

## M&amp;A ニューズレター



- I. コーポレートガバナンス・コード及びコーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGS ガイドライン)の改訂－CEO・取締役会関連の改訂について－
- II. インドネシアの M&A

2018 年  
11 月号

## I. コーポレートガバナンス・コード及びコーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGS ガイドライン)の改訂－CEO・取締役会関連の改訂について－

執筆者: 山田 慎吾、伴 聡志

### 1. はじめに

2015年6月にコーポレートガバナンス・コード(以下「CGコード」といいます。)の適用が開始されてから3年以上が経過し、上場各社において、コーポレートガバナンスに関する各種取組みが進められていますが、CGコードの適用開始後に金融庁及び東京証券取引所を共同事務局として設置された「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」(座長・池尾和人立正大学経済学部教授。以下「フォローアップ会議」といいます。)における議論を踏まえ、2018年6月1日に、東京証券取引所及び金融庁から、改訂版のCGコード(以下「改訂CGコード」といいます。)及び「投資家と企業の対話ガイドライン」(以下「対話ガイドライン」といいます。)が公表されました。対話ガイドラインは、投資家と企業との対話において重点的に議論することが期待される事項を取り纏めたものとされています。上場各社は、改訂CGコードの内容を踏まえたコーポレート・ガバナンス報告書(以下「CG報告書」といいます。)を遅くとも2018年12月末日までに提出することが求められており、今年の定時株主総会以降、順次、かかる改訂CGコードに対応したCG報告書の提出がなされています。

また、コーポレートガバナンスの実務に関する指針として経済産業省によって2017年3月31日に策定された「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)」(以下「CGSガイドライン」といいます。)についても、第2期CGS研究会(コーポレート・ガバナンス・システム研究会。座長: 神田秀樹学習院大学大学院法務研究科教授)における検討を踏まえて2018年9月28日に改訂されました(改訂後のCGSガイドラインを以下「改訂CGSガイドライン」といいます。)

そこで、本稿では、かかる改訂CGコード及び改訂CGSガイドラインの重要トピックの1つであるCEO等の経営陣に関する事項・取締役会の機能充実に関する事項について、実務上の取扱いを踏まえつつ、その改訂の概要を解説します。

本ニュースレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニュースレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (Tel: 03-6250-6201 E-mail: [newsletter@jurists.co.jp](mailto:newsletter@jurists.co.jp))

## 2. CEOの選解任・後継者計画

### (1) CEOの選解任

改訂前のCGコードでは、補充原則4-3①において、取締役会は経営陣幹部の選解任に関して「公正かつ透明性の高い手続に従い、適切に実行すべき」とされていました。改訂CGコードは、かかる補充原則4-3①の内容を変更するものではありませんが、フォローアップ会議において、経営陣幹部の中でも特にCEOの選解任が企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現していく上で最も重要な戦略的意思決定であるという指摘や、CEOがその機能を果たしていないと認められる場合にはCEOを解任することができる仕組みを予め整えておくことが重要であるという指摘がなされたことを踏まえ、改訂CGコードでは、経営陣幹部の中でも特にCEOにフォーカスした規定が追加されています。具体的には、その選任に関して補充原則4-3②が新設され、「客観性・適時性・透明性ある手続に従い、十分な時間と資源をかけて、資質を備えたCEOを選任すべきである」旨が定められ、また、その解任に関して補充原則4-3③が新設され、「会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEOがその機能を十分発揮していないと認められる場合に、CEOを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続を確立すべき」旨が定められました。なお、「CEO」の意義については、東京証券取引所が公表している「『フォローアップ会議の提言を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの改訂について』に寄せられたパブリック・コメントの結果について」(2018年6月1日)(以下「パブコメ結果」といいます。)において、「経営トップを指すもの」であり、「該当するか否かは、形式的な役職の名称によるのではなく、個々の上場会社の事情に応じ、実質的にそうした職責を担っているか否かによって判断されるべき」とされており。

これらの改訂への対応としては、例えば、CEOの選解任プロセスに独立社外役員の間与があることや、それらを構成員とする任意の指名委員会による選解任の審議を行うことは客観性・透明性ある手続であることを示す事情となり得ますし、上場会社の業績等の評価や経営環境の変化を踏まえ、機動的に選解任を行うための基準や手続を予め決めておくことは適時性を示す事情となると考えられます。もっとも、上場会社の業績は市場環境その他の外在的要因の影響を不可避的に受けることとなりますので、特にCEO解任の要件として業績要件等を設定する場合には、外在的要因の影響をできるだけ排除し得る指標を設定するなどの工夫が必要になるものと思われま。

なお、情報開示に関するCGコード原則3-1(iv)において、経営陣幹部の選解任の方針及び手続の開示が求められていることから、上記で定めたCEOの選解任の基準・手続についてはCG報告書における開示の対象となります。これまでに開示された事例を確認する限り、改訂CGコードにおいて追加されたCEOの解任の基準や手続に関しては、選任基準の裏返しであるとして選任基準を満たさなくなった場合に解任する旨の基準を設定する事例や、法令違反・不祥事、業績不振等、選任基準とは異なる独立の解任基準を設定している事例、解任の審議開始の事由としてこれらの基準を設定している事例などが見られます。

### (2) 後継者計画

改訂CGコードにより、従前からCEO等の後継者計画について定めていたCGコード補充原則4-1③が改訂され、取締役会が主体的に後継者計画の策定・運用に関与すべきこと、及び、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくように監督すべきことが新たに定められました。かかる改訂は、CEO等の経営トップの後継者選定が、実質的に現職経営トップ1人の判断でなされており、取締役会はこれを追認するにとどまるという実態があることを踏まえ、明確かつ客観的な後継者計画の策定の必要性を掲げるものです。また、対話ガイドライン3-1では、CEOを適切に選解任するためには、CEOに求められるべき資質について、確立した考え方があることが必要であることが示唆されています。

