

第1回 公正なM&Aの在り方に関する研究会

事務局説明資料

(開催の趣旨、今後の検討事項)

平成30年11月9日

経済産業政策局産業組織課

目次

1	開催の趣旨		2
2	近年の状況		6
3	MBO指針の概要		12
4	主な論点例		17
5	今後の検討方針		30
6	討議		33

1. 開催の趣旨

開催の趣旨（1/2）

- 第4次産業革命の進展というグローバルな環境変化の中、我が国企業が持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を果たす上で、M&Aにより大胆な事業再編や経営資源の効率的な活用を進めることは極めて重要。
- 公正なM&Aの在り方を明らかにし、取引関係者の共通認識を形成することは、我が国のM&Aの公正・健全な発展につながる。
また、取引に係る予見可能性の向上・不確実性の軽減につながり、経済的意義を有するM&Aを促進するとともに、我が国の資本市場に対する信頼の維持・向上にもつながり、海外投資家の資金を我が国の資本市場に集め、企業活動への投資を促す上でも重要。
- 経済産業省は、平成19年9月4日、MBOに関する公正なルールの在り方を提示するため、「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（以下「MBO指針」）を策定。

開催の趣旨（2/2）

- MBO指針の策定から既に10年が経過しており、その間、実務、裁判例や議論の蓄積が見られ、重要な判例等も出されている。また、社外取締役の選任の増加をはじめとするコーポレートガバナンス改革の進展や株式保有構造の変化等、上場企業を取り巻く社会経済状況にも変化が生じている。
MBO指針において提言されている透明性・合理性確保のための実務上の対応について、実際の採用や実施の在り方がMBO指針の趣旨に沿ったものとなっていない場合もあるのではないかと指摘もある。
こうした状況を踏まえて、MBO指針の見直しについて検討する時期に来ているとの指摘がある。
- また、MBO指針は、利益相反構造のあるM&Aのうち、MBOを中心に提言を行ったものであるところ、親会社が上場子会社を完全子会社化する場合をはじめとする支配株主による従属会社の買収等、MBO以外の利益相反構造のあるM&Aについても論点整理を行うべきとの指摘もある。
- 以上を踏まえて、MBO指針の見直しの可否を含めて、我が国の公正なM&Aの在り方について検討を行うため、本研究会を開催する。

(参考) ジュピターテレコム事件最高裁決定

- 平成28年7月1日に出されたジュピターテレコム事件最高裁決定を受けて、「一般に公正と認められる手続」の具体的な内容が今後の検討課題となるという指摘がある。

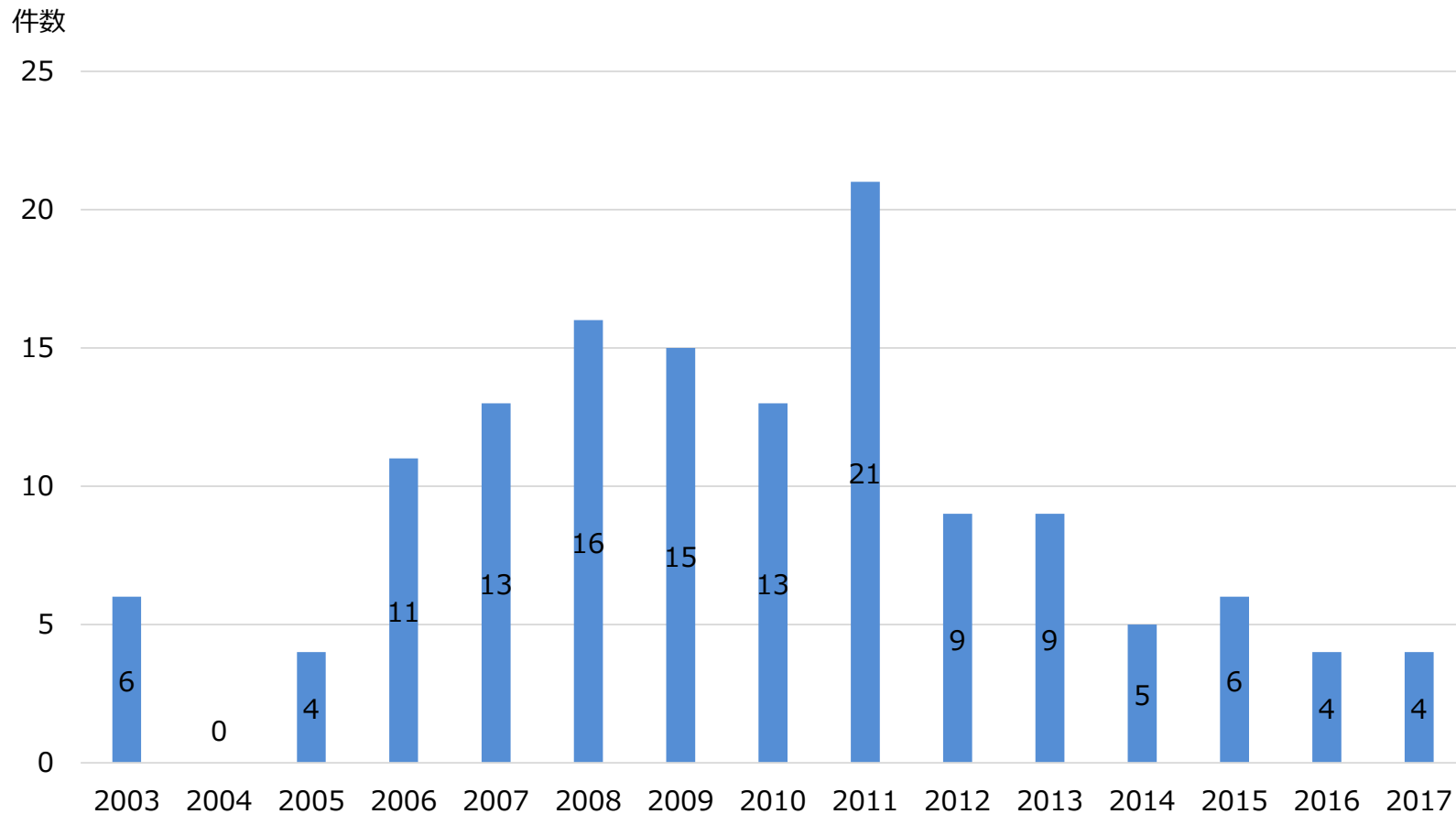
ジュピターテレコム事件最高裁決定（最一決平成28・7・1（民集70巻6号1445頁））

