

## 業種別格付方法

### 【不動産】

#### 1. 事業基盤

不動産業界は、分譲や仲介業においては市場地位が競争力の絶対的な条件ではないものの、賃貸や大規模再開発事業においては業界順位の高い大手企業に優位性があり、現在の業界順位を変えるのも容易ではないと考えられる。同業界をみる上では、こうした業界順位に加え、ファイナンス能力、安定度の高い賃貸事業のウエイトや同事業資産の競争力等を重視している。

##### (1) 産業特性

###### 市場概要

不動産業は、不動産の社会的重要性及び公共性等から、乱開発や投機を排除するために、都市計画法、建築基準法、宅地建物取引業法、不動産税制など様々な法規制や政策の影響を受けており、企業分析に当たってはこれら法規制や政策の動向には十分な留意が必要である。

参入形態は、オフィスビルや商業施設などの不動産賃貸、マンションや戸建分譲の不動産分譲、不動産売買や不動産賃貸を仲介する不動産仲介、オフィスビルやマンション等を管理する不動産管理などが挙げられる。また、近年はSPC法等の法整備が進みJ-REIT市場の発足や私募形式の不動産ファンドの増加など、証券化市場の拡大や不動産の金融商品化が進捗し、アセットマネジメントなど新たな業種が生まれ、事業領域が広がっている。

不動産業は、動かない資産を扱っており、伝統的に売り手と買い手の相対取引が存在する。株式売買のようなオープンな市場がないことから、地場産業的な側面が強く、国内完結型の市場である。ただ、上述の通り、近年は不動産の金融商品化が進展しており、海外投資家から資金が流入するケースが目立つようになっている。

一般に国内景気変動の影響を受ける業種であるが、サブセクターごとにボラティリティは異なっている。マンション分譲などの短期回転型のビジネスは市況変動が大きく、事業の安定性は低い。一方で不動産賃貸業は、長期にわたって固定的に賃料を得ることが可能であることから事業の安定性、予見性は高い事業であると認識している。

国内の人口が減少するだけでなく、少子高齢化の進展に伴い労働人口も減少に向かう見込みである。したがって、中長期的な分譲マンションといった住宅やオフィスビル等の需要動向を注視していく必要がある。このように国内不動産業は高い成長が見込みづらいことから、今後は海外市場への取組みが経営戦略上重要になってくると考えられる。

###### 競合状況

参入障壁は他産業と比較すると低いとみられる。資金調達ができ、宅地・建物の売買・交換もしくは賃貸の代理・媒介をするために必要な宅地建物取引業免許等があれば、個人でも参入可能である。特に資金負担が軽く地域密着型のビジネスである不動産仲介業では個人での参入

が多い。こうした個人レベルでの仲介業から不動産分譲業、不動産賃貸業、さらにはこれら事業を複数手がける総合不動産業まで参入業者は多岐にわたっている。

不動産賃貸業では、総合不動産各社を中心に社歴のある企業が多く、地価の安価な時期から好立地物件を保有していることに加え、新規開発についてもデベロップメント力、資金負担に耐えうる資金調達力、テナント誘致力などを有し、高い競争優位性を維持している。一方、マンション分譲事業では、ブランド力や商品企画力は重要であるものの、これら以上に物件の立地や販売価格が競合上は重要になっている。従って必ずしも企業規模やブランド力による優位性は絶対ではなく、個別物件ごとの競合となっている。だが、市況変動が大きいことから、好況期には新規参入組が増加するものの、不況期には資金繰りの不安定な中小企業の淘汰が進みやすく、不動産賃貸業といった安定収益源のウエイトが高い企業やスポンサーを有する企業でなければ、同事業を継続的に手がけるのは難しいとみられる。

### コスト構造

コスト構造はサブセクターごとに異なるものの、総じて固定費の負担が重い業種である。不動産賃貸事業は、減価償却費のウエイトが高く、サブリースを手がける企業では不動産賃借料の負担も大きくなっている。これら費用のほとんどがプロジェクト開始時にはほぼ確定していることから、コストコントロールというよりは、売上規模を確保することが採算面には重要となっている。一方、不動産分譲事業では、土地代、建築費など直接費が大半を占める。賃貸業同様にプロジェクト開始時にはこれら大半のコストが確定しているため、プロジェクトの成否は、いかに土地代を安く仕入れ、市況の変動の影響を受けないようにいかに短期で販売できるかが大きなポイントであると考えられる。

