

インドネシア Batu Hijau 銅鉱山に参画して

—第2回：インドネシア資本化進行期（2005～2011年）—

住友商事株式会社
非鉄金属事業部

荒川 仁

1. 第一の難局から第二の難局へ

前稿では、操業開始前に銅価・金価格下落局面を迎えて第1の難局に直面することとなり、操業計画の大幅な見直しによってその難局を克服し、生産開始当初の苦しい時期を乗り越えて安定操業に入るまで—1996年から2005年にかけてのヌサ・テンガラ・マイニング社によるBatu Hijau銅鉱山事業への参画～操業初期—の歴史について概説した。

本稿では、本事業にとって大きな第2の難局となったインドネシア資本化義務への対応について、外資及びPTNNTによる極めて難易度の高い課題への挑戦、その義務履行を巡ってインドネシア政府との間で仲裁にまで纏れ込んだ紛糾と係争、最終的にインドネシア資本への株式譲渡を実現するに至るまでの多方面にわたる攻防とその顛末などに焦点を当てながら、2005年から2011年にかけての操業中期の歴史について振り返ることとしたい。

2. インドネシア資本化義務の履行開始

Batu Hijau銅山操業を担う現地事業会社PT

Newmont Nusa Tenggara (PTNNT) では、前稿において概説したとおり、中央政府との間で鉱業事業契約 (Contract of Work) を締結して、これに則り鉱山操業に従事していた。このContract of Workの特徴の一つにインドネシア資本化義務があり、Newmont Mining社/ヌサ・テンガラ・マイニング社は商業生産開始から5年を経過した時点から以降段階的にインドネシア資本に対して持分を譲渡していくことが義務付けられていた。

Contract of Work制度は1967年に導入され、その後年を追うごとに改定が重ねられ、1967年制定の第1世代から1997年制定の第7世代まで規定内容の異なる7種のContract of Workが存在する。インドネシア資本化義務に関しても規定内容が世代によって異なり、特に外資によるインドネシア資本への持分譲渡義務比率については世代によって0%から51%以上まで大きな差異があった。

PTNNTが中央政府との間で締結した第4世代のContract of Workにおいては、下表関連規定骨子のとおり、外資にとって最も厳しい51%以上の持分譲渡義務が課されていた。

【PTNNT が締結した第4世代 Contract of Work におけるインドネシア資本化義務関連規定の骨子】

- PTNNT は、外資の保有比率を下げるべく、外資による保有株式の売却ないし新株発行のいずれかによるオファーを第一にインドネシア政府に対し実施し、インドネシア政府が30日以内にこれを購入する意思表示をしなかった場合にはインドネシア個人ないしインドネシア人がコントロールするインドネシア民間企業に対して保有株式の売却ないし新株発行を行うものとする。
- インドネシア資本化対象株式は、商業生産開始から5年を経過して以降毎年以下のとおりオファーされるものとする。

5年経過後の初年度	15%
第2年度	8%
第3年度	7%
第4年度	7%
第5年度	7%
第6年度	7%
計	51%

Newmont Mining社／ヌサ・テンガラ・マイニング社（外資）及びPTNNTによるインドネシア資本化義務への対応は、まずは政府との間でContract of Workに基づく具体的な株式譲渡義務比率とオファーのスケジューリングについて合意することから始まった。

PTNNTの場合、商業生産開始が2000年3月であったことから、対象株式のオファー義務はそれから5年を経過した2005年3月を起算日として生じることになる。但し、当初からインドネシア民間企業であるPT Pukuafu Indahが株式20%を保有していたことから、中央政府との間でこの20%については最初からインドネシア資本化義務を充足したものとみなされ、実際には初年度の株式15%オファー義務は免除されることを確認した。その結果、第2年度までにオファーすべき株式計23%の内、既に義務を充足したものとみなされた20%を除く3%を対象として、2006年3月までに最初のオファーを提示することで合意に至った。

この中央政府との合意に関して、PTNNTにおいてContract of Work上の関連規定どおりにインドネシア資本化が進行した場合に外資とインドネシア資本との間の持分比率がどのように変遷することになるかを