後継者計画は、大きく分けて、次期CEOとしてそなえるべき資質及びその選定方法という、実際に次期CEOを選定する場面で作用する「選定基準」の側面と、次期CEOとしての資質を備えるべき人物をどのように育成し、ふるいにかけ、最終的に候補者として選定するかという次期CEOの「育成プロセス」の側面に分けることができます。このような後継者計画自体は、多くの場合CEO等の経営トップの頭の中には存在するものと思われ、後継者計画の策定自体が必ずしも従前の経営トップの選定方法と相反するものではありません。しかしながら、こうした経営トップの思考・判断過程を言語化・文書化することで、取締役会や独立社外役員、株主や従業員その他のステークホルダーの目からも明らかな形にして検証可能性を確保し、また、そのようなステークホルダーから可視化された後継者計画に基づいて実際の後継者育成及び選定が行われることで、後継者の選定基準及びプロセスが客観性・透明性あるものになることが期待されているといえます。

もつとも、我が国における CEO 等の後継者計画の議論は、CG コードの適用開始に前後して上場会社に意識されたもので、まだ始まったばかりといえ、多くの上場会社において策定途上であったり、また、今後のブラッシュアップが想定されている状況であると考えられます。この点、改訂 CGS ガイドラインでは、後継者計画の策定の参考として、以下の 7 つのステップに分けて検討することが提案されています。

- i. 後継者計画のロードマップの立案
- ii. 「あるべき社長・CEO 像」と評価基準の策定
- iii. 後継者候補の選出
- iv. 育成計画の策定・実施
- v. 後継者候補の評価、絞込み・入替え
- vi. 最終候補者に対する評価と後継者の指名
- vii. 指名後のサポート

改訂 CGS ガイドラインでは、上記 7 つのステップで具体的に検討すべき課題や行うべき取組みが詳細に検討されるとともに、後継者計画の策定及び運用に際して、社内取締役や独立社外取締役、諮問委員会等が果たすべき役割やその分担についても詳細に検討されています。実際に後継者計画を策定するに当たって、必ずこれらの要素全てを満たす必要があるわけではないものの、例えば、後継者計画を策定した経験がない企業においては、まず上記 ii、iii、v、vi といった実際に次期 CEO を選定する場面で作用する「選定基準」の側面から検討をはじめ、徐々に後継者の「育成プロセス」である他のステップについて検討を拡げていくことも考えられます。改訂 CGS ガイドラインでは、既に後継者計画について一定の取組みを行っている例も多数紹介されており、後継者計画の策定・見直しを行う際の参考になるものと思われる。

### 3. 経営陣の報酬決定

改訂 CG コードにより、CG コード補充原則 4-2①が改訂され、報酬制度についても「取締役会」が「客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべき」旨が定められました。

我が国の取締役への報酬額が諸外国に比して低いことに加え、報酬全体に比して業績連動報酬が占める割合が小さいことから、取締役の報酬制度が中長期的な企業価値の向上に向けられた適切なインセンティブとして機能していないのではないかと指摘がなされているところであり、改訂前の CG コードにおいても、「経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである」とされてきましたが、改訂 CG コードでは、かかる報酬制度の設計及び報酬額の決定が、取締役会の監督下において、客観性・透明性ある手続に従ってなされるべきことが追加されています。

かかる改訂への対応としては、例えば、独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会で報酬制度や報酬の具体的な額を決定することにより、客観性・透明性を確保することが考えられます。また、任意の諮問委員会が設置されていなかったとしても、取締役の相当数が独立社外取締役で構成されており、かつ、これらの独立社外取締役が報酬制度の設計や具体的な報酬額の決定に関与する手続が用意されている等によって、客観性・透明性を確保することも考えられます。

また、上記のとおり、改訂 CG コードによって報酬制度の設計及び報酬額の決定が、取締役会の監督下においてなされるべきことが追加されていますが、実務上は、具体的な報酬額の決定を取締役会から代表取締役に再一任する対応が多く採られています。この点については、パブコメ結果において、改訂 CG コード補充原則 4-2①の下でもこうした実務を必ずしも否定するものではなく、再一任を行う場合であっても取締役会の責任の下で代表取締役に与えられる報酬額決定の裁量の範囲を一定程度限定する等によって、具体的な報酬額の決定手続について十分な客観性・透明性が確保されることが重要であると指摘されています。

なお、2018 年 6 月 28 日付で公表された「金融審議会 ディスクロージャーワーキング・グループ報告－資本市場における好循環の実現に向けて－」においては、①経営陣の報酬内容や報酬体系と、企業価値向上との結びつきを検証できるようにするために、固定報酬、短期の業績連動報酬、中長期の業績連動報酬それぞれの算定方法や、固定報酬と短期・中長期の業績連動報酬の支給割合やこれらに関する考え方の開示が求められています。また、②実際の報酬が報酬制度に基づく支給となっているか、報酬が経営陣のインセンティブとして実際に機能しているかを確認できるようにするため、実際に支給した報酬額の実績やそれらの報酬額と企業価値を表す指標、KPI 達成度との関連性を開示することも推奨されています。さらに、③報酬決定のプロセスの客観性・透明性のチェックを可能とするためには、報酬制度の設計及び報酬制度に基づいた報酬の支給が適切かつ実効的に

行われているかが確認できる必要があり、そのような観点から取締役会や報酬委員会などの任意の諮問委員会の具体的活動内容の開示も必要であるとの提案が行われています。したがって、改訂 CG コードを踏まえた役員報酬制度等を検討する際には、CG 報告書における開示に加え、有価証券報告書等によって上記のディスクロージャーワーキング・グループ報告の趣旨を踏まえた積極的な開示が行われることが期待されている点にも留意が必要と思われま

