

インドにおける M&A 関連規制 (1)

琴 浦 諒*

1. インドにおける日本企業によるM&Aの増加

近時、日本企業によるインド投資の態様として、新規に現地法人や合弁会社を設立する方法のほか、既存のインド企業の株式を取得する、あるいはその事業を譲り受ける等の、いわゆるM&Aによる方法で、インドに進出する日本企業が増加している。特に、既存のインド企業の株式を取得する方法によるインド企業の買収案件は、近時の日本企業のインドへの関心の高まりと比例して、増加している。

本シリーズでは、今回と次回の2回に分けてインドにおけるM&Aの方法について概説するとともに、日本企業によるインドにおけるM&Aの傾向を踏まえ、特に株式取得に課せられる規制を中心に解説を行うこととする。

2. インドにおけるM&Aの方法

(1) 概要

インドにおけるM&Aの方法には、大きく分けて、当事者の合意によるM&Aと、裁判所（高等裁判所）が関与するM&Aの2種類がある。

当事者の合意によるM&Aには、①株式取得 (share acquisition/transfer)、②事業譲渡 (slump sale)⁽¹⁾、③資産譲渡 (asset sale)⁽²⁾がある。これらは、いずれも当事者間の合意のみにより行われるM&Aの方法である。

一方、裁判所が関与するM&Aには、①合併 (merger/amalgamation)⁽³⁾および②会社分割 (demerger)⁽⁴⁾がある。これらは、いずれも実行にあたって高等裁判所への申請が必要となるM&Aの方

法である。

(2) 当事者の合意によるM&Aの特徴

①株式取得、②事業譲渡および③資産譲渡は、いずれも、当事者の合意のみにより行われる組織再編である⁽⁵⁾。ただし、組織再編の対象事業が一定の許認可事業である場合には、関係当局による取引実行の承認等は別途必要となる。

ア 株式取得 (share acquisition/transfer)

株式取得は、既存のインド企業の株式を一定数以上取得することにより、当該インド企業の（支配）株主となる方法である。

株式取得によるM&Aのメリットとしては、当該インド企業の人的および物的資源、取引関係ならびに信用等のゴーイング・コンサーンをほぼそのままの形で利用できる、対象会社の株主構成が変動するのみで事業を遂行する事業体自体には変更がないため、既存の許認可等を再度取得し直す必要がないことなどが挙げられる。

他方で、デメリットとしては、当該株式を取得したインド企業の財務状況が公表されているものと異なる、現在または過去における法令順守が十分でない、偶発債務が存在する等のリスクがあることなどが挙げられる。そのため、株式取得の方法によりM&Aを行う場合、通常は、対象会社について法務、財務、税務等の関連からデュー・ディリジェンスを行うことが必要となる。

イ 事業譲渡 (slump sale)

事業譲渡は、既存のインド企業の事業の全部または一部を、他の事業体に対して移転する方法である。

* ことうら りょう

弁護士、アンダーソン・毛利・友常法律事務所

日本企業がこの方法を利用してインドでM&Aを行う場合、インドに新たに現地法人（または合弁会社）を設立し、当該法人に対して、既存のインド企業から事業の全部または一部を譲渡させるこの方法がとられることが一般的である。

この受け皿となる新法人は、日本企業が子会社として設立する場合もあれば、インド企業がその子会社として設立し、当該子会社に対する事業譲渡を行った後に、当該子会社の株式を日本企業に譲渡する方法（事業譲渡と株式譲渡の組み合わせ）がとられることもある。

事業譲渡によるM&Aのメリットとしては、既存の事業の全部または一部を当該事業を構成する資産とともに利用することができる、当事者の合意のみで迅速に行うことができる（後述するとおり、裁判所が関与するM&Aの場合、手続自体が高等裁判所への申請を通じて行われることから、時間がかかるというデメリットがある）などが挙げられる。

他方で、デメリットとしては、（日本と同様）事業譲渡による権利義務の移転を債権者に対抗するためには債権者による個別同意が必要となること、譲渡資産がキャピタルゲイン課税の対象となる可能性があること（下記3参照）などが挙げられる。また、株式譲渡の場合と同様、譲渡対象の事業について、法令不順守、偶発債務の存在等のリスクがあるため、事業譲渡の場合も、通常、対象会社について法務、財務、税務等の関連からデュー・ディリジェンスを行うことが必要となる。

