

Excerpts from “*Summary of Public Comments on ‘Guidelines for Corporate Takeovers (draft)’ and METI’s Views on Public Comments*” published on 31 August 2023 (English Translation and Japanese Original)

1. English Translation

Summary of Public Comments		METI’ Views on Public Comments
<b>1.4 Definitions of Terms Used in the Guidelines</b>		
29.	We welcome the clarification of the definition of “ <i>corporate value</i> ”. The descriptions in the guidelines are in line with our understanding of common financial terms.	<p>Thank you for your recognition of the content of the guidelines. Based on the various comments received during the drafting process, including some similar to the comments you mentioned, the guidelines clearly state that “<i>Conceptually, corporate value is the sum of the present values of discounted future cash flows generated by a company</i>” (Section 1.4) and that “<i>Looking at corporate value from source of capital, corporate value can be expressed as the sum of shareholder value (market capitalization, from the market perspective) and net debt value</i>” (Section 2.2.2).</p> <p>It also states that corporate value is “<i>a company’s assets, profitability, stability, efficiency, growth potential, and other company attributes that contribute to the interests of shareholders, or the extent to which they do so</i>”. To restate that conceptually, we understand that it means “<i>the sum of the present values of discounted future cash flows generated by a company</i>”. In other words, we believe that these wordings do not imply different definitions, but rather are rephrased from a different perspective.</p> <p>With that understanding, we have included the following in the guidelines: “<i>“Corporate Value” is a quantitative concept. The target company management should not make the concept of corporate value unclear by emphasizing qualitative value, which is difficult to measure, nor should the “corporate value” concept be used as a tool for management to defend themselves (including management referring to retention of employees as an excuse to defend themselves).</i>” (Section 2.2.2)</p> <p>We will make every effort to ensure that the purpose of these statements is properly recognized.</p>
30.	We believe that the definition of “ <i>corporate value</i> ” as “ <i>the sum of the present values of discounted future cash flows generated by a company</i> ” should take precedence over the other factors listed in the guidelines, and that this part should be described at the beginning of the definition. Since the reduction of ambiguity in the definition will help prevent abuse by management using the term as a defence, it is recommended that the above part be distinguished from other descriptive factors such as “ <i>a company’s assets, profitability, stability, efficiency, growth potential, and other company attributes that contribute to the interests of shareholders, or the extent to which they do so</i> ”.	
31.	The definition of “ <i>corporate value</i> ” as the basis for the board's evaluation of takeover offers is a bit unclear. Since shareholder interests are considered to be consistent with maximizing corporate value, we are particularly concerned that the language of the guidelines suggests that corporate value and shareholder interests are at odds with one another. Furthermore, we are concerned that there is no transparency-related obligation regarding the board's assessment of corporate value. Under the guidelines, a takeover offer could be rejected based solely on the board's assessment of corporate value. There is no transparency regarding such assessment and no possibility for shareholders to hold the board accountable.	
32.	It should be noted that the description in the definition of “ <i>corporate value</i> ” of concepts that are difficult to measure objectively, such as elements of non-financial information and the use of human capital, increases the possibility of ambiguity in the definition of “ <i>corporate value</i> ”, and could allow management to unreasonably reject a takeover offer.	
33.	The guidelines attempt to establish an ambiguous concept in the definition of “ <i>corporate value</i> ”. If the board uses such a vague concept to define “ <i>corporate value</i> ”, it may not be consistent with the interests of shareholders.	

Summary of Public Comments		METI' Views on Public Comments
	The definition of "corporate value" as the sum of discounted cash flows depends on the board's opinion of what the future cash flows will be (and the discount factor used in the NPV calculation), but the board may have no incentive to make the correct assessment. Thus, a takeover offer may be rejected solely on the basis of the board's opinion regarding " <i>corporate value</i> ". Furthermore, the definition is not consistent between quantitative and qualitative elements, as the guidelines refer not only to discounted future cash flows, but also to " <i>a company's assets, profitability, stability, efficiency, growth potential, and other company attributes that contribute to the interests of shareholders, or the extent to which they do so</i> ".	
37.	As for " <i>corporate value can be expressed as the sum of shareholder value (market capitalization, from the market perspective) and net debt value</i> ", it should be noted that there can be many different views of defining " <i>corporate value</i> ". Since there are various possible opinions on how to define " <i>corporate value</i> ", including those based on stakeholder capitalism, and it would be best to avoid definitive statements. Whether stakeholder relations converge with shareholder interests or not is an issue that should be discussed broadly within the context of overall social policy.	We do not deny that there can be a wide variety of opinions on the terms used in the guidelines. However, we believe that the below is consistent with the common definition in the field of corporate finance.  " <i>Corporate Value can be expressed as the sum of shareholder value (market capitalization, from the market perspective) and net debt value.</i> "
38.	The total discounted present value of future free cash flows is generally referred to as " <i>enterprise value</i> " in English. Therefore, please consider using " <i>enterprise value</i> " instead of " <i>corporate value</i> " as the English translation, as it is considered to be more easily understood by those who read only the English version.	Although the English translation could be "enterprise value," we use "corporate value" for consistency with past guidelines (including their English translations).

