

日本製鉄の企業価値最大化に向けて

2025年6月10日



エグゼクティブ・サマリー	3
日本製鉄の課題	5
今後の資本配分による不可逆的な企業価値毀損のリスク	14
今後の資本配分による不可逆的な企業価値毀損の防止に向けた議決権行使方針	26
免責事項	30

エグゼクティブ・サマリー (1/2)

日本製鉄の課題

- 日本製鉄はPBR1倍割れが常態化し、現在はPBR0.5倍に甘んじている状況にあります
 - 過去5年間、PBRが1倍を上回ったことは一度もない
- また、日本製鉄には、多くの上場子会社の保有により、深刻なコングロマリットディスカウントが付されている状況にあります
 - 上場子会社を除く事業の価値はEV/EBITDA 3倍前後と極めて低く評価されている状況
 - 競合は5-6倍程度で評価されていることからしても、多大なコングロマリットディスカウントが付されていることは明白
- しかし、日本製鉄は、上場子会社について自社がベストオーナーであるか定量的な説明を行わず、コングロマリット・ディスカウントを不合理に放置しています
 - コングロマリット・ディスカウントの要因となっている上場子会社の内、NSSOLが大部分を占める
 - しかし、日本製鉄は、NSSOLについて自社がベストオーナーであるか定量的な説明を行っていない
- コングロマリット・ディスカウントの不合理な放置は、各事業に対する資本配分の不備を意味しており、日本製鉄の資本規律についての懸念を持たざるを得ません
 - 実際に、株主はUSスチール買収、脱炭素投資における資本規律や、子会社・持分法株式に関わる資本配分への問題意識を示している
- 資本規律・資本配分への不備、及びその結果として生じているコングロマリット・ディスカウントの放置が一因となり、日本を代表するTOPIX CORE30の企業群と比較して、過去の株価リターンは最低水準となっています

今後の資本配分による不可逆的な企業価値毀損のリスク

- 今後、日本製鉄は時価総額をはるかに超える10兆円規模の投資を行うことが想定されますが、資本規律・資本配分への懸念が存在する中で、このような巨大な投資を闇雲に実施することは不可逆的かつ深刻な企業価値の毀損を懸念させます

USスチールの買収

- 資本規律・資本配分への懸念を抱える中で、2023年12月、日本製鉄はUSスチールを約2兆円の巨額で買収することを公表
- 2025年5月には、米国政府の要請を受け、買収後に新たに約2兆円規模の追加投資を計画していることが報じられ、資本規律の機能不全に対する懸念が一層強まっている
- USスチールへの投資は時価総額を超える規模に達しつつあり、価値破壊的な投資となって、企業価値の深刻な毀損を引き起こすリスクへの懸念が高まっている
- 加えて、日本製鉄は経営に関する重要な意思決定権限を米国政府に付与する可能性があり、有事の際に機動的な構造改革を実施できない等、企業価値毀損リスクが一層増大
- そのような中で、USスチール買収が資本コストを十分に上回る投資対効果を生み出すのかについて定量的な説明すら行っていない状況

脱炭素投資

- 脱炭素投資についても、従来4~5兆円としていた設備投資額がさらに拡大する見込みが示されましたが、脱炭素投資の投資対効果については、想定値はおろか、目標値についても開示はなされていない
- そのため、脱炭素投資についても、企業価値を著しく毀損するリスクへの懸念をいただかざるを得ない状況

- 当社は資本規律・資本配分への懸念の解消に向け、NSSOLのマーケットチェックを実施することもしくは、USスチール買収に関して株主総会に付議し、株主の信認を得ることを要望しましたが、マーケットチェックについては明確な回答をせず、株主意思の確認については拒絶しており、不可逆的な企業価値毀損リスクを抱える巨額の買収に突き進もうとしています

エグゼクティブ・サマリー (2/2)

今後の資本配分による不可逆的な企業価値毀損の防止に向けた議決権行使方針

- 当社は、社長である今井氏、及び財務IR担当の森氏に対して反対の議決権行使を推奨します



今井 正 氏

代表取締役社長 兼 COO

理由

- 資本規律・資本配分の懸念を放置し、今後の資本配分について株主への説明責任を果たさず企業価値の不可逆的な毀損の懸念を生じさせている責任は、社長である今井氏にある



森 高弘 氏

代表取締役副会長 兼 副社長

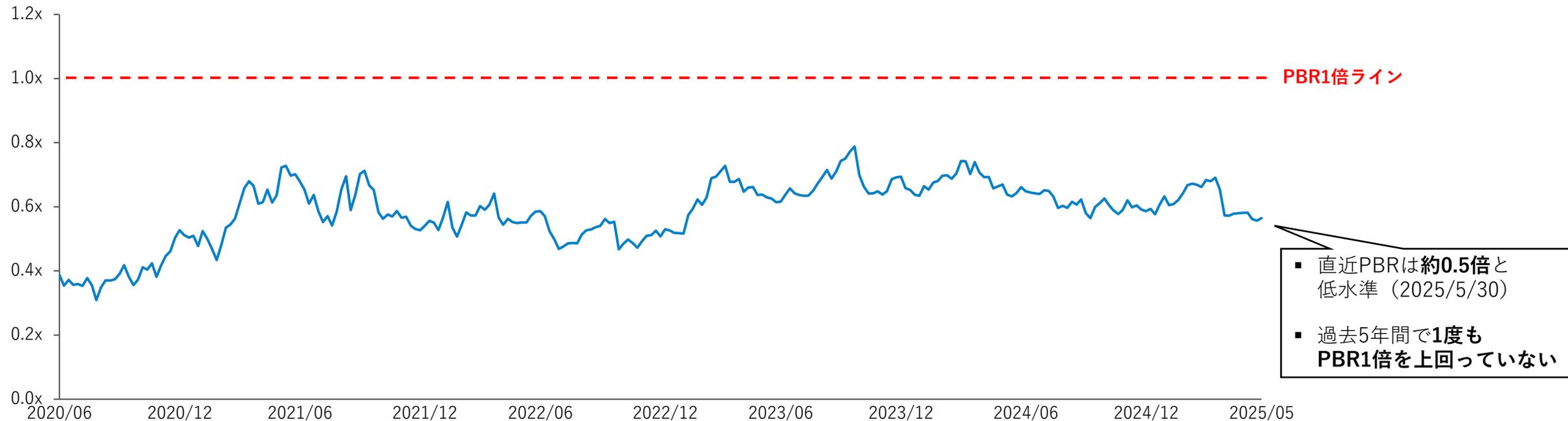
理由

- 資本規律・資本配分の懸念を強く認識せず、資本配分に対する株主への説明責任を放棄している点については、財務IR担当である森氏にその責任がある

日本製鉄の課題

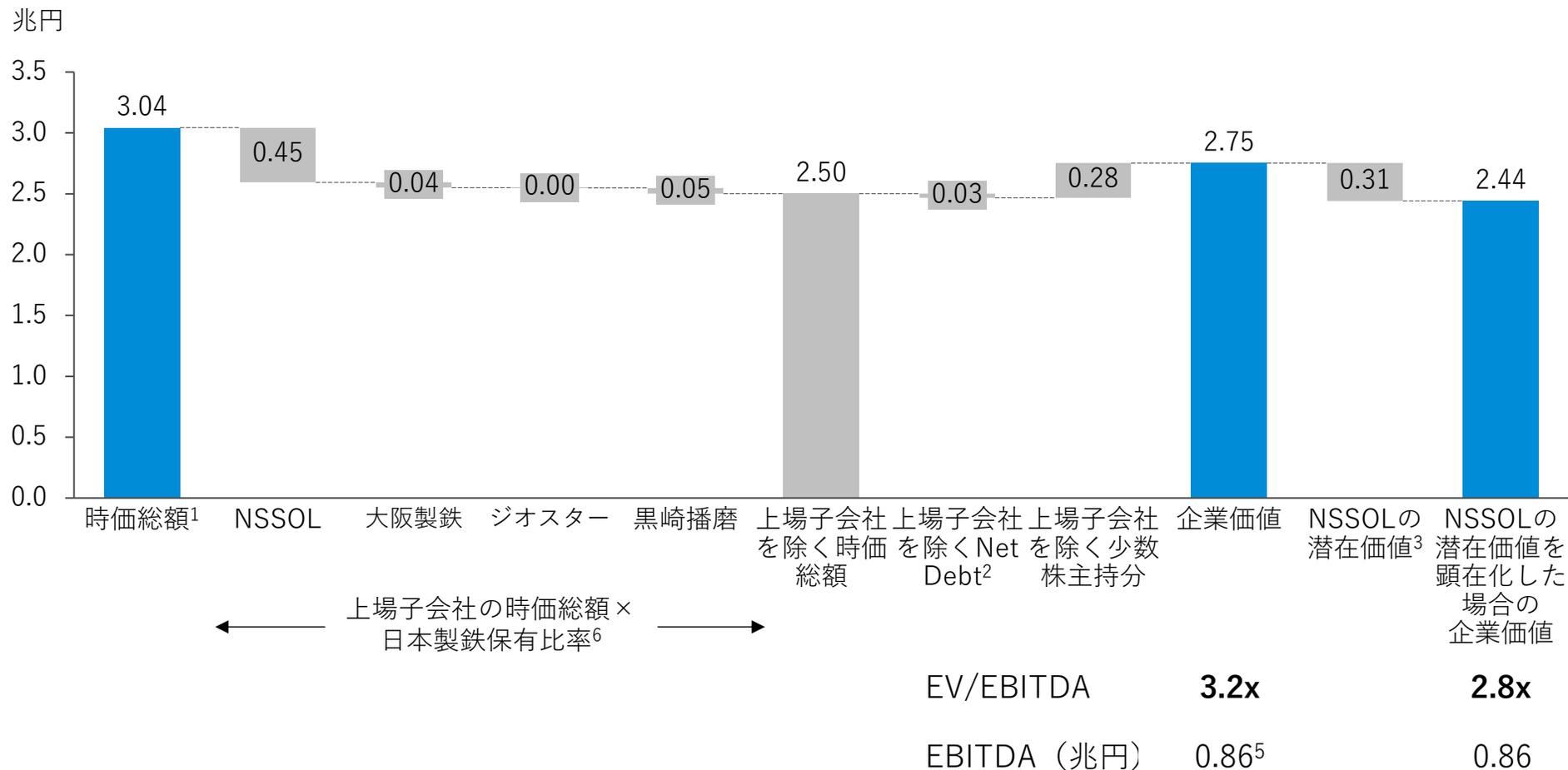
日本製鉄はPBR 1 倍割れが常態化し、現在はPBR0.5倍に甘んじている状況です