#### 4. 独立した諮問委員会の活用

上記のとおり、CEO の選解任や経営陣の報酬決定の場面において、独立社外取締役や独立した諮問委員会の関与が期待されているところ、改訂 CG コードでは、CG コード補充原則 4-10①が改訂され、指名委員会・報酬委員会などの独立した諮問委員会の設置を求めるとされました。この点、改訂前の CG コードにおいては、「例えば、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会を設置することなどにより」〔傍点筆者〕とされていましたが、改訂 CG コードでは、「例えば」「など」という記載が削除されたことにより、任意の諮問委員会の設置は、単なる例示ではなく、改訂 CG コード補充原則 4-10①をコンプライするために必要であると解されています。もっとも、上記 2 及び 3 の CEO の選解任及び経営陣の報酬決定との関係では、独立した任意の諮問委員会の関与はそのプロセスの客観性・透明性を基礎づける事情となるものではあるものの、任意の諮問委員会を設置しないことのみによって直ちに CEO の選解任及び経営陣の報酬決定プロセスの客観性・透明性が否定されるわけではありません。

なお、パブコメ結果によれば、改訂 CG コード補充原則 4-10①をコンプライするためには、設置した諮問委員会が「独立した」諮問委員会であること、すなわち、独立社外取締役が諮問委員会の主要な構成員であることが求められるとされています。この点については、例えば、独立社外取締役が諮問委員会の構成員の過半数を占める場合のほか、独立社外取締役が過半数を占めない場合であっても、当該諮問委員会の委員長を独立社外取締役が務めるなどの工夫により、独立した諮問委員会と整理することは可能と考えられています。他方、形式的に諮問委員会を設置することのみでは不十分と考えられており、例えば、指名・報酬などの特に重要な事項の検討に際しては、実効的に独立社外取締役の関与・助言を得ることが求められます。そのため、諮問委員会を設置するのみならず、それぞれの諮問委員会の具体的な役割、委員の構成、各委員の関与の仕方などを明確化することが求められると考えられます。かかる諮問委員会の役割、委員の構成、独立社外取締役などの各委員の関与の仕方などを検討する際には、改訂 CGS ガイドライン別紙 3 において、「指名委員会・報酬委員会活用の視点」として、その設置目的、諮問対象者・諮問事項、委員会の構成、取締役会との関係、委員会の実効性評価、行うべき事項とスケジュール、委員会の事務局について細かく視点が提示されているため、参考になります。

#### 5. 独立社外取締役の選任・活用

改訂前の CG コード原則 4-8 においては、3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える会社については、その取組み方針を開示すべき旨が定められていましたが、改訂 CG コードにおいては、より直接的に、3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える会社は、十分な人数の独立社外取締役を選任すべき旨が定められました。フォローアップ会議においては、原則が適用される全ての会社において 3 分の 1 以上の独立社外取締役の選任を求め、3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任することが不要と考える会社についてこそエクスプレインさせるべき旨の指摘もありましたが、異論もあり、そのような改訂はなされませんでした。したがって、改訂前の CG コードと同様、検討の結果として 3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える会社においては、3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任しなくともエクスプレインをする必要はありません。

もっとも、独立社外取締役の重要性はますます高まってきており、特に海外投資家や機関投資家の間では、取締役会の実効性を確保するためには少なくとも 3 分の 1 以上の独立社外取締役が必要だという考え方を前提とした上で、その関心事は独立社外取締役の人数の増加のみならず、独立社外取締役の資質のバランスや多様性の充実に移っているという指摘もあります。また、対話ガイドライン 3-8 においても、独立社外取締役について、十分な人数が選任されているかという人数の観点に加え、適切な資質を有する者が選任されているかという資質の観点の指摘もなされており、特に後者については、フォローアップ会議において我が国の独立社外取締役に関して資本効率などの財務の知識や関係法令等の理解が足りていないケースが少なくないという指摘があったことも踏まえて、対話ガイドラインにおいて明示されたものです。したがって、現時点で 3 分の 1 以上の独立社外取締役

の選任が不要と考えている会社においても、今後、積極的な独立社外取締役の選任に向けて引き続き検討を進めることが必要であると考えられ、また、独立社外取締役を選任する際には、自社に必要な独立社外取締役の人数という観点に加え、適切な資質を有する人材の登用という観点からの検討も求められているといえます。

このように、独立社外取締役選任・増員の必要性はますます高まっている一方で、独立社外取締役候補のなり手は必ずしも十分ではないことが指摘されています。この点、改訂 CGS ガイドラインでは、例えば、企業の経営経験者や現役の経営陣が積極的に他社の独立社外取締役を引き受けることで、人材の供給を増加させるとともに、当該独立社外取締役が自己の経営経験を活かして他社の企業価値向上に貢献すること、また、他社の取組みと自社の取組みを比較することで、出身母体である自社の企業価値向上にも貢献できると考えられることが提言されています。

なお、こうした独立社外取締役の活用方法として、改訂 CGS ガイドラインでは、独立社外取締役が取締役会の議長を務めることの有用性が提唱されています。これは、取締役会の監督機能向上の一環として、従前のように執行側として監督を受ける立場にある社長・CEO が取締役会の議長を兼ね、そのイニシアティブで議案選定や議事進行を行うのではなく、監督を行う立場にある独立社外取締役が議長を務め、執行側は業務執行に関する説明を行う役割に徹することで、取締役会の監督機能の実効性を確保しようとする点に主眼を置くものです。かかる取組みは我が国の上場会社ではこれまであまり採用されていないものといえますが、今後は、取締役会の監督機能向上の一方策として検討する会社も出てくることが期待されます。

