



2026年2月10日

各位

会 社 名 株式会社ノーリツ
代表者名 代表取締役社長 竹中 昌之
(コード 5943 東証プライム市場)
問合せ先 常務執行役員 岸 栄一
経営企画本部長
(電話番号078-391-3361)

株主提案に対する当社取締役会の意見に関するお知らせ

当社は、2026年3月27日開催予定の当社第76回定時株主総会において、2026年1月15日付で当社株主であるLIM Japan Event Master Fundより株主提案（以下「株主提案1」といいます。）を行う旨の書面を、2026年1月22日付で当社株主であるNIPPON ACTIVE VALUE FUND PLCより株主提案（以下「株主提案2」といいます。）を行う旨の書面をそれぞれ受領しておりましたが、本日開催した取締役会において、各株主提案に反対する旨の取締役会意見を決議しましたので、下記のとおりお知らせいたします。

記

株主提案1について

1. 提案株主

提案株主名：LIM Japan Event Master Fund

所有株式数：30,000株（議決権比率：0.07%）

2. 株主提案1において提案された議題

- 1 当社株式の大規模買付行為に関する対応方針（買収への対応方針）廃止の件
- 2 定款一部変更（政策保有株式の売却）の件
- 3 定款一部変更（取締役報酬の個別開示）の件
- 4 剰余金の処分の件
- 5 自己株式の取得の件

3. 議案の要領及び提案の理由

別紙1「株主提案1の内容」に記載のとおりです。

4. 株主提案1に対する当社取締役会の意見

- 1 当社株式の大規模買付行為に関する対応方針（買収への対応方針）廃止の件
(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会は、本議案に反対いたします。

(2) 反対の理由

当社は、1951年3月、創業とともに「能率風呂」を世に送り出し、その後半世紀以上にわたり「お湯」をキーワードに生活設備機器を提供し続けてまいりました。当社グループが製造・販売する生活設備機器は、今や国内外においてライフラインの一端を担い、皆様の生活基盤として重要な役割を果たすまでになっており、当社グループの社会的使命は大きく、公共性が高いものと自負しております。当社は、かかる認識の下、高い公共性を有する事業を展開する当社の企業価値ひいては株主共同の利益を維持・向上させ、これらを毀損することを防止するという観点から、大規模買付行為に関する対応方針を巡る近時の動向や法整備の状況、当社を取り巻く経営環境の変化とその影響等も踏まえ、当社株式等の大規模買付行為に関する対応方針（以下「本対応方針」といいます。）について慎重に検討し、第75回当社定時株主総会にて株主の皆様から承認いただいた上で本対応方針を導入しております。

当社取締役会は、あらゆる大規模買付行為に対して否定的な見解を有するものではありません。しかし、大規模買付行為の中には、その目的等から見て企業価値および株主共同の利益を明確に毀損するもの、大規模買付行為に応じることを強要して株主に不利益を与えるおそれがあるもの、対象会社の取締役会や株主に対し大規模買付行為の内容及大規模買付者についての十分な情報を提供せず、株主による買付条件等の検討や対象会社の取締役会による検討・代替案の提案に要する十分な時間を提供しないもの等、必ずしも対象会社の企業価値、ひいては、株主共同の利益を確保し、向上させることにはならないと思われるものも存すると考えられます。もっとも、そのような大規模買付行為以外の大規模買付行為については、それを受け入れるべきか否かの最終的な判断は、当社取締役会ではなく当社株主の皆様に委ねられるべきものと考えております。このように、最終的な判断が当社株主の皆様に委ねられるべき場合において、大規模買付行為に対して当社株主の皆様が適切な判断を行うためには、当社株主の皆様に必要な情報提供がなされ、かつ十分な熟慮期間が与えられる必要があることから、そのことが可能となるようにするために本対応方針を導入しているものであります。

これに対し、本提案株主は、本対応方針は経営者による「会社の私物化」を可能にし、株主共同の利益をないがしろにする高リスクの経営手段であると指摘していますが、そもそも本対応方針の導入の目的は上記のとおりであり、経営者による「会社の私物化」が目的ではなく、株主共同の利益を確保するためのものでございます。また、本対応方針においては、本対応方針の適正な運用及び本対応方針に関する当社取締役会の恣意的な判断を排除し、その決定の客観性・合理性を確保するための会議体として、特別委員会を設置することとしており、本提案株主が指摘するような状況を排するための適切な措置を講じております。

以上のことから、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

2 定款一部変更（政策保有株式の売却）の件

(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会は、本議案に反対いたします。

(2) 反対の理由

当社は2026年度を最終年度とする中期経営計画『Vプラン26』の達成にむけて、①事業ポートフォリオの変革、②戦略投資の拡大と資本政策、③サステナビリティ経営の推進を重点戦略とし、持続的な成長と企業価値向上を目指しております。このうち、戦略投資の拡大と資本政策に関しては、事業戦略の実行に当たり、3年総額325億円の投資を計画し、その内235億円を海外事業や生産革新など成長事業や戦略課題に投入することで、持続的な成長を目指すとともに、「株主還元策の強化」「政策保有株式の縮減」等、資本コストや株価を意識した経営への対応を推進しております。特に政策保有株式については、毎年、取締役会において保有の必要性・合理性について確認をし、保有意義の薄れた株式については縮減を進めております。2025年の1年間で4銘柄の政策保有株式を売却しており、2026年12月末の目標である20%未満に向けた取り組みは着実に進んでおります。