ウ 資産譲渡

資産譲渡は、既存のインド企業の土地、建物、機械等の資産を個別に特定し、他の事業体に譲渡する方法である。日本では、通常このような個別資産の譲渡はM&Aの方法として捉えられることはないが、インドでは、資産譲渡もM&Aの方法の1つとして捉えられているようである。

資産譲渡のメリットとしては、対象会社の個別の優良資産を選別できること（いわゆるcherry pickingが可能）、迅速に実行可能であることなどが、デメリットとしては、譲渡される資産が付加価値税（VAT）や中央販売税（CST）の対象となることなどが挙げられる。

(3) 裁判所が関与するM&Aの特徴

インドの会社法である1956年会社法（Companies Act, 1956）上、裁判所が関与する組織再編には、①合併（merger/amalgamation）および②会社分割（demerger）がある。

インド会社法上の合併および会社分割の効果は、いずれも日本法上の合併、会社分割の効果に類似する。すなわち、合併の場合、合併により消滅する会社の全ての権利義務が、合併により存続する会社に包括的に承継されるとの効果が生じ、また会社分割の場合、分割対象となる事業に係る権利義務が、当該分割対象事業を引き受ける会社に承継されるとの効果が生じる。

合併および会社分割のメリットとしては、

- (a)（債権者集会における同意を前提として）債権者の個別同意なくして権利義務の包括的な承継が認められること
- (b) 一定の要件を満たせば、繰越欠損金の承継や承継資産の含み益に対するキャピタルゲイン課税が非課税となること
- (c) 合併により消滅する会社または分割会社の登録、認可、事業ライセンス等が、合併存続会社または分割承継会社に移転し、または合併存続会社または分割承継会社におけるこれらの新規申請が認められやすくなること

などが挙げられる。

他方で、合併および会社分割のデメリットとしては、

- (a) 裁判所の審査および認可、公告、利害関係人による異議申立て等のプロセスを経ることが必要となるため、手続に非常に時間がかかること（半年から1年程度の時間がかかることが通常）
- (b) 合併や会社分割に係る組織再編計画が、認可の過程で裁判所に修正される可能性があり、その修正が当事者にとって好ましくないものである可能性があること（なお、組織再編の当事者は、裁判所による修正が受け入れ難い場合、組織再編計画を撤回することができる）

などが挙げられる。

実務上は、特に上記（a）のデメリットの問題が大きく、日本企業が既存のインド企業から事業

の一部を譲り受ける形でのM&Aにおいては、取引を迅速に進めるといった観点から、あえて会社分割ではなく事業譲渡の形で事業移転を行うことが選択されるケースも少なくない。

3. 株式取得に課せられる主な規制

(1) 概要

上記で説明したインドにおけるM&Aの各方法のうち、現状、日本企業に利用されているのは、その多くが株式取得である。

そこで、以下では、インドにおいて最も頻繁に日本企業に利用されているM&Aの方法である、株式取得に適用される主な規制の概要について説明

する。

既存のインド企業の株式を取得する（すなわち、当該インド企業に出資し、または買収する）場合に特に留意しなければならないインド法上の主な規制は、以下の6つの規制である。

- ①外国直接投資（FDI）規制
 - ②株式取得・譲渡価格規制
 - ③開示規制（上場株式を取得する場合）
 - ④インサイダー取引規制（上場株式を取得する場合）
 - ⑤公開買付規制（上場株式を取得する場合）
 - ⑥企業結合規制
- 上記のうち、①および②については既に本シ

