



Promise of Performance™

ニデック(株)への要望と その理由について

株式会社 牧野フライス製作所

2025年1月31日



当社特別委員会は、ニデック(株)様に対し、以下を要望しています

要望①: TOB開始日を2025年4月4日から5月9日まで延期すること

要望②: TOBの下限を50%から総株主の議決権の3分の2まで引き上げること

要望③: ホワイトナイト等が出てくることを萎縮させるような言動等を行わないこと



企業価値・株主利益の観点からの提案の検討、及びあらゆる戦略的オプションの検討には、どうしても一定の時間がかかります

■ 検討が必要な事項

- 「企業買収における行動指針」(本指針)の第1原則「企業価値・株主共同の利益の原則」に照らし、当社取締役会・特別委員会はニデック(株)様の提案(本提案)が、当社の企業価値・株主利益に適うものかを検討する必要
- 買収条件については、当社の本源的価値を算定した上で、本源的価値に照らしてより有利な条件を引き出すために努力を尽くす必要(本指針10頁参照)
- 本提案よりも、当社の企業価値・株主利益に適うその他の代替策や戦略オプションがないかについても検討を尽くす必要(本指針19頁参照)



TOB開始が4月4日では実質的な検討期間は3か月弱しかなく、あまりに短すぎ、当社の株主様の利益が確保できません

■ 本提案の検討期間に対する当社の考え

- 本提案は事前打診なく御用納めの日にされたもので、実質的な検討期間は2025年1月6日以降の3か月弱のみ
- ニデック(株)様の意向表明書では、本提案の検討は2024年8月頃から開始されていたと記載されており、提案までの検討期間は約5か月間に及んでいることと比較して、3か月弱はあまりに短く、アンフェア
- 一般的な「買収への対応方針」でも、少なくとも情報提供期間が60日、取締役会での検討期間が60日以上と、合計4か月以上の情報収集・検討期間が設定されていることも踏まえると、5月9日への延期要請は不合理な引き延ばしではない
- AZ-COM丸和によるC&FロジHDに対する同意なき買収提案事案でも、初期の買収提案(2023年10月)から、正式な買収提案(2024年3月)を経て、TOB開始(24年5月2日)までには半年以上の期間があり、5月9日への延期要請は合理的な要請

4月4日にTOBを開始とする本提案は、指針4.1.2の「買収に関する検討や準備の時間が不足する・・・と客観的に考えられる場合」に該当します

経済産業省「企業買収における行動指針」(抜粋)

4.1.2 買収に関する検討時間の提供

株主によるインフォームド・ジャッジメントの機会を確保するためには、情報のみならず、対象会社の株主や取締役会に対して十分な時間が提供されることも重要である。

対象会社との交渉を経ずに公開買付けが開始される場合、対象会社の株主や取締役会にとって、買収に関する検討や準備の時間が不足することも考えられる。公開買付制度においては、対象会社は公開買付期間を30営業日まで延長させることができるものの⁴⁸、この日数では不足すると客観的に考えられる場合には、買収者は、当初より公開買付期間を長く設定する、もしくは、対象会社やその株主のニーズも踏まえ合理的な範囲で期間を延長することが望ましい。

公開買付けの方法によらず、急速な市場内買付けにより対象会社の株式を取得する場合、対象会社の株主や取締役会に十分な時間が確保されない可能性があり、一般論としては、買収者は株主等の判断のための十分な時間を確保できるスキームやスケジュールを選択することが望ましい。

■ 本提案の時期・期間に対する当社の評価

- ① 対象会社との交渉を経ないどころか事前の打診もなく突如として公開買付けの予告がなされた
- ② 年末年始の休暇を控えた御用納めの日に突如として本提案がなされた
- ③ TOB開始日として予告されている本年4月4日は、当社の2025年3月期末を跨いでおり、一年でも最も忙しい時期
- ④ 公開買付期間は31営業日しかない