- 「多数株主が株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引において、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど**多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ**、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど**一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ**、その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合には、上記取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情がない限り、**裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である。**」

2. 近年の状況

上場企業のMBOの件数の推移

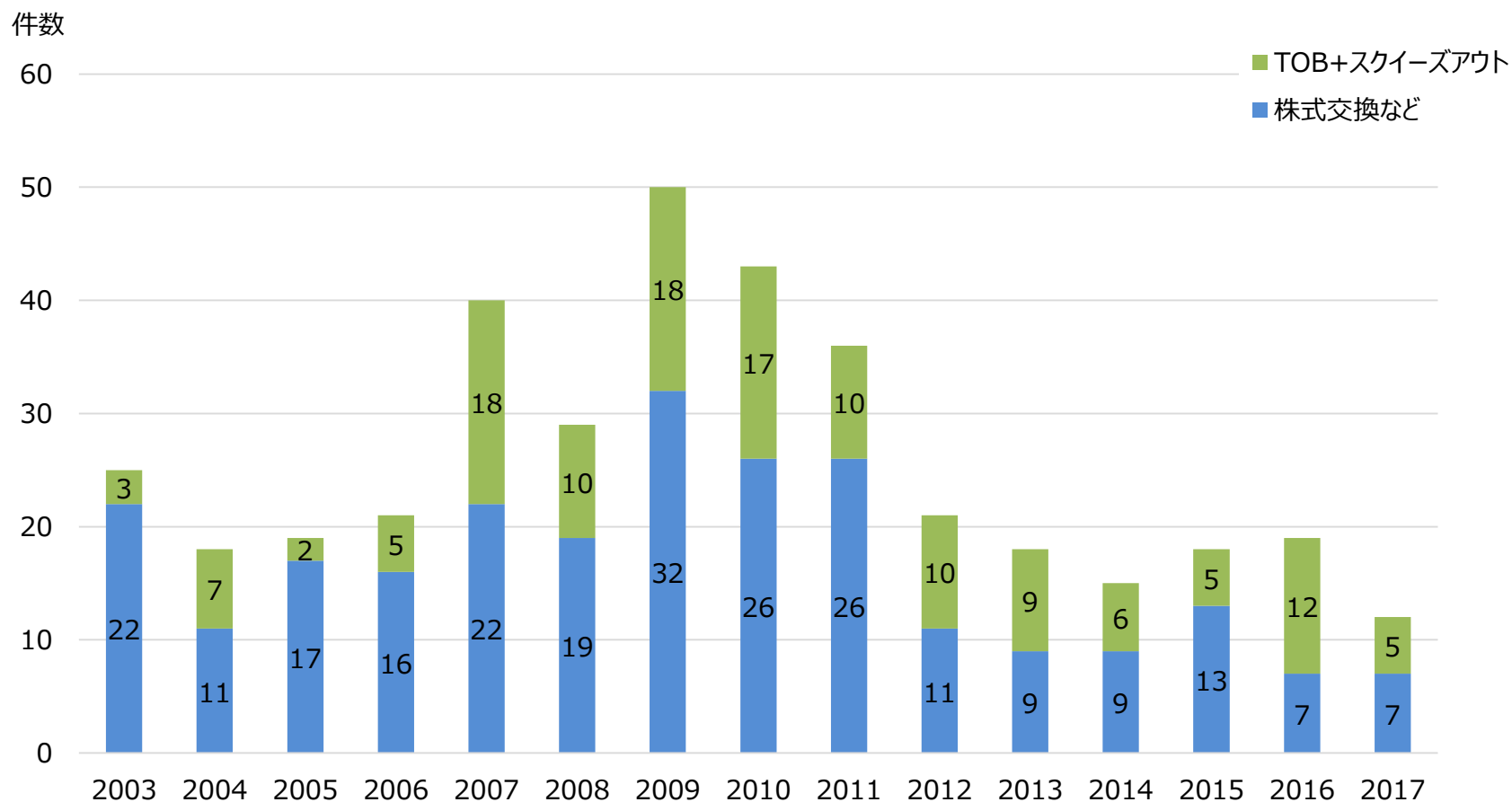
- 2011年まで増加傾向にあったが、同年を境に減少傾向に転じている。



出所：PwCあらた有限責任監査法人「平成29年度産業経済研究委託事業（コーポレートガバナンス改革への取組等に関する実態調査）報告書」

(参考) 親会社による上場子会社の完全子会社化の件数の推移

- 2009年まで増加傾向にあったが、同年を境に減少傾向に転じている。

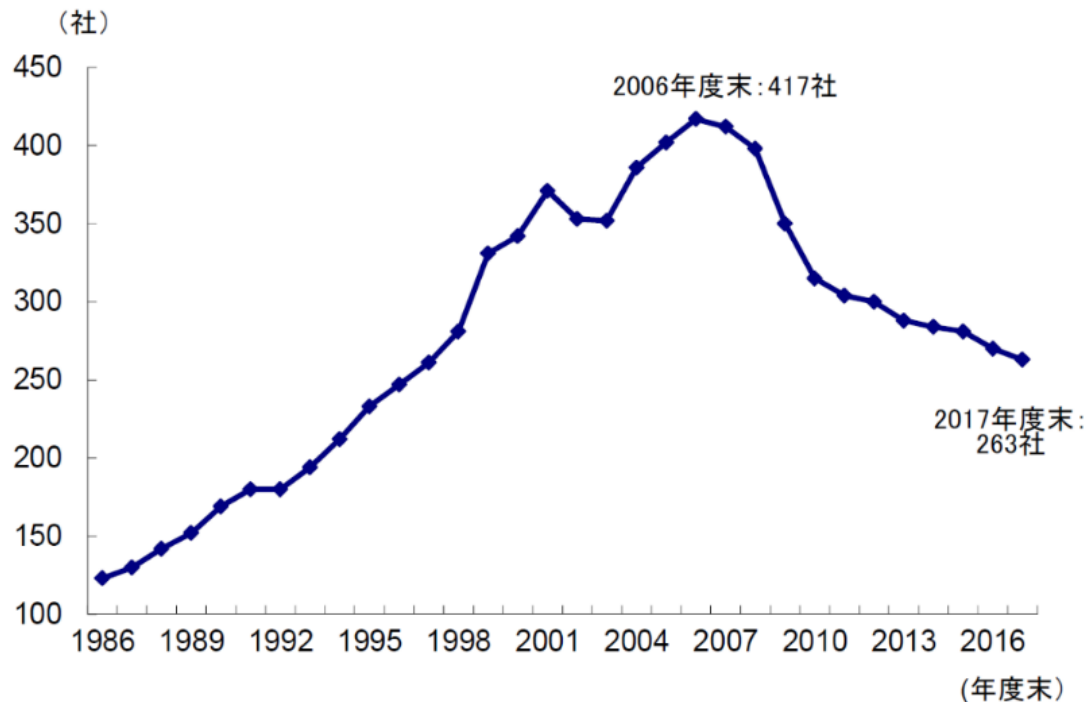


