

2022年6月14日

インドにおける上場株式の第三者割当価格に関する規制の改正と、それに伴うインド非居住者が当事者となる上場株式の譲渡及び新株発行に関する価格規制の改正

弁護士 琴浦 諒 / 大河内 亮

2022年1月14日付けの上場株式の第三者割当価格に関する規制の改正に伴い、同規制を参照、準用していたインド非居住者が当事者となる上場株式の譲渡及び新株発行に関する価格規制も、本改正に連動して改正されました。

具体的には、

- ・インド居住者が、日系企業を含むインド非居住者にインドの上場株式を譲渡し、またはインド上場株式の新株発行を行う場合には、「基準価格」以上で株式が譲渡または発行されなければならない、
- ・日系企業を含むインド非居住者が、インド非居住者にインドの上場株式を譲渡する場合、「基準価格」以下で株式が譲渡または発行されなければならない、

というインド外為法上の規制の中で、基準価格が、

「(i)基準日から起算して過去26週間(6ヶ月)(暫定改正後は12週間)の株価の終値の週毎の最高値及び最安値の平均または(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、のいずれか高い方以上の価格」

から、

「(i)基準日から起算して過去90取引日の株価の終値の週毎の最高値及び最安値の平均または(ii)基準日から起算して過去10取引日の株価の終値の週毎の最高値及び最安値の平均、のいずれか高い方以上の価格。ただし、発行会社の定款が、上記いずれかの価格を上回るようになるような計算方法を規定している場合には、当該計算方法に基づいて算出された価格」

に変更されることになりました。

これは対象となるインドの上場株式の株価の値動きによっては、相当の基準価格の相違をもたらすことになると考えられ、それに伴って日系企業を含むインド非居住者とインド居住者の間のインドの上場株式の買取(引受)価格や売却価格に相当の影響を与える(すなわち日系企業を含むインド非居住者によるインドにおける上場会社を対象とした投資、M&Aに相当の影響を与える)ことになると考えられます。

1. インドにおける上場株式の第三者割当価格に関する規制の改正と、それに伴うインド非居住者が当事者となる上場株式の譲渡及び新株発行に関する価格規制の改正

インドにおける非居住者が当事者となる株式譲渡及び新株発行に関する価格規制については、[当事務所の2014年8月4日付けのニュースレター](#)において解説したとおりですが、今般、2022年1月14日付けで、インド証券取引委員会(Securities Exchange Board of India)(以下、「SEBI」といいます))の通達により、インドの証券取引法である Securities Exchange Board of India Act, 1992 の施行規則の1つである Securities and Exchange Board of India (Issue of Capital and Disclosure Requirements) Regulations, 2018(以下、「ICDR 規則」といいます)が改正され、その中で上場株式の第三者割当価格に関する規制が改正されたことで(同規則 164 条 1 項。以下、「**本改正**」といいます)、同規制を参照、準用していたインド非居住者が当事者となる上場株式の譲渡及び新株発行に関する価格規制も連動して改正されることになりました。

以下、改正の経緯及び改正の内容について、解説します。

2. インドにおける非居住者が当事者となる株式譲渡及び新株発行に関する価格規制の概要と改正の経緯

(1) インドにおける非居住者が当事者となる株式譲渡及び新株発行に関する価格規制の概要

上記当事務所の 2014 年 8 月 4 日付けのニュースレターでも解説したとおり、インドにおける非居住者が当事者となる株式譲渡及び新株発行に関する価格規制は、以下のとおり定められています。

すなわち、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))及びその関連通達上、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、購入または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、株式譲渡及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、及び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、「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)」に従って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第三者割当(preferential issue)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。

そして、本改正前は、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第三者割当の割当価格」とは、ICDR 規則(旧 164 条 1 項)上、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うとされていました(※証券取引所での取引が頻繁な株式に関する価格)。

- (i) 基準日から起算して過去 26 週間(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) コロナ禍の中での第三者割当価格の基準の暫定改正

2020 年以降、新型コロナウイルスの感染拡大とそれに伴う社会活動の停滞により、インドの経済活動は大きな悪影響を受け、多くのインド企業が業績不振に陥るとともに、インドの上場企業の中にはその株価が大きく値下がりするところも出てきました。

このような中、資金が不足したインドの上場企業が、第三者割当増資によって資金調達を行おうとした場合に、上記の「(i)基準日から起算して過去 26 週間の株価の終値の週毎の最高値及び最安値の平均または(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、のいずれか高い方以上の価格で第三者割当増資を行わなければならない」という規制が足枷になって、円滑な第三者割当による資金調達ができない、という問題が生じました。

