

2024年10月10日

インドにおける非上場化買付けの買付対価に関する改正

弁護士 琴浦 諒 / 弁護士 大河内 亮

Contents

- I. インドにおける非上場化買付けに関する規制
- II. 改正前の非上場化買付けの価格規制と問題点
- III. 価格規制の改正(買付者側からの固定買付価格提示による買付けの導入)
- IV. 本改正の実務への影響

I. インドにおける非上場化買付けに関する規制

インドにおける上場会社の非公開化(非上場化)は、インドの証券取引法である1992年インド証券取引員会法(Securities and Exchange Board of India Act, 1992)、及びその施行規則の1つである2021年インド証券取引委員会(資本株式の非上場化)規則(Securities and Exchange Board of India (Delisting of Equity Shares) Regulations, 2021)(以下、総称して「インド非上場化規則」といいます)に基づき、非上場化買付け(delisting offer)を通じて行われます。

インド非上場化規則上、インドにおいて非上場化買付けを行うことができるのは、原則として当該上場会社の支配株主(promoter)のみであり、またその株式保有比率は75%以下である必要があります。

2024年9月25日付けで、インド非上場化規則が改正され、非上場化買付けにおける買付対価に係る規制が変更され、買付者側からの固定価格提示による買付けが可能となりました(以下、「本改正」といいます)。

以下、本改正の概要について解説します。

II. 改正前の非上場化買付けの価格規制と問題点

1. 改正前の非上場化買付けの価格規制

インド非上場化規則の改正前は、非上場化買付けの買付価格は、非上場化買付けに応じる一般株主からのリバース・ブックビルディング(reverse book-building)方式による入札により定められるとされていました。

リバース・ブックビルディング方式による入札方法では、買付者(=promoter)は、一般株主から入札された価格のうち、「買付者の買付け後の持株比率が 90%以上となるような株式の価格」を買付価格とする必要があります。

たとえば、100 万株の普通株式が上場されている上場会社において、買付者がその 60%の 60 万株を保有しているとして、一般株主から下表のような入札があったとすると、非上場化買付けにおける買付価格は 500 ルピーとなります(入札価格が 460 ルピーなど、500 ルピー未満の一般株主に対しても、一律 500 ルピーで買付けることとなります)。この場合、500 ルピー以下の入札価格の株式を全て購入することで、買付者の買付け後の持株数が 90%となるためです。

入札価格	入札株式数	買付の要否
440	10 万株	必要
460	5 万株	必要
480	10 万株	必要
500	5 万株	必要
520	5 万株	不要
540	5 万株	不要

また、この事例において、買付者は、500 ルピーよりもさらに高い価格を買付価格とすることも可能です。その場合、当該「より高い価格」以下の価格で入札された全ての株式が買付対象となります。上記例でいえば、買付者が買付価格を 520 ルピーにすれば 95%まで、540 ルピーにすれば 100%まで、買い付けることが可能です。

なお、実際には、一般株主による入札価格は1ルピー単位で異なりますし、また入札価格の幅ももっと大きいことが通常です。上記は、あくまで一般株主によるリバース・ブックビルディング方式による入札を理解するために単純化したモデル事例であることにご留意下さい。

2. 問題点

上記1で述べた通り、非上場化買付けにおけるリバース・ブックビルディング方式による入札方法では、一般株主の側が買付価格を入札することから、市場価格(いわゆる株価)に比して相当に高額な買付価格が提示される傾向が強く、この点が非上場化買付けの阻害要因の1つになっていました。

すなわち、非上場化買付けにおける入札に際して、多くの一般株主は、平時の株価に比べて相当に高額な入札価格を提示する傾向にあり、買付者はそのような入札の中から、「買付け後の持株比率が 90%以上となるような株式の価格」を買付価格とする必要があることから、非上場化買付けの場合の買付価格は、通常の公開買付けの場合に比べて高騰(多くの場合、平時の株価の2~3倍程度)する傾向がありました。

ただし、買付者の保護の観点から、一般株主による入札の結果、買付価格が、非上場化を行おうとする買

付者にとって受け入れがたい価格となった場合、買付者は非上場化買付けを実行しないことも可能であるとされています。

すなわち、本改正前のインドの非上場化買付けにおいては、「買付者が買付価格を提示し、十分な数の株式が集まったら非上場化」という流れではなく、「一般株主が価格を入札し、買付者が入札の結果決定された『買付後の持株比率が 90%以上となるような株式の価格』で非上場化買付けを行って上場を廃止するかどうかを選択する」という流れとなっており、実際にリバース・ブックビルディング方式によって決定された買付価格が不相当に高額であるとして、非上場化買付けが取りやめられる事例も少なからずありました。

III. 価格規制の改正(買付者側からの固定買付価格提示による買付けの導入)

1. 買付者側からの固定買付価格提示による買付けの導入

上記 II 2 で述べた通り、リバース・ブックビルディング方式による入札方法が非上場化買付けの阻害要因の 1 つとなっているという状況を踏まえ、非上場化を希望する会社の非上場化を促進するという観点から、インド証券取引委員会は、本改正により、非上場化買付けにおいて、買付者側から固定買付価格(fixed price)を提示する方法を認めました。これにより、非上場化買付けにおいても、(通常の公開買付けと同様)買付者が固定買付価格を提示して一般株主から株式の買取りを行うことが可能になりました。

固定買付価格による非上場化買付けを実施するための要件の概要は、以下の通りです。

- ① 固定買付価格が、最低買付価格(floor price)を 15%以上上回る価格であること
- ② 買付対象の株式が、頻繁に取引されている株式(frequently traded shares)であること
- ③ 買付者は、固定買付価格による非上場化買付けに応募してきた株式数が、「買付者による買付け後の持株比率が 90%以上となるような数」を超えている場合、買付者は応募された株式を全て買い取る以下、各要件について詳述します。

