

業種別格付方法

【総合建設】

1. 事業基盤

総合建設業界（ゼネコン業界）は、もともと競合が激しい上に、国内市場は長期にわたり縮小が続いている。非常に厳しい環境下で、受注高と採算性のバランスをいかにとっていくかが各社に問われているが、格付評価上もこの点を重視している。

(1) 産業の特性

市場概要

2010年の国内建設投資額は、国土交通省によれば約40兆円である。96年度（83兆円）を直近ピークにほぼ一貫して減少が続いており、同年度から半減した水準にある。国内建設投資は大きく建築と土木に分けられ、構成比は建築が約6割とやや高いが、ともに減少基調にある。11年3月に発生した東日本大震災による復興需要は、建築・土木とも数年にわたり相当量あると見込まれる。ただ、ゼネコンへの収益インパクトという観点からは不透明感が強く、予算措置やゼネコンの対応などを都度確認していく。

建築は、住宅と非住宅（オフィスビル、工場、商業施設など）に分けられ、ともに景気動向の影響を強く受ける。加えて、前者であれば少子高齢化、後者であれば企業の海外進出に伴う国内産業の空洞化といった構造的な動きの影響も受けており、こうしたことが投資額の長期低落の背景にあるといえる。

一方、土木では公共事業の構成比が高い。公共事業は、不況などへの経済対策として増加する局面もあるが、基調としては厳しい財政事情を反映して、減少が特に顕著なものとなっている。先述の地震によって防災の観点から公共工事の見直しは必至であるが、しかし財政事情が制約となることに変わりはない。対象や地域などの優先度を注目している。

建設業界は基本的には内需型であるが、大手、準大手の中には海外展開し、一定の事業基盤を構築できている企業もある。ただ、大型工事における資金回収が大きな経営課題となってしまったケースもあり、海外市場のリスクは国内市場のそれを大きく上回る点に留意している。

競合状況

一般に、建築・土木工事を発注者から直接受注し当該工事のとりまとめをする元請をゼネコンと称する。ゼネコンも規模によって、スーパーゼネコン、準大手ゼネコン、中堅ゼネコン、地方ゼネコン、海洋土木・港湾施設建設工事を中心とするマリコンといった階層ないし種類が認められる。2010年度、スーパーゼネコン各社の完成工事高は約1兆円、国内建設投資額に占める5社合計の構成比は約1割程度となっている。

建設業は典型的な請負産業であり、市場が縮小する中であって受注競争は激しい。ただ、無理な受注による収益性低下への反省から、各社とも採算重視の選別受注の姿勢を強めている。

また、公共事業においては、技術など価格以外の要素を重視する総合評価方式の拡大や調査基準価格の引き上げなどにより、従前の過度の価格競争は影を潜めたものの、一方では新たな対応が必要となっている。こうした中、受注高と採算性のバランスのとり方、考え方を重視している。

コスト構造

ゼネコンは、請負工事業であり、また当該工事の大部分を下請業者に発注する。したがって費用項目として大きいのは、原価における外注費（外注労務費を含む）と材料費で、ともに変動費である。前者は下請業者との力関係が反映されるが、後者は資材価格の動向の影響を受ける。

ゼネコンのコストにおいて特に留意すべきは、追加費用である。工事期間が計画より長引いた場合や、手直しなど追加的な工事が発生した場合、その費用負担責任について問題になることがある。請負金額は受注時に決められるが、請負契約においてはそうした費用負担責任をあらかじめ明確にしておくことが望まれる。発注者との力関係や契約の不備により追加工事代金の支払が認められない場合には、外注費や材料費は固定費的かつ遞増的に収益を圧迫し、さらに工事遅延に伴うペナルティが賦課されることもある。一般的な資材価格の動向は当然だが、収益確保の第一の基本は積算技術と工程管理及び施工品質管理である。収益のみならず能力の見極めという観点からも、主要な個別工事についてその進捗をフォローしている。

なお、大規模災害からの復旧など、緊急かつ大規模な需要対応では、外注費や材料費が高騰し収益の圧迫要因となることがある。ただ、そのインパクトが経営や財務に対し長期にわたり影響を及ぼすものでない限り、一過性のものとして捉えている。

(2) 市場地位、競争力のポイント

市場地位

建設業界は、スーパーゼネコンを頂点とした重層的構造を持つ業界であり、競争力はその階層と相関性が高い。階層間格差が大きいと、棲み分けが進んでいる。ただ、スーパーゼネコンが5社あるなど、同一階層内でも企業数は多く、また建設需要が減少を続けていることから競争は激しい。まず格付先がどの階層に属するかを把握する。その上で、主として同一階層内での競争力を、次項目に延べるような点で評価している。

事業構成

完工高ないし受注高に占める建築の構成比は、スーパーゼネコンでは多少の差はあるものの概ね7~8割であるが、準大手以下のゼネコンでは土木・建築の構成比は各社ごとに差が見られる。地方ゼネコンを中心に公共事業への依存度が高い企業も多い。公共事業では前述の通り過当な価格競争はほぼ過去のものとなっているが、発注量は財政事情の影響を強く受けており、防災態勢見直しなど一定の高上げはあるとしても、中長期的には減少が続く地域が多いとみられる。

建築では、顧客ニーズへの対応力などでスーパーゼネコンや準大手ゼネコンに優位性が認められ、オフィスビルや工場などの大型案件はそれらが受注するケースが多い。中堅以下のゼネコンでは、採算性が厳しくなりがちでマンションなどの受注が主体となる例が多い。