中心にまとめると、表1のとおりとなる。

Newmont Mining社及びヌサ・テンガラ・マイニング社では、この最初のオファー提示に先立ち、両社が保有するPTNNT株式80%から最終的に株式31%の譲渡が実現してその保有比率が49%に減少した場合でも、実質的に議決権の過半数をコントロールしてPTNNTの経営支配権を維持する手立てを講じることが企図して、以下に掲げる戦略を策定した。

- (i) 譲渡される株式31%の譲渡先を分散して外資が最大株主としてのポジションを維持できるようにする。
- (ii) 利害が対立することが予想されるインドネシア政府や敵対的な買収を企図するインドネシア企業への株式譲渡を回避して、外資と良好な関係を構築し得るインドネシア民間企業への譲渡実現を目指す。
- (iii) 適正市場価値に基づく価額での譲渡を指向する。

かかる準備を進めた上で、2006年3月、両社が保有するPTNNT株式80%の内3%を対象として中央政府に対し最初のオファーを提示した。

表1. インドネシア資本化進行に伴う持分比率の変遷

譲渡年次	譲渡対象 株式比率	外資持分			インドネシア 資本持分
			(内、Newmont Mining社)	(内、ヌサ・テンガラ・ マイニング社)	
2005年	0%	80%	(45.0%)	(35.0%)	20%
2006年	3%	77%	(43.3%)	(33.7%)	23%
2007年	7%	70%	(39.4%)	(30.6%)	30%
2008年	7%	63%	(35.4%)	(27.6%)	37%
2009年	7%	56%	(31.5%)	(24.5%)	44%
2010年	7%	49%	(27.6%)	(21.4%)	51%

3. インドネシア政府との交渉と紛糾

この最初のオファーに対し、中央政府がオファー価額への異議を唱えたことから中央政府との間で価額交渉となり、その交渉が難航して譲渡価額が確定するまでに5か月もの期間を要したが、数次にわたって粘り強い交渉を重ねた結果、外資側が望んだ適正市場価格に基づく価額にて妥結することはできた。

中央政府からすれば、その妥結した譲渡価額は多額過ぎて資金手当が困難と判断、自ら購入することは断念して地方政府に対し購入意思を打診することとなったが、地方政府にとっても購入意思はあるものにかかる多額の資金を手当するためにはスポンサーを見つけねばならない状況で、これが障害となって地方政府からはなかなか意思表示がなされないまま更に時間が経過した。

そこで地方政府のスポンサーとして名乗りを上げたのがインドネシア政商・財閥の一つであるBakrieグループで、2006年12月、Bakrieグループと地方政府との間で受け皿会社を設立してPTNNT株式を購入する方向で協議が開始され、2007年に入り漸く地方政府から購入意思表示がなされるに至った。

この譲渡価額の交渉と譲渡引受先の選定に多大な時間を要したために、外資からのオファーに対する中央政府からの最終回答はContract of Workにおいて定められた30日の期限を過ぎて大幅に遅れることとなり、結局中央政府から「中央政府としては購入意思無し、購入意思表示のあった地方政府と協議されたし」との最終回答が来たのはオファー提示から1年近く経過した2007年2月であった。

そうこうする内に、2007年3月、2007年譲渡対象株式のオファー期限が到来したため、2006年譲渡対象株式の譲渡実行が進んでいない状態ではあったが、外資としてはContract of Work上の規定に従わざるを得ないと判断、中央政府に対して保有する株式80%の内7%を対象として2度目のオファーを提示した。

この新たなオファーについても、中央政府との間で再び価額交渉となり、その交渉が難航して譲渡価額が確定するまでにまた5か月を要することとなったが、中央政府が譲渡引受先については前年度の方針を踏襲することにしたため最終回答は前年より早く、2007年9月、「中央政府としては購入意思無し、2006年譲渡対象株式3%と2007年譲渡対象株式7%を合わせて地方政府に譲渡することで取り進められたし」との回答を受領した。

この間、中央政府・地方政府・Bakrieグループが

外資に対して株式譲渡の実行を幾度となく迫ってきたが、外資としては、Bakrieグループが敵対的な買収を企図しているのが明らかであったこと、中央政府から購入意思がないことを示された時点で既に中央・地方を含むインドネシア政府としては先買権を喪失し民間企業に譲渡し得る段階に移行しており外資側が譲渡先を選定できる状況になったと考えられることから、地方政府-Bakrieグループ合弁会社への譲渡実行に抵抗、同合弁会社への譲渡実行を回避してその代わりに良好な関係を構築し得るインドネシア民間企業を株式譲渡先とする手立てはないか、対抗策を懸命に模索していた。