2. Japanese Original (<https://www.meti.go.jp/press/2023/08/20230831003/20230831003-c.pdf> : only in Japanese)

主な御意見の概要		御意見に対する経済産業省の考え方
<b>1.4 本指針において用いる用語の意義</b>		
29.	企業価値の定義の明確化を歓迎する。本指針における記載は、一般的な金融用語の理解に沿ったものである。	本指針の内容を評価いただき、ありがとうございます。指針原案策定の過程で御指摘の意見と同様のものも含め様々な意見をいただいたことも踏まえ、本指針においては、企業価値と

主な御意見の概要	御意見に対する経済産業省の考え方
<p>30. 企業価値の定義については、「企業が生み出す将来キャッシュフローを割引いた現在価値の合計」とすることが、指針に記載されている他の基準よりも優先されるべきであり、この一文は冒頭に記載されるべきであると考えます。</p> <p>定義の明確化における曖昧さを除去・軽減することは、経営者の保身目的での基準の濫用を防ぐことにつながるため、むしろ、「会社の資産、収益性、安定性、効率性、成長性、その他株主の利益に貢献する会社の属性、またはその程度」といった他の記述的要素と区別することを推奨する。</p>	<p>は、「概念的には、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和である」ことや、「企業価値を資本の調達源泉の側面から見れば、企業価値は株主価値(市場における評価としては時価総額)と負債価値の合計として表される」ことを明記しています(本指針 1.4、2.2.2)。また、企業価値について「会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度」とも記載していますが、それを概念的に示し直すと、「企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和」を意味することとしており、両者の記載は別のものでなく、別の観点から言い換えているものであると考えています。その上で、「企業価値」は定量的な概念であり、測定が困難である定性的な価値を強調することで、その概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る(経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることも含む。)ための道具とすべきではない旨を記載しています(本指針 2.2.2)。これらの記載の趣旨が正しく認識されるよう、関係者への周知に努めてまいります。</p>
<p>31. 取締役会による買収提案の評価の基礎となる「企業価値」の定義がやや不明確であると考えます。株主の利益は企業価値の最大化に一致すると考えているため、本指針案の文言が、企業価値と株主の利益が対照的であることを示唆していることに特に疑問を感じる。さらに、取締役会の企業価値評価には透明性の義務がないことも気になる。本指針案の下では、取締役会の企業価値評価のみに基づいて買収提案が拒否される可能性があり、この評価については透明性がなく、株主が取締役会の責任を追及する可能性もない。</p>	
<p>32. 買収提案を不合理に却下する理由になり得るため、企業価値の定義の中で、非財務情報の要素や人的資本の活用等、測定が困難な概念に触れる結果として、「企業価値」の概念を不明確にする可能性が高まる点に留意すべき。</p>	
<p>33. 本指針案は、「企業価値」という定義について曖昧な概念を確立しようとしており、取締役会が定義し、株主の利益とは一致しない可能性があるものとなっている。割引キャッシュフローの合計としての「企業価値」の定義は、将来のキャッシュフローがどうなるかという取締役会の意見(及び NPV 計算で使用される割引係数)に依存しているが、取締役会は正しい評価をするインセンティブを持たないかもしれない。そのため、「企業価値」に関する取締役会の意見のみを根拠として、買収アプローチが異議なく却下される可能性がある。さらに、指針案は、割引後の将来キャッシュフローだけでなく、「企業の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に貢献する会社の属性又はその程度」にも言及しているため、その定義は定量的要素と定性的要素の間で一貫していない。</p>	
<p>37. 「企業価値は株主価値(市場における評価としては時価総額)と負債価値の合計として表される。」について、企業価値の定義としては様々な考え方がありうるところであり、その点を注記すべきではないか。企業価値をどのように捉えるかは、ステークホルダー資本主義という考え方など、様々な考え方がありうるところであり、断定的な記述は避けた方がよいのではないか。ステークホルダーとの関係が株主利益に取れんするの否かについては、広く社会政策全般の中で議論されるべき問題かと考える。</p>	<p>本指針で取り上げている用語について、様々な考え方があり得ることを否定するものではありませんが、企業価値について「企業価値は株主価値(市場における評価としては時価総額)と負債価値の合計として表される」としている点は、コーポレート・ファイナンスの分野における一般的な定義と親和性があるものと考えています。</p>

主な御意見の概要	御意見に対する経済産業省の考え方
38. フリーキャッシュフローの割引現在価値の合計値は、Enterprise value と呼ばれることが多いようです。そのため、企業価値の和訳について、Corporate value を Enterprise value と訳した方が、英語版だけを読まれる方にとって、より伝わりやすいと考えられるため、是非ご検討賜りたいと存じます。	企業価値の英訳として、Enterprise Value とすることも考えられますが、過去の指針(その英訳を含む)等との整合性を考慮し、原案のとおりとしています。