

大阪製鐵株式会社 株主総会議事要旨

日時：2025 年 6 月 25 日 10 時～11 時 50 分

場所：大阪商工会議所 6 階 末広の間

- 1. 議長（谷社長）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（谷社長）による決議事項（会社提案の議案）の説明**
- 3. 株主提案についてストラテジックキャピタル加藤から株主提案の説明**

株主提案の背景

3 つ株主提案をしているが、まず、全体的な背景をお伝えする。

当社の株価は 2008 年以降、PBR1 倍を下回って推移し、2025 年 3 月末時点でもそれは 0.72 倍と非常に低い水準となっている。これまでの経営陣は株主価値を長期間にわたり棄損し続けてきた。その大きな要因は、当社が日本製鉄の子会社であり、親子上場の状態になっていることにある。

日本製鉄は、少数株主も存在する上場子会社である当社に対して、株主価値向上を図ることを怠り、怠慢な経営・ガバナンスを行うどころか、その天下り先として当社を重宝し、当社の莫大な余剰資金を少数株主の利益は顧みずグループ間で流用してきたのである。

その結果、当社の ROE は 3%にも満たない極めて低い水準が長期間続いており、一方少数株主を軽視し、IR 資料、中期経営計画、その他の IR 全般が極めて貧弱なことなども資本コストを高めており、これら両方が相まって株価が解散価値に到底満たない状態が続いている。

コーポレートガバナンス・コードやグループ・ガバナンス・システムに関する実務指針が指摘する通り、支配株主と一般株主の間には利益相反リスクが存在し、親子上場については少数株主からみると弊害が多く、提案株主は基本的に親子上場には反対の立場だ。もし、親子上場という形態を継続したいのであれば、株主共通の利益である、株主価値の最大化を実現する経営を真摯に実行すべきである。

日本製鉄と当社が親子上場を解消することが、株主共通の利益である株主価値の最大化に繋がると考えるが、本総会においては、もし仮に親子上場を継続するのであれば、最低でも実現すべきものとして 3 つの議案を提案している。

第 5 号議案

第 5 号議案は、自己資本の 8 %を配当金とするというものだ。

当社は、2025 年 1 月末に中期経営計画の改定を発表したが、それに市場は失望し、当社の株価は発表当日に前日対比で 13.7%下落、終値ベースで 2001 年以来の大暴落となった。提案株主は、当社の課題等について 2023 年 12 月以来対話を重ねてきたが、

それにもかかわらず、目標 ROE がわずか 5%、その後も具体性、時間軸がない新中期経営計画には残念でならない。市場の反応も当然の結果と考える。いずれにしても、この中期経営計画では PBR 1 倍割れの解消は不可能だと市場は判断した訳である。

当社の PBR は 15 年以上、解散価値である 1 倍を上回ったことはなく、もし当社が今後も上場を維持するのであれば早期に PBR 1 倍割れの解消を行うべきであり、そのために、DOE8%を株主還元方針とし、資本効率の改善、資本コストの低下を図るべきだ。

当社取締役会はこの案に対する反対意見として、「将来の必要資金等を考慮することなく」「短期的な視点に基づいた」などといったことを理由にあげられているが、これがそうではないことは、これまでの対話の中で具体的数字をもってご説明した通りだ。

第 6 号議案

第 6 号議案は、当社の株主価値最大化を図るために、社外取締役（必要があれば外部アドバイザー含む）による株主価値向上・非公開化検討委員会を設置するというものだ。

繰り返しになるが、本提案株主は、日本製鉄が当社を完全子会社化もしくは吸収合併することが当社の少数株主にとって最善であると考えている。しかし、当社及び日本製鉄は上場維持に固執し、当社は日本製鉄が保有する当社株式を自己株取得し、さらには上場維持基準の緩い福岡証券取引所への重複上場を申請した。

谷社長はこの方針を「上場企業としての経営を任されたため、それを継続する」と説明するが、これは日本製鉄グループとして、現経営陣の利益だけを念頭に置く発言であり、今後も少数株主の利益を軽視した意思決定がなされる懸念がある。