4. 仲裁突入

かかる状況下、2008年2月、中央政府からPTNNTに対し「Contract of Workに定めるインドネシア資本化義務の不履行を宣言し、速やかにこの不履行状態が解消されない場合にはContract of Workを解約する」との通知が一方的に発出される事態となった。

PTNNTとしてはContract of Workの一方的な解約を回避するためには法的手段に訴えるしかないと判断、2008年3月、Contract of Workにて定められた紛争解決条項に則り、国際連合国際商取引法委員会（UNCITRAL）規則に基づく仲裁申立てに踏み切った。また、中央政府側も同じく2008年3月、UNCITRAL規則に基づく仲裁申立てを提起し、これにより2006年譲渡対象株式3%及び2007年譲渡対象株式7%（2006～2007年譲渡対象株式10%）を対象としたインドネシア資本化義務の履行を巡る係争は法的手続に移行し、当事者双方が第三者による仲裁裁定に解決を委ねることとなった。

下表はPTNNT側、中央政府側、各々の仲裁申立事由を示している。

PTNNT側	中央政府側
<ul style="list-style-type: none"> ・ Contract of Work 上インドネシア資本化に係る義務は譲渡対象株式をオファーする義務のみであり、PTNNTはその義務を遵守している。 ・ インドネシア政府の先買権は既に喪失している。 ・ インドネシア政府に2006～2007年譲渡対象株式10%の譲渡先を決定する権限はなく、外資が譲渡先を選定できる。 ・ 従い、PTNNTはインドネシア資本化に係る義務不履行は犯しておらず、インドネシア政府にContract of Workを解約する権利はない。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ PTNNTが2006～2007年譲渡対象株式10%の譲渡を実行していないことはContract of Work上の義務不履行に相当し、中央政府はContract of Workを即時に解約することができる。 ・ PTNNTに対し義務不履行期間中に中央政府が被った逸失利益の補償を求める。

このPTNNT及び中央政府双方からの仲裁申立てを受けて、仲裁委員会が組成され、審理期間1年、2009年3月裁決、をターゲットとして仲裁委員会による審理が始まった。

なお、仲裁提起後間もなくして2008年3月末に2008年譲渡対象株式のオファー期限が到来したが、外資としては2006～2007年譲渡対象株式10%を対象とした仲裁プロセスを進めながらも、これ以上Contract of Work上の義務不履行に問われるリスクを回避するためにオファー期限を遵守することを選択、中央政府に対して保有する株式80%の内7%を対象として3度目のオファーを提示した。

この3度目のオファーについても、中央政府との間で再度価額交渉となったが、まだ価額交渉が妥結しておらず中央政府からの回答も出状されていない状況にあった2008年6月、中央政府からPTNNTに対し今度は「PTNNTがプロジェクトファイナンス組成時に担保設定された株式をオファーしたことはContract of Work違反に当たる。速やかにこの担保設定を解除した上で2006～2008年譲渡対象株式計17%の譲渡を完了しなければContract of Workを解約する」との通知が一方的に発出される事態となった。

PTNNTとしては、既に当該担保についてはプロジェクトファイナンス組成時に中央政府から了解を得ている旨を主張して再三にわたりこの解約通知を撤回するよう求めたが、中央政府側はこれを聞き入れず議論が平行線に陥ったため、Contract of Workの一方的な解約を回避するためには再度法的手段に訴えるし

かないと判断し、2008年7月、2008年譲渡対象株式7%についてもUNCITRAL規則に基づく仲裁申立てに踏み切った。

これにより、2006～2008年譲渡対象株式計17%を対象として、以下の3つの争点に関し、その解決を仲裁委員会による裁定に委ねることとなった。

- (i) 株式譲渡先の決定に関してPTNNTと中央政府のいずれに権限があるのか。
- (ii) 譲渡株式への担保設定はContract of Work違反に当たるのか。
- (iii) 中央政府にContract of Workを一方的に解約する権利があるのか。

