

2014年8月4日

## AM&T INDIA LEGAL UPDATE

### インドにおける非居住者が当事者となる

#### 株式譲渡および新株発行に関する価格規制の改正

インド準備銀行 (Reserve Bank of India) が 2014 年 7 月 15 日付で発行した通達により、インド外為法上の最も重要な規制の 1 つである、インドにおける非居住者が当事者となる株式譲渡および新株発行に関する価格規制が改正されました。

同通達の原文は、下記インド準備銀行のウェブサイトにてご参照いただくことが可能です。

<http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/notification/PDFs/04APDIR150714.pdf>

この改正により、従来、非上場株式について、居住者、非居住者間の株式譲渡および新株発行の取引を行うにあたっては、1 株あたりの評価額を定めるための企業価値の算定方法として、「DCF 法 (discount cash flow method)」が強制されていたものが、「独立当事者間において用いられるのと同様の国際的に受入れられている株式価値算定方法 (internationally accepted pricing methodology for valuation of shares on arm's length basis)」であれば、どの評価方法でもかまわないこととされました。

この改正は、通達と同日付の 2014 年 7 月 15 日付で発効しています。

本ニュースレターでは、インド外為法上の価格規制の概要、今回の改正の内容ならびに同改正が実務に与える影響について解説を行います。

【執筆担当：琴浦 諒 / 大河内 亮】

\*\*\*\*\*

### 1. インド外為法上の価格規制の概要

インドの外為法である 1999 年外国為替管理法 (Foreign Exchange Management Act, 1999 (FEMA)) およびその関連通達上、日本企業を含むインド非居住者が、

- ・インド内国会社の既存株式をインド居住者から購入し、またはインド居住者に譲渡する場合
- ・インド内国会社から新株発行を受ける場合

のいずれについても、購入・譲渡価格や発行価格を完全に自由に合意することはできず、「価格ガイドライン (pricing guideline)」と呼ばれるガイドラインに基づく価格規制が課せられています。

価格ガイドライン上、株式譲渡および新株発行に関する価格規制は、

- ①インド居住者がインド非居住者に対してインド内国会社の既存株式を譲渡する場合、およびイ

インド内国会社がインド非居住者に対して新株を発行する場合（内→外の取引）と、  
②インド非居住者がインド居住者に対して既存株式を譲渡する場合（外→内の取引）とで、  
同一の価格を基準として、常にインド居住者側に有利な規制内容となっています。

具体的には、

- (a) 非上場株式の場合、SEBI の登録を受けているカテゴリー 1 のマーチャントバンカーまたは  
勅許会計士が算出する株式の公正な評価額（fair value）
- (b) 上場株式の場合、インド証券取引委員会（SEBI）ガイドラインに従って行われる株式の優先  
割当の割当価格

を、それぞれ基準として、上記①の場合（インド居住者からインド非居住者への譲渡または株式  
発行）、基準価格以上の価格で株式が譲渡または発行されなければならない、②の場合（インド非  
居住者からインド居住者への譲渡）、基準価格以下の価格で株式が譲渡されなければならないと  
されています。

ここで、上記(b)の上場株式の場合の「インド証券取引委員会（SEBI）ガイドラインに従って  
行われる株式の優先割当の割当価格」とは、以下のいずれかの価格のうちいずれか高い方を下回  
らない価格をいいます。

- (i) 基準日から起算して過去 6 ヶ月の株価の終値の週毎の最高値及び最安値の平均
- (ii) 基準日から起算して過去 2 週間の株価の終値の週毎の最高値及び最安値の平均

なお、上記において、「基準日」とは、新株発行の場合には当該新株発行を決議する株主総会  
（または場合により取締役会）の日から 30 日前を意味します。また、既存株式の譲渡の場合に  
は、当該株式譲渡が実行される日（＝株式譲渡契約のクロージング日）を意味すると一般に解さ  
れています。

## 2. 今回の価格規制の改正の内容

### (1) 概要

今回の価格規制の改正においても、一定の価格を基準として、上記①の場合（インド居住者か  
らインド非居住者への譲渡または株式発行）、基準価格以上の価格で株式が譲渡または発行され  
なければならない、②の場合（インド非居住者からインド居住者への譲渡）、基準価格以下の価格  
で株式が譲渡されなければならない、という規制の枠組み自体は維持されています。

改正されたのは、非上場株式の基準価格の算定方法についてです。

すなわち、非上場株式については、従前は「DCF 法（discount cash flow method）」が強制され  
ていたものが、「独立当事者間において用いられるのと同様の国際的に受入れられている株式価  
値算定方法（internationally accepted pricing methodology for valuation of shares on arm's length basis）」  
であれば、どの評価方法でもかまわないこととされました。