表1

| M&Aの種類 | 方法 | 内容 | 特徴 | 日本企業による利用頻度 |
|--------------|------|-----------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|
| 当事者の合意によるM&A | 株式取得 | 既存のインド内国会社の株式を一定数以上取得して、（支配）株主となる | （主なメリット） 既存の事業体を、その事業ごと取得できる （主なデメリット） ・偶発債務等のリスク（デュー・ディリジェンスの必要性） ・対象外社の不要な事業も取得することになる | 最も多く利用されている |
| | 事業譲渡 | 既存のインド内国会社の事業の全部または一部を、他の事業体に対して移転する | （主なメリット） ・既存の事業の全部または一部を当該事業を構成する資産とともにそのまま利用できる ・迅速な手続 （主なデメリット） 権利義務の移転につき、債権者の個別同意が必要 | 対象会社の事業の一部門だけを譲り受けたい場合等に利用される |
| | 資産譲渡 | 既存のインド内国会社の個別資産を、他の事業体に対して移転する | （主なメリット） 個別の優良資産を選別できる （主なデメリット） 個別資産の譲渡として扱われるため、資産譲渡につき付加価値税（VAT）や中央販売税（CST）が課税される。 | ほとんど利用されない（そもそもM&Aの方法として認識されていない） |
| 裁判所が関与するM&A | 合併 | 高等裁判所への申請を通じて、既存のインド内国会社の全ての権利義務を包括承継する | （主なメリット） ・権利義務の移転につき、債権者による個別同意が不要 ・税務上の優遇措置 （主なデメリット） ・裁判所への申請が必要であり、非常に時間がかかる | ほとんど利用されない（手続に時間がかかることが難点） |
| | 会社分割 | 高等裁判所への申請を通じて、既存のインド内国会社の一部の権利義務を包括承継する | 同上 | ほとんど利用されない（手続に時間がかかることが難点） |

リーズ第10回にて解説済みであるため、本稿では③から⑥までを中心に解説する。

なお、上記のうち、①、②および⑥は、株式取得の対象会社が非上場、上場であることを問わず適用される規制であるが、③、④および⑤は対象会社が上場会社である場合にのみ適用される規制である。

(2) 開示規制

ア 規制の概要

インド居住者であると非居住者であることを問わず、インドの証券取引所に上場されている株式を一定以上保有する者は、1992年インド証券取引委員会法 (Securities and Exchange Board of India Act, 1992 (SEBI Act)) ならびにその施行規則である「2011年株式の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「2011年公開買付規則」という) および「1992年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「1992年インサイダー取引禁止規則」という) に基づく開示規制の適用を受ける。

したがって、日本企業がインドの上場会社の株式を一定以上(後述のとおり、現行法上は5%以上または5%超)保有する場合には、インドでの開示が必要となる。

2011年公開買付規則に基づく開示義務と、1992年インサイダー取引禁止規則に基づく開示義務の内容は似ているが、①前者は証券取引所に対する開示も必要になるのに対し、後者は基本的に対象上場会社に対して開示すれば足りるとされている点、および②開示の様式が異なる点が相違する。

これらの規制は、上場会社の株式を保有する場合にのみ適用され、したがって非上場会社の株式を保有する場合には適用されない。

上記いずれの規制も、開示義務が課される基準は、5%以上の(または5%を超える)株式または議決権の保有であるため、日本企業がインドの上場会社の株式を5%以上(または5%を超えて)保有しようとする場合、これらの開示義務の負担があることに留意する必要がある。

イ 2011年公開買付規則に基づく開示義務

2011年公開買付規則上、ある上場会社の株式または議決権を(共同保有者と併せて)5%以上保有することとなった場合、当該5%以上となった取得の日から2営業日以内に、保有する株式および議決権の総数等の情報を、当該上場会社の株式が上場する全ての証券取引所および当該上場会社自身に対して、所定の様式により開示する必要がある(同規則29条1項)。

さらに、5%以上の株式を保有する者は、2%以上保有株式数が変動した場合、当該変動後2営業日以内に、保有する株式または議決権の数および株式または議決権保有の変動に関する情報を、当該上場会社の株式が上場する全ての証券取引所および当該上場会社自身に対して、所定の様式により開示する必要がある(同条2項)。

この制度は、日本の大量保有報告制度に類似する制度であるが、以下の点で日本の大量保有報告制度とは異なる。

- ①日本では報告先は金融庁(政府当局)であるのに対し、インドでは報告先が証券取引所および対象会社自身であること
- ②日本では1%以上の変動で変動報告が必要とされるのに対し、インドでは2%以上の変動で変動報告が必要とされること

