

【研究論文】（投稿）

中国における大手鉄鋼企業の 財務リストラクチャリングに関する一考察

——「宝山鉄鋼」を事例として——

呂 岩
(浙江财经大学)

1 はじめに

中国は 21 世紀に入っても高い経済成長率を維持し、2010 年には中国の国内総生産（GDP）は日本を追い抜いて初めて米国に次ぐ世界第 2 位となった。その後の 2011 年には 9.2%，2012 年には 7.7%と、引き続き高い成長率を維持している。しかし、2013 年の中国経済は政府目標の 7.5%をやや上回ったものの、かならずしも好調とは言えず、GDP 成長率是对前年比 7.7%増と、2012 年と同じ伸びにとどまった。GDP 伸び率は 3 年連続で一桁となり、鈍化していることがうかがえる。そして、2014 年の中国の経済成長率については、多くの専門家・研究者は 7～8%と予測しているが、所得格差、内需不振、生産能力過剰、流動性逼迫、債務の拡大といった諸問題が中国経済の下げ止まり要因になり、中国経済全体に大きな影響を与えるものと考えられる。これまでの高成長を追求した時代が終わり、安定成長下で環境汚染問題などに取り組むことが今後の課題になっていくものと思われる。

このような中で、製造業における生産能力過剰問題が中国経済の安定を左右する懸念材料と見られている。2014 年 1 月 15 日、安信証券の経済学

者の高善文氏は、中国における生産能力過剰問題はターニングポイントに近づこうとしているとの考えを発表した。この発表によると、「セメント業界や紡織業界においては 2013 年の生産能力の伸びに変化が見られないのに対し、8 月以降は製品価格が明らかに上昇し、会社の利益は改善した。そして、市場では供給の縮小が見られ、価格の圧力に対する生産能力過剰の状況は緩和され始めている」という。しかし、鉄鋼業ではこうした改善が見られず生産能力過剰問題が依然続き、企業の中長期利益改善による新たな投資活動に伸びが見られるようになるまでにはもう暫く時間がかかると分析している^①。

本論文は、生産能力過剰問題に悩まされている鉄鋼業に注目し、宝山鋼鉄股份有限公司（股份有限公司＝株式会社、以下、「宝山鉄鋼」と称す）を事例として、その大手鉄鋼企業が生き残るために行った財務リストラクチャリングについて考察するものである。

本論文は、①中国における鉄鋼業の現状、②鉄鋼業における生産能力過剰問題を解決するための国の政策、③「宝山鉄鋼」の財務リストラクチャリングで構成されている。

2 中国における鉄鋼業の現状

(1) 鉄鋼業全体生産能力過剰

鉄鋼業は、建設・機械・自動車・石油・造船・家電・電力などの幅広い産業に鋼材という不可欠な基礎素材を供給する産業として、経済発展のなかで重要な役割を担っている。1996年に中国の粗鋼生産量は1.12億トンとなり、世界最大規模となった。その後も経済成長に伴う旺盛な鋼材需要を背景に、急速に鉄鋼生産規模を拡大させ、2001年以降は爆発的拡大を遂げてきたのである⁽²⁾。2013年の粗鋼生産量は7.79億トン（対前年比7.5%増）と、世界生産量の48.5%を占めるまでになった。また、鋼材の生産量は10.7億トン（対前年比11.4%増）であった。このように、1996年からの17年間ににおいては中国の粗鋼生産量は年平均4千万トンの増産を達成し、2013年の粗鋼生産量は1996年の6.96倍になったのである。

一方、中国国内の鋼材需要部門における消費量も全体的に増加傾向にある。建設部門の鋼材消費量が一番多く、2013年には3.8億トン（対前年比4.4%増）に達し、総鋼材消費量の55.5%を占めている。その次は機械部門であり、鋼材消費量は1.44億トン（対前年比4%増）で、総鋼材消費量の19.4%を占めている。これ以外で鋼材消費量の多い部門では、自動車部門の4,650万トン（対前年比11.2%増）、資源部門の3,100万トン（対前年比4%増）、造船部門の1,250万トン（対前年比21.9%減）、家電部門の1,000万トン（対前年比8.7%増）である。全体の総鋼材消費量は、自動車部門6.8%、資源部門4.5%、造船部門1.8%、家電部門1.5%を占めている。2013年の中国国内全体の鋼材消費量は6.86億トン（対前年比4.9%増）となっている。

また、鉄鋼の輸出入の状況をみると、2013年

に輸出した鋼材は6,234万トン（対前年比11.9%増）に対し、輸入した鋼材は1,408万トン（対前年比3.1%増）となっている。鋼材に粗鋼を合わせた輸出入差引額5,073万トン（対前年比14.4%増）は、粗鋼総生産量の6.5%を占めることになる。海外からの鋼材仕入先としては、日本、韓国、EU 27カ国である。輸入量はそれぞれ601.7万トン、424.6万トン、114.2万トンであり、その合計は輸入総量の81%を占めている。一方、主な輸出先は、東南アジア（1,742.5万トン）、韓国（972.4万トン）、中東（718.6万トン）、南米（497.2万トン）、アフリカ（456.1万トン）、そしてEU 27カ国（361.3万トン）である。

以上のように、2013年の中国の鉄鋼生産は、需要が3億トン以上上回ったことがわかる。これは鉄鋼業界の粗鋼設備稼働率72%に基づいたもので、フル稼働の状態になれば粗鋼生産量は10億トンになるので、中国鉄鋼業における淘汰すべき設備能力は約2億トン以上あると判断できるのである。今後、鉄鋼消費に直接つながるような追加刺激策がなければ、鉄鋼消費の増加率は減少することが予想され、鉄鋼業全体の生産能力過剰問題が深刻さを増すことになる⁽³⁾。