※経済産業省「企業買収における行動指針」より(赤線は当社)

▶ 当社取締役会・特別委員会として、本提案を分析・検討するためのリソースが十分でなく、指針4.1.2の「この日数では不足すると客観的に考えられる場合」に該当する

事前打診なき「同意なき」提案は、米国においても一般的ではなく、日本ではほとんど例がありません

当社

事前の打診すら一切なく買収提案を公表した貴社の手法は、大変遺憾ながら、日本及び米国における通常のプラクティスを逸脱した不誠実な手法といわざるを得ないものと考えております

Oracle によるPeopleSoft の買収、Microsoft のYahoo!への買収提案、ValeantのAllerganへの買収提案、TevaのMylanへの買収提案、Elon MuskによるTwitter の買収等のように、事前に協議・打診を全くしない、又は実質的に殆ど事前の協議期間を置いていない事例は少なくなく見受けられるものでありまして…

ニデック
(株)様

- 米国の有力法律事務所その他の識者の見解によれば、米国でも、非友好的買収の多くは対象会社との友好的取引の交渉が奏功しなかった後に行われることが多く、事前打診なき「同意なき」提案は、米国においても一般的ではなく、事前打診のない事案では、対象会社による買収案件等の特殊事情が存在することが多い(非友好的買収案件として米国のデータベースで確認できた過去3年間の9件の全てで、また過去5年間の15件中13件で何らかの事前接触あり)
- ニデック(株)様が例示する、OracleによるPeople Soft買収やイーロン・マスク氏によるTwitter買収、MicrosoftのYahoo!への買収提案やValeantのAllerganに対する買収提案においても、全く事前打診等がなかった訳ではない。
- (OracleによるPeople Soft買収やイーロン・マスク氏によるTwitter買収について、末尾「Appendix」参照)
- アリマンタシオン・クシュタールが7&iアイ・ホールディングスに対して買収提案をした事例やニデック(株)様自身によるTAKISAWA買収事例でも、事前打診はされている

要望①: 本指針は「検討時間の提供」を強調

ニデック(株)様は、「透明性」を強調して、事前打診がなかったことを正当化しておられますが、本指針に則っていない主張であると考えております

事前の協議・打診をせずに本提案及びその公表を行ったのは、本指針において、上場会社の経営支配権を取得する買収一般に「株主意思の原則」や「透明性の原則」が求められていることを踏まえ、今回の取引の提案の最初の段階から、完全に透明性あるプロセスを通じて、貴社の株主の皆様(及び市場)に一切の状況をお伝えすることで、...

ニデック
(株)様

経済産業省「企業買収における行動指針」(抜粋)

| | |
|--------------------------------------|----|
| 第4章 買収に関する透明性の向上..... | 23 |
| 4.1 買収者による情報開示・ 検討時間の提供 | 23 |
| 4.1.1 買収者による株式の取得と情報開示..... | 23 |
| 4.1.2 買収に関する検討時間の提供..... | 27 |
| 4.2 対象会社による情報開示..... | 28 |
| 4.3 株主の意思決定を歪める行為の防止..... | 29 |

■ 本指針における「透明性」の考え方

- 本指針の第4章「透明性の向上」においては、「情報開示」に加えて、「検討時間の提供」も求められている
- 同章では、買収者と対象会社の間で秘密保持契約を締結する場合にも触れられている一方、事前打診をしないことには全く言及がなく、事前打診をしないことが「透明性」に資するとのニデック(株)様の主張は、本指針と必ずしも整合しない

TOB開始日を4月4日としているのは、ニデック(株)様のご意向によるものであり、当社株主がTOB価格の是非を判断する十分な検討時間がありません

■ TOB開始が4月4日となっていることの根拠

- ニデック(株)様の意向表明書によれば、ニデック(株)様が各国の競争法等の許認可を取得できるのが、本年4月上旬であると見込まれているからに過ぎない
- ニデック(株)様の許認可等の手続以外に、当社の株主の皆様にとって、TOB開始日が本年4月4日である必要性や、TOB期間の末日が5月21日である必然性はない