そのため、社外取締役をメンバーとした委員会を設立し、取締役会からは独立した立場で非公開化を含めた当社の株主価値向上策の検討を行うべきというものである。

第 7 号議案

第 7 号議案は、当社の取締役会において、その員数の過半数を社外取締役にするというものである。

今回上程されている議案でも、当社の取締役 7 名のうち 4 名の常勤取締役は、依然として全員が日本製鉄出身者であり、実質的に日本製鉄の天下り先となっている。

先程も申し上げたが、コーポレートガバナンス・コード、グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針でも、少数株主保護の重要性について触れられている。

当社は長年、資金提供や天下り先として日本製鉄に貢献してきた一方で、少数株主の利益を棄損し続けてきており、株主共同の利益を尊重する社外取締役に増員し、ガバナンスを強化すべきというものである。

なお、昨年の株主総会で他の株主から少数株主の利益について質問があったが、当時の野村社長からは、親会社との電力取引の条件、或いは預け金の金利の条件などは公正に取

り扱われているとの回答しかなく、株主価値向上という観点からの回答は得られなかった。その後 SC が松沢社外取締役にも同様の主旨の質問をしたが、その時も残念ながら株主価値の向上に資するかどうかという視点がなかった。

4. 質疑応答

（以下は、ストラテジックキャピタル（以下、SC）及び関連する株主の発言、会社側の回答のみを記載）

<株主>

先程、議長から「経営者のために上場しているのではない。株主のためである」と説明があったが、株主のためであるなら、どうやったら株価が上がるのかを考えていただきたい。直近では自社株買いを行ってしまったので、一株当たり純資産は約 4,500 円だという説明があった。今の株価は 2,800 円台なので、実質的に PBR は 0.6 倍台だ。

1 月末に公表した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」では ROE5%を目標とされたが、5%を達成しても永遠に解散価値以上の株価にはならないということはお分かりだと思う。何故こんなに低い目標を掲げているのか。去年の 11 月に東証は「投資者の目線とギャップのある事例」ということで、ROE5%という目標を掲げている企業がいることを公表している。ご覧になっていると思うが、東証に上場廃止基準の見直しを求めるのであれば、こういった東証の公表資料も勉強し中計を策定しては如何か。今のままでは永遠に PBR1 倍になどならない。

1 月末にこの計画と 220 億円の自社株買いを発表し、それで株価が暴落したというのは前代未聞で恥ずかしいことだ。どうしても上場を維持したいのであれば、株価を上げて欲しい。皆さん、常勤取締役は日本製鉄からの天下りだ。日本製鉄に居続けて引退したかったかもしれないが、そうはいつでも上場企業に來られたのだから、考えを改め、当社の価値を上げるようにサラリーマン人生の仕上げとして真剣に取り組んではどうか。

本当に株価を上げるつもりがあるのであれば、株主の意見を真摯に聞くべきだ。皆さんが少しでも努力すれば達成できそうな低い目標を掲げても株価は上がらない。日本製鉄以外の株主の意見を聞くべきだ。それが出来ない、やる気がない、ということなのであれば出来る人に代わっていただきたい。しかし、日本製鉄からそのような人は来ないだろう。日本製鉄出身者以外からは選べないのだったら、非公開企業になるしかない訳である。

谷社長は任期中に PBR をどの程度まで上げるおつもりか。今、東証スタンダードの平均 PBR は 1.09 倍だ。せめて平均以上にはしていただきたいが、そういうおつもりがあるのか、出来ると思っているのか、お尋ねしたい。

<谷社長>

2024 年 6 月に当社の社長に就任してから、人手不足や、需要が落ち込む一方で、スクラップ価格の高騰も継続し、極めて厳しい環境だと認識している。その間、マージン管理を徹底し、コストの上昇を販売価格に転嫁するよう努めてきた。