(2) 鉄鋼業の産業集中度と鉄鋼製品質の低下

中国の鉄鋼企業は数千社以上存在している。中国鋼鉄工業協会はこの内の70社余りを「重点大中型企業」として粗鋼生産量の合計をはじめ、さまざまな統計データを公表している。その中の上位10社は、宝鋼集団、河鋼集団、沙鋼集団、首鋼総公司、武鋼集団、新興際華、鞍鋼集団、太鋼集団、山鋼集団、そして天管集団である⁽⁴⁾。それ以外は「その他の企業」とされ、ほとんど改革開放後に郷鎮企業として発展してきたものである。中国の急速の経済成長にともなう旺盛な鋼材需要と鋼材価格の高騰に支えられ、2001年以降「その他の企業」も爆発的な拡大をはかり、「世界の

工場」として求められる鋼材供給の一翼を担うようになっていった。しかし、現在では「その他の企業」の多くは、生産効率が落ち込み、また環境汚染問題とエネルギー浪費が激しいため、淘汰すべき企業とされている。

2013 年、粗鋼生産量上位 10 社の合計は全国生産量の 39.4% を占めているが、この比率は対前年比からみると 6.5% の減となっている。上位 30 社の合計は、全国生産量の 55.1% を占めている。これは前年と比較して 5.9% 下がっている。また、上位 50 社の合計は、全国生産量の 65.3% を占め、前年と比較して 4.6% 下がっている。2013 年の「重点大中型企業」の粗鋼生産量は前年より 8.0% 増の 6.28 億トンとなっており、全国粗鋼生産量に占める割合は前年の 80.3% から 80.7% へと 0.4% 上昇した⁽⁵⁾。残りの 1.51 億トンは、「その他の企業」による生産である。近年、小規模メーカーの乱立抑制と大手メーカーへの生産集約を加速しようとする国の思惑により、上位企業における連合再編が積極的に進められ、産業集中度の落ち込みには歯止めが掛かったが、それでも産業集中度は低く、むしろ競争は激しくなっている⁽⁶⁾。

小規模メーカーの設備は効率性の低い小規模な高炉が大半を占めており、鋼材の中でも技術的に単純な初級品や汎用鋼材を主に生産している。旺盛な不動産投資に伴う建設用鋼材の需要と自動車や電気機械などより鋼材需要の高まりから、大手メーカーは設備の大型化を行い、着実に高級鋼材の生産能力を拡張している。しかし、技術的の制約などがあるため日本、韓国、EU 27 カ国から高級鋼板類、高級鋼管類などの高級鋼材を輸入している状況である。日本からの輸入品は、亜鉛めっき鋼板、冷延薄板、ステンレスなどの合金鋼板類、電磁鋼板、シームレス鋼管などの加工度の高い高級品種に集中している。2013 年、輸入に依存していた特殊品種鋼材のいくつかが国産化され、大型鉄鋼企業がその高級鋼材の生産に重点を置いた。

鋼材の生産過剰が起こり競争が再び激化したことから、中国鉄鋼業には構造的な問題があるとの指摘がある⁽⁷⁾。

(3) 高コスト、低価格による企業利益と自己資本比率の低下

近年、中国の急激な経済成長により、鉄鉱石が不足している⁽⁸⁾。中国は自国で鉄鉱石を産出しているが、それは低品質のもので、高品質の鉄鉱石は海外からの輸入に頼っており、その対外依存度は 67% となっている。2013 年の鉄鉱石の輸入量は、前年同期比 10.2% 増の 8.19 億トンになっている。その平均単格は 1 トン当たり 129 ドルで、前年同期比で 0.2% 高くなっている⁽⁹⁾。原材料価格が上昇した一方、国内鋼材価格の下落が続き、中国鉄鋼工業協会の発表した統計データによれば、2013 年の CSPI（国内鋼材総合価格指数）は対前年比で 6 ポイント低い 99.14 ポイントと連続して下落している。

コストの高騰と鋼材価格の低下による鉄鋼企業の財務内容悪化は不安視されてきた。2013 年度、全産業の売上高は 8 兆 8,608 億元（前年比 7.5% 増）で、営業利益が 2,588 億元に達したにもかかわらず、営業利益率は 2.9% にとどまり、工業産業の中で最下位となっている。

こうした状況のなか、2013 年末の「重点大中型企業」の平均自己資本比率は 30.6% で、前年より 0.6% 低下している。そして、資産負債率が 80% に達している企業は全体 70 社のうち 33 社にとどまっている。産業全体の借入金規模が膨らみ、大中型企業の 2013 年度における支払利息は 786.2 億元に達し、2012 年度の 802.8 億元より 3% 減少したとはいえ、2013 年度実現した利益水準を超えるまでになっている⁽¹⁰⁾。すなわち、全産業が鋼材を作って得た利益では借入金コストを埋めることができず、これから経営リスクが大きいと判断される。つまり、鉄鋼業は「微利経営」時代に

突入したと考えられるのである。

3 鉄鋼業における生産能力過剰問題を 解決するための国の政策

中国では、財政制度や幹部の評価システムに起因する地方政府の強い成長志向等を背景に、盛んな投資が行われてきた⁽¹¹⁾。その結果、製造業だけでなくあらゆる分野で投資や生産能力が過剰となった。それを認識した中国政府は、ほぼ毎年のように複数の業種に通知等を公布して緩やかな調整を進めてきた。鉄鋼業を含む製造業の生産能力過剰等に関する国の主な政策は次のようなものである。