## 6. 取締役・監査役の選任

取締役会の構成に関して求められる多様性に関し、フォローアップ会議において、特にジェンダー及び国際性という観点が必要であるという指摘がなされたことを踏まえ、改訂 CG コード原則 4-11 では、取締役会の構成に関して求められる「多様性」に「ジェンダー」及び「国際性」の面での多様性が含まれる旨が明記されました。

この点、ジェンダーの面での多様性に関しては、かかる改訂によって、女性の取締役を 1 人も選任していない企業については原則 4-11 をエクスプレインとすることが適切であるとする考え方もある一方、女性の取締役を選任していなかったとしても自社の取締役会の多様性は十分確保されていると考えるのであればコンプライとすることも可能という考え方もあり得、実際にそういった開示を行う CG 報告書の例も存在します。もっとも、いずれの考え方を採るとしても、上記の改訂 CG コードの趣旨や、改訂 CGS ガイドラインにおいて「特に、取締役の中に女性が一人もいない企業においては、取締役としての質の確保を前提としつつ、女性の取締役を選任することを積極的に検討すべきである」と指摘されていること、また、2018 年 6 月に改訂された「ダイバーシティ 2.0 行動ガイドライン」においても、取締役会の多様性に関する考慮要素として、女性や国際人材の登用が掲げられていること等を踏まえ、女性の取締役が全く選任がなされていない会社等、そのジェンダーの面における多様性に懸念がある上場会社においては、継続的にその多様性確保について検討することが期待されているものと思われる。

また、国際性の面での多様性に関しては、必ずしも外国人の取締役が選任されなければ当該多様性が確保されないものではなく、例えば、外国での十分な勤務経験がある者を取締役として選任すること等によっても国際性の面での多様性は確保し得ると考えられます。

## 7. 最後に

以上のとおり、改訂 CG コード及び改訂 CGS ガイドラインには、従前の議論を更に推し進める形で CEO の選解任・後継者計画、各種取締役会の機能充実施策に関する規定・内容が盛り込まれています。もっとも、適切な CEO 等の経営陣幹部の位置付けや取締役会の規模・構成等は上場各社の事情によって異なりますので、シンプルベース・アプローチの下、改訂 CG コードの各原則をどのように実施(コンプライ)し、あるいは実施せずに説明(エクスプレイン)するのかは、上場各社の独自の取組み・判断に委ねられています。冒頭に述べたとおり、上場各社は、改訂 CG コードの内容を踏まえた CG 報告書を送くとも 2018 年 12 月末日までに提出することが求められており、それを 1 つの契機として、各社におけるあるべきコーポレート・ガバナンスの姿が検討されていると思われませんが、その後も引き続き、改訂 CG コード及び改訂 CGS ガイドライン、それらに先立つフォローアップ会議等での議論を踏まえて、上場各社において自社の経営陣幹部、取締役会の位置付け・機能の再検証が行われ、更なるコーポレート・ガバナンスの深化が図られることが期待されます。

以上

やまだ しんご  
**山田 慎吾**

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士

[s.yamada@jurists.co.jp](mailto:s.yamada@jurists.co.jp)

2005年慶應義塾大学法学部卒業、2006年弁護士登録、2014年ペンシルベニア大学ロースクール卒業(LL.M.)、2012-2013年ニューヨークのシュルティ・ロス・アンド・ゼイベル法律事務所に勤務。国内外のM&A、JV、資本・業務提携、エクイティ・ファイナンス案件に多数関与するとともに、コーポレートガバナンス、株主総会対策等、一般企業法務全般に幅広く従事。

ばん さとし  
**伴 聡志**

西村あさひ法律事務所 弁護士

[sa\\_ban@jurists.co.jp](mailto:sa_ban@jurists.co.jp)

2016年弁護士登録。コーポレートガバナンスやコンプライアンス、国内外のM&A・企業組織再編・提携案件等を中心に、企業法務全般に幅広く従事。

## II. インドネシアのM&A

執筆者: 吉本 祐介、町田 憲昭、杉本 清、Luky Walalangi

### はじめに

インドネシアは世界第4位の人口を有する大国であり、若年層も多いことから、今後ますますの経済発展が期待されます。諸外国からのインドネシアへの投資金額も近年順調に増加しており、2012年には年間約165億USドル<sup>1</sup>であったところ、2017年には年間約320億USドルにまで増加しています<sup>2</sup>。諸外国の企業や投資家は、インドネシアを引き続き魅力的な市場と位置付けていることが窺われます。

日本が<sup>3</sup>1958年にインドネシアと国交を樹立してから60年の間、日本企業のインドネシアへの投資は堅調に推移しており、現在では1,500社程度の日本企業がインドネシアに進出していると言われています<sup>3</sup>。投資金額の面でも、国別の対インドネシア投資金額の上位にはシンガポール、日本、マレーシア、中国、韓国、米国、EU<sup>4</sup>といった顔ぶれが並びますが、日本は2012年以降でみると常に上位3位以内に入っており、2017年には約50億USドルとシンガポールの約84億USドルに次ぐ第2位の投資国となっています。さらに、日本企業が、シンガポールの地域統括子会社を経由してインドネシアに投資を行っている事例も多いと考えられますので、こうした点も踏まえると、日本はインドネシアへの投資について最も積極的な国の一つであるといえます。

本稿では、日本企業の関心も高く、また今後も投資が加速していくと考えられるインドネシアにおけるM&Aの注意点について解説します。

<sup>1</sup> 1USドル=13,400インドネシアルピアの前提(以下同じ。)