上記に加え、ある上場会社の株式または議決権を(共同保有者と併せて)25%以上保有することとなった場合、3月31日現在における当該上場会社の保有株式および議決権の総数を、3月31日から7営業日以内に、当該上場会社の株式が上場する全ての証券取引所および当該上場会社自身に対して、所定の様式により開示しなければならないとされている(同規則30条)。

この開示義務は継続的であり、株式または議決権の25%を保有し続ける限り、毎年3月31日から7営業日以内に開示を行う必要がある。

証券取引所は、上記に従って株式保有者から受領した情報を公に開示する(同規則28条4項)。

ウ 1992年インサイダー取引禁止規則に基づく開示義務

一定以上の上場株式を保有する者は、上述の2011年公開買付規則に基づく開示義務とは別個

に、1992年インサイダー取引禁止規則に基づく開示義務を負う。1992年インサイダー取引禁止規則上の開示制度の趣旨は、インサイダー取引防止の観点から、一定数以上の株式を保有する者の情報を公に開示する点にある。

まず、1992年インサイダー取引禁止規則上、ある上場会社の株式または議決権を5%を超えて保有することとなった場合、当該5%を超えることとなった取得の日から2営業日以内に、保有する株式および議決権の総数等の情報を、当該上場会社に対して、所定の様式⁽⁶⁾により開示する必要がある（同規則13条1項）。

次に、5%を超えて株式を保有する者は、最後の開示から2%を超えて保有株式または議決権の総数が変動した場合、当該変動後2営業日以内に、保有する株式または議決権の数および株式または議決権保有の変動に関する情報を、当該上場会社に対して、所定の様式により開示しなければならないとされている（同条2項）。また、変動によって保有分が5%を下回ることとなった場合（必ずしも2%超の変動による場合に限らない）にも、同内容の開示が必要となる。

また、同規則上、上場会社の取締役または役員は、会社の取締役または役員となったときから2営業日以内に、その者およびその者の関係者（dependents）が保有する株式または議決権の数、またはデリバティブ取引におけるポジションなどの情報を、当該上場会社に対して、所定の様式により開示する必要がある（同条3項）。

さらに、上場会社の取締役または役員は、最後の開示からその者および関係者の保有に変動があり、その変動が50万ルピー相当、25,000株または株式もしくは議決権の総数の1パーセントのいずれかを超える場合には、保有する株式または議決権の総数および株式または議決権保有の変動に関する情報を、当該変動後2営業日以内に、当該上場会社が上場する全ての証券取引所⁽⁷⁾および当該上場会社自身に対して、所定の様式により開示する必要がある（同条4項）。

なお、上記開示を受けた上場会社は、開示の受領から2営業日以内に、同内容の開示を、当該上場会社が上場する全ての証券取引所に対して行わなければならない（同条6項）。

すなわち、1992年インサイダー取引禁止規則に基づいて、上場株式の株主から開示された情報は、（証券取引所にも直接開示される上場会社の取締役または役員の開示義務を除き）原則として当該上場株式の発行体である上場会社を通じて、証券取引所に開示されることになる。

(3) インサイダー取引規制

ア 規制の概要

株式取得の対象会社が上場企業である場合には、1992年インサイダー取引禁止規則に基づくインサイダー取引規制にも留意する必要がある。この規制に違反して会社の株式を取引した場合、その取引の効力自体が無効とされるほか、刑事罰が適用される可能性がある。

インド証券取引委員会（Securities and Exchange Board of India (SEBI)）は、1992年インサイダー取引禁止規則に基づき、インサイダー取引の監視を行っている。インド証券取引委員会は、インドの証券取引における投資家保護、証券市場の発展や健全化を担う機関であり、その権能と役割は米国のSECに類似する。

イ 規制される行為

1992年インサイダー取引禁止規則上、内部者（insider）は、「未公表の価格に影響する情報（unpublished price sensitive information）」を保有している場合、自己のためにすると他者のためにすることを問わず、証券取引所に上場されている会社の有価証券を取引することはできないとされている（1992年インサイダー取引禁止規則3条（i））。

ここでいう「取引」には、売買、引受け、これらを合意する行為等を含み、また、内部者自身のために取引できないのみでなく、他人のために取引することも禁じられている（同規則2条（d））。