出所：PwCあらた有限責任監査法人「平成29年度産業経済研究委託事業（コーポレートガバナンス改革への取組等に関する実態調査）報告書」

(参考) 親子上場数の推移

- 2006年まで増加傾向にあったが、同年を境に減少傾向に転じている。2011年以降、減少は緩やかになっている。

図表1 親子上場（上場子会社）数の推移



【集計方法】

- 「親子上場企業数」を「親会社が上場企業である上場子会社の数」と定義
- 「上場子会社」を①当該企業（子会社）以外の上場会社単独の株式保有比率が50%超であるものと、②株式保有比率が40%以上50%以下の場合、証券取引所提出の開示資料である「支配株主に関する事項」において親子関係が判明したものとしている
- 上場持株会社傘下の非上場子会社や、非上場の中間持ち株会社の子会社になっている場合（いわゆる孫会社）は対象外

(出所) 大株主データ (東洋経済新報社)、及び各社開示資料より野村資本市場研究所作成

(参考) 親子上場の増減要因

- 親子上場の最大の減少要因は、完全子会社化による上場廃止である。

図表 2 親子上場の主要増減理由の推移

単位: 社

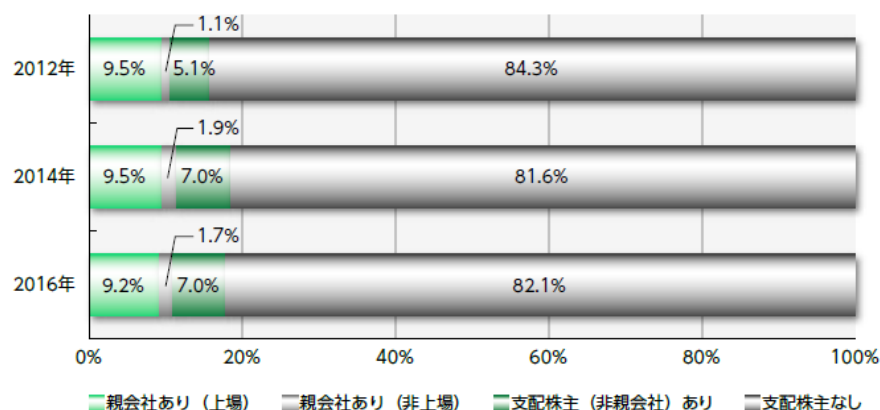
増減要因	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
減少企業数	30	22	20	30	16
うち完全子会社化による上場廃止	20	14	14	15	11
うち持分の減少	3	8	1	10	1
うちその他	7	0	5	5	4
増加企業数	18	18	17	19	9
うち持分の増加	14	14	8	15	4
うち新規上場	2	4	8	2	4
うちその他	2	0	1	2	1
純減	12	4	3	11	7