▶ 4月4日が開始日とされているのはニデック(株)様側の理由

■ TOB開始が4月4日となっていることの問題点

- 株主の皆様が、TOB開始前に、当社の2025年3月期決算(当社は例年4Qの売上げが最大)の結果を踏まえて本提案に基づくTOB価格が有利な価格なのかどうかを判断できず、当社の株主の皆様の利益に反する
- TOB規制上、TOB期間＝株主が不安定な地位に置かれる期間という前提で、TOB期間に上限が設けられており、その趣旨からも、株主の皆様が、そのような不安定な地位に置かれるTOB期間の開始「前」に、当社の決算発表の結果を踏まえてTOBへの応募の是非につき熟慮する期間を設ける必要がある

▶ 当社の株主の皆様がTOB価格が有利か否かを判断する十分な検討時間がない

ニデック(株)様の永守重信グローバルグループ代表は、インタビューで、事前打診の省略はホワイトナイトの出現回避が目的である趣旨の発言をされておられます

インタビュー記事(抜粋)

- インタビュアー: 牧野フライスとの買収交渉はどう進めてきたのですか。
- 永守氏: 今回は、事前の交渉はしていません。買収交渉をして、やりとりを長くした挙げ句に、向こうがホワイトナイト(友好的買収者)を探し出したりすると時間がかかって仕方がない。

※2024年12月27日配信 日経ビジネス電子版「ニデック永守氏『中国の脅威の前に時間をかけられない』 牧野フライスにTOB」より抜粋

■ 本インタビュー内容の問題点

- ニデック(株)様は、当社との交渉やホワイトナイトの出現を回避するために、事前打診をせず、TOB開始を早めることにこだわっているように思われる
- 競合提案の探索は、「株主にとってできる限り有利な取引条件」を目指すものとして本指針上も重視されており(本指針19~20頁)、これを回避することは、株主の皆様の利益を損なうもの

要望①: TOB開始まで約4か月余りの検討期間は長くない

近時の同種事例においても、事前打診からTOB開始までは半年以上かかっており、本件の検討期間を4か月余りとしても、特に長いわけではありません

■ 近時のわが国における主な同意無きTOB事例

| 買収者/ 対象会社 | 買収(株式取得)等の打診があった(と思われる)日(a) | TOB ローンチ日(b) | (a)から(b) までの日数(c) |
|-----------------|---|-----------------|----------------------|
| 伊藤忠商事/ デサント | 2018年6月:「 <u>事業戦略に関する問題提起や方針の見直し、改善策の検討、実施</u> 」を要請 ※上記要請時、対象会社は公開買付者の持分法適用会社(取締役派遣あり) ※対象会社が上記要請に応じなかったため2018年7月～10月に追加買増し ※TOB開始プレスでは、買付者らは「本公開買付けについて対象者と事前に協議を行って」いない旨記載 | 2019年1月31日 | 約8か月 |
| コロワイド/ 大戸屋HD | 2019年11月下旬:対象会社に <u>友好的M&Aによる公開買付者グループへの参画を打診</u> | 2020年7月10日 | 約7か月半 |
| 日本製鉄/ 東京製綱 | 2017年5月中旬～2020年2月中旬: <u>継続的に面談</u> ※日本製鉄は2017年6月総会以降、 <u>取締役選任議案に反対</u> ※日本製鉄は2021年1月6日、14日に市場内で対象者株式を9.91%まで取得 | 2021年1月22日 | 最後の面談から 約11か月 |
| SBIHD/ 新生銀行 | 2019年9月上旬: <u>資本業務提携の提案、TOBのためのDD依頼</u> | 2021年9月10日 | 約2年 |
| 堂島汽船/ 兵機海運 | 2024年4月17日: <u>公開買付者の親会社である富洋海運から、資本業務提携を提案</u> ※公開買付者自体と対象会社の間では事前協議等なし | 2024年10月18日 | 約6か月 |