## (2) 市場地位、競争力のポイント

### 市場地位

不動産業は、各事業ともエリア、物件毎の個別競争であることから、特に分譲や仲介業においては市場地位が競争力の絶対的な条件ではない。ただ、大規模再開発事業など一般競争入札では、過去の実績、開発ノウハウ等を有する業界順位の高い大手企業が優位性を持っている。こうした大手企業の市場地位は、会社設立からの長い社歴の中で培ったものであり、今後大手以外の企業がその地位を獲得するのは容易ではないと考えられる。

### ファイナンス能力

不動産仲介業等一部を除き、用地費や建築費などプロジェクト遂行には多額の資金支出が伴うため自己資金で賄うのは難しい事業である。事業期間も、比較的短い分譲事業でも2年超、大規模プロジェクトでは10年超かかるケースもみられる。加えて、資金回収期間は賃貸事業で数十年かかることから、長期で安定した資金を外部から調達できるか否かが安定した経営基盤や競争力に重要な要素となる。特に不況期には、金融機関の融資姿勢が厳格化しやすく、過去には資金繰りの悪化で経営破綻する企業が相次いだこともあり、平時から金融機関との関係や

資金調達構造など、個社のファイナンス能力について十分留意していく必要がある。

### 事業構成

一般に、マンション分譲事業などの短期回転型のビジネスは、市況変動が大きく、安定したキャッシュフローを上げるのが難しい。一方で、不動産賃貸や管理事業は長期にわたって固定的に賃料やフィーを獲得することが可能であることから、キャッシュフローの安定性が高い事業である。このため、これら事業のキャッシュフローを向上させることに加え、事業構成比を高めることができれば、市況変動リスクに対する対抗力が増し、将来キャッシュフローの安定化につながるため、重要なポイントとして注目している。

### 賃貸資産のポートフォリオ

不動産賃貸業のキャッシュフローの安定度を高めるため、リスクを軽減するような資産ポートフォリオとなっているか注目される。特定の物件に左右されないようなポートフォリオが構築できているか考慮する必要がある。資産の分散は一定程度必要であるが、地方都市は潜在需要が少なく、事業リスクが高いとみられる。都心5区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区）など潜在需要の多いエリアに競争力ある物件を数多く保有、新規物件を投入できることが資産ポートフォリオの競争力を高める条件であると考えられる。

## 2. 財務基盤

### (1) キャッシュフロー創出力

債務償還原資であるキャッシュフロー創出力は重要である。キャッシュフロー水準だけでなく、その源泉も留意が必要。不動産賃貸業から生み出されるキャッシュフローは安定度が相対的に高い一方で、資産売却や分譲によるキャッシュフローは外部環境にも大きく影響を受けるため安定度は低いと考えている。また、有利子負債など財務面とのバランスも考慮した推移に注目している。

（重視する指標）

- EBITDA
- 営業キャッシュフロー
- 有利子負債 / EBITDA 倍率

### (2) 安全性

不動産業は多額の設備資金が必要となるケースが多い。特に不動産賃貸業や不動産分譲事業においては、開発用地の取得資金の負担が大きい。これらの取得には自己資金で賄うことは稀であり、外部資金の調達が必要となる。このため、収益水準や財務安全性を維持しスムーズな資金調達を行えるか否かが、企業間格差につながるとみられる。特に自己資本の水準を高めることは、資産の劣化リスクに対するバッファーになると考えている。

（重視する指標）

- 営業利益

- 経常利益
- 自己資本
- 有利子負債
- 自己資本比率
- デット・エクイティ・レシオ
- 保有資産含み益

### (3) 資金調達構造

前述の通り、開発資金に多額の外部資金を調達する業界だけに、資金調達の優劣や柔軟性が将来の事業展開や事業環境悪化時に大きく影響すると考えられる。例えば、回収期間が長期にわたる資産に対して長期での調達がされているか確認する必要がある。事業環境悪化時に償還期限を迎えた場合、再調達が厳しくなるケースも想定される。また、担保付債務のウエイト、担保余力の高低によっても将来の資金調達に格差が出やすいため留意が必要である。

(重視する指標)

- 担保余力
- 担保付債務
- 無担保借入比率
- 長・短借入比率

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