

経済産業省経済産業政策局産業組織課 パブリックコメント担当 御中

「企業買収における行動指針（案）」に対する意見

[氏名]	(企業・団体の場合は、企業・団体名、部署名及び担当者名) 株式会社ナナホシマネジメント 松橋理
[住所]	東京都中野区東中野2-13-22
[意見]	
【該当箇所1】	
<ul style="list-style-type: none"> • 対象会社の状況や取引構造の状況等に応じて、特別委員会の活用や①外部のアドバイザーの助言等の公正な手続（公正性担保措置）を講じることが考えられる。（2.2.2 企業価値の向上と株主利益の確保 11 頁及び 3.3 公正性の担保—特別委員会による機能の補完・留意点 21 頁） • ②社外取締役の M&A に関する専門性が不足する場合には、情報管理を適切に行った上で①外部のアドバイザーの助言を受けることも検討されるべきである。（3.1.2 取締役会における検討 15 頁） • ②社外取締役の M&A に関する専門性が不足する場合には、社外取締役の M&A に関するリテラシーを高める努力を行うことに加えて、①アドバイザー等を招聘しその専門的助言等を活用することが考えられる。（3.3 公正性の担保—特別委員会による機能の補完・留意点 22 頁） 	
<p><意見内容></p> <p>該当箇所の下線部を、それぞれ以下のとおりとしていただきたいと存じます。</p>	
<p>下線部①</p> <p>「助言後に買収への対応方針・対抗措置を用いることとなる場合に継続してアドバイザーとして関与しないという取り決めを行うことや、株主総利回りに連動した報酬を受け取ることに同意する等、株主の立場に立った助言を行うことに期待できる外部のアドバイザー」</p>	

下線部②

「スキルマトリックス上において社外取締役のM&Aに関する専門性が不足していることを明らかにしている場合」

<理由>

下線部①について、公正M&A指針3.2.1において「特別委員会は、基本的には、買収者および対象会社・一般株主に対して中立の第三者的な立場ではなく、対象会社および一般株主の利益を図る立場に立って当該M&Aについて検討や判断を行うことが期待されるもの」とされるように、M&Aの検討にあたっては、株主としての立場からの検討や判断が要求されます。

一般的に、投資銀行やコンサルティング会社が行うアドバイザー業務には、M&A仲介に関する許認可や届出といった要件がないことに加え、対象会社側及び買収者側どちらの側に就くこともできる性質ということもあり、高度な倫理観が求められます。しかし、現実には十分な倫理観が備わっておらず、自己の利益の追及のみに関心を持つアドバイザーも存在するようです。

例えば、対象会社側に就くアドバイザーについていえば、無条件に買収に反対することを特別委員会に助言して買収への対応方針・対抗措置の発動を誘導することで案件の受注を図ったり、買収者との意味のない質疑を勧奨して無意味に交渉を長引かせてタイムチャージを確保することを通じて、自己の利益を追求することができるというインセンティブ構造の問題があります。

そのため、株主としての立場以外の利害関係を追求しようとするアドバイザーが助言を行うことを防ぎ、特別委員会が株主の立場から検討できる状況を整備する必要があります。

下線部②について、M&Aに関する専門性が不足している社外取締役を想定するなら、その社外取締役が選任される前に、M&Aに関する専門性が不足している旨が株主に情報が伝達されるようにすることも明記するべきです。

【該当箇所2】

- ③中長期的な企業価値や資本効率の向上への意識は高まっているが（第1章はじめに2頁）
- 近年は、投資家・株主が企業の④中長期的な企業価値を評価する上で、地域社会や地球環境との関係などを含む非財務情報の要素が重要になっている。（2.2.2 企業価値の向上と株主利益の確保8頁）
- 通常の事業運営においては、事業活動を行うことにより④中長期的な企業価値を向上させ、そのことを通じて株主共同の利益を確保することを目指して会社を経営することにつ

