

株式会社淀川製鋼所株主総会議事要旨

日時：2024年6月25日 10時00分～

場所：ホテル日航大阪 鶴の間（5階）

- 1. 議長（二田社長）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（二田社長）による決議事項（会社提案の議案）の説明**
- 3. ストラテジックキャピタル長野による決議事項（株主提案の議案）の説明**

<第4号議案 剰余金の配当等の決定機関に係る定款変更の件>

本件は、期末配当の決定機関を株主総会とすることを企図した提案である。

当社は、配当を株主総会の決議によらず取締役会の決議により定めるものとしているが、当社の株価は長期的に低迷しており、取締役会が株主価値の向上に資する経営を行っているとは言い難い。

当社は、株主還元を抑え内部留保を蓄積してきた。結果として、足元の自己資本比率は70%を超えている。これは資本コストを上昇させ、ROEを低下させるという両面において悪影響があり、当社の株価低迷の一因となっている。

そのため、配当の決定機関を株主総会とし、ガバナンスを改善させると共に、ROE向上、株主資本コスト低下等、株主価値の向上に資する経営方針へ転換する契機としていただきたい。

<第5号議案 剰余金を処分する件>

本件は、第4号議案の可決を前提として、中間配当を含めた年間配当金額を自己資本の6%とすること（DOE6%）を企図した提案である。

当社は弊社からの株主提案を受け、今年4月に中期経営計画の改定を行い、株主還元方針を従来の「年間配当金 50 円以上・連結配当性向 30%以上」から「年間配当金 200 円以上・連結配当性向 75%以上」に変更した。しかし、現在の高すぎる自己資本比率を考慮すると、これでは不十分であり、株主還元方針を配当性向 100%・DOE6%に変更していただくことを改めて提案する。

ROEが6%に満たない場合は、配当性向が100%を超えることとなるが、これにより徐々に自己資本を圧縮し資本効率の改善を図ると共に、安定した株主還元を行っていく方針を示すべきである。

<第 6 号議案 PBR 1 倍以上を目指す計画の策定及び開示に係る定款変更の件>

2023 年 3 月、東京証券取引所は、上場企業に対し、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請した。

当社はこれに対し、今年 4 月に中期経営計画の改定と同時に東証への対応方針を公表した。これにより株価は少し上昇したが、足元の PBR は依然として 0.8 倍程度である。特に、ROE 目標は 7%となっているが、これは弊社が想定する当社の株主資本コストを大きく下回っている。つまり、この中期経営計画では、仮に達成しても PBR1 倍割れの解消は困難である。

そのため、PBR1 倍割れを早期に解消するための計画を策定し直していただきたい。

<第 7 号議案 株主優待制度に係る定款変更の件>

<第 8 号議案 株主優待制度の廃止の件>

第 7 号議案と第 8 号議案は株主優待制度の廃止に関連した提案である。

当社は予めより株主優待制度を導入しており、2024 年 2 月 27 日に公表された株主優待制度では、カタログギフトおよびヨドコウ迎賓館株主様入館券を対象株主に配布している。しかし、大株主にとっては、保有株数が増えても一律の便益しか得られず、不平等な制度である。また、機関投資家は株主優待券の受領を拒否する場合もあり、その場合は全くメリットがない。

仮に、自社の商品やサービスなどを提供する株主優待制度であれば、商品やサービスの認知度が向上することで、間接的に業績が拡大し、株主価値の向上に寄与する可能性が考えられるが、当社の株主優待制度は本業とは全く関係のない内容であり、そのような効果も見込めない。

当社は、株主優待制度の目的を「当社株式の魅力を高めるため」としているが、株主にとってのリターンは、株価と配当だけであり、それらを通じ株式の魅力を高めるべきである。

そのため、第 7 号議案で株主優待制度の廃止を株主総会で決議できるように定款変更を行ったうえで、第 8 号議案で実際にこの株主総会で廃止の決議を行う、といったことを企図している。