その後、仲裁委員会による審理が進み、数次にわたって関係者及び専門家への審問が重ねられる中、外資及びPTNNTとしても総力を挙げて対応したが、最終的に2009年3月に出された裁定は、次ページ表に記すとおり、中央政府が主張したContract of Workの即時解約と逸失利益の補償については否認されたものの、それ以外の中央政府の申立てが大筋認められることとなり、PTNNTにとっては不本意な結果に終わった。

PTNNTにとって最も痛手だったのは、Contract of Workにて規定されたインドネシア資本化義務は譲渡対象株式をオファーするだけで充足されるものと信じていたところが、仲裁裁定がオファーするのみでは義務を充足したとはみなされず義務を充足するには譲渡完遂まで求められるとの結論となり、その信じていたものが覆されたことであった。

- ・PTNNT 株主が 2006～2008 年譲渡対象株式の譲渡に関し担保が設定されている状態でオファーしたことは Contract of Work 違反に相当する。但し、インドネシア政府が主張する Contract of Work の即時解約及び逸失利益の補償については否認する。
- ・従い、PTNNT 株主は裁定日から 180 日以内に 2006～2007 年譲渡対象株式について担保設定を解除した上で地方政府ないし地方政府が指定する相手先に当該株式の譲渡を実施すること。
- ・また、PTNNT 株主は裁定日から 180 日以内に 2008 年譲渡対象株式について譲渡価額を合意した上で担保設定を解除し中央政府・地方政府ないしこれらが指定する相手先に当該株式の譲渡を実施すること。

5. 2006～2009年譲渡対象株式の譲渡実行

この仲裁裁定を受けて、外資及びPTNNTとしては、裁定内容は不本意ながらも Contract of Work の解約は何としてでも回避せねばならないと判断、止むを得ず裁定にて定められた2009年9月までの期限内に譲渡対象株式に設定された担保解除を図った上で、中央政府が指定する地方政府－Bakrieグループ合弁会社への当該株式譲渡を実行すべく腹を括って、下表に示すとおり速やかに多方面にわたる関係先との交渉や折衝を重ねていった。

この一連の対応によってPTNNTがContract of Workに違反した状態が解消され、その旨を中央政府との間で確認するに至り、外資及びPTNNTはこれに

てContract of Workを解約されるリスクを回避することに成功した。

また、2006～2009年譲渡対象株式計24%の譲渡を適正市場価格に基づく価額にて完遂することが出来た。

その一方、24%というまとまった比率の株式を地方政府－Bakrieグループ合弁会社1社が保有することになり、外資が掲げた当初戦略の内、「株式31%の譲渡先を分散して外資が最大株主としてのポジションを維持できるようにする」「利害が対立することが予想されるインドネシア政府や敵対的な買収を企図するインドネシア企業への株式譲渡を回避する」との目標は達成されず、課題が残る形になった。

2009年3月	2009年譲渡対象株式7%のオファー期限が到来したことから取り敢えず中央政府に対し4度目のオファーを提示
2009年4月	譲渡対象株式の全てを対象に当該株式31%に設定された担保を解除することについてプロジェクトファイナンス銀行団から承認を取得
2009年5月	当該株式31%に設定された担保解除手続を完了
2009年7月	未結であった2008年譲渡対象株式7%に係る譲渡価額に加えて、2009年3月にオファーした2009年譲渡対象株式7%に係る譲渡価額も合わせて中央政府と交渉を重ね、2006～2007年譲渡対象株式と同様に適正市場価格に基づく価額にて妥結
2009年8月	2006～2007年譲渡対象株式計10%について地方政府－Bakrieグループ合弁会社（PT Multi Daerah Bersaing、PTMDB）との間で譲渡契約締結に向けた交渉を開始
2009年9月	中央政府との間で仲裁裁決にて定められた譲渡実行期限を2009年11月まで延長することで合意
2009年11月	2006～2007年譲渡対象株式計10%についてPTMDBとの間で譲渡契約締結に至り、当該株式10%のPTMDBへの譲渡を実行
2009年11月	2008～2009年譲渡対象株式計14%についても中央政府がPTMDBを譲渡先として指名この指名を受けて即座にPTMDBとの間で当該株式14%の譲渡契約を締結
2009年12月	2008年譲渡対象株式7%のPTMDBへの譲渡を実行（*）