いて、対象会社の経営陣は基本的な裁量を有するというべきである。(2.2.2 企業価値の向上と株主利益の確保 9 頁)

- 環境社会に対する責任に関する価値や、人的資本に関する価値など⑥中長期的な価値が市場株価に反映されるようになってきている。仮に、市場の株価が株式の内在的な価値を大きく下回ると考えられる状況が続く場合には、会社によって、上記のような⑥中長期的な価値が株価に反映されるような努力が行われるべきである。(3.1.2 取締役会における検討 17 頁注 24)
- 個々の会社の規模や状況等によって、対応方針の可否や求められる方策は異なりうるため、⑥中長期的な企業価値の向上の観点から、対象会社と機関投資家との間で建設的な対話がされることが、本来望ましい姿である。(5.5 資本市場との対話 34 頁)

<意見内容>

該当箇所の下線部を、それぞれ以下のとおりにしていただきたいと存じます。

下線部③「企業価値を本源的価値に近付けるための」

下線部④「本源的価値」

下線部⑤「非財務的な価値」

下線部⑥「企業価値を本源的価値に近付ける、又は本源的価値を高める観点から」

<理由>

下線部③、④及び⑥について、中長期的な企業価値という表現の代わりに、7頁注4において「会社の現在の経営資源を効率的な企業経営のもとで有効活用することで実現し得る会社の本質的な価値」と定義されている本源的価値という表現、及び7頁及び13頁で用いられている「企業価値を本源的価値に近付け(る)、又は本源的価値を高める」という表現を用いるものです。

弊社は、中長期的な企業価値を向上させるというあいまいな表現が、企業価値が本源的価値と乖離している状態(すなわち株価が割安に評価される状態、特にPBRが1倍未満となっている状態)を中長期(5年程度?)で解消すれば良いという誤解を生むことを危惧しています。

中長期的な企業価値の向上とは、経営資源への投資やM&Aを通じた本源的価値の増加を指すべきです。一方、経営陣が非効率な経営を改善し、企業価値が本源的価値に劣後している状態を解消することは、中長期的な企業価値の向上とはいいません。企業価値が本源的価値に劣後しているなら、株価が市場からディスカウントの評価を受けているというべきです。さらに、ディスカウントの解消は、中長期で悠長に取り組むべき問題ではなく、危機感を持って即刻解消するべき問題です。

下線部⑤について、非財務情報という用語が該当箇所2の二点目でも使われていることから、非財務的な価値という表現の方が、気候変動対応や人権なども含んだ概念として適切だと考えます。

【該当箇所3】

- 多くの場合、買収価格は直前の株価（現在の経営陣やその経営戦略に対する市場の評価を基礎として形成される）よりも高いと考えられ、取締役会として買収提案に賛同しない場合には、この点を踏まえた説明が事後的に必要となり得ることも想定した比較検討をすることが考えられる。●（3.1.2 取締役会における検討 17 頁）

<意見内容>

該当箇所の●に以下を追加していただきたいと存じます。

特に、対象会社の取締役・取締役会（以下「現経営陣」という。）が PBR1 倍以上の株価水準である買収価格よりも高い対抗提案を採さずに、対象会社の取締役を続投しようとする場合、現経営陣は自社の株価を PBR1倍以上の水準（当該買収提案の価格以上）とするための企業価値向上策及びその達成時期を具体的に公表し、買収者が提示する買収価格や企業価値向上策と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策を、定量的な観点から十分に比較検討できる情報を追加的に開示することが期待される。

<理由>

2023年3月10日に申し述べた意見の繰り返しとなりますが、そもそも、PBR1 倍を下回る状態を放置している現経営陣は、既に株主価値を毀損しているという点で PBR1 倍以上の会社の経営陣よりも経営に対する評価が低いことから、株主価値の観点から求められる説明責任の程度が大きいというべきです。

