

不動産業の信用力評価

(1) 業界の特徴

不動産業は国内の基幹産業として重要な位置づけにあります。また、ドメスティックな業界であり、国内の景気動向の影響を非常に受けやすくなっています。ただ、近年、日本での不動産投資運用を目的とした海外からの資金流入が多くなっており、グローバルな影響も避けられなくなってきました。

不動産事業は個人レベルの仲介業から大規模開発を行う総合不動産まで、多岐にわたります。参入障壁は比較的 low、マンション分譲などでは市況の好況時に新規参入し、急成長する業者も多くいます。一方で、業歴が古く、当時の優良な不動産を運用している業者は、多大な含み益を有するなど、設立時や資産取得時期による企業間格差が容易には埋まらないことも特徴です。

賃貸物件や大規模宅地開発などの開発事業などは、プロジェクト終了までに多大な時間と資金を費やし、その後の資金回収にも長期間を要することから、その間の不動産市況、金利変動の影響を受けやすくなっています。一方、マンション分譲は、比較的資金回収期間が短いですが、市況変動により一旦在庫が増加すると、資金負担の長期化や販売経費の増加など一挙にマイナス要因が噴出する可能性があります。

不動産開発は市民生活の衣・食・住の「住」の部分に関わるため、乱開発の防止など公的な規制も多い一方で、景気促進や環境整備のため規制が緩和されるケースもあります。また、不動産税制の変更による影響も大きいので、これら法規制や政策に十分注意していく必要があります。

近年では、SPCなどを利用したプロジェクトファイナンス等による調達が増えています。不動産開発事業は資金負担が重く、相応の財務体力がないと、恒常的に行うことは難しかったのですが、開発ノウハウと技術を有していれば、事業拡大が可能な時代となったと言えます。

(2) 格付の視点

(a) 多様な事業展開

不動産事業は、賃貸・分譲・流通・管理に分かれ、これらの事業を専業で行うものから複合的に行うものまで多様です。各事業で収益特性と財務構成が大きく変わってくるため、事業ごとの特性や構成を比較考慮しながら、償還能力を分析する必要があります。

(b) 賃貸事業

オフィスなどの賃貸事業は、最初に多額の投資資金が必要であり、財務負担も重くなります。しかし賃貸開始後は、長期にわたり安定したキャッシュフローを確保できるため、格付け上は、賃貸事業の収益性の評価は高いものとなっています。ただし、回収も長期となるため、開発計画段階においては、開発物件のポテンシャルと利回り、資金調達と今後の金利変動への耐性などを確認し、稼働後は各物件の計画と比較した運用状況、修繕や資本的支出の計画、これまでのトラックレコードなどを踏まえ、評価していく必要があります。

(c) 分譲事業

分譲事業については、賃貸事業と違い物件の販売による回収が中心であるため、棚卸資産の質が重要となってきます。分譲方針や投資物件と整合性のある棚卸資産の内容や回転期間であるのか分析します。市況の好不況により収益の変動性が高いため、収益レベルや財務構成の評価だけでなく、事業基盤の安定性、これまでの分譲実績、販売力やブランド力、市況不況時の対応等、定性的な評価を十分格付けに

織り込む必要があります。

(d) 仲介事業、販売代理事業

仲介、販売代理については、開発事業と比較すると資金負担が少ない事業です。ただ、これら流通事業は、不動産や電鉄会社などのグループの一員として営むケースもあります。バックにあるグループのブランドや事業基盤、信用力が、どのような影響を与えるのか考慮する必要があります。

(e) SPC の活用

近年の開発にはSPCを活用した開発物件が多くなってきています。ノンリコースローンを活用し、エクイティ出資のみで開発を行えるため、財務負担を軽減できるというメリットがあります。ただ、エクイティの配当収益は、その背景にある開発物件に依拠したものであり、その物件自体の収益特性を十分吟味し、全体の収益の中でのバランスを考慮する必要があります。

以 上