日本製鉄の過去 5 年間のPBR推移



日本製鉄には、多くの上場子会社の保有により、 深刻なコングロマリットディスカウントが付されている状況にあります

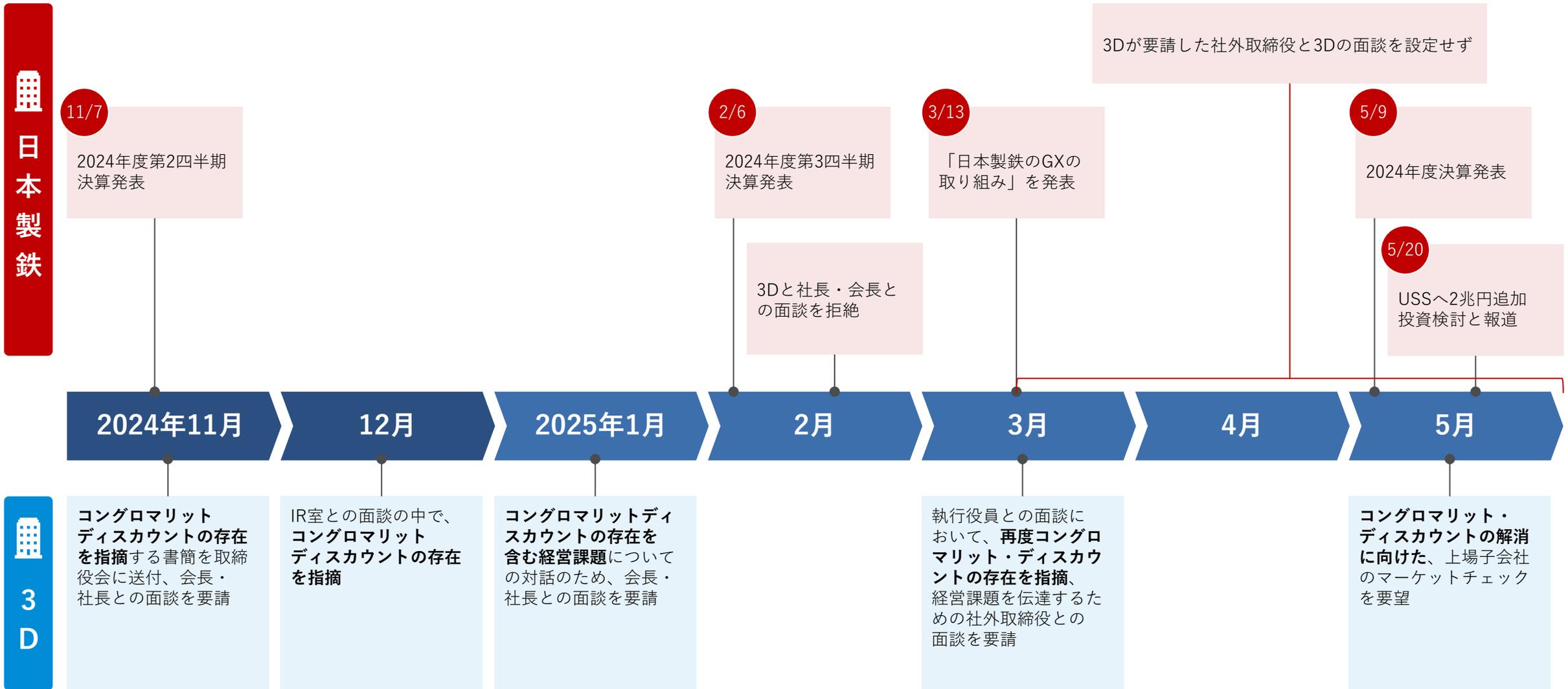
日本製鉄本体の評価は極めて低く、深刻なディスカウントが付されている状況



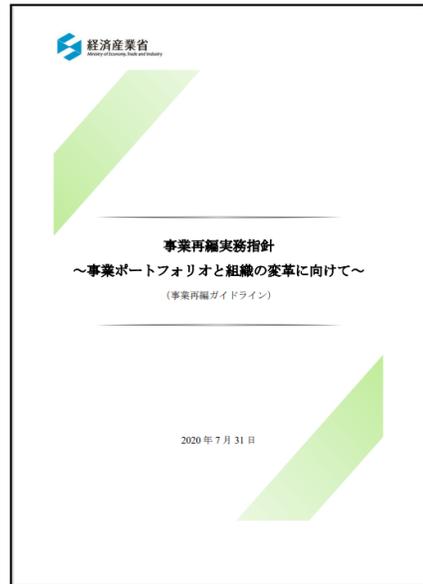
- 上場子会社を除く事業の価値はEV/EBITDAが3倍前後と極めて低く評価されている状況
- 競合は5-6倍程度⁴で評価されていることからしても、多大なコングロマリットディスカウントが付されていることは明白

出典: Bloomberg
 注: [1]2025年5月末時点; [2]FY2025/3決算短信、持分法株式を現金同等物として加算; [3]NSSOLの売却時の潜在株式価値として、富士ソフトのM&A事例から少なくとも1.2兆円程度の株式価値が付されると想定; [4]JFE、神戸製鋼、アルセロールミタル、ポスコを参照; [5]全社EBITDA-上場子会社EBITDAで算出。全社EBITDAは売上総利益-販管費+減価償却費(営業利益+減価償却費とは一致しない)で算出。上場子会社のEBITDAの算出の際、IFRSを採用しているNSSOLについては日本会計基準に調整を実施; [6]大阪製鉄の保有比率は大阪製鉄の自己株式取得応募時の日本製鉄プレスリリースより56.1%と想定、その他の上場子会社についてはFY24/3期有報の数値を使用

当社は、日本製鉄に対して、コングロマリットディスカウントの存在について説明を行ってきました



コングロマリット・ディスカウントの解消に向けては、自社がベストオーナーかどうかの観点から事業ポートフォリオの見直しが行われるべきです



“それぞれの事業のポテンシャルを最大限発揮させるため、**祖業やかつての本業も含めて聖域を設けずに**、常に将来志向で、自社がベストオーナーかどうかという観点から、柔軟かつ大胆に取り組むことが重要”

“仮に一定以上の利益を上げ、**資本収益性が資本コストを上回っているとしても**、同業他社との比較において、又は自社の今後の経営戦略に照らして、**自社が「ベストオーナー」とはいえなくなった場合には、早期の売却によりキャッシュ化して、自社が競争優位性を有する分野への成長投資に振り向けていくという発想が望まれる”**

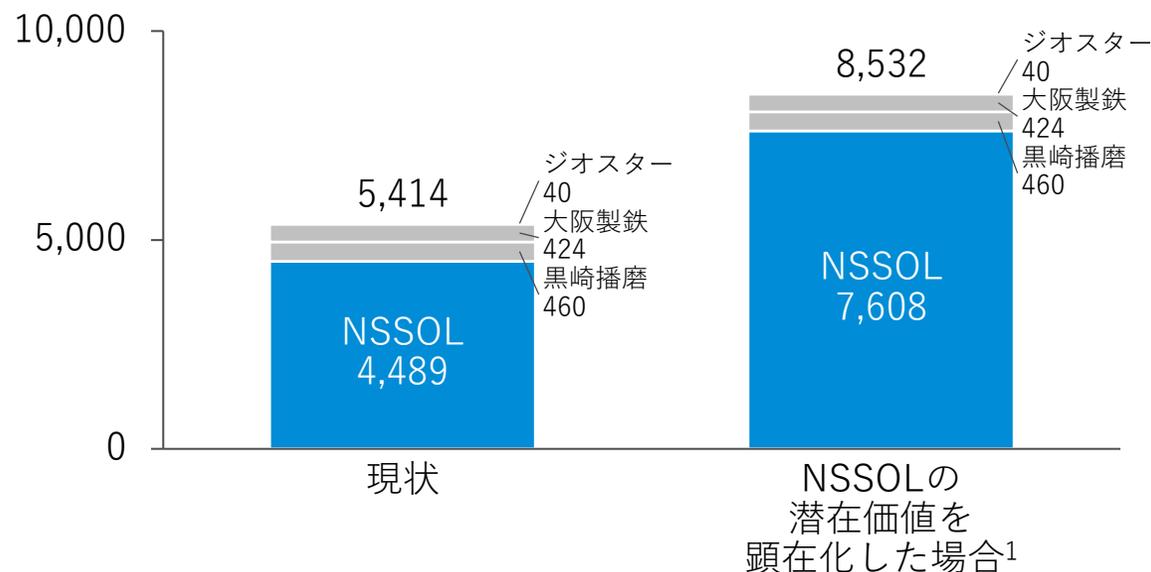
“仮に資本コストを上回る**資本収益性が確保されている場合であっても**、各事業を有することが自社の中長期的な経営戦略に合致するかという観点から、**事業ポートフォリオについて検討を行うことが必要である”**

事業再編実務指針

しかし、日本製鉄は、上場子会社について自社がベストオーナーであるか定量的な説明を行わず、 コングロマリット・ディスカウントを不合理に放置しています

コングロマリット・ディスカウントの要因となっている
 上場子会社のうち、NSSOLが価値の大部分を占める

日本製鉄に帰属する
 時価総額（億円）



しかし、日本製鉄は、NSSOLについて
 自社がベストオーナーであるか定量的な説明を行っていない

- コーポレート・ガバナンス報告書において、NSSOLの保有意義について示されているが、定量的な説明は一切なされていない
- その他の日本製鉄の開示資料においても、NSSOLの保有意義について定量的な説明がなされているものは見受けられない

“製鉄事業におけるコンピュータシステムは、受注・生産・出荷・品質管理等、事業活動全般を支え、多様なデータを活用するための重要な基盤であり、同社を子会社としてノウハウの蓄積や人材供給の継続性を担保することは、鉄鋼業において当社が差別化を図り、競争力を維持するために不可欠です。また、同社による高度ITの製鉄事業への実装及びDX推進は当社との間に大きなシナジーを生み出しています。さらには、製鉄事業で培った実績や技術を、当社グループ会社へ展開するとともに外部顧客への各種サービス提供に活用するなど、同社を子会社として事業運営することが、同社及び当社グループの価値最大化に資するものと考えています”

