

業種別格付方法「リース」「総合建設」の見直しにつき意見募集

株式会社日本格付研究所（JCR）では、業種別格付方法「リース」「総合建設」の見直しを検討していますので、以下のとおりその概要をお知らせするとともに、格付方法の案に対する意見を募集します。

1. 概要

JCRでは、業種別格付方法「リース」「総合建設」を別紙に掲げるとおり見直すことを検討している。記述内容を変更するとともに、重視する指標を見直すことなどで、格付の透明性をより高めることが目的である。

2. 今後の予定

JCRでは本件に関する意見募集を行う。意見は12月20日までJCRウェブサイトの『お問い合わせ』コーナーへのメールで受け付ける。その後1,2ヵ月程度をかけ格付方法として確定させる予定である。なお、既存の個別格付で見直しが必要となるものはない見通しである。

（担当：リース）坂井 英和・大石 剛・木谷 道哉

（担当：総合建設）窪田 幹也・下田 泰弘

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、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、JCRの格付は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。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、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。

■NRSRO登録状況

JCRは、米国証券取引委員会の定めるNRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organization）の5つの信用格付クラスのうち、以下の4クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

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

意見募集案

業種別格付方法

【リース】

本稿では、国内のリース会社を対象とする。海外のリース会社については、所在地の法・会計制度、金融行政のあり方などを踏まえ、分析指標などに関して、必要な調整を加えた上で、本格付方法を準用する。

1. 事業基盤

(1) 産業の特性

リース会社は、主に法人に対する長期の与信を行う金融サービス提供者であり、リース対象資産の保有、維持管理、処分に関わる資産管理者の性格も有する。リース会社は、制度、税制、会計などさまざまな要素を絡めてサービスを提供している。

① 市場規模・市場成長性

各社が主力とする国内市場の規模は比較的大きい。1960年代に国内で誕生したリース取引は、半世紀以上を経て経済活動を展開する上で国内企業を中心に深く浸透しており、かつリースの利用ニーズは情報通信機器に始まり自動車、産業工作機械など多様な商材へと拡がりをみせている。

国内のリース新規取扱高は直近ピーク時の5割強まで縮小している。既存事業での持続的な業容拡大が見込みにくいなか、取扱商材の拡大や商流サポートやサービス提供、不動産開発や再生可能エネルギーなどの分野における事業運営の参画、海外事業展開などを通じて新たな収益機会を創出している。

② 競争状況

リース業界は競争が激しい。国内のリース取扱高が伸び悩む中、リース業界のプレーヤーは長期にわたって減少が続いているが、その数は依然として多い。とりわけ伝統的なファイナンスリースにおいては、他社との差別化が難しい上、銀行貸出との競争もあり、収益性が低下しやすい。一方、差別化が可能なメンテナンス付のサービスや、事業投資型のビジネスなどでは、比較的高い収益性が確保されている事例がみられる。

③ 規制

参入に際する許認可や特別な法令等による規制の影響はない。リース会社は、制度、税制、会計などさまざまな要素を絡めてサービス価値を創造する金融サービス提供者としてその柔軟性を強みにしている。

(2) 市場地位・競争力

高い市場地位と競争力を構築できているかどうかは、将来の収益力を大きく左右するため、信用力をみる上で非常に重要である。リース会社では、中核事業の市場地位・競争力に加えて、事業ポートフォリオの多様性に注目する。

中核事業の市場地位・競争力をみる上では、顧客基盤、商品・サービスの優位性などを評価する。リース会社は、銀行や商社、メーカーとの結びつきが強い場合が多く、親密グループや企業の持つ顧客基盤はもとより、ネットワーク、ノウハウ、人材といった経営資源を十分に活用できるかがポイントの1つとなる。グループ一体となった提案などが市場地位・競争力を高める重要な要素となり、顧客層の厚みや顧客との安定した取引関係構築に結び付いている事例が多い。商品・サービスの優位性では、総合的なソリューション提供に注目している。顧客ニーズが多様化する中、それぞれの課題解決に向けて提案力を高めるとともに、新たな領域にビジネスを見いだすことも重要となろう。これらを踏まえ、取扱高や営業資産残高の規模や収益の安定性、成長性などを評価する。

事業ポートフォリオの多様性では、伝統的なアセットビジネス（ファイナンスリースや割賦、融資）以外の収益源の状況を確認する。リース会社は、航空機やエンジン、船舶、コンテナといったグローバルで展開するアセットも手掛けている。加えて、再生可能エネルギーや不動産開発などの事業開発および運営にも事業領域を拡げている。こういった多角化を進めてきた領域については、収益性を確保できている事業も多い。事業領域の幅広さに加え、展開地域での顧客基盤の強さ、多角化してきた事業での競争力などをみた上で、事業ポートフォリオの分散度合いと収益力の安定化への寄与度合いを評価する。

