

第3回 公正なM&Aの在り方に関する研究会

# 事務局説明資料

(マーケット・チェック、Majority of Minority条件)

平成31年1月10日

経済産業政策局産業組織課

# 目次

1	前回の議論の整理	2
2	マーケット・チェック	42
3	Majority of Minority条件	63
4	今後の検討スケジュール	72

# **1. 前回の議論の整理**

# 取引類型による差異（1/16）

- MBOと支配株主による従属会社の買収における利益相反性や情報の非対称性等の程度（すなわち、公正性担保措置を講じる必要性）については、相当程度異なる旨のご意見と、基本的には異なる旨のご意見があった。
- 2つの考え方の背後にある論点として、買収の局面において、株式・議決権保有等を通じた支配株主による従属会社に対する支配力・影響力の実際上の程度（裏を返せば、上場従属会社の独立性の程度）や、こうした状況に対する外部の株主・投資家や裁判所等の評価をどのように考えるかという点が重要と考えられる。

## (1) 取引構造、利益相反性、情報の非対称性等に係る共通点・相違点等

古本委員：      コンフリクトや情報の非対称性があるという類似点があるのは確かだが、MBOと上場子会社の完全子会社化とでは相当な差異があると認識している。・・・MBOの場合は、実質的に経営者本人が買収者であるのに対し、**上場子会社の完全子会社化の場合は、買収者は親会社であってインサイダーである子会社の経営者ではない。親会社は、株式による支配を通じて子会社の取締役や経営者等のインサイダーに対して影響力を有するにすぎないのであり、この違いは実態的にはかなり大きなものになる。**

例えば、情報という観点でみると、**MBOの場合は、実質的には経営者本人が買収者なので、ターゲットとなっている会社の情報は、秘密情報も含めて全て詳しく頭に入っている。これに対して、上場子会社の完全子会社化の場合は、親会社の指名を受けた取締役社長といえども、守秘義務や善管注意義務を負っている。端から端まで全て情報を共有するということとはできず、この点において大きな差がある。**

また、**上場を維持している限り、子会社においても経営の独立性が保たれており、親会社のいいなりになることはない。**

## 取引類型による差異（2/16）

田中委員： 判例は、相互に資本関係のない独立当事者間と親子会社間取引を分けて、親子会社間取引の場合は利益相反のために子会社株主に不利な取引が行われるおそれがあるということで、独立当事者間取引よりも審査を厳格に行う方針を示しており、それは理由があると思っている。基本的に判例は、取締役は自分を選んだ株主のために働くインセンティブを持っているだろうという考え方であって、独立当事者間取引の場合は双方の当事会社の取締役は自社の株主の利益のために買収条件をめぐって交渉することが期待できるので、原則として、裁判所は当事者間で約定された取引条件を尊重する。しかし、親子会社間取引の場合、子会社取締役は自分を選んだ親会社の利益を気にしないということはなかなか難しい。現実には、親会社の利益に沿った交渉をしてしまうのではないかというおそれがあるということかと思う。もちろん、・・・我が国の上場子会社の取締役は高い見識をお持ちで、そういった経済的なインセンティブがあっても、子会社株主のために交渉する人も多いのかもしれないが、現実的に取締役を選任できる実際上のパワーを親会社が持っていることは否定できないので、外にいる投資家からみて、心配がない取引をするということを考えれば、公正担保措置をとる必要性はMBOに劣らず高いのではないかと考えている。

## 取引類型による差異（3/16）

- 三瓶委員： 明らかな共通点としては、この両方の取引の結果、少数株主が排除されるということである。だからこそ、非常に気になるというのが少数株主の視点である。
- ただ、構造的に少し異なるのではないかというご指摘はごもっともで、例えば、買収側の意思決定をする方が執行権を持っているのかどうかという点である。MBOの場合には執行権限のある方がその買収を決定するが、その方々は議決権の上で支配権を持っているのかというと、大抵の日本の会社の経営者を見る限り、経営陣がマジョリティの株を持っているということはまずない。一方で、完全子会社化を行う親会社はどうかというと、・・・厳密に言えば、経営の執行権限は持っていない。ところが、議決権上は支配しているという関係である。これは逆といえば逆だが、親会社が議決権で支配をしているというときには、影響が相当あると考えるのが普通である。子会社が独立に執行しているといっても、思うように子会社として動いてくれなければ、議決権行使によってその人間を代えることはできるわけで、相当な影響力がある。今の2つの点、執行権限と議決権の権限を別々にしていくと、両者はちょうど逆の関係にあるようにみえるが、セットで考えたときに、同じという用語弊があるが、その2つを利用するという意味では、少数株主からみたら同じである。なので、細かいところでの1つ1つは違うのだけれども、その結果、利益相反関係が生ずる、情報の非対称性も生ずるということは、全く同じだと思う。
- 藤田委員： 取締役自身に直接利益相反があるわけではないとか、それは確かにその通りなのだが、最終的に問題の取引は独立当事者が行った取引と同じような条件になっていると裁判所が受け取ってくれるような実質があるかと考えると、やはり疑いの目でみられても仕方ないようなところはあるのだと思う。・・・最終的に子会社の取締役が交渉したことが独立当事者間の取引と当然にみなしてもらえとは考えないほうがよいし、裁判所がそうみてくれると期待してルールをつくるというのも、やはりしないほうがよいと思う。・・・個別の取引類型に基づく微調整は必要となってくるが、およそ違った類型だからカテゴリカルに非常に違った発想でものをみななければいけないような違いがあるとは思っていない。

## 取引類型による差異（4/16）

児玉委員： MBOと完全子会社化が、全くもって違うとは申し上げないが、**明らかに違うファクターがある**。・・・ゼネラルカウンセルという立場で物事を考えると、・・・どちらかという**と、親会社、子会社というのは独立したリーガル・エンティティであると考えている**。これは間違いでないが、他方で、**親会社の執行、経営という立場で申し上げると、間違いなくグループで物事を考えている**。

井上（隆）委員： 何社かに事前にヒアリングしてみたが、やはりヒアリングした**全ての企業から、MBOと完全子会社化は実態としては全然違うという意見が出ています**。支配権が移転するかしらないか、**グループ会社としての経営の舵取りが変わるのか変わらないのか**というところは、**やはり大きい違いだ**と思う。もともと、少数株主も含めて、公正性を担保するというのは重要な観点なので、そこはしっかりやっていかなければならないとは思いますが、**これまであった株価の実例の中で、公正性に照らしてどういう問題があったのかということも研究する必要があるのではないか**と思う。

武井委員： **MBOと完全子会社化の現金対価と完全子会社化の株対価の3レイヤーがある**と思っていて、**それぞれについて求められる公正担保措置の中身が違ってくる**のだと思う。特別委員会についてどこまで差があるのかというのは、現行の東証ルールの公正担保措置をどうみるのかということとも関連していると思うが、論理的には**3つのレイヤーでやはり差がある**と思う。

北後委員： **公正性を阻むものは、やはり利益相反の不透明な部分だ**と思う。MBOにしろ、M&Aにしろ、・・・時間があれば、**どのステージやどの場面でどのような利益相反があるのか**ということをもう少し洗い直したほうがよいのではないかと思う。

## 取引類型による差異（5/16）

- 支配株主による従属会社の買収における一般株主の保護の要請（レベル）については、従属会社の一般株主は、支配株主の存在とその場合における法令上の規律を認識した上で従属会社の株式に投資をしている点で、スクイズアウトされるリスクの発生に関する事前の認識がMBOの場合とは大きく異なる旨のご意見があった。
- これに対して、従属会社の一般株主が支配株主から搾取されるリスクを反映してディスカウントされた価格でしか従属会社の株式に投資できない状態よりも、かかるリスクから守られているという安心のもとにディスカウントされていない価格で投資できる状態の方が、従属会社の株式の時価総額、ひいては社会の富を失わないという観点からは好ましい旨のご意見や、完全子会社化のように「最後」に行われる取引の局面では、日常的・継続的な取引の局面に比して、少数株主にとって不利益な条件で取引が行われる危険が大きい旨のご意見、一般株主の保護を強化してきている国際的な動向との整合性も重要である旨のご意見等があった。

# 取引類型による差異（6/16）

## (2) 一般株主の保護の要請

古本委員： 投資家は上場子会社の資本構成、つまり、議決権の過半数をおさえている親会社が存在していること、そして、そうした場合に会社法上どのようなことが起こり得るのか、上場規程での規律がどうなっているのかということを知った上で、そのような上場会社の株式に投資しているのが現実であると思う。MBOの場合は、そうではなく、いきなり買収提案がなされるため、リスクの発生に関する事前の認識という意味で、両者には大きな違いがある。このあたりはプレミアムの問題であって手続の公正さとは別だという議論もあるかもしれないが、結局のところ企業買収においてはプレミアムが一番重要になるので、無関係ではないと思う。

田中委員： 子会社の株主は、最初からリスクを認識した上で子会社少数株主になっているのであって、そこがMBOとは違うのではないかというご意見が出たようだが、・・・その点に関しては、**子会社の株主がリスクを認識した上で、そのリスクを反映した価格でしか子会社株式を取得しないとすると、子会社の株式はそれだけディスカウントされた価格になってしまうわけで、子会社株式の時価総額、ひいては社会の富が損なわれるということになる。**したがって、**社会の富を失わないという観点からすれば、子会社株主は親会社との取引で搾取されるかもしれないといったリスクによって、割り引かれた価格で株式を取得するのではなくて、そういったリスクから守られているという安心のもとに、ディスカウントされていない価格で株式を取得できる状態のほうが好ましいのではないかと思う。**もちろん、このことはコストとベネフィットを考えずに過剰な負担を親子会社間取引に課すべきだということではない。・・・そのことは親子会社間取引において費用対効果の期待できないことを必須条件とすべきではないということであるのであって、親子会社間取引ではそれほど利益相反がないとか、あるいは、子会社株主は最初からリスクを認識した上で取引しているといったことをいう必要はないのではないかと思う。

## 取引類型による差異（7/16）

三瓶委員： ……支配株主が既にある上場企業の少数株主になること自体が、もうそんなことはわかっているのだから仕方ないだろうというのは、ちょっと違うと思う。まず、**市場に公正担保を守ってくれる仕組みがあると思えるから少数株主となれるのであって、それが「仕方ない」ということでは、そもそも市場の規律が働かないということになると考える。**……私の知る限りでは、アメリカではこういった支配株主がいる子会社が上場しているケースは限定的である。その理由は、……市場でディスカウントの評価を受けている。ディスカウントの評価を受けているということは、資本コストが高いということである。資本コストが高いのに、子会社を上場させ、資本市場で資金調達をするというのは、本当はメリットがないので、そういう状況ではその市場を活用しない、だから上場しないというのが、今、アメリカでは普通になっている。そういう意味でも、既に支配株主がいるから仕方ないのだということは、ちょっと違うのではないかと思う。

藤田委員： 子会社に投資する人は、子会社であることをわかって投資しているのだからという議論は問題があるということは田中委員のおっしゃったとおりなのだが、もう1点だけそれにつけ加えさせていただくと、継続的に子会社の状態で子会社が親会社と取引している場合もリスクはあるのだが、**子会社を完全子会社化するような場合、これが最後となるようなときになされる取引条件は、少数株主にとっては不利益なもので終わりにされてしまうというリスクが非常に高いので、そういう意味でも、この局面における利益相反というのはあまり過小評価すべきではない**という印象を持っている。

## 取引類型による差異（8/16）

井上（光）委員：「従属会社の一般株主は、支配株主の存在を認識した上で株主として留まっている」という指摘について、事前のターゲット企業の株価がディスカウントされるというのは、アメリカのように情報を極めて効率的に反映している市場であればそういうことはあり得るが、日本ではそうした傾向は見られないのも事実である。**日本の支配株主は機会主義的行動をとるので、事前に注意しなければいけないのだという前提では、投資家も子会社株式を買っていないし、その意味では日本の子会社株式への市場の信頼は悪くない状況**と考える。それを「親会社の支配権行使の影響は、一般株主が事前に想定すべきことだ」としてしまうと、**一般株主の保護という視点からすると問題がある**と考えている。この問題については今後の議論だと思うが、**国際的に、米国、EUの制度はここ10年くらいでかなり変わってきている部分があって、少数株主保護が強くなってきている部分もあるので、それらと今後の日本の制度の整合性は非常に重要**である。現在、国際比較研究がかなり一般化しており、例えば、各国の株主の権利をインデックス化して各国を評価するといった動きも出てきているので、そうした中で、国際的な整合性も重要な論点ではないかと思う。

