



2024年5月15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、東証プライム市場)  
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、2024年6月26日開催予定の第76期定時株主総会(以下「本定時株主総会」といいます。)における議案について、当社株主であるLIM Japan Event Master Fund(以下「本提案株主」といいます。)より株主提案権を行使する旨の2024年4月17日付「株主提案書」を受領しておりましたが、本日開催の取締役会において、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) 剰余金の処分の件

(2) 定款一部変更(取締役(社外取締役および非業務執行取締役を除く。)報酬の個別開示)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、本提案株主から提出された本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. 剰余金の処分の件

#### (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しており、利益還元強化を重要な施策の一つとして位置付けております。2019年2月8日付け「配当方針の変更及び配当予想の修正（増配）に関するお知らせ」および2020年8月7日付け「当社企業価値向上に対する考え方についてのお知らせ」にてお知らせしましたように、配当政策として、連結株主資本配当率（DOE）を2.5%以上とする旨を定め実施することに加え、資本政策の強化として、自己株式取得について長期的に総額100億円規模での実施を目標として掲げ、継続的な自己株式取得を実施して参りました。これらの施策の実施により、当社における過去3年間の総還元性向の平均は、100%を超える高い水準となっております。

当社は、今後も、利益還元の充実を経営課題の一つとして位置づけ、剰余金の配当については、継続的かつ安定的な実施を基本方針として、持続的成長につながる事業継続投資の為の資金確保と、株主の皆様への利益還元との最適なバランスをとることにより効率的なキャピタル・アロケーションの実現を追及して参る予定です。

当社は、本定時株主総会で当社から提案する剰余金処分の議案において、2024年3月期の期末配当の1株当たりの配当額を42円とすることを提案させていただく予定です。この議案が可決されれば、2024年度の通期の1株当たりの配当額は82円となり、持続的成長につながる事業継続投資のための資金確保を図りつつ、配当政策として掲げた連結株主資本配当率（DOE）2.5%を達成した安定的な配当を行うことができます。

他方、本議案は、2024年3月期の期末配当の1株当たりの配当額を98円、総額として約21億円規模の剰余金の処分を提案するものであります。このような本議案は、当社を取り巻く経営環境や投資戦略に基づく手元資金確保の必要性を考慮せずに過大な配当を実施することを求めるものであり、剰余金の配当については継続的かつ安定的な実施を基本とする当社の方針とも整合せず、ひいては中長期的な企業価値向上および株主共同の利益につながらないものと考えます。

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. 定款一部変更（取締役（社外取締役および非業務執行取締役を除く。）報酬の個別開示）の件

（1）当社取締役会の意見

当社取締役会としては、本議案に反対いたします。

（2）反対の理由

当社は、取締役の指名、報酬等の決定に係る取締役会の機能の独立性および客観性を担保し、取締役会の説明責任を果たすため、過半数の独立社外取締役によって構成され、委員長が独立社外取締役である任意の指名・報酬委員会による提案を踏まえて、監査等委員でない取締役の個人別の報酬等の決定方針を決定しており、その概要は以下のとおりです。また、監査等委員でない取締役の個人別の報酬等の内容については、指名・報酬委員会において当該方針に沿うものであることを確認した上で、取締役会において決定しております。

「監査等委員でない取締役（社外取締役および非業務執行取締役を除く。）の報酬等」

監査等委員でない取締役（社外取締役および非業務執行取締役を除く。）の報酬等は、「基本報酬（現金報酬）」および「株式報酬（自社株報酬）」により構成されます。

個人別の報酬等における「基本報酬（現金報酬）」および「株式報酬（自社株報酬）」の割合は、各人の報酬等が全体として適切なインセンティブとして機能するように決定します。

個人別の報酬等の内容の決定の全部は、株主総会決議でご承認を得た範囲内で、取締役会から諮問を受けた任意の指名・報酬委員会（構成員の過半数が独立社外役員）において作成した原案を取締役に答申し、取締役会が審議の上で決定します。

以上のとおり、当社における取締役の報酬制度と個人別報酬額の決定については、指名・報酬委員会による適切な関与のもと、当該報酬が、当社の企業価値向上を図るインセンティブとして機能し、ひいては株主共同の利益に資するよう設計されているものであり、また適切な割合の株式報酬（自社株報酬）を付与することを通じて少数株主の皆様との利益とも連動することが企図されております。