すなわち、たとえば、過去 26 週間の平均株価が 500 ルピーであったインドの上場企業が、コロナ禍による業績悪化により株価が大きく下落し、直近 2 週間の平均株価が 250 ルピーである、というようなケースにおいて、当該インドの上場企業が第三者割当による資金調達を行おうとする場合、上記規制に基づけば、第三者割当増資を、「高い方の価格」である 1 株当たり 500 ルピーで行う必要があることとなります。

しかしながら、直近 2 週間の平均株価が 250 ルピーしかない会社の株式を、わざわざ第三者割当により 500 ルピーで引き受ける投資家は通常いないため、コロナ禍により株価が下落した多くのインド上場企業が、第三者割当の方法によるエクイティファイナンスでの資金調達ができなくなるという状況に陥りました。

この状況を踏まえ、SEBIは、2020 年に、暫定的かつ時限的措置として、上記旧 ICDR規則上の「(i)基準日から起算して過去 26 週間(6 ヶ月)の株価の終値の週毎の最高値及び最安値の平均」という基準について、「過去 26 週間」を「過去 12 週間」に変更する改正を行いました。

これにより、「過去 12 週間よりも前の 14 週間(すなわち、コロナ禍前の株価が高かった期間)」が平均価格の計算に含まれなくなったため、インド上場企業は第三者割当による資金調達を実行しやすくなりました。

一方で、上述のとおり、インド非居住者が当事者となる上場株式の譲渡及び新株発行に関する価格規制は、ICDR 規則の上場株式の第三者割当価格に関する規制を参照、準用する形で基準価格を決めているため、上記暫定改正に伴って、インドにおける非居住者が当事者となる上場株式の譲渡及び新株発行における基準価格も、連動して、暫定的かつ時限的に改正されることになりました。

具体的には、インド非居住者が当事者となる上場株式の譲渡及び新株発行に関する基準価格も、「(i)基準日から起算して過去 12 週間の株価の終値の週毎の最高値及び最安値の平均または(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、のいずれか高い方以上の価格」に、暫定的かつ時限的に変更されることになりました。

(3) 本改正

旧 ICDR 規則上の「過去 26 週間」を「過去 12 週間」に変更する改正は、あくまで暫定的かつ時限的改正であったため、コロナ禍が収束しつつある中、SEBI が ICDR 規則上の上場株式の第三者割当価格に関する規制をどのように運用していくのかについて注目が集まっていました。

そのような中、SEBI は、2022 年 1 月 14 日付けの通達で、ICDR 規則全体を改正し、その中で上場株式の第三者割当価格に関する規制(具体的には、同規制について定める ICDR 規則 164 条 1 項)を、以下のとおり改正しました。

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

- (i) 基準日から起算して過去 90 取引日(90 trading days)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 10 取引日(10 trading days)の株価の終値の週毎の最高値及び最安値の平均

ただし、発行会社の定款が、上記いずれかの価格を上回ることになるような計算方法を規定している場合には、当該計算方法に基づいて算出された価格を第三者割当の最低価格とする。

本改正後の ICDR 規則 164 条 1 項の原文は、以下のとおりです。

164. (1) If the equity shares of the issuer have been listed on a recognised stock exchange for a period of 90 trading days or more as on the relevant date, the price of the equity shares to be allotted pursuant to the preferential issue shall be not less than higher of the following:

- a. the 90 trading days' volume weighted average price of the related equity shares quoted on the recognised stock exchange preceding the relevant date; or*
- b. the 10 trading days' volume weighted average prices of the related equity shares quoted on a recognised stock exchange preceding the relevant date.*

Provided that if the Articles of Association of the issuer provide for a method of determination which results in a floor price higher than that determined under these regulations, then the same shall be considered as the floor price for equity shares to be allotted pursuant to the preferential issue.