(出所) 大株主データ (東洋経済新報社)、及び各社開示資料より野村資本市場研究所作成

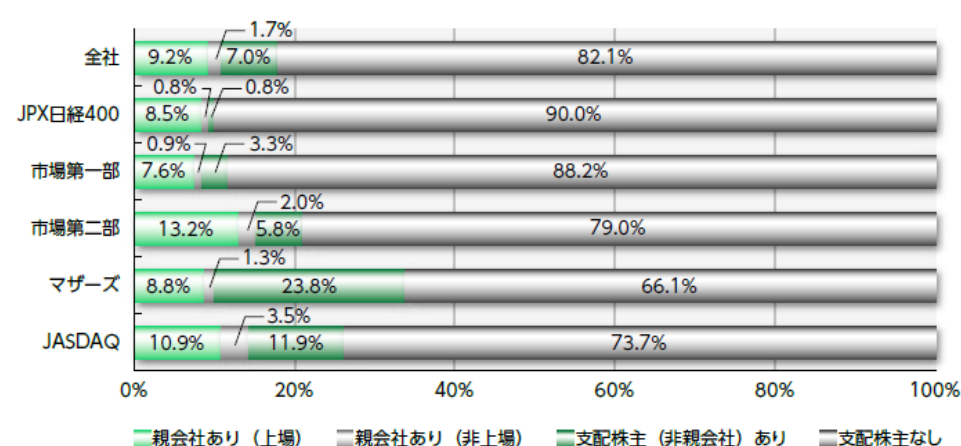
（参考）東証上場会社における支配株主・親会社の有無

- 東証上場会社のうち支配株主を有する会社は627社（全上場会社の17.9%）。
- そのうちの383社（全体の10.9%）は親会社を有する会社であり、
244社（同7.0%）は親会社以外の支配株主（オーナー等）を有する会社。
- 親会社を有する会社の84.6%にあたる324社（同9.2%）は、親会社が上場会社。

図表 11 支配株主・親会社の有無の推移



図表 12 支配株主・親会社の有無（市場区分別）



【集計方法】

コーポレートガバナンス報告書における支配株主※1及び親会社※2の有無の記載に基づき集計

※1 支配株主：有価証券上場規程第2条第42号の2、同施行規則第3条の2

※2 親会社：財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則第8条第3項

3. MBO指針の概要

MBO指針の概要（1/4）

位置付け・目的等

- 「企業価値の向上及び株主利益への配慮のための公正な手続確保を目的とした、MBOに関する公正なルールのあり方を提示するもの」
- 「実務上のMBOの公正なあり方を模索することにより、今後我が国企業社会においてベストプラクティスが形成され、今後の我が国におけるMBOが、公正・健全な形で更に発展していくことを目的とするもの」
- 「本指針で提案されている原則論や実務上の対応等は、あくまで、MBOの公正性を担保しつつ、経済的意義を有するMBOを発展させるためにはどのような点に留意するのが適切かとの観点から提案されたものであり、MBOに新たな規制を課す趣旨で提案されたものではない」
- 「法律論的な視点としては、(i)会社法における取締役の忠実義務の議論の一環として位置づけることが可能であるとの指摘もあるが、「会社法上の明確な位置付けを行うことは困難」。「より広範な視点として、(ii)公正なM&Aルールの一環として企業社会において共有されるべきルール、という側面からも位置付けられるべき」

MBO指針の概要（2/4）

検討対象取引（スコープ）

- 「不特定多数の株主との関係について検討が必要な場合として、上場会社において非上場化を伴って行われるMBOに限定して、検討」。「まず公開買付けを行った後に、完全子会社化（スクイズアウト）を実施し、100%株式の取得を行う場合を前提に議論」
- 「支配会社と従属会社の関係にある会社間で組織再編が行われるような場合については、構造上の利益相反問題が存するという点ではMBOと同様」。「対抗買付の機会を確保したとしても、対抗者が出現する可能性が低く、必ずしも適正性の担保とはならない」等の「相違点についてはMBOと同じ議論は適用できないと考えられるが、その他の点については、基本的にMBOの議論と同じ考え方ができる」

議論の着眼点

- 「MBOの取引に特有の論点」は、「取締役が自社の株式を買い付けるという取引の構造上、必然的に利益相反的構造が生じる」点
- 利益相反に関する点以外の論点は、「必ずしもMBOに特有の論点ではないと考えられることから、」主に利益相反に関する論点から」検討

MBO指針の概要（3/4）

尊重されるべき原則

- 第1原則：企業価値の向上（望ましいMBOか否かは、企業価値を向上させるか否かを基準に判断されるべきである）
- 第2原則：公正な手続を通じた株主利益への配慮（MBOは取締役と株主との間の取引であるため、株主にとって公正な手続を通じて行われ、株主が受けるべき利益が損なわれることのないように配慮されるべきである）