また、当社は法令の定めに従って役員区分ごとに報酬等の総額等および対象となる役員の員数について、毎期の事業報告書、有価証券報告書、およびコーポレート・ガバナンス報告書に適正に開示しておりますが、当社役員には、個

人別の連結報酬等の総額が1億円以上となるものがないため、法令に則り有価証券報告書において個人別報酬額を開示しておりません。

当社取締役会といたしましては、本提案株主が求める取締役の個人別報酬額の開示を義務付ける規定は、そもそも会社の根本規範である定款になじまないものである上、当社においては上記のとおり適切な報酬決定制度が整えられており、法令に従って報酬等に係る適正な開示が行われておりますので、かかる規定を定款にあらためて記載すべきとは考えておりません。

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」

※本提案株主から提出された本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. 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98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98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2024年3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ずる日

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

当社株式の株価純資産倍率（PBR）は1997年以来、解散価値である1倍を下回り、2024年4月10日時点で0.6倍にも満たない。現預金をため込む創業来の企業文化から抜け切れておらず、上場して信用力が高まった今日も内部留保の蓄積が続いているためである。当社の自己資本比率は2023年12月末時点で79%と高い水準にあり、資本効率の改善が不可欠である。

低い資本効率の主因は貯め込んだ現預金にある。当社は、現預金から借入金を引いた約260億円の連結ネット・キャッシュ（2023年12月末時点）のみならず、約40億円の上場株式（2023年3月末時点）を保有する。こうした本業に資することのないネットの運用資産の合計額は約300億円に及び、2024年4月10日時点の時価総額のほぼ3分の2にも達する。

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、株主資本コストを上昇させる。株主資本の肥大化がさらに膨らみ、PBR1倍割れが長期化することで、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、抜本的な株主還元を踏み切ることこそが、少数株主保護に資する。

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」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」とするが、当社の経営陣は積み上がったキャッシュによって、株主資本利益率（ROE）が株主資本コストを下回る状態を放置しているのが現状である。当社は、2.5%の株主資本配当率（DOE）を導入しているが、PBR低迷の長期化を鑑みるに、不十分であると言わざるを得ない。

そこで、少なくとも100%の配当性向が必要となり、上記（1）に記載のとおり、2024年3月期の当社業績見通しの1株当たり当期純利益に相当する、1株当たり138円か

ら中間配当の 40 円を引いた 98 円を株主に配当するよう提案するものである。提案する 1 株当たり配当額は、通期換算で約 3.5%の DOE に相当し、推計される当社の株主資本コスト、ひいては、国際的なリスクフリー・レートで 4%半ばある米国債 10 年物利回りをも下回る水準である。

## 2. 定款一部変更(取締役(社外取締役および非業務執行取締役を除く。)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 26 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)	(取締役(社外取締役および非業務執行取締役を除く。)報酬の個別開示) 第 26 条 取締役(社外取締役および非業務執行取締役を除く。)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。

### (2) 提案の理由

当社の経営陣がここまで長期にわたって資本効率の悪化を放置してきたのは明白な少数株主軽視であり、コーポレートガバナンス上の問題が生じている。対して、取締役の個別報酬は、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。

PBR の 1 倍割れや政策保有株式の肥大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、資本効率改善や少数株主保護の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 2024 年 4 月に開示した「コーポレートガバナンス報告書」によれば、「監査等委員でない取締役(社外取締役および非業務執行取締役を除く。)の報酬等は、次に掲げる「基本報酬(現金報酬)」および「株式報酬(自社株報酬)」により構成されます」とある。基本報酬は、「固定の金銭報酬として、前期の業績や各取締役の職責・貢献等を総合的に勘案して決定した支給額を毎月支給します」、株式報酬は、「取締役会が定めた株式交付規程に従い、毎年所定の日に固定および業績連動によるポイントを付与し、当社が金銭を拠出することにより設定する信託を通じて、原則、取締役の退任時まで付与された累積ポイント数に応じて、当社株式および当社株式に代わる時価相当額の金銭が交付されるものとします」とあるが、ROE といった資本効率が指標として入っていないため、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。

東京証券取引所が2023年1月30日に公表した「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」では、「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」するとした上で、「継続的にPBRが1倍を割れている会社には、開示を強く要請」するとしている。当社のPBR1倍割れは30年近く続いているが、PBR1倍回復が取締役のインセンティブとなっているか否かは「(PBR)改善に向けた方針や具体的な取組」の重要な要素である。

以上