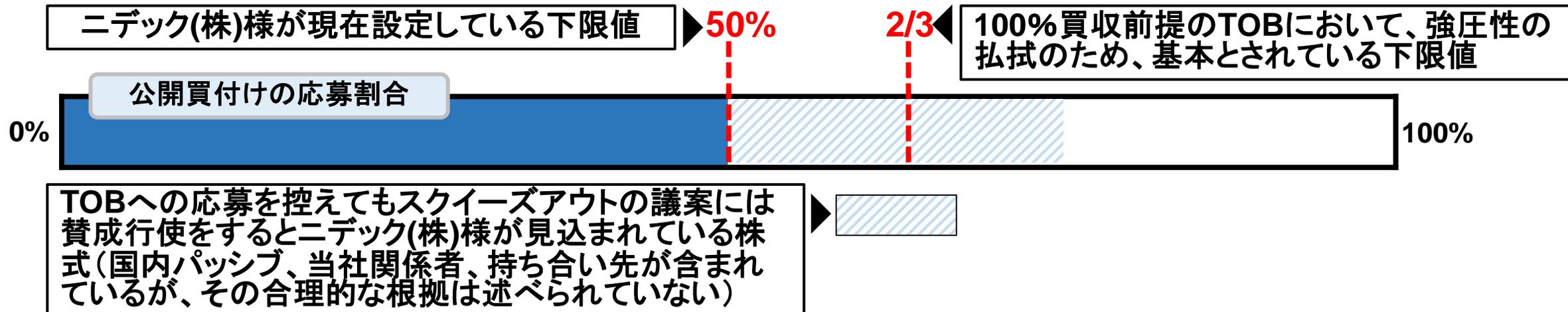
要望②: TOBの下限は総議決権の2/3以上に

TOBの下限が50%では、株主の皆様が強圧性(=不本意ながらTOBに応募すること)に晒されるため、下限を2/3以上にする必要があります

- TOBは、その下限がスクイズ・アウト(締め出し)の成立が確実な水準でなければ強圧性*を有するが、ニデック(株)様が現在設定している下限50%では、スクイズ・アウトの成立が不確実であって、強圧性がある

*強圧性: 株主が、本来はTOBに応募したくないと思っても、スクイズ・アウトが成立しない水準でTOBが成立する可能性があり、結果的に少数株主として残ることによって利益を被るという事態を懸念するために、不本意ながら当該TOBに応募せざるを得ない状態

- 金融庁の公開買付開示ガイドラインでは、「総株主の議決権の3分の2を下回るおそれがある・・・下限を設定する場合には、・・・当該・・・下限が買付け等の目的の達成のために必要かつ相当と考えた理由」の説明が要求されており、100%買収前提のTOBでは、強圧性払拭のため、下限は総議決権の2/3以上が基本とされている
- TOBへの応募を控えてもスクイズアウトの議案には賛成行使をするとニデック(株)様が見込まれている株主提案の中には当社関係者も含まれており、その合理的な根拠は一切述べられていない
- 追加応募期間は、英国等の制度と異なり、当初期間に応募した株主は応募撤回が可能なので、強圧性を排除できない