日本製鉄 コーポレート・ガバナンス報告書

コングロマリットディスカウントの不合理な放置は、各事業に対する資本配分の不備を意味しており、
 日本製鉄の資本規律についての懸念を持たざるを得ません

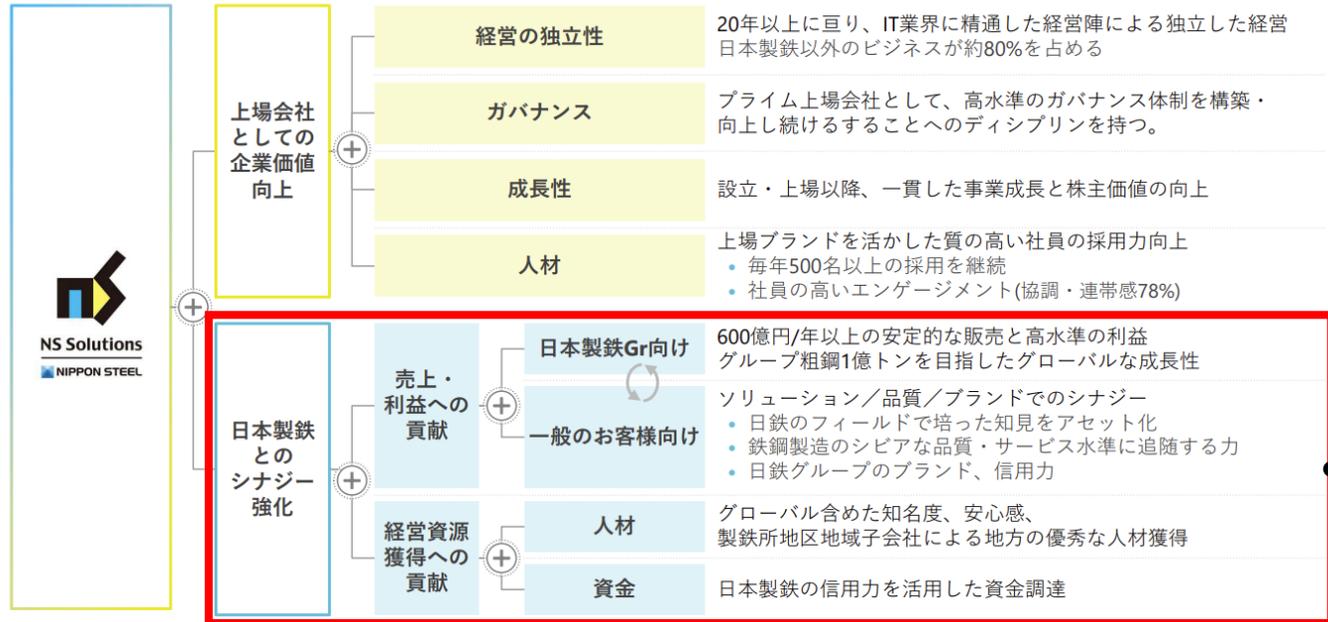
出典: Bloomberg

注: [1] NSSOLの売却時の潜在株式価値として、富士ソフトのM&A事例から少なくとも全社で1.2兆円が付されると想定 (EV/EBITDA 20x相当)

(ご参考) NSSOLの開示資料においても、日本製鉄がベストオーナーであるかについて、定量的な説明はなされておりません

2025年2月28日付 日鉄ソリューションズ 2025-2027 中期経営計画

企業価値の向上と日本製鉄とのシナジーの強化（親子上場メリットの活用）



合理的な根拠の提示に乏しい点

- 定性的なシナジーが列挙されているのみであり、定量的な説明については、「年間600億円以上の安定的な販売」以外には一切言及されていない
- 日本製鉄が親会社であることによるディスシナジーについても、全く触れられていない
- 日本製鉄がベストオーナーであるか否かの判断には、他のオーナーの下で実現可能な企業価値との比較検証が必要であるにもかかわらず、そのような比較検討が行われた形跡は見受けられない

実際に、株主はUSスチール買収、脱炭素投資における資本規律や、子会社・持分法株式に関わる資本配分への問題意識を示しています

当社が行った、バイサイド及びセルサイドアナリストの方々へのヒアリング結果（会社宛資料より抜粋）

“脱炭素投資の目安が見えず、技術的な面での実現性もわからない。投資に対して価値が生まれない懸念を市場が織り込んでいる可能性がある”

D社 バイサイド・アナリスト

“製鉄事業の持続可能性。脱炭素投資を行っていくとして、それがきちんと利益を生めるのかというところに不透明感がある”

F社 バイサイド・アナリスト

“NSSOLなどの子会社のディスカウントは売却すれば解消する。日鉄の企業価値が最大化するのであれば子会社から外していく必要がある”

D社 バイサイド・アナリスト

“特に成長戦略もなく原料の供給先というだけで持分法株式として持っているところも多い。トヨタみたいに資本関係の見直しをやっていくべきではないか”

G社 バイサイド・アナリスト

“脱炭素投資を推進するにあたって、資本規律を備えるため、財務に関するスキルを持つ人が必要”

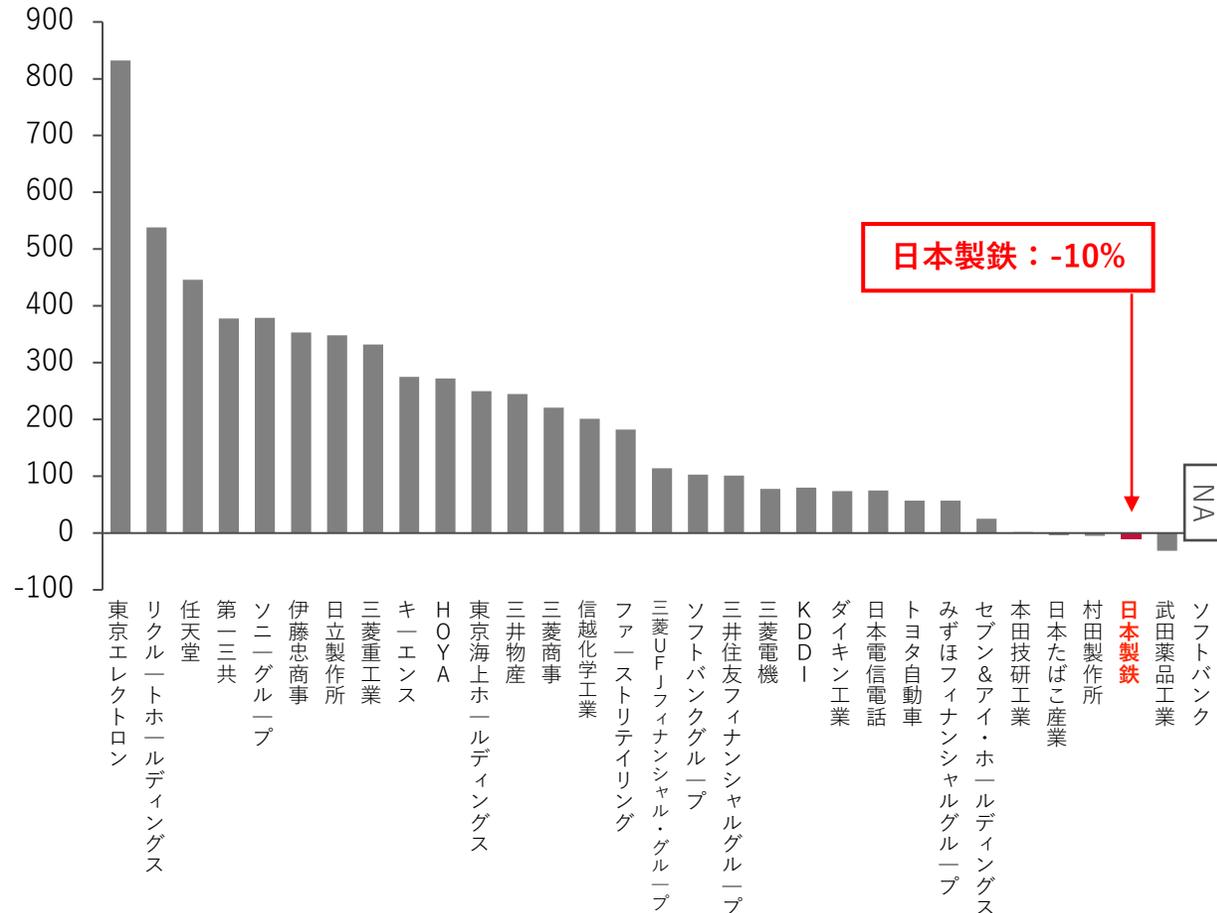
E社 バイサイド・アナリスト

“USS買収がポジティブであるのか不透明。具体的なシナジーについて言及せず、多大な買収金額に値する買収案件であるのか、マーケットからはよく見えない”

