

2024 年 11 月 26 日

日本製鉄株式会社
代表取締役会長 兼 CEO 橋本 英二 様

株式会社ストラテジックキャピタル
取締役副社長 加藤 楠



貴社の上場子会社である大阪製鉄株式会社の課題とその解決について

弊社は、貴社の株式を 300 単位保有し、また、貴社の子会社である大阪製鉄株式会社（以下、「大阪製鉄」といいます。）株式を発行済株式数の 10%保有するファンドの投資運用会社です。

弊社は大阪製鉄への投資を開始して以降、その株主価値の向上策等について様々な意見交換を重ねていますが、貴社はその発行済株式数の 60%超を保有する親会社であり、貴社グループ全体の方針が大阪製鉄にも強く影響するものと考え、2024 年 11 月 21 日には貴社 IR 室様とも大阪製鉄の株主価値向上について議論する機会をいただきました。

その際にもお伝えしましたが、大阪製鉄の問題点をご共有いただき、親会社としてこの問題の解決を主導していただきたく、日本製鉄株式会社取締役の皆様はこの書面をお送りするものです。

記

<大阪製鉄の問題点>

1. 株主利益を棄損する貴社への資金提供

大阪製鉄の過去 5 年間の ROE は平均で 1.9%、最高でも 2.9%と上場会社に期待される水準に比べて極めて低水準です。これは、本業の収益力が低いことに加え、有効に使うべき資金を多額の預け金・貸付金という形で、長年にわたり貴社に提供してきたことが大きな要因です。実際に、貴社への資金提供の金利は僅か 0.2%程度であり、当然ながら大阪製鉄の資本コストと比べるべくもありません。この状態では、大阪製鉄が資本コストを上回る ROE を実現し、PBR1 倍割れを解消することは、永久に不可能であると弊社は考えています。

2. 貴社と少数株主との間の利益相反懸念

長年にわたる状況を見る限り、大阪製鉄は、上記の資金提供や貴社からの役員受け入れ先として貴社の利益に寄与している一方、貴社への資金提供により ROE・株主価値が低迷しており、少数株主の利益を棄損し続けています。この状況を鑑みるに、弊社は、貴社と大阪製鉄の少数株主との間に利益相反懸念が生じていると考えます。そもそも、大阪製鉄の常勤取締役は全員が貴社の出身者となっており、客観的に見て少数株主の利益を確保するガバナンス体制にはなっていません。実際に、本年の大阪製鉄の株主総会においては、弊社が行った株主提案のうち、第 8 号議案：定款一部変更（PBR 1 倍以上を目指す計画の策定及び開示）の件、及び第 9 号議案：定款一部変更（取締役の員数等）の件において、貴社を除く少数株主の賛成率は 50%以上となるなど、貴社と少数株主とではその利害が異なることを示しています。

3. 流通株式の不足による上場廃止

大阪製鐵は、貴社と弊社で発行済株式数の 70%超を保有しており、流通株式比率が非常に低く、東京証券取引所の上場廃止基準に抵触しています。このままですと、2025 年 3 月末から改善期間、26 年 3 月末から監理銘柄となり、26 年 6 月には上場廃止が決定します。

大阪製鐵は弊社に対しては、株式取得を控えるよう要請をされましたが、なぜか貴社には働きかけていないとお伺いしています。

<問題の解決案>

1. 大阪製鐵が上場を継続する場合

大阪製鐵が独立した上場企業であり続けるためには、①貴社への資金提供を安易に選択することなく、資本コスト以上の ROE、株主資価値向上を実現するための具体的な計画を策定・実行する、また②貴社出身の取締役を減らし、少数株主の利益を保護できるガバナンス体制を構築する、さらに③貴社が保有する大阪製鐵株式の持分を減らすなどが選択肢となります。

2. 大阪製鐵が非上場となる場合

大阪製鐵は、不特定多数の株主が存在する上場企業で貴社が発行済株式の 60%超を保有していますが、当然ながら、貴社とは利益の方向性が必ずしも一致しない少数株主が存在しており、長年にわたり利益相反が発生していると考えています。そのため、貴社が大阪製鐵を完全子会社化又は吸収合併すれば、これまで通り日本製鉄グループの利益を享受し、かつ他の株主の不利益となることを回避することができます。

貴社による US スチールの買収は、US スチール側の意向により完全子会社化しか選択肢になかったと伺いました。米国企業の取締役は株主利益の確保に対する意識が高いため、買収者が過半の持分を取得し支配権を持ちながら上場を維持することは、既存株主や買収後の少数株主の利益確保が困難であると判断された側面もあるのではないのでしょうか。

<結論>

大きく分けて 2 つの選択肢があるものの、弊社としては、大阪製鐵のこれまでの経営判断及び対話状況を鑑みるに、貴社が大阪製鐵を完全子会社化又は吸収合併することの方が、上記の問題を解決するために適切な方策であると考えています。

また、貴社も経営戦略についていろいろな課題を抱えている状況と存じますが、本件について弊社が大阪製鐵の株主として貴社と意見交換等をさせていただくことは非常に有意義であると考えています。先般、弊社からは貴社の担当取締役の方との面談を依頼させていただきましたが、残念ながら IR 室様との面談しか実現しておりません。担当取締役の方との面談についても、再考いただければ幸いに存じます。

以上