（*）2009年譲渡対象株式7%のPTMDBへの譲渡実行は、譲渡契約上の先行条件の充足に時間を要したことから2010年3月となった。

6. 2010年譲渡対象株式を巡る攻防

外資では、2006～2009年譲渡対象株式計24%の譲渡が完了し、PTNNT株主構成が外資56%：PTMDB 24%：PT Pukuafu Indah 20%となった時点で、実質的に議決権の過半数をコントロールしてPTNNTの経営支配権を維持する手立てを講じるとの当初方針を最終的に達成するために改めて戦略を練り直す必要が生じ、新たに以下に掲げる戦略を策定した。

- (i) 最後に残った2010年譲渡対象株式7%の譲渡先がPTMDB以外のインドネシア資本になるよう最善の努力を尽くし、改めて譲渡先の分散を図る。
- (ii) その努力がかなわず結果的に2010年譲渡対象株式7%の譲渡先もPTMDBとならざるを得なかった場合に備えて、外資と良好な関係を構築し得るインドネシア民間企業にノミナルな株式を保有せしめることでPTMDBに対抗する策を追求する。

この戦略に基づき、まずは2010年6月、PT Pukuafu Indahが保有するPTNNT株式20%の内2.2%をNewmont Mining社と関係があったインドネシア民間企業（PT Indonesia Masbaga Investama、PTIMI）に譲渡せしめることに成功した。

また、2010年3月に2010年譲渡対象株式7%のオファー期限が到来したことから、前例に倣って中央政府に対し5度目のオファーを提示、そこから譲渡価額交渉に入って2010年10月に妥結するに至ったが、この間、中央政府に自ら同7%を引き受けせしめるべく関係官庁を始め多方面にわたって働きかけを続けた。その結果、その働きかけが奏功し、2010年12月、中央政府から当該株式7%は財務省が代表する中央政府にて購入する旨の意思表示を引き出すことに成功した。

その後、中央政府によって当該株式7%の具体的な譲渡先として財務省が所管する政府投資センターPusat Investasi Pemerintah (PIP) が指定されたことから、そのPIPとの間で譲渡契約締結に向けた協議を開始、2011年5月譲渡契約を締結するに至った。

このPIPとの譲渡契約締結を以て中央政府から「PTNNTがContract of Work上のインドネシア資本化義務を充足したものと認める」旨の確認書を受領、これにて2005年に始まったインドネシア資本化を巡る係争は一段落し、外資及びPTNNTは第2の難局を乗り越えるに至った。

なお、実際にPIPにてPTNNT株式を購入するに当たっては議会から承認を得る必要があったために、財

務省では2011年5月以降その承認取得に向けて議会と協議を重ねたが、地方政府が譲渡対象株式の全てを保有すべきと主張する議会からの猛反対に遭って一向に承認が得られないまま時間が経過、その後PIPへの当該株式7%の譲渡は外資がPTNNT株式を別のインドネシア民間資本に売却した2016年11月まで実現することはなかった。

但し、外資及びPTNNTとしては既に中央政府からPIPとの譲渡契約締結を以てインドネシア資本化義務を全て充足した旨の確認書を手入していたことから、この最後の株式7%の譲渡が未了であっても何ら影響を受けない立場にあった。

7. 第二の難局を克服して

前述のとおり、2005年3月にインドネシア資本化義務を巡る闘争が始まって2011年5月にその闘争が一段落するまで実に7年弱の歳月を要した訳だが、この間PTNNTにおける操業は目立った障害もなく順調に推移しており、また、その業績も高銅価・高金価格に支えられ好調に推移していた。

図1はこの2005～2011年の7年間に実際に銅価がどのように推移したかを示している。2008年央に一時急落局面を迎えたが直ぐにV字回復して、総じてUS\$5,500/tを上回る高水準を維持、特に2010年から2011年にかけて史上最高値圏にて推移したことが見て取れる。

図2は同じくこの2005～2011年の7年間に実際に金価格がどのように推移したかを示している。2005年初から一時調整局面を迎えながらも右肩上がりでの上昇を続け、総じて高値圏で推移したことが見て取れる。