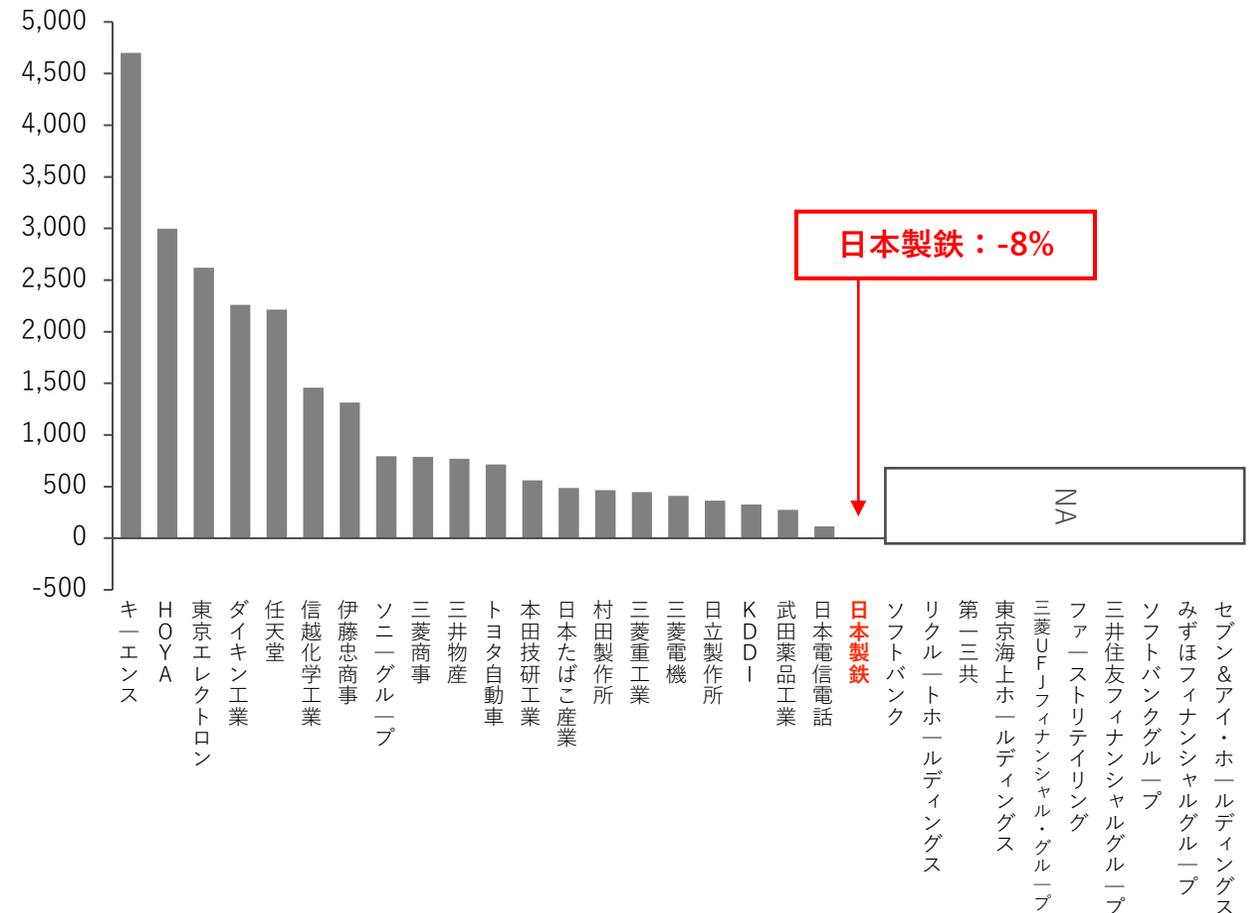
H社 セルサイド・アナリスト

資本規律・資本配分への不備、及びその結果として生じているコングロマリット・ディスカウントの放置が一因となり、日本を代表するTOPIX CORE30の企業群と比較して、過去の株価リターンは最低水準となっています

TOPIXコア30構成銘柄と日本製鉄の過去10年間の株価騰落率



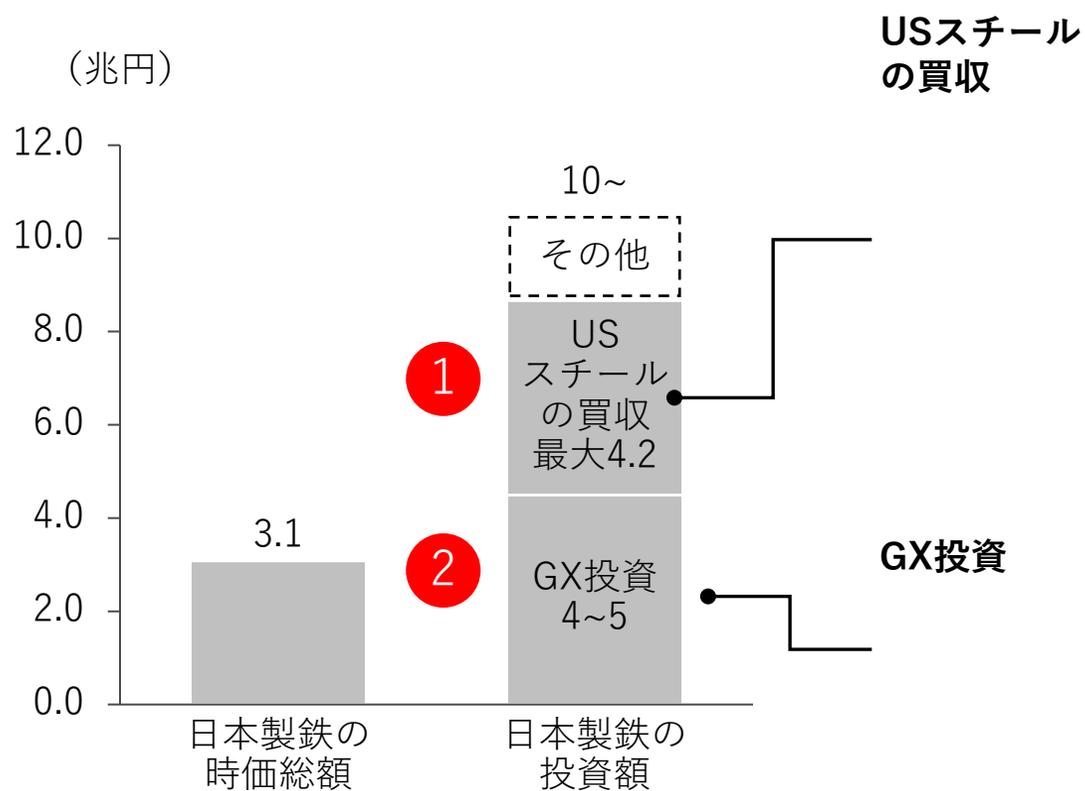
TOPIXコア30構成銘柄と日本製鉄の過去30年間の株価騰落率



出典：Bloomberg
注：株価騰落率の集計期間は「2015/5/22-2025/5/23」と「1995/5/23-2025/5/23」

今後の資本配分による不可逆的な企業価値毀損のリスク

今後、日本製鉄は時価総額をはるかに超える10兆円規模の投資を行うことが想定されます



- 4.2兆円の投資額は、USスチールの買収金額（2.1兆円）とUSスチールに対する追加投資（2.1兆円）の合計
- 時価総額を上回るほどの巨額投資は不可逆的に企業価値を毀損する価値破壊的な投資になる可能性がある
- 更に、経営の自由度の低さから、有事の際に機動的な構造改革を実施できない可能性があり、企業価値毀損リスクが一層増大している状況
- USスチールの買収が資本コストを十分に上回る投資対効果を生み出すかについて、日本製鉄からの説明はなされていない
- 4~5兆円の投資額は、日鉄の脱炭素化に必要な投資額の合計
- 直近の開示資料では当初想定より投資額が拡大する見通しを表明
- 脱炭素投資の投資対効果については、想定値はおろか、目標値についても開示はなされていない

資本規律・資本配分への懸念が存在する中で、このような巨大な投資を闇雲に実施することは不可逆的かつ深刻な企業価値の毀損を懸念させます

1 資本規律・資本配分への懸念を抱える中で、2023年12月、日本製鉄はUSスチールを約2兆円の巨額で買収することを公表しました

2023年12月18日「米国 United States Steel Corporation の買収について」



2023年12月18日

各位

会社名 日本製鉄株式会社
 代表者名 代表取締役社長 橋本 英二
 (コード番号 5401 東証プライム、名証、福証、札証)
 問合せ先 総務部広報センター
 (TEL. 03-6867-2135, 2146, 2977, 3419)

米国 United States Steel Corporation の買収について

日本製鉄株式会社（以下「当社」といいます。）は、2023年11月30日、12月15日及び12月18日開催の取締役会の決議により委任を受けた代表取締役により、本日（日本時間）、当社の米国子会社である NIPPON STEEL NORTH AMERICA, INC.（以下「NSNA」といいます。）を通じ、米国の高炉・電炉一貫の鉄鋼メーカーである United States Steel Corporation（以下「U. S. Steel」といいます。）を買収すること（以下「本買収」といいます。）、及び U. S. Steel との間で本買収に関する合併契約を締結することを決定致しましたので、下記の通り、お知らせ致します。

なお、当社及び U. S. Steel は、本日、別紙の通り、共同ステートメントをリリースしております。

記

1. 本買収の概要・方法

本買収は、NSNA が本買収のために設立した子会社である 2023 Merger Subsidiary, Inc. と U. S. Steel とを合併する方法（逆三角合併）により実行致します。具体的には、当該合併により、U. S. Steel の発行済株式が合併対価（1株当たり55米ドル）を受領することができる権利に転換されて消滅し、それと同時に、NSNA が保有していた 2023 Merger Subsidiary, Inc. の発行済株式が U. S. Steel の株式に転換されることにより、U. S. Steel は当社の完全子会社となります。なお、本買収の実行は、U. S. Steel の株主総会において承認が得られること、関係当局の承認等が得られること、その他合併契約に定める前提条件が満たされることを条件としております。

合意した取得価格は U. S. Steel 株式の 2023 年 12 月 15 日の終値（39.33 米ドル/株）に対して 40% のプレミアムを加えた価格となります。

本買収を実行するための資金調達につきましては、主として主要取引銀行からの借入金で対応する予定であり、資金の手当てを確保しております。本買収の実行後、当社株主や財務健全性への影響も考慮した上で、当社経営・財務状況、市場動向などを勘案しながら、必要に応じて、資本構成を評価し、最適な資金調達手段を検討

子会社化スキーム

本取引スキーム



U.S. Steel 株主
合併対価（全額現金）

合併
U.S. Steel
合併
U.S. Steel
合併
U.S. Steel

合併
存続会社
合併
消滅会社

本取引完了後



非上場
会社

U.S. Steel 株価

\$/株
買収対価 55\$/株



2023.8.13
Cleveland cliffsの
U.S. Steel買収提案が
公開化

前営業日株価（12/15）39.33\$/株に対する
プレミアム40%

買収対価：55\$/株
買収総額：14,126百万\$（約20,100億円） 負債含む企業価値14,868百万\$（約21,200億円）
 買収資金は日本国内の金融機関よりコミットメントレターを受領済み

スケジュール

2023年12月18日 合併契約締結
 2024年3月ごろ U.S. Steel社株主総会
 関係当局の許認可取得次第、クロージング（2024年（暦年）第2又は第3四半期）



© 2023 NIPPON STEEL CORPORATION All Rights Reserved.