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。具体的には、内部者は、未公表の価格に影響する情報を保有している場合に取引をしてはならない者に対して、直接であると間接であるとを問わず、未公表の価格に影響する情報を伝達、助言または斡旋・調達してはならないとされている（同規則3条（ii））。

なお、これらの行為に引き続いて実際に有価証券が取引されることは法令上違反の要件とはされていない。この点、現在の日本法においては、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規制違反とはならない（情報伝達行為自体は規制対象とされていない）とされていることと異なっているため、注意が必要である⁽⁸⁾。ただし、実務上は、インドにおいても、情報伝達を受けた者が有価証券を取引しない限りは、情報伝達者に対してインサイダー取引規制違反を問わないとの運用がなされているようである。

なお、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については、上記規制の例外とされている（同規則3条(ii)但書）。

ウ 会社によるインサイダー取引の規制

1992年インサイダー取引禁止規則においては、会社(company)によるインサイダー取引について、内部者一般に対するインサイダー取引規制とは異なる内容の規制が定められている。

具体的には、会社が他の上場会社の未公表の価格に影響する情報を保有している場合、当該会社は、当該他の上場会社またはその会社の関係者(associate)の有価証券の取引をすることはできないとされている（同規則3A条）。

ただし、次の条件を満たす場合には、ある会社の役員または従業員が未公表の価格に影響する情報を保有している場合に、当該会社が上場会社の有価証券に関する取引を行った場合であっても、同規則3A条の規制は適用されない（同規則3B条1項）。この規定は、いわゆるチャイニーズ・ウォール（同一企業内における情報遮蔽措置）を想定し、チャイニーズ・ウォールが適切に構築され、運用されていれば、会社はインサイダー取引規制を免れうることを示すものである。

- ①取引または契約の締結をする決定が会社のために当該役員または従業員以外の者によってなされたこと
- ②会社のために有価証券に関する取引を行う者が会社の他の役員または従業員が保有する情報に対するアクセスを有することができないように会社の活動を区分するシステムおよび

手続きを導入していること

- ③決定をした者に当該情報が伝達されないことおよびその者に対して当該役員または従業員により当該取引または契約について助言がされないことを確実にすると合理的に期待する措置を会社がその時点において実行していたこと
- ④当該情報が伝達されず、当該助言が提供されていないこと

また、上場会社の株式の取得が2011年公開買付規則に従ってされた場合にも、1992年インサイダー取引禁止規則3A条の規制の適用はないと解されている（1992年インサイダー取引禁止規則3B条2項）。この点、日本においては、公開買付者等関係者等のインサイダー取引も規制されている（金融商品取引法167条）ことと、大きく異なる。

[注]

- (1) インドでは、法令上、事業譲渡を表す英語として、「slump sale」が用いられている。実務上は「business transfer」という用語が用いられることもある。
- (2) 資産譲渡(asset sale)は、個別の資産の譲渡であるため、厳密にはM&Aの方法ではないと思われるが、インドにおいては、他の手法（特に事業譲渡）との比較において、資産譲渡(asset sale)もM&Aの1つの方法として議論されることが多いため、本稿でもM&Aの方法の1つとして紹介している。
- (3) インドでは、合併を表す英語として、「merger」のほか、「amalgamation」が用いられることも多い。
- (4) インドでは、会社分割を表す英語として、「spin-off」や「corporate split」等よりも「demerger」が用いられることが多い。
- (5) 厳密には、②事業譲渡については裁判所が関与する方法によるものも存在するが、実務上あまり利用されないため、本稿では裁判所が関与する事業譲渡についての説明は割愛する。
- (6) 各様式は、1992年インサイダー取引禁止規則の別紙3に規定されているが、規則本文の記載と平仄が合っていない表現や、表記上の乱れと思われる箇所が多く見られるため、注意が必要である。
- (7) 1992年インサイダー取引禁止規則に基づく株式取得者または株式保有者による開示は、基本的に対象会社に対して行えば足りるとされているが、本項については、証券取引所に対する開示も必要とされている。
- (8) 日本法においても、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幫助犯として処罰されることはありえる。