

研究員レポート： 統合報告と市場評価に関する調査(鉄鋼業)

2017.09.13

当調査は、株価に対する純資産（1株当たり）の割合を示す株価純資産倍率（PBR）が1倍を切っている企業・業種について考察している。ROEがある程度の水準にありながらPBR1倍割れしていることは、ビジネスリスクに応じて市場が要求している期待収益力に達していない、つまりビジネスモデルの持続性に懸念があるということが理論上考えられ、中・長期の成長性という統合報告の重要テーマに関わるためだ。業種ごとの第2回は「鉄鋼業」について調査した。

■過剰生産能力問題とその先にあるリスク

鉄鋼業の業績は原材料と製品価格などの市況の影響を受けて利益の増減幅が大きい。製造業全体と営業損益の増減率を比較しても、増減幅が大きいことが分かる（表1参照）。こうした市況産業はボラティリティの大きさから、高いROEを記録してもPBRが1倍割れしやすい。東京証券取引所が月次で発表している業種別PBRをみても、鉄鋼業は情報を入手できる2015年1月から直近の2017年7月まで0.5倍から0.9倍の間で推移した。

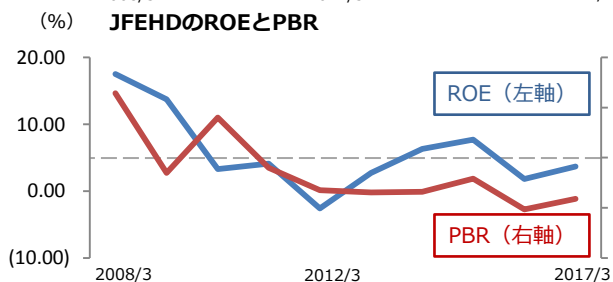
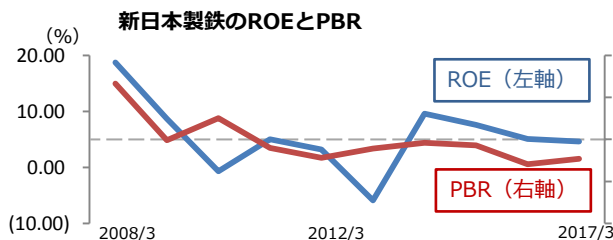
表1：全製造業企業と鉄鋼業の営業利益増減率 () はマイナス

	製造業全体	鉄鋼業
2012年3月期	(2.99%)	(42.3%)
2013年3月期	4.82%	(55.5%)
2014年3月期	6.57%	447.34%
2015年3月期	39.53%	23.25%
2016年3月期	6.45%	(38.06%)
2017年3月期	16.02%	(22.23%)

出典：東京証券取引所 決算短信集計（3月期決算ベース）
よりESG/統合報告研究室作成

こうした鉄鋼業の株価トレンドは、2008年の世界金融危機が大きな節目となった。2008年3月期のPBRが20%近く、PBRが2倍近かった新日本製鉄とJFEホールディングス（HD）の上位2社は2014年3月期にそれぞれROE9.6%、7.8%と上向いたが、株価は大きく戻らず、2社のPBRは1倍前後で推移し、今日に至っている。

※PBRは3月末時点株価で算出



業界の大きな論点となっているのは、昨年開催されたG20でも議論となった鉄鋼の過剰生産能力の問題だ。中国企業の生産能力が中国内の需要減少によって、その余剰分

が輸出にまわった結果、世界の市況を悪化させたとみられている。高炉メーカー各社のアニュアルレポート（AR）をみても、「世界鉄鋼業を取り巻く環境は、中国における過剰生産能力問題を抜きに語ることはできません」（新日鉄住金）「この2年間は「中国」と「原料価格」に翻弄された年」（JFEHD）と経営トップの事業環境認識でも語られている。

この供給過剰問題解消の先に以前のような高成長が望めるかどうかは不透明な部分もある。日系高炉メーカーの得意分野は高い性能を求められる自動車やインフラなどであり、技術的な優位性が収益力の源泉になっている。しかし、みずほ銀行産業調査部の調査※では、鉄鋼業のメガトレンドとして、「自動車向け素材の需要構造が大転換するリスク」が指摘されている。自動運転化の実現で衝突しないことが前提となることで強度に対する要求の緩和のほか、シェアリングエコノミーの進展により、自動車保有の絶対量が減る、という可能性だ。また、建築用構造材料についても、マグネシウム合金など「鉄を超える構造材料に対する期待」が言及されている。高炉メーカーのARでは、「鉄の可能性を極限まで追求」（新日鉄住金）、「鉄という素材の可能性を極限まで追求する技術開発」（JFEHD）というメッセージが色濃く出ている。メガトレンドをどう捉え、中長期のビジネスモデルをどう変化させる必要があるか、というビッグピクチャーの観点でのメッセージ発信が今後求められそうだ。

※出典：「みずほ産業調査2016」（みずほ銀行産業調査部発行）

鉄鋼業において、長期投資を呼び込み株式市場からの評価を高める上で、経営トップのビッグピクチャーに並んで重要な意味を持ちそうなのがコーポレート・ガバナンスだ。今後起こりうるパラダイムシフトの兆しに対応していくためには、慣習にとらわれない多様性のある取締役メンバーが中長期志向のインセンティブに基づき、戦略的意思決定を下していく必要があるからだ。この観点で高炉上位3社の開示情報を見ると、目を引くのは中長期業績の向上にインセンティブを与える役員報酬制度を2016年4月に導入している神戸製鋼所だ。監査等委員会設置会社に2016年6月に移行し、指名・報酬委員会に相当する独立社外取締役会議（メンバー全員が社外取締役）で、報酬制度を客観的に議論する機関設計となっている。一方、JFEHDは、中長期業績に連動したインセンティブを与える報酬設計はまだ実施されていないものの、社外取締役が過半数かつ委員長を務める報酬委員会で検討している」と記述があり、今後の進展に期待が持たれる。ただ、各社のARを見ると、コーポレート・ガバナンスの報告そのものがないケースや、記載があっても統治態勢の説明にとどまっているケースが多く、任意開示としての訴求には改善すべき点は多い。

長期投資家の関心は、足元で直面している世界の供給過剰の問題の先にある成長機会やリスクをどう展望し、人や技術、ブランドなどの非財務資本を含めてどのように事業基盤を構築するかにある。この関心に応えるレポートिंगに期待したい。