



2025年5月9日

各 位

会 社 名 リ ン ナ イ 株 式 会 社
代 表 者 名 代 表 取 締 役 社 長 内 藤 弘 康
(コード番号 5947 東証プライム・名証プレミア)
問 合 せ 先 常 務 執 行 役 員 小 川 拓 也
管 理 本 部 長
(TEL : 052-361-8211)

株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ

当社は、当社株主であるダルトン・キズナ（マスター）ファンド・エルピー（以下、「本提案株主」といいます。）より2025年6月25日開催予定の第75回定時株主総会（以下、「本株主総会」といいます。）において株主提案を行う旨の書面（以下、「本株主提案書」といいます。）を受領し、その内容について検討を重ねてまいりました。その結果、本日開催の当社取締役会において、本提案株主による株主提案（以下、「本株主提案」といいます。）について反対することを決議いたしましたので、お知らせいたします。

記

I. 本株主提案の内容及び理由

1. 議題

- (1) 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関する開示に係る定款変更の件
- (2) 自己株式取得の件
- (3) 譲渡制限付株式報酬制度に関する報酬額承認の件
- (4) 社外取締役の構成に関する定款変更の件

2. 議案の要領及び提案の理由

別紙「本株主提案の内容」に記載のとおりです。

なお、本提案株主から提出された本株主提案書の該当記載を原文のまま掲載したものとあります。

II. 本株主提案に対する当社取締役会の意見

1. 「(1) 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関する開示に係る定款変更の件」

(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会としては、本株主提案議案に、反対いたします。

(2) 反対の理由

本株主提案は、東京証券取引所が作成した「投資者の視点を踏まえた『資本コストや株価を意識した経営』のポイントと事例」と題する資料に基づく取組みに関し、定款に条文を新設することを求めるものです。

しかしながら、本株主提案で定款に記載するよう求めている事柄は、会社の根本規範である定款に定める事項として適切ではなく、このような規定を定款に設けることは、かえって、市場環境や事業戦略の変化に迅速かつ柔軟に対応しつつ経営を行っていくうえで妨げとなる可能性があります。

また、当社は、以下に詳述するとおり、「資本コストや株価を意識した経営」を既に実践しており、本株主提案が提案する事項を定款に定める必要はございません。

当社は、「熱を通じて快適な暮らしを社会に提供する」という企業使命の下、2021年度から2025年度を計画年度とする中期経営計画「New ERA 2025」(以下、「本中計」といいます。)を策定し、事業規模の拡大(Expansion)と企業体質の変革(Revolution)を通じ、社会課題解決への貢献(Advancement)を着実に進めてまいりました。2021年5月には、本中計の数値目標として、連結売上高4,500億円、営業利益500億円、投下資本効率(ROIC)19.0%、総還元性向(5年平均)40.0%等を示すとともに、本中計期間におけるキャピタルアロケーションを設定しました。2023年5月には、本中計を振り返る中で(2021年度~2022年度)、新たな資本政策を公表し、資本政策の透明性向上と資本収益性改善の重要性を踏まえ、経営指標にROEを追加し(2025年度目標:8.0%)、更なる株主還元の強化策として配当性向の段階的な引上げ(2025年度目標:40%水準)及び機動的な自己株式取得の実施を決定しました。そして、2024年2月8日には、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を公表し、資本収益性の改善が経営の重要課題であるという認識に基づき、当社の株主資本コストを6.5%~7.5%と推計していること、次期中期経営計画の実行期間中にROE10%超を目指すこと、本中計で設定したキャピタルアロケーションに基づき、成長投資の実行と株主還元の充実を図ること等を示し、本中計の目標達成を目指す方針を改めて明確にしました。

本中計の最終年度である2025年度は、連結売上高4,700億円、営業利益500億円、投下資本効率12.0%、ROE8.0%等を計画しており、投下資本効率を除くすべての数値目標において達成を見込んでおります。なお、投下資本効率については、新型コロナウイルス感染症によるパンデミックによって引き起こされたサプライチェーンの分断により生活必需品で

ある当社製品を安定的に供給できなかつたことによる反省から、製品・部品在庫水準を引き上げたことにより、短期的には低下いたしますが、中長期的には、生産体制の見直しやサプライチェーンのさらなる強靱化に努めること等により、改善をしていく予定です。