なお、本提案株主は「『20%』という閾値は理論的に算出された数字ではなく、議決権行使助言会社による経営陣への『反対推奨』を避け、買収防衛策の更新を可能とするような安定株主工作が維持できる水準であると推定される」と指摘していますが、20%という目標水準は、主に機関投資家に対して議決権行使に関わる専門的な助言を行う議決権行使助言会社においても買収防衛策の維持とは無関係に議決権行使助言基準として設定している適切なものであり、当社が採用した目標水準がこれと同一であることには合理性があると考えております。

当社取締役会としては、当社が現在保有する政策保有株式については、上記のとおり、個別に保有・売却の是非を適切に検証・実施しておりますし、政策保有株式を売却する場合であっても、市場株価や株式市場の動向を踏まえた上で適時適切に対応すべきであり、一律に、かつ3年間の期限内に全て売却するという趣旨の本株主提案は、当社の中長期的な株主共同の利益の確保の観点からも適切ではないと考えております。また、定款に、本株主提案のように期限を設定して資産を処分するという個別具体的な業務執行に関する条文を定めることは、会社の根本規範である定款のあり方にそぐわず、経営の柔軟性を損なうことから、適切ではないと考えております。

以上のことから、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

3 定款一部変更（取締役報酬の個別開示）の件

(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会は、本議案に反対いたします。

(2) 反対の理由

当社においては、代表取締役および業務執行取締役の報酬は、基本報酬（月例報酬）、業績連動型年次現金賞与、譲渡制限付株式報酬および事後交付型業績連動型株式報酬の

4つで構成しており、社外取締役については、その職務に鑑み固定の基本報酬（月例報酬）のみで構成しております。この構成および各報酬の決定方針については、独立社外取締役が過半数を占める指名・報酬諮問委員会への諮問を行い、その答申内容を踏まえたうえで、2024年3月28日開催の取締役会において決議しております。

また、取締役の各年度の個人別の報酬についても、上記の決定方針に基づき算出される具体的報酬について指名・報酬諮問委員会への諮問を行い、その答申内容を踏まえたうえで取締役会において決定するという透明かつ客観的なプロセスを経ることとしており、2025年12月期に係る取締役の個人別の報酬等についても、取締役会は、報酬等の決定方法及び決定された報酬等の内容が決定方針と整合していることや、指名・報酬諮問委員会からの答申内容が尊重されていることを確認しております。

そして、当社は、このように決定された取締役の各年度の報酬等について、株主総会招集通知及び有価証券報告書において、役員区分ごとに、報酬等の総額に加え、種類別の報酬等の総額についても対象となる員数とともに開示しております。

本提案株主は、当社取締役の報酬等の算定方法について「金額とその算出方法、基準となる具体的な業績指標が明示されていない。そもそも、ROEといった資本効率が達成すべき数値目標に入っているかが不透明」と指摘していますが、当社取締役の報酬等の算定方法については有価証券報告書にて開示しており、ROEも報酬等の算定における重要なKPIの一つとして設定し、具体的な数値基準に基づき業績目標達成度を算出して報酬等が変動する仕組みとしております。本議案は、取締役の報酬について個別に報酬額、内容及び決定方法を開示する旨の規定を定款に新設することを求めるものですが、当社においては、個人別の報酬額を開示しなくても、上記のとおり透明かつ客観的なプロセスを経て取締役の個人別の報酬額が適切に決定されておりますので、かかる規定を定款に記載する必要はないと考えております。

以上のことから、当社取締役会は、本議案に反対いたします。なお、本取締役会意見の決議に先立ち、本株主提案に対する意見について指名・報酬諮問委員会に諮問しており、当社取締役会は指名・報酬諮問委員会からの答申を踏まえ、本取締役会意見を決議しております。

4 剰余金の処分の件

(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会は、本議案に反対いたします。

(2) 反対の理由

当社は2026年度を最終年度とする中期経営計画『Vプラン26』の達成にむけて、①事業ポートフォリオの変革、②戦略投資の拡大と資本政策、③サステナビリティ経営の推進を重点戦略とし、持続的な成長と企業価値向上を目指しております。このうち、戦略投資の拡大と資本政策に関しては、事業戦略の実行に当たり、3年総額325億円の投資を計画し、その内235億円を海外事業や生産革新など成長事業や戦略課題に投入することで、持続的な成長を目指すとともに、「株主還元策の強化」「政策保有株式の縮減」等、

資本コストや株価を意識した経営への対応を推進しております。特に株主の皆様への利益還元を経営の重要課題の一つとして位置づけており、更なる株主還元の充実を図るために、配当については連結配当性向50%または連結純資産配当率（DOE）2.5%のいずれか高い額を目途として配当を行うことで、業績連動に安定性を加味した競争力ある水準での配当を実現することとしております。

これに対し、本株主提案は現時点で想定される額を大幅に上回る額の剰余金の処分を求めておりますが、当社の基幹事業を継続するための資金に加え、戦略事業、M&A等、成長投資のための機動的資金の必要性を勘案した場合、現在の当社の現金水準は適正なものとして判断しております。仮に本株主提案の規模の剰余金の処分を実施した場合、当社の成長投資の財源が損なわれて、成長投資を円滑に遂行することに支障が生じ、当社の中長期的成長と企業価値の向上を停滞させることになるだけではなく、財務の安定性をも失わせ、結果として、株主の皆様の中長期的な利益を損なうことになることと認識しております。

