

大阪製鐵株式会社株主総会議事要旨

日時:2024年6月24日 10時～

場所:大阪商工会議所 6階 末広の間

1. 議長(野村社長)による報告事項の説明(ナレーションによる説明含む)
2. 議長による決議事項の説明
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
4. 質疑応答

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

まず、全体的に背景を簡潔にお伝えする。

その前に、総会の説明を聞いていて残念だった点がある。それは対処すべき課題に株主価値向上がなかったことだ。当社の株価は、解散価値に満たない状態が続いており、東証からの要請もあるなか、対処すべき課題にあがらなかったことは、非常に残念である。

当社の株価は2008年以降、PBR1倍を下回って推移し、現在もPBR0.6倍程度と非常に低い水準となっている。また、当社は、日本製鐵の子会社であり、親子上場の状態になっている。親子上場については少数株主からみて弊害が多く基本的に反対の立場だ。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とおり、支配株主と一般株主の間には利益相反リスクが存在する。いずれにしても、上場子会社である限りは不特定多数の一般株主からも資金を預かっているわけであり、一般株主の利益も当然尊重されるものであり犠牲にされる物ではない。

第8号議案では昨年3月に東証から要請されている、PBR1倍を目指す計画の策定及び開示を提案しているが、資本効率を高め、そしてPBR向上に資する方策として、第6号議案、第7号議案、そして、現状の取締役会の決定は一般株主の利益を損なっていると考えられるため利益相反を避けるための方策として第9号議案、またESGの中でEの改善、これは資本コストの低下を通じPBRの上昇につながると考えるので、第10号議案を提案している。

第6号及び第7号議案について

第6号議案は、当社株主価値向上のためにCMSへの資金供与を禁止するというものだ。当社は約20年超にわたり親会社にCMS等を通じた資金提供を行っており、その規模は23年3月期末の686億円から減少したとはいえ前年度末474億円あり、当社時価総額の50%以上にも達するが、CMSの金利は僅か0.2%程度でしかないため、ROEの低下につながっている。この結果、当社のPBRは2008年以降解散価値である1倍を一度も上回っておらず、本3月29日時点でも0.56倍と極めて低水準に留まっている。CMSを通じた資金提供は親会社の資金管理に寄与する一方

で当社の株主価値を棄損する制度であるということだ。

また、第 7 号議案では、当社の株主価値を棄損し続ける CMS への資金提供をやめた場合、それに宛てられていた半分を特別配当とし、残りは当社の株主価値が向上するよう事業投資等に活用いただくというものだ。これも、株主還元、成長投資を通じて、当社の株主価値向上に資すると考える。

第 8 号議案について

昨年 3 月の東京証券取引所の要請「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」に対して当社は本年 1 月に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた取り組みについて」を公表したものの、その内容は期限の設定もなく、既存の開示内容を纏めただけであり、新たな施策の策定は皆無であった。本議案は、資本コストを上回る ROE 目標の設定及びその実現に向けた計画等、合理的な内容を含む計画を策定し直すことを求めるものだ。

繰り返しになりますが、当社の PBR は、2008 年以降解散価値である 1 倍を一度も上回っておらず、本年 3 月 29 日時点でも 0.56 倍と極めて低水準に留まる。長期にわたる株価低迷から抜け出すには、抜本的な経営改革や資本政策の変更が必要だ。

第 9 号議案について

当社の取締役の過半数を社外取締役とするというものだ。現状、当社は取締役 8 名中 5 名の常勤取締役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。

そして、実際今回の CMS の件のように、現取締役会の決定は親会社に貢献する一方で当社の株主価値を棄損し続けている。支配株主と一般株主の間の利益相反は明確であり、社外取締役を増員してガバナンスを強化すべきであるということだ。

第 10 号議案について

温室効果ガス排出量削減に係る事業計画の策定及び開示をより明確に行うという提案だ。

具体的には気候変動に伴うリスクとこれに伴う事業機会を踏まえ、短期及び中期の温室効果ガス削減目標及び投資計画を含む事業計画を策定し、事業年度毎に進捗状況を統合報告書等において開示するというものだ。

これは、当社の ESG の E への対応に対する評価が高まることによる資本コストの低下を期待するものだ。残念ながら、当社は統合報告書を発行しておらず、ここでもやはり開示が不十分だと考える。