(3) 経営戦略・ガバナンス

経営戦略とガバナンスは、事業基盤の方向性に大きな影響を及ぼすため、リスクを低減あるいは増大させる要素となる。経営戦略については、事業環境を踏まえた経営戦略を策定し、遂行できているかを評価する。また、リスクテイク方針を確認した上で、リスクとリターンのバランスに留意しているかに注目する。ガバナンスについては、取締役会などの企業統治体制、経営管理体制、リスクマネジメントやコンプライアンスといった内部統制などの状況を確認する。

2. 財務基盤

(1) 収益力

各リスクから生じる損失を吸収し、内部留保を蓄積していくために、収益力は重要である。ただし、リース会社の事業ポートフォリオは個社ごとの特徴が強く、リスク・リターンのバランスに差異がみられることには留意を要する。評価にあたっては、貸倒関連費用を控除する前と控除した後の経常利益を利用する。貸倒関連費用や金融費用にストレスがかかった場合においても、基礎的な利益で吸収できるか確認する。あわせて、収益性、経常利益や当期純利益の水準および安定性も評価する。

収益性は、ROA に注目している。分子は貸倒関連費用控除前および控除後の経常利益等の利益を利用する。分母は、総資産あるいは営業資産を利用する。その際には、必要に応じて簿外保証などのオフバランス債権を加えるなどの調整を行う。

定量的な観点に加えて、収益の安定性・多様性を重視する。国内の伝統的なアセットビジネスは、収益性がそれほど高くない一方、一般的には安定性が高いと評価できる。リース取引等の契約期間は比較的長期のものが多く、契約満了後も再リースなどの取引が期待できる。また、投資回収の原資はリース先の事業キャッシュフローに加え、裏付資産にも依拠できることなどが、安定性の背景となっている。一方、アセットの売却益や減損損失等が影響し収益の変動性が高い事業があったとしても、収益源の多様化が進展し、事業ポートフォリオ全体として変動性が抑制できているか確認する。

(重視する指標)

- 経常利益、貸倒関連費用控除前経常利益
- 経費率
- ROA

(2) 資産の質

資産の質の劣化は、貸倒関連費用の増加に直結し、ひいては経営の悪化に繋がる。資産の質をコントロールできているか過去の実績をみる上で、営業資産対比の貸倒損失の推移を確認している。信用リスクから生じる貸倒関連費用だけでなく、営業資産の価格変動といったアセットリスクや投資リスクに起因する減損損失等にも注目している。

定性面では、与信運営態勢に注目する。与信運営方針や償却・引当の保守性、債権管理回収体制を確認する。また、特定分野への集中リスクは環境悪化時にリース会社の経営に大きな影響を与える可能性があるため、特に収益性や資産価格の変動が大きいアセットクラスへの集中度合い、与信先の業種や地域のバランス、大口与信先の構成に問題がないか確認する。

(重視する指標)

- 営業資産対比の貸倒関連費用および減損損失等
- 不良債権比率

(3) 資本充実度

顕在化したリスクの最終的なバッファーとして資本充実度は重要である。評価にあたっては、自己資本比率に注目している。分子については、自己資本に対して、必要に応じて、のれん、繰延税金資産、資本性証券などを調整する。分母については、営業資産等に加え、流動化債権や簿外保証といったオフバランス資産を総資産に含めるなどの調整を行うことを検討する。

また、リスク対比でみた資本の余裕度も確認している。ストレスシナリオに基づいた信用リスク、アセットリスク、市場リスクなどのリスクを自己資本、将来の利益などでどの程度カバーできるか評価する。収益性や資産価格の変動が大きいアセットクラスについては、そのエクスポージャーと自己資本とのバランスにも留意する。

(重視する指標)

- 自己資本比率
- リスク対比の資本の余裕度

(4) 流動性

リース会社のようなノンバンクにとって、資金調達には仕入れにあたり、事業継続に大きく影響する。事業環境の変化や業績悪化により、資金調達に懸念が生じた場合、営業資産を維持・拡大する上での制約要素となる。資金調達構造を確認し、資金調達の安定性や金融費用の状況をみている。

具体的には、手元流動性、取引金融機関の構成、各金融機関との取引状況（借入金額・条件、当座貸越やコミットメントラインなどの状況）、担保設定状況、コベナントの考え方、親会社およびグループ企業による資金管理の状況、調達手段の多様性（CP、社債、債権流動化など）、資金調達構成（長期調達と短期調達、間接調達と直接調達、固定金利調達と変動金利調達のバランス）、債務返済時期の分散状況（特定の時期に多額の資金返済が集中していないか）などを確認している。

(重視する指標)

