

インド進出における 法務の基礎知識

既存のインド企業に出資または、買収する際に留意すべき規制のうち、インサイダー取引規制・公開買付規制について解説する。

弁護士 琴浦 諒

第9回

既存インド企業に出資 (買収)する際の規制②

〈前号から続く〉

④ インサイダー取引規制 ① 規制の概要

インドの上場会社に出資し、または上場会社を買収する場合、当該取引がインドのインサイダー取引規制に抵触しないよう注意する必要がある。

インドにおけるインサイダー取引を規制する法令は、一九九二年インド証券取引委員会(インサイダー取引禁止)規則(Securities and Exchange Board of India <Prohibition of Insider Trading> Regulations, 1992) (以下「一九九二年インサイダー取引禁止規則」という)であり、監視機関はインド証券取引委員会(Securities and Exchange Board of India)である。同規則上「内部者(insider)は

「未公表の価格に影響する情報(published price sensitive information)」を保有している場合、自己のため、他者のためを問わず、上場会社の有価証券を取引(売買、引受け、それらの合意等を含む)することは禁止されている(同規則3条(i))。

また、取引のみでなく、未公表の価格に影響する情報を他人に伝達、助言、斡旋・調達する行為も禁止されている(同規則3条(ii))。伝達や助言等に引き続き実際に有価証券が取引されることは、規則上は違反の要件とはされていない。この点、日本法上は、他人に情報の伝達等が行われたとしても、当該第三者が実際に取引を行わない限りはインサイダー取引違反とはならない(情報伝達行為自体は規制対象とされていない)とされている(注1)。(ことと異なるため、注意が必要である。

ただし、通常の業務の過程、職業、雇用もしくは法律に基づいて要求される伝達等については、インサイダー取引規制の対象から除外されている。

② 「内部者」等の定義

「内部者」は、①会社関係者であ

(注1) ただし、日本法上も、重要事実を伝達された者が取引を行った場合に、重要事実を伝達した者が教唆犯や、ほう助犯として処罰されることはありうる。

ことら・りょう 2002年京都大学法学部卒業。2003年弁護士登録、アンダーソン・毛利・友常法律事務所入所。2009年コロンビア大学ロースクールLL.M。2010年ニューヨーク州弁護士登録。インド現地の法律事務所での勤務経験を生かし、日本企業によるインドへの進出、現地企業買収、契約締結、労務管理、知的財産権管理等に関するアドバイスを多数行っている。

って、会社の有価証券に関し未公表の価格に影響する情報にアクセスを有すると合理的に推測される者、または②当該未公表の価格に影響する情報を受領した者もしくはこれに対するアクセスを有した者と定義されている。

前記定義において「会社関係者 (connected person)」とは、取締役、監査人を含む役員もしくは従業員または専門家(弁護士、会計士等)もしくは取引先であって、会社に関する未公表の価格に影響する情報に対するアクセスを有すると合理的に推測される者をいう。また、個人の場合には親族等、法人の場合には同一の経営主体に運営される会社、グループ会社、子会社、証券仲介業者、資産運用会社等は、会社関係者とみなされる。「価格に影響する情報 (price sensitive information)」とは、会社に直接または間接に関連する情報で、公表された場合に会社の有価証券の価格に重大な影響を与えるものをいう。

具体的にどのような情報が価格に影響する情報に該当するかは個別具体的な判断を要し、一般的なルールは存しない。ただし、会社の定期財務情報、配当に関する情報、有価証券の発行、自己株式の取得、重要な拡大計画または新規事業の実施等の一定の情報については、それが実際に会社の有価証券の価格に影響を与えうるものであるかどうかを問わず、価格に影響する情報とみなされる。

「未公表 (unpublished)」とは、会社またはその代理人により公表されていない情報であって、それ自体自明ではない (not specific in nature) ものとされている。なお、予想情報は、印刷されているものでも電子媒体によるものでも、公表された情報とはみなされない。公表の方法について、日本のように「二以上の報道機関に公開し、一二時間が経過したこと(金融商品取引法166条4項、同施行令30条)」といった具体的な方法は規定されていない。

以上に見たとおり、一九九二年インサイダー取引禁止規則は、日本のインサイダー取引規制と比べて、規制本体も定義条項も非常に

簡素な規定となっているため、同規則の規制対象となるか否かの判断が困難な場合が多い。そのため、インドにおいて上場株式の取得を検討する場合には、当該取引がインサイダー取引に問われることのないよう、専門家による適切なアドバイスを得た上で行うべきである。