<野村社長>

各議案に対する当社取締役意見の読み上げ

4. 質疑応答（以下は、株主提案に関連したストラテジックキャピタル(以下、SC)及び株主の発言と、それに対する会社側の回答のみを記載

<株主>

第 6、第 7、第 8 号議案関連の質問だ。東証の要請に対する取り組みの内容からも、安定した財務基盤の継続が必要なことは理解しているが、資本政策が配当性向 30%程度では物足りないと感じる。ROE が 3%と非常に低い水準になっているが、その要因は純資産が非常に大きいことであり、これに対する施策である資本政策はもう少し考えられても良いのではないか。

また、PBR を 1 倍にするのであれば、PER20 倍程度は必要であり、これを達成するには現在の利益の 2 倍程度にすることが必要である。しかし、そのような利益の見通しは、中期経営計画等でも挙げられないなという印象がある。質問としては、PBR が低水準のままであることをどのように考えていて、PBR1 倍をいつ超える見通しなのかについて尋ねたい。

<野村社長>

今のご質問は、PBR が低水準であることをどう考えているのかという内容だと承った。当社は、東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に対して、1 月 30 日に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた取り組み」を開示した。

その中で、企業体質強化に向けた収益力向上・成長戦略の実行を通して ROE の改善を図り、利益還元重視の株主還元政策・サステナビリティへの取り組み・情報開示を行っていくことで、期待成長率の上昇・株主資本コストの低下、ゆくゆくは PER の向上につながると考えている。しかし、ROE、PBR、PER の目標水準は、未だに開示できていないので、今後検討のうえ、開示できる段階になれば開示をしていきたい。

<SC>

CMS に関する質問だ。今回の株主提案の一議案として弊社は CMS における資金提供を行わないという定款変更を上程した。当社が上場会社として親会社以外の少数株主がいるにもかかわらず、過剰な現金/預け金として保有することが、親会社と少数株主間の利益相反、また当社の株主価値という視点からみれば、資産として相応しくないということだ。

それに対して、当社の反対理由は、要すれば、当社は、そもそも電炉業界は業績変動が激しく、さらに今後厳しい経営環境が想定されるので、安定した財務基盤の継続と必要資金の確保が必要ということのようだ。変動が激しく環境が厳しいというのは同業他社とも共通だと思うが、同業他社と比較しても、財務レバレッジが低く、また時価総額の半分程度の現金/現金同等物を保有している。さらに、緊急時には当社が CMS を利用することで逆に 700 億円ぐらいは調達できるはずだ。外部から見てわからない、何か、当社における固有の事情があるのか。

<野村社長>

今のご質問は、大阪製鉄としてこれだけの現金を保有している理由は何なのか、大阪製鉄固有の理由があるのか、ということだと承った。まず我々が手元資金を抱えている理由に関しては、招集通知 22 ページの記載の通りで、スクラップ等により業績変動の激しい電炉業界の中にあり、また今後は、カーボンニュートラルに向けた電炉シフトによるスクラップ調達環境の変化や電気料金の上昇等さらなる厳しい経営環境が想定されると我々は思っている。

同業他社がそういった環境に対してどのように資金を持っているのかについての、他社の考え方については、コメントをする立場ではないのでコメントを控えさせていただく。今後必要な手元資金、海外プロジェクト、緊急対応資金、カーボンニュートラル対応を踏まえた成長投資を考えると、現状の手元資金は必要であると考えている。ただ、現状の規模が未来永劫必要かというのは、今後総合的に判断していくべきだと考えている。

<株主>

株主資本を一新するということは、ROE、資産収益性をどうやって上げていくかということだと思う。一方で、厳しい環境の中でいくらのお金を保有しておくのかについて、資本コストを意識したときにどの程度というのが適正な水準なのかを表していただきたい。

<野村社長>

今のご質問は、手元資金の適正水準ということについてと、具体的な数値の提示をお願いしたいということだと承った。先ほど申し上げた通り、今の我々が厳しい経営環境の中で持続的な成長を実現するためには、現在の手元資金は適正であると考えている。繰り返しにはなるが、今後の業績動向、投資計画、新たな成長領域などを考えながら、手元資金の水準は常に検討している。資本コスト、手元資金の水準については公表していないので、コメントは差し控えさせていただきたい。