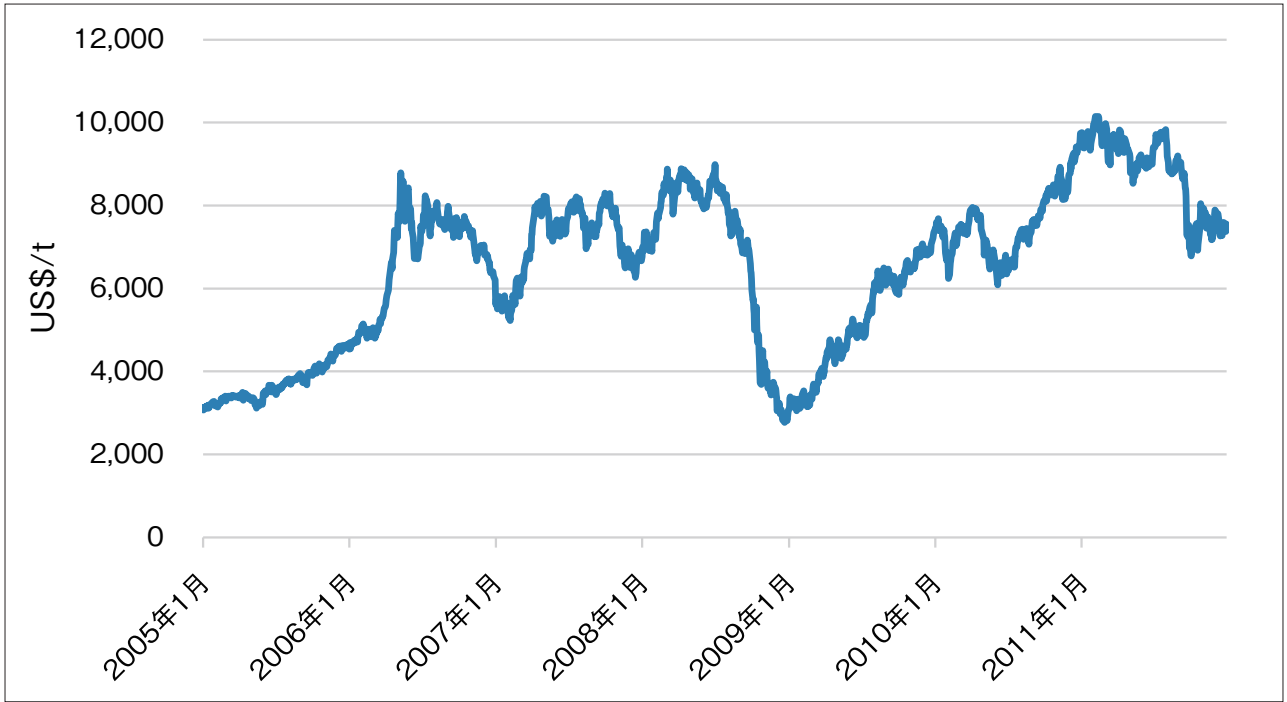


図1：2005～2011年銅価推移

出典：公表情報を基にJOGMEC作成

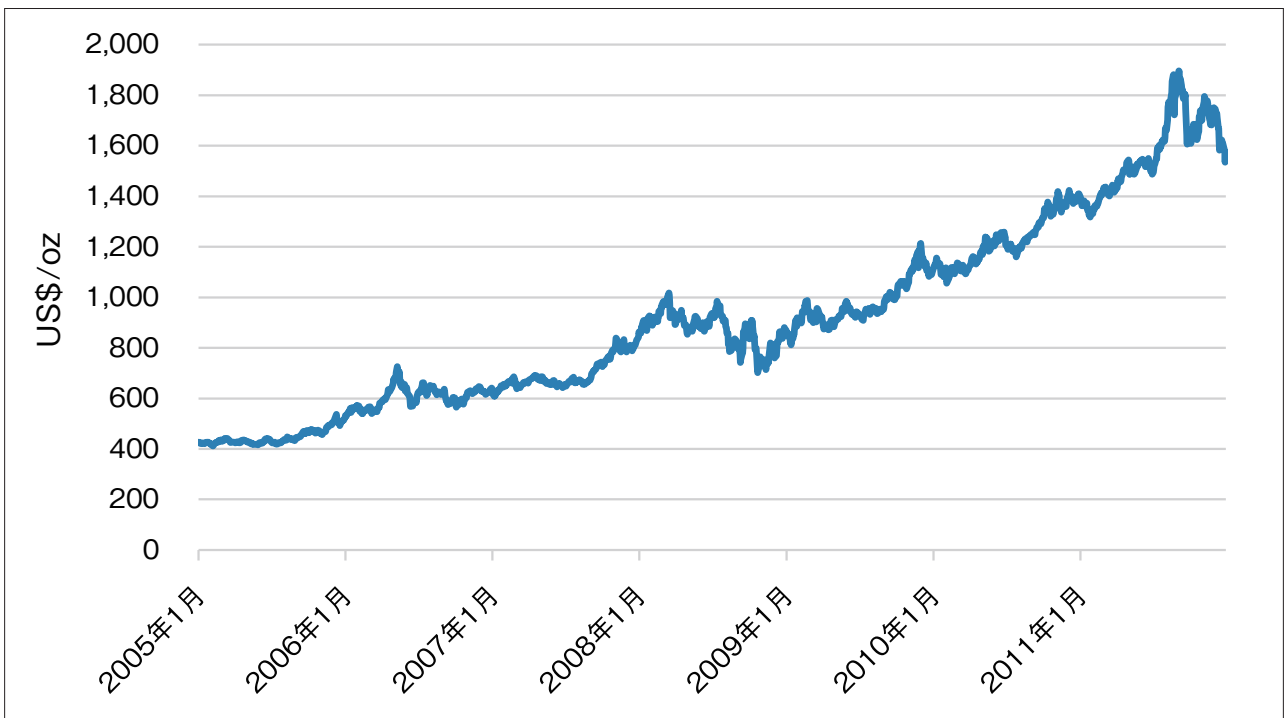


図2：2005～2011年金価格推移

出典：公表情報を基にJOGMEC作成

振り返ってみると、外資及びPTNNTが操業・業績に懸念や憂いを抱くことなく中央政府・地方政府・Bakrieグループ・PT Pukuafu Indah・PTIMI・プロジェクトファイナンスレンダーなど多岐にわたる関係先との交渉・折衝や1年にわたる仲裁プロセスへの対応に専念できたことが、この難局を乗り越えるに至った大きな要因の一つであったと言える。

また、2010年3月以降、PTNNTはNewmont Mining社 31.5%：ヌサ・テンガラ・マイニング社 24.5%：PTMDB 24.0%：PT Pukuafu Indah 17.8%：PTIMI 2.2%という複雑化した株主構成の下で操業を続けていくことになったが、結果的に外資がインドネシア資

本化義務を充足しながら56%という過半数の権益を保持し続ける形に収まったことも大きかった。PT Pukuafu IndahからPTIMIに株式2.2%を譲渡せしめたことが安定株主対策として奏功したこと、Bakrieグループが当初見られたような敵対的な姿勢を引っ込め実際にPTMDBが株主に加わってからは外資に対して反駁するような態度を示さなくなったことも、安定した経営体制を維持することに寄与した。