<sup>2</sup> 投資調整庁(Indonesia Investment Coordinating Board、通称BKPM)2018年1月30日付け「DOMESTIC AND FOREIGN DIRECT INVESTMENT REALIZATION IN QUARTER IV AND JANUARY – DECEMBER 2017」と題する公表資料に基づく。以下、インドネシアの外国投資に関する記述について同様。

<sup>3</sup> 独立行政法人日本貿易振興機構(JETRO)ホームページ参照。

<sup>4</sup> 前掲の投資調整庁の公表資料上の分類に基づき、EUを1つの国として整理している。

## 1. インドネシアへの進出方法

外国企業がインドネシアで事業を行う場合には、インドネシア投資法上、インドネシア法に基づき設立された株式会社<sup>5</sup>を通じて事業を行う必要があります。したがって、単独で又は現地パートナーと合併でインドネシアに株式会社を設立するか、又はインドネシアの既存の株式会社の株式の全部又は一部を取得し、当該株式会社を通じて事業展開する必要があります。なお、株式会社ではなく駐在員事務所を設立することも可能ですが、原則として情報収集等の事業に該当しない活動しか行うことができません。また、現地のパートナーと契約を締結して、いわゆるフランチャイズの形態で進出することも可能ですが、事業主体への直接的なコントロールを及ぼして事業を行うことはできません。したがって、インドネシアで直接的に事業を行う場合には、株式会社の設立又は既存の株式会社の株式取得が必要となります。

なお、インドネシアの株式会社のうち、証券取引所に株式を上場している株式会社又は 300 名以上の株主及び 30 億インドネシアルピア以上の払込資本を有する株式会社は、公開会社に分類されます(以下、便宜上、公開会社ではない株式会社を非公開会社といいます。)。株式取得の対象となる株式会社が公開会社であるか非公開会社であるかにより、適用される規制が異なりますが、公開会社の株式取得に際しては、インドネシア資本市場法の適用があり、公開買付け、大量保有報告及びインサイダー規制といった、非公開会社の M&A に適用されない諸規制が適用となります。

以下では、まず、原則的な形態である非公開会社の株式取得の注意点を中心に説明し、続いて、公開会社の株式取得に関する若干の注意点を紹介します。

## 2. 非公開会社の株式取得

インドネシアの非公開会社の株式取得手続としては、以下のような流れで進むことが一般的ですが、これらの各手続について、概要及び留意点を説明します。

- ① 外資規制の確認
- ② 秘密保持契約、基本合意書の締結
- ③ デュー・ディリジェンスの実施
- ④ 株式譲渡契約(必要に応じて株主間契約)の締結
- ⑤ クロージング
- ⑥ クロージング後の手続

### ① 外資規制の確認

インドネシアへの投資に際して、最初に検討すべき点は外資規制になります。インドネシアでは、インドネシア投資法及びネガティブリストと呼ばれる大統領令により、業種に応じて、外国からの投資に一定の制限がかかる場合があります。たとえば、倉庫業や貨物運送業については外資比率の上限は 67%と定められており、また、小売業に関しては一定の規模を満たさない限りは外国からの投資が一切認められていません。他方、製造業に関しては、別途法令等で特別に制限されていない限り、一般的には外資出資比率に関する制限はありません。このように、業種によって外資比率の上限が異なるため、個別の案件毎に、規制当局や弁護士等の専門家と事前に相談をしながら検討を進めることが重要です。

<sup>5</sup> インドネシア法に基づく Perseroan Terbatas(一般的に PT という略称で呼ばれる。)という種類の会社であり、出資者が出資額を上限とする有限責任を負っていることや、出資資本が株式に分割され、株式の保有割合に応じて保有者の権利が定められることから、日本法の株式会社と類似した組織である。本稿では、単に株式会社という場合にはこの Perseroan Terbatas を指す。

## ② 秘密保持契約書・基本合意書の締結

外資規制上の問題がなさそうであれば、対象会社の株式を保有する売主との間で、取引スキームや事前準備に関する交渉を進めることになります。交渉を進めるに際して、秘密保持契約書や基本合意書を締結することが一般的です。以下では、秘密保持契約書や基本合意書の一般的な論点の説明は省略し、インドネシア固有の論点として、契約書締結時における留意点をいくつか説明します。

### (1) 合意書の言語

インドネシア法上、インドネシア法人を当事者とする契約書や合意書はインドネシア語で作成する必要がありますので、契約書や基本合意書はインドネシア語でも作成する必要があります。この点、英語とインドネシア語の双方を作成しつつ、双方の内容に齟齬がある場合には英語を優先する旨を定めるケースが多いようです。

### (2) 紛争解決方法

将来、契約に関して争いが生じた場合に、どのような方法で解決するかを決めておく必要があります。インドネシア裁判所の判断は、汚職等の問題から必ずしも予測可能性が高いとはいえないため、日本企業の立場からは避けるべきです。また、インドネシア全国仲裁廷(Badan Arbitrase Nasional Indonesia、以下 BANI といいます。)という選択肢も検討対象となりますが、本稿執筆時現在、BANI は 2 つに分裂して双方が紛争状態にあります。このような事情から、BANI の仲裁判断をインドネシアで執行できるかどうか不透明な状況にあり、BANI も選択しづらい状況にあります。

他方、インドネシアは「外国仲裁判断の執行及び承認に関する条約」(いわゆるニューヨーク条約)を承認しており、インドネシア仲裁法は、インドネシア国外で行われた仲裁判断のインドネシア国内での執行を認めています。こうした背景もあり、日本企業がインドネシアで M&A に関する契約を締結する場合には、隣国であるシンガポールでの仲裁を紛争解決方法と定める事例が多いように思われます。もっとも、実際にインドネシア国内で外国仲裁判断を執行するためには裁判所の許可が必要となる場合、当事者が異議を申し立て裁判所の手続が遅延する等の理由から、実際の執行は必ずしも容易ではないと言われている点には留意が必要です。