(5) 公開買付規制

① 日本の公開買付規制との相違点(次頁図表参照)

インドの上場会社に二五%以上出資(買収)する場合、二〇一一年インド証券取引委員会(株式大量取得および買収に関する規則 (Securities and Exchange Board of India (Substantial Acquisition of Shares and Takeovers) Regulation, 2011) (以下「二〇一一年公開買付規則」という)に基づき、インドにおいて公開買付を行う必要がある。

インドの公開買付規制が、日本の公開買付規制と大きく異なる点は、以下の四点である。

(i) 公開買付けのトリガーラインが比較的低い

日本の公開買付けは、原則として三分の一以上の議決権の取得でトリガー(権利発生)するが、インドの公開買付けは、二五%の議決権または株式の取得と、比較的低い基準でトリガーする。

すべての株式取得行為が公開買付けのトリガー対象となる

日本の公開買付けは、いわゆる急速な買付けに該当しない限り、原則として新株の引受けや株式市場での株式取得は、公開買付けのトリガー対象とならないが、インドの公開買付けでは、相対取引、新株の引受け、株式市場での株式取得、新株予約権の行使など、取得の手段を問わず、すべての株式取得行為が公開買付けトリガーの対象となる

(iii) 公開買付けをトリガーした取引が公開買付けと別枠で実行される

日本の公開買付けでは、公開買付けをトリガーした取引は当該公開買付けの手続きの枠内で行われるのに対し、インドの公開買付けでは、公開買付けをトリガーした取引はいったん保留され、当該公開買付けが完了した段階で公開買付けとは別枠で取引が実行される(公開買付けの完了が、当該取引

(注2) この規制の反対解釈として、単独または共同保有者と合わせて25%以上75%未満の議決権を保有している者は、一会計年度に5%以下であれば、対象会社の株式または議決権を取得できる。インドにおいて、このような取得は漸増的取得 (creeping acquisition) と呼ばれている。

図表 日本とインドの公開買付規制の主な相違点

相違点	日本	インド
公開買付けのトリガーライン	3分の1以上の議決権の取得	25%の議決権または株式の取得
公開買付けのトリガー対象	急速な買付けに該当する場合を除き、相対取引のみ	相対取引、新株の引受け、株式市場での株式取得、新株予約権の行使を含む、すべての株式取得行為
公開買付けとトリガーとなった取引の関係	公開買付けをトリガーした取引は当該公開買付けの手続きの枠内で行われる	公開買付けをトリガーした取引はいったん保留され、当該公開買付けが完了した段階で公開買付けとは別枠で取引が実行される
政府当局の関与	なし (関連法令の規定に従って手続きを行う)	あり (インド証券取引委員会への届出、承認が必要)

の実行のための条件となる)。

例えば、相対取引による株式取得で公開買付けがトリガーする場合、日本では、当該相対取引における売主は、公開買付けに応募するという形で株式を買主に売却するが、インドでは、当該相対取引における売主は、公開買付けとはまったく別個に、公開買付け完了後の相対取引において、株式を買主に売却する。

(iv) 公開買付けに証券取引規制当局の承認が必要

日本の公開買付けでは、公開買付手続は金融商品取引法等の関連法令の規定に従って行えば足り、公開買付けの実行自体について政府当局の許認可等は不要であるが、インドの公開買付けでは、その実行に当たり、インドの証券取引全般の所管機関であるインド証券取引委員会への届出および承認が必要となる。

② 規制の概要

二〇一一年公開買付規則上、以下のいずれかの取引を行おうとする者は、当該取引の完了に先立って公開買付けを行う必要がある(強制的公開買付け)。



- (i) 単独または共同保有者と合わせて、取得後の議決権保有割合が二五%以上となる、対象会社の株式または議決権の取得(同規則3条1項)
- (ii) 単独または共同保有者と合わせて二五%以上かつ上場廃止基準(現在の規制では七五%)未満の議決権を保有している者による、一会計年度に五%を超える対象会社の株式または議決権の取得(同規則3条2項)(注2)
- (iii) 対象会社の支配権(control)の取得(同規則4条)

前記(ii)で、二〇一一年公開買付規則上「支配権(control)」は「取締役の過半数を選任する権利または経営もしくは方針決定を支配する権利」と定義されている。この権利は、必ずしも株式保有に由来

