

2020年6月7日

天馬株式会社

代表取締役会長 金田 保一 殿

代表取締役社長 藤野 兼人 殿

天馬のガバナンス向上を考える株主の会

2020年6月4日付け「警告書」に対する 当会の意見について

貴社(以下「天馬」といいます。)は、「天馬のガバナンス向上を考える株主の会」(以下「当会」といいます。)の構成メンバーの一員である司治、司久及び株式会社ツカサ・エンタープライズに対する2020年6月4日付け「警告書」(以下「本警告書」といいます。)において、天馬が、2019年5月31日に、スピンシエル株式会社(以下「スピンシエル」といいます。)による200株の第三者割当増資(発行価格は1株30万円、総額6,000万円。以下、かかる増資を「本件増資」といいます。)を引き受けた件(以下「本件増資引受け」といいます。)につき、本件増資引受けは、その目的及び取引条件において正当な取引である等と主張し、これを否定する当会の主張が虚偽等であると主張されておられます。

しかしながら、以下のとおり、本件増資引受けがその目的及び取引条件のいずれにおいても不合理であることは明白であって、本警告書は、天馬の現・常務取締役である金田宏氏にとって不都合な事実を隠蔽するために、天馬の株主としての正当な一般株主への働きかけを萎縮させるものに他なりません。

コーポレート・ガバナンス及び内部統制体制の建て直しが喫緊の課題となっている天馬において、未だに現取締役の保身が最大の関心事となっていることが図らずも露呈したことは、大変残念に思います。

1 構造的な利益相反状況と赤字続きのスピンシエル

そもそも、スピンシエルは、天馬の現・常務取締役である金田宏氏が2006年2月に創業して以降現在に至るまで一貫して自ら代表取締役を務め、且つ、本件増資の前後を通じて、過半数の株式を保有して(本件増資直前の時点では、金田宏氏個人でスピンシエルの株式の85%、天馬の監査等委員たる取締役でもある藤本潤一氏が10%を、それぞれ保有)支配している会社であって、天馬とスピンシエルの間には構造的に利益相反の問題が存在することは明らかです。加えて、

スピンシェルは、過去ほとんどの決算期において赤字であった会社です。したがって、本件増資引受けの必要性や発行価格の適正性については、このような構造的な利益相反の問題を踏まえてもなお合理的である旨の十分な説明がなされるべきことは当然です。

2 スピンシェルとの資本提携を行う事業上戦略上の理由の不存在

この点、本警告書においては、本件増資引受けは、スピンシェルと提携することにより、Web 戦略の強化、準内製化によるノウハウを蓄積し、天馬の将来の事業展開に生かすことを目的に資本提携として実施したものであると説明されています。しかしながら、この目的を達成するために、①なぜ他社ではなく、天馬の現・常務取締役である金田宏氏が経営を支配しているスピンシェルと提携する必要があったのか¹、②なぜ業務提携ではなく、天馬によるスピンシェルに対する出資（本件増資引受け）まで必要であったのか、③なぜ本件増資引受け後における天馬のスピンシェルに対する出資割合を、経営権を取得できる 50%超ではなく、20%超にとどめたのか等については、何ら合理的な説明はなされていません。天馬の将来の事業展開に生かすことが真の目的であれば、通常は、子会社として天馬のグループ内に取り込むはずで

この点、本年 6 月 26 日開催予定の天馬の定時株主総会(以下「本総会」といいます。)に係る株主総会招集通知(以下「本招集通知」といいます。)9 頁では、天馬とスピンシェルとの取引に関して、「金田宏氏が代表取締役を務めるスピンシェル株式会社との間でマーケティング・PR 代行業務等の取引関係がありますが、〔中略〕同社の年間売上高に対する当社からの取引金額の割合は 7%未満であり、同氏と当社との間には特別の利害関係はないものと判断しております。」との記載がありますが、かかる記載を前提とすれば、スピンシェルは、単に天馬からマーケティング・PR 代行業務等を請け負っているに過ぎず、天馬は単にスピンシェルに対して仕事を流す役割を果たしているようにしか見えません。スピンシェルとの資本提携が、天馬の「Web 戦略の強化、準内製化によるノウハウ〔の〕蓄積」にどのように貢献し、「天馬の将来の事業展開」にどのように生かされているのかを具体的に説明する責任は、天馬の IR 担当常務取締役でもある金田宏氏の側にあります。天馬の株主の皆様に対して、以上の点を具体的に説明