そのような現経営陣に対しては、特に株主価値向上策について株主・投資家に対して具体的かつ重点的に提示することが期待されます。そのため、現経営陣は、対象会社の株主価値向上を買収者と同じく真摯に検討し、株主価値向上のための施策を実行するという姿勢を明らかにする必要性が高いことを明記するべきです。

次頁以降は、上述意見の参考訳です。

なお、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（複雑になりますが、非営業用資産（余剰現金や政策保有株など）が存在する場合は、この合計値をValue of operationsと呼びます。）。実際に、McKinsey & Company Inc. 『Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies』 [7th edition] 179頁EXIBITE10.2（Wiley Finance, 2020）ではこの表現方法が用いられています。そして、例えば、鈴木一功・田中亘『バリュエーションの理論と実務』 169頁図表6-3（日本経済出版, 2021）では、Enterprise valueに相当する金額を企業価値と表現しています。

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。

Relevant parts (1)

- depending on the degree of conflicts of interest or information asymmetry issues, as well as circumstances relating to the target company or its transaction structure, fair procedures (i.e. "Fairness Ensuring Measures"), such as establishing a special committee, or obtaining (a)outside advisor's advice, may be taken. Utilization of such fair procedures usually contributes to ensure the interests that shareholders should enjoy - 2.2.2, p14
- (b)if the outside directors lack expertise in M&A matters, the board of directors should consider obtaining (a)outside advisor's advice based on appropriate management and control of non-public information - 3.1.2, p20
- fair procedures (i.e., "Fairness Ensuring Measures") such as the establishment of a special committee or seeking advice from (a)outside advisors may be implemented depending on the degree of conflict of interests, the degree of information asymmetry issues, the circumstance surrounding the target company and the transaction structure - 3.3, p23

Content of opinions

The followings are proposed to substitute the below to correspond underlines respectively.

- (a) external advisers who can be expected to provide advice from a shareholder perspective, for example, by entering into an arrangement whereby they will not continue to be involved as advisers if a takeover response policy or countermeasure is used after their advice or by agreeing to receive remuneration linked to the total shareholder return
- (b) if it is evident on the skills matrix that outside directors lack expertise in M&A

Reasons

Regarding (a) - As stated in Fair M&A Guideline 3.2.1: "*fundamentally, the Special Committee is expected to evaluate and decide on an M&A transaction not from the position of a neutral third party vis-à-vis the acquiring party and target company/general shareholders, but rather from a position which aims to promote the interests of both the target company and its general shareholders.*", in considering an M&A transaction, the company must consider and make decisions from a shareholder's standpoint.

In general, advisory services provided by investment banks and consulting firms require a high level of ethics, partly because there are no licensing requirements for M&A intermediaries and partially because they can take either the target company's or the acquirer's side. In reality, however, some advisers do not have sufficient ethical standards and are only interested in pursuing their interests.

For example, advisers working on the side of the target company may seek to win the deal by advising the special committee to oppose the takeover unconditionally and induce the special committee to invoke the takeover response policy and countermeasures or by encouraging meaningless questioning with the acquirer and prolonging the negotiations meaninglessly to secure a time charge. There is the issue of incentive structures that allow them to pursue their interests.

It is, therefore, necessary to prevent advisers seeking to pursue interests other than that of a shareholder from giving advice and to develop a situation in which the special committee can consider the matter from a shareholder's point of view.

Regarding(b) - Suppose it is envisaged that a director lacks expertise in M&A matters. In that case, it should also be stated that information should be communicated to shareholders about the lack of knowledge in M&A matters before she or he is appointed.