- 手元流動性
- 直接調達比率、短期調達比率

(5) リスク管理態勢

リース会社が抱える多様なリスクに対して、統合的な観点からリスク管理が行われているか、手法や前提も含め確認する。事業領域や展開地域が広範にわたる場合、抱えるリスクは多岐にわたり、かつ、複雑となりうるため、それらを適切に把握し、コントロールすることの重要性が増す。

統合リスク管理においては、手法や前提により認識されるリスク量が異なるため、リース会社間の単純な比較は難しい。このため、経営陣が自身のリスクテイクの状況をどのように認識し、経営計画や資本政策の策定につなげていけるのかという観点からの評価も重要となる。リスク管理がいかに優れていても、信用力の評価にはプラスとなりにくい一方、リスク管理体制に改善の余地が大きいようなケースではマイナス要因となりうる。

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なるものを問わず、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

意見募集案

業種別格付方法

【総合建設】

総合建設（ゼネラル・コントラクター）業のビジネスモデルは、発注者から工事を一括で受注し、専門工事会社などを取りまとめながら、工事を完成させるものである。売上高が2兆円を超えるスーパーゼネコンと呼ばれる大手から中小零細企業までプレーヤーの幅が広い。本格付手法は、上場規模の総合建設業を対象とし、電気、空調、通信工事などの専門工事業は対象としていない。

1. 事業基盤

総合建設業は、基本的に内需型の産業である。国民生活に不可欠な社会インフラや生活インフラに関わる建築、土木工事を請け負っている。自ら需要を作り出すことができず、政府建設投資、民間住宅投資、民間非住宅投資の影響を受ける。一般に売上規模に応じて大手（スーパー）、準大手、中堅などの階層に区分されている。同一階層内での差別化が難しいことから、需要の減少期には競争が厳しくなりやすい。格付評価においては、需要の減少期でも安定的に受注を獲得できる競争力の強さを重視している。

(1) 産業の特性

① 市場概要

国土交通省によれば2023年度の国内建設投資額は71兆円となった。1992年度の84兆円をピークに2010年度には42兆円と半減したが、その後は増加傾向が続いてきた。中期的に国内建設投資額は底堅く推移すると考えられる。建築は都市部の再開発、物流施設、半導体・電子デバイス関連工場などへの投資が見込まれる。土木は国土強靱化やインフラの老朽化に対応した投資が予想される。

また、大手、準大手を中心に海外展開を強化している。ただし、過去には工事が不採算化して多額の損失を計上したことがある。そのため、海外では得意な分野に絞った事業展開や現地化の進展などによって、安定的に利益を創出することが課題とみられる。

② 競合状況

1990年代から主要なプレーヤーの数は大きく変わっていない。

競争は大手同士、準大手同士などの同一階層内または大手と準大手、準大手と中堅といった階層の近いプレーヤー間で行われることが多い。需要の拡大期は上位階層の施工能力の制約（需要>供給）により、下位階層が通常期よりも大規模な工事を受注できることがある。一方、需要の減少期には、施工能力に余裕が生じることから上位階層が通常期では受注しない小規模な工事を獲得するようになり、下位階層のプレーヤーほど競争が激化する。

③ コスト構造

総合建設業のビジネスモデルは発注者から工事を一括で受注し、その工事の大部分を専門工事会社などの協力会社に発注するものである。変動費である外注費（外注労務費を含む）や材料費が多く、固定費が少ない。このように柔軟なコスト構造を有することから、年度によって工事量の変動はあるものの、不採算工事がなければ営業段階で赤字になることは、ほぼない。また、外注費は労務などの需給バランス、材料費は市況の影響などを受けるが、上位階層ほどスケールメリットが働きやすい。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位

大手を頂点とした重層的構造がみられている。売上高、技術力、動員力、知名度などの面で階層間の差が大きく、上位階層ほど競争力が強い。格付評価においては、格付先が属する階層を把握し、その後、階層内でどのように差別化を行い、競争優位性を構築しているのか確認している。

② 事業構成

建築工事と土木工事では需要動向や競争状況が異なる。一般に民間工事が多い建築工事は採算性が低く、収益の変動が大きい。他方、公共工事が多い土木工事は相対的に採算性が高く、収益の変動が小さい。なお、参入障壁の高い海上土木工事は競合先が限定されることから、陸上土木工事よりも採算性が高いことが多い。

また、多くの格付先においては不動産事業も行っている。不動産事業は、オフィスやマンションなどの賃貸のほか、マンションや物流施設などの開発に大別される。賃貸は立地や賃料設定などに問題がなければ、収益の安定化に寄与すると考えられる。一方、開発は市況が堅調なうちは収益の上積み要因となるが、市況が悪化した場合には評価損や売却損が生じる懸念があることから、開発にかかる不動産関連資産の状況には特に注意をしている。