児玉委員：実は少数とおっしゃる株主様も、**1つの子会社だけ、あるいは1つの親会社だけをみているのではなくて、グループ経営という形で株主になっておられる方が・・・多いという実感**を持っている。なので、そういう実務的な視点をぜひ踏まえていただきたいと思う。

## 取引類型による差異（9/16）

加藤委員： 別所委員ご提出資料4ページで、支配株主との組織再編で特別委員会が設置されない理由の1つとして、これは**東証の支配株主との重要な取引等のガイドライン**に基づくものではないかという推測がされており、私もこれはあり得る気がする。さらに、**コーポレートガバナンス・コード**では、支配株主との取引に関する各会社の方針などについて開示するということが記載されている。この両者に共通するのは、**日常的な親会社と子会社の取引と、・・・最後の取引を区別していない**ということである。この最後の取引、つまり、完全子会社になる取引の場合、もちろん少数株主にとって、そこで子会社との縁が切れてしまうという、自分の投資家としての立場の変更ということだけではなくて、**子会社の取締役のインセンティブにも大きな変化があるのではないか**と思う。つまり、**日常的な親会社と子会社との取引については、子会社の株式は上場されているし、子会社自身が金融商品取引法に基づいて種々の開示義務を負っている**ので、**日常的に通信簿をつけられているような世界で子会社の取締役は経営判断をしている**と思う。しかし、**最後の場合には、子会社の取締役として成績が開示されることはなくなる**ので、**これまでは子会社の取締役として子会社及び子会社の少数株主のために頑張ってきたけれども、最後はどうなのか、本当に同じように考えられるのかは少し疑問の余地がある**。

青委員： 支配株主が従属会社を買収する類型で**最も重要な点は、最終的に対象会社から退出を求められる既存株主が存在していることから、それらの既存株主の利益に対して適切な配慮が必要である**ということだと考える。少なくとも、株主が多数存在するパブリックカンパニーである上場子会社においては、**支配株主がいることをわかったうえで株主になっているとか、支配株主は資本多数決のもと議決権の過半数を保有している**ということだけをもって、**少数株主をないがしろにするようなことはあってはならない**と考えるし、**そのような資本市場は我々の求めるものではない**という形で考えるべき。退出を求められる既存株主の利益に対して適切な配慮を行うという観点からすると、例えば、**取引条件の公正さや妥当性の確保をいかに行うかが中心的な課題**であり、形としてはいろいろなやり方があるかもしれないが、**考え方の柱としては、MBOであろうと完全子会社化であろうと、それほど変わらないのではないか。・・・少数株主の立場を考えてしっかりと行動するというその基礎の部分**は、**普遍的な話ではないか**。

# 取引類型による差異（10/16）

北後委員： 海外の投資家の間では、**親会社がいれば大株主としてしっかりと価値の最大化をしてくれるのではないかという期待感のほう**が逆にある。もちろん、東証のルールがあって、独立性を重んじるという主旨のことを都合のいい時にだけ持ち出す傾向もあるようだが、**上場親会社には自分のバランスシートに載っているアセットの価値の最大化という義務が自分達の株主に対してあるので、この極度に矛盾したルールは何とかすべきであるし、親会社がいるからディスカウントでもよいかではなく、逆に、親会社があるからガバナンスはしっかりしているだろうという期待と、株価への期待の高さもあると投資家は捉えている。**

## (3) 買収者の状況

古本委員： 買収する側にとっても、MBOと上場子会社の完全子会社化では状況が随分異なる。**MBOの場合、経営者は買収をかける時点では支配権を持っておらず、そのためのコストをまだ負担していないというケースが多いのではないかと思う。**これに対して、**上場子会社の完全子会社化の場合は、親会社は既に株式支配のためのコストを負担している。**この点も大きな違いであり、**資本の論理が貫かれることを信じて、会社法、上場規程に照らして株式保有のコストを負担している事業会社の立場からすると、完全子会社化がMBOと全く同じに扱われるとすれば、それは厳し過ぎるという思いがある。**

## 取引類型による差異（11/16）

- 「買収対価が買収会社の株式の場合、対象会社の一般株主は、買収会社の株式を保有することで、M&Aによって生じる対象会社の企業価値の増加分（いわゆるシナジー等）を間接的に享受することができる」旨の考え方については、従って、金銭対価と株式対価とでは公正性担保措置の内容は異なり得る旨のご意見があった。
- 他方で、対象会社と買収会社の規模の差により、対象会社の一般株主が享受可能な企業価値の増加分は大きく希釈化される旨、対象会社の一般株主がM&A後に買収会社の株式を保有し続けることを前提にできない旨、買収対価の選択は買収会社の都合に依存する旨のご意見等もあった。

### (4) 買収対価の種類

田中委員： ……伝統的に組織再編ではあまり特別委員会を設置しなくてもよいだろうと思われていたのは、おそらく株式対価の場合は子会社が親会社の株式を取得するので、後に結合企業のシナジーにあずかれるから、あまり気にしなくてよいという発想があったのではないかと思うが、分配を受けるべきシナジーは、公正な取引を行ったときに実現する程度のシナジーなのであって、その時点での市場株価に応じたシナジーを受け取ればそれでよいとは必ずしもいえないと思う。親会社の市場株価か子会社の市場株価のどちらかが企業価値を反映していないということもあり得るわけで、だからこそ、株式算定によって双方の企業価値を算定しているのだと思うので、そういった点からしても、親子会社間取引についてはもう一段の高いプラクティスを求めるとしても、必ずしも無理ではないのではないかと思う。

# 取引類型による差異（12/16）

井上（光）委員：**株式対価であれば、M&Aによって生じる対象会社の企業価値の増加分を間接的に享受することができるので、取扱いが違うのではないか**ということ・・・は・・・、**取引規模の問題があり、たとえば2003年以降2010年までの買収金額100億円以上の上場企業の主要な国内M&Aの統計をとると、買い手企業に対してターゲット企業は中央値で10%くらいの規模**になっている。その意味でいうと、**統合後にターゲット企業の株主が受け取り可能なシナジーはそもそもかなり希薄化されたもの**になる。また、**買い手企業の規模が圧倒的に大きいので、ターゲット企業の既存株主にとっては、投資対象の性格が大きく異なる**ことになるので、投資継続は当然のこととして前提に出来ない。このようにシナジーが事後的に得られる部分は非常に小さく薄まったものになるので、株式対価ではM&Aによる価値の増加分を間接的に享受可能として、それを根拠にするのは厳しいのではないか。

**株式か現金かという対価の選択は、かなり買い手企業側の都合に依存**しており、内部留保で現金がたくさんあるから現金で支払おうとか、今は親会社の株価が高いから株式で支払おうというような選択が入ってくる。その意味でいうと、**ターゲット企業の一般株主側にしてみると、いわゆる逆選択の立場におかれ、そうした状況に対して保護されていない**という状況が生じ得る。

事実、**上場企業の機関投資家比率が日本でも50%を超えているが、パッシブ投資家は投資方針に従ってM&A後に機械的に売却しなければいけない**ということが生じる。特に規模の大きいM&Aでフローバックとして大量のターゲット企業株の売りが出てくることを見れば、**ターゲット企業の株主が当然のように統合した企業に残るということをなかなか前提にできない**という事情もある。その意味では、株式対価のM&Aでは株主は価値の増分に間接的に享受できるとの議論はかなり難しいのではないか。

対価が現金か株式かというところで、例えばTOBについては株式対価のTOBが可能になるなど、今後10年くらいでM&A対価に関する制度改正が進んでいくと思うが、対価の柔軟性が高まっていく中で、単純に現金か株式かということで対応を分けるというのは、後で禍根を残すのではないかと思う。M&Aの**対価が現金か株式かは、海外の株式市場では同じものとして扱われており、株式の場合も受け取った者が売却し、現金化することが基本**になっている。こうした状況に鑑みて、**ファイナンス研究者の視点からみると、対価が現金か、株式かで大きな差を主張するのはやや難しい**のではないかという所見を持っている。

## 取引類型による差異（13/16）

武井委員： MBOと完全子会社化の現金対価と完全子会社化の株対価の3レイヤーがあると思っていて、それぞれについて求められる公正担保措置の中身が違ってくるのだと思う。・・・完全子会社化の株対価についても、いろいろなご指摘が出ているが、例えば、日本の上場会社でも親会社より規模の大きい上場子会社もあるし、いろいろな上場子会社の実態・**類型があるので、一概に現金対価と株対価は一緒でよいという話ではない**と思う。親会社株式を取得することによるシナジー享受の点もやはり違うし、あと私の理解だと、アメリカでは株対価の場合は株式買取請求権は付与されておらず単に市場で売却するマーケット・アウトだけなのに対し、日本では株対価でも買取請求権を付与していてマーケット・アウト以外の保護まで与えている。その点で、**株対価について、現金対価とは異なる帰結が出てくる点がある**と思う。

## 取引類型による差異（14/16）

- 公正性担保措置の有効性や弊害等に係るMBOとの相違点として、支配株主による従属会社の買収の場合には、マーケット・チェックが有効に機能しにくい旨のご意見や、Majority of Minority条件の設定に伴う弊害が大きい旨のご意見があった。
- また、一定の公正性担保措置が有効に機能しない場合には、他の措置によってこれを補い、全体として取引の公正さを担保する必要がある旨のご意見があった。

### (5) 各公正性担保措置の有効性や弊害等に係る相違点

- 藤田委員： 例えば、マーケット・チェックがこの（支配株主による従属会社の買収の）コンテキストだとあまり意味はないというのはその通りだと思う・・・。
- 田中委員： ……コストとベネフィットを考えずに過剰な負担を親子会社間取引に課すべきだということではない。例えば、**Majority of Minority条件を必須のもの**とすると、1人の株主が決定権を持っていわゆるホールドアップを行うというおそれがあるので、**Majority of Minorityを必須の条件として課すことは費用対効果の面で必ずしも適切ではない**と思う。
- 青委員： 例えば、**支配株主による従属会社の買収の類型ではMajority of Minorityやマーケット・チェックの機能がなかなか期待できない**という面もあるかもしれないが、仮に公正性を確保することが難しい部分があるのであれば、それを補うような措置や手続がほかにないかということもあわせて考えた上で、**全体のバランスをとることが適切ではないか**。
- 武井委員： （MBOと完全子会社化の現金対価と完全子会社化の株対価の3レイヤーで）**特に・・・Majority of Minorityやマーケット・チェックについては差が出る**と思う。

# 取引類型による差異（15/16）

## (6) その他

井上（光）委員：MBOと完全子会社化の違いの点だが、ここはこれまでも議論にあったとおり、事前に親会社が50%持っているけれども、統合に大きな経済効果があるといった**M&Aを阻害しない**というところの**配慮は非常に重要**になるかと思う。

児玉委員：グループ経営で考えるという前提で、何ゆえに子会社が上場をするかというところをアメリカとの比較で是非一度お考えいただきたいと思います。日本において**資金調達という手段が上場以外には非常に考えにくい**。他の手段がないので、資金調達という側面で上場を必ず考えざるを得ない。もう1つ、この**グローバル競争の中で、機動的判断が必要になる場面が必ず出てくる**。1つの巨大な組織の中で1部門としてやっていると、とても太刀打ちできない。なおかつ、資金調達も今のグローバルなビジネスの中でこの部分はいけるという、この2つのファクターを考えて、子会社とはいえ上場させるしかないという、このグループ経営の判断は必ず行っている。

・・・ここ何十年もの間はずっと分社化がある意味流れだったが、私の属しているこの世界は、今後、逆の動きになるのは間違いないと思っている。IoTの時代になって、グローバルな競争についていくためには、一旦切り出したプロダクトの部門をインターネットでつなげるために、それをもう1回取り戻さなければいけない。したがって、今持っている子会社を完全子会社化していくという流れは、これからの経済界としては間違いなく必要になる・・・。