また、本中計で設定したキャピタルアロケーションのうち、成長投資については、業績回復・投資による稼ぐ力の更なる向上を目指し、過去5年間の投資を大きく上回る計2,050億円（基本シナリオの必要投資800億円、成長投資・戦略費用1,250億円）以内の実施を予定しており、既に2024年度までの投資金額は累計1,620億円に達しております。2025年度も200億円規模の投資を計画しており、今後も、中長期的な企業価値向上を見据えた必要な成長投資を積極的に実行してまいります。

株主還元についても、本中計に基づき、配当性向の引上げとあわせた機動的な自己株式取得を実施しております。2024年度の配当性向は38.2%を見込むとともに、本中計期間において、既に474億円の自己株式取得（約1,400万株）を実施しており、取得した自己株式のうち約1,097万株を消却しております。2025年度においても、一株当たりの年間配当金は前期比20円増となる100円を予定するとともに100億円の自己株式取得を予定しており、更なる株主還元の充実を図ります。その結果、本中計期間の総還元性向は77.3%（還元総額1,060億円）に達する見込みであり、本中計で定める総還元性向40%（還元総額600億円）を大幅に上回ります。

以上のとおり、当社は、業績回復による収益力の向上や成長投資の実行に加え、中長期的な成長目線での配当性向の引上げと合わせた機動的な自己株式取得による資本効率化、株主・投資家に対する情報開示の充実を図る等、資本コスト・資本収益性を意識しつつ、持続的な成長や企業価値向上を実現するべく努めております。

したがって、当社取締役会としては、本株主提案の求める定款の記載は不要であるほか、市場環境や事業戦略の変化に応じた迅速かつ柔軟な経営の支障ともなりかねないものであるため、本株主提案に反対いたします。

2. 「(2) 自己株式取得の件」

(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会としては、本株主提案議案に、反対いたします。

(2) 反対の理由

本株主提案は、当社の当期純利益（2024年度実績：296億円）の1.7倍に相当する多額の自己株式の取得を単年度で求めるものです。

この点、本株主提案は、当社が必要とする成長投資のための資金等を適切に考慮したものではありません。本株主提案で提案されている自己株式の取得は、短期的にはROEを向上させるものの、当社の財務基盤の歪みを生じさせ、持続的な成長に向けた投資活動の制約となるおそれがあり、当社の中長期的な企業価値向上に反するものです。

当社は、上記1「(1) 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関する開示に係る定款変更の件」の取締役会意見に記載したとおり、本中計の目標達成を目指し、成長投資の実行と株主還元の充実に積極的に取り組んでいます。

前述のとおり、本中計期間において、既に1,620億円の投資を実施しているほか2025年度も200億円規模の投資を計画しており、今後も中長期的な企業価値向上を見据えた必要な成長投資を積極的に実行してまいります。

なお、2023年に取得した東京・南青山の土地・建物については、新たなユーザーとの接点となるブランド体験施設「Rinnai Aoyama (リンナイ青山)」として2025年7月にブランドオープンする予定です。

また、株主還元については、配当性向の引上げに加えて機動的な自己株式取得により、2025年度までの5年間の還元総額は累計1,060億円、総還元性向は77.3%を見込んでおります。これは、本中計で定めた還元総額600億円超、総還元性向(5年平均)40%を大幅に上回るものです。

当社は、稼ぐ力の更なる強化を通じた着実な利益成長、及びそれと歩幅を合わせた株主還元の実施こそが、中長期的な観点から、当社及び当社の株主の皆様の最善の利益に資すると考えております。自己株式取得は、本株主提案に定める時期や金額で実施するのではなく、中期経営計画や資本政策に基づき、業績、事業投資、財務状況、株価水準等、当社を取り巻く環境等を総合的に勘案して実施することが適切であると考えます。

したがって、当社取締役会としては本株主提案に反対いたします。

3. 「(3) 譲渡制限付株式報酬制度に関する報酬額承認の件」

(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会としては、本株主提案議案に、反対いたします。

(2) 反対の理由

本株主提案は、対象取締役等に対して年額370百万円以内、付与株式数の上限120,000株の譲渡制限付株式付与のための金銭報酬債権を付与することとし、業績基準を満たす場合には累計で固定報酬の3倍相当の譲渡制限付株式を今後3年間で付与するよう求めています。