本年 1 月に公表した中計の通り、株主資本コストを上回る ROE を目標に、まずはそのステップとして 2027 年度に ROE 5 % 達成を図る計画を策定し、それを着実に実行しているところである。

PBR 1 倍を超えるかどうかという点については、今後の株価動向に影響するため、具体的なものについては差し控えていただくが、まずは今の中計を着実に実行し、その後引き続き収益改善策や資本効率化策等を検討し、ROE、PER の向上、ひいては PBR 改善につなげていきたい。

<株主>

金融庁や東証が指摘するように、親子上場には少数株主との間に利益相反リスクが存在している。だからこそ、日本製鉄が当社を完全子会社化すべきであると思うが、これまでの対応を見る限り、日本製鉄・当社は共に親子上場を維持したいのだと見受けられる。

親会社の日本製鉄としては、過半に近い持分の当社株式を保有しておけば、当社を実質的に支配出来る、加えて日本には米国等と違い、少数株主保護や PBR 1 倍割れの放置などについて、うるさく指摘してくる株主も少ないので「わざわざ完全子会社化するまでもなくこのまま放置で良い」、「当社を資金管理及び天下り先として利用し続ければ良い」などと考えているのかもしれない。

しかし、当社には日本製鉄以外の株主も存在している訳であり、当社の株主としては、日本製鉄だけの利益になるような経営は許容できない。当社の取締役である皆様も、本来は同様の立場であるはずだ。

日本製鉄にとって大阪製鐵は「US スチールや山陽特殊製鋼とは違い、完全子会社化するほど重要な子会社ではない」ということなのであれば、また、当社としても上場を維持していきたいということなのであれば、いっそのこと当社の株式を完全に売却するよう日本製鉄に働き掛けては如何か。中途半端に保有され実質的に支配されている現状が一番問題である。これまで日本製鉄と、完全子会社化をする／完全に売却をする、といったことは協議されたことはあるか。また、何れにしても今の親子上場の形になってしまっている訳だが、大阪製鐵としては、何故、日本製鉄による完全子会社化／完全売却ではなく、中途半端な持分を保有されている状態が最適であると考えているのか。

<谷社長>

個別の事情については控えさせていただきたいが、親会社にとって当社が子会社である意義、当社にとって日本製鉄グループにいたることの意義、当社が上場子会社であること意義はそれぞれあると考えている。

当社は日本製鉄の子会社であることで、営業やコストマネジメントの面で恩恵を受けており、一方で、上場会社でいることで資金調達の自由度や、社会的信頼を得ていると認識している。完全子会社化が少数株主の皆様の利益になるかという点は、皆様に交付される対価次第であり、完全子会社化が必ずしも一般株主の利益になる訳ではないと考えている。何れにしても、当社は収益の向上、企業価値の向上、ガバナンスの強化に取り組み、株主の皆様のご期待に応えられるよう、頑張ってまいりたい。

＜株主＞

一般株主への対価次第というご回答をいただいたが、そうなのであれば、PBR 1 倍割れを長年放置するような経営は止めていただきたい。

DOE8%に関する株主提案があったが、先ほど、「中計の金額が今後 3 年間で株主の皆様に還元することが可能な金額」と説明があった。しかしながら、当社の中計は設備投資・株主還元といったキャッシュアウトを全て手元資金と営業 CF のみで賄う計画になっており、有利子負債の活用は全く考慮されていない。

当社の自己資本比率は 76.7%と同業の中でも最も高く、これが業界最低の ROE が継続する一因となっている。そのため、有利子負債を活用しつつ、DOE を導入し、徐々に自己資本比率を下げるべきである。

有利子負債を活用しつつ、自己資本比率を下げていくことは検討しないのか。長年 CMS により日本製鉄に対し、多額の資金を提供し貢献してきたのだから、今度は借り手としてその制度を利用してみてはどうか。

＜谷社長＞

電炉業界は、市況変動が大きく、今後、成長投資・カーボンニュートラルへの投資、中期的な大型投資によって一定の資金が必要になると考えている。借入余力を持つ必要があると考えており、また、将来的に調達環境が不透明になる可能性も踏まえると、現時点においては緊急時以外には基本的に負債を活用しない方針としている。