# 取引類型による差異（16/16）

別所委員： 例えば、**MBO**をすると、資本市場とは関係がなくなるので、もう資本市場の評判は関係ない、と思うかもしれないが、**将来的に再上場する**ということを考えると、やはり市場の方はそういうことを覚えていらっしゃるので、そのときの評価につながってくると思うし、企業の方の**完全子会社化**という形においても、いろいろな相違点はあるにしても、**投資家についてもう少し考えてほしいというパーセプション**であったり、**レピュテーション**というものは、その会社様自身の株価形成にも何らかの影響はあるのだろうと思う。逆に、**投資家の方も、その手続なり情報開示をものすごく厳しくすることによって、企業のM&Aに関する意欲が冷え込むとしたら、それは結局、資本市場の発展を阻害することになるので、それぞれの立場は違うが、それぞれの立場で共通している資本市場の発展に資するような枠組みがつけるとよいのではないかと、**こういう業務に携わっている者としては、理想主義かもしれないが、そのように思う。

青委員： （MBOと支配株主による従属会社の買収では）例えば、**コントロールプレミアム**がどうなるか、**流通性のある株式が対価になるか**、あるいは、**プレミアムについてどういう値を設けるのか**というあたりで違いは出てくるかと思う・・・。

北後委員： **海外の投資家からみると、逆に親子上場というのは1つのオポチュニティー**である。ただでさえオポチュニティーの少ない日本の市場なので、親子上場をみると、もちろんファンダメンタルをしっかり研究した後の話であるが、そのうちまた完全子会社化するのではないかとか、そういったようなもくろみのもとにも株を買ったりして、つい最近もそういった事例もあったようであるし、そういったところで、**逆に親子上場がアクティビストを引きつけている面がある**ということもご認識していただきたい。この種のオポチュニティーにおいて市場の論理が通用しないとなれば、遅かれ早かれ海外投資家の期待と熱は再び冷める。

# 特別委員会（1/19）

- 特別委員会の役割・機能については、独立当事者間における交渉と同視し得る真摯な交渉を行うことである旨のご意見と、対象会社が行う交渉や判断に対して中立的な立場から意見を述べることである旨のご意見があった。この点については、MBOや支配株主による従属会社の買収における対象会社取締役会と特別委員会それぞれの位置付けや役割分担をどのように考えるかという点が重要な論点と考えられる。
- また、特別委員会を設置して議論することは、マーケットに対する説明責任を果たすことにつながる旨のご意見等もあった。

## (1) 役割・機能

古本委員： 事務局説明資料43ページでは、「対象会社の取締役会の役割」について、「**対象会社の取締役会が会社内部の独立した判断主体としての役割を果たすことができない場合**」とある。これは、**完全子会社化の場合には、まず当てはまらないと思う。・・・株式による支配だけで、取締役会や取締役による意思決定、業務執行まで支配できるわけではない。仮に「独立した判断主体たり得ない」ケースがあったとしても、それはごくごく例外的ではないかと思う。したがって、株式交換比率といった買収の条件は、上場子会社の取締役会が責任をもって交渉して判断すべき事項になると考えられる。そうであれば、上場子会社の完全子会社化においては、**特別委員会を設置する場合でも、委員会はあくまでも第三者として中立的な意見を述べるために設置される・・・。****

山田委員： **今のプラクティスにおいて、特別委員会を設置して議論するということは非常に重要なことだ**と思うし、ある意味、これが**マーケットに対する説明責任を果たしているというシステムになっていると思う。**

## 特別委員会（2/19）

- 三瓶委員： 特別委員会については、・・・例えば、買収防衛策というものを考えたときに、買収防衛策の説明に企業の方が来られるときに、必ず特別委員会等が設立されて、「こういうふうにチェックをしていくので、この買収防衛策は公正妥当に機能する」という説明があるが、私の知る限り、ほとんどの機関投資家はその説明を聞いても納得していない。**特別委員会があるから大丈夫だと思っている機関投資家は、流通市場にほとんどいないのではないか**と思う。それは、私もそうだが、現実として、**特別委員会が期待するような機能を果たしてくれるという期待がない**というのが現実である。なので、今回、詳しく、どういう目的で、どういう機能をもたせるかとか、どういうメンバーがよいのかという論点があるので、改めてそこについて議論できるのは興味深い**が、出発点としては、言い方は悪いが、「どうせだめだろう」と**思っている、**そのくらい信頼されていないのが現実**だと思うということを申し上げさせていただきたい。
- 藤田委員： 存在意義、何のためにこのようなものを置くのかというところである。**裁判などで、キャッシュ・アウトされる株主には最終的には公正な価格が保障されるわけだが、そこでいう公正な価格の考え方は、基本的には独立当事者の真摯な交渉がなされたならとれたであろう価格**という発想に最終的になるのだと思う。もしそういうことを念頭に置くのであれば、特別委員会は重要な意味を持つてくる。それは、そういう**委員会を置いて交渉したことが独立当事者間の交渉と同じようなものとみなせるような要件の1つとして考えられる**からである。
- 加藤委員： 最近、支配株主が存在する場合でいかにして取締役<sup>1</sup>に独立した立場から行動してもらえるかには、やはり工夫が必要ではないかという研究成果がアメリカでもヨーロッパでも出ている印象なので、ここではそういった海外の状況も意識しながら議論を進めていく必要がある。
- 武井委員： **角突き合せた交渉をやっているかどうかをみるということが大事**である。その観点から、どういう人が何をみたかということが問われる。特別委員会の人選的には、社外取締役は確かに1つの有力な選択肢だと思うが、・・・**売り手側と買い手側とがきちんと評判のあるLA、FAを雇って、お互いがアドバイザーを含めてガチで交渉している。そのガチで交渉している部分を特別委員会が上からみている。**

# 特別委員会（3/19）

福島委員： 買収会社と対象会社、特別委員会、3つの当事者がいる。・・・3者それぞれいろいろな役割を持つという話になると、ディールをスピーディに進めることが困難になる局面が出てくるかと思うので、M&Aのこういった取引をスピーディに完結させるために、どういった仕組みがよいのかという点も考慮に入れる必要があるかと思っている。

# 特別委員会（4/19）

- 取引条件に関する特別委員会の役割・検討対象については、フェア・プライスの確認というご意見と、ベスト・プライスの確保というご意見があった。

## (2) 役割・検討対象

スナイダー委員：・・・いつ委員会を設置するべきか、交渉に関与するべきか、アドバイザーを自分で選定するか、こういった論点について判断するに当たっては、まず特別委員会の本来の目的と役割を検討せざるを得ないと思う。事務局説明資料44ページには、検討対象の事項がA～Eまであり、取引条件の妥当性が1つの検討対象だと書いてある。これは対価の妥当性の確認、言い換えれば、対価がフェアかどうかを確認するという役割になると思う。ただし、フェア・プライスは必ずしもベスト・プライスではないので、**フェア・プライスの確認が役割なのか、それとも株主の代理人としてベスト・プライスを交渉することが役割なのか、これを検討するべきではないか**と思う。その検討の結論は、機能の議論にもつながると思う。要するに、**目的がフェア・プライスの確認であれば、今の日本のプラクティスの現状はあまり変える必要はないかもしれないが、株主の代理人として株主に最も有利な価格を担保することが目的であれば、いつ委員会を設置するべきなのか、交渉に関与するべきなのか、結論が変わってくる**と思う。・・・デラウェア州の判例では明らかに特別委員会の役割がベスト・プライスの担保であるので、**特別委員会が早い段階で設置されること、直接交渉に関与すること、そして、自分でアドバイザーを選定することが非常に重要であると裁判所で評価されている**。だからといって、日本でもそうすべきだとは申し上げないが、少なくとも課題として特別委員会の基本の役割をどうするべきかを議論していただきたい。

山田委員：重要なのは、何を議論するかというところで、事務局説明資料44ページのA～Eの検討対象に関して、ベスト・プライス、フェア・プライスという議論があると思うが、**私はフェア・プライスだと思う**。もう1つは、**このMBOが会社や株主だけではなくて、各ステークホルダーにとって一番よいものなのかどうかを議論すべきだ**と思う。

# 特別委員会（5/19）

藤田委員： 目的、目標について、ベスト・プライスカフェア・プライスカという表現は私はあまり好きではないが、最終的に裁判所が算定するのはフェア・プライス、公正な価格である。ただし、**裁判所が公正な価格を算定する際に、どうして特別委員会を置いた形で決まった価格が公正な価格とみてもらいやすいか**という**と、それは特別委員会がベストを尽くして相手と交渉したから**であって、単純に、裁判所に行ったらとれるであろう価格をエンドースすればよいという話では決してない。**真摯に交渉して、一生懸命とったけれどもここまでしかとれなかった**。しかし、それは独立当事者間の交渉といえるだけの**実質があったのだ**といえることで、初めてその値段が公正な価格と裁判所にみてもらえるという関係になると思う。したがって、裁判所に行ったらもらえる価格をエンドースするという役割をこの特別委員会に期待するのはおかしく、そういう意味では、**・・・目標、特別委員会の行為規範としては、そういう真摯な交渉、相手方からどれだけ高い値段をとれるか**ということで、**ベストな値段をとろうと努力することになるのだ**と思う。そのことは、最終的に株主がとれるのは**フェア・プライスであることに何も矛盾しない**。ここの考え方の整理はきちんとする必要があると思う。

青委員： **・・・少数株主の立場に立ってベストを尽くすことが一番重要**であり、それをいかに確保するかがポイントと考える。上場会社、とりわけ上場子会社において、平時からそのガバナンスがしっかり機能していること、そして、少数株主をはじめとするさまざまなステークホルダーの利益を図っていくということが極めて重要である。

武井委員： ベストを尽くしていればフェアなプライスなのだというのはわかりやすい話だと思った。それもあってなおのこと、「ベスト」という言葉を指針で使うことは何かと避けたほうがよいように思う。「ベスト」という言葉を使うとどうしても**ベスト・プライスをとりにいく**というふうに誤解されやすい面がある。**・・・A円とB円という2つの価格がフェアなレンジに入ってきたときでも、高いB円のほうをとりにいかなければ公正ではないと誤解する人がいる**ように思う。「ベスト」という言葉を使うことには慎重であるべきと思う。

# 特別委員会（6/19）

- 特別委員会の設置の要否については、設置を望ましいと考えることを肯定的に捉えるご意見と、特に支配株主による従属会社の買収を対象に、設置を必須とすることに反対するご意見があった。

## (3) 設置の要否

古本委員： 上場子会社の完全子会社化の場合、東証の上場規程でカチツとしたルールが既に設定されている。…**完全子会社化**については、こうした詳細なルールがあるので、これがどういう観点から設定されたのかも参考に、MBOにおいて望ましい手続きなりベストプラクティスなりを考えるという逆のアプローチもあるのではないかと。MBOにおいて特別委員会**が望ましいから上場子会社の完全子会社化においても特別委員会を設置すべきだ**というような議論をすべきではないと思う。…ケースバイケースということではあるが、**特別委員会の設置が完全子会社化においても必須となるようなことは、実際的ではない**と思う。

田中委員： …**親子会社間取引については、TOBを前置するタイプの取引でさえ、2013年以前は特別委員会の設置は一般的ではなかった**ということを指摘したい。…ところが、この4年間でかなり状況が一変しており、**プラクティスを変えることは可能なのではないかと**いうことを示していると思う。

# 特別委員会（7/19）

藤田委員：ここでどのような基準を立てても、その手続を踏まなければおよそそのディールができなくなるという議論をしているのではないということである。その手続を踏めば、おそらく事後的に裁判所はそのようにして決まった価格を公正な価格と尊重してくれるだろう期待が高まる、そういう手続は何かを考えているので、それをやらない場合には常に不当な価格だといっているわけではない。なので、まず、そういったものとして理解すべきであって、MBOについての基準を立てて、それが例えば完全子会社化、株式交換などに当てはまると仮にいったとしても、その手続を踏まないで行ったことが常に違法になると、そんな話をしているのでは決してないということをもっと押さえておく必要があると思う。