なお、上場株式の基準価格の算定方法には、変更はありません。

この改正は、通達と同日付の 2014 年 7 月 15 日付で発効しています。

## (2) 非上場株式の基準価格の算定方法

### ア 新株発行の場面

日本企業を含む非居住者が、インド内国会社から新株発行を受ける場合、従前の規制では、SEBI の登録を受けているカテゴリー 1 のマーチャントバンカーまたは勅許会計士が算出する株式の公正な評価額 (fair value) の算出方法として、「DCF 法 (discount cash flow method)」が強制されていたものが、「独立当事者間において用いられるのと同様の国際的に受入れられている株式価値算定方法 (internationally accepted pricing methodology for valuation of shares on arm's length basis)」であれば、どの評価方法でもかまわないこととされました。

### イ 既存株式の譲渡の場面

日本企業を含む非居住者が、インド内国会社の既存株式をインド居住者から購入し、またはインド居住者に譲渡する場合、新株発行の場面と同様、従前の規制では、SEBI の登録を受けているカテゴリー 1 のマーチャントバンカーまたは勅許会計士が算出する株式の公正な評価額 (fair value) の算出方法として、「DCF 法 (discount cash flow method)」が強制されていたものが、「独立当事者間において用いられるのと同様の国際的に受入れられている株式価値算定方法 (internationally accepted pricing methodology for valuation of shares on arm's length basis)」であれば、どの評価方法でもかまわないこととされました。

なお、非居住者によるプットオプションの行使によるイグジットについての価格規制を定めたインド準備銀行による 2014 年 1 月 9 日の通達<sup>1</sup>を受け、特に「非居住者が居住者に売却してイグジットする場面」について、「事前に保証されたイグジット金額 (assured exit price)」でのイグジットは認められず、あくまでイグジット時点での価値算定に基づいて算出された価格によるイグジットでなければならない旨が規定されています。

※この非居住者によるプットオプションの行使によるイグジットについての価格規制は、従前から、特に非居住者の投資ファンド等が、インド内国会社に投資目的で出資するにあたり、「3 年後に投資額に年利 10% を加算した金額で創業者が買い戻す」等の定額売却プットオプションを付して投資することが多く見受けられたことを受け、これをインド当局が規制しようとしたものです。

ただし、2014 年 1 月 9 日の通達では、非居住者によるプットオプション行使の場面では、RoE (Return on Equity) 法による株式価値算定が義務付けられていたところ、今回の 2014 年 7 月 15 日付の通達による改正に基づき、非居住者によるプットオプション行使の場面における株式価値算定方法は、「独立当事者間において用いられるのと同様の国際的に受入れられている株式価値算定方法 (internationally accepted pricing methodology for valuation of shares on arm's length basis)」であればよく、必ずしも RoE (Return on Equity) 法に基づく株式価値算定がなされる必要はなくなりました。

## (3) 上場株式の基準価格の算定方法

従前の規制から変更はありません。

## 3. 今回の価格規制の改正が実務に与える影響

上述の通り、今回の価格規制の改正においても、一定の価格を基準として、①インド居住者が

<sup>1</sup> <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/notification/PDFs/APDIR0901201486EN.pdf>

らインド非居住者への譲渡または株式発行の場合、基準価格以上の価格で株式が譲渡または発行されなければならない、②インド非居住者からインド居住者への譲渡の場合、基準価格以下の価格で株式が譲渡されなければならない、という規制の枠組み自体は維持されており、非居住者が当事者となる株式取引における価格規制それ自体が撤廃されたわけではありません。

しかしながら、株式価値評価方法の多様化が認められたことで、「当事者の合意価格に近い評価額が算出される株式価値評価方法」を採用することが可能となったことから、事実上、非居住者が当事者となる株式取引における価格規制は柔軟化されたものと考えられます。

すなわち、今回の改正により、株式価値の評価方法がDCF法でなくともよくなったため、「さまざまな価値評価方法を試して、最も当事者の合意価格に近い評価額が算出される株式価値評価方法を採用する」ということが可能になり、これにより、当事者の合意価格での取引が可能となる可能性がより高まった（＝事実上、価格規制が柔軟化された）ということが言えるのではないかと思います。

以上

\*\*\*\*\*

本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、以下の連絡先までご遠慮なくご連絡下さいませよう、お願いいたします。

アンダーソン・毛利・友常法律事務所  
弁護士 琴 浦 諒  
電話（直通）：03-6888-1161  
E-mail: [ryo.kotoura@amt-law.com](mailto:ryo.kotoura@amt-law.com)  
アンダーソン・毛利・友常法律事務所  
インド・プラクティスチーム

\*\*\*\*\*

アンダーソン・毛利・友常法律事務所  
〒107-0051 東京都港区元赤坂一丁目2番7号 赤坂Kタワー 18階～24階（※当事務所は、業務と弁護士数の拡大に合わせ、2013年7月17日付けで東京オフィスを現在の所在地に移転いたしました）  
<http://www.amt-law.com/>

本ニュースレターの配信の停止をご希望の場合には、大変お手数ですが、[ryo.kotoura@amt-law.com](mailto:ryo.kotoura@amt-law.com)まで、配信停止とご記載の上ご連絡頂けると幸いです。

© Anderson Mori & Tomotsune 2014