018 年度の 0.64 回から 2020 年度の 0.36 回に落ち込んだが、2022 年度には 0.64 回に回復している。東急の売上業務利益率は 2018 年度の 8.32%から 2020 年度の-1.43%に落ち込んだ。その後、2022 年度には 5.56%にまで回復した。総資産回転率は 2018 年度の 0.48 回から 2020 年度に 0.38 回に落ち込み、2021 年度の 0.35 回、2022 年度の 0.36 回と低迷している。

以上のことから、近鉄はコロナ禍、売上業務利益率の大幅な減少に伴い ROA が減少していることが分かった。近鉄はコロナ後に総資産回転率がコロナ前と同じ水準にまで回復したことで ROA も順調に回復した。一方で東急は総資産回転率がコロナ後も低迷しているため、ROA が順調に回復出来ていないことが分かった。収益性は東急に分があるが、効率は近鉄の方が良いといえる。

第3節 安全性の分析

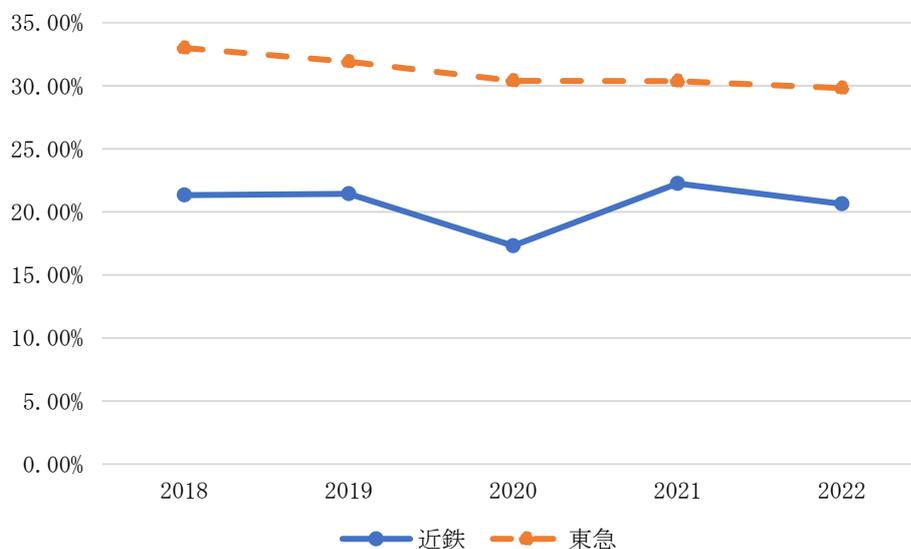
安全性の分析では流動比率と自己資本比率を分析する。流動比率は、企業の短期的な支払い能力を示す指標で、1年以内に支払わなければならない負債を現金や流動資産でどれだけカバーできるかを測るものである。コロナ禍で収益が減少した場合でも、流動比率が適切であれば、短期的な資金繰りに問題は生じにくく、倒産リスクを避けるための重要な指標であると考えた。自己資本比率は、特に長期的な経営安定性を判断するために重要である。鉄道業界は長期的な設備投資が必要な業種であり、自己資本比率が高ければ、外部からの借入に依存せず、自己資本で安定的に事業運営ができる。コロナ禍後の経済回復を見据えた安定した経営基盤の確保には、これらの指標が重要であると考えた。

図表 5-6 近鉄・東急の流動比率の推移



図表 5-6 は 2019-2023 年度の 5 年間における流動比率の推移を表したものである。200% が理想的であり、二社とも大きく下回っている。近鉄は 2018 年度の 50.25% から 2022 年度の 90.03% と大きく増加している。特に近鉄エクスプレスを子会社にした 2022 年度の増加幅が大きい。東急は、2018 年度の 48.51% から 2022 年度の 54.91% とコロナの影響を一番受けた 2020 年度を底に増加している。

図表 5-7 近鉄・東急の自己資本比率の推移



図表 5-7 は 2018－2022 年度の 5 年間に於ける自己資本比率の推移を表したものである。近鉄は年度により多少の変動はあるものの約 20% で一定している。東急は 5 年間でゆるやかに減少しており、2018 年度の 33.00% から 2022 年度の 29.82% まで 3% 減少した。近鉄に比べ、東急が約 10% 上回っている。鉄道・バスの自己資本比率の平均は約 30% であるため、近鉄は平均を下回っており、東急は平均並みである。

