

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も存在している。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、先述の工事と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（工事と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