井上（隆）委員：特別委員会についても、**MBOと並列で原則として設置が望ましいとあるが、ここは少し違うのではないか**という意見を持っている。

武井委員：いろいろな選択肢を書くと、外部の人はそれを全部やれといってくる実務となることがどうしても懸念される。なので、もし本当にレイヤーを分けて書くのだったら、**全部が必須ではないのだ**ということを明確に書く必要があると思う。**3つ目のレイヤーでも全部やれとなり・・・かねない**。この中身の議論はいろいろ難解なので全部わかって読む方々ばかりではないことも想定して、細かくわかりやすく書くことと調整していく作業になるのだと思う。

# 特別委員会（8/19）

- 特別委員会の設置の時期については、実務上可能な範囲で早期に設置することが望ましい旨のご意見があった。また、現状、我が国において、必ずしも早期に設置されていない要因として考えられる事項について、複数のご意見があった。
- なお、MBOと支配株主による従属会社の買収とでは、特別委員会の役割が異なるため、区別して議論すべき旨のご意見もあった。

## (4) 設置の時期

古本委員： …上場子会社の完全子会社化においては、特別委員会を設置する場合でも、委員会はいくまでも第三者として中立的な意見を述べるために設置されることになり、交渉への関与や設置の時期については、MBOの場合とはおのずから異なってくるので、MBOとは区別して議論すべきではないかと思う。

山田委員： 議論を深めるためにも、議論のスタート時期はある程度早い時期であるべきである。議論の期間については、今のプラクティスでは40日間程度で実施されているというお話が石綿委員からもあったが、現状割と十分な期間でしっかり議論されているというのが実態であると思う。

…なぜ遅いのかということについて、日本の場合はほとんどが買収者、我々のようなファンドとか、そういったところがマネジメントに仕掛けに行き、マネジメントとのディスカッションが始まった後、ある程度の取引概要が決まってくるというケースがほとんどだと思う。ところが、欧米のケースはむしろマネジメントが仕掛ける。なので、マネジメントがもともとアイデアを持っていて、買収者を連れてくるというケースがほとんどで、取引の概要が既にある程度マネジメントのほうででき上がっている。したがって、彼らは早く設置ができるということだと思う。

# 特別委員会（9/19）

藤田委員： タイミングというのも、最終的にディールが決まるまでに特別委員会が関与すればよいのだということは決してないというのは当然だと思う。ただ、どこまで前倒しできるかというのは、日本の実務を踏まえてもう少し丁寧に考えなければいけない。このあたりは実務の方に伺いたいのだが、日本だとどうして特別委員会の設置が遅れがちになるのか。やむを得ない事情があってそうせざるを得ないのであればある程度は考慮するが、理由なく遅れているのであれば、尊重する理由はないので、もしこのあたりがわかるようであれば、ぜひ情報をいただければと思う。

石綿委員： 通常、この種の案件をやっていく上では、もちろんケースバイケースではあるが、3か月くらい前には検討がスタートしていることが多いことを考えると、どちらかという、案件検討当初に設置されるというよりは、途中のどこかの段階で設置をされているケースが比較的多いのかと思っている。

・・・1点目は、まだ特別委員会をいつどのように設置して運用していくべきかということについてのコンセンサスが、広く一般に形成されていないがゆえに、アドバイザーを選任して、アドバイザーの助言を受けて初めて特別委員会を設置するという形で動き始めることが多い。アドバイザーを対象会社が選んで、アドバイザーの助言に従ってやっていると、どうしても特別委員会の設置時期が遅くなっていくというのが1つである。

2つ目は、その善し悪しはさておき、日本の実務においてはまだ条件面についての評価が特別委員会の主な機能だと考えられている向きが大きいのではないかと思う。そうすると、条件面についての交渉が始まるのは、事業計画の策定やデューデリジエンスが終わって取引条件の交渉が始まるタイミングなので、取引条件の交渉が始まるタイミングまでに設置すればよいと考えているケースが多いのではないかと考えている。

# 特別委員会（10/19）

- 別所委員： 1つは、**形式的な要件のみ整えてミニマムにしたいという誘因がどうしても働いているところは否めない**。ただ、一方で、面倒くさいから形式だけ整えたいということだけを会社の方が考えているかという、そうでもないケースもあって、それは特別委員の方の属性やその資格にも関連すると思うが、1つには、**忙しい方々なので、物理的に集まるのが難しいから、特別委員会の設置タイミングが早過ぎるとプロジェクトの進行が遅れてしまうという現実的な悩み**である。さらにいうと、先ほどのどういった方を選任するかということにもよるが、**誤解を恐れずにいうと、コーポレートファイナンスやM&A取引といったテーマについてほとんどおわかりになっていない方もいらっしゃる**ので、**その方にそもそも論のところから話すと、議論がスタックしてしまっ**て進まないということもあるので、そこは実務なり特別委員の選定そのものの本質にもつながってくるのではないかと思う。
- 武井委員： 設置の時期だが、**設置が遅くなっている理由の1つは情報管理上の要請**である。この手の話は**極めてセンシティブなインサイダー情報**なので、**特別委員会を置けば今度は情報が外に広がっていくという懸念がどうしてもある**。ただそういった中で、**交渉が事実上終わっているのに設置するのでは遅いことは明らか**だと思うので、その点は明記すべきだろう。その上で、**設置を早め**にといっても、**特別委員会自体をフルで置かなければいけないのか、それとも、社外取締役だけには話をしておくとか、いろいろなやり方がある**と思うので、**そういう選択肢も柔軟に書いたほうがよい**ように思う。
- 北後委員： 専門性が必要という話があるが、**専門性の部分については専門家をその社外取締役の責任において雇う**ということで、やはり**特別委員会をできるだけ早く設置**して、**特別委員会に入っている社外取締役が責任者**となって、もちろん権限も当然付与して、**少なくともその交渉の場にはいることで、しっかりと責任をとれるような状況、責任の所在がはっきりするような状況をつ**くったほうがよいのではないかと思う。集团的無責任体制であってはいけない。

# 特別委員会（11/19）

- 特別委員会の構成については、特別委員会の役割・検討対象に照らして、社外取締役（特に買収者である支配株主から独立した者）を委員として選任することが最も望ましい旨のご意見が多かった。
- また、専門性を補う観点から、社外有識者を委員として選任することも否定すべきでない旨のご意見があった。
- 社外監査役については、特別委員会の役割・検討対象に照らして、本来的には適任とはいえない旨のご意見と、事業に精通しており、対象会社に対して法的責任を負うという観点からは、否定すべきでない旨のご意見があった。

## (5) 構成

石綿委員： 特別委員会の委員を選定するに当たって属性と専門性とどちらを重視するかという話があったが、必ずしも一概には申し上げられないが、**それなりに専門性も重視した結果として、社外有識者が選ばれることが過去においては多かったのかもしれない**と考えている。また、**社外取締役の数が単純に少なかったということも背景にあって、社外取締役よりも社外監査役のほうが結果として多く選ばれてきた**ということかと思うが、…昨今、社外取締役の数が非常に増えてきているので、足元の状況を申し上げますと、**社外取締役の選任状況は増えてきている状況**と考えている。

# 特別委員会（12/19）

山田委員： この期間で、特に価格や、各ステークホルダー、会社にとって本当によい提案であるのかどうかということを議論しようと思うと、**提案されてから委員を外部からもってきて、会社のことをよく理解して、この案が本当によいのかどうかを判断するのは、極めて難しいのではないか**と思っている。したがって、やはり**社外取締役がベースになった特別委員会が構成されるべきだ**と思う。その前提として、その**社外取締役がどういう社外取締役であるかが極めて重要**になってくる。事業のことを理解される方を選定することが優先されるが、事業とマーケットの両方をよく理解される方は、日本ではあまりいない。**マーケットのことがよくわかる社外取締役を企業が選定しておけば、提案が来たときに慌てて新たに外部の方をアポイントする必要がおそらくなくなる**と思う。コーポレートガバナンスのほうに影響するのかもしれないが、そういう社外取締役を任命するというプラクティスが行われれば、あまり大きなマーケットからの議論にはならないのではないかと思う。

藤田委員： もし**交渉して相手方からできるだけよい値段を引き出す**ということを考えるのであれば、一番普通の発想で適切なのは**社外取締役**で間違いない。**社外有識者に交渉して値段を引き出してくれ**などというのは随分変な話といわざるを得ない。社外監査役すらおかしいと思う。**監査役は、交渉して何かディールをつくる立場ではない**。なので、おそらく社外取締役というのが一番適任なのだと思うが、**ここで問題が出てくるのは、・・・その能力があるような人がいるか**ということである。そういう人を事前に選任できればよいのだが、M&Aをかけられることを想定してそういうことに対処できる人という、なかなかハードルが高くなる。なので、**専門知識に関してそれを補うような形で社外有識者を使うことは否定すべきではない**と思う。したがって、社外取締役が望ましいが、専門知識を補充するという形では社外有識者を入れるのはよいけれども、ただ、**社外有識者だけの委員会**というのは基本的には極めて望ましくないと思う。**交渉は少なくとも取締役が責任をもってやるべきものだ**と考えるからである。そういう意味で、やや玉虫色だが、どう理由で社外者が容認されるかということ考えた上で、構成についての在り方も考えるべきなのだと思う。

# 特別委員会（13/19）

青委員： 独立性の高い社外取締役がしっかり活用されていることが普段から期待されていると考えるし、とりわけ**利益相反の可能性が高い取引が行われるときには、社外取締役、特に親会社からも当然独立性のある方がしっかりと機能していくことが重要**であるので、本来であれば特別委員会の委員を選任する段階を含め、相応の人数の独立性の高い社外取締役が対象会社に存在していることが望ましいと考える。もっとも、そのような社外取締役が存在しない場合に社外有識者を活用することは現実的にはあるであろうが、そのときも、どういう意味合いでその社外有識者を特別委員会の委員に選任するのか、あるいは、どういうことを当該社外有識者に期待しているのかといったことを十二分に意識して、方向感をしっかり共有した上で選任し、きちんとした運営が行われるようにすることが重要と考える。

武井委員： **角突き合せた交渉をやっているかどうかをみるということが大事**である。その観点から、**どういう人が何をみたかということが問われる**。特別委員会の人選的には、**社外取締役は確かに1つの有力な選択肢**だと思うが・・・社外取締役が入るという点について、いくら社外取締役の人数が近時増えているとはいえ、こうしたMBOとか完全子会社化という、**将来あるかないかわからない話のことだけ考えて社外取締役を選定できるわけではない**。もっと重要な日頃の話のほうで求められる社外取締役としての**素養・多様性**がある。それだけに**専門性による補い**と**かも当然必要**となる。特別委員会の構成としては、**第一に社外取締役等の社外役員という立場による責任・重み**、**第二に専門性**、これはFAとLAが果たせると思うが、**企業価値評価がわかる人、法務の専門家**。**第三に汗をかいて手を動かせる人**。ざっくりいうとこれらの役割を果たせる**多様性**で特別委員会が構成され、特別委員会で**ベストを尽くした交渉がされた**というのをみるという建付けでもよいのだと思う。

プロセスが角を突き合せてやっているかどうかという観点からすると、特別委員としては、社外取締役に限らず、**親会社から独立した社外監査役でもよいのだ**と思う。現実問題としても、会社経営者の出身の方の中には、社外取締役でなく社外監査役になっていらっしゃる方も相当程度いらっしゃる。**事業に精通して**いて、しかも、**対象会社の関係で法的責任を負っている人**であるという話なので、特別委員会に参加する社外役員の候補者としては、**社外取締役に限定せず、社外監査役についても何ら否定されるべきでない**と考える。

# 特別委員会（14/19）

井上（隆）委員：社外取締役について、ここは実務の観点から、現時点でもかなり人選が困難だという実態があるので、さらに社外取締役に重責を課すということだと、さらに探るのが非常に大変になるという印象を持っている。

北後委員：外部取締役、できれば少数株主の意見を代表している「はず」であると我々が思っている社外取締役の方が中心になってされるのがよいのではないかと思う。専門性が必要という話があるが、専門性の部分については専門家をその社外取締役の責任において雇うということで、やはり特別委員会をできるだけ早く設置して、特別委員会に入っている社外取締役が責任者となって、もちろん権限も当然付与して、とはいえ交渉は別に特別委員会の社外取締役がやる必要はないと思うが、少なくともその交渉の場にはいることで、しっかりと責任をとれるような状況、責任の所在がはっきりするような状況をつくったほうがよいのではないかと思う。集团的無責任体制であってはいけない。