第 6 章 コロナ後の事業戦略

近鉄はコロナ拡大を受け経営計画を見直しており、2021 年 5 月に中期経営計画 2024（2021 年度～2024 年度）を発表した。基本方針を「コロナ禍から回復し、新たな事業展開と飛躍に向かうための経営改革」とし、重点施策を①コスト構造の抜本的見直し②有利子負債の早期削減③外部パートナーとの連携強化④事業ポートフォリオの変革⑤DX による新規事業・サービスの創出⑥地域の課題解決を目指したまちづくりとしている。

東急は中期 3 年経営計画（2021 年度～2023 年度）を発表している。基本方針を「『変革』～事業環境変化への対応による収益復元と進化」とし、重点戦略を①交通インフラ事業における事業構造の強靱化②不動産事業における新しい価値観への対応③新たなライフスタイルに対応した事業・サービスへの進化④各事業における構造改革の推進としている。

全体的な特徴として近鉄は基盤固めに焦点を当てていることが強調されているように思われる。特に、コスト構造の抜本的見直しや効率化に力を入れており、既存事業の安定化と収益性の改善を目指している。これには、経営の基盤を強化し、コスト削減や収益構造の見直しを行い、より堅実な運営を図るという方針が見受けられた。一方で、東急は、急速な社会・経済の変化に対応するための取り組みが強調されているように思われる。特に、都市開発やデジタル化（DX）、新規事業への投資など、未来志向の成長戦略に注力している。コスト削減のような効率化の要素も含まれているが、それ以上に社会変動や顧客の変化に対応するための柔軟な施策に力を入れているように見受けられた。

おわりに

本研究では、近鉄と東急がコロナ禍においてどのような影響を受け、対応したかを様々な手法を用いて分析した。結果、両社は異なるアプローチで危機を乗り越えたことが明らかになった。

近鉄はホテル・レジャー業の割合が高く、観光を軸にした戦略をとっていた。そのため、旅行の需要が激減したコロナ禍では多大な影響を受けた。コロナ後は特に、コスト構造の抜本的見直しや効率化に力を入れており、既存事業の安定化と収益性の改善を目指している。東急もコロナ禍の影響を受けたものの、利益率が高くコロナの影響を受けにくい不動産セグメントの割合が大きいこと、生活サービス事業の家ナカサービスのように常に需要のある事業を行っていることで近鉄に比べるとコロナの影響は小さかったといえる。コロナ後は特に、都市開発やデジタル化（DX）、新規事業への投資など、未来志向の成長戦略に注力している。両社とも運輸事業は同じような推移をしており、運輸業以外のセグメントが大きな違いを生み出していた。

近鉄と東急のコロナ禍の影響や対応策を経営戦略やセグメント分析、財務分析を用いて明らかにしたが、業界全体の動向や、外部環境（政策、社会的要因など）の影響を十分に考慮できていない。今後は、より多角的な視点から他の鉄道会社や関連業界との比較を行うことで、より深い洞察を得ることができると考えられる。また、コロナ禍を経て、鉄道業界全体がどのように変化し、進化していくかを追跡することは、今後の研究において重要な課題となるだろう。

引用・参考文献一覧

二宮護（2017）「鉄道業界大研究」産学社 p.15-p.17, p140-p.142, p.170-p.172

乙政正太（2019）「財務諸表分析（第3版）」同文館出版 p.112-p.118

業界動向サーチ「鉄道業界 売上高ランキング」

<https://gyokai-search.com/4-train-uriage.htm>, 2024/10/15

法務省「3 新型コロナウイルス感染症緊急事態宣言期間等の推移」

https://hakusyo1.moj.go.jp/jp/69/nfm/n69_2_7_2_0_3.html, 2024/11/20

近鉄グループホールディングス株式会社「2019年3月期 決算説明会」 p.31-p.38

https://www.kintetsu-g-hd.co.jp/ir/investor/data/20190521setumeikai_siryou.pdf,
2024/11/01