¹ ちなみに、本件増資を機に変更される前のスピンシェルの当時上の事業目的には、①アーティストの発掘、育成、マネージメント、②音楽スタジオ、リハーサルスタジオ、映像編集スタジオの運営、③楽譜、書籍等の印刷物の出版、販売、④ラジオ、テレビ放送番組、コマーシャルフィルム、コマーシャルソングの企画、制作、請負ならびに著作権事業、⑤ネイル・メイクアップサロン、ビューティーサロンの経営、⑥酒類小売業及び通信販売酒類小売業など、およそ天馬の事業とのシナジーが見込まれない事業が多数含まれています。

されるよう、お願い致します。

3 株式価値評価の前提である事業計画の不合理性

本警告書にも記載されているとおり、本件増資引受けにあたって、天馬は、第三者からスピンシエルの株式価値に係る試算書を取得しています。しかしながら、当該試算書は、天馬が提供したスピンシエルの事業計画に基づき、第三者がDCF法によりスピンシエルの株式価値を算出したものであって、算定を行った第三者は、事業計画の正確性、妥当性、完全性について検証を行う義務を負うものではないとしております。したがって、天馬が提供し、第三者の評価の前提となった事業計画の合理性それ自体について、客観的に検証される必要があります。ちなみに、スピンシエルの登記全部事項証明書等からも明らかなおり、本件増資に至るまでの期間においても、スピンシエルは増資を行っていますが、本件増資の前までは、株式の発行価額は全て1株当たり5万円です。

この点、本警告書においては、スピンシエルの事業計画は合理的前提に立って作成されたものであるとされておりますが、スピンシエルが提供した事業計画においては、①スピンシエルにおけるマーケティングの問い合わせ件数が、2019年5月期から2023年5月期にかけて130倍に増加することが要因となって、②同社の売上高は、2019年5月期から2023年5月期にかけて6倍に成長するとされている等、その実現可能性が疑わしいことは、誰の眼にも明らかです。しかしながら、この事業計画の実現可能性については、何ら合理的な説明はなされておられません。

なお、株式会社は、会社法440条1項・2項により、定時株主総会の終結後遅滞なく貸借対照表（又はその要旨）を公告しなければならないものとされていますが（いわゆる決算公告義務）、今回改めて当会が確認したところ、スピンシエルは、設立以来一度も決算公告を行った形跡が見られません。このこと自体、過料による制裁の対象となりますが、そのことを措くとしても、決算公告義務を果たしていないことに鑑みると、スピンシエルが提出した事業計画の前提となる決算数値自体の信憑性も疑わしいと思わざるを得ません。

以上からすれば、本件増資の発行価格は、何ら経済合理性を有するものではないことは明らかであり、もしそうでないと主張されるのであれば、以上で指摘したスピンシエルの事業計画の合理性を、天馬の株主の皆様に対して、具体的に説明していただく必要があります。

4 金田宏氏個人からの借入金の返済原資について、天馬による出資金と他

社による出資金とを区別できないこと

本警告書においては、天馬によるスピンシェルへの出資に際して、同時に金田宏氏が代表取締役を務める別の会社(以下「X社」といいます。)も4,350万円(その他の出資者も併せると合計4,800万円)出資しており²、本件増資直後に行われた金田宏氏個人からの借入金の返済は、天馬による出資金ではなく、X社による出資金が用いられたと主張されています。しかしながら、経済的事象としては、スピンシェルに天馬とX社から本件増資により合計1億800万円の出資がなされ、その直後にスピンシェルの金田宏氏個人からの借入金4,000万円超の返済がなされているものであって、お金に色がない以上、天馬からの出資金を金田宏氏個人からの借入金の返済に用いた事実はなく、X社からの出資金をもって金田宏氏個人からの借入金の返済にあてたというのは詭弁でしかありません。少なくとも、赤字続きであって手許現預金も乏しかったスピンシェルが、金田宏氏個人からの借入金4,000万円超を返済するためには、天馬からの6,000万円の現金出資が必要であったものとするのが自然であり、当会が「当社による出資金が『天馬→スピンシェル→金田宏氏個人と流れた疑い』」と主張していることは、事実関係に照らして適切な表現であると確信しています。