2006年に国務院から「生産能力過剰業種の構造調整推進の加速に関する通知」が公布され、また同年、国家発展改革委員会等が「固定資産投資コントロール強化、新規プロジェクト開始厳格化に関する意見」を発表した。2007年には国家発展改革委員会が「産業構造調整推進の加速、エネルギー多消費産業の再度の盲目の拡張の抑制に関する緊急通知」を、2009年には「一部産業の生産能力過剰と重複建設の抑制、産業の健全な発展の誘導に関する若干の意見」を続けて発表した。当時の中国産業界で特に生産能力過剰が深刻な6業界（鉄鋼、セメント、板ガラス、石炭化学工業、多結晶シリコン、風力発電設備業界）に対し新規プロジェクトの設立審査・認可の管理を一段と強化した。また起債、資本市場での株式発行の審査手続きを厳格にするなど、土地政策の適用、設備投資などにブレーキをかけた。

2010年には国務院が「企業合併再編促進についての意見」、「立ち遅れた生産能力淘汰の取り組みのさらなる強化に関する通知」を、2011年には工業情報化部等が「立ち遅れた生産能力淘汰の取り組みの考課プログラム配布に関する通知」を、財政部等が「立ち遅れた生産能力淘汰に対する中

央財政の奨励資金管理規則」を公布して、立ち遅れた生産能力の淘汰等を目的として厳しい姿勢を見せた。

2013年に入ってから、関連政策が公布されていった。1月22日に、工業情報化部、国家発展改革委員会等の政府12部門は「重点業界における企業合併再編の推進加速についての指導意見」を公布した。重点業界と位置付ける自動車、鉄鋼、セメント、造船、アルミ、レアアース、電子、IT、医薬、農業の10業種での企業合併による業界再編を後押し、産業集中度の向上と国際競争力を有する企業の育成を図る方針を明らかにした。鉄鋼業界については、2015年までにトップ10社の鉄鋼企業集団による産業集中度を60%前後にすること、そして3～5社の核心的な競争力および比較的強い国際影響力を持つ企業集団、6～7社の地域市場において比較的強い競争力をもつ企業集団を形成するように公告している。同年、10月16日に国務院は「生産能力過剰問題に関する指導意見」を発表し、その中で生産能力の過剰問題が深刻な状況となっている業界として鉄鋼、セメント、アルミナ、平面ガラス、船舶業を挙げている。また、問題を解決するために必要な8項目の主要任務を確定している。第1に、新たな生産能力拡張プロジェクトの禁止、第2は、すでに建設されてしまった違反生産能力の整理、第3は、旧型生産能力の淘汰、第4は、企業再編成の促進、第5は、国内需要の開発、第6は、国際市場の開拓、第7は、コア技術の取得、第8は、政府管理の革新である。

今までの中国においては、鉄鋼業の新規生産能力を厳格にコントロールし、立ち遅れた生産能力を淘汰し、地域にまたがる企業再編をすることで、産業集中度を向上させ、産業構造の転換を図る措置が数多く講じられてきた。しかし、重要産業が抱える過剰生産問題とそれに伴う業界内の過当競争が深刻化しつつあり、経済成長と構造転換の足

枷になると考えられる。業界の自律を強め、生産能力の過剰をまねく深層部の問題を体制面から解決すべきではないかと思われる。

4 「宝山鉄鋼」の財務リストラクチャリング

(1) 「宝山鉄鋼」の企業概況

「宝山鉄鋼」は、上海市に拠点を置く中国最大の鉄鋼メーカーで、2000年2月に上海宝钢集团公司（現・宝钢集团有限公司）の保有設備のうち最も優良な資産を「集团公司」から切り離し、設立した株式会社である⁽¹²⁾。同年12月より、上海証券取引所に上場している。

「宝山鉄鋼」は、主に高級鋼材の製造と販売に力を入れている。2005年から、鉄鋼関連の貿易、運送、煤化工、情報提供事業も手掛けるようになった。主な製品には冷間圧延鋼・コイル、熱間圧延鋼・コイル、シームレス鋼管、鋼板などの炭素鋼の製品やステンレス鋼板、特殊鋼といった鉄鋼製品である。「宝山鉄鋼」はフォルクスワーゲン、GM（ゼネラルモーターズ）、シーメンスのようなグローバル会社へ製品を供給することで大きな発展を遂げてきた。

2013年末現在の「宝山鉄鋼」の資本金は164億7,172万元で、発行済み株式総数は164億7,172万株（額面は1元）となっている。宝钢集团有限公司⁽¹³⁾は筆頭株主として131億2,882万5,267株を持っており、持ち株比率は79.71%と圧倒的である。「宝山鉄鋼」の2～10位までの主要株主には投資ファンド等があり、その合計は発行済み株式総数の1.74%になっている。

子会社には、上海梅山鋼鐵股份有限公司、宝钢湛江鉄鋼有限公司、宝钢新日鉄自動車鋼板有限公司などがある。2013年度の「宝山鉄鋼」の鉄鉄生産量は、2,122万トン、粗鋼生産量は2,200万トンであり、鋼材販売量は、2,199.3万トンに達