<第 9 号議案 自己株式の消却に係る定款変更の件>

<第 10 号議案 自己株式の消却の件>

第 9 号議案と第 10 号議案は自己株式の消却に関連した提案である。

当社は、2023 年 9 月末時点では、発行済株式総数の 16.2%にも想定する自己株式を保有していた。

一般的に、M&A 取引等の際にその対価として使用することを想定して自己株式を保有する場合はあるが、当社は政策保有株式や賃貸等不動産をはじめ、過剰な資産を保有しており、仮に良い M&A の機会があった場合でも、保有資産の売却等により資金を充当すべきである。一方、当社が自己株式を大量に保有し続けているこの状況は、株主にとっては、いつでも当社株式の希薄化が行われ得るということを意味している。

弊社からの株主提案を受け、当社は自己株式を発行済株式の 10%未滿とする方針を策定した。しかしながら、この 10%未滿という基準は、特に意味のないものであると、二田社長ご自身が昨年度末の決算説明会で認めている。中途半端なことをせず、速やかに全ての自己株式を消却いただきたい。第 9 号議案で自己株式の消却を株主総会で決議できるようにしたうえで、第 10 号議案により実際にこの株主総会で消却の決議を行う、といったことを企図している。

4. 質疑応答

(以下は、上記 4. のストラテジックキャピタル (以下、SC) の発言及び会社側の回答のみを記載)

株主提案、DOE について

<SC>

弊社は当社への投資を開始して以降、様々な提案を行ってきた。今回の株主提案について、弊社からは元々、買収防衛策の廃止についても提案していたが、これは弊社が株主提案を行った後、当社の取締役会で買収防衛策の廃止を決議いただいたので、総会前に株主提案の取り下げを行うことができた。

その他の株主提案について、取締役会の意見では全て反対となっているものの、増配・中期経営計画の改定・自己株式の保有基準設定と、幅広く対応をいただいたことは良かった。

しかしながら、その水準・スピード感は共に不十分だ。弊社からは PBR1 倍割れを解消できる水準で提案を行ったつもりだが、それを提案通りにではなく、中途半端な水準で採用いただいた結果が今のバリュエーションである。

特に DOE6%は自己資本比率を徐々に減らし、WACC を下げるという効果、株主資本コスト自体を下げるという効果が期待でき、非常に効果的であると確信していたが、残念ながら採用に至っていない。

そこでまずお尋ねするが、当社にとって資本コストの観点から最適な自己資本比率はどの程度だとお考えか。また、現在の中期経営計画では、最終年度に自己資本比率はどの程度

となっている想定か。

<二田社長>

申し訳ない。現在は開示していないので、回答を控えさせていただく。私どもとしては、今の自己資本比率は適切だとは思っていないが、それを減らすだけでは、中長期的には株主の利益に反するとも考えている。そこで、収益力を一層強化する必要があり、そのためには大量のキャッシュの持ち出しも必要になると考えているので、このような中計となった。

財務戦略について

<SC>

第 5 号議案の取締役会の反対意見には、「当社の中長期的な成長投資等の必要性を考慮せず」とも書いてある。しかしながら、弊社はその成長投資を止めるべきなどとは一言も言っていない。事業投資が必要であることは理解しており、資本コスト以上のリターンが見込める投資であれば、大いに結構である。それを全て自己資本で賄おうとせず、有利子負債を活用すべき、と言っている。

同じく 5 号議案の反対意見に「財務レバレッジを活用して形式的に ROE を改善させることを企図しており」とも記載がある。しかし、財務レバレッジを活用し、ROE を高めることでバリュエーションが改善するのであれば、対応を行うべきではないか。

TOPIX 構成銘柄の自己資本比率の平均は 50%強だ。これに対し米国 S&P500 は 35%程度で、敢えて債務超過にしている優良企業すらある。それだけ、資本構成、資本コストを意識することが株価には重要であり、東証は日本の上場企業にそのような意識が低いことを課題視し、昨年 3 月に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請したのである。ましてや当社の自己資本比率は 70%と、日本の上場企業の平均よりも圧倒的に高い。考えを改めていただく必要がある。

改めてお尋ねするが、財務レバレッジを活用して、ROE を高めることでバリュエーションを改善させることの何が問題なのか。東証は、そのようなことを含めて要請をしていると認識している。当社はその逆で財務レバレッジが低すぎることで ROE 低下、資本コスト上昇、株価低迷の一因になっている。これを財務戦略で改善できるのなら対応すべきではないのか。

<二田社長>

有利子負債の活用に関しては、我々の方も当然視野に入れている。その点をご理解いただきたい。また、財務レバレッジではだめなのかということだが、我々の考えでは収益力を高めることが同様に重要だと考えており、そのような前提のもと動いている。お金の使い方について