- (a) 買付者が、単独または共同保有者と合わせて二五%以上かつ上場廃止基準(現在の規制では七五%)未満の株式または議決権を保有していること、かつ
 - (b) 買付者またはその共同保有するものに限らず、株主間契約や合弁契約等に基づく権利も含まれる。したがって、プロモーター(=支配株主)との株主間契約において過半数の取締役の指名権を合意した場合、株式をまったく取得しない場合であっても公開買付けはトリガーしうる。
- また、前記(i)から(ii)の要件を満たさない場合であっても、買付者が以下の要件を満たしている場合には、公開買付けを行うことができる(任意的公開買付け。同規則6条)。

者が、過去五二週間の間に公開買付け以外の方法で対象会社の株式を取得していないこと

任意的公開買付けは、強制的公開買付けとほぼ同じ手続きによるが、強制的公開買付けは、最低買付予定株式数が二六%と設定されている(後述④参照)のに対し、任意的公開買付けは最低買付予定株式数が一〇%と設定されている点が最大の相違である。

なお、二〇一一年公開買付規則に明文で規定はないものの、規制当局であるインド証券取引委員会が公表しているFAQ(注3)によれば、前記(a)および(b)の要件を満たさない場合であっても任意的公開買付けは可能であるとのことである。ただし、その場合、強制的公開買付けと同様の規制に服したがって最低買付予定株式数は二六%となる。

③ 公開買付けの価格

買付者が設定する一株当たりの公開買付けの価格は、以下の価格のいずれをも下回ってはならないとされている(同規則8条)。

- (i) (強制的公開買付けの場合) 公開買付けをトリガーした取引において合意された対象会社の一株当たりの株式価格
- (ii) 公告日の直前五二週間における取得に際して、取得者またはその共同保有者が支払ったか、または支払うべき出来高加重平均価格
- (iii) 公告日の直前二六週間における取得に際して、取得者またはその共同保有者が支払ったか、または支払うべき最高価格
- (iv) 公告日の直前六〇取引日間における期間中、対象会社の株式が最も多く取引されたことが記録されている証券取引所での当該株式の出来高加重平均市場価格(ただし、株式が頻繁に売買されていない場合には、同価格に代えて「評価指標(帳簿価格、類似の取引倍率および当該会社の株式の評価)と比べて一般的であるその他の指標を含む)に基づいて、取得者および公開買付幹事会社が決定する価格」となる)

日本企業がインド企業を買収する場合に特に注意すべき基準は、前記(i)である。インドにおいて買収を行う場合、通常、コントローラプレミアムその他の名目により、市場価格よりも高い価格でプロモーターから株式を購入することになるが、(i)の規制により、公開買付けの価格は当該プレミアム付の購入価格と同額以上でなければならぬ。そのため、プロモーターとの間であまりに高い価格を合意してしまうと、公開買付け全体のコストが膨らむこととなってしまふからである。

④ 最低買付予定株式数

買付者は、公開買付けに際して、最低買付予定株式数(＝買付上限数)を設定することができる。公開買付けにおいて、最低買付予定株式数を超える株式の応募があった場合、買付者は応募された株式を最低買付予定株式数に同じて按分して買い付けなければならない(なお、最低買付予定株式数に満たない株式の応募しかなかった場合には、応募された株式をすべて買い付ければ足りる)。

最低買付予定株式数は、強制的公開買付けの場合二六%を下回って

はならず、また任意的公開買付けの場合原則として一〇%を下回ってはならないとされている(同規則7条)。そのため、例えば強制的公開買付けにおいて、最低買付予定株式数を一五%と設定することなどはできない。

実務上、インドにおける公開買付け(強制的公開買付け)は、公開買付けにかかるコストを可能な限り抑えるため、対象会社を非上場化するなど買付者に特別な目的がない限りは、最低買付予定株式数を法令上の下限である二六%として行われることが通常である。

⑤ 公開買付けの撤回

買付者が設定した最低応募数に応募株式の数が満たなかった場合、その他一定の事由がある場合、買付者は公開買付けを撤回することができる(同規則19条、23条)。

買付者は、最低応募数を自由に設定することができるが、二〇一一年公開買付規則上、公開買付けをトリガーした取引の実行は公開買付けの完了を条件としているため、公開買付けが撤回された場合、公開買付けをトリガーした取引も実行できなくなってしまうことに注意が必要である。