

123456

□F□O□R□P□R□O□F□E□S□S□I□O□N□A□L

ドリームバイザー特選メールマガジン (2)
木村喜由のマーケット通信 2006年6月26日

□D□R□E□A□M□V□I□S□O□R□. □C□O□M□□

業界再編が起きると利益率が上がる

鉄鋼上位メーカーに見直し余地

ついに鉄鋼世界首位のミタル・スチールによる第二位アルセロールの買収が成立した。これにより株主総会後には日本全体を上回る粗鋼生産量 1.1 億トン、世界シェア約 1 割の巨大企業が誕生することになった。これに次ぐのがわが新日本製鐵 3200 万トン、韓国ポスコ 3100 万トン、JFE スチール 3000 万トン。今回の買収価格に基づくアルセロールの時価総額は約 4 兆円、対する新日鐵が 2 兆 8400 億円、JFE が 2 兆 6900 億円である。

ミタルの創業はわずか 30 年前、インド出身の現会長の父親によりインドネシアに産声を上げたが、その後新興国や東欧などで積極的な企業買収を繰り返し、最大規模まで上り詰めた。現在は世界的設備投資・インフラ整備ブームが到来しており、追い風に恵まれた面があるのは間違いないが、それにしても腕力に物を言わせれば新日鐵さえ手中に納められるレベルに到達したのは驚きである。成長率が鈍いとされる伝統的産業において、かつてのインテルの躍進に比肩する急成長を実現したのは天晴れと言えるだろう。

何度も蒸し返された話だが、日本の大手鉄鋼各社も業界再編、M&A 関連の話題と無縁ではいられなくなっている。すでに新日鐵など 3 社は先回りして共同で買収防止対策を採用している。いくらミタルが積極的膨張政策を取っているからといっても、即座に日本の大手に触手を伸ばすとは考えにくい、1-2 年経って合理化効果が発現し、株価がこなれた段階ではないありえない話ではないと思う(それ以前に日本以外でもっと小さな会社を買収するだろう)。

業界再編と聞くと、筆者はほとんど条件反射的に「では業界全体の利益率は上がる公算が強いから、出遅れ銘柄は買いだな」と思う。大学のときに産業組織論という講義を学んだ。結論はいたってシンプル。多くの業者が参入している産業では、利益率が低く、上位企業がそこそこの利益を上げている以外は皆が低収益に苦しむ。参入企業が少ない産業は、よほどの不況でない限り平

均より高い利益率をエンジョイする。当時はわざわざ長いこと浪人してまで得る価値がある知識だとは思わなかったが、今となっては十分に元が取れている。植草益先生、ありがとうございました。

要するに、大手企業同士がガリガリと張り合って競争するようでは高い収益など上がりっこない。競馬で逃げ馬が2頭競り合えば、消耗して必ず直線で失速するのと同じだ。ところがそれまで低収益でも、何組か大型の合併や倒産が起きた産業では必ず収益率が上がる。無駄な競争で必要以上に下がっていた価格はすぐ反発する。ユーザー側が文句を言ってももうかまってはくれない。石油、製紙、鉄鋼、セメントなどがいい例だ。

鉄鋼業界の低 PER の理由は

業界の1位と2位が合併すれば、当然企業間競争は減るだろう。鉄鋼業界は今まで上げ潮の最中だから競争は少なかったということはあるかもしれないが、オーバーヘッドコスト(管理費や本社関係の経費)は軽くなり、間違いなくコストは下がる。他のライバルとの競合をあえて強めない限り、利益率が高まるのは自然なことである。

鉄鋼セクターが世界的に PER が低いのは、中国が猛烈な生産能力増強に走っており、いずれ大幅な供給過剰に陥り、市況が暴落してしまうというリスクをあらかじめ織り込んでいるためだ。2000年頃から毎年新日鐵1社分(約3000万トン)の生産能力が増えている中国は、間違いなく異常だ。中国は1950年の粗鋼生産量はほぼゼロ。それが1970年に2000万トン、2000年に1.5億トン、昨年3億トンだ。そのかなりの部分がエネルギー効率劣悪で品質も悪い小規模製鉄所。さすがに一昨年からのこれらの操業には時限停止が掛かったが、鉄鋼不況の経験がなく、「お取り潰し」の経験もない企業の行動について信頼が置ける予測ができるはずもない。だから供給過剰懸念が付きまとう。

なぜそんな急激な鉄鋼需要が発生したか。それは中国のインフラ整備のスピードが驚異的に速いからである。中国では、日本でよく見られる公共事業用地買収に際して反対闘争やゴネ得のような現象は一切ない。というのは、このような地域に住んでいるのは中国の戸籍制度上「農民」となっている人たちで、政府の命令一下で立ち退かされる。彼らは若干の移転補償を貰い、新たな住宅と新たに開発された場所で職業をあてがわれる。形式上は孫子の代まで福利厚生も付いてくる。反対するのは一部のつわものに限られる。

そんな特殊状況下で発生した鉄鋼需要の大半は建設用構造材である。要するにコンクリートに覆われ表面に現れず、静止したままで、当面品質の良し悪しを問われない。エネルギー価格が上昇するまではコストさえ気にしなかった。原油が3倍以上に上がった今、これらの生産物が世界

の競争に生き残れる可能性はほとんどないと思う。少なくとも厳しい品質が要求される自動車用薄板やバネ鋼、特殊鋼などは、日本メーカーの全面協力が無い限り、国際市場に出て行けるレベルにならないのではないかと。

粗鋼生産が日本並みに1億人で1億トンというのなら、中国は13億人で3億トンだからまだ少ないと言いきれるが、そんなに甘いものではないと思う。中国の生産能力の数字自体は脅威であるが、国際市場における競争は個々の特殊なスペック(用途)に見合う製品ごとに行われる。何億トン低品質の鋼材が作られても、レクサスなど高級車のボディーに使えないものなら別のマーケットである。競合の度合いを正しく見積もって妥当PERを考えたいものである。

(了)

----- 最終的な投資判断はご自身でお願いします。本文、データなど本メールマガジンの内容すべてに関する正確性、信頼

性、安全性、迅速性などに直接または間接的に起因する損害や費用などの一切について、その程度を問わず、ドリームバイザー・ドット・コム(株)およびマネックス証券

(株)、NPO 日本個人投資家協会、その製作者、データ提供者、その他関係者は責任を負わず、損害賠償に応じません。また、メールマガジンの本文、データなどは著作権法などの法律、規制により知的所有権が保護されており、個人の方の本来目的以外での使用や他人への譲渡、販売コピーは認められていません(法律による例外規定は除く)。以上の点をご了承の上、メールマ

ガジンをご利用ください。-----