透明性・合理性確保のための枠組み

- ① 株主の適切な判断機会の確保
- ② 意思決定過程における恣意性の排除
- ③ 価格の適正性を担保する客観的状況の確保

MBO指針の概要（4/4）

実務上の具体的対応

実務上の対応の整理

①株主の適切な判断機会の確保～共通して対応すべき事項～

- OMBOのプロセス等について、公開買付け規制の改正・証券取引所の要請等の趣旨を踏まえた充実した開示
- OMBO成立のため意図的に市場株価を引き下げているとの疑義を招く可能性がある場合のより充実した説明
- 取締役が当該MBOに関して有する利害関係の内容についてのより充実した説明
- スクイズアウトに際して、株式買取請求権又は価格決定請求権が確保できないスキームの採用の禁止
- 特段の事情がない限り、公開買付けにおいて大多数の株式を取得した場合にはスクイズアウトを実施
- 特段の事情がない限り、スクイズアウトの価格について、公開買付け価格と同一の価格を基準にすること
- ◆MBO後も一定期間、対象会社の状況に関する情報提供を継続
- ◆MBO後の中長期的な経営計画等・将来の可能性についての十分な説明

◆は対応すべきか否か議論が分かれている事項

上記を前提とした上での実務上の工夫

②意思決定過程における 恣意性の排除

- （社外役員が存在する場合には）当該役員、又は独立した第三者委員会等に対するMBOの是非及び条件についての諮問（又はこれらの者によるMBOを行う取締役との交渉）、及びその結果なされた判断の尊重
- 取締役及び監査役全員の承認
- 意思決定方法に関し、弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイスを取得すること及びその名称を明らかにすること
- OMBOの価格に関し、対象会社において、独立した第三者評価機関からの算定書等を取得
- * 実際の案件に応じて、上記の対応を組み合わせる等して工夫する

③価格の適正性を担保する 客観的状況の確保

- OMBOに際しての公開買付け期間を比較的長期間に設定すること（※個別案件の性質によって異なり得る）
- 対抗者が実際に出現した場合に、当該対抗者が対象会社との間で接触等を行うことを過度に制限するような内容の合意等を、当該MBOの実施に際して行わないこと
- * 上記の対応を併せて行う

④その他（①の見地から 株主意思確認を尊重）

- OMBOに際しての公開買付けにおける買付け数の下限を、高い水準に設定すること
- （※なお、当該方法は、公開買付けの成否を著しく不安定にする恐れもあることから慎重に検討すべきとの指摘がある）

* いずれかの実務上の工夫を採用することで、MBOの透明性・合理性は高まる。但し、各工夫は排除し合うものではなく、それぞれの具体的対応を組み合わせる等して、より透明性・合理性を高めることも可能。

4. 主な論点例

主な論点例（1/11）

1. 公正なM&Aの在り方を議論する際に留意すべき着眼点

- 利益相反性
- 情報の非対称性

MBO指針

- 「MBOは、本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役が、自ら株主から対象会社の株式を取得することとなり、必然的に**取締役についての利益相反的構造が生じる**。そして、取締役は対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有していることから、MBOの場合には、**株式の買付者側である取締役と売却者側である株主との間に、大きな情報の非対称性も存在することとなる**。そこで、株主の立場から、MBOが有する意義から逸脱して不合理な取引が行われ、又は価格が不当に低く設定され、取締役が不当に利益を享受しているのではないかといった懸念が指摘されている。また、MBOに伴う非上場化により有望な投資先が市場から退出する場合に、そのことが資本市場に与える影響等に関する議論や、非上場化によって会社に対する市場の規律が働かなくなり、会社のガバナンスが緩む場合もあり得るといった弊害に関する議論もなされている。また、非上場化の際に生じ得る株主への強圧的な効果に関する議論等もなされている。加えて、MBOはLBOの形態により実行されることが通常であるため、既存債権者との関係についての議論や、過度なレバレッジが会社に与える影響等の議論もなされている。」
- 「MBOでは、取締役が自社の株式を買い付けるという取引の構造上、必然的に**利益相反的構造が生じる**。そして、この点が**MBOの取引に特有の論点**であると考えられる。上記のとおり、**MBOをめぐる論点は、利益相反に関する点以外にも複数指摘がなされているが、それらは必ずしもMBOに特有の論点ではないと考えられることから、本指針では、（それらの観点も視野には入れつつも）主に利益相反に関する論点からの検討を進めた**。そして、このようなMBOにおいて指摘されている諸論点を整理することにより、上記のような経済的意義を有するMBOを、いかに健全に発展させていくかという点が、本指針における着眼点である。」