は、非常にややこしい話だが、カーボンニュートラルを達成するための投資が不透明になっており、それゆえ不確定のかなりの支出が出てくる可能性があるが、まだはっきり道筋ができていない。このような不透明な状況で、財務的な部分だけ考えて減らしていくという判断は、中長期的に見ていかなものかという判断だ。

政策保有株式について

<SC>

中計の改定で政策保有株式の縮減を掲げていただいたが、中計期間で30%の縮減というスピード感は、残念である。政策保有株式は利益供与、優越的地位の乱用といった問題を孕んでいる。今年2月には、損保大手4社が企業向け保険料を事前調整していた問題に対し、金融庁は株式の持ち合いを通じた企業とのもたれ合いが問題の背景にあったとし、損保各社に政策保有株式の削減加速を求めた。結果として損保4社は政策保有株式をゼロとする方針を決めた。

当社も過去には価格カルテルの問題を起こしたことがあり、プライム上場企業として他社の見本となるよう、率先して縮減に取り組むべきではないのか。速やかに全て売却していただきたいが、如何か。

<二田社長>

当社の政策保有株式の縮減については、以前から、事業拡大等の持続的成長のためになっているのかという点で判断をしていた。パートナーとして株式を政策的に保有する必要があるか、という点はもう一度検討する必要があると考えている。現在、30%となっているが、ここで終わりという話ではない。最終的には10%程度まで縮減していきたいと考えている。また、そのうえで0%ということも視野に入れていく必要があると思うが、それについては貴重な意見として参考にさせていただきたい。

賃貸等不動産について

<SC>

当社は24/3末時点、時価で約390億円の賃貸等不動産を保有している。しかし、不動産賃貸業で、資本コスト以上のリターンを実現することは理論的に不可能だ。足元のJ-REITの分配金利回りは、平均4.6%、最高でも5.8%程度であり、株式と比べ、低リスク・低リターンの商品である。一方、当社が不動産賃貸業を行う場合、レバレッジが低いこと、また法人税が引かれることもあり、REITと同程度のリターンを確保することさえ困難だ。

中計では、賃貸等不動産については触れられていなかったが、この点をどのように考えている

のか。

<二田社長>

不動産については、収益の安定という考え方で、今まで保有していたことは事実だ。ただ、賃貸等不動産の保有が有意義かどうかについては、議論を継続している。まだ方針が定まっていないので今回の中計では織り込んでいない。

5 自己株式について

<SC>

自己株式についても中途半端な対応である。弊社からは速やかに全て消却いただくよう提案していたが、当社は発行済株式の10%未満とする、という方針を策定した。

取締役会の反対意見には、将来的な資金調達、M & A等に活用するため、との記載があるが、仮に良いM&Aの機会があった場合でも、保有資産の売却等により資金を充当すべきだ。借入金を活用しても良い。

株式報酬への活用については理解できるが、10%も保有しておく必要がどこにあるのか。自己株式の消却が「株主の皆様への利益に寄与しないケース」もあると記載があるが、具体的には、どのような場合が株主にとって不利益になると想定しているのか。

<二田社長>

過度な自己株式の保有というのは、投資家の方の利益に寄与しないと考えている。株価の重しとなるとも考えている。そのため、今回300万株の消却を決議した。残りについては資本政策というだけでなく、機動性を確保するというのも目的の一つとして保有しているもの。10%は何か理論的な根拠を持った数値ではないが、現段階では10%という形で置いている。今後お金の使い方がもう少し見えてくれば、検討することもあると思う。現段階ではとりあえず、10%未満と決議した次第だ

議決権行使について

<SC>

弊社および弊社が運営するファンドの議決権行使について、特に取締役選任議案については一括で採決されてしまうと個別の方について賛成・反対・棄権の意思表示ができないため、受付で提出した議決権行使書の通り取り扱っていただきたい。取締役の選任議案につ

いては、弊社の議決権行使基準上、本来は全員反対となる。しかし、新任候補の石原氏については、弊社との面談を踏まえ株主価値向上に貢献いただける可能性があると判断し、賛成する。それ以外は反対だ。

5. 採決

第1号議案から第3号議案までが可決。第4号議案から第10号議案までが否決。

以上