



2022年5月12日

各位

会社名 天馬株式会社
代表者名 代表取締役社長 廣野 裕彦
(コード：7958、東証プライム)
問合せ先 取締役 総務・財務経理担当
兼 総務部長 則武 勝
(TEL. 03-3598-5511)

株主提案権行使に関する書面の受領及び
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

1. 取締役会意見の概要

当社は、2022年6月23日開催予定の第74期定時株主総会における議案について、当社株主であるLIM JAPAN EVENT MASTER FUNDより株主提案権を行使する旨の書面を受領していましたが、本日開催の取締役会において、本株主提案に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。

① 提案株主

株主名： LIM JAPAN EVENT MASTER FUND

② 提案のあった議題

- (1) 定款一部変更（資本コストの開示）の件
- (2) 自己株式取得の件

③ 議案の要領及び提案の理由

別紙記載のとおり

なお、別紙「議案の要領及び提案の理由」は、提案株主から提出された株主提案に係る書面の該当部分を原文のまま掲載しております。

2. 当社取締役会意見

① 提案1. 定款一部変更（資本コストの開示）の件

(1) 当社取締役会の意見

当社取締役会としては、本議案に反対いたします。

(2) 反対の理由

当社は、当社の資本効率の状況を適時に把握し、経営上の重要な指標として認識する必要があると考えており、2021年に策定した第3次中期経営計画においても、当社を取り巻く経営環境を踏まえ、ROE、ROICともに9%以上を長期目標とする旨、及び、新規投資においては、資本コストを意識し、ROIC向上を念頭に置きながら規律ある投資判断を行う旨を公表することで、対外的なコミットメントを行っております。

そして、これを踏まえ、当社取締役会においては、当社の経営上の重要な指標として認識すべき資本コストを当社が置かれた経営環境等を踏まえて適切に把握した上で、事業上の各局面において、当社の中長期的な企業価値向上を前提に、当該資本コストを勘案した意思決定を行うことにより、規律ある資本配分に取り組んでおります。なお、当社取締役会においては、現在の当社を取り巻く経営環境等を踏まえた場合、8%が経営上認識すべき資本コストの水準になると考えております。

本議案は、コーポレートガバナンスに関する報告書において、報告書提出日から遡り1か月以内に当社が把握している資本コストをその算定根拠とともに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、当社としましては、資本コストの開示については、公表することの要否、時期、方法等を含め、取締役会において当社が置かれた経営環境等を踏まえて慎重に検討した上で、その都度決定すべき事項であると考えており、一様に開示する旨を会社の根本規則である定款に規定することは不相当であると考えております。

また、提案株主の引用するコーポレートガバナンス・コードの原則5-2は、資本コストの数値やその算定根拠の開示を求めるものではありません。当社としましては、資本コストの数値やその算定根拠を一様に開示すること自体が重要なのではなく、上記コーポレートガバナンス・コードの原則の趣旨を踏まえて、当社が経営上の重要な指標として認識した資本コスト等を勘案した上で策定した中長期的な事業戦略について、その都度必要に応じて株主との対話の中で説明していくことが重要であると認識しております。

以上の理由により、当社取締役会としては、本議案に反対いたします。

② 提案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、本議案に反対いたします。

(2) 反対の理由

当社は、当社の資本効率の状況を適時に把握し、経営上の重要な指標として

認識する必要があると考えており、自己株式の取得を含む株主還元の強化を重要な施策の一つとして位置づけております。2021年に策定した第3次中期経営計画においても配当政策として株主資本配当率を2.5%以上とする旨を定めて実施している上、自己株式取得についても長期的に総額100億円規模での実施（2020年8月7日の取締役会決議に基づき実施された分を含む）を目標として掲げております。

これまでも、当社は、資本効率の向上等を目的として、

- ・ 2020年8月7日の取締役会決議に基づく取得株数の総数921,300株、取得価額の総額約19億円の自己株式取得
- ・ 2021年8月6日の取締役会決議に基づく取得株数の総数750,000株、取得価額の総額約20億円の自己株式取得

を実施し、2020年8月以降2022年3月末までに取得株数の総数1,671,300株、取得価額の総額約39億円の自己株式取得を実施しております。当社としましては、今後も、株式市場の状況や当社を取り巻く経営環境及び投資戦略に要する資金規模等も考慮しつつ、経営上合理的な範囲で継続的な自己株式取得を実施する予定であり、現に、2022年5月12日付「自己株式取得に係る事項の決定に関するお知らせ」において公表しましたとおり、同日開催の取締役会において取得株数の総数50万株（上限）、取得価額の総額10億円（上限）の自己株式取得に係る事項について決議しております。

これに対し、本議案は、単年度で取得株数の総数1,924,400株（当社発行済株式総数の約8%）、取得価額の総額にして約42億円の自己株式取得の実施を提案するものですが、当社株式の流動性に鑑みれば、単年度でかかる規模の自己株式取得を実施することによる株式市場への影響は無視しうるものではなく、かえって、当社株主にとっての利益とならない価格での自己株式取得となる懸念があります。また、取得価額の総額についても、当社は、取締役会において株式市場の状況や当社を取り巻く経営環境及び投資戦略に要する資金規模等も考慮した上で、第3次中期経営計画における長期目標として100億円を定めており、かかる目標に従って自己株式取得について計画・実施していくことこそが、当社の中長期的な企業価値向上、ひいては株主の利益に資すると考えております。提案株主がブルームバーグ情報端末が示す株主資本コストに達するためとして機械的に算定した約42億円の規模での自己株式取得は、当社を取り巻く経営環境や投資戦略を何ら考慮しないものであって、当社の中長期的な企業価値向上を顧みないものであると考えております。

