日本製鉄株式会社 株主総会議事要旨

日時：2025年6月24日10時00分～11時55分

場所：ホテルニューオータニ 鶴の間

1. 議長（社長）による報告事項の説明（ナレーションによる説明も含む。）
2. 議長（社長）による決議事項（会社提案の議案）の説明および株主提案に反対する取締役会意見の説明
3. ストラテジックキャピタル加藤による決議事項（株主提案の議案）の説明

USスチールの完全子会社化についてはPMIが軌道にのり、当社及びUSスチールが発展することを希望している。一方で、日本国内においては上場子会社を有し、これまで当社及び多くの上場子会社の株価が解散価値に満たない状態であることに鑑み、今回3つの議案を提案させていただく。

第4号議案

本議案は、当社の上場子会社管理について、規律を与え、当社及び上場子会社の株主価値最大化及び少数株主保護を実施するための施策を定款で定めるものである。

当社は、2025年3月末時点で、上場子会社を5社有していた。ただし、うち1社、山陽特殊製鋼については、僅かPBR0.66倍の株価で完全子会社化の上、4月23日に非公開化している。それを含み、その5社うち4社のPBRは1倍未満であり、子会社の怠慢な経営を放置して続けている。

また、上場子会社の取締役の大半は日本製鉄の出身者が占めるほか、社長は全て日本製鉄出身者となっており、上場子会社を完全に支配するとともに、それらは実質的に当社の天下り先になっているので、当社の責任は更に大きいと言える。

そもそも、親子上場においては子会社の少数株主との利益相反リスクがあり、例えば、当社上場子会社のいくつかは長年にわたり、当社に対し多額の資金を低い金利で提供してきたが、それらが当該子会社の株主資本コストを全く満たす訳もなく、資本効率の低下につながり株主価値向上を妨げ、少数株主の利益を棄損してきた。

つまり、親会社として、上場会社取締役の天下りポストを維持した上、少数株主の利益は顧みず、親会社だけの都合だけを優先し続けてきたわけである。

当社は、株主提案の本議案に対して、グループ管理においてガバナンスを発揮し、資本政策も見直し、少数株主保護の対応もしていると反対意見を述べている。しかし、その実態、結果はどうか。

もう少し具体的に申し上げますと、時価総額の大半にあたる資金を長年に渡って当社に預け続けた大阪製鐵のROEは過去10年平均でわずか3.0%程度であり、株価は2008年以降、解散価値であるPBR1倍上回ることはなかった。これは、本当に親会社としてガバナンスを発揮し、株主共通の利益である株主価値向上を図ってきた結果なのか。上場子会社5社のうち、4社が解散価値を下回っている状況も含めて、当社が反対意見で述べていることを真摯に実行しているとは考えられない。

当社はUSスチールの買収に関しては、一貫して完全子会社化を主張してきた。では、何故日本の上場子会社は中途半端な持分のまま上場を維持しているのか。それは、日本では、過半に近い持分さえ保有しておけば上場子会社を実質的に都合よく支配出来、仮に上場子会社の株価が低迷しても文句をいう株主がいなかったからでは

ないのか。しかしながら、東証が上場企業の質を重視する方針を掲げるなかで、いつまでもこのような状況を放置することは許されない。

もし、当社が従来通り支配株主として便益を享受することを望むのであれば、少数株主保護の観点からこれら子会社を完全子会社化・非公開化すべきと考える。しかし、どうしても親子上場を維持するのであれば、少なくとも本提案のように、株主共通の利益拡大と子会社の少数株主の利益保護についても真摯に検討を図り、また敢えて親子上場を継続する理由、少数株主の利益を棄損していないか等をコーポレート・ガバナンス報告書に明記すべきである。

第5号議案

本議案は、代表取締役の報酬に株式報酬を導入するとともに、固定報酬、業績連動報酬及び株式報酬の構成比変更を企図したものである。

譲渡制限付株式報酬を付与し、総額等は据え置きで、それを含めた固定報酬、業績連動報酬、株式報酬の構成比を変更、具体的には、現行の固定報酬と業績連動報酬の比率 50%：50%から、固定報酬、業績連動報酬、株式報酬比率をそれぞれ、30%:30%:40%にするというものである。