しかしながら、このような取締役報酬は、当社の現在の業績水準や実態を踏まえたものではありません。本提案株主は、その提案理由において「日本の取締役会の最大の弱点が各取締役による株式保有の少なさ、それによる株主目線の欠如」を挙げていますが、以下に詳述するとおり、この指摘は当社には妥当いたしません。

当社は、着実な中長期的企業価値創造を促すこと、及び株主を含む幅広いステークホルダーに対する説明責任を果たすことができる透明性と客観性を確保することを基本原則として、取締役の報酬等の決定方針を定めております。

当該方針のもと、役員報酬制度を改訂しており、2024 年度においては、業績連動報酬の割合の増加、業績連動報酬の KPI における ROE や TSR（株主総利回り）等の採用、及び、株式保有ガイドラインの導入を行いました。

まず、業績連動報酬の割合については、当社の取締役の報酬は、固定報酬である基本報酬と業績連動報酬で構成されておりますが、従来は 70：30 であったその構成割合を、企業価値向上や目標達成を健全に動機付けることを目的として、60：40 となるように変更しました。これは、株式報酬制度分を引き上げることにより、業績連動報酬の割合を増加させたものです。

次に、業績連動報酬の KPI については、新たに ROE や従業員エンゲージメントの改善度、TSR を採用しました。さらに、当社取締役が在任期間において保有する当社株式数の目安を定めるものとして、株式保有ガイドラインを導入しました。当該株式保有ガイドラインにおいては、代表取締役社長は就任から 3 年後までに基本報酬の 1.5 倍に相当する株式を保有し、その他の取締役（ただし社外取締役を除く。）は就任から 3 年後までに基本報酬の 1 倍に相当する株式を保有することとしております。

加えて、当社は、報酬決定プロセスの客観性と公平性を確保するために、独立社外取締役が委員長を務め、委員の過半数が独立社外取締役で構成される報酬諮問委員会を設置しております。報酬等の決定方針は、同委員会における審議を経たうえで取締役会にて決定することで、その透明性を確保しております。また、報酬決定プロセスにおいて、同等規模の比較対象企業群との客観的比較により報酬水準や報酬構成割合を継続的に検討することで、その妥当性も検証しております。

なお、当社の会長及び社長は、2025 年 3 月 31 日時点において、当社株式を、それぞれ約 736 万株、約 153 万株保有しており、既に株主の皆様と利害を共有しております。

以上のとおり、当社取締役会は、現行の取締役の報酬設計は、経済環境や客観性・透明性が担保された報酬諮問委員会の審議を経たうえで取締役会にて決定された適切なものであり、当社取締役と当社株主の価値共有を図る仕組みは十分に担保されているものと考えております。

したがって、当社取締役会としては本株主提案に反対いたします。

4. 「(4) 社外取締役の構成に関する定款変更の件」

(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会としては、本株主提案議案に、反対いたします。

(2) 反対の理由

本株主提案は、取締役の過半数を社外取締役とする定めを定款に新設することを求めるものです。

しかしながら、当社のガバナンスの状況を踏まえると本株主提案のような規定を定款に

設ける必要は存さず、むしろかかる規定は、将来の成長ステージにおいて最適な取締役会を組成するうえで妨げとなる可能性もあると考えます。

当社は、取締役の指名に関する客観性と透明性を確保するために、独立社外取締役が委員長を務め、委員の過半数が独立社外取締役で構成される指名諮問委員会を設置しております。本株主総会に上程する取締役候補者の検討に際しては、指名諮問委員会における審議を経たうえで、取締役会にて決定しております。

指名諮問委員会では、当社の取締役会が、企業経営/マネジメント、グローバル、財務/会計/資本政策、人材戦略、ガバナンス/法務/リスク管理、サステナビリティ、IT/DX等、当社の企業価値の持続的な向上及び本中計の達成に必要なスキルを備えた適切なメンバーで構成されるよう、慎重に審議が行われております。このようなプロセスを経て構成された取締役会においては、これまでも、当社の経営理念の実践と企業価値の持続的な向上に向けた建設的な議論を行うとともに、株主の皆様への利益還元は勿論のこと、研究開発投資、人材投資、設備投資等の成長投資についても多角的に議論をまいりました。

