

2020年9月3日号

## アジア各国の現地事業の見直し・再編圧力に備える ～インド編

弁護士 山本 匡  
外国弁護士 Shejal Verma

## はじめに

インドは世界的にみても魅力的な投資先の1つであり、コロナ禍の中でも、2020年4月にFacebookがインド大手財閥のReliance Industries Limitedの傘下企業Jio Platforms Limitedに57億米ドル(約6,000億円)を投資することを公表し、7月にはGoogleのSundar Pichai最高経営責任者が、今後5~7年でインドに約100億米ドル(約1兆円)を投資することを表明する等、投資先として高い注目を集めている。インド政府も、インドを最も投資しやすい国の1つにすることを目的として、制度改革・規制緩和を行っている。日本企業にとっても、巨大なインド国内市場をターゲットとし、又は中国に代わる投資先あるいは中東・アフリカへの足がかりとしての魅力は大きい。

一方で、進出形態(単独・合併・M&A)を問わず、海外への投資判断を行う際には、撤退戦略もセットで検討することを要する。特に、合併形態で事業を行う場合、自社の完全子会社の場合と比較して、その事業の見直しや再編の取組みが難しくなる傾向にあり、撤退の可能性及び方法を合併組成前に予め慎重に検討しておく必要性が高い。また、インドのコロナウイルス感染者数は350万人を超え、1日当たりの感染者の増加数も世界最多を記録するなど(2020年8月31日現在)、コロナウイルスのパンデミックは経済を含めてインドに大きな影響を与えている。ポストコロナの世界に備えて、多くの企業が事業構造・収益構造の見直しの必要に迫られており、インドもその対象の例外ではないと思われる。

事業を縮小・撤退する場合、一般的には、その方法や考慮すべき事項は多くの国で共通する一方、各国固有の規制や考慮すべき事項も存在する。本稿では、インド特有の規制を踏まえて、インドにおける合併事業からの撤退方法と、それに関連して考慮すべき主要な事項を概説する。なお、検討の便宜上、合併事業の形態はインドの2013年会社法(Companies Act, 2013)(以下、「インド会社法」という。)上の株式有限会社(company limited by shares)(日本の株式会社と相当)とし、インド国外の投資家が当該合併会社の資本株式(equity share)を保有すると仮定して検討する。

## 撤退方法と主に考慮すべき事項

## 1. 株式の売却

手続的簡便さや、当事者間で合意した条件で売却することができることから、合併会社の株式の売却が合併事業からの撤退の方法として、第一の選択肢であり、実務的にも最もよく用いられる方法の1つである。合併パートナーに対する売却、第三者に対する売却、合併パートナーと共に第三者に売却する場合等が考えられるのは他の国における合併事業の解消と同じである。株式の売却に関して主に考慮すべき事項を以下述べる。

## (1) 譲渡価格に関する規制

インドの会社の株式を譲渡する場合、譲渡価格に関する規制が適用され、自由に譲渡価格を譲渡当事者間で決定できないことがある。即ち、インドの1999年外国為替管理法（Foreign Exchange Management Act, 1999）（以下、「FEMA」という。）及び2019年外国為替管理（非債務証券）規則（Foreign Exchange Management (Non-debt Instruments) Rules, 2019）（以下、「NDI規則」という。）に基づき、インドの非居住者が居住者に対してインドの会社の株式を譲渡する場合、上限価格が設定されており、その価格を超える価格で譲渡することができない。具体的には、譲渡価格の上限は、公認会計士やインド証券取引委員会（Securities and Exchange Board of India）（以下、「SEBI」という。）に登録したマーチャントバンク等により適正に認証された、独立当事者間ベースでの国際的に認められている価値算定方法のいずれかに基づき算出された価格（公正評価額）となる。合併会社の株式を譲渡する場合に、インド現地合併パートナーに譲渡する場合やインド居住者である第三者に譲渡する場合には、この譲渡価格規制が適用される。この譲渡価格規制は、インド居住者・非居住者間の株式等の発行・譲渡価格を規制した、いわゆる価格決定ガイドライン（pricing guideline）といわれる規制の内の1つである。実務的には、下記(2)記載の通り、プット・オプションの行使の場面においても価格決定ガイドラインが適用されるため、同オプション行使事由が発生してこれを行使しても、譲渡価格にキャップがかけられることが大きな問題のように思われる。