酒井様（角田委員代理）：当然ながら、社外取締役のほうが適切かと考えており、特に・・・社外取締役は株主総会で選任されており、当然ながら、会社法上の義務、責任を負う。このような観点もあるし、それに加えて、有識者に比べると対象会社の事業を含めて、対象会社自身についてよくご存じだという観点からも、社外取締役が入るべきだという意見に賛同する。しかし、専門性だとか経験の観点から、有識者が委員に入っていたほうがよいというケースもあると思われるし、委員になられた社外取締役の方も、おそらくそういった方がいらっしゃるほうが心強いという点もあるのではないかと思うので、社外有識者を委員に選任することは必ずしも否定するべきではないのではないかと考えている。これらの点について、最近のトレンドだが、近年では社外取締役が増えている影響もあると思うが、特に当社が関与している構造的な利益相反がある案件では、社外取締役が委員として選任されるケースが非常に多くなってきており、特に今年関与した案件では、ほとんどの案件で社外取締役が委員に選任されているという事実がある。しかし、中には独立性や、もしかすると専門性の方もあられるかもしれないが、社外有識者のみで特別委員会が構成されているケースもあり、どうしても独立性だとか適性の観点から社外有識者に頼らざるを得ないケースもあるかと思うので、必ずしも社外有識者だけの特別委員会を禁止するという方向ではなく、社外取締役に適切な方がいるのであれば、なるべく社外取締役を推奨するという方向がよいと考えている。

# 特別委員会（15/19）

- 特別委員会による交渉への関与については、特別委員会が取引を拒絶する権限を持つ、対象会社と買収者との間の交渉に実質的に関与する等により、十分な交渉が行われることを確保することが望ましい旨のご意見があった。他方、交渉権限を付与して特別委員会に直接交渉に当たらせることが必要である旨のご意見はなかった。

## (6) 交渉への関与

古本委員： ……上場子会社の完全子会社化においては、特別委員会を設置する場合でも、委員会はあくまでも第三者として中立的な意見を述べるために設置されることになり、交渉への関与や設置の時期については、MBOの場合とはおのずから異なってくるので、MBOとは区別して議論すべきではないかと思う。

井上（隆）委員： 交渉への関与についても、特別委員会の法的な権限や責任は特に明確化されているわけではないので、ここで交渉を担うべきということまでいってしまうのは少し違和感がある。

武井委員： 特別委員会がある意味最後に意見書を出さないこのディールはできないので、そういう意味では、特別委員会に事実上の強い拒否権があることでガチの交渉を成り立たせるという、そういう事例も否定されるべきではない。……特別委員会自身が交渉権限を持たなければガチの交渉にならないというのは現実問題としてもそうではなく、どういう形でガチの交渉がされているか、それをみるのが特別委員会だという建付けでもよいのだと思う。実際、東宝不動産の判例でも、特別委員会の交渉権限がないこととか今日議論しているテーマはすでに裁判例として争点化されて審議されており、その上でガチの交渉がされているということを詳細に認定し公正であったと判示されている。交渉権限までなければいけないということではないと思う。

# 特別委員会（16/19）

福島委員： 社外取締役の役割だが、**過度な責任は、現在のコストやリソース、そういった適任の方がおられるかどうかも含めて、非常に難しいのではないかと**思っている。したがって、**交渉型と記載されている部分はある得ると思うが、諮問型のほうが多いか**と思う。

・・・**特別委員会が交渉の一定の役割を担っていったときに、対象会社がどういう立場に置かれるのか。**

北後委員： ・・・**特別委員会に入っている社外取締役が責任者となって、もちろん権限も当然付与して、とはいえ交渉は別に特別委員会の社外取締役がやる必要はないと思うが、少なくともその交渉の場にはいることで、しっかりと責任をとれるような状況、責任の所在がはっきりするような状況をつくったほうがよいのではないかと**思う。

酒井様（角田委員代理）：**独立当事者間の交渉と同等に値するような交渉を担保するという観点**が重要だ**と思う。特別委員会の委員の方が前面に立って交渉するのが望ましいかもしれないが、交渉の前面に立つことを想定して社外取締役になられているような方はあまりいらっしゃらないのではないかという事実もあると思うし、そこまで求めると、委員の引き受け手を探すことが困難になるといったような案件の阻害要因にもなりかねないか**と思うので、・・・**取引を拒絶するような権限を付与するとか、交渉に実質的に関与させるという、・・・交渉の重要な局面で特別委員会に意見を求める、かつ、その意見については対象会社として尊重するなど、そういった行動を求めることで十分ではないか**と考えている。

# 特別委員会（17/19）

## (7) アドバイザー

石綿委員： アドバイザーを使っていないのかというところではなく、**・・・会社が選任した財務アドバイザー、法務アドバイザーの助言に従って特別委員会が運営されていることが多い**ということになる。その理由としては、わが国において、**独自のアドバイザーを特別委員会が選任した場合のメリットが特に明確にされていない**ということもあり、**特別委員会独自のアドバイザーを選任することへのインセンティブがあまり大きくない**のかもしれない。または、コスト面の負担を考えると、**あまりコストが発生し過ぎないようにしている**ということも指摘できると考えている。**・・・有識者の中に弁護士や会計士を選んでいるケースがかなりの頻度であり、そういう意味では、委員の中に弁護士を選ぶことによって、特別委員会の内部で法務アドバイザー的なものを取り込んでいるケースもかなり多い**ということもできるのではないかと思う。すなわち、**特別委員会が全くもって独自のアドバイザーを有していないというよりは、この種の専門性を持った有識者を委員として選任することによって対応しているケースも多い**ということかと思う。

加藤委員： 特別委員会が独自のアドバイザーを選任しない理由の1つとして、そもそも有識者として著名な弁護士事務所の方だとか会計士の方を選任しているということが、もしかしたらあるのではないかという推測が石綿委員からあった。それで気になったのは、例えば、石綿委員が特別委員会の有識者として選任された場合に、その特別委員会としての職務を果たされる際に、所属事務所の人的・物的リソースは使われるのかという点である。これは実際に実務の方がどのように期待されているかということで、つまり、**委員に個人として選任された場合と、外部のアドバイザーとして選任された場合で、会社に提供されるサービスは本当に同じなのか**は少し気になる。

# 特別委員会（18/19）

石綿委員： 加藤委員のご質問（つまり、当職が特別委員会の有識者として選任された場合に、所属事務所の人的・物的リソースを使うのかという質問）だが、・・・**依頼者の意向・趣旨による**と思う。つまり、特別委員会の委員において、所属事務所の弁護士を動員して職務を遂行するか、それとも、個人として活動し、作業は他の法律事務所に依頼するか否かというのは、依頼会社の意向に応じケースバイケースで決まってくるところがあって、一概には決まっていないのではないかと思う。ただ、少なくとも今までの特別委員会の有識者の方々の動きをみていると、**自分の補助者として1人、2人弁護士を連れてきて、答申書の作成作業などに当たってもらっているケース**というのは見受けられるが、どちらかという**と少人数で動いているケースが多い**というのが私の印象である。

福島委員： 買収会社と対象会社、特別委員会、3つの当事者がいる。そうした中で、・・・これら3者に係る人を雇うとか、アドバイザーを雇うとか、そういったことも含めて、**トータルのコストの部分が非常に重くならないかどうか**も重要だと思う。

# 特別委員会（19/19）

## (8) 情報開示

井上（光）委員：事務局説明資料57ページ・・・A～Dはどちらかというとそのプロセスに関する開示ということだと思う。そして、Eは判断の根拠・理由とある。利益相反、情報の非対称性、この2つの要素が今回の議論のベースにあるのだとすると、特に**情報の非対称性をいかに解消するかが重要**で、そのときに、**A～Dはどちらかという公正な手続を担保するという開示**だと思う。それをベースにして**Eの判断の根拠・理由がある**ので、**Eが信頼できる開示になっているというのがA～Dの部分**ではないかと思っている。その意味でいうと、Eは公正な価格というところだと思うが、**Eが非常に重要**で、ここは東京証券取引所等もこれまで強化してきているところだと思うが、**妥当な買収価格を事前的に買収プレミアム等で一律に判断できないとすると、各個社においての状況をしっかり把握して評価できる資料、すなわち第三者による企業価値評価が測定可能な情報が提供されることが非常に重要**だと考えている。ファイナンス研究者としてはEの情報の質と量が、問題の根源に関わる非常に重要なところではないかということで、ここは1つ議論に含めていただきたい部分として考えている。

## (9) 報酬

武井委員：**社外取締役等が特別委員会に入るのであれば、特別委員の報酬は、規定されている役員報酬とは別に追加で払うべきなのだと思う。仕事の中身が違うので、そこは別途に払うべきだと思う。**

## その他

- 古本委員： もちろん、MBOと上場子会社の完全子会社化では、差異はあるものの、類似する点もあることは事実なので、MBOにおいて望ましいとされたことやベストプラクティスと考えられることが、完全子会社化においても望ましいものとして考慮されるべきであるということはよくわかる。他方、前回、**ミニムスタンダード**という言葉も出ていたので、**あえて申し上げるが、上場子会社の完全子会社化の文脈において実質的に何らかの規制がかかることは望ましくない**と考えている。
- 田中委員： ……**親子会社間取引については、TOBを前置するタイプの取引でさえ、2013年以前は特別委員会の設置は一般的ではなかった**ということを指摘したい。……ところが、この4年間でかなり状況が一変しており、**プラクティスを変えることは可能なのではないか**ということを示していると思う。
- 藤田委員： ここでどのような基準を立てても、その手続を踏まなければおよそそのディールができなくなるという議論をしているのではないということである。その手続を踏めば、おそらく事後的に裁判所はそのようにして決まった価格を公正な価格と尊重してくれるだろう期待が高まる、そういう手続は何かを考えているので、それをやらない場合には常に**不当な価格だ**といっているわけではない。なので、まず、そういったものとして理解すべきであって、MBOについての基準を立てて、それが例えば完全子会社化、株式交換などに当てはまると仮にいったとしても、その手続を踏まないで行ったことが常に違法になると、そんな話をしているのでは決してないということをもっと押さえておく必要があると思う。
- 武井委員： **いろいろな選択肢を書くと、外部の人はそれを全部やれ**といってくる実務となることがどうしても懸念される。なので、もし本当にレイヤーを分けて書くのだったら、**全部が必須ではないのだ**ということを明確に書く必要があると思う。**3つ目のレイヤーでも全部やれ**となり、**拳げ句にベストな価格をとれ**と言い出す人も出て来かねない。この中身の議論はいろいろ難解なので全部わかって読む方々ばかりではないことも想定して、細かくわかりやすく書くことと調整していく作業になるのだと思う。
- 福島委員： 裁判事例等になった場合においては、特に価格などが争点になるかと思うが、そういった点も含めて、**このディール全体の中で検討される仕組みが担保される**ということのほうが**重要か**と思っている。

# 特別委員会の委員の独立性（1/2）

- MBOや支配株主による従属会社の買収における利益相反の問題の大きさを踏まえると、特別委員会の委員の独立性は、委員となる者に求められる必須の前提条件であり、その内容は厳格に判断すべきと考えられるのではないか。

- 具体的には、特別委員会の委員となる者には、①買収者からの独立性および②当該M&A取引からの独立性（利害関係がないこと）が要求され、これらの独立性は、対象会社および一般株主の利益を図る観点から適切な判断を行うことが一般に期待できるかという観点から、個々のM&A取引における具体的状況を踏まえて実質的に判断すべきものと考えられる。
- このうち①買収者からの独立性に関して、支配会社による従属会社の買収の場合における支配会社の出身者の取扱いについて、どのように考えるか。
  - 会社法上、過去10年以内に自社の業務執行取締役等の地位に就いたことがある者は、「経営陣からの影響（心理的なものを含め）を十分に脱していない可能性がある」（田中亘『会社法〔第2版〕』（東京大学出版会、2018年）219頁）ことから、社外取締役にはなれないこととされている（会社法2条15号イ）ことを踏まえて、①支配会社からの独立性が認められるためには、例えば、少なくとも過去10年以内に支配会社の業務執行取締役等の地位に就いたことがないことが必要と考えることについて、どのように考えるか。

