

ご注意：本文は、同日付の英文レターの内容を和訳したものです。



**Bel Fuse Inc.**  
206 Van Vorst Street  
Jersey City, NJ 07302 USA  
www.belfuse.com  
tel 201.432.0463  
fax 201.432.9542

2008年6月9日

東光株式会社  
代表取締役社長 川津原 茂 様

拝啓 時下ますますご清栄のこととお慶び申し上げます。

既にご承知かと存じますが、弊社の子会社でありますベル・ベンチャーズ・インクは、貴社の発行済株式総数の2%相当を取得しております。時間が許すのであれば、来る株主総会に、同社の代表者として私が出席する予定でございました。

しかしながら、総会当日である6月27日には既に予定が入っており、私が出席する事が出来ないため、貴殿並びに取締役の皆様に対する、ベル・ベンチャーズの見解及び要望を明確にかつ直接的に表明すべく、この手紙を書いております。よろしければ是非、取締役の皆様にも共有頂きますよう、お願い申し上げます。

一大株主として、ベル・ベンチャーズは貴社の戦略、経営、そして業績に対し、深い懸念を抱いており、特に以下の点につきまして非常に不満を感じております。

1. 貴社は依然として、業績が極めて悪い状態が続いております。過去7年に亘り、貴社は総額で200億円を超える純損失を計上してこられました。その間の純利益は10億円にも達しておりません。これらを相殺しますと、約190億円もの株主価値が失われてきた事になります。この莫大な累積損失額は、貴社の現在の時価総額に匹敵する程です。従いまして、貴社の業績が今後も同様の水準に留まる場合、今後7年で貴社の株主価値はゼロに引き下げられてしまう可能性がある事になります。
2. 貴社は、明らかに業績が悪く、採算が取れず、成長していない事業部門（例えば半導体部門など）へ、多額の投資を続けておられます。ご存知の通り、前述の極めて悪い業績にも関わらず、貴社は多額の設備投資を続けておられるのです。これは過去3年で併せて133億円にも上ります。更に、来年度に向けて新たに41億円の設備投資が計画されています。つまり貴社は、前述の通りの莫大な額の純損失を計上するに留まらず、半導体部門など、何年も前から不採算が明らかな事業部門に対する投資を

続ける事で、貴社の価値を損ね続けている事になるのです。

3. 貴社は、最大の事業部門であり、また、不採算及び現金流出の最大要因としてよく知られている半導体部門を、継続して保有しておられます。言うまでもなく半導体事業は資本集約型であり、その性質からしまして、貴社の戦略、中核技術及び財務体力の、いずれの面においても合致するものではありません。従いまして、もし半導体部門が立ち行かなくなったとしても、全く不思議ではないのです。

貴殿は、18ヶ月以上前に、ベル・フューズが半導体部門は売却すべきであると強く提案したのをご記憶の事でしょう。2006年12月20日に発表したプレスリリースにおいて、我々は以下の様に述べております：

「BELは、東光の収益を引き下げる主な要因となっている半導体部門を社外取締役の指導のもとで売却する必要があるとしています。BELのCEOであるDan Bernstein氏は、『東光の半導体部門の戦略は完全な失敗でした。ファウンダリ事業は巨額の投資の継続と事業規模の拡大、そして競争力の高い技術を要する事業です。東光は数年に渡り、規模の拡大も収益性や競争力の向上も実現できないままノンコア事業の半導体部門に誤って莫大な経営資源を投入してきた。これにより東光が競争力を持つ製品領域から経営資源並びに経営陣のフォーカスを奪ってきたのは明らかです。長期的な企業価値がこれ以上毀損されるのを防ぐため、現時点での最善策は半導体部門から撤退する事であると考えています。』と述べています。」

現在の半導体市場においては、仮に今、貴社が半導体部門を売却した場合、それによって得られる対価は、18ヶ月前よりも高いと考えられます。従って私は、貴社の取締役会が、半導体事業の効率的な経営に不可欠なノウハウと強い資本力を備えた買手企業を選び、半導体部門を直ちに売却する事を、改めて強く要請致します。