価格決定ガイドラインが適用されるのは、インドの居住者と非居住者間で株式等を発行・譲渡する場合に限られ、非居住者間で譲渡する場合には適用されない。したがって、非居住者間で合併会社の株式を譲渡する場合（例えば、非居住者である合併パートナーとインドで合併会社を設立し、当該合併パートナーに株式を譲渡する場合や、合併パートナーがインド居住者である場合であっても、非居住者である第三者に譲渡する場合）は、価格決定ガイドラインに拘束されずに合意する価格で譲渡が可能である。

## (2) プット・オプションに関する規制

株式の譲渡の一形態であるが、合併契約に規定される一定の事由が生じた場合、投資家はプット・オプション（買取請求権）を行使することによって、自己が保有する株式を、同契約に従い他の合併パートナーやプロモーター<sup>1</sup>等に売却し、合併事業から撤退することができる。かかるプット・オプションに関する合併契約の規定はインドで極めて一般的にみられる。ただし、インド法上、プット・オプションには一定の規制が課されていることに留意する必要がある。コール・オプション（売渡請求権）を含め、このようなオプション契約は、従来、1956年証券契約（規制）法（Securities Contracts (Regulation) Act, 1956）に基づき違法と考えられていた。しかしながら、2013年10月にSEBIが通達を公表し、対象となる有価証券の1年間の継続的保有、譲渡価格が法令を遵守していること等の条件の下に、オプション契約を認めた。その後、オプション契約の有効性を認めることに消極的であったインドの中央銀行であるインド準備銀行（Reserve Bank of India）も、2014年1月及び7月に公表した通達により、非居住者が保有する株式及び強制転換型優先株式・社債についてのオプション条項を認めるに至った。ただし、無制限には認められず、以下の条件を充足する必要がある。

①リターンが保証されていないこと。例えば、内部収益率がx%となるような価格でプット・オプションを行使できるといった規定は、リターンが保証されているとして違法となる。

②NDI規則に定める価格決定ガイドラインに従うこと。価格決定ガイドラインの内容は、上記(1)を参照されたい。実務上、例えば、合併契約において合併当事者の重大な契約違反があった場合に非違当事者がプット・オプションを有することとし、プット・オプションを行使した場合の譲渡価格は、会計士が算定した公正評価額の120%の価格とするといった規定を設けることがあるが、価格決定ガイドラインにより、譲渡価格は最高でも公正評価額の100%とならざるを得ない（したがって、その旨を合併契約にも規定することになる。）。

③最低1年間（NDI規則上、より長い期間が定められている場合には当該長い期間）はプット・オプションを行使できないこと（ロック・イン期間）。例えば、合併当事者の表明保証違反がプット・オプションの行使事由とな

<sup>1</sup> プロモーターは会社の設立発起人という意味ではなく、基本的には、契約等に基づき取締役の過半数の指名権を有する等、会社の経営を支配する者をいう。

っている場合において、ロック・イン期間中に表明保証違反が発覚した場合、非違反当事者が同オプションを行使して投資を引き揚げようとしても、少なくともロック・イン期間が満了するまではプット・オプションの行使による譲渡を完了させることはできない。

プット・オプションに関連して、インドの近時の裁判所の判断<sup>2</sup>によると、相手方に同オプションに関連する義務違反があり、同オプションを行使した当事者への補償が認められた場合、補償額が同オプションの対象となる有価証券の公正評価額を超えていても、補償は有価証券の譲渡の対価とは異なる等の理由により、補償額のインド国外への送金が認められている。ただし、この判断は、公正評価額を超える価格でプット・オプションを行使でき、又はリターンが保証されるプット・オプションを認めるということでは当然ない。いずれにしても、プット・オプションの行使は上記①ないし③によって制限を受ける。