＜SC＞

谷社長の在任中にどの程度の PBR を目指すのか、という質問があったが、全く回答にならなかった。単に「先のことは分からない。頑張ります。」としか言っていない。

株主提案の説明の際も申し上げた通り、具体性や時間軸の説明がまるでない。もし自信がないのであれば、皆さんお辞めになった方が良いのではないかと。

我々は、株主還元について色々申し上げることは多いが、事業投資について反対することはあまりない。資本コストを上回る事業投資なのであれば、是非やっていただきたいといつも申し上げている。

残念ながら、当社は資本コストも高い分、投資のハードルも高くなるが、インドネシアへの投資はとりわけ思い通りになっていないと認識している。投資の決定以上に撤退の判断も重要な訳だが、インドネシア事業についてはどう考えているのか。

<谷社長>

インドネシア事業は、インドネシア政府がインフラ投資を抑制するような方針が出ており、苦戦している。足元、地場の競合との競争もあり、厳しい状況が続いている。中計でも公表した通り、事業改善は当然図っていくが、事業価値を減耗させないための基準をフォローしつつ、事業継続の総合的な判断をしている。KOS は安定的な事業運転ができていないことから、在庫増減等の一過性の要因を除いた構造的なキャッシュフローが継続的にマイナスにならないことを基準として、事業の継続性について引き続き総合的に考えていきたい。

<株主>

先程、他の株主からの自己株式の消却についての質問に対し、「効果的なタイミングで消却を実施することを検討している」と回答があった。当社は日本製鉄から取得する自己株式は消却する旨の発表を行っていたにもかかわらず、後にそれを撤回したことで株価が下落してしまった。

失われた市場からの信頼を取り戻すために、一刻も早く当初の予定通り消却を実行するべきだと思うが、何故今ではなくタイミングを見極める必要があるのか。効果的なタイミングとは何をもって判断するのか。

<谷社長>

引き続き、東証の上場維持基準への充足を継続するために、効果的なタイミングで消却を行うことを検討している。東証の上場維持基準である流通株式比率の算出においては、外国投信が上場株式数の 10%以上を保有する場合に、その保有割合と当該外国投信の最大の出資者の出資割合を乗じた割合が 10%未満であるということが流通株式として認定される条件である。

本年 5/1 の「上場維持基準の充足の確認についてのお知らせ」で公表した通り、2025 年

3 月末時点で東証の上場維持基準を充足しているが、現時点でもストラテジックキャピタルのファンドの最大出資者の割合が判明していない。このような状況で自己株式の消却を行うとストラテジックキャピタルのファンドの保有比率が高まり、これが流通株式と認定されなくなる懸念があるため、現時点においては自己株式の消却は得策ではないと考えている。

<株主>

議長をはじめ、常勤取締役の皆さん、もっと真剣にやって欲しい。規律が緩い。先ほどのインドネシア事業についての回答もキャッシュフローでマイナスにならないければ良い、などといったことでは低い目標である ROE5%でさえ、達成できないではないか。そう思わないか。資本収益性を高めると言っているのだから、そのような事業はとっとと見切りをつけるか、若しくは抜本的な改革を行い高いリターンが得られるようにするか、そのどちらかではないか。

折角皆さん、上場企業の役員に天下りできたのだから、この企業の価値を高めるために尽力してはどうか。それは日本製鉄以外の株主が皆、望んでいることである。自分の財産として株式を持っている訳であり、その価値を上げてもらいたいというのは、株式投資をしている人は皆望んでいる。

何故それを真剣にやらないのか。今日の議長の回答でも、胡麻化してこの場をやり過ごせば良い、という回答ばかりではないか。上場企業のトップとして真剣に取り組んでいただきたい。

5. 採決

第 1 号から第 4 号議案は可決、第 5 号から第 7 号議案は否決。

以上