JCR では、建築、土木、不動産などの事業構成を確認しながら、収益の安定性を評価している。

③ 顧客基盤

顧客により投資意欲は異なる。主要な顧客やその属性（民間企業・公共団体、業種、地域、工事内容など）を把握することで、顧客基盤の評価を行っている。また、顧客基盤の維持・強化においては、次項で述べる技術力や動員力が重要となる。

④ 技術力

顧客が望む工作物を作るには技術力が欠かせない。建設業界では規格化された製品が存在せず、一品ごとに異なる工作物を受注生産している。そのため、あらかじめ決められた仕様、予算、工期で工作物を作ることが可能な技術力を有することが不可欠であり、また、そうした技術力を有していることを顧客に認知させることが必要となる。

JCR では、格付先のこれまでの具体的な施工実績を確認し、類似の工事に対する技術力の有無を評価している。

⑤ 動員力

労働集約型の産業であり、動員できるマンパワーが収益に直結する。動員力が強ければ、工事量を増やすことができるが、動員力が弱いと工事量を増やすことが出来ず、収益成長のボトルネックとなる。年々、建設業界の担い手が減少しており、将来的に動員力の差が企業間の収益格差につながる可能性がある。そのため、格付先の動員力の維持・強化に向けた取り組みに注目している。

⑥ リスク管理能力

主たる事業リスクは、不採算工事が発生することである。不採算工事は、施工不良など受注時に想定していない事象が起ることによって、追加的なコストが発生して生じる。これに対して格付先は、①受注前のリスクの洗い出し、②採算を重視した選別受注、③受注後のモニタリングの実施—などにより、不採算工事の抑制に取り組んでいる。近年は、大型で工期の長い工事が増えている。そうしたものが不採算工事となると長期間にわたり収益が悪化することから、JCRでは、特に大型工事の進捗状況に注意を払っている。また、過去においては破綻した新興デベロッパーや外国政府から工事代金の回収が困難となったことがあり、発注者に対する与信管理も重要なポイントとなる。

市況性のある不動産関連資産を保有していることも事業リスクといえる。格付先の中には、①土地などの不動産をデベロッパーなどへ持ち込み、工事を受注する、②自らマンション分譲や賃貸ビルなどの不動産開発を行う—ものが存在している。こうした格付先については、個別不動産の事業性評価といった目利き能力が求められるほか、市況悪化時にも財務上耐えられるように不動産関連資産の残高をコントロールすることなどが必要となる。

2. 財務基盤

(1) 収益力

収益力の維持・向上には、競争力とリスク管理能力の強化が欠かせない。強い競争力があれば、相対的に良い条件での受注ができ超過収益の獲得が可能となる。高いリスク管理能力があれば、不採算工事などによる想定外の費用の発生を抑制できる。

将来の収益力を想定するには、受注した工事（受注残高）が売上高に計上されるタイミングと当該工事の受注時点で想定している工事採算性の把握が欠かせない。JCRでは、受注した工事の概況をヒアリングなどによって可能な範囲で確認することで、中期的な収益力の評価を行っている。

(重視する指標)

- 完成工事総利益率
- 受注高
- 受注残高
- 営業利益
- 最終利益

(2) キャッシュフロー創出力

債務償還能力を評価する上で、キャッシュフロー創出力は重要なポイントである。総合建設業では、工事の進行に応じて計上する会計上の利益と獲得するキャッシュフローの間にタイムラグが生じる。そのため、会計上の利益に加えて、キャッシュフローの水準およびその持続性を確認している。

(重視する指標)

- 営業キャッシュフロー
- 運転資本控除前・控除後ネット有利子負債／EBITDA 倍率

(3) 安全性

総合建設業では、前項の通り会計上の利益計上とキャッシュフローの獲得にタイムラグが生じる。特に工期が長い大型工事においては、そのタイムラグが一段と大きくなり、資金ギャップを埋めるための運転資本（受取手形・完成工事未収入金＋未成工事支出金－支払手形・工事未払金－未成工事受入金など）として有利子負債の調達が必要となる。こうした有利子負債については、返済原資が工事代金となることから、発注者の支払い能力に注意している。

中期的な債務償還能力の観点からは、有利子負債に対するキャッシュフローのバランスを重要視している。そのバランスを確認する際には、先述の工事にもなう運転資本を控除した有利子負債も活用する。なお、販売用不動産や開発事業支出金などにかかる運転資本については、工事による資金ギャップとは性質が異なると JCR では考えている。

不測事態の発生時におけるリスクバッファとして、自己資本の実額を確認している。加えて自己資本と、①価格変動の可能性があるリスク資産、②有利子負債（工事にもなう運転資本を控除した有利子負債を含む）一とのバランスにも留意している。

(重視する指標)

- 運転資本控除前・控除後ネット有利子負債
- 販売用不動産や開発事業支出金などの不動産関連資産
- 自己資本
- 運転資本控除前・控除後ネット有利子負債／自己資本

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なるものを問わず、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