なお、極めて実務的な事項として、インド国内の当事者から補償の支払いを受ける場合、補償金のインド国外への送金をスムーズにできるよう、予め送金を担当する銀行と協議しておくことが望ましい。

### (3) 外国直接投資に関する規制

インドへの外国直接投資は、FEMA 及び NDI 規則に基づき規制されている。外国直接投資に関する規制は、現在、相当程度緩和されており、多くの産業において制限なく行うことができるものの、投資上限や政府の事前承認等、一定の制約に服する産業もある。インドの非居住者が合併会社の株式を保有していた場合、これらの外国直接投資規制は既に遵守されていた（あるいは特段規制がなかった）ということであるから、撤退に際して株式をインド居住者に譲渡する場合はもとより、非居住者に譲渡する場合であっても、従前から遵守されており、又は存在しなかった外国直接投資規制以外の同規制上の問題が新たに生じることとなる可能性は、実務的にはそれほど高くないであろう（もっとも、外国直接投資規制が従来の規制より厳格化された例はあり、また同規制は頻りに改正されるので、当然個別の事案毎に確認する必要がある。）。

ただし、株式の譲渡先として中国系企業が想定されている場合には注意を要する。2020年4月にインド政府はNDI規則を改正し、インドと国境を接する国の企業又はインドへの投資の実質的所有者（beneficial owner）がインドと国境を接する国に所在し、もしくは当該国の国民である場合、投資を行うためには必ずインド政府の事前承認が必要となった。この改正は、実質的には中国からインドへの外国直接投資の全てについて、インド政府の事前の承認を求めることを意図したものである。この改正に基づく規制は、既存のインドの会社の株式を譲渡する場合にも適用される。また、株式の譲渡の相手方自体は中国国外に所在し、又は中国国民でなくても、譲渡によって、株式の実質的所有者が中国に所在し、又は中国国民となる場合には、インド政府の事前の承認が必要となる。典型例として、譲渡の相手方は中国企業でなくても中国企業の子会社である場合がこれに該当するが、同改正の文言上、これが適用されるのは相手方が中国企業の子会社の場合に限られておらず、相手方に何らかの形で中国企業や中国国民が出資その他の権利を有していれば、株式譲渡にインド政府の事前の承認が必要となる可能性がある。現地メディアの報道によれば、インドへの投資の実質的所有者の判断基準は10%等の比率が検討されているようであるが、この点に関する政府の通達等は公表されていない。また、別の報道によれば、2020年7月現在、約200件の投資案件がインド政府の承認を待っている状況とのことである。インド政府が中国からの投資の受入れに慎重になっていることがうかがわれ、株式の譲渡が承認されないか、承認されるにしても時間を要する可能性がある。

### (4) 合併契約及び定款の確認事項

限定された合併当事者間での共同事業という合併事業の性格上、合併契約において、株式譲渡制限・禁止に関する規定が設けられることが通常である。株式譲渡が可能であるとしても、合併パートナーの優先交渉権や先買権、コール・オプションやプット・オプション、第三者に株式を譲渡する場合の他方当事者の tag-along right（売却

<sup>2</sup> NTT Docomo Inc. v. Tata Sons Limited (2017)及び Cruz City 1 Mauritius Holdings v. Unitech Limited (2017)参照