2. 固定買付価格が、最低買付価格(floor price)を 15%以上上回る価格であること

固定買付価格による非上場化買付けを行う場合、一般株主に提示される固定買付価格は、法令の定める最低買付価格(floor price)を 15%以上上回る価格である必要があります。

インド非上場化規則上、最低買付価格は、以下いずれかのうち最も高い価格とされています(なお、この最低買付価格に関する規定は、公開買付けにおける最低買付価格に類似しています)。

- (i) 非上場化買付けの公告日の直前 52 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
- (ii) 非上場開買付けの公告日の直前 26 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
- (iii) 独立の登録評価士によって定められた、連結財務諸表を踏まえた株式の調整後簿価(ただし、パブリックセクターの企業の非上場化については、この価格は適用されない)。
- (iv) 非上場買付けの公告日の直前 60 取引日間における、当該期間中、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、当該株式は頻繁に売買されていなければならない。

- (v) 評価指標(簿価、類似の取引倍数及び株式が頻繁に取引されていない同種事業を営む企業の株式の評価にとって一般的であるその他の指標を含む)に基づいて、独立の登録評価士によって定められた金額

固定買付価格による非上場化買付けを行う場合、一般株主に提示する固定買付価格は、上記(i)から(v)のうち最も高い額を15%以上上回る価格である必要があります。

たとえば、(i)から(v)のうち、(ii)が最も高額であり、その金額が200ルピーであった場合、非上場化買付けにおける固定買付価格は230ルピー(=200ルピーの115%)以上でなければならないことになります。

3. 買付対象の株式が、頻繁に取引されている株式(frequently traded shares)であること

頻繁に取引されている株式(frequently traded shares)とは、非上場化買付けの公告が行われる歴月の前12 歴月間における証券取引所での売買高が対象会社の当該種類の株式の総数の少なくとも10%である、対象会社の株式を意味します(ただし、対象会社のある一定の種類株式に係る株式資本が当該期間を通じて同一でない場合には、対象会社の当該種類の株式総数の加重平均数が株式の総数とされます)。

そのため、非上場化買付けの公告が行われる歴月の前12 歴月間における証券取引所での売買高が対象会社の当該種類の株式の総数の10%未満であるような会社については、固定買付価格による非上場化買付けを実施することはできません。

4. 買付者は、固定買付価格による非上場化買付けに応募してきた株式数が、「買付者による買付け後の持株比率が90%以上となるような数」を超えている場合、買付者は応募された株式を全て買い取ること

固定買付価格による非上場化買付けを行った買付者は、買付けに応募してきた株式数が、「買付者による買付け後の持株比率が90%以上となるような数」を超えている場合、応募された株式を全て買い取る義務を負います。

この点、インドにおける公開買付けの場合、応募してきた株式を全て買い取る必要はなく、あらかじめ定めた一定数(最低でも発行株式総数の26%)の限度で買い取れば良いとされていることと異なるため、注意が必要です。

なお、固定買付価格による非上場化買付けに応募してきた株式数が、「買付者による買付け後の持株比率が90%以上となるような数」に満たなかった場合、上場廃止基準である90%以上の株式取得ができないことになるため、非上場化買付け自体が不成立となります(したがって、買付者は応募された株式を買い取る必要はありません)。

IV. 本改正の実務への影響

本改正は、リバース・ブックビルディング方式による買付けが要求されていたために、これまで非常にハードルが高かったインドにおける非上場化買付けを容易にする方向の改正であり、これにより、今後、インドの上場会社を

非上場化する動きが活発になっていくことが予想されます。

一方で、本ニュースレターの発行日現在、インドにおいては法令上のスクイーズ・アウト制度が存在せず、非上場化後の一般少数株主の排除が制度的に保証されていません¹。

一般に、会社を非上場化できても、大量の一般少数株主が残ってしまうと会社運営に支障が出るリスクが高くなるため、日本においては、上場会社の非上場化は、(何らかの理由で非上場化買付けに応じなかった)少数一般株主のスクイーズ・アウトとセットで実施されることが通常です。しかしながら、上述の通り、インドにおいては法令上のスクイーズ・アウト制度が存在せず、非上場化後の一般少数株主の排除が制度的に保証されていないため、固定買付価格による非上場化買付を利用して対象会社を非上場化したとしても、「非上場化はできたが、大量の一般株主が残ってしまう」という状態が生じてしまう可能性が相当にあります。

そのため、固定買付価格による非上場化買付けの導入により、非上場化買付け自体はやりやすくなったものの、現状では、インドにおける非上場化のメリット自体が限定的であると言わざるを得ない状況であることから、インドにおいて上場会社の非上場化の動きが本格化するのには、今後、スクイーズ・アウト法制が整備された後になるのではないかと考えられます。

¹ インド法上、スクイーズ・アウト自体の実施が不可能なわけではなく、選択的減資等の一種の組織再編(scheme of arrangement)を行うことで、スクイーズ・アウトを実現することは可能であり、実際に選択的減資等の組織再編の方法を用いてスクイーズ・アウトを成功させた事例も少なからずあります。しかしながら、選択的減資等の組織再編は、National Company Law Tribunal(NCLT)と呼ばれるインドの会社法に関する審判機関による審理を経て、NCLT による承認を経て行う必要があります。この NCLT の承認は、個別事案における NCLT の裁量的判断によって得られるものであるため、定型性・確実性に欠けます。その意味で、インドには、(日本法上のスクイーズ・アウト制度のような、法令上定められた手続を履践していけばスクイーズ・アウトが実施できるという意味での)法令上のスクイーズ・アウト制度は存在しません。

-
-
- 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。

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

www.amt-law.com