1 さらに2025年5月には、米国政府の要請を受け、買収後に新たに約2兆円規模の追加投資を計画していることが報じられ、資本規律の機能不全に対する懸念が一層強まっております

日本製鉄がUSスチールに対して140億ドル（約2.1兆円）の投資を計画しているとロイターが報道

巨額の投資計画は、米国政府の要請に沿って策定された側面が強く、資本規律の機能不全が懸念される



■ 買収公表時の追加投資コミットメントは14億ドルにとどまっていた

“日本製鉄は、本買収が完了したのち、USスチールが現行の労働協約から140%増しとなる14億ドルの追加投資を行うとともに、本買収に起因するレイオフ及び工場閉鎖を行わないことなどをUSWにコミットします”

2024年3月15日、日本製鉄「USスチールの買収に関するステイトメント」

■ 2025年5月に公表された140億ドルの新たな投資計画は、当初の計画を大幅に上回る巨額の設備投資の追加を意味する

■ 巨額の設備投資の追加は、米国政府の要請に沿って策定された側面が強いと想定され、自律的な投資判断の欠如を懸念させる

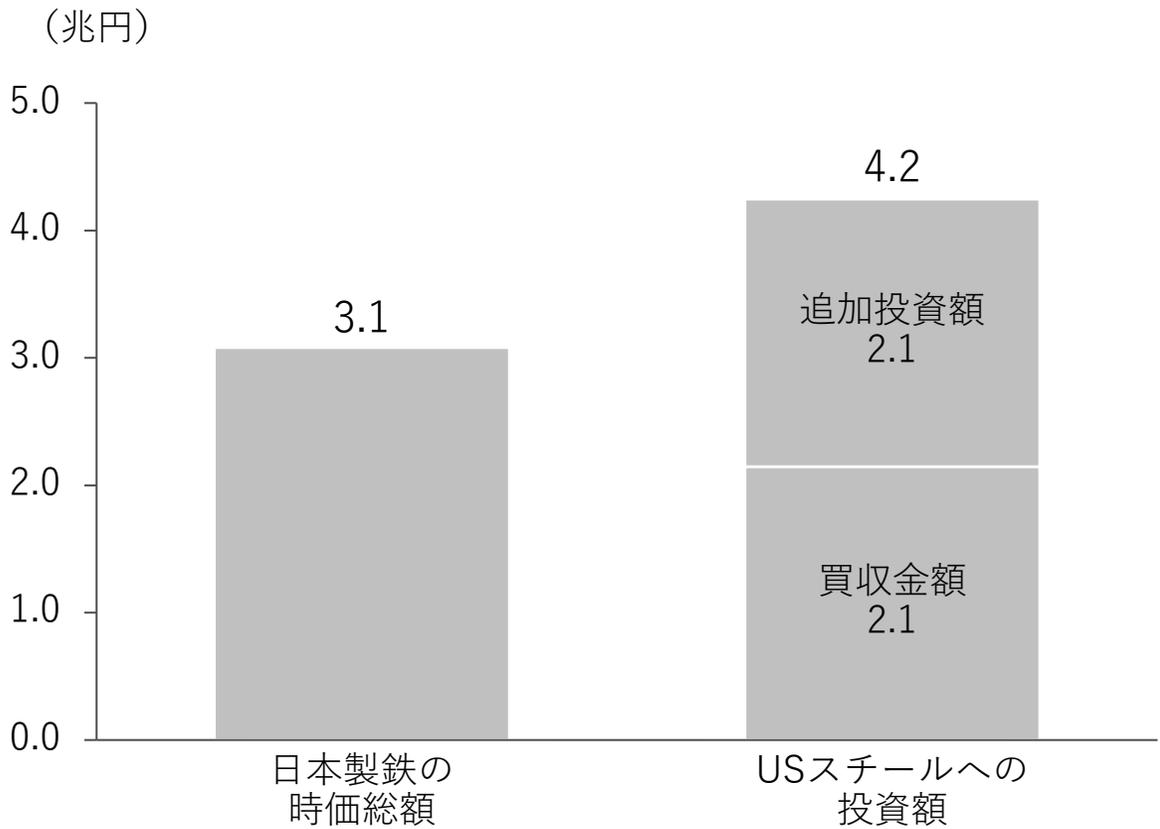
“数十億ドルの新規投資がトランプ米大統領を説得するのに十分かどうかは不明だが、2人の関係筋によるとトランプ政権が投資の増額を求めた。”

2025年5月20日、ロイター
「日鉄、USスチールに140億ドルの投資計画 米政権が買収承認なら」

1

USスチールへの投資は時価総額を超える規模に達しつつあり、価値破壊的な投資となって、企業価値の深刻な毀損を引き起こすリスクへの懸念が高まっております

日本製鉄によるUSスチールへの総投資額は最大289億ドル（約4.2兆円）に上ると想定され、日本製鉄の時価総額（約3.1兆円）を上回る



時価総額を上回るほどの巨額投資を実行するということは、企業価値を毀損する価値破壊的な投資になるリスクが高い

■ ROIC < 資本コストの投資は、価値破壊的な投資

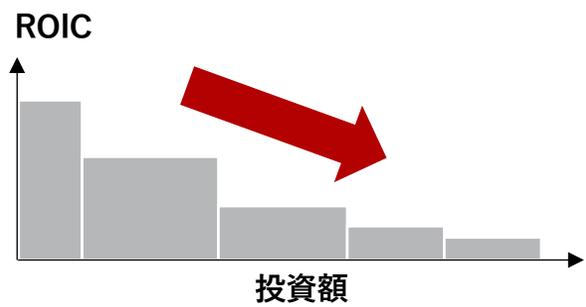
“すなわち、価値創造的な (ROIC > WACC) 投資を行って成長すれば企業価値は高まるが、価値破壊的な (ROIC < WACC) 投資を行って成長しても企業価値は低下する”

田村俊夫「第3回事業再編研究会 意見書」(第3回事業再編研究会) 11頁

■ 巨額な投資は、ROIC < 資本コストとなるリスクが高い

ROICが低下する要因

- ROICが高い投資機会から優先的に投資を行うことを前提とした場合、投資規模の拡大に伴って、ROICは必然的に低下



資本コストが増加する要因

- 財務健全性を損なう過大な投資は、負債コストの増加に寄与
 - S&Pは日鉄の格付け格下げを示唆

“ (S&Pは) 負債中心の資金調達で買収した場合、最終的に1~2段階下げる可能性があるとしてきた。今回、追加投資での財務負荷増が確実になれば格下げは2段階にとどまらない可能性があるとした”

2025年5月26日 日経新聞

出典: 日本製鉄「米国 United States Steel Corporation の買収について」; ロイター「日鉄、USスチールに140億ドルの投資計画 米政権が買収承認なら」; 田村俊夫「第3回事業再編研究会 意見書」(第3回事業再編研究会) 11頁; 日経新聞
注: USスチールの買収金額は、負債を含む企業価値ベースの金額; USスチールへの投資額は1ドル144円の為替レートで試算; 日本製鉄の時価総額は2025年5月時点

1 加えて、日本製鉄は経営に関する重要な意思決定権限を米国政府に付与する可能性があり、有事の際に機動的な構造改革を実施できない等、企業価値毀損リスクが一層増大しております

日本製鉄は、米国政府に対して、取締役選解任と米国の生産能力削減を拒否できる権限を付与する可能性がある

- 日本製鉄は、1株で**経営上の重要な意思決定事項に対して拒否権を行使できる”黄金株”**を米国政府に付与する案が浮上
- 拒否権の対象は「**取締役の選解任**」と「**米国の生産能力削減**」

“日本製鉄による米鉄鋼大手USスチールの買収で、同社の「黄金株」を米政府に付与する案が浮上している。（中略）黄金株（拒否権付き種類株式）は1株でも取締役の選任・解任や株主総会決議を拒否できるなど、通常の議決権よりも強い権限を持つ”

日経新聞「日鉄検討の黄金株、米政府に拒否権付与 識者「象徴的な意味合い」」（25/5/28）

“マコーミック議員はCNBCのインタビューで「米国人最高経営責任者（CEO）、米国人が過半数を占める取締役会、そして黄金株が設けられる。基本的に、複数の取締役会メンバーについて米政府の承認が必要となり、それによって米国の生産レベルが削減されないことなどを確保できるようになる」と述べた”

ロイター「日鉄のUSスチール買収、「黄金株」が米政府の合意条件＝米上院議員」（25/5/28）

有事の際に、日本製鉄が構造改革を打ち出した場合、米国政府は拒否権を行使する可能性がある

- 経営判断の誤りや市況環境の悪化等により業績が低迷した場合、企業価値の維持・向上を図るためには、**以下のような構造改革を迅速に実施することが必要**
 - 低パフォーマンスの取締役の解任
 - 需要に即した生産能力の削減
- 日本製鉄は「**取締役の過半数は米国人**」と「**主要拠点の生産能力を今後10年維持**」を米国政府にコミットしているため、構造改革を打ち出した場合、米国政府は拒否権を行使する可能性がある

“本買収完了後のUSスチールの取締役の過半数は米国籍とし、そのうち3名の独立取締役はCIFUSが承認すること、CEOやCFO等の重要職位は米国籍とすること、（中略）、ペンシルベニア州、アーカンソー州、アラバマ州、インディアナ州、テキサス州にあるUSスチールの拠点の**生産能力をCFIUSの承認なく10年間削減しないこと**、（中略）、を自主的に約束しました”

日本製鉄「米国政府による不適法なUSスチール買収禁止命令に反対する共同声明 ～日本製鉄とUSスチールは法的権利を守るためのあらゆる措置を検討中～」（25/1/3）

1 実際に、USスチール買収に伴う企業価値の毀損リスクについては、様々なアナリスト・メディアから懸念が示されております

巨額投資の投資対効果の不明瞭さへの懸念

野村では、当社がUSSを買収した場合には、27.3~30.3期の4年間で合計8,800億円の設備投資をUSS向けの実施することを想定している。今回、報道された金額は野村の試算も上回る。投資効果の詳細説明がない場合には株式市場ではネガティブに受け止められる可能性が高い。”