### (3) 準拠法

合意書をどこの国の法律に基づいて解釈するか(準拠法)についても決めておきます。日本企業の立場としては日本法と定めたいところですが、相手方であるインドネシア企業が同意しないことも多く、最終的に間を取って第三国であるシンガポール法が選択される事例もあります。

## ③ デュー・ディリジェンスの実施

株式取得に際して対象会社の中身、隠れた瑕疵、潜在債務などの詳細を明らかにする過程を一般にデュー・ディリジェンスといいます。対象会社の規模、業種、状況、事前に取得した情報の程度にもよりますが、ビジネス、会計、税務、法務、環境といった調査の領域ごとに、ビジネスコンサルタント、会計士、税理士、弁護士といった各種アドバイザーを利用するケースが多いように思われます。デュー・ディリジェンスについても、一般的な論点の説明は省略し、インドネシア固有の留意点をいくつか説明します。

### (1) 許認可

インドネシア投資法は、外国、外国籍の個人、外国事業体、外国法人及び資本の一部又は全てを外国側が有するインドネシア法人の有する資本を外国資本と定義しており、外国資本が 1 株でも保有すると外資企業とみなされ、外資規制の適用を受けることになります。したがって、対象会社の全株式をインドネシア資本が保有していたが株式譲渡によって新たに外資企業に該当する

こととなる場合、従前行っていた事業が外資規制の適用により行えなくなる可能性があります(例えば、中小規模の小売業など)。

多くの事例では、対象会社の主要な事業の外資規制については、上記①の時点で初期的に検討されている事例が多いように思われます。しかしながら、実際にデュー・ディリジェンスの開始後に、定款や許認可関連書類の開示や、詳細な業務内容の説明を受けた後に、外国企業の投資が制限される業務を行っていることが発覚することも多いので、株式譲渡後の事業の継続可否については重点的に確認する必要があります。

## (2) 不動産

対象会社のオフィスや工場といった不動産に関する権利関係の調査も重要です。インドネシアでは日本と異なり土地建物の登記制度が必ずしも十分に整備されておらず、不動産の所有関係や担保設定状況を公開情報から把握することができないため、不動産の権利保有者からの協力も得つつ調査を進める必要があります。

## (3) 労務

インドネシア労働法は労働者に手厚い保護を与えていることも踏まえ、株式取得後に生じ得る潜在的な労務問題がないか、注意して調査すべきです。特に、対象会社の支配権の移転が生じる株式譲渡は、インドネシア法上「買収」と定義されていますが、インドネシア労働法は、買収の対象会社の従業員に対して、買収に際して通常よりも高額な退職金を受領して退職する権利を認めています。そのため、退職を選択する従業員の割合や、退職金支払いの金銭的インパクトについても、可能な範囲で目算を立てることが望ましいといえます。

## ④ 株式譲渡契約(必要に応じて株主間契約)の締結

デュー・ディリジェンスの結果を踏まえて譲渡価格や取引ストラクチャーについて合意した後は、株式譲渡契約を締結することになります。上記の買収に該当するかどうかにより手続が異なり、また、監督官庁からの特別な事前許可の要否にもよりますが、一般的には、契約書が締結された後、1か月から2か月程度で株式譲渡が実行(クロージング)される例が多いように思われます。

デュー・ディリジェンスの結果発見された対象会社の問題点については、株式譲渡契約の中で売り主に表明保証させた上、売り主と買い主との間で適切なリスク分配を行うことが一般的です。この点、昨今の諸外国における M&A 実務においては、売り主から十分な表明保証を得られない場合に備えて、表明保証保険が利用されるケースが増えており、対象会社がインドネシア企業である場合にも表明保証保険が利用された前例もありますが、諸外国と比べるといまだに一般的とまではいえません。

また、対象会社の既存株主が株主として残る場合には、既存株主と買い主との間で、対象会社の運営に関する合意(株主間契約の締結)を行うこともあります。株主間契約では、対象会社の株式の取扱い、役員の選任方法、重要事項の決定方法などが定められます。

## ⑤ クロージング

株式譲渡の手続は通常以下のように行われます。

- (1) インドネシア会社法上の買収に関する手続(買収に該当する場合)
- (2) 株式譲渡を承認する対象会社の株主総会決議
- (3) 株式譲渡証書の作成及び代金決済

### (1) インドネシア会社法上の買収に関する手続(買収に該当する場合)

前述のとおり、支配権の移転が生じる株式譲渡(支配権の明確な法令上の定義はありませんが、発行済株式総数の過半数の株式が譲渡される場合には、支配権の移転が生じると考えられます。)は、買収と定義されますが、買収が行われる場合、債権者保護手続としてインドネシア全国で刊行されている日刊新聞での公告及び対象会社従業員への通知といった手続が必要となります。

なお、当該新聞公告の日から14日以内に、対象会社に対する債権者は異議を申し立てることが可能であり、当該異議が申し立てられなかった場合か、又はかかる異議が申し立てられた場合であっても取引の完了までに債権者との間の合意が整った場合に限り、買収を進めることができるものとされています。なお、筆者らの経験上、債権者から異議が申し立てられる事例は必ずしも多くなく、仮に異議が申し立てられた場合にも当該債権者に債務を弁済する等により解決を図ることは可能と考えられます。