したことにより中国鉄鋼業界において1位の地位を保っていた。

(2) 「宝山鉄鋼」の財務状況

本節では、2004年以降の「宝山鉄鋼」の財務状況を明らかにするため、各年度の有価証券報告書のデータを用いてする。

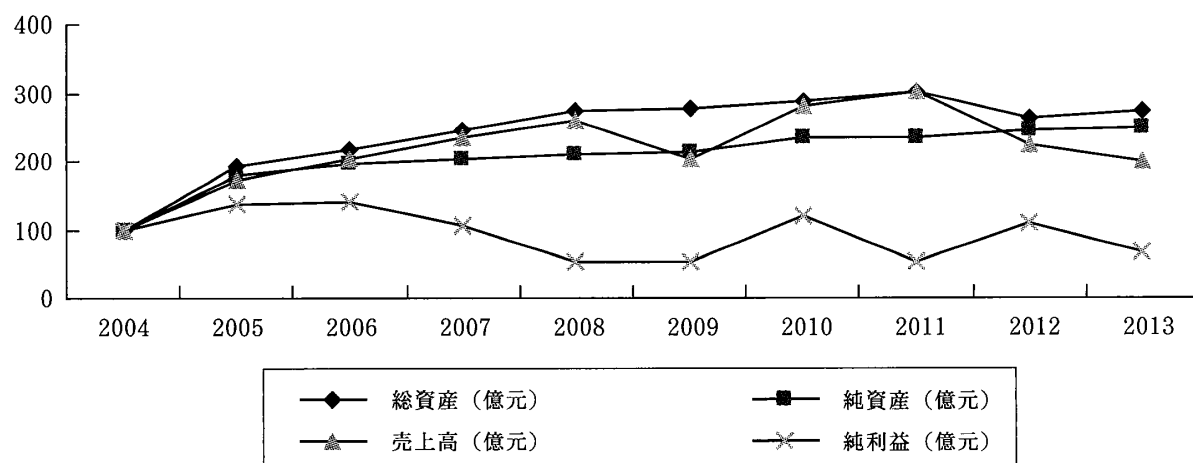
表1と図1は、2004年以降の10年間における「宝山鉄鋼」の総資産、純資産、負債総額、自己資本比率、売上高、当期純利益、1株当たり純利益、純資産利益率および1株当たり配当金の推移を示したものである。

21世紀に入って中国では近代化にともなう活発な設備投資と建設ラッシュなどによって旺盛な鉄鋼需要が生じ、特に2000年以降は鋼材供給能力が不足していたために日本等からの輸入量が増加した同時に鋼材価格も高騰した。このような状況なかで鉄鋼業における設備投資が加速した。「宝山鉄鋼」は、2000年に上海証券取引所に上場してから、急激な粗鋼資産規模の拡大をみせている。2005年、「宝山鉄鋼」は、鉄鋼製造と販売の一体化を図るために親会社である宝钢集团有限公司から鉄鋼生産チェーンに関わる優良資産を買収することを決めたのである。この買収が成功すれば、年間の粗鋼生産量は2,000万トンに達することになる。「宝山鉄鋼」は一般投資家にA株50億株（額面は1元、発行価格は5.12元）を発行し、256億元の資金調達を行った。そのうちの50億元を資本金に組入れ、残り204億1,100万元は資本剰余金としたのである。これにより、2005年末の「宝山鉄鋼」の資本金は2004年末の125億1,200万元から175億1,200万元に、資本剰余金は121億8,800万元から327億2,900万元へと大きく増加したのである。また、2005年度に「宝山鉄鋼」は多額の短期と長期の借り入れを行った。負債総額は2004年末の211億元から2005年には458億元へと倍以上増えたのである。この結

表1 「宝山鉄鋼」の主要財務データ

年次	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
総資産 (億円)	631	1,209	1,371	1,545	1,717	1,749	1,818	1,894	1,655	1,717
純資産 (億円)	420	750	829	859	883	904	986	986	1,038	1,043
負債総額 (億円)	211	458	542	686	834	845	832	908	617	673
自己資本 比率(%)	66.6	62.1	60.5	55.6	51.4	51.7	54.2	52.1	62.7	60.8
売上高 (億円)	576	985	1,181	1,364	1,501	1,163	1,610	1,747	1,297	1,148
純利益 (億円)	95	130	134	99	51	51	115	51	105	65
1株当たり 純利益	0.76	0.75	0.77	0.57	0.29	0.29	0.66	0.42	0.6	0.39
純資産利 益率(%)	24.51	22.28	17.08	11.85	5.83	5.71	11.65	7.02	9.52	6.25
1株当たり 配当金	0.32	0.32	0.35	0.35	0.18	0.2	0.3	0.2	0.25	0.1

出所：「宝山鉄鋼」の各年度有価証券報告書から計算。



出所：表1 から作成。

図1 「宝山鉄鋼」の主要財務データ

果、総資産は2005年に1,209億円に達し、前年の631億円より倍近い伸びを示し、会社規模が大きく拡大してきたのである。「宝山鉄鋼」は鉄鋼関連の貿易、運送、煤化工、情報提供事業なども手掛けているが、負債額の増加により自己資本比率は2004年末の66.59%から2005年末には62.09

%まで低下し、多額の有利子負債の元本や利息の支払が徐々に会社の重荷となって財務リスクが高まっていたことがわかったのである。

2008年からの米国に端を発した金融危機の影響による先進各国の景気低迷は、中国経済にも一時的減速をもたらした。しかし、2008年11月中

国政府が総投資額 4 兆元を超える大規模な内需拡大策や積極な金融緩和策を打ち出したことから、中国は先進各国に先駆けて景気回復を実現した。ただし、ここで外国市場における需要の伸びが鈍化していることを考えると、投資主導と輸出主導の成長モデルに過度に依存した中国の経済成長率は必然的に低下することとなる。