以上のことから、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

5 自己株式の取得の件

（１）当社取締役会の意見

当社取締役会は、本議案に反対いたします。

（２）反対の理由

前記４（２）で述べたとおり、当社は、株主の皆様への利益還元を経営の重要課題の一つとして位置づけているところであり、自己株式の取得についても機動的に実施することとしており、2026年度は、10億円を上限とする自己株式取得を実施いたします。

一方、本株主提案は約77億円の自己株式の取得を１年間で行うことを求めておりますが、これは、当社の年間キャッシュフロー水準を大幅に上回る規模となります。当社の基幹事業を継続するための資金に加え、戦略事業、M&A等、成長投資のための機動的資金の必要性を勘案した場合、現在の当社の現金水準は適正なものであり、仮に本株主提案の規模の自己株式の取得を実施することになると、当社の成長投資の財源が損なわれて成長投資を円滑に遂行することに支障が生じ、当社の中長期的成長と企業価値の向上を停滞させることになるだけではなく、財務の安定性をも失わせ、結果として、株主の皆様の中長期的な利益を損なうことになることと認識しております。

以上のことから、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

株主提案２について

1. 提案株主

提案株主名：NIPPON ACTIVE VALUE FUND PLC

所有株式数：1,500,000株（議決権比率：3.27%）

2. 株主提案２において提案された議題

- 1 譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬額改定の件
- 2 自己株式取得の件
- 3 社外取締役の員数に関する定款変更の件

3. 議案の要領及び提案の理由

別紙2「株主提案2の内容」に記載のとおりです。

4. 株主提案2に対する当社取締役会の意見

1 譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬額改定の件

(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会は、本議案に反対いたします。

(2) 反対の理由

当社の取締役の報酬等は、その経営責任を明確にし、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた健全なインセンティブとして十分に機能するよう、株主と価値を共有する報酬体系としております。具体的には、当社の代表取締役および業務執行取締役の報酬は、基本報酬（月例報酬）、業績連動型年次現金賞与、譲渡制限付株式報酬および事後交付型業績連動型株式報酬の4つで構成されており、「譲渡制限付株式報酬」の導入については2021年3月開催の定時株主総会において、「事後交付型業績連動型株式報酬」の導入については2024年3月開催の定時株主総会において、それぞれご承認いただいております。なお、社外取締役および監査等委員である取締役については、その職務に鑑み固定の基本報酬（月例報酬）のみを支給しております。また、当社は委員の過半数を独立社外取締役とする指名・報酬諮問委員会を設置し、取締役の報酬制度および報酬の決定プロセスの透明性・公正性確保を図っております。同委員会においては、当社と同程度の事業規模の企業の動向や調査会社から提示を受けたデータ等を踏まえ、各取締役の報酬について検討を行っております。取締役会は、同委員会の答申内容を尊重し、個人別の報酬等の内容を決定することとしております。「株主との価値共有（または株主との利益共有）」という点におきましては、譲渡制限付株式報酬について、支給額を基本報酬の20%に設定し、定時株主総会後に開催される取締役会で決定し、毎年4月に支給しております。事後交付型業績連動型株式報酬につきましては、ROEの達成状況に応じて支給割合が異なりますが、仮に評価計数が100%の場合は、基本報酬の19%程度となる予定です。

このように、当社の現在の報酬制度は、企業価値の持続的向上を図るインセンティブを与えるとともに、株主の皆様との価値共有を十分に実現することのできる適切なものであって、その水準も妥当と考えられるものであり、現在の株式報酬制度とは別枠で、本株主提案に基づく株式報酬制度を導入することは、会社規模、営業利益水準、当社と同程度の事業規模や関連する業種・業態に属する企業をベンチマークとする報酬水準等からして、現時点において、バランスを欠く過大な報酬枠であると考えられます。

また、本株主提案では、社外取締役および監査等委員である取締役を含めて、譲渡制限付株式報酬制度を導入することが提案されております。しかしながら、当社取締役会は、社外取締役には独立した立場から当社経営への助言や経営陣による業務執行に対する適切な監督を行っていただくことを期待していること、また監査等委員である取締役においても、取締役の業務執行に対する監査を通じて取締役会による経営の監督機能を強化することを期待していることから、これらの者に対して譲渡制限付株式を付与することは独立性を阻害することになりかねないため適切でないと考えております。

以上のことから、当社取締役会は、本議案に反対いたします。なお、本取締役会意見の決議に先立ち、本株主提案に対する意見について指名・報酬諮問委員会に諮問しており、当社取締役会は指名・報酬諮問委員会からの答申を踏まえ、本取締役会意見を決議しております。

2 自己株式取得の件

(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会は、本議案に反対いたします。

(2) 反対の理由

「株主提案1について」4(2)で述べたとおり、当社は、株主の皆様への利益還元を経営の重要課題の一つとして位置づけているところであり、自己株式の取得についても機動的に実施することとしており、2026年度は、10億円を上限とする自己株式取得を実施いたします。

一方、本株主提案は約97億円の自己株式の取得を1年間で行うことを求めています。これは、当社の年間キャッシュフロー水準を大幅に上回る規模となります。当社の基幹事業を継続するための資金に加え、戦略事業、M&A等、成長投資のための機動的資金の必要性を勘案した場合、現在の当社の現金水準は適正なものであり、仮に本株主提案の規模の自己株式の取得を実施することになると、当社の成長投資の財源が損なわれて成長投資を円滑に遂行することに支障が生じ、当社の中長期的成長と企業価値の向上を停滞させることになるだけでなく、財務の安定性をも失わせ、結果として、株主の皆様の中長期的な利益を損なうことになることと認識しております。