参加請求権)や drag-along right (共同売却請求権)等の規定が合併契約に設けられていることがあり、株式の譲渡に当たっては、これらの権利や譲渡手続を確認・遵守しなければならない。これらの規定が合併契約の多くに存在し、これらを確認・遵守しなければならない点はインドも同じである。なお、インドの会社法上、会社は公開会社 (public company)<sup>3</sup>及び非公開会社 (private company) の2種類に分類されるが、非公開会社においては、必ず株式譲渡制限が存在する。インドで合併会社を設立する場合、コンプライアンスの負担を軽減するため、非公開会社として設立することが多いが、非公開会社は、インド会社法に基づき、その附属定款 (articles of association) において株式譲渡制限を必ず設けなければならないためである。譲渡制限の内容は、譲渡禁止である必要はなく、合併当事者間で合意することができるが、いずれにしても附属定款に規定される譲渡制限 (同じ譲渡制限が合併契約にも規定される。) が適用され、当該制限及び譲渡のための手続に従って譲渡する必要がある。公開会社の株式の譲渡制限については、旧会社法である 1956 年会社法 (Companies Act, 1956) 上はその適法性に疑問があったが、インド会社法において、譲渡制限の合意は契約として執行可能であると規定され、現在では適法性に関する疑問は解消されている。合併会社が公開会社である場合であっても、譲渡制限の内容及び譲渡手続を確認・遵守する必要がある。

## 2. 合併会社による自己株式の取得

合併事業からの撤退方法として、合併会社自身による自己株式の取得もあり得る。ただし、一般的に、インドにおける合併事業からの撤退方法として、自己株式の取得が好ましい方法であるとは、必ずしもいい難いように思われる。

まず、自己株式の取得は、インド会社法に従って行われるが、財源規制及び手続規制が存在する。具体的には、1 事業年度内の自己株式の取得は、払込済み資本株式資本及び自由準備金の合計の 25%以下でなければならず、また、自己株式の取得後のデット・エクイティ・レシオが 2 : 1 以下でなければならない。手続面においても、株主総会特別決議による承認 (ただし、自己株式の取得が払込済み資本株式資本及び自由準備金の合計の 10%以下である場合は、取締役会決議で足りる。) 等の要件を遵守する必要がある。合併会社の財務状況等によっては、自己株式の取得により投資家が保有する全株式を取得できるとは限らない。また、株主総会特別決議又は取締役会決議が必要となり、投資家がマイノリティ出資者である場合は当然に単独で自己株式の取得を決議できず、マジョリティを保有していたとしても、合併契約上、少数株主保護のため、合併当事者が拒否権を有していれば (いわゆる reserved matter) 単独では決議できない。

また、税務面でも、1961 年所得税法 (Income Tax Act, 1961) に基づき、非上場会社が自己株式の取得を行う場合、20% (サーチャージ及び目的税がこれに加算される。) の自己株式取得課税がなされる。更に、居住者である合併会社による非居住者からの株式の取得として、価格決定ガイドラインに基づき、取得価格の上限も適用される。

## 3. 任意清算

合併事業の目的が完全に達成された、又は達成できないことが確定した、あるいは合併当事者のいずれも合併事業の継続を望まない等の場合には、合併会社を清算し、残余財産の分配を受けることも考えられる。また、合併契約において、例えば一定期間赤字が継続する等の経済的理由を、合併当事者が合併会社の清算を請求することができる事由とすることもある。このような場合、合併会社が債務不履行に陥っていないことを前提に、任意清算を行うこともあり得る。任意清算は、2016 年倒産及び破産法 (Insolvency and Bankruptcy Code, 2016) に基づき、国立会社法裁定所 (National Company Law Tribunal) (以下、「NCLT」という。) の管轄下で行われる。

任意清算を開始するためには、一定の条件を満たす必要がある。例えば、取締役の過半数が、会社の状況について

<sup>3</sup> ここでいう公開会社は、上場会社という意味ではなく、インド会社法上の分類としての公開会社である。

て完全に調査し、会社に債務が存在しないという判断に至り、又は自主清算手続において売却する資産の対価から全債務を弁済することができるとの判断に至った旨を宣言することや、清算の理由に応じて株主総会特別決議又は普通決議を要する。このような手続を経る必要があるため、投資家がマイノリティ出資者である場合は当然に単独では任意清算の決議を行うことはできない。また、会社の清算のような重要事項は、合併契約上、合併当事者が拒否権を有していることが多く（reserved matter）、投資家がマジョリティを保有していたとしても、単独で清算決議を行うことができるわけではなく、他の合併当事者の同意・協力が必要となる。