図3はインドネシア資本化義務が充足されるに至った2011年5月時点でのPTNNT出資関係を示している。

Batu Hijauプロジェクト出資関係 外資出資スキーム再編完了時点

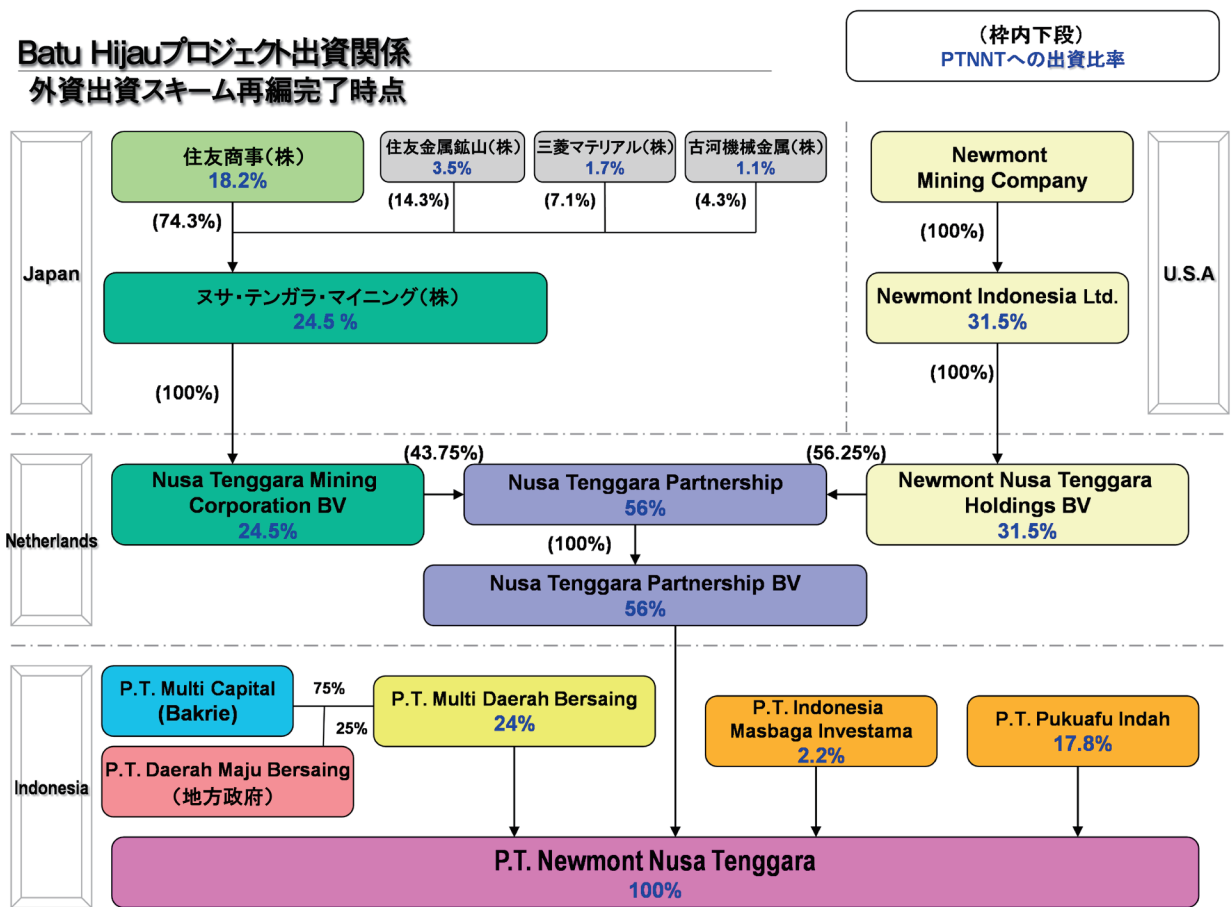


図3：PTNNT出資関係<2011年5月時点>

出典：住友商事

こうして第2の難局を克服し、安定した経営基盤の下で、PTNNTは2010年から2011年にかけての銅価高騰局面を享受して最高益を記録するなど順調な操業・業績を維持していくのだが、その一方で、2009年1月に施行されたインドネシア新鉱業法がBatu Hijau銅鉱山事業の先行きに影を落とし始め、同事業は大きな第3の難局を迎えることになる。インドネシア資本化義務を巡る闘争が一段落してから息つく間もなく、今度は新鉱業法を巡る闘争が本格化していったのが、その背景である。

第1の難局は市況リスクに起因した一般的に多くの鉱山事業が直面し得る事象、第2の難局はインドネシア固有のリスクに起因した本事業ならではの特有の事象であったと言えるが、この第3の難局もまたインドネシア固有のカントリーリスクに起因した本事業ならではの特有の事象であったと言える。

次稿では、このインドネシア新鉱業法の施行によって問題化したContract of Work制度から鉱業認可制度への切り替え、付加価値義務化、未加工鉱物の輸出規制、などを巡る紛糾とそれら問題への対応に焦点を当てつつ、2011年5月以降、外資がBatu Hijau銅山権益を売却するに至った2016年11月までの間の歴史について振り返ることとしたい。

以上