「宝山鉄鋼」も、2009 年に入って売上高、純利益が最も少なくなった。それには需要の減速や原材料価格の上昇が響いている。2009 年度の売上高は 1,163 億万元と、前年同期の 1,501 億元から 22.52% も減少した。中国では不動産バブルを抑えるために政府が規制強化をしており、国内総生産（GDP）は前年同期比 9.2% の増加と、2003 年からの最も低い伸びにとどまっている。

「宝山鉄鋼」の 2010 年の純利益は前年比 125.49% 増となる 115 億元であった。この背景には、年間販売台数が 1300 万台を超えるとみられる自動車業界の“絶好調”がある。「宝山鉄鋼」は自動車用鋼板の国内シェアの 50% 程度を占め、旺盛な需要を織り込んでその価格の引き上げに踏み切ったことが考えられる。

しかし、近年過剰生産と過当競争によって鋼材価格が低下し、売上高圧縮に陥っている。また、鉄鉱石等原料価格の値上がりによって「宝山鉄鋼」は利益圧迫に迫られ、鉄鋼業界の他企業と同じく「高利経営」から「微利経営」に移り、財務リストラクチャリングが行われたのである。

(3) 「宝山鉄鋼」の財務リストラクチャリング

こうした状況を踏まえ、「宝山鉄鋼」は国内第一号となる転換社債型新株予約権付社債（Convertible Bond：CB）の発行と国内最大規模の自己株式取得及び消却を行った。また資産の切り離しや子会社を通じてドル債を発行するなどして、規模の収縮と資金コストの低減による財務体質の健全化を図ろうとしていたのである。

① 転換社債型新株予約権付社債の発行

「非流通株」と「流通株」との間に存在する不平等を是正する目的で行われた「株式分置改革」が最終解決を迎えたことを背景に、2006 年から史上空前の株価急騰が起こり、中国の株式市場は世界的に注目を集めていた。「上海 A 株指数」は 2007 年 10 月に最高の 6,252 ポイントとなり、「宝山鉄鋼」の株価も一時 22.12 元まで上昇したのである。一方、インフレに対応するため、中国人民銀行（中央銀行）は何度かの利上げ⁽¹⁴⁾に踏み切ったのである。そのため中国の製造業では資金調達に大きな打撃を受けたのである。2007 年の終わりごろになっても中国の銀行市場の融資レートは上昇を続け、流動性も再度逼迫したのである。

こうした状況を踏まえ、2007 年末に「宝山鉄鋼」は上海浦東鋼鉄有限会社の「羅泾事業」に関する資産を買収し、債務構成を是正するために、国内第一号の転換社債型新株予約権付社債を発行することを決めたのである。

転換社債型新株予約権付社債は普通社債と異なり、社債を事前に決められた転換価額で株式に転換する権利の付いた社債である。投資家から見れば、転換価額よりも株価が上昇した時に株式に転換し、売却する事で利益を得ることができる。逆に転換価額より株価が低くければ、転換せずに満期償還まで保有し、社債としての利息を受け取り続けることもできる。このように普通社債と違い投資家が利息以外で利益を得られる手段を持つため、その利率は売却益を加味して普通社債より低く設定されている。

2008 年 6 月に「宝山鉄鋼」は転換社債型新株予約権付社債を発行し、100 億元の資金調達を行った。額面金額は 100 元、固定金利は 0.8%、償還期間は 2014 年 6 月 19 日までの 6 年間で、新株予約権の転換価格は 12.50 元、請求期間は 2 年後の 2010 年 6 月 28～7 月 2 日の間となっていた。

しかし、2008 年に入って中国の株式市場は調

整局面に入り、10月をピークに下落に転じ、その後も大きく上昇する気配は見られなかった。その為、「宝山鉄鋼」は一時的に新株予約権の転換価格を12.16元に修正したが、株価の上昇がなかったため、2010年7月2日までに11.80元の転換価格で転換されたのは48,088株しかなく、これは発行済株式総数を0.027%増加させることに止まった。転換しなければ投資家は普通社債と同じように毎年安定した利息を受け取れることができる。「宝山鉄鋼」鉄にとっては低い資金コストで100億円の調達できたが、2014年の満期を迎えた時には一気に額面金額を償還しなければならず、資金繰りの悪化をもたらす恐れが生じるのである。

② 資産の切り離し

2012年2月29日、「宝山鉄鋼」は「ステンレス鋼、特殊鋼の事業部の一部資産の売却に関する議案」を公布し、「宝山鉄鋼」所属のステンレス鋼、特殊鋼に関わる資産の一部を株式会社から分離させ、親会社である宝鋼集団有限会社に資産回帰させることで、部門の責任主体に関して一定の調整を行うことを明らかにした。

「宝山鉄鋼」の主な鉄鋼製品は炭素鋼、ステンレス鋼、特殊鋼であった。その中で株式会社に組み入れるステンレス鋼資産は、主に上海宝山にあるステンレス鋼事業部および寧波宝新ステンレス有限公司の54%の株式である。特殊鋼事業部は主に航空・宇宙、自動車、金具など多領域用途の特殊鋼を扱っている。近年、会社傘下の炭素鋼製品に比べて後発のステンレス鋼と特殊鋼事業の利益が芳しくなく、ステンレス鋼と特殊鋼の資産を「宝山鉄鋼」から切り離せば宝山鋼鉄の経営のリスクを下げることに有利であると考えられる。