このように、自己株式取得の実施の是非・規模・タイミングは、当社株式の流動性は勿論、当社の中長期的な企業価値向上に向けた各種施策における規律ある投資と内部留保の必要性の勘案、及び継続的な株主還元のバランスの観点

から検討・決定されるべきものであり、当社としましては、このような考慮を
欠く本議案に係る提案は不適當と考えております。

以上の理由により、当社取締役会としては、本議案に反対いたします。

以上

別紙「議案の要領及び提案の理由」

※提案株主から提出された株主提案に係る書面の該当部分を原文のまま掲載しております。

第2 議案の要領及び提案の理由

1. 定款一部変更（資本コストの開示）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。

(下線は変更部分を示します。)

現行定款 (新設)	変更案
	第八章 株主資本コストの開示 (株主資本コストの開示) 第 35 条 当社は、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に関する報告書において、当該報告書提出日から遡り 1 箇月以内において当社が把握する株主資本コストを、その算定根拠とともに開示するものとする。

(2) 提案の理由

創業時の資金調達における苦い経験から、当社は現預金をため込む企業文化が根強く、上場して信用力が高まった後も内部留保の蓄積が続いた。当社は、約 274 億円に相当する現預金（2021 年 12 月末時点）に加え、35 億円ほどの株式を中心とする有価証券（2021 年 3 月末時点）を抱えている。こうした本業に資することのない、換金性は高いがリターンの低い運用資産の合計額は約 310 億円近くに達し、2022 年 4 月 15 日終値時点の時価総額約 486 億円の約 64%にも達する。

当社の自己資本比率は 2021 年 12 月末現在で 78%と高い水準にあるが、積み上がり続けたキャッシュは、過剰に株主資本を膨らませ、結果的に資本コストを上昇させる。このため、当社の株価は解散価値である株価資産倍率（PBR）1 倍に相当する水準を慢性的に下回っており、これは、ROE が投資家の求める水準、換言するならば、株主から見た資本コスト（株主資本コスト）に達していないことを意味する。

当社は昨年末、東京証券取引所の新市場区分として「プライム市場」を選択・申請することを決めたが、「極上」を意味する「プライム」を冠するためには、資本効率の改善が不可欠である。そこで、当社の今後の経営課題は、キャピタル・アロケーション（資産の配分）に移るが、その有効な物差しが、株主資本コストとなる。

当社は、2021 年 5 月 13 日に第 3 次中期経営計画を発表し、投資戦略・資本政策について、「新規投資においては、資本コストを意識し、ROIC 向上を念頭に置きながら、規律ある投資判断を行う」と宣言する。よって、当社が宣言どおりの経営を行っているかを判断するために資本コストを開示することは、株主共同の利益に資する。

東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コードでは、「原則 5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表」において、「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。」と定められている。

そこで、当社においても、「収益力・資本効率等に関する目標」として、株主資本コスト

を「提示」し、「その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主にわかりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべき」である。これにより、当社と株主の間での対話が活性化され、当社株式の市場における低い評価の改善を目指すことができる。

2. 自己株式取得の件

(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 1,924,400 株、取得価額の総額 41 億 9712 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場合は、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

過剰資本の「是正」が当社のキャピタル・アロケーションの喫緊の課題である。日本の株式市場に投資する機関投資家の多くが使用しているブルームバーグ情報端末が示す株主資本コストは直近 4 月 15 日時点で 12.3%である。一方で、当社の過去 10 年間の平均 ROE は 4%に過ぎず、当社の株主価値は毀損され続けてきた。

当社の自己資本比率は 2021 年 12 月末現在で 78%と高い水準にある。今後も過年度並みの利益規模が継続し、仮に 100%の配当性向を続けたとしても、過剰資本と上述したような低リターン・キャッシュなどが温存されたままでは、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。

よって、配当金支払と自社株買いを合わせた総株主還元額の時価総額に占める割合が、少なくとも 12.3%ある株主資本コストに達しなければ、PBR の 1 倍割れが継続する可能性が高い。

当社は、2022 年 3 月期に 1 株当たり 80 円を株主に配当する見通しである。これは、当社の 4 月 15 日時点の時価総額の 3.7%に相当する。総株主還元額の時価総額に占める割合が株主資本コストの 12.3%に達するためには、時価総額の 8.6%に相当する自社株買いが必要となるが、上述のとおり、現預金や保有株式の価値が時価総額の約 64%もあるため、自己株式の取得原資は十分過ぎるほどある。そこで、上記（1）に記載のとおり、時価総額の 8.6%に相当する、株式総数 1,924,400 株、取得価格の総額 41 億 9712 万円を限度として、当社普通株式を金銭の交付をもって取得することを提案する。