インドにおける「取引日」は、通常、土日祝日を除く日を意味するため、「10 取引日」は、概ね 2 週間に等しい一方で、「90 取引日」は、概ね 18 週間程度となります。

そのため、元々、

- (i) 基準日から起算して過去 26 週間(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

であった規制について、(ii)の方は暫定改正、本改正を通じて実質的に変更はないといえますが、(i)の方は、元々の 26 週間→暫定改正時には 12 週間→本改正後は(約)18 週間、という流れで、平均株価の計算対象期間が変更されているといえます。

そして、上述のとおり、インド非居住者が当事者となる上場株式の譲渡及び新株発行に関する価格規制は、

ICDR 規則の上場株式の第三者割当価格に関する規制を参照、準用する形で基準価格を決めているため、本改正に伴って、インドにおける非居住者が当事者となる上場株式の譲渡及び新株発行における基準価格も、連動して、さらに改正されることになりました。

具体的には、インド非居住者が当事者となる上場株式の譲渡及び新株発行に関する基準価格も、「(i)基準日から起算して過去 90 取引日の株価の終値の週毎の最高値及び最安値の平均または(ii)基準日から起算して過去 10 取引日の株価の終値の週毎の最高値及び最安値の平均、のいずれか高い方以上の価格。ただし、もし発行会社の定款が、上記いずれかの価格を上回るようになるような計算方法を規定している場合には、当該計算方法に基づいて算出された価格」に、変更されることになりました。

なお、本改正では、「ただし、発行会社の定款が、上記いずれかの価格を上回るようになるような計算方法を規定している場合には、当該計算方法に基づいて算出された価格を第三者割当の最低価格とする」という但書が新たに入っていますが、これは、コロナ禍とは関係なく、SEBI がいくつかの第三者割当の先事例を踏まえて設けられた例外規定となります。

もっとも、この例外規定も、インド非居住者が当事者となる上場株式の譲渡及び新株発行に関する価格規制の参照、準用対象であるため、もし、発行会社の定款が、上記(i)または(ii)のいずれかの価格を上回るようになるような計算方法を規定している場合には、当該計算方法に基づいて算出された価格が、インド非居住者が当事者となる上場株式の譲渡及び新株発行に関する基準価格となることとなります。

3. 本改正が実務に与える影響

本改正それ自体は、上場株式の第三者割当価格に関する規制(具体的には、同規制について定めるICDR 規則 164 条 1 項)の改正であり、インドに上場企業を保有している日系企業を除いては、あまり日系企業には影響がない改正のように見えます。

しかしながら、繰り返し述べているとおり、インド非居住者が当事者となる上場株式の譲渡及び新株発行に関する価格規制は、ICDR 規則の上場株式の第三者割当価格に関する規制を参照、準用する形で基準価格を決めているため、インドにおける非居住者が当事者となる上場株式の譲渡及び新株発行における基準価格も、本改正に連動して改正されています。

そのため、日系企業を含むインド非居住者が、インドの上場会社に(既存株式の譲受けまたは新株の引受けにより)投資する場合、またはインドの上場会社の株式を相対取引で売却する場合の双方について、本改正は相当の影響を及ぼすこととなります。

具体的には、

- ・インド居住者が、日系企業を含むインド非居住者にインドの上場株式を譲渡し、またはインド上場株式の新株発行を行う場合には、「基準価格」以上で株式が譲渡または発行されなければならない、
- ・日系企業を含むインド非居住者が、インド非居住者にインドの上場株式を譲渡する場合、「基準価格」以下で株式が譲渡または発行されなければならない、

というインド外為法上の規制の中で、本改正の発効日である 2022 年 1 月 14 日以降、基準価格が、

「(i)基準日から起算して過去 26 週間(6 ヶ月)(暫定改正後は 12 週間)の株価の終値の週毎の最高値及び最安値の平均または(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、のいずれか高い方以上の価格」

から、

「(i)基準日から起算して過去 90 取引日の株価の終値の週毎の最高値及び最安値の平均または(ii)基準日から起算して過去 10 取引日の株価の終値の週毎の最高値及び最安値の平均、のいずれか高い方以上の価格。ただし、発行会社の定款が、上記いずれかの価格を上回るようになるような計算方法を規定している場合には、当該計算方法に基づいて算出された価格」

に変更されることになりました。

これは対象となるインドの上場株式の株価の値動きによっては、相当の基準価格の相違をもたらすことになると考えられ、それに伴って日系企業を含むインド非居住者とインド居住者の間のインドの上場株式の買取(引受)価格や売却価格に相当の影響を与える(すなわち日系企業を含むインド非居住者によるインドにおける上場会社を対象とした投資、M&A に相当の影響を与える)ことになると考えられます。

-
- 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、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
 - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。
弁護士 琴浦 諒(ryo.kotoura@amt-law.com)
弁護士 大河内 亮(ryo.okochi@amt-law.com)
 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。