建設事業のほか、不動産事業、特に開発事業（マンション分譲、開発資産の売却など）を展開する企業もある。ただ、開発事業は不動産市況の影響を強く受け、建設事業よりも変動性は大きい。

事業（建築・土木・不動産・その他）、発注元（国内外別の民間企業・公共体）、対象地域の3次元マトリックス的な事業構成を把握することで、格付先収益の動向や特性を分析している。

顧客基盤

建設業界の顧客には、民間・政府（地方自治体含む）ともリピーターも多く、顧客基盤の特性は、競争力に直結する。また、顧客基盤は当該企業の信用力のバロメータにもなりうる。したがって JCR では、格付先がどのような顧客基盤を有しているか、具体的には個別顧客のみならず、属性的な特徴（民間・政府の構成、地域、分野など）や施工実績を確認している。なお、顧客基盤は国内に限ったものではなく、海外に一定の顧客基盤を有する準大手ゼネコンもある。

顧客基盤の維持・拡大には次項に述べる技術力が重要であると考えている。

技術力

技術力は、顧客ニーズに対応するための決め手といえる。従前より大規模工事や超高層ビル建設などでは相応の技術が必要であったが、昨今では顧客ニーズはさらに多様化しており、例えば耐震性強化などを中心としたリニューアル、省エネ仕様による CO2 削減などにも対応する必要がある。PFI を手がけるゼネコンもあるが、コンソーシアムの組成能力なども広い意味での技術力であるといえる。こうした技術力では、人材や資金力を背景に、スーパーゼネコンが準大手以下に大きな差をつけている。ただ、スーパーゼネコン間では実力は拮抗しており、その中でいかに差別化できるかが重要である。

公共事業における総合評価方式では、価格のほか、技術的な要素が落札のための大きなポイントとなっている。具体的には長寿命化などを通じた発注者側の総合的なコストの縮減、工事目的物の性能・機能の向上、といった点に関する技術提案が必要である。準大手以下のゼネコンはもちろん、スーパーゼネコンであっても、工事目的物に即した的確な対応が不可欠である。

技術力の評価は難しいが、格付先のこれまでの具体的な施工実績や今後目指す方向性から、可能な範囲で評価している。

リスク管理能力

ゼネコンの事業リスクは、主として前述したコスト構造や顧客基盤に内在しており、リスク管理は非常に重要である。

コスト面では、的確なプロジェクト・マネジメント、すなわち工事を工期及び予算通り遂行することが大前提であるが、不可抗力の遅延や追加工事発生といった事態もありうる。事前の

調査や態勢作りをしっかりと行うことはもちろんだが、不測の追加コスト負担などを回避できるよう契約内容を精緻に整えることもきわめて重要である。資材価格については、供給元との関係などからくる調達能力により、競争力に反映することもありうる。

ゼネコンは、工事にあたり建設費用を一定期間立て替えるケースも多く、顧客の与信管理を徹底する必要がある。ただ、ゼネコン間、特に階層間でもともと顧客の質に格差があり、特に民間顧客の与信管理には自ずと限界があることは否めない。

ヒアリングを通して、格付先の具体的なリスク管理のあり方および大口顧客の状況を把握している。

2. 財務基盤

(1) 収益力

ゼネコンでは、外注費の調整がある程度の収益バッファーにはなりうるが、収益確保の基本は、適正な金額水準での受注と、想定外のコスト発生回避である。ゼネコン側の選別受注姿勢の強まりや公共事業における総合評価方式の拡大はゼネコンの収益性にプラスに働くが、一方で市場が縮小する中で仕事量も継続的に確保していかなければならない。厳しい事業環境下、ゼネコン各社は、採算性維持と仕事量確保という二律背反的な命題の両立を強いられている。その成否のポイントは顧客基盤や技術力など前述したいろいろな競争力であり、その優劣によって収益性の企業間・階層間格差は拡大していくと考えている。

なお、緊急対応など特殊な事態については、先述の通りである。

(重視する指標)

- 完成工事総利益率
- 受注高
- 営業利益
- 経常利益

(2) キャッシュフロー創出力

建設事業では、多額の設備資金が必要となることはほとんどないが、運転資金、すなわち工事資金の立て替えのための資金調達は必要である。工事の不採算化や発注元の倒産があった場合にはさらに必要資金が増加することになる。一方、主として中堅以下のゼネコンには担保提供資産が限定的で、外部調達が必ずしも容易ではないところも多い。収益力をベースとしたキャッシュフロー創出力が重要であるが、加えて、立替資金の増加ないし回収状況にも留意している。

(重視する指標)

- 営業キャッシュフロー
- 未成バランス(未成工事受入金 - 未成工事支出金)
- 有利子負債 / EBITDA 倍率

(3) 安全性

前項で述べたとおり、ゼネコンでは運転資金の調達が必要である。また、不動産事業を営む場合は、土地取得資金などその関連の資金も必要である。したがって、相応の有利子負債を有するゼネコンは多いが企業間で格差が見られ、特に準大手以下のゼネコンでは各社各様といえる。返済能力はキャッシュフロー創出力に負うところが大きいですが、キャッシュフロー創出力は必ずしも安定的ではないため、安全性の観点からは有利子負債額そのものを JCR では重視している。

一方、自己資本は大型工事や開発事業などでの損失発生時のバッファーにもなりうる。その規模はリスクテイクの許容度であり、現時点での安全性にとどまらず、企業戦略や将来的な企業業績にも影響を及ぼしえると考えている。

(重視する指標)

- 有利子負債
- 自己資本
- デット・エクイティ・レシオ
- 棚卸資産(販売用不動産など開発事業関連)

以上

留意事項

本文書に記載された情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報は JCR の意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.
信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル