

アジアにおける英国型 M&A 規制の採用事例

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 英国型 M&A 規制は、シティ・コードと呼ばれるルールと、それを所管するテイクオーバー・パネルを中核とし、プリンシプルに基づく柔軟、迅速、実務経験者の知見を活用した問題解決が図られる。
2. アジアでも、英国型 M&A 規制を採用する国は多い。英国を範とするため、ルールの内容や、プリンシプルに基づく柔軟な対応、M&A 監督機関による迅速な問題解決といった特徴は英国と類似している。
3. 他方、執行体制を見ると、英国とそれらの諸国では相違もある。英国では、自主規制機関として機能するパネルが M&A 監督機関であるが、シンガポール、香港、マレーシアでは金融規制当局との関係が深く、その事務局も金融規制当局が担っている。
4. オーストラリアとニュージーランドのパネルは、金融規制当局から独立しているが、オーストラリアのパネルは準司法機関としての機能に特化しており、日々の監督は証券規制当局が担っている。
5. 日々の M&A の監督を事務方が担っている点は、英国と上記のアジア 5 カ国に共通しているが、英国は証券会社等からの出向者がパネル事務局の中心を成すのに対し、アジア 5 カ国における M&A 監督機関の事務局には出向者は原則としていない。
6. わが国においても、M&A 規制の迅速性や柔軟性を確保し、実務経験者の知見の活用を図るべく、明確なプリンシプルを軸とするルールの策定や、様々なバックグラウンドを持つ実務経験者からなる M&A 監督機関の創設を検討する価値はあるものと思われる。

I 英国型 M&A 規制とは

世界的な景気減速を受け、M&A の案件数は減少傾向にある。しかし、少子高齢化の進展により市場の成長が望めず、経済・産業が成熟期に入中、企業の事業再編、業界再編を効率的に行うことの重要性は、とりわけわが国では中長期的に増していくはずである。

わが国が M&A に係る制度上のインフラとして従来参考にしてきたのは米国型の M&A

規制である。米国型 M&A 規制では、M&A に係るルールは制定法であり、故に M&A に係る紛争処理の最終的な拠り所も司法判断となる。しかし、司法の裁定は基本的に制定法の枠内でのみ行われるため、特にルールが実態に追いついていない局面では、実態に則さない結論が導かれる可能性がある（柔軟性の問題）。また、司法判断を仰ぐために、一旦 M&A の進行を制止したり、場合によっては事後的な救済しか求められない（迅速性の問題）。更に、裁判官が判断を行うため、M&A の実務経験者の知見が活用されない（実務経験者の知見の活用の問題）。

こういった弱点を内包する米国型 M&A 規制のいわば対極にあるのが英国型 M&A 規制である。英国における M&A 規制は、M&A に係るルールであるシティ・コード（City Code on Takeovers and Mergers）と、それを所管する専門組織であるテイクオーバー・パネル（The Takeover Panel）を中心とする。シティ・コードおよびテイクオーバー・パネルは、元々英国金融街シティの自主規制ルールおよび自主規制団体として発足し、運営されてきた。2006 年会社法の施行で制定法上の根拠を持つこととなったが、その運営は実質的には変わっていないとされる。

英国における M&A に係るルールであるシティ・コードは、議会手続きを経ることなくテイクオーバー・パネルが業界の意見をくみ上げた上で変更できる。その解釈も、取締役の忠実義務や株主の公平な取り扱いといったプリンシプル（原理・原則）に基づき、柔軟に行われる。シティ・コードを運営し、M&A に係る紛争の裁定を行うテイクオーバー・パネルは、証券会社、法律事務所、会計事務所、事業会社など、様々なバックグラウンドを持つ関係者からなる。M&A 案件の日々の監督や当事者に対する助言を行うパネル事務局も、証券会社などからの出向者を中心とし、実務経験者の意見を反映できる仕組みになっている。このような体制の下、英国では M&A 案件の進行と平行して問題解決が図られる¹。

英国のような M&A 規制体系を採用する国は、実は多い。シンガポール、香港、ニュージーランド、オーストラリア、マレーシアといったアジアの旧英領諸国、更には、南アフリカやスイス、オーストリアでも英国をモデルにした M&A 規制が導入されている。これらに共通しているのは、英国をモデルとして、迅速性や柔軟性、実務経験者の意見の反映、を規制の主眼としていることである。

以下では、それらのうちアジア諸国、即ち、シンガポール、香港、ニュージーランド、オーストラリア、マレーシアについて、それぞれの国がどのようにして英国型 M&A 規制を導入しているか、筆者が現地の監督機関に行ったインタビュー等に基づき、その特徴を紹介する（文中伝聞形となっている箇所は各国 M&A 監督機関へのインタビューに基づく）。

¹ 英国型 M&A 規制の詳細については、神山哲也「英国における M&A に係る法規制と執行体制」『資本市場クォーターリー』2008 年秋号参照。

II 各国比較

シンガポール、香港、ニュージーランド、オーストラリア、マレーシアにおける M&A 規制は、何れも英国を範として導入されたものである。形態や細目は違えど、何れの国のルールにおいても英国と同様、株主の公平な取り扱いや取締役の忠実義務といったプリンシプルを規定し、また、自国の M&A 規制の特徴として迅速性や柔軟性、更には実務経験者の知見の活用を挙げている点は共通する。

規制の中身についても、英国シティ・コードを範としていることから、強制買付義務のトリガー水準となる持分比率など技術的・細目的部分では相違があるものの、何れの国も規定の文言まで英国に類似している。更に、理論的には司法に訴えることは可能であるものの、実態としては、M&A 監督機関、とりわけその事務局で大部分の M&A 案件が処理される点も共通している。

他方、英国も含めた 6 カ国では、執行体制を中心に相違点も見られる。ここでは、①ルールの性質、②M&A 規制の執行体制、の二点について 6 カ国の比較を行う。

1. M&A に係るルールの性質

シンガポール、香港、ニュージーランド、マレーシアでは、制定法の授権に基づき、パネルなどの M&A 監督機関（実務的にはその事務局）がテイクオーバー・コードといったルールを制定・改正する。他方、オーストラリアでは、このような非制定法のルールはなく²、会社法が M&A のルールとなっている（図表）。このようなオーストラリアのアプローチは、制定法を根拠とすることにより、ルールの実効性を高めようというものであり、他の 4 カ国も、同様の観点から制定法に根拠を持つことの重要性を主張している。

筆者が各国の M&A 監督機関に行ったインタビューでは、英国はジェントルマンシップの考え方に基づく特殊性があること、その英国においても 2006 年以降シティ・コードが制定法の裏付けを持つようになったり、パネルとのやり取りにおいて弁護士の役割が増加するなど、従来の純粋な自主規制的アプローチから、より法的（statutory）アプローチに変容していることが指摘された。

2. M&A 規制の執行体制

英国とアジア 5 カ国で最も大きく異なるのが、M&A 監督機関とその事務局からなる執行体制である。英国では、他の行政機関などから完全に独立したテイクオーバー・パネルが、2006 年以降は会社法に根拠を持つようになったものの、実質的には自主規制機関として機能している。それに対し、まず、香港とマレーシアでは、M&A 監督機関が金融規制当局の行政庁たる委員会の一部となっている。また、シンガポールでも M&A 監督機関

² 但し、会社法の授権に基づきテイクオーバー・パネルが審理手続等に関する規則を定めることができる。

と金融規制当局の関係が深く、これら 3 カ国では事務局も金融規制当局の一部局が担っている。

オーストラリアとニュージーランドのテイクオーバー・パネルは、金融規制当局から独立しており、事務局も独立している。しかし、オーストラリアのパネルは他国と異なり受動的な準司法機関としての機能しか持たず、英国を含む他の 5 カ国における M&A 監督機関の事務局が担っている日々の M&A の監督や当事者への助言は証券規制当局が担っている。但し、オーストラリアも、M&A に係る日々の監督を担う官僚機構と紛争処理のための合議機関があるという点では、機能的には他国と同じである。

合議機関（パネル、カウンスルなど）の委員に関しては、国によって偏りはあるものの、各国とも、証券会社、弁護士、会計士、事業会社など広範囲の M&A 実務経験者の知見を集積している点では共通している。他方、その事務局の構成員に関しては、英国とアジア 5 カ国とは大きく異なっている。英国では、事務局においても証券会社を中心とする出向者が過半を占め、彼らが個別案件を担当するケース・オフィサーに就いている。それに対し、アジア 5 カ国の事務局は基本的に出身者がいない。また、事務局職員のバックグラウンドを見ると、シンガポール、香港、マレーシアは金融規制当局の職員であるのに対し、オーストラリアとニュージーランドは規制当局の職員ではあるが、法曹資格保有者が中核を成している点が特徴である（図表）。

以下では、英国型 M&A 規制を導入するアジアの 5 カ国であるシンガポール、香港、ニュージーランド、オーストラリア、マレーシアについて、国別に各国の M&A 規制の特徴を紹介する。

図表 各国の M&A に係るルールと執行体制の比較

		英国	シンガポール	香港	ニュージーランド	オーストラリア	マレーシア
ルール	M&Aのルール	コード	コード	コード	コード		コード
	授權法	会社法	証券先物法	Securities and Futures Ordinance	Takeovers Act	会社法	証券委員会法
	制度創設	1968年	1973年	1992年	2001年施行 (制定は1993年)	2000年 (CLERP法)	1993年
執行体制	M&A監督機関	パネル	Securities Industry Council (MAS)	パネル (証券先物委員会)	パネル	パネル: 審理機関 ASIC: 日々の監督	Take-overs Committee (証券委員会)
	管掌範囲	M&A専門	M&A専門	資本市場規制全般	M&A専門	パネル: M&A専門 ASIC: 資本市場全般	資本市場規制全般
	委員数	26	15	26	10	52	—
	委員構成	証券会社中心	事業会社中心	証券会社中心	証券会社、弁護士、 事業会社中心	パネル: 弁護士中心	—
	事務局	独立	MAS	証券先物委員会	独立	パネル: 独立	証券委員会
	職員数	21	9	—	9	6	10
職員構成	出向者中心	プロパー職員	プロパー職員	プロパー職員 (弁護士中心)	パネル: プロパー職員 (弁護士中心)	プロパー職員	

(出所) 野村資本市場研究所作成

III 国別の特徴

1. シンガポール

シンガポールでは、1971年のM&Aを巡る訴訟において、買収者の行為に倫理的な疑義はあるものの違法ではないと判示されたことを受け、このような事態にも対処できるよう、英国型M&A規制が1973年Securities Industry Actによって導入された。同法は現在では証券先物法（Securities and Futures Act, SFA）に置き換えられているが、基本的な内容は変わっていない。オーストラリアのテイクオーバー・パネルのウェブサイトによると、英国型M&A規制をモデルとする国は複数あるが、シンガポールが最も英国に類似しているという。

シンガポールのM&Aに係るルールはSingapore Code on Take-overs and Mergersであり、それを所管するのが1973年に設立されたSIC（Securities Industry Council）となっている。シンガポール・テイクオーバー・コードの内容は、全体の内容を規定するプリンシプルから、強制買付義務、買収防衛行為（frustrating action）の原則禁止、SICと事務局の役割に至るまで、大部分が英国のシティ・コードに類似している³。コード違反者に対する罰則についても、英国同様のコールド・ショルダリング、即ち、他の市場参加者が違反者との取引を行わないことをSICが要請する仕組みが採用されている。他の市場参加者にとってSICの要請に従うか否かは任意だが、これまで従われなかった事例はないという。なお、コードの改正は、SICへの諮問に基づきシンガポールの金融規制当局であるMAS（Monetary Authority of Singapore）が行うこととなっている（SFA第321条）。

SICの委員も、英国テイクオーバー・パネル同様、様々なバックグラウンドを持つ人材が集められている。委員は15名おり、ローテーションではなく本人の適性で選任される。委員のバックグラウンドは弁護士、学者、会計士など様々であるが、大部分が事業会社幹部となっている。SICの判断は、M&Aに係る紛争の最終判断とされている（SFA第139条）。理論的にはM&A当事者が裁判に訴えることは可能であるものの、1973年のSIC創設以来、SICの判断が裁判沙汰になったことは1度もない。

SICの事務局は、MASのCorporate Finance Divisionが担っている。同部門には9名の職員がおり、民間からの出向者はいない。IPOや取引所・上場企業の監督業務も行っており、それと平行してSICの事務局業務を行っている。このように、執行体制の面で英国との違いはあるが、事務局の機能そのものは英国パネルの事務局と類似している。例えば、①自らの職権でM&A案件に介入し、決定を行えること、②事務局の決定が原則として非公開であること、③Practice Statementの発出でコードの解釈を公に知らしめること、④日々の案件は事務局とM&A当事者との日々のやり取りで処理され、SICに上げられる案件は少数に限られること、などは英国と同様である。最後の点については、2007年中にあった公式な申請270件中、事務局からSICに上げられたのは15件だという。

³ 但し、プリンシプルの項目や、書類の事前審査の要件が英国と比較して緩いなどの相違はある。

2. 香港

香港における M&A 規制も、基本的な部分はシンガポール、英国と類似している。英国のシティ・コードやシンガポールのテイクオーバー・コードに該当するのは 1992 年に制定された The Codes on Takeovers and Mergers and Share Repurchases であり、名称にある通り、自社株買いに関するルールが M&A に係るルールとセットになっている点が英国やシンガポールとは異なる。

M&A に関するルールの内容は、英国やシンガポールと類似しており、例えば罰則については、非難声明の発出などもあるが、実質的にはコールド・ショルダリングのみとなっている。コールド・ショルダリングの対象となった者は金融規制当局である証券先物委員会 (Securities and Futures Commission) のウェブサイトに掲示されるが、本稿執筆時点では対象者はいない。なお、コールド・ショルダリングは 1995 年以来 10 件発出されている。

英国のテイクオーバー・パネルやシンガポールの SIC に該当するのは Takeovers and Mergers Panel であり、証券先物委員会の委員 26 名から構成される。故に、香港のパネルの委員は M&A 以外も監督していることになる。パネルの委員は、金融機関や法律事務所、会計事務所などから集められており、本人の適性で選任される点はシンガポール同様である。

事務局はシンガポール同様、金融規制当局である証券先物委員会の Corporate Finance Division が担っている。香港のパネル事務局もプロパー職員のみで、M&A 以外の事項も監督している。大部分の案件は事務局と M&A 当事者とのやり取りで処理され、事務局の決定をパネルがレビューするためにヒアリングを行うことは年間 2~3 回程度であり、パネルによる懲罰手続き (disciplinary proceedings) が行われるのは 3~4 年に 1 回程度だという。

司法介入がほとんどない点も英国と同様であり、1980 年代に制度創設以来、パネルの決定について裁判沙汰になったのは 1 件のみである。この事案は、M&A 当事者が弁護士を代理人に立てようとしたことをパネルが認めなかったことについて争われたものであり、裁判所はパネルの決定を不当として差し戻している。

香港の場合、英国やシンガポールと異なるのは、上記パネルに加えて複数の委員会が存在することである。最も主要なものとして、パネルが行った懲罰手続きに対する不服申立を受ける Takeover Appeal Committee がある。構成員は 26 名で大部分がパネルと重複するが、問題となった懲罰手続きに参加した委員は当該案件に係る申立の審理には参加しない。Takeover Appeal Committee は罰則の是非については審議できず、罰則の軽重のみについて審議する。そのため、パネルによる懲罰手続き自体、上記のように稀だが、Takeover Appeal Committee へ不服申立が行われるのは更に少ないという。

Takeover Appeal Committee 以外にも、Takeover Appeal Committee における審理の際に議長を務める法曹資格者を集めた Disciplinary Chair Committee、それぞれの委員会の委員を任命する Nominations Committee がある⁴。

⁴ Nominations Committee は、証券先物委員会委員長、Corporate Finance Division の長、パネルの委員長若しくは副委員長、証券先物委員会事務局スタッフ 2 名からなる。

3. ニュージーランド

ニュージーランドでは、Takeovers Code が M&A に係るルールとなっており、それを New Zealand Takeovers Panel が所管する仕組みになっている。コードは 1993 年の Takeovers Act に基づきパネルが制定・改正する。

M&A 案件に関してパネルがコード違反の疑いがあるとしたときに 21 日間の取引停止を命ずる。いわば現場の現状確保を行うものであり、コード違反を認定した場合、パネルは裁判所にエンフォースメントの申し立てを行うこととなっている。即ち、コード上、パネルは司法判断へのゲートウェイと位置づけられているわけである。逆に言えば、パネルによる何らかの事実認定や決定がなければ、当事者適格はない (Takeovers Act 第 35 条)。

もっとも、現実には、大部分の案件は M&A 当事者の顧問弁護士がパネル事務局と相談してコード違反がないように M&A が行われるため、訴訟はほとんどない⁵。パネルによるヒアリング手続きさえも、パネルが創設された 2001 年以外は年間 0~3 件程度となっている。その理由として、企業が風評リスクを負うことを嫌がること挙げられている。

本稿で取り上げる 5 カ国のうち、執行体制が最も英国に近いのはニュージーランドである。金融規制当局と M&A 監督機関/事務局が密接なシンガポールや香港と異なり、ニュージーランドのパネルと事務局は証券規制当局である証券委員会 (Securities Commission) から独立している。パネル事務局の職員は、パネルが設立された 2001 年当時は証券委員会からの出向者であったが⁶、2008 年 4 月より事務局員は正式にパネル事務局に転籍している⁷。

パネルの委員は 10 名おり、そのバックグラウンドは、証券会社、弁護士、会計士、コンサルタント、事業会社となっている。個別案件については 3~4 名の委員で審理する。委員の任命権者は商務大臣 (Minister of Commerce) であり、パネル委員に任命されることは名誉あることとされているという。なお、オーストラリアのテイクオーバー・パネルとは相互に委員を 1 名ずつ派遣している。

事務局はバックオフィスも含め 9 名おり、うち 5 名が法曹資格者となっている。このように法曹資格者が多い理由は、ルールの解釈についてパネルをサポートする役割に加え、M&A 当事者も顧問弁護士を通じてパネル事務局と接点を持つためである。全員プロパー職員であり、それによってパネルの判断の一貫性を保っているのだという⁸。

実務上の問題としては、フィーの問題がある。パネルがヒアリングを行う場合、原則として当事者がフィーを支払うが、パネルが職権でヒアリングを開始する場合、コード違反が認定されなければ費用はパネルの負担となる。そのため、M&A 当事者とパネルとの間

⁵ パネルが創設された 2001 年来、訴訟は 2005 年の Oyster Bay 事件、2008 年の Kerifresh 事件の 2 件のみとなっている。

⁶ パネルの設立根拠法である Takeovers Act は 1993 年に制定されたが、実際に施行 (パネル設立) されたのは、労働党が同法の活用を公約に掲げて政権与党となった 2000 年の翌年であった。

⁷ 物理的にもパネル事務局は証券委員会の一隅に位置しているが、本稿執筆時点で移転を計画中だという。

⁸ かつて法律事務所から出向者を 1 名受け入れていたことはある。

で、相手にヒアリングを開始させようという、いわばフィーの押し付け合いがあり、これが M&A 戦略に影響することもあるという。

4. オーストラリア

オーストラリアでは、非制定法のコードのようなものではなく、M&A に係るルールは会社法となっている。そのため、ルールの変更は難しいが、ルールを遵守させる効果は大きいとされる。会社法では、市場の効率性と透明性、株主が判断する時間の確保、株主の公平な取り扱いなどの原則が規定されており（第 602 条）、英国同様、プリンシプル・ベースのアプローチを重視した判断が行われている⁹。これ以外のルールの大枠も英国と類似しているが、強制買付に関する規定など、ルールの立て付けが英国と異なる部分もある¹⁰。

オーストラリアが他国と最も異なるのは、その執行体制である。オーストラリアの Takeovers Panel は、1991 年に設立された Corporations and Securities Panel を前身とする。2000 年 CLERP（Corporate Law and Economic Reform Program）法によって英国型の規制体系が導入され、同組織が英国を範とした Takeovers Panel に改組された。

CLERP 法において、M&A 期間中の紛争処理はパネルの専管事項とされ（第 659 条）、パネルの権限が強化されたことなどにより、M&A における司法の役割は小さくなった。これは、M&A に関する紛争処理は裁判手続きによるよりも、実務経験者による迅速な解決が望ましいとの政策判断に基づくという。そのため、2000 年のパネルへの改組以来、パネルが取り扱った M&A 案件は約 280 件に上るが、うち裁判に持ち込まれたのは 4 件に留まっている。

オーストラリアのパネルは、他国と異なり紛争処理に特化した準司法機関となっており、証券規制当局である ASIC（Australian Securities Investment Commission）若しくは M&A 当事者の申し立てがなければ M&A 案件に介入することはできない。他国の M&A 監督機関の事務局が行っている日々の監督や M&A 当事者への助言は ASIC が担っており、大部分の案件はここで解決される。このように、パネルは ASIC を中心とする M&A 監督体制の一環と位置付けられ、設置根拠法も ASIC 法となっている。その中でパネルの役割は、①違反が認められる状態（Unacceptable Circumstance）の宣言、②ASIC レビュー、の二つとなっている。しかし、2000 年のパネルへの改組以来、ASIC レビューの対象となったのは 7～8 件程度であり、違反が認められる状態の宣言がパネルの主要な役割となっている¹¹。

パネルによって違反が認められる状態の宣言が行われた場合、それを正すための命令（Order）をパネルが発出する。命令違反は刑事罰の対象となり、そのエンフォースメン

⁹ エグルストン原則と呼ばれ、オーストラリアの M&A を規定する基本原則として行き渡っている。

¹⁰ 英国では 30%超を取得した買収者に全部買付義務が生じるのに対し、オーストラリアでは 20%超の取得に一般禁止を課した上で、株主承認や TOBなどを要件に一般禁止を解除するという立て付けになっている。

¹¹ 2007 年は、違反が認められる状態の宣言は 34 件の申請があり、ASIC レビューは 2 件行われた。なお、ASIC レビューの結果、異なる判断が下された場合、①ASIC への差し戻し、②パネルによる ASIC の判断の代置が行われる。

トは裁判に訴える他ないが、これまでパネルの命令が従われなかったのは、手続き面でミスがあった1件に留まる。このように、パネル自らが事実上違反行為を是正することができるため、英国等に見られるコールド・ショルダーリングはない。

パネルの委員は52名であり、証券会社、弁護士、会計士、事業会社などから集めている。個別案件については3名のSitting Panelで審理する。事務局は6名からなり、うち4名が法曹資格者（うち出向1名）、2名がアドミニストレーション担当となっている。

5. マレーシア

マレーシアにおけるM&Aに関するルールは、1993年証券委員会法（Securities Commission Act）および1998年Malaysian Code on Take-overs and Mergersである。コードは、証券委員会法の授權に基づき証券委員会が所管大臣の承認を得て策定・改正する。証券委員会法には、ドキュメンテーションや罰則に関する規定があり、コードには強制買付およびそれに関する適用除外や株主への情報提供など、主にM&Aのプロセス面に関する規定がある。ルールの内容は、英国のほか、香港やシンガポールを範に策定されているため、文言に至るまでそれらに類似している¹²。

証券委員会法に規定された罰則には、罰金や譴責、取引所へのアクセスの禁止といった行政罰および刑事罰が定められている。刑事罰には、ドキュメンテーションなど個別規定に関する刑事罰のほか、コード違反全般に対して刑事罰を課することができるバスケット条項もある（証券委員会法第33B（4）条）。しかし、これまでM&A関連の規制違反で刑事罰が課された実績はない。

マレーシアにも、かつてはPanel on Take-overs and Mergersが存在したが、1993年にSecurities Commission Actが制定され、証券委員会が設置された際に廃止された。現在では、証券委員会のサブ・コミティとしてTakeovers Committeeがある。事務局である証券委員会のTake-overs and Mergers Departmentの決定に不服のある者はTakeovers Committeeに申し立て、更に不服のある者は全体委員会たる証券委員会に申し立てることになる。しかし、実際には、Takeovers Committeeの役割は極めて小さく、ほぼ全てのM&A案件はTake-overs and Mergers Departmentで処理される。同部門は10名のプロパー職員からなり、プロセッシング、ポリシー、サーベイランスの3つのユニットに分かれる。

司法の役割も小さく、1993年に現在の体制が確立してからM&A関連の訴訟は2~3件あったのみで、それも証券委員会とは無関係のものであった。

なお、マレーシアでは、資本市場改革の一環で、2007年にCapital Markets and Services Act (CMSA)が制定されている。証券委員会法におけるM&A関連規定は同法に移管されるが、本稿執筆時点では、CMSAの当該箇所が施行されていないため、証券委員会法

¹² 但し、全体を規定するプリンシプルについては、企業支配権を巡る市場が効率的、競争的、十分な情報に基づくものであるべきことが中心となっており、英国等のプリンシプルと比較して焦点を絞ったものとなっている。

が有効となっている。CMSA への移行後も、ルールの大枠の変更はないが、強制買付のトリガー基準が 33%から 30%になるなど、技術的・細目的部分の変更は行われる。また、これに伴い、コードの全面見直しも進められており、例えば、シンガポールのコードにある「みなし共同買付行為（acting in concert）」規定の導入を検討しているという¹³。

IV わが国への示唆

冒頭に述べたように、英国型 M&A 規制は、本稿で紹介した 5 カ国以外にも複数の国で採用されている。また、香港のパネル事務局へのインタビューによると、タイや韓国からも香港の M&A 規制に関する照会があったという。このように、英国型 M&A 規制は、米国型に対峙する M&A 規制のグローバル・スタンダードとも言える。

わが国においても、M&A 規制の迅速性や柔軟性の確保、実務経験者の知見の活用を図るべく、英国型 M&A 規制の導入を改めて検討する価値はあるものと思われる。その際には、まず、ルールそのものの柔軟性を確保するべく、上記各国で見られるテイクオーバー・コードのような、制定・改廃に議会承認を要さないルールを策定することが必要であろう。もっとも、わが国における制定法重視の法文化を考えると、そのルールの制定・改廃について、英国や本稿で見たアジア諸国のように、制定法上の根拠を持つことが重要になるものと思われる。また、そのルールにおいては、全体に通底するプリンシプルを明確にし、既存のルールでは対処しきれないような事態が生じた場合は、プリンシプルに立ち帰った柔軟な判断ができるようにしておくことも、柔軟性を担保する上では求められよう。

また、テイクオーバー・パネルのような合議機関を創設し、金融、法務、会計、事業会社など様々なバックグラウンドを持つ実務経験者が M&A 案件と同時並行でプロセスを監視し、問題を解決する仕組みを整えることも必要であろう。その事務局には、一貫性を保つことができるようプロパー職員を一定割合置くと同時に、外部の出向者を入れることにより、日々の監督にも多様なバックグラウンドを持つ者の知見を活用することが必要であると思われる。もっとも、合議機関およびその事務局の組織や位置づけについては、英国や本稿で見たアジア諸国それぞれに一長一短があるため、わが国における会社法や金融商品取引法の規定、現行の行政機関の所管等を勘案した上で、慎重に検討する必要があるものと思われる。

折しも、わが国では、（財）日本証券経済研究所の下、「英国 M&A 制度研究会」（座長：神田秀樹東京大学教授）が発足するなど、英国型 M&A 規制に対する関心が高まっている。今後の議論の展開が待たれるところである。

¹³ 証券委員会法における共同買付の規定が曖昧であるため、マレーシアの M&A 規制で最も紛糾するのが複数者による買付の認定となっている。シンガポールでは、一定の要件（親戚であることなど）を満たせば共同買付行為があったと推定する規定がコードに置かれている。