主な論点例（2/11）

2. 検討対象取引（スコープ）

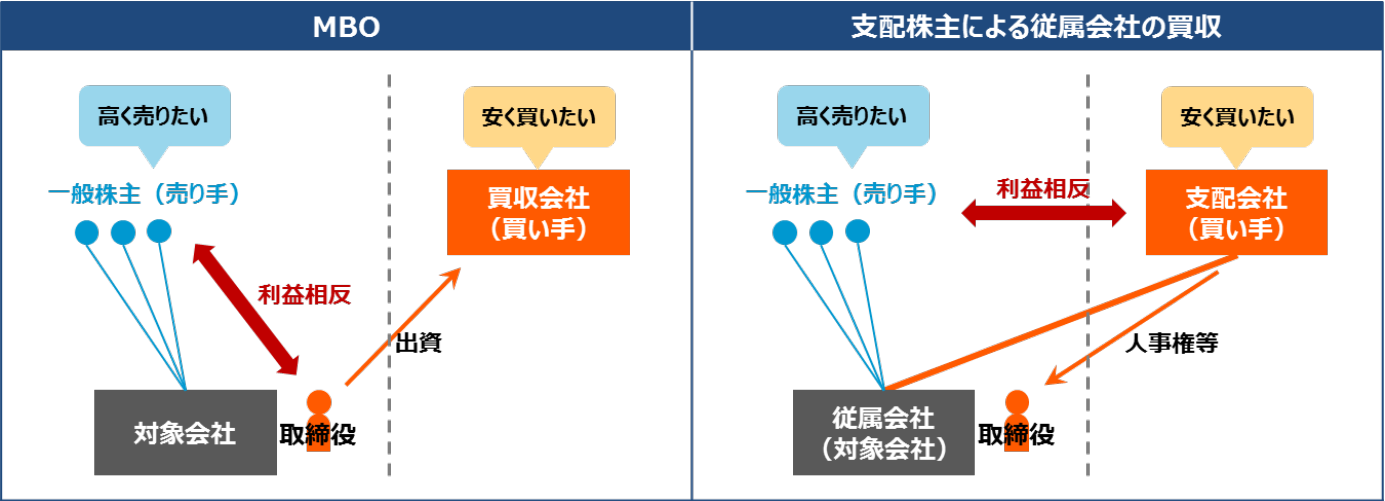
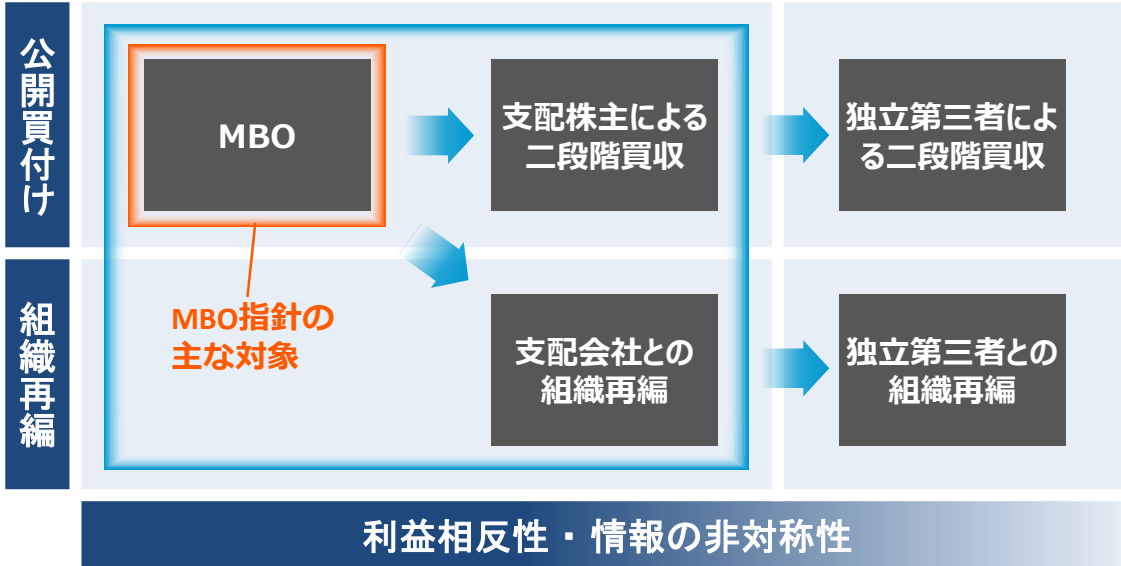
- 検討対象取引（スコープ）の拡大の要否（支配株主による従属会社の買収等）
- 拡大する場合、取引類型（MBO/支配株主による従属会社の買収等）や対価の種類（現金/株式）、買収方法（公開買付け/組織再編）による問題状況の差異の有無

MBO指針

- 「親会社が上場子会社を完全子会社化する場合等、支配会社と従属会社の関係にある会社間で組織再編が行われるような場合については、**構造上の利益相反問題が存するという点ではMBOと同様**であり、基本的には、MBOに関する上記の議論と同じ考え方が可能であると考えられる。更に、支配会社の有する議決権の割合が既に高い場合には、支配会社が不十分な価格での取引を行い従属会社の株主の利益が害されるとの恐れはMBOに比しても高く、MBOにおける議論より更に厳格に考える必要もあるのではないかと指摘もある。他方で、支配権の移転が伴うMBOの場合には、一般株主は、支配権の移転に伴う上乗せ価値（コントロールプレミアム）を享受できる地位にありながら、それを享受できない不当な低価格の対価しか受けられない恐れがあるのに対し、既に支配権が支配会社に移転している場合には、従属会社との間で組織再編等を行ったとしても、一般株主はそもそもコントロールプレミアムを享受すべき地位にないことから、実際の不利益はMBOの場合よりも小さいとの指摘もある。また、支配会社が存在する場合には、MBOにおける上記議論のように対抗買付の機会を確保したとしても、対抗者が出現する可能性が低く、必ずしも適正性の担保とはならないとの指摘もある。したがって、これらの**相違点についてはMBOと同じ議論は適用できないと考えられるが、その他の点については、基本的にMBOの議論と同じ考え方**ができるものと考えられる。」