更に、任意清算する合併会社の規模によっては、多数の案件を抱える NCLT の案件処理の遅延も考慮すると、清算手続に多額の費用と長期間を要する可能性もある。なお、NCLT の負担を軽減し、任意清算に要する期間を短縮するために、2020 年 4 月 1 日に 2020 年会社（清算）規則（Companies (Winding Up) Rules, 2020）が施行され、所定の小規模な会社について簡易な清算手続が導入された。もっとも、この場合でも、全合併当事者の同意・協力がなければ清算を開始できないことが多いのは上記と同様であろう。

## おわりに

合併事業を含め、事業の縮小・撤退に関して考慮すべき事項は日本でもインドでも共通するものが多い。より具体的には、NO&T Corporate Legal Update 2020 年 7 月号(No.2)に記載されている多くの事項がインドにも当てはまり、同ニュースレターもあわせてご参照いただきたい。

上記では、インド固有の規制を念頭に考慮すべき事項を論じたが、上記以外にも、例えば、合併契約に基づき撤退後の競業禁止義務を負う場合、その影響の有無及び程度を、競業禁止の対象となる事業の範囲や地理的範囲、期間等に照らして考慮する必要があるかもしれない。1872 年インド契約法（Indian Contract Act, 1872）及び裁判例によれば、合併終了後の競業禁止義務は、相手方当事者の財産的利益を保護し、かつ期間、地理的範囲等の範囲が合理的でない限り、無効となる可能性があるとはいえ、競業禁止義務に関する規定は、通常、合併契約作成の上でハード・ネゴシエーションの対象となる事項であり、その結果として当事者が競業禁止義務の内容に合意している以上、仮にその有効性について疑義が生じたとしても、有効と判断されることは十分想定される。加えて、株式を売却する当事者による表明保証の内容及びそれに関する責任の内容、税務及び 2002 年競争法（Competition Act, 2002）に基づく企業結合の届出等、様々な法的観点からの検討があわせて必要となる。また、事業の縮小には、例えば、当局の承認等の厳しい規制が適用され得る従業員の解雇の問題や、倒産・再生手続の活用等を検討すべき必要がある場合もある。

海外事業の縮小・撤退には、現地の法制度や実務慣行が必ず関係することになるため、早期の段階からの検討・準備が必要となる。

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイス構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

[執筆者]



**山本 匡**（長島・大野・常松法律事務所 パートナー）

tadashi\_yamamoto@noandt.com

2009年から2017年にかけて、インド・シンガポールで勤務。2015年からヤンゴンにて随時執務。新興国を中心に海外進出、各種リーガル・サポートに携わっている。



**Shejal Verma**（長島・大野・常松法律事務所 外国弁護士）

shejal\_verma@noandt.com

Shejal Verma is an Indian qualified foreign attorney working at the Firm's Tokyo office, and is experienced in cross-border mergers and acquisitions, joint ventures, and a variety of commercial transactions.

「【特集】アジア各国の現地事業の見直し・再編圧力に備える」のご案内

当事務所では、本テーマに関するアジア各国の動向を、国ごとにニュースレターやオンラインセミナーの形式でお伝えしてまいります。オンラインセミナーについては、詳細が確定次第改めてご案内いたします。

長島・大野・常松 法律事務所

www.noandt.com

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目7番2号 J Pタワー

Tel: 03-6889-7000（代表） Fax: 03-6889-8000（代表） Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、約500名の弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所です。東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイ及び上海にオフィスを構えるほか、ジャカルタに現地デスクを設け、北京にも弁護士を派遣しています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガル・サービスをワンストップで提供し、国内案件及び国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

NO&T Client Alert の配信登録を希望される場合には、<<https://legal-lounge.noandt.com/portal/subscribe.jsp>>よりお申込みください。本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<[client-alert@noandt.com](mailto:client-alert@noandt.com)>までご連絡ください。なお、配信先として登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所からその他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承くださいませよう願いたします。