# 特別委員会の委員の独立性（2/2）

## ■ （参考）MBO指針の整理

### MBO指針

- 「…（注1）①③④における「独立性」要件をめぐる議論は、社外取締役・社外監査役における独立性の要件も含め、従来から議論が行われている。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。**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。**」(5(2)(i))

# (参考) 社外性・独立性基準

■ 社外性なし（会社法2条15号）

■ 独立性なし（東証「上場管理等に関するガイドライン」Ⅲ 5.(3)の2）

	雇用関係等	資本関係等	取引関係等
現在	<ul style="list-style-type: none"> <li>自社の業務執行取締役等</li> <li>自社の取締役等の近親者（注1）</li> <li>子会社の業務執行取締役等 + 近親者（注2）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>支配株主 + 近親者（注1）</li> <li>親会社等の取締役等 + 近親者（注2）</li> <li>兄弟会社の業務執行取締役等 + 近親者（注2）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>自社の主要な取引先（注5）又はその業務執行者 + 近親者（注2）</li> <li>自社から多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント等 + 近親者（注2）</li> </ul>
最近（注3）	<ul style="list-style-type: none"> <li>自社の業務執行取締役等 + 近親者（注2）</li> <li>子会社の業務執行取締役等 + 近親者（注2）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>親会社の取締役等 + 近親者（注2）</li> <li>兄弟会社の業務執行者 + 近親者（注2）</li> </ul>	
過去（10年以内）（注4）	<ul style="list-style-type: none"> <li>自社の業務執行取締役等</li> <li>子会社の業務執行取締役等</li> </ul>		
過去（10年以前）			

※ 親会社が1社しかない場合を想定

（注1）配偶者又は2親等内の親族

（注2）重要でない者の近親者を除く。

（注3）1年以上前に該当していた場合には、「最近」とは通常言えない（東証「独立役員の確保に係る実務上の留意点（2015年6月改訂版）」4頁）。

（注4）その就任前10年内のいずれかの時において、株式会社又はその子会社の取締役、会計参与（会計参与が法人であるときは、その職務を行うべき社員）又は監査役であったことがある者（業務執行取締役等であったことがある者を除く。）にあっては、それらへの就任の前10年間も含む。

（注5）自社を主要な取引先とする者を含む

「業務執行取締役等」…業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人

「取締役等」……………ここでは取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人

「親会社等」……………親会社又は株式会社の経営を支配している者（法人であるものを除く。）として法務省令で定めるもの（会社法2条4号の2）

「支配株主」……………株式会社の経営を支配している者（法人であるものを除く。）

「兄弟会社」……………株式会社の親会社等の子会社等（当該株式会社及びその子会社を除く。）

## 2. マーケット・チェック

# 機能

- マーケット・チェックとは、市場における潜在的な買収者の有無の調査・検討等を行うことをいい、取引条件の公正さを担保することに資する機能を有すると考えられる。

## 機能（例）

A	➤ 対象会社の価値に関する情報を取得する
	A① ➤ 公正な取引条件を判断するために必要な情報を取得する
	A② ➤ 合理的に入手可能な最善の取引条件を判断するために必要な情報を取得する
B	➤ 潜在的な対抗提案者の存在を交渉材料として利用することにより、対象会社の買収者に対する交渉力が強化され、買収者が潜在的な対抗提案者が提示できるであろう以上の取引条件を提示することを検討するようになる

# 実施方法

- マーケット・チェックの具体的な実施方法には様々な態様があり得る。

## マーケット・チェックの方法（例）

事前 (公表前)	積極的	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ 入札手続（オークション）</li><li>➤ 複数の潜在的な候補者への個別の打診</li></ul>
事後 (公表後)		<ul style="list-style-type: none"><li>➤ M&amp;A契約締結後一定期間、対象会社が対抗提案を積極的に勧誘する</li></ul> <ul style="list-style-type: none"><li>➤ 買収に関する事実の公表と、公表後の潜在的な買収者の登場の可能性を通じて間接的なマーケット・チェックを行う その際、公表後に潜在的な買収者が対抗提案をすることが可能な環境を構築する（過度な取引保護条項の合意を行わない、公表後対抗提案可能な期間を比較的長期間確保する、買収防衛策を停止する等）</li></ul>

- なお、米国では、事前の積極的なマーケット・チェックの実施が一般的であり、事後の積極的なマーケット・チェックは、事前のマーケット・チェックの実施が諸事情により困難である場合に実施されることが一般的であると指摘されている。
- また、米国では、既に過半数を超える議決権を有する支配株主による従属会社の買収においては、マーケット・チェックの実施は必要的ではないと考えられていると指摘されている。

## (参考) MBO指針の整理 (1/3)

- MBO指針は、MBOにおける構造上の利益相反の問題の存在に鑑み、対抗的な買付の機会を確保し、公開買付期間に対抗買付が出ないことをもって、価格の適正性の担保とすることが考えられるとし、その例示として、①MBO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、および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という対応を併せて行うことを提案している。

### MBO指針

- 「MBOが行われる場合には、**構造上、利益相反の問題が存在することにかんがみ、対抗的な買付の機会を確保し、当該期間に対抗買付が出ないことをもって、価格の適正性の担保とすることが考えられる。**  
…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**  
(注1) **どの程度長期間に設定するか**という点は、対象会社の規模や個別案件の性質（例えば、企業の再生局面において、特に迅速な取引が求められる場合等）によって異なり得るため、**一律の基準を設けることは困難**である。ただし、上記の意思決定のプロセスにおける工夫や、下記の株主意思確認の見地からの工夫等、**その他の実務上の工夫がなされていないような場合には、取引の透明性・合理性を高めるため、その他の工夫を行っている場合と比しても、更に長期間に設定することが望ましい**と考えられる。他方で、**余り長期間に設定すると、公開買付けの成否を必要以上に不安定にする可能性もある**ことから、例えば、当初から余り長期間に設定するのではなく、公開買付期間中に実際に対抗者が出現した場合には、公開買付期間を延長することを予め明らかにしておくといった工夫も考えられる。

## (参考) MBO指針の整理 (2/3)

- (注2) 例えば、MBOを行う取締役が対象会社との間で、**対抗者との接触等を一切禁止するような取引保護条項を合意することは過度の制限であると考えられる**。他方、このような過度な制限を禁止するのみならず、**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**（ただし、この場合でもブレークアップフィー条項等の取引保護条項を定めることは、合理的な範囲内であれば妨げられないものと考えられる）。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付は可能であるとの意見もある**。  
(注3) いずれにしても、対抗者が出現する可能性をどの程度確保すべきか、又は実際に対抗者が出現した場合にどのような対応をとるべきか、という点は、この方法により透明性・合理性を確保する場合における最も重要なポイントである。特に、**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る、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**。MBOを行う取締役はこれらの点を十分に認識し、また、MBOの買付価格の合理性についても十分に検討した上で、MBOを行うことが重要である。」(5(3))

## (参考) MBO指針の整理 (3/3)

- MBO指針は、価格の適正性を担保する客観的状況の確保を、必ずしも実行する必要はないものの、採用することでMBOの透明性・合理性が高まる実務上の工夫として位置付けている。

### 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。」**(5(5))

- ※ (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

## これまでの研究会での関連するご指摘（1/2）

- 山田委員： 期間の延長については、確かにいろいろな人を呼び込むことは重要だと思うが、これは買収者からするとかなり大変なことであり、相当時間をかけて、コストをかけてやったのに、またほかが出てきてしまうということになると、かなり買収者が慎重になり、案件が減少しかねない。これについても、もともと20日がミニマムで、それが今、別に決まったわけではないけれども、30日とか40日というのが適当というプラクティスとして行われているわけだが、十分な期間なのではないかと個人的には思っている。
- 江良委員： 日本において、**価格の妥当性を判断するとき**にいつも悩むところ点が、**対案がないということ**。この点は諸外国と比較という観点からも重要なポイントかと思っている。
- 児玉委員： ……現実にM&Aを実行する企業の立場、上場子会社の完全子会社化・売却等々のやりとりを行っている立場からすると、（公開買付）**期間が長くなるということは、間違いなくアクティビストが参入してくる可能性を広げることになる**。……アクティビストが善か悪かという判断ではなく、企業価値向上を目的とした再編において現実に経験している企業の立場から申し上げると、決してありがたいことではない。……この研究会で向かおうとしている方向が、……**日本企業にとってネガティブ要因にならないようにしていただきたい**……。……シリコンバレー界限では、ランド・オブ・クレイジネスという言葉方をされているらしいが、「とにかく誰も入ってこないように高い価格でもよいから買ってしまえ」という乱暴なやり方が横行している。そういう方向性が、日本の向かう方向として正しいのかどうか。
- 古本委員： **マーケット・チェック**については、……上場子会社の完全子会社化の場合は、**既に親会社が存在しているので、対抗TOBをかけようなどということはまず起こらない**ので、相見積もり云々といったステップが求められると、機動的な完全子会社化が妨げられてしまうだけのように思われる。

## これまでの研究会での関連するご指摘（2/2）

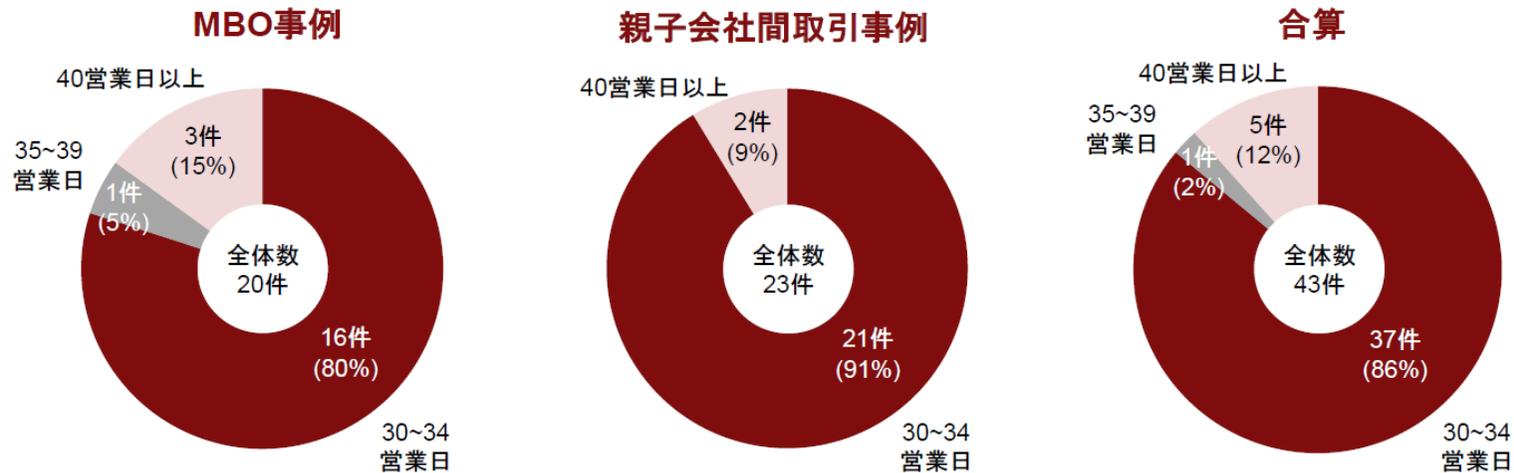
- 玉井委員： TOB期間の長短について、MBOにしる、親子上場の完全子会社化にしる、どちらも今、30営業日は確保するような実務で流れてきているわけだが、**期間の長短が親子上場の解消の件にどれぐらい意味があるのか**については、疑問がなくもない。
- 藤田委員： **マーケット・チェックがこの（支配株主による従属会社の買収の）コンテキストだとあまり意味はない**というのはその通りだと思う・・・。
- 青委員： 例えば、**支配株主による従属会社の買収の類型ではMajority of Minorityやマーケット・チェックの機能がなかなか期待できないという面もあるかもしれない**が、仮に公正性を確保することが難しい部分があるのであれば、それを補うような措置や手続がほかにないかということもあわせて考えた上で、全体のバランスをとることが適切ではないか。
- 武井委員： （MBOと完全子会社化の現金対価と完全子会社化の株対価の3レイヤーで）**特に・・・Majority of Minority条件やマーケット・チェックについては差が出る**と思う。
- 石綿委員： ……公開買付け公表前のタイミングにおいてマーケット・チェックをしたという事例は非常に少ない。一方で、取引保護条項が対象会社と買付者との間で合意されているケースも極めて少数にとどまっているというのが現在の状況になる。…わが国においては、**対象会社と買収者との間で取引保護条項を結ぶことはほとんどなく、そもそも契約自体を結ばないことが一般的**であり、そういう意味では、**対抗公開買付けが出てきたときに、対象会社において対抗公開買付けに賛同を示すことについての法的制約のようなものがそもそも加えられていない**という形で運用されてきているのが特徴的である。そういう意味では、**公表して比較的長い取引期間を確保し、かつ、取引保護条項を入れないことによって、対抗公開買付けが出てくる可能性を確保している**というのが、日本の実務の運用ではないかと考えている。