主な論点例（3/11）

2. 検討対象取引（スコープ）（続き）



主な論点例（4/11）

3. 取引条件の公正さを担保することに資する措置

(1) 特別委員会

- 機能、役割、検討対象
- 設置の要否
- 設置の時期・タイミング
- 委員の構成（属性（社外取締役/社外監査役/社外有識者）、独立性、専門性等）

MBO指針

- 「これらの役割は、**社外役員に担わせる方が、それ以外の第三者に担わせる場合と比べ責任の所在が明確であることから望ましいとの指摘**がある一方で、**仮に社外役員であっても、当該交渉に関する会社法上の責任の所在は必ずしも明確ではないとの指摘**もある。」
- 「**構造的な利益相反状態にあることによる不透明感を払拭するだけの、実質的に独立した監督能力・アドバイス能力等を備えている必要がある**。かかる観点から、**社外役員や第三者委員会の委員が有する会社との利害関係については十分に精査される必要があり、「独立性」の内容についても、対象会社から株主に対して十分な説明がなされる必要がある。**」

主な論点例（5/11）

（1）特別委員会（続き）

■ 権限（交渉権限・取引拒絶権、アドバイザー指名権限等）

MBO指針

- 「**単なる諮問等の確認手続きのみならず**、MBOを行う取締役との間で、**独立当事者間の交渉と同視し得る実質的な「交渉」を担わせるべきとの指摘**もある。他方で、実際には、責任の重大性又は責任関係の不明確性の観点から、**引き受け手を探すのが極めて困難であるとの指摘**もある。」

■ 委員の報酬

■ 情報開示（審議・検討・交渉経緯、委員の独立性等）

MBO指針

- 「**MBOを実施するに至ったプロセス等**について、平成18年12月の公開買付け規制の改正、及び証券取引所の要請等により開示が要求されている趣旨にかんがみ、**充実した開示**が求められる。」
- 「**「独立性」の内容についても、対象会社から株主に対して十分な説明がなされる必要がある。**」

主な論点例（6/11）

(2) 株式価値算定、フェアネス・オピニオン

- 機能、取引条件の交渉・決定における位置付け・役割
- 取得の要否・効果
- MBOに際して実現される価値の概念整理との関係

MBO指針

- 「MBOに際して実現される価値は、(a)MBOを行わなければ実現できない価値と、(b)MBOを行わなくても実現可能な価値の2種類に区別して考えることができる。」
- 「上記(b)の**MBOを行わなくても実現可能な価値は、基本的には株主が受けるべきもの**と考えられる。他方で、上記(a)の**MBOを行わなければ実現できない価値については、株主及び取締役が受けるべき部分の双方が含まれている**という整理が考えられる。」

主な論点例（7/11）

（2）株式価値算定、フェアネス・オピニオン（続き）

■ 発行プロセス

MBO指針

- 「算定方法の採用にあたっては、複数の算定方法を利用する等合理的な算定方法を採用し、恣意的な価格の算定等がなされないように配慮することが必要である。なお、当該算定書等は複数取得することがより望ましいとの指摘もある。ただし、取得する数自体が重要なのではなく、算定書等の作成過程から当該第三者評価機関と真摯に議論をする等して、有効に活用することが重要であるとの指摘もある。」

■ 第三者評価機関（独立性、専門性等）

MBO指針

- 「MBOの場面においては、端的には、**構造的な利益相反状態にあることによる不透明感を払拭するだけの、実質的に独立した監督能力・アドバイス能力等**を備えている必要がある。」

■ 情報開示（算定内容、第三者評価機関の独立性等）

MBO指針

- 「**「独立性」の内容についても、対象会社から株主に対して十分な説明がなされる必要がある。**」

主な論点例（8/11）

(3) マーケット・チェック

※市場における潜在的な買収者の有無の調査・検討

- 実施の要否・効果
- 実施方法（オークション（入札手続）/マーケット・チェック（複数の潜在的な候補者に個別に打診）/Go Shop（M&A契締結後一定期間、対象会社が対抗提案を積極的に勧誘することを認める）等）

MBO指針

- 「他の買付者による買付の機会を確保し、当該MBOを行う取締役等にも対抗的な買付が出現する可能性を踏まえた当該MBOの価格を提示させることにより、価格の適正性を担保し、取引の透明性・合理性を高めるという実務上の工夫が考えられる。そのためには、個別案件の性質によって異なり得るが、例えば、以下の①及び②の対応を併せて行うことが考えられる。
 - ① MBOに際しての**公開買付期間を比較的長期間に設定**すること
 - ② 対抗者が実際に出現した場合に、当該**対抗者が対象会社との間で接触等を行うことを過度に制限するような内容の合意等を、当該MBOの実施に際して行わないこと**」

主な論点例（9/11）

（3）マーケット・チェック（続き）

- 対抗提案を受けた場合の対応（対象会社の取締役会の行為規範、対抗提案者に対するデューデリジェンスの機会の付与の要否等）

MBO指針

- 「特段の事情がない限り対抗者に**対象会社の買収監査の機会を付与することを原則とすべきとの指摘**もある…。しかし、当該指摘に対しては、**必ずしも買収監査の機会を付与しなくとも対抗買収は可能であるとの意見**もある。」
- 「対抗者が実際に出現した場合には、一方でMBOとしての買付が行われている以上、対象会社の取締役会としては、当然に、**当該対抗者の提示する代替的な買付提案についても真摯に検討する必要があり、合理的な理由なくこれを拒絶することは適切とはいえない**。また、取締役会が下した判断の合理性については、株主に対して十分な説明を行うことが求められる。」