以上のことから、当社取締役会は、本議案に反対いたします。

3 社外取締役の員数に関する定款変更の件

(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会は、本議案に反対いたします。

(2) 反対の理由

当社は、取締役等の指名に関する重要な事項の検討にあたり、独立性と客観性を強化し、コーポレートガバナンス体制を一層充実させるため、2016年9月より、委員の過半数を独立社外取締役で構成する指名・報酬諮問委員会を設置しております。指名・報酬諮

問委員会は、コーポレートガバナンス報告書で開示している取締役選任基準およびスキル・マトリックスに基づき、当社の経営戦略に照らし、企業価値向上に寄与する人材を取締役候補者とするよう、取締役会に提案しております。また、当社は、2019年3月より、監査等委員会設置会社へ移行し、取締役会の監査・監督機能を一層強化するとともに、意思決定の迅速化および中長期視点での議論の更なる充実を進めております。社外取締役監査等委員には、毎回の取締役会で発言機会を確保する等により、適法性監査の観点だけでなく、業務執行に対する独立した立場から能動的かつ積極的に意見を述べ、自由闊達な意見表明が行われております。こうした意見を経営に活かすことでガバナンスを一層強化する体制が実現できていると考えております。また、当社取締役会は、毎年、取締役会の実効性評価を実施しており、社内、社外役員からの評価結果を受けて取締役会として課題を認識した上で議論を行い、継続的改善に取り組んでおります。現在、当社の取締役会構成は取締役総数8名中3名（うち女性2名）を独立社外取締役としており、企業経営経験者、弁護士、公認会計士という多様性に富む構成となっております。当社取締役会は、当社の中期経営計画『Vプラン26』を達成するとともに、さらには長期ビジョン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、当社の企業価値の持続的な向上、すなわち株主の皆様の利益につながるものと考えております。過半数の社外取締役を選任するか否かという取締役会の構成については、コーポレートガバナンス・コードにおいても、「業種・規模・事業特性・機関設計・会社を取りまく環境等を総合的に勘案して」決定されるべきとされております。一方で本株主提案のような規定を定款に設けることは、取締役会のあるべき姿の議論や取締役候補者の選択範囲を却って制限し、その時々を経営戦略に基づいて機動的に検討すべき取締役会構成の妨げになると判断しております。

以上のことから、当社取締役会は、本議案に反対いたします。なお、本取締役会意見の決議に先立ち、本株主提案の内容については指名・報酬諮問委員会で審議しております。取締役会は指名・報酬諮問委員会からの答申を踏まえ、取締役会意見を決議しております。ちなみに、株主提案でご指摘のあった「株式アナリストとして高い経験とスキルを持つ人材」の登用に関しましては、筆頭社外取締役 監査等委員である谷保廣氏が公認会計士・税理士に加え、証券アナリスト資格を保有する等、専門性を有しており、多面的な視点で発言をするなど経営に対する助言・監督の職責を果たし、当社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に貢献して頂いております。当社としましては、今後も引き続き、企業価値に資するコーポレートガバナンスの強化に向けて、独立社外取締役の数や比率の向上、企業価値向上に資する適切なスキルセットを含む取締役会構成の在り方について、指名・報酬諮問委員会およびその答申を受けた取締役会において検討を進めていきたいと考えております。

以上

別紙1「株主提案1の内容」

＊提案株主から提出されたものの該当部分を原文のまま記載しております。

1 当社株式の大規模買付行為に関する対応方針（買収への対応方針）廃止の件

（1）議案の要領

2025年3月27日開催の当社第75回定時株主総会において一部改定及び継続が承認された「当社株式の大規模買付行為に関する対応方針（買収への対応方針）」を廃止する。

（2）提案の理由

少数株主保護に万全を期して導入・運用されない限り、買収防衛策は、経営者による「会社の私物化」を可能にし、株主共同の利益をないがしろにする高リスクの経営手段である。当社は、東京証券取引所における最高位の区分であるプライム市場の上場企業であるが、当社株式の株価純資産倍率（PBR）は1倍割れが常態化しており、株主価値を回復する指針が不十分なままに買収防衛策を維持するならば、プライム上場企業としては無論、上場企業の資格そのものが問われる。

PBRの1倍超えは、理論上、株主が期待するリターンである株主資本コストを上回る株主資本利益率（ROE）を生むのが前提条件である。一方で、PBRの1倍割れは、株主資本コストをROEが下回った結果、少数株主保護が尽くされていない証左である。

当社の場合、PBR1倍割れの最大要因として、過剰資本が挙げられる。過剰資本に対応する項目としては、2025年9月末時点で195億円のネット・キャッシュ（現預金と借入金の差額）と政策保有株式を中心とする391億円にものぼる投資有価証券がある。こうした流動性が高いが株主の期待リターンに満たない低採算のネット・キャッシュと投資有価証券の合計は586億円程度と直近の時価総額の約63%に達し、同社の利益剰余金とほぼ一致する。

直近のPBRで0.7倍に過ぎない同社株式の低評価は、キャピタル・アロケーション（資本の再配分）を軽んじて、資本効率の悪化を放置した結果である。2024年2月に発表した中期経営計画「Vプラン26」では、事業ポートフォリオの変革といった3つの重点戦略が掲げられたが、過剰資本を制御し、ROEなどの資本効率を高める議論が不十分である。しかも、2025年2月には、同中期経営計画の業績目標を下方修正した。