野村アナリストレポート
「USスチール関連で追加投資の報道」(25/05/20)

“買収の枠組みが不明なうえ、初期買収費用に加え、5月19日(日本時間)にロイターが報じた「最大140億ドルの投資」を加えると総買収費用はトン1,485ドル。通常(1,000ドル未満)よりも割高と評価されるだろう。”

SMBC日興アナリストレポート
「枠組みは不明だが、
トランプ大統領が U.S.Steel 買収を承認」

“市場からみた重要な点も、報じられてきた「買収可否」や「投資金額」そのものではなく、それを活用する「US Steelを含めた日本製鉄の新成長戦略」であり「投資リターン」の見積もりが株主価値拡大に合うかどうか、にシフトしよう”

UBSアナリストレポート
「日本製鉄 "大統領演説、今後のポイントは投資リターンにシフト"」(25/06/02)

財務体質の悪化への懸念

“いずれにしても、多額の出資に加えて設備投資が必要となるため、同社の財務体質は一時的に悪化し、増資の可能性が高まるだろう。”

SMBC日興アナリストレポート
「U.S.Steel の買収計画で米政府による黄金株保有との報道」(25/05/27)

“S&Pはこれまで、買収が進み、主に負債で資金調達される場合には、日本製鉄の格付けを1~2ノッチ引き下げる可能性があるとして述べてきました。しかし今回、短期間で多額の財務負担を負うことが確実となれば、格下げ幅が2ノッチにとどまらない可能性もあるとS&Pは考えています。”

S&Pグローバルレーティング記事
“Bulletin: Nippon Steel Finances Face Greater Pressure With Additional U.S. Steel Investment” (25/05/26)

経営の自由度低下による企業価値毀損リスク増大への懸念

“過半の出資が可能となっても政府に議決権がある場合、経営の自由度が狭まるリスクがあると思われ、手放しでは喜ばない内容との印象だ。特に、市場環境の悪化に対応した構造改革等が困難と思われる”

SMBC日興アナリストレポート
「U.S.Steel の買収計画で米政府による黄金株保有との報道」(25/05/27)

“一方で、日鉄によるUSスチール買収後も米政府が大きな影響力を持つことを危惧する声もある。スティーブン・ギブズ米国弁護士は「米国政府が取締役会の過半数を指名したり、米国内での生産量や従業員数にも影響力を及ぼしたりすることも考えられる」と懸念する。”

日経新聞「日鉄検討の黄金株、米政府に拒否権付与 識者「象徴的な意味合い」」(25/05/28)

1 そのような中で、USスチール買収が資本コストを十分に上回る投資対効果を生み出すのかについて 定量的な説明すら行っていない状況にあります

USスチールの買収の投資対効果については、定量的な説明は過去一度もなされていない

■ USスチールの収益貢献額は、一年以上前に、質疑応答の中のみで 1,500億円と言及

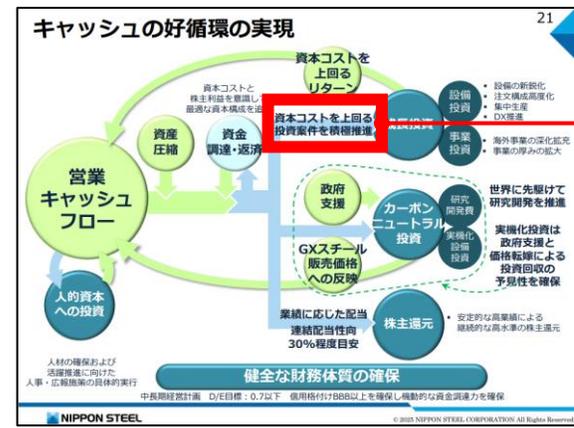
“U.S.Steel買収は、1,500億円程度の収益が付加される収益投資”
2023年度第3四半期決算説明会（2024年2月7日開催）質疑要旨

■ しかし、買収に伴う投資対効果についての説明は一度もなされておらず、投資リターンに直接影響を及ぼす事業再編損失が公表された際にも、定量的な影響についての言及は一切なかった

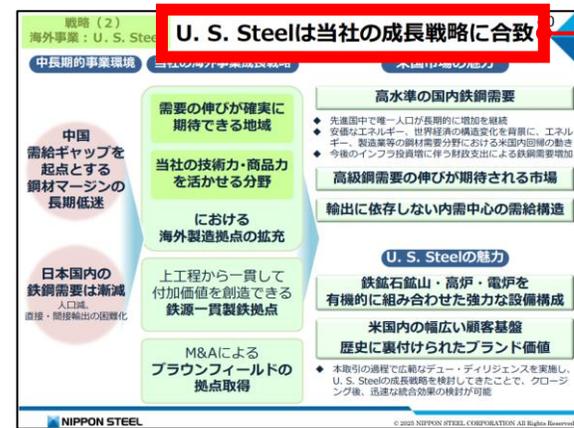
“日本製鉄 (5401.T), opens new tabの橋本英二社長は19日、前日発表した米鉄鋼大手U S スチール(X.N), opens new tabの買収について会見し、「十分な経済合理性がありとして臨んでいる」と述べた。買収額約2兆円は割高ではないかとの指摘が出ていることに答えた。相乗効果や利益貢献についても問われたが、コメントを控えた”
ロイター 「U S スチールの2兆円買収、「十分な経済合理性」と日鉄社長」 (23/12/19)

“なお、この金額の損失¹を踏まえても、U. S. Steel 買収の経済性を担保できる範囲に収まっていると考える。”
U.S.Steel 買収の実現に向けたAM/NS Calvertの持分譲渡に関するIR説明会（2024年10月11日開催）質疑要旨

直近の2024年度本決算においても、USS買収における定量的な投資対効果に関する説明はされていない



■ 資本コストを上回る投資案件を積極推進と掲げているが…



■ …USスチールの買収については、定性的な成長戦略との整合性を強調した説明を実施

2 脱炭素投資についても、従来4~5兆円としていた設備投資額がさらに拡大する見込みが示されました

当初、GXに伴う設備投資は4~5兆円と試算（2021年3月時点）

しかし、2025年3月に公開された「日本製鉄のGXの取組み」では、設備投資額が拡大する見通しを表明

カーボンニュートラル実現への挑戦と社会との連携

当社は日本の鉄鋼業が引き続き世界をリードし日本の産業全般の競争力を維持・強化するために必須である、カーボンニュートラルの実現に向けた**超革新技術の他国に先駆け**た開発・実機化に、経営の最重要課題として果敢に挑戦

カーボンニュートラル実現に伴う3つのコストアップ

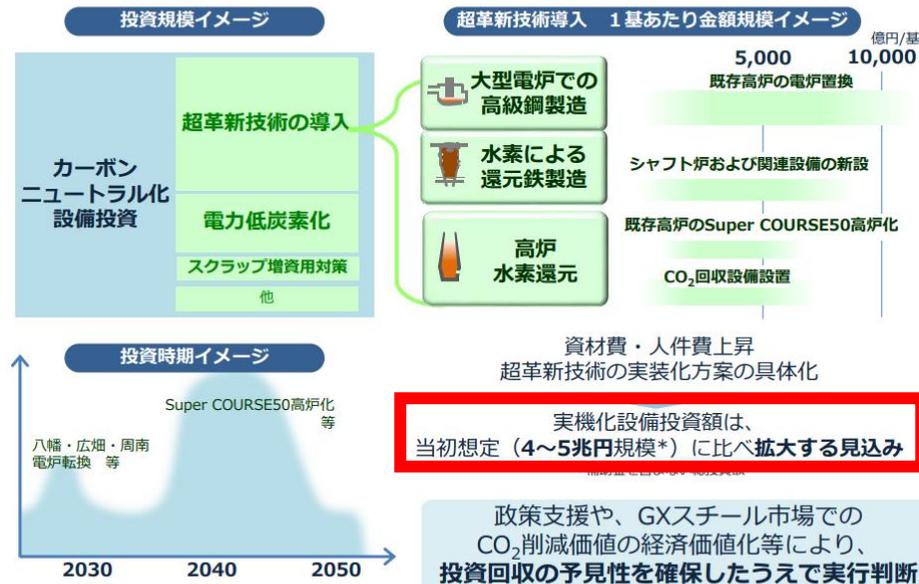
- ① 巨額の研究開発費
- ② 実機化のための巨額の設備投資
- ③ 安価なカーボンフリー水素・カーボンフリー電力が調達できた場合においても、操業コストが上昇し粗鋼の製造コストは現状の倍以上となる可能性

カーボンニュートラル実現に必要な3つの連携

- ① 「環境と成長の好循環」を実現する国家戦略
非連続的イノベーション等の研究開発に対する長期かつ継続的な政府の支援
安価安定大量の水素供給インフラ確立、国際競争力あるコストでのゼロエミ電源の実現、CCUS等の開発・実用化のための国家プロジェクト推進
- ② 国際競争におけるイコールフットイング確保、産業競争力強化、ビジネスチャンスにつながる政策の一体的実現
- ③ 社会全体でコスト負担するコンセンサスの形成
研究開発や既存設備の転換を伴う設備投資、大幅な製造コスト上昇等、カーボンニュートラル実現に伴うコストを社会全体で負担するしくみの構築



CAPEX 実機化設備投資イメージ



政府の補助金を勘案しても、巨額の設備投資となることは避けられません

2 そのような中で、脱炭素投資の投資対効果については、想定値はおろか、目標値についても開示はなされておられません

GX投資の投資対効果については、投資回収の予見性の確立に向けた定性的な課題の提起に留まっている

GX投資回収の予見性確立のカギ

57

「CO₂削減価値」の対価が支払われる健全なGXスチール市場の形成がGX投資回収予見性の確立に向けた最大課題

GXスチールのコストを「CO₂削減価値」として価格反映

- GX投資を事業として成立させるためには、増加するGXスチールのコストを対価によって回収できることが必須
- GXスチールの価格は「CO₂削減価値」に見合う適正な水準への引き上げが必要
- CO₂削減に要するコストを「CO₂削減価値」としてバリューチェーン全体、ひいては社会全体で負担し、評価される環境整備が必要

CO₂削減価値の見える化

- 顧客にとっても、GXスチールの「削減価値」が、それを活用して製造する製品の環境価値に適切に反映できる「GX価値の見える化」が必要

GXスチール購買に誘導するインセンティブ

- 他方、GXスチールは、CO₂削減価値を有するも鉄鋼製品の機能自体は不変
- 従来鋼材も併存する期間において、顧客の購買を「GXスチール」に誘導するためのインパクトあるインセンティブ・メカニズムの確立が不可欠

NIPPON STEEL

© 2025 NIPPON STEEL CORPORATION All Rights Reserved.