4. 貴社の取締役会は依然として、企業再構築、利益性及び成長性の回復、過去7年に亘る経常的な損失とそれによる株主価値の低下、という悪しき傾向を食い止めるための、詳細かつ信憑性の高い計画を示されておりません。このままの状態が続くのであれば、いずれ貴社の経営は破綻せざるを得ず、そうなれば貴社の顧客は供給先を失う事になり、貴社の従業員は職を失う事となるのです。
5. 信じ難い事に、先に述べた様々な問題点にも関わらず、貴社は株主の懸念に対してあまりにも鈍感に見受けられ、一方で経営陣の保身ばかりに熱心な様に見受けられます。この事は、来る6月27日に開催される株主総会にて、貴社が買収防衛策の再承認を求める議案を提出される意向である事にも、顕著に現れていると感じております。貴社の買収防衛策に関して、私の理解は以下の通りです：
  - a) この買収防衛策は、日本企業が講じてきた防衛策の中でも、より厳しいルールを持ち、経営陣を強固に防衛する様に設計されております。この防衛策は、日本の裁判所において無効とされる可能性のある、TOBやその他の提案に対しても、それらを阻止するための広い柔軟性を確保しようとするものです。つまり、買収に関わる提案を

出来る限り排除するために、貴社は株主による承認を必要としておられると理解しております。

- b) 貴社は、買収防衛策の実施は、【特別委員会】の（法的な効力のない）提案の下に行うご意向であると理解しております。この委員会は、会社法に基づく決定権限や有効性を持たず、同委員会による提案に、貴社の取締役会が必ずしも従う必要はないものと、理解しております。
- c) 貴社ご提案の前述の【特別委員会】は、独立性のある社外取締役を誰一人として含んでおりません。もし独立性のある社外取締役が委員として参加されるなら、彼らは取締役会に定期的に出席する事で得た情報から、貴社、経営陣、及び戦略について細部にわたり理解し、全ての株主及びステークホルダーの利益を最大化するために、信頼出来て且つ利害対立のない判断を下す事が可能ですが、こうした独立的な社外取締役は、残念な事に、この【特別委員会】には一人も含まれておりません。
- d) それどころか、貴社ご提案の【特別委員会】には、来る株主総会では取締役として再任されない前田様が委員として名を連ねておられます。前田様は、貴社が多額の損失を生み続けてきた過去7年間のうち、約5年間に亘り取締役[会長]を務めてこられました。これは、業績不振によるものと考えられます。当然、前田様にはご自身のこれまでのお立場や面子を守ろうとなさる強いインセンティブがお有りだと我々は考えております。
- e) 【特別委員会】の残る2名の委員の方々について、利害関係の有無は定かではありませんが、貴社の事業部門、企業価値分析、及び買収・合併案件の交渉のいずれにもこれまで関わった事のない方であると見受け致します。
- f) 貴社ご提案の【特別委員会】の委員はいずれも、貴社の取締役会には属さず、貴社経営陣との定期的な会合へも出席しないため、この【特別委員会】は貴社の最近の経営状態、戦略、経営陣、に関する深い理解に基づいた判断・決定を期待出来るものではありません。委員の方々は、株主ではなく、（思わしくない業績をもたらしている）貴社の現経営陣の方々によって選任されておりますので、ほとんど全ての場合において、経営陣の要望に応えた決定が、半ば自動的になされてしまうのではないかと、我々は危惧しております。

ベル・フューズとしては、貴社との統合に対する関心を未だ失っておらず、今でもそれは貴社にとって合理的な選択肢の1つであると考えております。しかし、ここで強調させて頂きたいのは、我々の懸念をこの手紙にてお伝えしておりますのは、全株主の利益となる様に貴社の株価を最大化する、という我々の主要な目的のためであるという点です。

従いまして、前述の通り我々が提案する（そして過去にも提案して参りました）構造改革を、貴社は実施されるべきであると我々は考えております。貴社の取締役会の皆様とお会いし、我々が提案する戦略をより具体的にすべく、皆様と協議する機会がございます事を待ち望んでおります。

敬具

ベル・フューズ・インク  
代表取締役社長兼 CEO  
ダニエル・バーンスタイン