競合提案を萎縮させるようなニデック(株)様の永守重信グローバルグループ代表の言動は、有利な取引条件を模索することを阻害する懸念があります

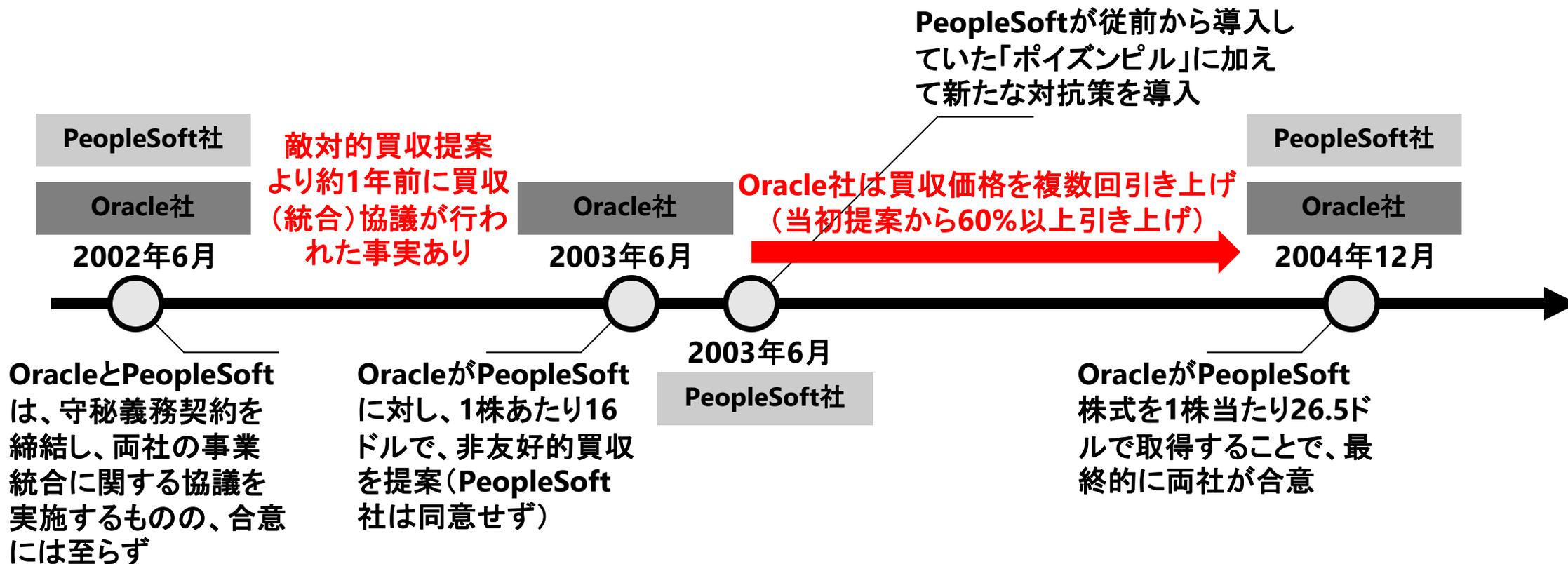
インタビュー記事(抜粋)

- インタビュアー:この後、ホワイトナイトが出てきたらどうしますか。
- 永守氏:TAKISAWAのTOBの際にもある会社が対抗買収に名乗りを上げたらしいということが大分後になって分かりました。TOB申し入れの直後ではなかった。でも、私は社内に「こういう時はやり抜く覚悟が必要なんだ」と言いました。本当に対抗者が出てきて、相手が買い付け価格を上げてくるなら、その相手に対してTOBをかけてもいいとさえ思っています。