先ほど、当社上場子会社のほとんどが解散価値である PBR1 倍以下の株価である旨発言したが、当社自身の株価も低迷しており、その PBR も 2015 年以降、TOPIX に劣後する傾向が続き、現会長兼 CEO の橋本英二氏が初めて代表取締役に就任した 2016 年以降、解散価値である PBR1 倍を超えたことがない。一方で、当社取締役報酬は株価低迷とは対照的にこの数年で倍増しており、取締役のうち 4 名が 1 億円を超える報酬、橋本会長を含む 2 名が 2 億円を超える報酬を受取っている。これまでの当社の業績連動報酬では、連結事業損益等を参照しているだけで、低迷する株価とは関連が希薄であることから、代表取締役に対する株式報酬を導入し、株主価値向上のインセンティブを強化すべきと考え、今回この報酬制度を提案した。

一方、当社内でいつから検討してきたかは分からないが、本提案を当社に送達して以降に、当社からも「業績連動型株式報酬制度の導入について」が発表され、当総会に上程されている。いずれにしても、報酬制度に株式価値の変動を織り込み、その増加を経営陣のモチベーションに取込むこと自体は結構なことだと考える。

しかし、本提案では、株価が下がった場合、現行に比べて明らかに報酬が減る一方、会社案ではもし株価が下がったとしても、現行制度に比べて報酬が劣ることがない制度になっている。株価が低迷し続けている中で、現行報酬とは別枠で株式報酬、しかも株価水準とは無関係に付与し報酬額を増額するというのはあまりに不適切ではないか。

第6号議案

本議案は、代表取締役に対する業績連動報酬の支払いを繰り延べ、将来的に当社が買収等を行った企業に関連する損失が発生した場合に、その一部を没収することを求めるものである。

当社は、最重要指標として、グローバル粗鋼生産能力 1 億トン、連結事業利益 1 兆円を掲げ、US スチールの買収を実施したが、買収額は約 2 兆円にのぼり、加えて当社は、追加で約 1.6 兆円の投資を行うことをコミットしたほか、米国政府が黄金株を保有することにもなった。当該買収は大きな成長可能性を有する一方、買収による規模拡大が株主価値拡大に繋がるかといった観点では懸念が残る。現状、当社の国内上場子会社の大半は PBR 1 倍割れが常態化しており、それらを見る限り、当社の買収対象となった子会社の企業価値、そして当社の企業

価値が買収により本当に高まるかといえるかは疑わざるを得ない。本当に US スチールのケースにおいては当社、子会社の株主価値を高めることができるのか。

当社の業績連動報酬は、あくまでも連結事業損益を参照するものであり、仮にそれが拡大しても株主価値が向上するとは限らないどころか、今後、株式報酬の仕組みが導入されたとしても、業績連動報酬が連結事業損益だけを参照している限り、経営陣には、連結事業損益の増加を目的とした買収を推し進めるモチベーションが強く働くことさえもありえる。

そのため、当社が買収等を行った企業に関連し、減損等の損失が発生した場合、当該損失額を加味したうえで業績連動報酬を算定し直し、減算した金額を支給すべきであることから、本提案のクローバック条項導入を提案した。当社取締役会は、当提案に対する反対の理由として「安易に経営の結果責任を問うものであり、適切なリスクテイクを阻害することとなり、不適切であると考えます」と「結果責任を問われるべきではない」と反対意見を公表している。当社の常勤取締役の 8 名全員が代表取締役となる予定だが、経営判断に対して経営の結果責任を問われるのは当然のことである。まして、今回は約 3.6 兆円もの投資、黄金株の発行を決断したわけだ。これでリターンが得られず株主価値が高まらなければ、株主の期待に応えられなかったということであり、当然責任を負うべきである。今回の買収合意に辿り着くまでには、外からは計り知れない困難があったようだが、それらがどんなものであろうとも、経営判断の結果責任は問われるべきだ。もし、この言い分が通るなら、経営者は本当に楽だといえるのではないか。

4. SC の議決権行使

第 1 号に棄権、第 2 号は藤田氏を除き反対、第 3 号議案は反対、第 4 号から第 6 号議案について賛成。

5. 採決

第 1 号、第 2 号、第 3 号議案は可決、第 4 号、第 5 号、第 6 号議案は否決。

以上