4月に「宝山鉄鋼」は保有していたステンレス鋼板、特殊鋼に関する事業部の資産を宝鋼集団有限会社に売却した。その売却金額451.92億元のうち、226.92億元は宝鋼集団有限会社から現金で

受け取り、残りの225億元は5年に分けて受け取ることにした。この資産の切り離しを通じて、「宝山鉄鋼」は得たキャッシュで有利子負債を減らして、重い債務負担を軽減することができた。また、固定資産売却等により、営業外収益を95.8億元計上し、当期純利益に大きな影響を与えたのである。その一方で、9月には「宝山鉄鋼」が湛江鉄鋼プロジェクトに投資することを決め、11月に49.76億元を払い、湛江鉄鋼の発行済み株式の71.8032%を取得した。「宝山鉄鋼」は財務体質改善しながら炭素鋼製品の発展に力を入れる戦略をとったと考えられるのである。

生産能力の過剰、製品需要の低下、同質製品の過当競争は「宝山鉄鋼」をはじめとする国内の鉄鋼メーカーが直面する共通問題であった。また国内の自動車、機械などの主要な川下業界の需要が次第に減少していることに加えて、川下取引先の資金緊迫で資金回収にも大きな影響が出てきていた。宝鋼集団有限会社がこれらの資産の買付けは、「宝山鉄鋼」に現金を供給し、会社が抱える債務を肩代わりすることになる。つまり、企業救済措置がとられ、国有支配会社が支援したということになると思われる。

③ 自己株式取得及びその消却

自己株式（Repurchased Stock）とは、自社の既発行株式を取得して保有する株式のことである。中国では、自己株式を取得することを股份回购と言い、保有している株式のことを庫存股と呼んでいる。これを株式会社の資本政策からみれば、実質的には株主への資本の払戻しとなる⁽¹⁵⁾ため、今日まで中国の自己株式取得規制では、会社法における4つの例外以外、原則として禁止されていた。しかし、証監会の制定した管理方法や補充規定により、上場会社が資本を減少する際に備案すれば、数量、期間に制限なく自己株式の取得が認められている。その意味では自己株式の取得の大

幅規制緩和となったのである⁽¹⁶⁾。

2012年9月17日、「宝山鉄鋼」は臨時株主総会が開き、50億元を限度額として、集中競価方法で一般株主から自己株式を取得することを決議し、発表した。自社株買いの実施により、投資家の利益を守り、信用回復、株価維持につなげようとしたのである。

自己株式を取得する背景には、3つの原因があると思われる。1つは、株価の長期低迷である。中国経済の高成長率とは対照的に、2008年のリーマン・ショック以後、株式市場は調整局面に入り、中国株への押し下げ圧力は強い状況が続いていた。2012年8月27日、自己株式取得に関する案が発表される前日、1株当たり純資産が6.43元であったのに対して「宝山鉄鋼」の株価は4.07元であった。すなわち、株価純資産倍率（PBR）は0.63倍と1倍を割っていたのである。一般的に、会社の経営実態より自社の株価が低い時に当該会社の経営状況をよく知る経営者が自己株式取得の発表をすれば、株価が上昇するというアナウンスメント効果が期待できるのである。自社株が取得されると市場に流通する株式が減るため、1株当たりの利益が高まるとして株が買われ、株価がプラスに動くのである。2つ目は、2012年に一定の手元資金があったということである。2012年4月に行われた資産売却によって、「宝山鉄鋼」は一定の手元資金を持っていたのである。6月末には187億元という十分な手元資金を持ち、50億元を限度額とする自己株式取得を実施しても経営の安定に支障は生じないと判断できたのである。3つ目は、自己資本比率が49.11%で、適当範囲にあったということである。一般的には、企業の資本構成を自己資本比率で把握する。自己資本比率が50%を割ると、その企業の負債に関する支払能力がしばしば問題となることから、自己資本比率は50%以上が望ましいとされている。近年の「宝山鉄鋼」では自己資本比率が低下していたので、

2012年4月に行われた資産売却によって得た現金の一部を有利子負債の返済に当てたのである。これにより自己資本比率は50%近くまで上昇したのである。また、会社が保有する自己株式を資本の部から控除する会計処理になったため、自社株を取得・保有すれば、自己資本比率が低くなるが、大きな影響は無いと推測したものと思われる。

株価低迷などの状況に鑑み、9月21日に「宝山鉄鋼」鉄は国内最大規模の自己株式取得に踏み切った。2013年5月21日の取得期間が終了するまでに宝山鉄鋼は50億元を支払い、10億4,032万3,164株（発行済株式総数の5.94%）を取得した。取得した自己株式は取締役会の決議で2回分けて消却し（1回目は2012年12月3日に、取得した自己株式3億9,308万7,277株のうち、3億9,000万株を消却。2回目は2013年5月23日で、取得した自己株式6億5,032万3,164株の全てを消却した）、資本金は175億1,204万8,088元から164億7,172万4,924元へと減少したのである。

「宝山鉄鋼」は50億元を限度額とし、1株当たり5元を超えない価格で自己株式取得を実施した。会社は一般投資家から10億4,032万3,164株を取得したことにより、発行済み株式総数は175億1,204万8,088株から164億7,172万4,924株までに減っている。このような中、親会社である宝鋼集団有限会社の持分はそのまま維持されたため、持ち株比率は自己株式取得前の74.87%から79.71%まで上昇したのである。宝鋼集団有限会社の持ち株比率が上がったことから、親会社が会社経営に自信を持っていることを一般投資家に周知させることとなり、会社の長期的かつ安定的な発展に寄与するものと予想できた。そのうえ、市場全体が低迷している状況下において、2012年8月に「宝山鉄鋼」が自己株式取得に関する公告を発表してから、株価が一時的に大幅上昇するという現象がみられた。自社株買いは確かに株価上昇の目先材料になり得るが、株価上昇につながる要因は