当社の過剰資本は、事業リスク以上の資本コストと本業で稼ぐ力を十分に反映しないROEをもたらす。株主が期待するリターンを生み出せないネット・キャッシュと投資有価証券の温存が、資本コストの上昇とROEの低迷をもたらしている。

当社は、ROEや株価が低迷しても経営者が自己保身を図るのに都合の良い手段である買収防衛策を導入しており、コーポレートガバナンス上の問題が生じている。PBRの1倍割れを長年にわたって放置する姿勢に鑑みるに、少数株主を軽視している、と言わざるを得ない。

当社が中期経営計画を発表した2024年2月14日以降、当社株式のPBRは1倍割れが続き、東証株価指数（TOPIX）にアンダーパフォームした（2026年1月9日時点）。買収防衛策は、業績や株価が低空飛行しても、経営者が自己保身を図るのに都合の良い手段であるからこそ、多くの機関投資家はその導入・継続に反対する。当社においては、PBRの

1 倍割れを長年看過し、「Vプラン26」においてもPBRを1倍に回復する期限を設定していない。それだけに、経営者による自己保身の意図が垣間見られる。

経済産業省が2023年8月31日に公表した「企業買収における行動指針」においては、買収防衛策に関して、「会社としては、対応方針の導入を検討するのであれば、まずもって平時から企業価値を高めるための合理的な努力を貫徹するとともに、それが時価総額に反映されるよう取り組むことが求められる」（企業買収における行動指針33-34頁）としているが、当社の低迷している株価からすると、当社では企業価値を高めるための合理的な努力とそれを時価総額に反映させる取組が達成されているとはいえない。

東京証券取引所が2023年1月30日に公表した「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理」では、「我が国においては、経営者が資本コストや株価を意識していないケースが多く、経営者の意識改革やリテラシー向上、企業経営における自律性の向上が必要」、「まずは、経営者に対して、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額の評価を行ったうえで、必要に応じて、改善に向けた方針や具体的な取組などを開示することを促していくことにより、それをきっかけとした対話の促進や、経営者のリテラシー向上を図っていくことが考えられる」とした上で、「特に、継続的にPBRが1倍を割れている（すなわち、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは、資本コストを上回る資本収益性を達成しているものの将来の成長性が投資者から十分に期待されていないと考えられる）会社に対しては、改善に向けた方針や具体的な取組などの開示を求めていくべき」としている。

当社経営陣が危機感を持ってPBR1倍割れの解消を希求し、過剰資本の解消策を早期に打ち出すためには、買収防衛策の廃止が「改善に向けた方針や具体的な取組」の第一歩となる。株主は、株主価値を高めることを目指す経営者を望んでいるのであるから、経営者を律するべく、買収防衛策は廃止するべきである。

2 定款一部変更（政策保有株式の売却）の件

（1）議案の要領

当社の定款に以下の章及び条文を新設する。なお、本定時株主総会における他の議案（会社提案にかかる議案を含む。）の可決により、本議案として記載した章及び条文に形式的な調整（条文番号のずれの修正を含むが、これらに限られない。）が必要となる場合は、本議案に係る条文を、必要な調整を行った後の条文に読み替えるものとする。

（下線は変更部分を示します。）

現行定款	変更案
（新設）	<u>第8章 政策保有株式の売却</u> <u>（政策保有株式の売却）</u>
	<u>第39条 当社は、2028年12月31日までに、政策保有株式の全てを処分するものとする。</u>

（２）提案の理由

買収防衛策の導入・更新を可能とするような安定株主工作及び恣意的な益出しの手段として機能する政策保有株式は、少数株主の観点からは、経営者の規律付けを無為にする弊害でしかない。当社の第75期（2024年1月1日～同12月31日）有価証券報告書によれば、2024年12月末時点で約324億円もの政策保有株式を保有し、2025年9月末時点の純資産の24%に達する。当社は中期経営計画「Vプラン26」にて、2026年12月末までに純資産対比で政策保有株式の額を20%未満にする目標を掲げているが、「20%」という閾値は理論的に算出された数字ではなく、議決権行使助言会社による経営陣への「反対」推奨を避け、買収防衛策の更新を可能とするような安定株主工作が維持できる水準であると推定される。

第75期有価証券報告書の政策保有株式の保有目的等に関する記載では、「定量的な保有効果については記載が困難であります、成長性・収益性・取引関係強化等の観点から、保有意義及び経済合理性を検証した結果、取締役会において保有継続の妥当性を確認しております」という完全にテンプレート化した抽象的な文言がひたすら並んでおり、真摯に政策保有株式の保有目的等を説明する姿勢が見受けられない。

政策保有株式は、リターンの割にはボラティリティの高い非コア資産である。経済産業省が2014年8月に公表した「『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト」（伊藤レポート）が提言・推奨するように、上場企業には、「目指すべきROE水準と資本コストへの認識を高める」（同13頁）ことが求められているが、当社の政策保有株式は事業リスク以上の資本コストと本業で稼ぐ力を十分に反映しない過小評価のROEをもたらす。

そもそも、同社は日本株運用のプロではない事業会社である。運用の専門家ではない当社が時価総額の約35%に匹敵する投資額を市場リスクにさらすのは甚だ非合理的であり、政策保有株式はゼロとするべきである。当社の少数株主が期待リターンを得るために取るべきリスクは、当社の優れた開発力とものづくり技術が発揮できる住宅設備機器事業のリスクであり、当社の日本株運用リスクではない。