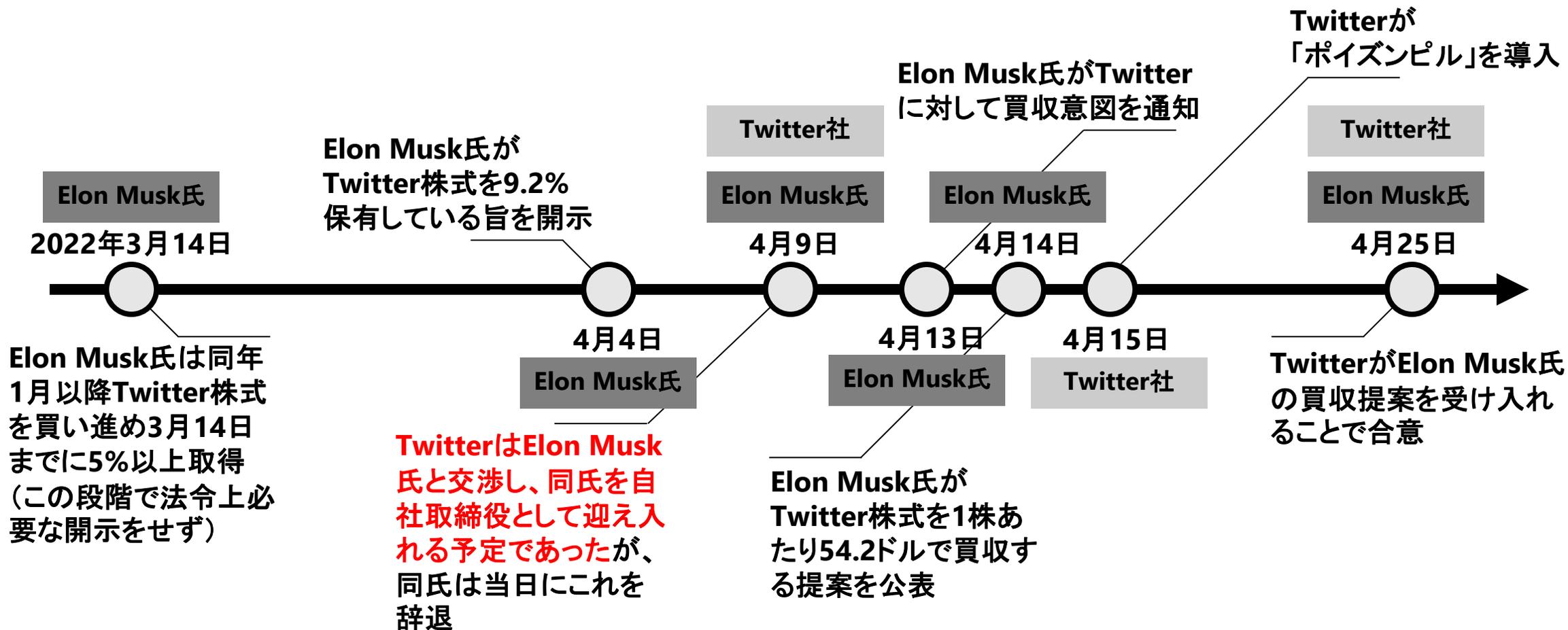
■ 本インタビュー内容の問題点

- ホワイトナイトなど当社とのアライアンスを検討するプレイヤーが、本提案と競合する提案を出すことを萎縮させるおそれがある
- ホワイトナイトによる競合提案の探索等は、「株主にとってできる限り有利な取引条件」を目指すものとして本指針上も重視されており(本指針19~20頁)、左記ご発言は、株主の皆様にも、より有利な取引条件を模索することを阻害しかねず、株主利益を損ないかねない
- 日本のM&A市場に適切なマーケット・チェックの実務を浸透させる観点からも、悪影響が及びかねない

OracleによるPeopleSoftへの非友好的買収提案の約1年前に、両者は守秘義務契約を締結しアプリケーション事業の統合協議を実施しています



イーロン・マスク氏によるTwitterへの買収提案より前に、両者はマスク氏の取締役就任に一旦合意しており、事前打診等が全くなかった訳ではありません





本資料は、情報の提供のみを目的として作成されたものであり、特定の証券の売買を勧誘するものではありません。

本資料に記載されております戦略・計画・方針・予想等の将来に関する記述は、本日現在において当社が入手している情報に基づく一定の前提(仮定)及び将来の予測等を基礎として当社が判断したものであり、将来の実績を保証するものではありません。

本資料に掲載された当社の情報以外の情報については、公開情報に基づき作成しておりますが、当社は、その正確性、確実性、有効性又は完全性を保証するものではなく、これらの情報を用いて行う判断の一切について責任を負うものではありません。