近鉄グループホールディングス株式会社「2020年3月期 決算説明会」 p.5-p.9

https://www.kintetsu-g-hd.co.jp/ir/investor/data/20200514setumeikai_siryou.pdf,
2024/11/01

近鉄グループホールディングス株式会社「2021年3月期 決算説明会」 p.7-p.11

https://www.kintetsu-g-hd.co.jp/ir/investor/data/20210519setumeikai_siryou.pdf,
2024/11/01

近鉄グループホールディングス株式会社「2022年3月期 決算説明会」 p.7-p.11

https://www.kintetsu-g-hd.co.jp/ir/investor/data/20220519setumeikai_siryou.pdf,
2024/11/01

近鉄グループホールディングス株式会社「2023年3月期 決算説明会」 p.7-p.13

https://www.kintetsu-g-hd.co.jp/ir/investor/data/20230605setumeikai_siryou.pdf,
2024/11/01

近鉄グループホールディングス株式会社 「新「近鉄グループ経営計画」の策定について」

<https://www.kintetsu-g-hd.co.jp/common-hd/data/pdf/keieikeikaku20190514150615578139992.pdf>, 2024/10/20

近鉄グループホールディングス株式会社「近鉄グループ統合報告書 2023」 p.11-p.12

https://www.kintetsu-g-hd.co.jp/csr/data/Kintetsu_Group_Integrated_Report_2023_ver.4.pdf,
2024/10/23

東急株式会社「統合報告書 2019」 p.33-p.46

https://ir.tokyu.co.jp/ja/ir/library/integrated_report/main/02/teaserItems3/0/linkList/00/link/Tokyu_Integratedreport_2019.pdf.pdf, 2021/11/05

東急株式会社「統合報告書 2020」 p.38-p.44

https://ir.tokyu.co.jp/ja/ir/library/integrated_report/main/02/teaserItems3/0/linkList/01/link/Tokyu_Integratedreport_2020.pdf.pdf, 2021/11/05

東急株式会社「統合報告書 2021」 p.32-38

https://ir.tokyu.co.jp/ja/ir/library/integrated_report/main/02/teaserItems3/0/linkList/0/link/Tokyu_Integratedreport_A3mihiraki_1129_pass_all.pdf, 2021/11/05

東急株式会社「統合報告書 2022」 p.43-p.49

https://ir.tokyu.co.jp/ja/ir/library/integrated_report/main/02/teaserItems3/0/linkList/03/link/TOKYU_Integratedreport_A3mihiraki_2022_1012_pass_all.pdf, 2021/11/05

東急株式会社「統合報告書 2023」 p.39-46

[https://ir.tokyu.co.jp/ja/ir/library/integrated_report/main/02/teaserItems3/0/linkList/02/link/TOKYUIntegratedreport\(A3mihiraki\)20231003pass_2.pdf](https://ir.tokyu.co.jp/ja/ir/library/integrated_report/main/02/teaserItems3/0/linkList/02/link/TOKYUIntegratedreport(A3mihiraki)20231003pass_2.pdf), 2021/11/05

東京急行電鉄株式会社「中期3か年経営計画（2015年度-2017年度）」 p.10-p.11

https://ir.tokyu.co.jp/ja/ir/library/result/b_result/main/0114/teaserItems3/02/linkList/00/link/9005_2015032719192205_P02_.pdf.pdf, 2024/10/20

東京急行電鉄株式会社「中期3か年経営計画を策定」

<https://www.tokyu.co.jp/image/news/pdf/20180327-1.pdf>, 2024/10/20

東京急行電鉄株式会社「中期3か年経営計画（2018年度-2020年度）」

https://ir.tokyu.co.jp/ja/ir/library/result/b_result/main/0111/teaserItems3/02/linkList/00/link/20_genko_j.pdf.pdf, 2024/10/20

東急株式会社「TOKYU CORPORATION 2023-2024」 p.4-p.41

<https://www.tokyu.co.jp/tokyu/ehtkk-2023-24/#page=45>, 2024/10/23

東急株式会社「第9章第1節第4項 新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の影響と対応」

https://www.tokyu.co.jp/history/chapter09_1_4/, 2024/11/20