Relevant parts (2)

- Despite a growing awareness of the need to improve (c)corporate value over the medium to long-term and capital efficiency – 1.1, p4
- Particularly in recent years, non-financial information such as commitment to local communities and global environment have become increasingly important for investors and shareholders in evaluating a company's (d)medium to long-term corporate value – 2.2.2, p12
- in the normal course of business operations, target company management should have the fundamental discretion in managing the company with the aim to improve (d)medium to long-term corporate value by conducting business activities and securing the shareholders' common interests through such activities – 2.2.2, p12
- (e)Medium to long-term values, such as values related to environmental and social responsibility and human resource, are now being increasingly reflected in market stock prices. If the company's market stock price continues to remain at a level considered to be significantly below the intrinsic value of the stock, efforts should be made by the company to ensure that the (e)medium to long-term value of the stock is reflected in the stock price as described above – 3.1.2, p22, note24
- Since the necessity of a response policy and the particulars of required features may differ depending on the size and situation of each company, a constructive dialogue between the target company and institutional investors (f)from the perspective of improving corporate value over the medium to long-term is advisable – 5.5, p44

Content of opinions

The followings are proposed to substitute the below to correspond underlines respectively.

(c) capital efficiency to bring corporate value closer to intrinsic value

(d) intrinsic value

(e) Non-financial value

(f) from the perspective of bringing corporate value closer to, or to increasing, its intrinsic value

Reasons

Regarding (c), (d) and (f) - Instead of the term "*corporate value over the medium to long-term*" or "*medium to long-term corporate value*", we propose to use "intrinsic value", defined on page 10 as "*In the Guidelines, the per se value of a company that can be realized through effective exploitation of the company's current operational resources through efficient corporate management is described as the "intrinsic value."* We also propose using the expression "*improving inefficient management are among the important ways for management to bring corporate value closer to, or to increase, its intrinsic value*" on pages 10 and 18.

We are concerned that the ambiguous terminology of improving corporate value over the medium to long term may create the misconception that it is sufficient to resolve the situation where corporate value deviates from intrinsic value (i.e. where the share price is undervalued, especially where the P/B ratio is less than 1x) over the medium to long term (assumably five years-ish?).

Medium- to long-term improvements in corporate value should refer to increases in intrinsic value through investment in management resources and mergers and acquisitions. On the other hand, improving inefficient management and eliminating the subordination of corporate value to intrinsic value do not constitute medium- to long-term improvement of corporate value. If the corporate

value is subordinated to the intrinsic value, the market should value the share price at a discount. Furthermore, eliminating the discount is not a problem that should be tackled over the medium to long term but one that should be eliminated immediately as one of the board's top priorities.

Regarding (e) - This is also the expression used in the second point of the relevant parts 2; we believe that the expression non-financial value is more appropriate as a concept that also includes climate change response and human rights.

Relevant parts (3)

- Often, the proposed purchase price can be higher than the immediately preceding stock price (which is formed on the basis of the market's evaluation of the incumbent management team and its management strategy). If the board of directors decides not to support such acquisition proposal, one approach is, prior to making such decision, to compare the alternatives on the assumption that a post-decision explanation may be required in this regard.

Content of opinions

The following is proposed to be added to the end of relevant parts (3).

In particular, if the directors and board of directors of the target company intend to continue being directors without looking for a counteroffer higher than the takeover price, which is at a share price level of more than 1x P/B ratio, the current management should announce specific measures to increase the corporate value and the timing of achieving this to increase its share price to a level higher than 1x P/B ratio (above the price of the takeover offer). The board is expected to disclose additional information that enables a sufficient comparison to be made, from a quantitative perspective, between the price and the corporate value enhancement measures proposed by the acquirer and the corporate value enhancement measures under the management of the board.

Reasons

As a reiteration of our opinion expressed on 10th March 2023, in the first place, the current management team, which has left the company's P/B ratio below 1x, has a lower evaluation than the management with a P/B ratio of 1x or more in that it has been damaging shareholders' value. Therefore more accountability is required from the perspective of shareholder value. Again, it is fair to say that the necessary degree of responsibility from the shareholders' value perspective should be more significant.

As such, the management team is expected to present specific and focused measures to shareholders and investors, particularly about how to increase shareholders' value. Therefore, it should be clearly stated that the current management team, like the acquirer, should seriously consider the improvement of shareholders' value of the target company and that it is essential to clarify its stance on implementing measures to improve shareholders' value.