GX投資に関する説明会（25年3月）では、同投資の経済合理性は「未確定」と回答し、目標値すら説明していない

投資家・アナリストからの質問

“（GX投資の）今後3年間の研究開発費・設備投資・操業コスト上昇はどの程度の規模になるか。（中略）多くの投資家もう少し具体的な開示を望んでいる。今後可能な時期に、何らかの前提を置いて開示することを検討頂きたい。”

日本製鉄の回答

研究開発費を含めた投資額の定量化については、現在、様々な技術が開発段階にあり、それらの組み合わせや、各技術の経済合理性が未確定であるため、現時点での正確な算定は困難である。

2025年3月13日

「日本製鉄のグリーントランスフォーメーションの取組み」
海外向け説明会質疑要旨から抜粋

脱炭素投資についても、企業価値を著しく毀損するリスクへの懸念を抱かざるを得ない状況となっております

当社は資本規律・資本配分への懸念の解消に向け、NSSOLを対象としたマーケットチェックを実施すること もしくは、差し迫ったUSスチール買収に関して直接株主総会に付議することで、株主からの信認を得ることを要望しました

当社から日本製鉄への要望

1. 日鉄ソリューションズ
(以下NSSOL) を買収対象
会社とする**マーケット・
チェック¹の実施**

または

2. USスチールの買収について、**直接株主総会に諮り、株主
の信任を得ること**

要望の背景

- 当社は、日本製鉄に対して、コングロマリットディスカウントの問題を指摘
- 日本製鉄はコングロマリットディスカウントの経営課題を放置し、資本規律・資本配分への懸念を生じさせている
- 経営課題の重要性、及び株主の資本規律・資本配分への懸念を正しく理解いただくためには、NSSOLのコングロマリットディスカウントが解消された場合に顕在化する価値を客観的に認識していただくことが必要と思料
- USスチールの買収は、日本製鉄の時価総額を超える巨額なものであり、企業価値を著しく毀損するリスクが存在
- 仮に、巨額の企業価値の毀損をもたらすことになれば、取締役は経営責任・法的責任を問われかねない状況
- 取締役会が自信を持ってUSスチール買収に取り組むためには、株主の信任を得ることが極めて重要

したがって、当社は、本書により、貴社に対して、日鉄ソリューションズに起因するコングロマリットディスカウント及び日鉄ソリューションズにおいて貴社からの独立性が確保された場合に顕在化する価値を客観的に理解し、この経営課題を検討することの重要性・優先度を認識していただくため、当該分野に精通したフィナンシャル・アドバイザーを登用し、適切なアドバイスを受けながら、日鉄ソリューションズを買収対象会社とする積極的なマーケット・チェック²を実施することを要望します。

貴社が日鉄ソリューションズを買収対象会社とするマーケット・チェックを行わず、深刻なコングロマリットディスカウントの解消に向けた検討を進めている状況が確認できない場合、貴社の資本規律・資本配分への懸念は払しょくされません。その場合、従来の想定を大きく超える買収規模となることが想定されるUSスチールの買収については、株主の意思を確認するため、貴社自身で株主総会に諮り、明確な株主の信認を得ようをお願いします。

報道によるとUSスチールへの買収後の追加投資は、2兆円規模に膨れ上がるとされており、買収金額である2兆円と合わせると、貴社の時価総額を優に超える4兆円規模の買収となり、貴社の命運をかけたものであることは明確となっています。貴社によるUSスチールの買収は、当初の想定とはまったく異なる規模になっており、株主はこれほどの規模の買収を実行することを掲げた取締役を信任したわけではありません。定量的なリターンの説明なしにUSスチールの買収を強行し、仮に貴社に巨額の企業価値の毀損をもたらすようなことになれば、貴社の経営陣は経営責任はもちろんのこと、法的責任も問われかねない局面にありますので、事前に株主の信任を得ることができれば、取締役会が自信をもってUSスチールの買収に取り組むことができることになります。

※赤色網掛けは当社による

しかし、本要望は受け入れられず、日本製鉄は資本規律・資本配分への懸念を抱えたまま、また株主に直接意見を問うことなく、不可逆的な企業価値毀損リスクを抱える巨額の買収に突き進もうとしています

当社からの要望

マーケット チェックの実施

- 当該分野に精通したフィナンシャル・アドバイザーの登用
- NSSOLを買収対象会社とするマーケット・チェックの実施

USスチールの 買収に関する 株主総会への諮問

- USスチールの買収において、株主総会での事前の承認を取得

日本製鉄の対応

- 「マーケットチェックの実施有無は株主に伝える内容ではない」とし、明確な回答は行わず

- USスチールへの投資について総会議案とする予定はないと回答

今後の資本配分による不可逆的な企業価値毀損の防止に向けた 議決権行使方針

当社は、社長である今井氏、及び財務IR担当の森氏に対して反対の議決権行使を推奨します



今井 正 氏

代表取締役社長 兼 C O O

経歴

1988年4月	新日本製鐵 入社
2016年4月	新日鐵住金 執行役員名古屋製鐵所長
2019年4月	日本製鐵 常務執行役員
2020年6月	日本製鐵 常務取締役
2021年4月	日本製鐵 常務取締役ゼロカーボン・スチールプロジェクトサブリーダー、次世代熱延プロジェクトサブリーダー
2022年2月	日本製鐵 常務取締役グローバル事業推進本部タイー貫製鐵プロジェクトリーダー、ゼロカーボン・スチールプロジェクトサブリーダー、次世代熱延プロジェクトサブリーダー
2022年4月	日本製鐵 常務取締役グローバル事業推進本部タイー貫製鐵プロジェクトリーダー、グリーン・トランスフォーメーション推進本部副本部長、次世代熱延プロジェクトサブリーダー
2023年4月	日本製鐵 代表取締役副社長グリーン・トランスフォーメーション推進本部長、次世代熱延プロジェクトサブリーダー
2023年6月	日本製鐵 代表取締役副社長グリーン・トランスフォーメーション推進本部長、電炉プロセス推進プロジェクトリーダー、次世代熱延プロジェクトサブリーダー
2024年4月	日本製鐵 代表取締役社長 兼 C O O

理由

- 資本規律・資本配分の懸念を放置し、今後の資本配分について株主への説明責任を果たさず企業価値の不可逆的な毀損の懸念を生じさせている責任は、社長である今井氏にあります



森 高弘 氏

代表取締役副会長 兼 副社長

経歴

1983年4月	新日本製鐵 入社
2014年4月	日本製鐵 執行役員薄板事業部副事業部長
2016年6月	ウジミナス社 副社長
2020年4月	日本製鐵 常務執行役員厚板事業部長、鋼管事業部長、グローバル事業推進本部VSBプロジェクトリーダー
2021年4月	日本製鐵 副社長執行役員グローバル事業推進本部長、グローバル事業推進本部インドー貫製鐵プロジェクトリーダー
2021年6月	日本製鐵 代表取締役副社長グローバル事業推進本部長、グローバル事業推進本部インドー貫製鐵プロジェクトリーダー
2023年4月	日本製鐵 代表取締役副社長グローバル事業推進本部長、グローバル事業推進本部インドプロジェクトリーダー
2024年4月	日本製鐵 代表取締役副会長 兼 副社長グローバル事業推進本部長、グローバル事業推進本部インドプロジェクトリーダー、USSプロジェクトリーダー

理由

- 資本規律・資本配分の懸念を強く認識せず、資本配分に対する株主への説明責任を放棄している点については、財務IR担当である森氏にその責任があります

①資本規律・資本配分の懸念を放置し、今後の資本配分について株主への説明責任を果たさず 企業価値の不可逆的な毀損の懸念を生じさせている責任は、社長である今井氏にあります

社長は、企業価値向上において、経営の一元的な責任を負っている

“中長期的な企業価値向上に向け中立的役割を果たし、経営の一元的な責任を負うのは社長・CEOら経営陣であることは、どのようなガバナンス形態の会社でも同様である（例えば社外取締役が経営するわけではない）”

CGSガイドライン 1.2 CGSガイドラインの方向性

今井氏の社長就任以降、企業価値が不可逆的に
毀損される懸念はますます拡大している

USスチール買収に関して

当初は14億ドルの設備投資が想定されていた¹が、今井氏の社長就任後、設備投資額が大幅に引き上げられている

- 2024年8月：2028年までにUSスチールに対して総額27億ドルの設備投資を行う予定であることを発表した²
- 2025年5月：2028年までにUSスチールの設備に対する投資額を110億ドルに引き上げ、その後数年をかけて140億ドルまで増額する方針であることが報道された³

GXに関して

当初は2050年までに4~5兆円の設備投資が想定されていた⁴が、今井氏の社長就任後、総定額は引き上げられている

- 2025年3月：「日本製鉄のGXの取組み」の中で、設備投資が当初想定に比べ拡大する見込みである旨が記載された⁵

②また、資本規律・資本配分の懸念を強く認識せず、資本配分に対する株主への説明責任を放棄している点については、財務IR担当である森氏にその責任があります

IRは、株主の懸念を理解し、また株主への説明責任を果たす上で、極めて重要な役割を担っている

“一般に、IR（インベスター・リレーションズ）とは、企業が投資家（潜在的な投資者を含みます）や株主に対し投資判断に必要な情報を継続的・公平・積極的に提供する活動をいいます。企業は、IR活動を通じて投資家等と積極的な対話をもつことにより、相互理解を深め、信頼関係を構築し、証券市場での正当な評価を得ることができる、とされています”

IR活動の実施に関するガイドライン(案)

“インベスター・リレーションズ（IR）とは、財務、コミュニケーション、マーケティング、証券法の遵守を統合し、企業と金融コミュニティ、その他の関係者との最も効果的な双方向コミュニケーションを可能にするための、戦略的マネジメントの責任である。そして最終的には、企業が発行する証券が公正な評価を得ることに貢献する”