# 実施状況 (1/2)

## 公開買付期間

全ての事例で公開買付期間は30営業日以上に設定されている

■ 公開買付期間 (注)延長されている場合は延長後の期間



- 調査対象の公開買付けの全てにおいて、公開買付期間は30営業日以上に設定
- 30~34営業日の事例が最も多いが、40営業日以上の実例も見られる

## マーケット・チェック

事前のマーケット・チェックについて開示する例は多いとはいえない一方、取引保護条項が合意される例は少ない

- 調査対象の公開買付けのうち、公開買付届出書において、対象会社による入札手続きが行われた旨を明記している例はなく、また、複数の候補者と協議を行った旨を明記している例は、MBO事例の1件のみ
- 利益相反構造のある取引のみならず、独立当事者間の取引でも、対象会社による事前のマーケット・チェックについて、公開買付届出書で明記する例は多いとはいえない
  - 公表前に多数の候補者にアプローチすることによる情報漏えい等の懸念
- MBO事例や親子会社間取引事例において取引保護条項が合意されることは少ない
  - 調査対象の公開買付けのうち、公開買付者と対象会社との間で取引保護条項又はこれに準じた合意がなされた可能性がある案件は、MBO事例1件(対象会社が賛同表明する旨を合意)及び親子会社間取引事例1件(既存の資本業務提携契約において各種の事前協議事項を合意)のみ

# 望ましいプラクティスの在り方（1/2）

- 支配株主による従属会社の買収の場合のマーケット・チェックの有効性や、事前の積極的なマーケット・チェックに対する懸念点に関する指摘も踏まえて、その望ましいプラクティスの在り方について、どのように考えるか。

## ■ 有効性に関する指摘

- 支配株主による従属会社の買収の場合、既に対象会社を支配している支配株主自身が買収者となることから、対抗的な買収提案者が出現する可能性が低く、マーケット・チェックが機能しにくいという指摘がある。
- 他方、支配株主による従属会社の買収においても、公表後一定の期間を確保することは、株主・投資家等が当該M&Aの是非や取引条件について検討を行うための期間として機能し得るといいう指摘もある。

# 望ましいプラクティスの在り方（2/2）

## ■ 懸念点に関する指摘

- 事前（公表前）の積極的なマーケット・チェックには、①そのプロセスを通じて競業他社等に情報が流出する、情報漏えいによって対象会社の従業員・取引先等や事業に混乱を与える等により、その経営に悪影響が生じるおそれや、②情報漏えい等により株価が上昇する結果、十分なプレミアムを付したM&Aまで不成立となる懸念があるという指摘、また、③その結果、企業価値の向上に資するような積極的意義を有するM&Aを過度に抑制するおそれがあるという指摘がある。
- 他方、我が国の会社支配権市場・M&A市場の流動性は高いとはいえないという現状を前提にすると、事後（公表後）の間接的なマーケット・チェックを実施した結果、対抗提案が出現しなかったとしても、そのことをもってどれだけ取引条件の公正さの担保と評価できるかという指摘もある。

# (参考) 米国デラウェア州の判例法理における「レブロン義務」(1/4)

- マーケット・チェックに関連して、米国デラウェア州の判例法理において形成されてきた、MBO等の会社支配権の移転が生じる場面等に適用される「レブロン義務」については、その内容の正確な理解が必ずしも我が国の取引関係者に共有されていないという指摘もある。

## ■ レブロン義務の内容

- 株主にとって合理的に入手可能な最善の取引を実現するために、取締役に対して十分に情報を得て合理的に行動することを要求する、取締役が負う信認義務の一内容としての義務（手続に焦点をあてた合理性に基づく取締役の義務違反の判断基準）。
- レブロン義務が適用される場面において、対象会社の取締役が常に従わなければならない唯一の手続などは存在しない。あくまで現実の具体的状況を前提として、対象会社の取締役の行動が十分に情報を得た合理的なものかどうかが訴訟における信認義務違反の判断基準となり、常にオークションの実施が要求されるわけではない。

## (参考) 米国デラウェア州の判例法理における「レブロン義務」(2/4)

- 買収に関する契約が締結される前には積極的なマーケット・チェックが実施されていない事例であっても、場合によっては、買収に関する事実の公表と、公表後に潜在的な買収者が登場する可能性を通じた間接的なマーケット・チェック (implicit market check) が有効に機能することを認めている。
- 取引保護条項などの特定の買収者を優遇する措置についても、問題となっている現実の具体的状況を前提に、対象会社の取締役の行動が十分に情報を得た合理的なものと評価できるかどうかという観点に基づいて、その有効性が判断される。
- 一旦競合する買収者が現れて会社のオークションが始まってしまえば、対象会社の取締役がオークションの進行を妨害することや、特定の買収者を他の買収者よりも優遇することは、基本的には禁止される。

# (参考) 米国デラウェア州の判例法理における「レブロン義務」(3/4)

## ■ レブロン義務が適用される場面

①

- 会社が自らの売却を求めて、または会社の明確な解体を伴う事業再編の実施を求めて、積極的な競争入札の過程に着手する場面

②

- 買収者の提案に応じて、対象会社はその長期の戦略を放棄し、会社の解体を伴う代替取引を模索する場面

③

- 取引を承認することが会社支配権の移転を生じさせることになる場面

- 具体的には、まず、買収の対価が全て現金または買収者の株式以外の証券である場合には、既に対象会社に支配株主が存在する場合を除いて、レブロン義務が適用される。
- 次に、対価が全て買収者の株式である場合には、買収後に会社支配権が特定の個人や集団に帰属することになるのであれば、レブロン義務は適用されるが、買収者の株式が広く市場に分散しているために買収後も会社支配権は一般株主の下に残るのであれば、レブロン義務は適用されない。

## (参考) 米国デラウェア州の判例法理における「レブロン義務」(4/4)

- レブロン義務が適用される場面では、**株主の利益を株主以外の会社の利害関係者の利益よりも優先して追求させることになる**という側面があり、この点が、政策的な観点から、我が国でレブロン義務またはそれに類似する内容の義務を採用するかどうかを検討するにあたり、論者によって評価が大きく分かれ得る最大の争点となることが予想されると指摘されている。

## (参考) レックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決

- MBOにおける対象会社の取締役の善管注意義務との関係でレブロン義務について言及された裁判例として、レックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決が存在する。

レックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決（東京高判平成25・4・17判時2190号96頁）

- 「**取締役及び監査役は、善管注意義務の一環として、MBOに際し、公正な企業価値の移転を図らなければならない義務**（以下、便宜上『**公正価値移転義務**』という。）を負うと解するのが相当であり、MBOを行うこと自体が合理的な経営判断に基づいている場合……でも、企業価値を適正に反映しない買収価格により株主間の公正な企業価値の移転が損なわれたときは、取締役及び監査役に善管注意義務違反が認められる余地があるものと解される。」
- 「**価格最大化義務に関する控訴人らの主張**は、MBO先進国とされている米国デラウェア州の判例法上、MBOに際して取締役が負うとされているという『レブロン義務』なる義務を根拠とする主張であって、我が国で行われた本件MBOに直ちに妥当するものではない。仮に、上記主張が、**企業価値の公正な移転を超えて売却価格を最大限に高める義務を負うという趣旨であれば**（ただし、控訴人らが依拠するレブロン義務自体は、必ずしもそのような義務であるとは解されない。）、**株主が共同所有により把握している企業価値を超えて利益を得ることまでが、会社法上、取締役及び監査役の善管注意義務によって保護されると解する根拠は見当たらない**。一方、上記主張が、**企業価値の公正な移転を図るべき義務を負うとの趣旨であれば**、それは控訴人らが主張する公正価値移転義務と異なるものとは解されない。」

## 競合する買収提案を受けた場合の対応（1/4）

- 対象会社が競合する複数の買収提案を受けた場合における望ましい対応の在り方についてどのように考えるかは、事後（公表後）の間接的なマーケット・チェックを実質的に機能させる観点からも重要と考えられる。
- この場合、対象会社は、いずれの買収提案が対象会社の企業価値の向上により資するかという観点から賛否を判断することができるという考え方について、どのように考えるか。

■ 例えば、以下のような考え方について、どのように考えるか。

- MBO指針は、MBOを行う上での尊重されるべき原則として、①企業価値の向上（第1原則）および②公正な手続を通じた株主利益への配慮（第2原則）を挙げているところ、①対象会社の企業価値の向上により資する買収提案と、②株主が受け取る対価がより大きな買収提案とは、通常の場合、一致するもの考えられる。
- 例外的に、①対象会社の企業価値の向上により資する買収提案と、②株主が受け取る対価がより大きな買収提案とが一致せず、②株主が受け取る対価がより大きな買収提案が他に存在するにも関わらず、①対象会社の企業価値の向上により資すると判断する方の買収提案に賛成する場合には、対象会社の取締役会・特別委員会には、かかる判断について十分な説明責任を果たすことが求められると考えられる。
- なお、いずれの買収提案も、具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案であることが前提となると考えられる。

# 競合する買収提案を受けた場合の対応（2/4）

## ■（参考）MBO指針の整理

### MBO指針

- 「(1)MBOを行う上での尊重されるべき原則  
上記の整理を踏まえると、まず、MBOにおける買付者側及び当該MBOの対象となっている対象会社側が尊重すべき事項として、以下のような原則論が導かれる。  
**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。」(4(1))
- 「…第1原則（企業価値の向上）との関係は慎重な検討が必要である。特に、実際に対抗買付がなされた場合の対応方法について、企業価値の向上という点をどのように考慮すべきかとの点は、買収局面における取締役の行動のあり方をめぐる全般的な議論とも関連する論点である。すなわち、一方で、**より高い価格での条件を提示して対抗買付がなされた場合には、合理的な理由がない限り、当該対抗買付に反対し、取締役の公開買付けに対する賛成を維持することは適切とはいえないことが原則であるとの指摘がある。**他方で、**当該MBO又は対抗買付がいかに関与するかという観点も加味して検討がなされるべきであるとの指摘もある。**」(5(3))

# 競合する買収提案を受けた場合の対応（3/4）

## ■（参考）「企業価値」の定義

企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針（経済産業省・法務省、平成17年5月27日）

- 企業価値とは、「**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**をいう。」

近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方（企業価値研究会、平成20年6月30日）

- 「『**企業価値**』とは、概念的には、『**企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値**』を想定するもの」

コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（経済産業省、平成29年3月31日策定、平成30年9月28日改訂）

- 「企業価値とは、『**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**』をいうとされており（経済産業省および法務省が平成17年5月27日に公表した『**企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針**』2頁参照）、概念的には、『**企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値**』を想定するものであるとされている（企業価値研究会が平成20年6月30日に公表した報告書『**近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方**』1頁の注2参照）。また、経済産業省が平成26年8月に公表した『**持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～**』プロジェクト最終報告書（伊藤レポート）においては、**企業価値**についての異なる複数の考え方が紹介された上で、**企業価値のうち株主にもたらされる付加価値（株主価値）に焦点を当てつつも、株主価値を独立に捉えるのではなく、顧客価値、従業員価値、取引先価値等の株主以外のステークホルダーに対する付加価値の創造が、ひいては株主価値の創造につながることを意識すべきとの提言がされている。**」

# 競合する買収提案を受けた場合の対応（4/4）

- 対抗的な買収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・程度について、望ましい対応の在り方をどのように考えるか。