<株主>

昨年も株主総会出席して、質問を5問ほどさせていただいた。その時は、出席された方も少なく、質問していたのも私だけだったので、今回の活発な質問が出ていることを嬉しく思う。質問は、東証から要請されている「資本コストや株価を意識した経営」についてだ。ROEを見ていくと、過去3年で2%程度、過去五年の最大で3%ぐらいしか行ってない。資本コストや株価を意識した経営というのは、要するに、一般の株主から株主資本を集めて事業をやっている上場企業である以上は、株主が期待する株主資本利益率を超えて初めて上場企業として価値を創造し、社会に貢献しているということが推定される。

このようなROE2%、3%というのではあまりにも低すぎて、上場企業としてはお話にならないと思う。そもそも、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた取り組みの中で、ROE等の目標の水準を示すことが出来ていないと、野村社長はおっしゃっていたが、示していただかないと話にならないと思う。

他の企業が、伊藤レポート等を受けてROEを意識し、プライム市場の平均ROEは9%、10%の水準になっている中で、2%~3%の当社のROEを高めるための施策を打っても、それを我々株主、株式市場は信頼できない。ROEを上げるにはだぶついている資産を株主に還元するしかない。こういう状況で、資本コストや株価を意識した経営をやっていくという言葉を果たして信じて良いのか、抜本的に我々株主、株式市場から評価されるような具体的なROE向上策をお聞かせ願う。

<野村社長>

具体的なROE向上策についてお聞きしたい、という質問だと承った。先ほど申し上げたが、東証の

要請に対して1月30日に取組みを開示した。企業体質強化に向けた収益力向上、成長戦略の実行を通してROEの改善を図り、利益還元重視の株主還元政策、サステナビリティへの取り組み、情報開示により、結果として期待成長率の上昇、株主資本コストの低下、ゆくゆくはPERの向上につながると考えている。

ご指摘の通り、我々が開示したもののうち、ROE等の目標水準、ステップ等は開示できていない。今後開示できる段階になれば、開示していく所存なので、ご理解いただきたいと思う。この点について、貴重な意見として承りたいと思う。

<株主>

第9号議案関連の質問である。当社は、日本製鉄の子会社であり、日本製鉄の意向を受け入れるものだと理解している。第9号議案に対する取締役の意見にもある通り、確かに社外取締役が3分の1を占めているものの、上場子会社であることを考えると過半数を社外取締役にすることが望ましいと考える。そこで、当社は少数株主の利益についてどのように考えているのか、お聞きしたい。

<野村社長>

今のご質問は、当社は少数株主の利益の保護についてどう考えているのか、ということだと承った。我々の親会社との関係では、電力の購入は行っているが、価格は一般的な取引条件で行っている。また、親会社に対しては資金供与を行っているが、これも貸し付け条件を一般の取引同様に行って、取締役で決定している。当社は、上場会社として求められている実質的なガバナンス体制の元、意思決定を行っており、親会社が当社の意思決定に介入することはないので、少数株主にとって不利益な状況が発生するようにはなっていないと考える。また、独立社外取締役のみによって構成された特別委員会を設置しており、支配株主と少数株主の利益が相反する可能性がある取引については、特別委員会で検討している。

<SC>

1月30日のリリースについては不十分であることを認識されていると、先ほどの発言から伺える。我々の提案に対して、「1月30日のリリースで答えている」と反対するのはかなり厚かましいのではないかと、思っていたが、次の機会にお話したい。

別の観点、前の株主の方からご質問あった独立社外取締役についての質問だ。

先ほど、「金利の条件は市中に比べて…」という話があったが、少数株主の利益を代表するのが社外取締役の役割であり、市中金利と比べて高い低いという議論は、少数株主の権利について考えていることになるのか。我々の提案に対する反対意見として、皆で話しているのですが、問題はないということだが、現在の我々の指摘、例えばCMSの存在、0.2%ぐらいの金利で半分のアセットが使われているという状況は支配株主と一般株主の間に利益相反があるのではないかと、という提案に対して、何かご意見を持つ方はいらっしやらなかったのか。

<松沢社外取締役>

利益相反関連の特別委員会の委員長として、活動させていただいている。特別委員会は独立社外取締役のみで、構成されている。我々としては、一般的、中立的な立場で少数株主の利益を確保するという観点で審議をしている。

また、CMS の預け金を判断したときの社外取締役の意見はどうだったかという点については、現在の CMS の預け入れと資金運用方法を比べて、安全性、機能性、安定性、経済性においてメリットがあるという説明を受けて、社外取締役からは合理的であるという意見になっている。