この他にも種々雑多あるので、本格的な上昇基調に乗るまでにはまだまだ時間がかかるものと考えられる。

今回の株式の買い戻しは、アナウンスメント効果によって当該会社の株式が買われて株価が上昇するという効果だけでなく、最重要課題となっている財務体質と競争力の強化によって会社の長期的、安定的な発展に寄与しているのである。

④ ドル債の発行

経営不振に陥っている「宝山鉄鋼」の借り入れコストは上昇している。資本構成を改善し、資金コストを下げるために、2013年4月26日の株主総会において「直接融資を展開していく議案」が決まったのである。2013年12月5日に、「宝山鉄鋼」は100%子会社宝運公司（上海自由貿易試験区で設立）を通して総額5億ドルの社債を発行した。金利は3.75%で、償還期間は5年間になっている。

その一方で長らく上昇基調にあった人民元相場に変化がみられるが、それは2014年2月に中国人民銀行が元安誘導に乗り出したからである。元安になれば企業は多額の為替差損の計上を迫られる可能性もあり、「宝山鋼鉄」においては政府の排ガスや過剰生産能力の削減政策と共に、更なる業績悪化の圧力にさらされていると言えるのである。

5 おわりに

経済の急速な成長期に造られた生産能力は、経済が減速し、市場の需要が低迷すれば、深刻な需給矛盾を発生させ、原材料産業においては生産能力の過剰問題として表れる。鉄鋼業は伝統的な重工業に属し、持続的かつ健全な経済発展に対して重要な役割を担い、その安定的な発展は今後の中国の産業と企業の高度化を実現するための大きな

要因であるといっても過言ではないであろう。

しかし、2014年に入っても鉄鋼産業の生産能力過剰と鋼材市場の価格低迷が続いている。生産量が効果的に抑制されなければ、企業間で無秩序な価格競争が起き、利益確保は望めなくなるであろう。鉄鋼市場では生産能力過剰が全体的に緩和されれば、企業の中長期利益の改善につながり、新たな投資活動が行われるようになる。

競争の激化によって、企業の業績が悪化している。「宝山鉄鋼」を中心とした大手鉄鋼企業では「高利経営」から「微利経営」に移り、各企業では財務リストラクチャリングが行われている。製品構成の最適化、債務削減と資金調達手段の多様化による負債コスト削減を主たる内容とする財務リストラクチャリングは、自己資本を充実し、企業財務構造を根本的に変え、安定かつ健全な財務体質に改善しようとするものである。鉄鋼業界の収益性・財務の健全性の向上には大きな課題が残る、鉄鋼業は厳しい局面に立たされている。

今後、中国においては政府からの産業政策の誘導作用を一段と生かし、政策の重点を引き続き産業構造調整に据えるべきだと思われる。この難局を打開するには、企業合併・再編と産業チェーン統合を引き続き促進し、立ち遅れた生産能力を淘汰する仕組みを整え、市場の需要に適した生産能力を創出する方法を確立、整備することが必要であり、政府による過剰能力解消に向けた製鉄所の閉鎖も止むを得ないものと考えられる。それと同時に、鉄鋼産業などの技術と環境基準を引き上げ、製品の構造調整を推進し、高付加価値の市場を積極的に開発し、公平な市場競争の環境を構築することを目指すべきだと考えるものである。

《注》

- (1) 高善文氏はこのほど、「中国産能過剰圧力接近転折点」との考えを発表した。騰訊財經網、2014年1月15日、<http://finance.qq.com/a/201401>