### (2) 株式譲渡を承認する対象会社の株主総会決議

上記(1)の手続の実施から30日後以降の日に、株式譲渡を承認する株主総会決議を行う必要があります。なお、インドネシアの非公開会社は、定款で既存株主に先買権(ある株主がその保有する株式を第三者に譲渡する際に、他の既存株主が、当該第三者に代わって当該株式を買い受ける権利)を与えている事例が非常に多いのですが、当該株主総会決議において、既存株主が先買権を放棄する旨を合わせて決議する事例が多いように見受けられます。

### (3) 株式譲渡証書の作成及び代金決済

これらの手続を経た後、公証人の面前で、株式譲渡証書に両当事者が署名し、公証人が公正証書としての株式譲渡証書を作成します。法律上、この株式譲渡証書の作成をもって、株式譲渡の効力が発生します。譲渡代金の決済は、かかる効力発生と同時タイミングとする事例が多いように思われます。なお、インドネシア法上の買収に該当しない(支配権の移転が生じない)場合には、法律上は、公証人による株式譲渡証書の作成は不要であり、当事者間での株式譲渡証書の締結を行えば足りる。もっとも、公正証書は証拠としての価値が高いため、実務上は、外国企業が買主となるケースでは、株式譲渡の法的安定性を確保するため、買収に該当しない場合であっても公証人による株式譲渡証書の作成を行うケースが多いです。

## ⑥ クロージング後の手続

株式譲渡が法律上の効力を生じた後は、対象会社は、株式譲渡によって株主に変動が生じた旨を担当官庁である法務人権大臣に届け出る必要があります。その後、対象会社にて、事業許可認証電子統合サービス(Online Single Submission システム、通称 OSS システム)を通じて、必要な登録及び外資企業としての許認可取得を行う必要があります。

OSS システムは、2018年6月21日付で運用が開始された比較的新しい行政システムであり、様々な事業ライセンスの取得ルートを一本化かつ明確化するもので、従前のインドネシアにおける煩雑な事業ライセンス取得実務を改善するものとして大きな期待のもとに導入されたシステムとなります。新たに運用開始されたシステムであることから、本稿執筆時現在、必ずしも実務運用が安定的とまでは言えない面がありますが、今後の実務運用の安定化に伴う投資家の利便向上が期待される所です。

その他、インドネシア会社法上は、株主名簿の更新や、(買収の場合には)インドネシア全国で刊行されている日刊新聞で買収結果の公告といった諸手続を行う必要があります。また、インドネシア独占禁止法上の事後届出義務がある場合には、株式譲渡の効力発生から30営業日以内に事業競争監視委員会(KPPU)に届出を行う必要があります。さらに、会社運営の実務上は、株式譲渡後に、新たな役員の派遣、社内システムや社内規定の変更、新たな事業ノウハウの導入など、株式譲渡の目的を実現するための施策を行うことになります。

### 3. 公開会社の株式取得

公開会社の株式取得は、上述の非公開会社の株式取得に関する諸規制が適用となることに加え、インドネシア資本市場法に基づく規制が適用となります。それに加えて、金融サービス庁、インドネシア証券取引所、インドネシア中央証券預託協会及びインドネシア決済保証会社といった関連する当局や機関の規制も適用されますので、これらの規制を踏まえながら手続を進める必要があります。

たとえば、公開会社の支配権を取得した場合には、原則として、事後的に公開買付け手続を行うことが義務付けられています。支配権取得後の事後的な手続という位置づけである点で、取得前の事前の手続が必要となる日本法とは異なる点に留意が必要です。他方、公開会社の発行済株式総数のうち 5%以上を保有する株主は大量保有報告を提出する必要がある点や、公開会社のインサイダー情報を保有する者は、一定の例外事由に該当しない限りは当該公開会社の株式の売買を行うことは制限されている点については、日本法と概ね同趣旨の規制が存在するといえます。

もっとも、インドネシア中央証券預託協会のホームページ<sup>6</sup>から確認できる限り、2016年の公開企業の買収案件は3件、2017年は9件、2018年は本稿執筆時現在では3件に過ぎず、そのうち日本企業の関与が確認できるのは1件(2016年)に過ぎないようです。インドネシアにおける公開企業の買収について、日本と比べて豊富な実例が存在する訳ではなく、実際に案件を進める上では、規制当局や弁護士等の専門家と相談をしながら検討を進めることが重要です。

以上



よしもと ゆうすけ  
**吉本 祐介**

西村あさひ法律事務所 弁護士  
[y.yoshimoto@jurists.co.jp](mailto:y.yoshimoto@jurists.co.jp)

2002年弁護士登録。三井物産株式会社法務部および米国三井物産株式会社ニューヨーク本店出向後、2012年ジャカルタのAli Budiardjo, Nugroho, Reksodiputro 法律事務所出向。海外各国におけるコンプライアンス問題や日本企業のアジア進出等を幅広く手掛ける。



まちだ のりあき  
**町田 憲昭**

西村あさひ法律事務所 ジャカルタ事務所\* 弁護士 \*提携事務所  
[n.machida@jurists.co.jp](mailto:n.machida@jurists.co.jp)

インドネシアを中心とする東南アジア案件を手掛ける。現地駐在経験に基づき、新規進出、現地企業との合併、現地企業の買収、現地進出後の法務問題等に関してアドバイスを行う。その他一般企業法務、国内外のM&A、海外進出案件等を担当。インドネシアの Rosetini & Partners に出向中。



すぎもと きよし  
**杉本 清**

西村あさひ法律事務所 弁護士  
[ki.sugimoto@jurists.co.jp](mailto:ki.sugimoto@jurists.co.jp)

2006年より総合商社でインドネシア市場を担当し、同国にて1年半の語学・実務研修を経験。退職後、2014年弁護士登録、西村あさひ法律事務所入所。



**Luky Walangi**

西村あさひ法律事務所 ジャカルタ事務所\* Walangi & Partners \*提携事務所  
マネージング・パートナー弁護士  
[lwalangi@wplaws.com](mailto:lwalangi@wplaws.com)