本株主総会において当社が提案する取締役会の構成は、取締役全9名、内4名が独立社外取締役となっており、取締役会における社外取締役の比率は44%となっています。社内取締役は、豊富な業務経験を有し、営業、製造、開発、管理部門の歴任や海外駐在の経験等、知識・経験・能力を兼ね揃えたもので構成しています。また、社外取締役においては、他社での経営経験者または学識経験者を選任しており、それぞれが多様な専門性を有しております。また、4名の独立社外取締役候補者については、独立性は勿論、女性2名が含まれ(2023年度に1名、2024年度にさらに1名増員)、その多様性も確保しております。

以上のとおり、当社が上程する取締役候補者から構成される取締役会は、十分な独立性が保たれているとともに、本中計の達成に向けた経営の執行を監督するにあたり多様性を有する最適な構成であり、それぞれが持つ専門性を活かして、社内外の多様な視点で議論できる体制となっております。当然ながら、当社としては今後も最適な取締役会の構成については検討を続けてまいりますが、現在、取締役会では、資本コストを意識した経営の実現を目指し、忌憚なく活発な議論が行われており、当社の企業価値の持続的な向上、株主の皆様の最善の利益に資する構成であると考えております。

したがって、当社取締役会としては本株主提案に反対いたします。

(別紙「本株主提案の内容」)

※本提案株主から提出された本株主提案書の該当記載を原文のまま掲載しております。

第1 提案する議題

- 1 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関する開示に係る定款変更の件
- 2 自己株式取得の件
- 3 譲渡制限付株式報酬制度に関する報酬額承認の件
- 4 社外取締役の構成に関する定款変更の件

第2 議案の要領及び提案の理由

- 1 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関する開示に係る定款変更の件

(1) 議案の要領

以下の条項を当社の定款に追加で規定する。

(下線は変更部分を示します。)

変更前	変更後
(新設)	<u>第7章 開示</u> (資本コストや株価を意識した経営に関する開示) <u>第38条</u> 当社は上場会社である限り、東京証券取引所が2024年2月1日に公表した「投資者の視点を踏まえた『資本コストや株価を意識した経営』のポイントと事例」(以下、ポイントと事例)に基づく、取り組み・開示内容の妥当性を検証し、当該ポイントと事例の項目に従った取り組み内容をコーポレート・ガバナンス報告書及び当社のウェブサイト <u>に開示する。</u>

(2) 提案の理由

東証は2023年3月に上場会社に対し「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、その中で「単に足元のPBRが1倍を超えているか、ROEが8%を超えているか、というだけではなく、資本収益性や市場評価に関して、投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価する」こと、「資本コストや株価を意識した経営の本質は、中長期的な

企業価値向上に向けた経営資源の適切な配分を実現することであり、上記の分析・評価とあわせて、価値創造に向けて自社のバランスシートが効率的な状態となっているか点検する」ことを期待しています。

現状、当社株主が託した資金は半分しか事業に投下されず、残りは地震等への備えとして現金等の不稼働資産に充てられています。結果、当社の ROE は適正な資本政策下で 2 桁後半水準達成が容易に可能でありながら 8%程度に留まっています。

当社の東証要請への対応が形式面に留まらず実効性の高いものになるよう本議案を提案します。

2 自己株式取得の件

(1) 議案の要領

1 自己株取得に関する事項：会社法第 156 条第 1 項の規定に基づき、本定時株主総会終結の時から 1 年以内に、当社普通株式を、株式総数 15,000,000 株、取得価額の総額 50,000,000,000 円（但し、2025 年 4 月 1 日から本定時株主総会日までに当社取締役会において自己株式の取得が決議された場合はその取得価額の総額を控除した額）を限度として、金銭の交付をもって取得することとする。

2 その他剰余金に関する事項：別途積立金を 50,000,000,000 円取り崩し、同額を繰越利益剰余金へ振替とする。

(2) 提案の理由

第一に当社は余剰資金を有しています。無借金の当社は 2024 年 12 月末で政策保有株式含む金融資産を 1,855 億円、不稼働不動産を 258 億円（ショールーム用に 2 年前に購入した未だに不稼働の物件であり、消費者との接点強化には賛同だが、資本コストの観点からは正当化できない）保有しています。又、売上の 8 割が取替需要の当社は安定事業を有し、過去 10 年で平均 500 億円超の償却前利益（EBITDA）を稼いでいます。成長投資に必要な資金は将来キャッシュフローの範囲で調達可能です。