- 15/003055.htm。
- (2) 杉本孝氏は、2007年までの中国における粗鋼生産量の爆発的拡大の状況についてデータ収集し、その爆発的拡大がどのような担い手により担われたのかを企業類型に分析し、この間の主要企業間の連合、再編、合併の動向を明らかにした。中国鉄鋼業の爆発的拡大は、国内鉄鉱石の大増産と鉄鋼業への傾斜的設備投資により達成され、その背景には鉄鋼業自身が稼ぎ出した潤沢な資金と企業の自由な意思決定を保障する制度改革があったと結論付けている。杉本孝稿「中国の鉄鋼業——爆発的拡大の諸側面——」『アジア諸国の鉄鋼業：発展と変容』アジア経済研究所、2008年、113–158頁。
- (3) 引用データは、2014年2月21日に工業情報化部原材料工業司が発表した「2013年鉄鋼工業経済運行情況」によっている。
- (4) 2013年9月に2013年度「中国企業上位500社ランキング」が発表され、その中に鉄鋼企業が54社に入り、それらの売上総額は3兆9,533億元で、中国企業上位500社の売上総額の7.9%を占めている。
- (5) 引用データは注(3)に同じ。
- (6) 中国における鉄鋼業界の産業集中度は低かったのである。このため、中国政府は鉄鋼産業の発展及び国際競争力強化を図るべく、2005年の7月に策定した「鉄鋼産業発展政策」において、上位10社の産業集中度を2010年には50%、2020年には70%に引き上げることを目標とした。それによって、その後上位企業の連合再編が推進されるものと考えられる。
- (7) 中屋信彦氏は、中国における鉄鋼業の拡大と発展について、国民総製鉄と産業高度化の交錯から分析した。国民総製鉄の結果、一方では大型設備の建造が相次ぐと同時に、他方では中小型設備が大量に建造され、また、一方では高級鋼材の生産量が増大すると同時に、汎用鋼材の生産量が急激に増大するといった内包的発展と外延的拡大が交錯した複雑な現象が中国鉄鋼業に見られるようになったと述べている。中屋信彦稿「鉄鋼業の拡大と発展——国民総製鉄と産業高度化の交錯——」『中国高度化の潮流——産業と企業の変革』調査研究報告書 アジア経済研究所、2007年、69–113頁。
- (8) 爆発的生産拡大には、原料である鉄鉱石および原料炭の生産あるいは輸入の増加が不可欠であることはいうまでもない。国内生産の増加に伴い、輸入依存度が増加し、鉄鉱石の不足は深刻な状況になった。その過程で多くの中小鉄鋼メーカーや
- 商社は国際市場で無秩序なスポット買いを行い、鉄鉱石価格の上昇に拍車をかけたことは否定できない。
- (9) 鉄鉱石価格は2011年にピークの1トン当たり180ドルまで上昇してから、変動は大きいながらも下落傾向にあった。2014年に入って中国の多くの鉄鋼メーカーが操業を継続できない状態に追い込まれているため、鉄鉱石価格は年初から20%下落している。宝山鋼鉄の何文波董事長（会長に相当する）は3月11日に、鉄鉱石「価格はこれまで不合理な水準にあったため、現在の下落は不可避だった」と述べ、1トン当たり100ドルを上回る現在の価格は依然として高すぎるとの見方を示した。朝日新聞デジタル <http://www.asahi.com/international/reuters/CRWTJEA2A00T.html>。
- (10) 引用データは注(3)に同じ。
- (11) 三浦祐介氏は、中国で投資が旺盛となる主要因は①企業の参入、投資、撤退といった一連の企業活動において地方政府が過度に関与する傾向がある、②国有企業による投資の場合、民営企業に比べて投資判断が甘くなりがちである、③土地供給面や金融面からみて投資に係る制約が弱い、といった中国特有の事情が挙げられる、と述べている。三浦祐介稿「中国経済を苦しめる生産能力過剰——資本ストック循環が示唆する調整圧力の強まり」みずほ総合研究所、2013年5月16日。
- (12) 中国では、国有企業がその保有設備のうち最も優良な資産を「集团公司」から切り離し、「股份有限公司」として株式会社化する事例が多くみられる。このようにして親会社から形で切り離され、上場された「股份有限公司」では、親会社である「集团公司」に依存し、その意思決定については事実上親会社に完全に従属していると考えられる場合が多いのである。
- (13) 宝鋼集団有限公司は製鉄業を中心に、金属加工や資源開発、金融業等に投資する企業グループである。その前身は1977年に発足した上海宝山鋼鉄総廠であり、日本の鉄鋼メーカーである新日鉄や川崎製鉄（現・JFEスチール）から技術援助を受けて建設された。現在は、国务院の国有資産監督管理委員会が100%所有する国有持株会社であり、その傘下には宝山鋼鉄、新疆ウイグル自治区ウルムチ市を拠点とする宝鋼集団新疆八一鋼鉄有限公司、浙江省寧波市を拠点とする寧波鋼鉄有限公司の鉄鋼メーカー3社と、広東省湛江市での製鉄所建設を目指す広東鋼鉄集団有限公司などがある。2013年度、宝鋼集団有限公司は鉄鋼業界において、銑鉄生産量、粗鋼生産量、鋼材生産量、

売上高，利潤総額，そして資産総額で一位となっている。

- (14) 2006 年以來，景気の過熱を防ぎ，インフレを抑制することが優先課題となり，中国人民銀行は何度かの利上げを実施した。2013 年 7 月 19 日に中国人民銀行は「利率市場化改革のさらなる推進に関する通達」を公布し，翌 20 日より銀行貸付金利の下限を中国人民銀行が定める基準金利の 70%とする規制を撤廃すると発表した。これにより銀行等の金融機関は市場ニーズや資本コスト，信用リスク等に基づいて貸付金利を自主的に決定できるようになった。ちなみに，2013 年 7 月 22 日において，1 年の貸出基準金利は 6.00%となっていたのである。
- (15) 自己株式取得・保有を原則として禁止してきた理由については，箕輪徳二著「自己株式制度とその資本政策」『株式会社の財務・会社制度の新動向』泉文堂，2011 年，82-84 頁を参照されたい。
- (16) 中国における自己株式制度の緩和改正とその活用については，呂岩稿「中国における自己株式制度の緩和改正とその活用——寧波華翔電子株式会社を事例として——」『信用格付と会社財務・会社制度の新動向』泉文堂，2013 年，183-199 頁を

参照されたい。

参考文献

日本語

- 佐藤創編『アジア諸国の鉄鋼業：発展と変容』アジア経済研究所，2008 年，113-158 頁
- 今井健一・丁可編『中国高度化の潮流——産業と企業の変革』調査研究報告書 アジア経済研究所，2007 年，69-113 頁
- 三浦祐介稿「中国経済を苦しめる生産能力過剰——資本ストック循環が示唆する調整圧力の強まり」みずほ総合研究所，2013 年 5 月 16 日
- 箕輪徳二・三浦后美編著『株式会社の財務・会社制度の新動向』泉文堂，2011 年，82-84 頁
- 箕輪徳二・松井富佐男・増尾賢一編著『信用格付と会社財務・会社制度の新動向』泉文堂，2013 年，183-199 頁
- 朝日新聞デジタル

中国語

騰訊財經網