インドネシアの Walangi & Partners 法律事務所のマネージング・パートナー。インドネシアの大手法律事務所では通算17年間、バンキング、ファイナンスおよびM&A担当パートナーとして10年間の勤務経験を有する。インドネシアにおけるM&A、一般企業法務、プロジェクトファイナンス、不動産その他の分野において多彩な経験を有する。

<sup>6</sup> <http://www.ksei.co.id/publications/corporate-action-schedules/masr>

論文情報 (2018年7月～2018年10月)

- \* 「トランプ税制改革法と日本企業への影響[下]」 太田洋、旬刊商事法務 No.2180(2018年10月25日号)
- \* 「トランプ税制改革法と日本企業への影響[上]」 太田洋、旬刊商事法務 No.2179(2018年10月5・15日合併号)
- \* 「株式交付制度の創設と自社株対価 M&A に関する規制緩和」 太田洋、Website「法と経済のジャーナル Asahi Judiciary」
- \* 「New squeeze-out provisions under Japan's Industrial Competitiveness Enhancement Act (英)」 スティーブン・ポーラー・田端公美、2018年10月
- \* 「産競法平成30年改正及び平成30年度税制改正により利用しやすくなった自社株対価 TOB」 太田洋、Website「法と経済のジャーナル Asahi Judiciary」
- \* 「株対価 M&A 解禁の実務上の意義」 武井一浩・松尾拓也・森田多恵子・田端公美、旬刊商事法務 No.2176(2018年9月5日号)
- \* 「みなし清算条項を定款で定めることの有効性」 野澤大和、旬刊商事法務 No.2176(2018年9月5日号)
- \* 「ヨーロッパにおける取引価値基準による企業結合規制の導入」 金子佳代、Website「法と経済のジャーナル Asahi Judiciary」
- \* 「Getting the Deal Through – Executive Compensation & Employee Benefits 2018: Japan」 柴田寛子、Getting the Deal Through – Executive Compensation & Employee Benefits 2018
- \* 「Representation and Warranty Insurance in Japanese M&A Transactions (英)」 スティーブン・ポーラー、2018年08月
- \* 「Competition (Merger control): Japan」 川合弘造・大島博至、Practical Law Global Guide 2018: Competition
- \* 「M&A 新時代 – 株対価 M&A の幕開け」 武井一浩・中山龍太郎・松尾拓也、M&A 専門誌マール 2018年8月号(286号)
- \* 「自社株対価 M&A に関する制度改正と米国証券法上の規制への対応等」 石崎泰哲、Website「法と経済のジャーナル Asahi Judiciary」

セミナー情報 (2018年7月～2018年12月)

開催予定

- \* 「M&A 契約のポイント【カープアウト取引契約編】  
～事業譲渡契約・吸収分割契約・カープアウトを伴う株式譲渡契約の作成・交渉で押さえるべきポイントを解説～」  
山本晃久・坪野未来  
開催日:2018年12月11日(火)  
お申込・詳細:<<https://www.jurists.co.jp/ja/seminars/57490.html>>
- \* 「M&A 契約のポイント【合併(JV)契約・株主間契約編】  
～合併(JV)契約・株主間契約の作成・交渉で必ず押さえるべきポイントを分かりやすく解説～」 高木智宏・山本晃久  
開催日:2018年12月17日(月)  
お申込・詳細:<<https://www.jurists.co.jp/ja/seminars/57133.html>>

開催済

- \* 「資本・業務提携の実務とその留意点」 森本大介
- \* 「グループ会社管理をめぐる法的留意点と実務対応」 森本大介
- \* 「M&A 法務デューデリジェンスのチェックポイントと契約への反映【スキル習得編】」 石川智也
- \* 「M&A 契約のポイント【株式譲渡契約・出資契約編】」 高木智宏・山本晃久
- \* 「日米における危機管理プラクティスの最新動向」 森本大介・渋谷卓司・Patrick Sinclair・Joshua Friedman・Jon Gray
- \* 「事業承継場面における種類株式の活用と留意点」 松尾拓也
- \* 「ベトナムへの進出及び進出後の事業運営の実務」 廣澤太郎
- \* 「監査・法務部門のための M&A 実務の基礎知識」 森本大介
- \* 「【現地報告】ベトナムへの進出及び進出後の実務」 廣澤太郎
- \* 「M&A の基礎」 根本剛史・渡邊貴久

当事務所は、M&A 分野における日本のリーディング・ファームとして、多様な業種の事業会社および投資ファンド等による、様々な手法を用いた企業買収、グループ内事業再編、事業再生型 M&A、ゴーイング・プライベート、MBO、その他あらゆる種類の M&A 案件を取り扱っております。また、クロス・ボーダー案件についても、アウトバウンド・インバウンド案件双方について、欧米に限らず、近年増加しているアジア諸国の M&A 案件を含め、多数の案件に關与しております。当事務所は、M&A 分野に関する最先端の知識ならびに豊富な経験およびノウハウに基づき、また、必要に応じて、他の分野および実務の動向に精通した当事務所の多数の弁護士・外国法事務弁護士等と協働することにより、迅速かつ確かなリーガルサービスを提供しております。本ニュースレターは、クライアントの皆様のニーズに即応すべく、M&A 分野に関する最新の情報を発信することを目的として発行しているものです。西村あさひ法律事務所では、他にもアジア・中国・ビジネスタックスロー・金融・事業再生等のテーマで弁護士等が時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。バックナンバーは<<https://www.jurists.co.jp/ja/newsletters>>に掲載しておりますので、併せてご覧ください。