加えて、本警告書においては、天馬の出資金が金田宏氏個人からの借入金の返済に用いられた事実がないことは、取締役会において繰り返し説明されたとされておりますが、金田宏氏は、天馬の経営会議や取締役会において、本件増資直後にスピンシェルが金田宏氏個人からの借入金を返済する予定がある旨を何ら説明しておりません。また、(上記のとおり、詭弁であると言わざるを得ませんが、)金田宏氏個人からの借入金の返済が、天馬からの出資金ではなくはX社からの出資金をもってなされるということも一切説明されておりません。

そもそも、資金需要を満たすために本件増資が行われているはずであるにも拘らず、本件増資後直ちに、外部からの借入金であればともかく、代表者で発行済株式総数の過半を有している金田宏氏からの借入金を現金で返済することの合理性自体が全く見い出せません。

実際、監査等委員会による監査の結果として、上記の金田宏氏個人からの借入金4,000万円超が返済されていることが明らかになって以降、司久以外の複数の取締役も、そのようなことが説明されていれば、本件増資引受けには反対していたと抗議しています。

なお、本警告書においては、殊更に、「貴殿らに含まれている当社取締役でもある司久殿を含む当時の取締役全員の賛成による当社取締役会決議に基づき行われた正当な取引」〔傍点は引用者〕であると強調されていますが、司久は、本

² 本件増資の登記は(2019年6月11日付け)1回でなされています。

件増資引受けの問題点を積極的に指摘できなかつた責任も含めて経営責任を取るべく、本年5月15日に、本年6月開催予定の定時株主総会直前の時を以て天馬の取締役を辞任する旨の辞表を提出済みであり、今回の株主提案(以下「本株主提案」といいます。)の候補者にもなっていないことを申し添えます。

5 第三者委員会の調査報告書について

当会は、天馬が2020年4月2日付けで公表した海外贈賄事件(以下「本海外贈賄事案」といいます。)に関する第三者委員会の調査報告書について、深刻な危機意識をもって真摯に受け止めています。そうであるからこそ、当会が2020年5月27日に公表した「天馬株式会社に対する株主提案権の行使について【補足資料】」(以下「本補足資料」といいます。)2頁に記載のとおり、本株主提案においては、司家を含む創業家出身の役員を全員退任させ、天馬の実務に通じた生え抜きの社員に経営を委ねることを提案しています。さらに、当会は、司治や司久を含む創業家が大株主として不当な影響力を行使することを可及的に排除すべく、本補足資料7頁に記載のとおり、①社外取締役が多数を占める指名・報酬委員会を設置し、②社外取締役及び社外有識者からなる経営諮問委員会を設置することにより、天馬のコーポレート・ガバナンスを健全化することを目指しているところです。

むしろ、本海外贈賄事案に関与した金田宏氏、須藤隆志氏及び与謝野明氏を取締役として残留させようとする会社提案こそ、本海外贈賄事案の責任の全てを司治及び司久のみに被せて、不祥事に関与した者が(藤野社長を除き)自らの責任を真摯に受け止めていないことを如実に示しています。このようなことでは天馬のコーポレート・ガバナンスの機能不全は全く改善されず、天馬の企業価値や株主の皆様共同の利益の向上も望めません。

以上のとおり、本件増資引受けがその目的及び取引条件のいずれにおいても不合理であることは明白です。本警告書は、天馬の現・常務取締役である金田宏氏にとって不都合な事実を隠蔽し、天馬のコーポレート・ガバナンス及び内部統制体制を建て直すために当会が行っている本株主提案及び株主の皆様への働きかけという正当な活動を萎縮させようとするものであるといわざるを得ません。

当会としては、本海外贈賄事案に関与した藤野兼人社長、金田宏常務、須藤隆志 CFO、並びに本件増資引受けの利害関係者である金田宏常務を始めとする天馬の現取締役に対して、本警告書の公開といった姑息な手段を取らず、真実に向き合っ、天馬の一般株主の皆様には十分な説明責任を果たされることを願って止みません。

以 上

注：本書は、天馬の 2020 年 3 月期定時株主総会における会社提案議案及び株主提案議案のいずれについても、司治又は第三者にその議決権の行使を代理させることを勧誘するものではありません。