主な論点例（10/11）

(4) Majority of Minority条件

※企業買収の実施に際し、株主総会における賛否の議決権行使や公開買付けへの応募の有無により株主の意思表示が行われる場合に、利害関係を有しない株主のうちの過半数が賛成することを取引の前提条件とすること

- 機能
- 設定の要否・効果
- 「Minority」の範囲や「Majority」の考え方

MBO指針

- 「どのような水準に設定するかについては個別案件の性質によって異なり得るが、例えば、会社法上は、公開買付けにおいて3分の2以上の議決権を取得した場合には、他の株主の賛同如何に関係なく完全子会社化（スクイーズアウト）が可能であるが、株主の意思確認を尊重する見地から、**より高い水準で公開買付けの下限を設定することが考えられる**。この他にも、例えば、**MBOを行う取締役やその他利害関係を有する者以外の者が保有する株式の過半数や3分の2以上が応募しないと成立しないような水準に設定することが合理的である場合も考えられる。**」
- 「**公開買付けの下限を高い水準に設定することは、公開買付けの成否を著しく不安定にする恐れもあることから慎重に検討すべきとの指摘がある。**」

主な論点例（11/11）

(5) 情報開示（再掲）

■ 対象会社や特別委員会における審議・検討・交渉経緯

MBO指針

- 「**MBOを実施するに至ったプロセス等**について、平成18年12月の公開買付け規制の改正、及び証券取引所の要請等により開示が要求されている趣旨にかんがみ、**充実した開示**が求められる。」

■ 株式価値算定の内容

■ 特別委員会委員、第三者評価機関の独立性

MBO指針

- 「**「独立性」**の内容についても、対象会社から株主に対して十分な説明がなされる必要がある。」

今後の議論における視点

- 取引条件の公正さを担保することに資する措置について議論する際には、当該措置の実施が望ましいか否かという二者択一のみでなく、例えば、必要に応じてミニмумスタンダードやベストプラクティス等の位置付けを用いる、あるいは、当該措置の有効性が状況により異なり得る場合にはその具体的な状況を明示するなど、より柔軟かつきめ細かな位置付けを行うことも視野に入れて議論することも考えられる。

MBO指針

- 「以上、実務上考えられる対応につき、上記 3 種類の枠組みに従って検討をしたが、これらの**各対応は同列の関係で整理されるものではない**。
まず、MBOについて判断をするのは株主であり、その前提として当該株主に適切な判断の機会を確保する必要があるという見地からは、上記**(1)「株主の適切な判断機会の確保」**で検討した各対応は、MBOを行う際には**共通して対応すべき事項**といえることができる。
他方で、上記(2)(3)及び(4)については、株主に対して適切な判断機会を確保した上で、更にMBOの透明性・合理性を確保するという見地から、実務上考えられる対応の枠組みを示したものである。**(2)(3)及び(4)の工夫は必ずしも全てを実行する必要はなく、いずれかの実務上の工夫を採用することで、MBOの透明性・合理性は高まると考えられる。ただし、各工夫は排除し合うものでもないため、それぞれの具体的対応を組み合わせる等して、より透明性・合理性を高めることも可能**であると考えられる。」

- ※ (1) 株主の適切な判断機会の確保
- (2) 意思決定過程における恣意性の排除
- (3) 価格の適正性を担保する客観的状況の確保
- (4) その他

5. 今後の検討方針

海外調査

- 海外主要国（アメリカ、イギリス、ドイツ、フランス）における利益相反構造のあるM&Aを中心とする関連法制度・判例ルール・プラクティス等について、委託事業者であるホワイト&ケースLLPにおいて調査を実施中。
- 調査結果については、本研究会で報告予定。

White & Case 本委託調査の実施体制



今後の検討スケジュール（案）

日程	議事内容
第1回（11/9（金）16:00-18:00）	➤ MBO指針見直しの要否 ➤ MBO指針見直しの方向性・今後の検討事項
第2回（12/7（金）11:30-13:30）	➤ 論点の議論①
第3回（1/10（木）9:30-11:30）	➤ 論点の議論②
第4回（2/1（金）10:00-12:00）	➤ 論点の議論③
パブリックコンサルテーション（予定） ※より広い視点から分析・検討を更に深めるため、広く国内外の関係者から各論点に関わる情報・意見の提供を募集するプロセス	
第5回（2/22（金）10:00-12:00）	➤ パブリックコンサルテーションの結果報告 ➤ 論点の議論④
第6回（4月上旬）	➤ 取りまとめに向けた議論①
第7回（4月下旬）	➤ 取りまとめに向けた議論②
パブリックコメント（検討中）	
第8回	➤ 予備日（パブリックコメントの結果報告等）

※第2回以降の日程は現在調整中

※研究者・実務家等に対する事務局ヒアリング（委員任意参加）の実施も検討中

6. 討議

討議

■ MBO指針の見直しの要否

- MBO指針策定後10年間の実務、裁判例や議論の蓄積や、上場企業を取り巻く環境の変化、MBO指針の提言内容の実際の対応状況等を踏まえて、MBO指針の見直しが必要か否か

■ 見直しの方向性・今後議論すべき事項

- 検討対象取引（スコープ）の拡大の要否
- 取引条件の公正さを担保することに資する措置について、深掘り・追加すべき論点の有無
（特別委員会、株式価値算定、フェアネス・オピニオン、マーケット・チェック、Majority of Minority条件、情報開示 等）
- 今後の議論における視点