<株主>

外国の子会社についてお伺いしたい。インドネシアの子会社で、資金調達をし支払い利息がかさんでいるような感じがして、インドネシアのリスクフリー・レートは、ここ3年間で6.2%~7.2%を推移しているような認識をしている。よって、別途で調達するよりは、大阪製鉄から直接資金を供給して、子会社の経営を安定させた方が合理的な経営判断だと考えられる。なぜか、高い金利で調達して、高い支払利息を献上されている一方で多額のCMSを実行されるという経営判断は異様に思う。これらについては、社外取締役の方はきちんと審議・判断なさって、意見を述べられているのか、お伺いしたい。

また関連して、インドネシア事業は成長期だとおっしゃられており、今後の資金需要、特に今後3年ぐらいの間の最大の資金需要量の上限がどれほどか、お伺いしたい。

さらに関連して、インドネシア子会社のWACCを、当社のWACCを出すのにも必要な指標であると思うので、把握なさっておられるのであればお聞かせ願いたい。把握なさっておられずに経営判断をされているのであれば、その旨をお答えいただければ結構だ。

<野村社長>

まず、有利子負債をなぜということだが、元々当社は、COSへのドル建ての資金提供を、金融機関からの借入れに拠って行ってきた。一方で、我々が保有している現金は円であるので、円をドルに変える必要があり、COSの返済の際もドルを円に換える必要がある。当社として、為替リスクの観点からドルで資金調達をする方が良いと判断してきたが、2020年度以降はドル金利が急上昇し、借入れ金利の削減を優先して、返済を実行する方が合理的だと判断した。つまり、為替リスクがあるものの、借入れ金利の削減を優先して返済する方が合理的だと判断したまでだ。

COSの資金需要については、諸条件も含めて回答を控えさせていただいている。また、COSのWACCについても、様々な算定方法があるので現在開示を控えさせていただいている。検討を行い、開示ができる段階になれば公表を考える。

<株主>

これまでの株主からの質問に対する、野村社長の回答が、招集通知の反対意見を読み上げられることが多く、もう少し野村社長本人の言葉で回答いただけたと思う。質問は、先ほどのWACCの話に関連するが、PBRが0.6倍ぐらいで純資産が1500億程度あるのに、株式市場では時価で1000億ぐらいしか評価されていない、解散価値割れである。これは、突き詰めると資本コストを意識した経営が十分できていないということになると思う。これが長期間の低ROEにも表れている。

特に先ほどから何度も質問が出ているが、預け金で 373 億円、関係会社長期貸付金で 100 億円、これだけで 473 億円ほどの資金を親会社に託しているということだ。これをするのであれば、これを全額回収して自社株買いで株主に還元すれば株主資本は減り、必要な資金は debt で調達すれば、バランスシートはリバランスできる。そうなれば WACC が下がる。当然資本コストを意識した経営をするというのは、ROE を高めるということと同時に、株主資本コストの低下、PBR の向上も意味する。また、配当性向を 30% と書かれていて、確かに上場企業全体の平均値ではあるもの、当社の ROE は 2% であるので、連結純資産配当額(DOE)は 0.6% でしかない。利益をベースにした配当ではなく、DOE を掲げることで、株主資本コストの半分ぐらいを配当でカバーするような企業が出てきている中で、DOE0.6% というのはあまりにも低過ぎないか。このように、内部留保を貯めこみすぎて資本効率が下がっている現状を、どのように考えているのか。

<野村社長>

今のご質問は、現状の DOE0.6% であり、あまりにも内部留保を貯めこみすぎているのではないのか、資本効率の上でどう考えているのか、という内容だと承った。当社は、資本効率を念頭に置きつつ業績に応じた配当を行うという基本方針を立てており、これに応じて配当性向 30% 程度をベースにしている。また、自己株式の取得については、還元策の選択肢の一つであるとは思いますが、その実施区分については当社の事業戦略等を踏まえて総合的に検討していく。

また、DOE に関しては、繰り返しになるが、資本効率を念頭に置きつつ業績に応じた配当を行うために、配当性向は 30% 程度にしており、収益構造の改善によって DOE も改善していけたらよいと思う。繰り返して説明してきたように、PBR、PER、ROE の開示については、開示できる段階になれば公表をしていこうと考えているので、ご理解いただきたい。

採決

第 1 号議案から第 5 号議案までが可決。第 6 号議案から第 10 号議案までが否決。

以上