そこで、当社の政策保有株式の縮減を速やかに実施させるべく、一定の期限までに政策保有株式の全てを処分することを当社に義務付ける旨の定款規定を設けることを提案するものである。当社の政策保有株式の流動性を鑑みるに、約3年間という売却期間は十分である。

3 定款一部変更（取締役報酬の個別開示）の件

（１）議案の要領

当社の定款に以下の条文を新設し、現行定款第29条以降を各々1条ずつ繰り下げる。なお、本定時株主総会における他の議案（会社提案にかかる議案を含む。）の可決により、本議案として記載した条文に形式的な調整（条文番号のずれの修正を含むが、これらに限られない。）が必要となる場合は、本議案に係る条文を、必要な調整を行った後の条文に読み替えるものとする。

(下線は変更部分を示します。)

現行定款	変更案
(新設)	<u>(取締役報酬の個別開示)</u> <u>第29条 取締役の報酬については、毎年、事業報告及び有価証券報告書において、個別に報酬額、内容及び決定方法を開示する。</u>

(2) 提案の理由

当社は、不適切に導入・運用されれば、経営者による「会社の私物化」を可能にし、株主共同の利益をないがしろにする手段として機能する、買収防衛策を導入している。さらには、当社の株価はPBRの1倍割れが続いており、株主価値向上の指針が不十分なままに買収防衛策を維持するならば、上場の意義そのものが問われる。買収防衛策は、業績や株価が低迷し、PBRが1倍を割れても、経営者が自己保身を図るのに都合の良い手段であるからこそ、多くの機関投資家がその導入・継続に反対する。

経済産業省が2023年8月31日に公表した「企業買収における行動指針」においては、買収防衛策に関して、「会社としては、対応方針の導入を検討するのであれば、まずもって平時から企業価値を高めるための合理的な努力を貫徹するとともに、それが時価総額に反映されるよう取り組むことが求められる」（企業買収における行動指針33-34頁）としているが、当社の低迷している株価からすると、当社では企業価値を高めるための合理的な努力とそれを時価総額に反映させる取組が達成されているとはいえない。

また、企業買収における行動指針では、「対抗措置の発動時に必ず株主総会に諮る設計とすること」を機関投資家との目線を合わせる方策の1つとして例示（企業買収における行動指針34頁）しているにもかかわらず、買収防衛策の発動権限を原則として取締役会に付与する当社買収防衛策を継続するのは、当社経営者による自己保身が主目的であると判断せざるを得ない。

当社は、買収防衛策を導入しているという点で、重大なコーポレートガバナンス上の問題が生じているうえ、PBR1倍割れが長期化しているため、キャピタル・アロケーションの施策を改善する必要がある。対して、取締役の個別の報酬は、取締役会が当社の直面する課題をどのように評価し、それを個別の取締役の報酬にどのように反映しているかを示しており、コーポレートガバナンスとキャピタル・アロケーションの問題の原因を明らかにする役割を果たす。

買収防衛策導入に加えて、PBRの1倍割れを放置する当社の取締役会においては、当社が抱えるコーポレートガバナンス上の問題を改善する役割を果たし、業績面でも経営陣に責任感を持たせることが期待できない。よって、株主がより積極的に牽制を効かせることができるような環境を整えるべく、取締役報酬の個別開示を当社に義務付ける旨の定款規定を設けることを提案するものである。

当社が2025年7月に開示した「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」によれば、「当社の代表取締役および業務執行取締役の報酬は、基本報酬（月例報酬）、業績連動

型年次現金賞与、譲渡制限付株式報酬および事後交付型業績連動型株式報酬の4つで構成します。」とある。基本報酬は、「役位、職責および在任年数に応じて、基準となる額を設けます。取締役会が、指名・報酬諮問委員会の審議結果に基づき、当該事業年度の各取締役の個人業績評価を行い、その結果を反映して、個人別支給額を決定いたします。」、業績連動報酬である年次現金賞与の額については、「企業価値および業績の向上に対する貢献意識を高めることを目的に、経済情勢や当社の事業環境等を踏まえ、親会社株主に帰属する当期純利益の1%を上限として、業績に応じて支給額の総額を決定することといたします。個別の支給額については、役位別に定められた比率に応じて決定いたします。」、譲渡制限付株式報酬については、「株価変動のメリットとリスクを株主の皆様と共有し、株価上昇および企業価値向上への貢献意欲を高めるため、一定の譲渡制限期間および当社による無償取得事由等の定めに服する当社普通株式（譲渡制限付株式）として割り当てることといたします。個人別の割当株式数は、基本報酬の20%相当となるよう設定いたします。」、事後交付型業績連動型株式報酬は、「取締役会が定める評価期間において数値目標を設定し、当該数値目標の達成割合等に応じて当社普通株式（譲渡制限付株式）を割り当てることといたします。個人別の割当株式数は、取締役の役位ごとに設定した基準交付ユニット数に数値目標等の達成度に応じた評価係数を乗じて得られる評価後交付株式数に、各取締役の役務提供期間比率を乗じて決定いたします。」とあるが、金額とその算出方法、基準となる具体的な業績指標が明示されていない。そもそも、ROEといった資本効率が達成すべき数値目標に入っているかが不透明であり、取締役のインセンティブが株主の利益（特に少数株主の利益）とどのように連動しているのかを公表資料から窺い知ることができない。