第二に当社の株価は割安です。当社の PBR は足元 1 倍程度で推移し成長企業である当社の無形の価値を株価は織り込んでいません。又、世界の主要な競合と比較し、PBR、PER、EV/EBITDA（事業価値/償却前利益）といった何れの指標においても、遥かに低く評価されています。

弊社は、当社が不稼働資産を売却し自社株買いを実施する事で資本効率・一株当たり株主価値の向上を図る事が全株主の利益に資すると考えます。

3 譲渡制限付株式報酬制度に関する報酬額承認の件

(1) 議案の要領

当社の取締役の報酬限度額は、2021年6月29日開催の定時株主総会において年額370百万円以内（うち社外取締役分50百万円以内）、年次賞与を年額220百万円以内とし、当該報酬枠の別訳で、2021年6月29日開催の定時株主総会において、株式報酬の額として年額120百万円以内、株式数の上限を年60,000株以内（社外取締役は付与対象外）とすることが承認されているが、今般、譲渡制限付株式報酬制度の対象となる当社の取締役に対し、年額370百万円以内、付与株式数の上限120,000株の譲渡制限付株式付与のための金銭報酬債権を付与することとする。具体的な支給時期及び配分については、取締役会において決定するが、ROEとTSR（株主総利回り）を含む業績連動型のインセンティブ制度として設計し、かつ、業績基準を満たす場合には累計で固定報酬の3倍相当の譲渡制限付株式を今後3年間で付与するよう設計するものとする。

(2) 提案の理由

弊社は日本の取締役会の最大の弱点が各取締役による株式保有の少なさ、それによる株主目線の欠如にあると考えます。

取締役と株主との価値共有を図る為の効果的な株式報酬の目安は、固定報酬の3倍相当とされます。当社は譲渡制限付株式報酬制度を導入していますが、2024年3月期の当社取締役（社外取締役を除く）の固定報酬は年額233百万円であるのに対し株式報酬は16百万円（固定報酬の7%）であり、固定報酬の3倍相当の株式を保有するには44年かかります。

欧米では大半の主要上場企業において、株主との価値共有に必要と考えられる一定量の株式について一定期間の継続保有要件を定める株式保有ガイドラインが採択されています。数年の猶予を経て、トップマネジメントであれば基本報酬の3~5倍、社外取締役でも報酬の1倍とするケースが大半です。当社も株式保有ガイドラインを導入していますので世界水準に劣らないオーナーシップのレベルを目指すべきです。

4 社外取締役の構成に関する定款変更の件

(1) 議案の要領

当社の社外取締役を過半数とするため、当社の定款第19条を下記の通り変更する。

（下線は変更部分を示します。）

変更前	変更後
-----	-----

<p>(取締役の員数)</p> <p>第 19 条 当社の取締役は、10 名以内とする。</p> <p>2 (新設)</p>	<p>(取締役の員数)</p> <p>第 19 条 当社の取締役は、10 名以内とする。</p> <p>2 <u>上場企業であり続ける限り、当社の取締役の過半数は、会社法第 2 条第 1 項第 15 号に規定する社外取締役とする。</u></p>
--	---

(2) 提案の理由

弊社は今日の上場企業経営において取締役会の多様性と独立性が不可欠であると考えます。

コーポレートガバナンス・コード 4-7 は、独立社外取締役の役割・責務の一つとして、「経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること」を挙げています。

弊社はこれ迄、資本政策に精通していると思われる社外取締役との意見交換の機会をいただけるよう、当社に幾度も依頼しましたが実現していない為、現任の社外取締役が資本政策にどのような見解をお持ちか不明です。しかし、当社スキルマトリクス上、資本政策は社外取締役比率が特に低い分野である為（創業家経営陣の他に当分野に精通しているのは社外取締役 1 名のみ）、資本政策に精通した社外取締役を積極的に採用し取締役の過半数を社外取締役とすることで、当社の中長期的な企業価値向上に寄与するガバナンス体制を整えるべきと考えます。

以上