全米IR協会（直訳）

“IR（インベスター・リレーションズ）とは、企業が株主や投資家に対し、投資判断に必要な企業情報を、適時、公平、継続して提供する活動のことをいいます。企業はIR活動によって資本市場で適切な評価を受け、資金調達などの戦略につなげることができます。株主・投資家も、情報を効率よく集めることができるようになります。”

（中略）制度的開示に対し、IRは企業の取り組み次第で結果が大きく違います。IRによって信用を高める企業がある一方、信用を失って株価を下げる企業も少なくありません”

日本IR協議会

森氏は、コーポレートコミュニケーションにおける、財務IRを担当しており、株主の懸念の理解不足、説明責任の放棄の責任を有する

代表取締役副会長 兼 副社長	 <p>森 高弘</p> <p>大規模海外プロジェクトに関する特命事項につき、会長を補佐し、社長に協力 グローバル事業推進本部長、グローバル事業推進本部インドプロジェクトリーダー、USSプロジェクトリーダー委嘱 財務、各海外事務所（現地法人を含む）担当 コーポレートコミュニケーションにおける財務IRに関する事項につき、船越副社長に協力</p>
----------------	---

日本製鉄 役員 HPより

免責事項

免責事項

このプレゼンテーション資料及びこのプレゼンテーション資料に含まれている情報（以下総称して「本プレゼンテーション」）は、日本製鉄株式会社（以下「日本製鉄」）の株主のために提供されるものです。3D Investment Partners Pte Ltd.は、日本製鉄の株式を保有するファンド（以下「3Dファンズ」）の資産運用会社です。

本プレゼンテーションでは、日本製鉄の事業、資本構成、取締役会、ガバナンス体制に限定した、3D Investment Partners Pte Ltd.の評価、推定及び意見を示しています。3D Investment Partners Pte Ltd.は、3Dファンズの資産運用会社としての立場からのみ、評価、推定及び意見を示しています。

本プレゼンテーションは、日本製鉄の株主総会における議決権の行使又はその他の行為について、3D Investment Partners Pte Ltd.及びその関連会社並びにそれらの関係者（以下「3DIP」）と共同で株主の権利（議決権を含みますが、これに限りません。）を行使することを勧誘又は要請するものではありません。3DIPは、自らの評価、推定及び意見を表明する行為又は本プレゼンテーションにおいて若しくは本プレゼンテーションを通じて行う他の株主との対話により、日本法（又はその他の適用がある法律）に基づき、共同保有者・特別関係者・密接関係者として取り扱われる意図又は合意がないことを明確にします。

3DIPは、日本製鉄の株主が保有する議決権の行使につき、日本製鉄の株主を代理する権限を受任する意思はありません。

3DIPは、日本製鉄及び日本製鉄グループ会社の事業や資産を第三者に譲渡又は廃止することについて、3DIPが、自ら又は他の日本製鉄の株主を通じて、日本製鉄の株主総会で提案することを意図するものではありません。また、3DIPは、日本製鉄及び日本製鉄グループ会社の事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的とする意思を有していません。

本プレゼンテーションは、いかなる取引、サービス若しくは商品の提案、勧誘若しくはマーケティング、広告、誘因又は表明ではなく、投資商品若しくはいかなる種類の投資の売買の助言若しくは投資商品の購入し若しくは売却すること、何らかの投資を行うこと、また、いかなる特定の投資若しくは投資戦略のメリットなどに関する意見でもありません。戦略や取引のいかなる事例も、単に説明を目的としたものであり、過去又は将来の戦略や実績を示すものではなく、特定の戦略の成功可能性を示すものでもありません。

本プレゼンテーションは、情報提供のみを目的としたものであり、その他のいかなる目的のためにも、いかなる人にも依拠することはできません。また、本プレゼンテーションは、取引、投資、財務、法律、税務その他のいかなる助言、提案、もしくは招請でもありません。

本プレゼンテーションは、公表されている情報及びインタビュー結果（3DIPは別途の検証を行っていません。）に基づき作成されたものであり、完全性、適時性又は包括性のあるものではありません。3DIPは、日本の金融商品取引法が規定するインサイダー情報（以下「インサイダー情報」）を受領しておらず、また、本プレゼンテーションにはいかなるインサイダー情報も記載していません。

本プレゼンテーションには「将来の見通しに関する記述」が含まれています。特定の将来の見通しに関する記述は、過去又は現在の事実に厳密には関連していない記述であり、「かもしれない」、「でしょう」、「想定します」、「信じます」、「予想します」、「計画します」、「推定します」、「見込んでいます」、「目標とします」、「予想します」、「求めています」、「し得ます」といった表現やこれらと同等の用語を用いたその他の変形、否定形、類似表現の一切を含んでいます。

免責事項

同様に、3DIPの目的、計画、事業戦略、目標などを記載した記述は、将来を見据えたものです。本プレゼンテーションに記載されている業績見通し等の将来に関する記述は、3DIPが本プレゼンテーションの作成時点で入手している情報及び合理的であると判断する一定の前提に基づいた、3DIPの意図、認識、期待、推定、仮定及び評価に基づいています。これらの記述は、将来の業績を保証するものではなく、リスク、不確実性、仮定その他予測することが困難な要素を含んでおり、3DIPのコントロールの範囲内ではなく、実際の業績と大きく異なる可能性があります。したがって、実際の業績などがこれらの業績見通しとは大きく異なる結果となり得ます。そのため、実際の結果を予測するものとして将来に関する記述に依拠するべきではなく、実際の結果は将来に関する記述として記載され、又は示唆されたものと大きく異なる可能性があります。3DIPは、新たな情報、将来の展開その他の結果にかかわらず、将来の予想に関する記述を更新して公表したり、修正する義務を負いません。

3DIPは、本プレゼンテーションに記載された情報が正確で信頼できるものであると信じていますが、3DIPは、当該情報や記載されている日本製鉄びその他の企業に関する記述、口頭でのコミュニケーションについての正確性、完全性又は信頼性について何らの表明又は保証を行うものではありません。また、3DIPは、これらの記述やコミュニケーション（それについての不正確性や欠落も含みます）についてのいかなる責任を負うものではありません。なお、公開会社については、公開会社又はその内部者が保有する非公開情報のうち、当該公開会社が公開していない情報が存在する場合があります。したがって、本プレゼンテーションに記載されている全ての情報は、何らかの保証をするものではなく、「現状のまま」で表示されており、3DIPはその情報の正確性、完全性又は適時性や、使用した結果について何らの表明も暗示的に行うものではありません。自ら専門家の助言を得て、関連する問題に関して自ら評価を行ってください。3DIPは、本プレゼンテーションに含まれる情報（それについての不正確性や欠落も含みます）の全部もしくは一部の使用やそれに関連して発生したいかなる損失に対しても、いかなる義務又は責任も負いません。いかなる投資も、完全な資本の喪失を含む重大なリスクを伴います。いかなる予測や見積りも、単に説明を目的としたものであり、想定される損益の上限を示したものとして捉えるべきではありません。3DIPは、いかなる人に通知することなく、本プレゼンテーションの全部又は一部を変更することができますが、本プレゼンテーションにおける修正、更新、追加情報若しくは資料を提供する義務、又は不正確を訂正する義務は負いません。

本プレゼンテーションには、ニュース報道又はその他の公開の第三者情報源（「第三者資料」）からのコンテンツ若しくは引用、又はそれらへのハイパーリンクが含まれ得ます。本プレゼンテーションにおける第三者資料の引用の許可は、求められておらず、取得されていないことがあります。なお、第三者資料の内容については、3DIPが独自に検証を行ったものではなく、必ずしも3DIPの見解を示すものではありません。第三者資料の著者及び／又は発行者は、3DIPとは独立しており、異なる見解を持つ可能性があります。本プレゼンテーションに第三者資料を提供することは、3DIPが第三者資料の内容の一部について支持若しくは同意すること、又は第三者資料の著者若しくは発行者が、関連する事項に関して3DIPが表明した見解を支持若しくは同意することを意味するものではありません。第三者資料は、記載された問題に関して他の第三者により表明された関連するニュース報道又は見解の全てでもありません。

3DIPは、インタビューにおける回答及び外部調査会社から取得した情報を前提とする一定の推定、仮定及び想定に基づいて、日本製鉄に関する3DIPの分析結果を記載していますが、当該回答及び情報の真実性及び網羅性について確認することはできず、それについて一切の表明を行わず、責任を負うこともありません。

3DIPは、現在、日本製鉄グループの有価証券を実質的に保有し、及び／又は経済的利害関係を有しており、将来においても保有し、または経済的利害関係を有する可能性があります。3DIPは、日本製鉄グループに対する投資について、継続的に、また、様々な要因に応じて、日本製鉄グループの財政状態及び戦略的方向性、日本製鉄との協議の結果、全体的な市場環境、3DIPが利用可能なその他の投資機会、日本製鉄グループの有価証券の購入又は売却を希望する価格で実行する可能性など、いつでも（3DIPがポジションを得た後の公開市場又は非公開の取引を含みます）、売買、カバー、ヘッジ、又は投資の形態や実体（日本製鉄の有価証券を含みます）を、関係法令で許容されるいかなる方法によっても、変更する可能性があり、また、そのような変更について他者に通知する義務を明示的に負うものではありません。また、3DIPは、日本製鉄に対する投資に関して適当と判断するいかなる行動も取る権利を留保します。この行動は、取締役会、経営陣又は他の投資家とのコミュニケーションを含みますが、これに限られません。

免責事項

本プレゼンテーション及びその内容は3DIPの著作物です。本プレゼンテーションで言及されるすべての登録された又は登録されていないサービスマーク、商標及び商号は、それぞれの所有者の財産であり、3DIPによる本プレゼンテーションの使用は、これらのサービスマーク、商標及び商号の所有者との提携又は所有者による承認を意味するものではありません。いかなる場合においても、3DIPは、本プレゼンテーションの使用から生じる、直接的又は間接的な特別損害、付随的損害又は派生的損害（逸失利益を含む）について、いかなる当事者に対しても責任を負わないものとします。

本プレゼンテーションに記載された内容は、予告なく変更・更新されることがありますので、ご注意ください。本プレゼンテーションを読むたびに全ての内容をご確認ください。