コーポレートガバナンス・コードは、「原則4-2. 取締役会の役割・責務（2）」の補充原則4-2①において、「取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。」と定めているが、当社の取締役の報酬制度は、株主共同の利益に資する仕組みとはなっていない可能性が高い。

そこで、株主及び株式市場が当社経営陣のパフォーマンス及び当社のコーポレートガバナンスの問題を適切に評価することができる環境を整えるため、取締役の報酬の個別開示を当社に義務付ける旨の定款規定を設けることを提案するものである。

4 剰余金の処分の件

（1）議案の要領

剰余金の処分を以下のとおりとする。

本議案は、本定時株主総会において当社取締役会が剰余金の処分の件を提案する場合には、同提案とは独立して追加で提案するものである。

ア 配当財産の種類

金銭

イ 1株当たり配当額

金169円から本定時株主総会に当社取締役会が提案し本定時株主総会において承認された当社普通株式1株当たりの剰余金配当額を控除した金額（本定時株主総会において当社取締役会が剰余金の処分の件を提案しない場合には金169円）

ウ 配当財産の割当てに関する事項及びその総額

当社普通株式1株につき上記イの1株当たり配当額（配当総額は、1株当たり配当額に2025年12月31日現在の当社発行済み普通株式総数（自己株式を除く。）を乗じて算出した金額）

エ 剰余金の配当が効力を生じる日

本定時株主総会の日

オ 配当金支払開始日

本定時株主総会の日翌営業日から起算して、3週間後の日

（2）提案の理由

中期経営計画「Vプラン26」において、当社は2026年12月期にROE 6 %を目指しており、同 6 %水準が当社の株主資本コストであると認識している。一方で、PBRが1倍を割り込んでいるのが実態であり、時価総額に比して大きな額のネット・キャッシュや投資有価証券が資本コストを押し上げ、資本効率を悪化させている公算が大きい。そこで、株主資本の肥大化がさらに膨らみ、PBR 1倍割れが恒常化することで、企業・株主価値が毀損し続けるリスクを勘案するならば、当社の資本効率が悪化し続ける悪循環に歯止めをかけるべく、抜本的な株主還元に踏み切ることこそが、少数株主保護に資する。

提案した1株当たり169円の配当額は、2025年9月末時点の連結純資産（非支配株主持分を除く）配当率（DOE）6 %と一致する。当社は中期経営計画「Vプラン26」にてDOEを2.5 %と定めているが、PBRが1倍を割り込んでいる現状においては、DOEを当社が認識する株主資本コスト水準である6 %に引き上げることがPBRの1倍割れ解消につながる。

東京証券取引所が2023年1月30日に公表した「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理」では、「我が国においては、経営者が資本コストや株価を意識していないケースが多く、経営者の意識改革やリテラシー向上、企業経営における自律性の向上が必要」、「まずは、経営者に対して、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額の評価を行ったうえで、必要に応じて、改善に向けた方針や具体的な取組などを開示することを促していくことにより、それをきっかけとした対話の促進や、経営者のリテラシー向上を図っていくことが考えられる」とした上で、「特に、継続的にPBRが1倍を割れている（すなわち、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは、資本コストを上回る資本収益性を達成しているものの将来の成長性が投資者から十分に期待されていないと考えられる）会社に対しては、改善に向けた方針や具体的な取組などの開示を求めていくべき」とした。

東京証券取引所が同日に公表した「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」でも、「経営陣や取締役会において、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額の評価を議論のうえ、必要に応じて改善に向けた方針や具体的な取組、

その進捗状況などを開示することを要請」するとしている。

したがって、本提案は東京証券取引所の一連の要請の精神に則った内容である。

5 自己株式の取得の件

(1) 議案の要領

会社法156条1項の規定に基づき、本定時株主総会終結のときから1年以内に当社普通株式を、株式総数372万3000株、取得価格の総額76億8000万円（ただし、会社法により許容される取得価額の総額（会社法461条に定める「分配可能額」）が当該金額を下回るときは、会社法により許容される取得価額の総額の上限額）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) 提案の理由

時価総額に対して不釣り合いに大きい過剰流動性や過剰資本を放置したままでは、株主資本コストにROEが劣後する非効率的な資本配分を是正できないため、PBRの1倍割れが半ば恒久化する可能性が高い。対して、当社の過去10年間の平均ROEは約2.3%に過ぎず、当社の株主価値及び企業価値は毀損され続けてきた。

よって、抜本的な自社株買いが必要となる。上述のとおり、ネット・キャッシュや本業に資さない投資有価証券が時価総額の6割超あるため、自己株式の取得原資は十分にある。提案した株式総数は、当社株式の過去1年の売買高の15%に相当し、流動性の観点からしても、市場が十分に吸収できる合理的な水準である。

東京証券取引所が2023年1月30日に公表した「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理」では、「我が国においては、経営者が資本コストや株価を意識していないケースが多く、経営者の意識改革やリテラシー向上、企業経営における自律性の向上が必要」、「まずは、経営者に対して、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額の評価を行ったうえで、必要に応じて、改善に向けた方針や具体的な取組などを開示することを促していくことにより、それをきっかけとした対話の促進や、経営者のリテラシー向上を図っていくことが考えられる」とした上で、「特に、継続的にPBRが1倍を割れている（すなわち、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは、資本コストを上回る資本収益性を達成しているものの将来の成長性が投資者から十分に期待されていないと考えられる）会社に対しては、改善に向けた方針や具体的な取組などの開示を求めていくべき」とした。