- 対抗的な買収提案者に対するデューデリジェンスの機会の付与については、以下の指摘がある。

※ なお、いずれの買収提案も、具体的かつ実現可能性のある真摯な買収提案であることが前提

## 付与の必要性に関する指摘

- 買収提案者に対して合理的な情報の提供を行わない場合、事実上、当該買収提案を行うことが困難になることもある
- 一旦競合する買収者が現れた場合には、対象会社の取締役は買収者間の平等を図る必要があり、特定の買収者を他の買収者よりも優遇してはならない



## 付与に伴う弊害等に関する指摘

- 競業他社に対する情報流出のリスクや企業秘密の外部流出のリスクから、企業買収を控える動きが少なからず生じ、企業買収に対する阻害効果が懸念される
- 「必ずしも買収監査の機会を付与しなくとも対抗買付は可能であるとの意見もある」（MBO指針5(3)）

## MBO指針

- 「（注2）例えば、MBOを行う取締役が対象会社との間で、対抗者との接触等を一切禁止するような取引保護条項を合意することは過度の制限であると考えられる。他方、このような過度な制限を禁止するのみならず、**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（ただし、この場合でもブレイクアップフィー条項等の取引保護条項を定めることは、合理的な範囲内であれば妨げられないものと考えられる）。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付は可能であるとの意見もある。**」（5(3)）

### **3. Majority of Minority条件**

# 定義、機能

- Majority of Minority条件とは、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、買収者と共通の利害関係を有しない株主のうちの多数が賛成することを取引の前提条件とすることをいう。
- Majority of Minority条件を設定することは、買収の是非や取引条件に関する一般株主の意思の確認・判断の尊重を通じて取引条件の公正さを担保することに資する機能を有すると考えられる一方、M&Aに対する阻害効果を生じさせ得ることに留意が必要との指摘もある。

## 機能（例）

<b>A</b>	➤ 利害関係のない株主の多数が取引条件について賛成していることの確認を通じて、独立当事者間の取引条件と同視し得る取引条件であることが確認される
<b>B</b>	➤ M&Aを実行するためにはMOM条件を達成可能な水準の取引条件とすることが必要となるため、対象会社やその株主の買収者に対する交渉力が強化される
<b>C</b>	➤ 公開買付けにおいてMOM条件を設定する場合、強圧性を低減させる

## (参考) MBO指針の整理 (1/2)

- MBO指針は、株主意思確認の見地を重視した実務上の対応として、MBOに際しての公開買付けにおける買付数の下限を高い水準に設定することを提案している。

### MBO指針

- 「その他、実務上の対応として、「株主の適切な判断機会の確保」から導かれる株主意思確認の見地を重視し、以下のよう実務上の対応も考えられるのではないかと指摘もある。  
…①MBOに際しての公開買付けにおける買付数の下限を、高い水準に設定すること  
(注1) 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。**  
この工夫により、MBOの実施について多数の株主（又は利害関係を有する者以外の多数の株主）の賛同が確認されることとなる。また、**少数株主に対する強圧的な効果を生じさせないための配慮にもなるため、株主意思確認を尊重した実務上の対応であると考えられる。**ただし、**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。**  
また、現在の我が国におけるMBOの実務を前提にした場合には必ずしもその手段は明らかではないが、今後の実務のあり方によっては、**株主意思確認を重視する見地から、株主総会を開催して株主意思の確認を行うといった工夫も考え得る。」**  
(5(4))

## (参考) MBO指針の整理 (2/2)

- MBO指針は、MBOに際しての公開買付けにおける買付数の下限を高い水準に設定することを、必ずしも実行する必要はないものの、採用することでMBOの透明性・合理性が高まる実務上の工夫として位置付けている。

### 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。」**(5(5))

- ※ (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**

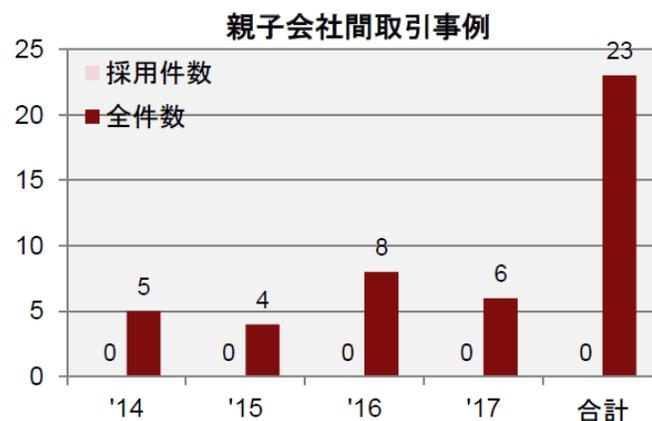
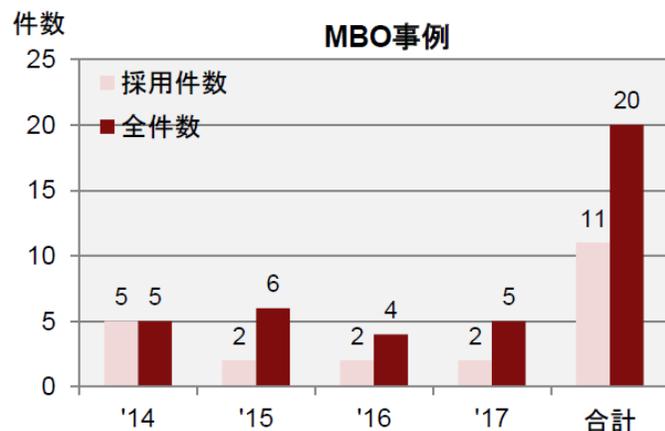
# これまでの研究会での関連するご指摘

- 古本委員： **Majority of Minority**の議論についても、MBOであれば実質概ね過半数プラスアルファの議決権を取れば実行できるわけであるが、**上場子会社の完全子会社化の場合には、3分の2以上の議決権を取るに至ってもなお条件を満たさないといったことになると、逆に厳しいことになってしまうので、このあたりも考慮していただく必要があると思われる。**
- 田中委員： …コストとベネフィットを考えずに過剰な負担を親子会社間取引に課すべきだということではない。例えば、**Majority of Minority条件を必須のものとする、1人の株主が決定権を持っていわゆるホールドアップを行うというおそれがあるので、Majority of Minorityを必須の条件として課すことは費用対効果の面で必ずしも適切ではないと思う。**
- 青委員： 例えば、**支配株主による従属会社の買収の類型ではMajority of Minorityやマーケット・チェックの機能がなかなか期待できないという面もあるかもしれないが、仮に公正性を確保することが難しい部分があるのであれば、それを補うような措置や手続がほかにないかということもあわせて考えた上で、全体のバランスをとることが適切ではないか。**
- 武井委員： (MBOと完全子会社化の現金対価と完全子会社化の株対価の3レイヤーで) **特に…Majority of Minority条件やマーケット・チェックについては差が出る**と思う。
- 石綿委員： MBOと親子会社間取引において、それぞれMajority of Minority条件が取引阻害効果をどのくらい持つのかということの違いによるところが大きいと思う。MBOの場合には、取引開始時点において買収者が株を持っていない、ないしはそれが少量であることが多いため、Majority of Minority条件をつけたとしても、スクイズアウトをするのに必要な3分の2の条件をどうせ設定するのであれば、Majority of Minority条件をつけてもあまり取引阻害効果はないということになるわけだが、**親子会社の場合には、最初から親会社が50%前後株を持っているわけなので、それにMajority of Minority条件をつけてしまうと、取引成否に必要な株式の割合が75%とか、ないしはそれ以上になっていくことになるので、アクティビスト株主の介入などによる取引阻害効果が大きいことが懸念されて、Majority of Minority条件がつけられていないということかと思う。**

## Majority of Minority条件

MOM条件は、MBO事例では過半数で採用されている一方、親子会社間取引事例での採用は進んでいない

### ■ MOM条件の採用状況とその推移



- MBO事例(公開買付者が予め保有する株式数が少ない場合)では、スクイズアウトを確実に実施しうるような買付予定数の下限(3分の2以上)を設定すれば、自動的にMOM条件となる
- 親子会社間取引事例では、MOM条件による買収阻害効果が過大になる等の問題あり
- 分母となるMinority株主の範囲等、MOM条件の詳細については検討の余地あり
  - ✓ 公開買付者との間で応募合意をした株主を一律に分母から除外して計算すべきとの財務局の運用

# 望ましいプラクティスの在り方

- Majority of Minority条件については、支配株主による従属会社の買収の場合における買収阻害効果のおそれや、公開買付けへの応募という形で賛意を確認することの限界が指摘されていることも踏まえて、その望ましいプラクティスの在り方をどのように考えるか。

## ■ 買収の妨害等のおそれに関する指摘

- 支配株主による従属会社の買収の場合、支配株主が保有する従属会社の株式の数が多いほど、MOM条件を利用して買収を妨害するために必要な株式の数が少なくなり、例えば、アクティビスト株主が、ビッグポケットである親会社を揺さぶり、不当に高額な対価を求めることも懸念されるなど、買収に対する阻害効果が大きくなる。

## ■ 公開買付けへの応募という形で賛意を確認することに関する指摘

- インデックスからのトラッキング・エラーを起こすことを嫌うパッシブ・ファンド等、取引条件の適否にかかわらず、原則として公開買付けへの応募を行わない株主が近年増加している。
- また、買収対価に満足していても、証券口座の開設等の事務負担を敬遠して公開買付けへの応募という形では賛意を示さず、スクイズ・アウトを待つという選択をする株主も存在し得る。
- 公開買付けへの応募という形で賛意を確認すると、上記のような少数株主も反対票としてカウントされることとなる。

# 利害関係のない株主（Minority）の範囲

- Majority of Minority条件において多数の賛成を確認する対象となる、利害関係のない株主（Minority）の範囲について、どのように考えるか。
  - MOM条件の機能に鑑みると、当該企業買収について買収者と重要な利害関係を共通にする株主は、MOM条件において多数の賛成を確認する対象となる株主からは除外すべきと考えられる。
  - かかる株主の範囲は、個々のM&A取引における具体的状況を踏まえて実質的に判断すべきと考えられるところ、応募合意をした株主の取扱いについて、以下のような指摘がある。
    - 現在の公開買付けの実務上、公開買付届出書の提出に際し、買収者との間で応募合意をした株主は、一律にMinority（MOM条件において多数の賛成を確認する対象となる株主）から除外すべきとの運用が行われているところ、買収者と利益を共通にしないような大株主の場合、売主として大きな利害関係を有する大株主との独立当事者間交渉により応募合意に至ったことは、むしろ取引条件の公正さを裏付ける要素とも言い得るため、応募合意をしたことのみをもって当該株主をMinorityから除外することは必ずしも適切でない。

# Majorityの考え方

- Majority of Minority条件におけるMajorityの考え方について、どのように考えるか。
  - MOM条件において、利害関係のない株主のうち、どの程度の賛成を必要とすべきかについては、過半数という考え方のほか、3分の2以上という考え方や、個別の案件において任意の基準を設定することが可能という考え方もあり得る。

## MBO指針

- 「(注1) 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。**…ただし、**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。**」(5(4))

## 4. 今後の検討スケジュール

# 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）	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ MBO指針見直しの要否</li> <li>➤ MBO指針見直しの方向性・今後の検討事項</li> </ul>
第2回（12/7（金）11:30-13:30）	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 論点の議論①（取引類型による差異、特別委員会）</li> </ul>
▶ 第3回（1/10（木）9:30-11:30）	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 論点の議論②（マーケット・チェック、Majority of Minority条件）</li> <li>➤ 海外調査中間報告</li> </ul>
1/25（金）午後	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 事務局ヒアリング（予定）</li> </ul>
第4回（2/1（金）10:00-12:00）	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 論点の議論③</li> </ul>
第5回（2/22（金）10:00-12:00）	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ パブリックコンサルテーションの結果報告</li> <li>➤ 論点の議論④</li> </ul>
第6回（4月上旬）	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 取りまとめに向けた議論①</li> </ul>
第7回（4月下旬）	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 取りまとめに向けた議論②</li> </ul>
パブリックコメント（検討中）	
第8回	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 予備日（パブリックコメントの結果報告等）</li> </ul>

## パブリック コンサルテーション （12/28～2/5）

※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6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）の追加実施も検討中