東京証券取引所が同日に公表した「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」でも、「経営陣や取締役会において、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額の評価を議論のうえ、必要に応じて改善に向けた方針や具体的な取組、その進捗状況などを開示することを要請」するとしている。

よって、本提案は東京証券取引所の一連の要請の精神に則った内容である。

以上

別紙2「株主提案2の内容」

＊提案株主から提出されたものの該当部分を原文のまま記載しております。

第1 提案する議題

- 1 譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬額改定の件
- 2 自己株式取得の件
- 3 社外取締役の員数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 譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬額改定の件

(1) 議案の要領

譲渡制限付株式付与のための金銭報酬債権を付与するため、譲渡制限付株式報酬制度（以下「本制度」という。）の対象となる取締役（監査等委員である取締役を除く。）に対する報酬額を、基本報酬の報酬額年額とは別に、年額総額2億円以内、付与株式数の上限100,000株と設定し、また、譲渡制限付株式付与のための金銭報酬債権を付与するため、本制度の対象となる監査等委員である取締役に対する報酬額を、基本報酬の報酬額年額とは別に、年額総額20百万円以内、付与株式数の上限10,000株と設定する。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。

(2) 提案の理由

2024年3月28日開催の当社の第74回定時株主総会で、取締役（社外取締役および監査等委員である取締役を除く）に対する事後交付型業績連動型株式付与のための報酬額として年額総額80百万円以内が決議されていますが、この金額は極めて小さく、また、対象取締役から社外取締役および監査等委員である取締役を除外しており、譲渡制限付株式報酬制度の目的である取締役と株主との価値共有が十分に図られているとは言えません。

当社の第75期（2024年1月1日から2024年12月31日まで）の付与実績を見ても、固定報酬189百万円に対し、譲渡制限付株式報酬は39百万円相当となっており、固定報酬の20.63%しかありません。このペースでは、取締役と株主との価値共有を図るために効果的な株式報酬の目安とされる固定報酬の3倍相当に到達するまで、約15年かかることになります。取締役と株主との価値共有を図る目的から、譲渡制限付株式報酬は取締役の在任中に付与されなければ意味がありませんが、在任期間15年を前提とすることは出来ないため、より短期間で一定規模の付与がなされる必要があります。

また、当社は、譲渡制限付株式報酬制度に係る株式保有ガイドラインを策定し、役員による在任中の自社株式取得目標を、固定基本報酬の3倍相当と定めるとともに、当社が東京証券取引所に提出するコーポレート・ガバナンス報告書で役員個人別自社株式取得状況を開示すべきと考えます。

2 自己株式取得の件

(1) 議案の要領

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、貴社普通株式を、株式総数4,855,000株、取得価額の総額金9,710,000,000円を限度として、金銭の交付をもって取得することとする。

(2) 提案の理由

当社の株価は2025年の間徐々に上昇傾向にありましたが、PBRは1倍に届いていません。また、当社は約292億円の現金に加えて約347億円の政策保有株式を抱えており、資本効率が不十分です。そこで、更なる当社の株主還元の拡充および資本効率の向上を図るため、当社が発行済株式総数の約10%を自己株式として取得し、会社法第178条に基づき消却する施策を採用すべきと考えます。

3 社外取締役の員数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20条を下記の通り変更する。

変更前	変更後
(員数) 第20条 当社の取締役（監査等委員である取締役を除く。）は8名以内、監査等委員である取締役は4名以内とする。 <u>2 (新設)</u>	(員数) 第20条 当社の取締役（監査等委員である取締役を除く。）は8名以内、監査等委員である取締役は4名以内とする。 <u>2 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>

(2) 提案の理由

コーポレートガバナンス・コード原則4-8は、「独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、プライム市場上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも3分の1以上選任すべきである。また、上記にかかわらず、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、過半数の独立社外取締役を選任することが必要と考えるプライム市場上場会社は、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。」と規定しています。また、コーポレートガバナンス・コード原則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会に適切に反映させること」を挙げています。

当社は、取締役8名のうち社外取締役は3名となっており、3分の1以上の要件を充

たしているものの、より積極的に取締役の過半数を社外取締役とすることで、資本効率を上げ、株主還元を図り、当社の持続的な成長と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ことができると考えます。

また、社外取締役の人数のみならず、社外取締役の資質についても、当社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に寄与することができる人材が必要であり、この点、高度の経験とスキルを有する株式アナリストの登用を検討すべきと考えます。

「株式アナリストとして高い経験とスキルを持つ人材」の登用は、外部投資家・株主の目線を取締役会にもたらすと同時に、健全なリスクテイクを通じた企業価値向上に資する効果的な手段と考えます。本来、上場企業を取締役会と投資家・株主は企業価値の長期的な向上という同じ目標を共有しながら、不幸にも日本においては両者が対立的な構図でとらえられることも少なくありません。上述の経験・スキルを持つ取締役が取締役会の議論・意思決定に参画することは、健全なリスクテイクと資本配分、そして市場とのより良いコミュニケーションを通じて取締役会と株式市場の関係を本来の建設的なものにすると考えます。しばしば銀行出身者や会計士が取締役のスキルマトリックスのファイナンス部分を担うと説明されますが、「健全なリスクテイク」を促す観点からは会計や負債市場の専門性だけでは不十分であり、そこにエクイティ市場の専門家を登用する意義があるものと考えます。

以上