

2008 年上半期ガバナンス回顧

2008 年 7 月 10 日 全 3 頁

TCIのJパワー株買い増しに中止命令

経営戦略研究所
藤島 裕三

外資排除を疑われない資本市場の在り方が平時より問われている。

[要約]

- 5月13日、TCIがJパワー株を買い増すため、外為法に基づいて行った届出に対して、政府は中止命令を発した。6月の株主総会における株主提案も、全て否決されている。
- 今回の政府判断に限れば、国のエネルギー政策に関わる面は否定できず、短絡的に間違った措置とはいえない。ただし投資環境に対する悪影響は少なくないかもしれない。
- 買収防衛策の増加や株式持ち合いの復活など、「外資排除」を疑われる昨今の事象にこそ問題がある。平素から株主重視の姿勢を徹底しておくことが、何よりも肝要だろう。

Jパワー株買い増しに 中止命令

5月13日、ザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド（以下、TCI）が電源開発（以下、Jパワー）の持株比率を9.9%から20%に買い増すため、外国為替および外国貿易法（外為法）に基づいて行っていた届出に対して、政府（財務相および経産相）は中止を命令した。外為法に基づく中止命令は初めてという。

TCIは先立って4月16日に中止勧告を受けたが、Jパワー株式の継続保有を表明した上で、翌17日に6月のJパワー定時株主総会に向けて、増配などを求める株主提案を実施していた（図表1）。さらに25日になって、中止勧告の応諾拒否を回答。これを受けて政府は、冒頭の中止命令を発するに至った。

6月26日のJパワー株主総会を巡っては、双方による委任状争奪戦が繰り広げられた。結果としてTCIによる株主提案は全て否決されたが、TCIは同日付のプレスリリースにおいて、一般株主（発行済株式総数の約60%）の過半数が、その提案を支持したと主張している。またTCIは株主提案の否決について、「取引関係や持ち合い関係のある株主によって生じた不正な結果」と非難している。

「子供たちのファン ド」の横顔

TCIは2003年に設立された、英国の投資ファンドである。各種報道によると、運用資金は150億ドルに達するとともに、また収益の一部は慈善事業の基金に寄付している。同ファンドは「長期的視点および所有者的視点」による投資を標榜しており、経営陣との「建設的で開かれた対話」を信念に掲げている。

その存在が世界的にクローズアップされたのは2005年、ドイツ証券取引所によるロンドン証券取引所の買収計画を、筆頭株主として撤回させて、当時のCEOを辞任に追い込んだことによる。また2007年にはABNアムロ銀行に対して事業再編の要求を突き付け、これを端緒に同行は3分割して売却されるに至った。

わが国においては2007年3月、Jパワーと中部電力に対して、増配を要求する株主提案を実施した。いずれも同年6月の株主総会において否決され、中部電力株は売却した模様だが、Jパワー株については継続保有していた。現在、日本企業としてはJパワーが唯一、TCIの投資先と見られる。

「特殊法人改革の優等生」に狙い

Jパワーは国内最大の電力卸事業者で、国内電力会社10社を主要顧客としている。2004年10月に東証一部上場を果たした際、政府・電力各社が保有株を全て放出したこともあり、「特殊法人改革の優等生」といわれた。石炭火力と水力が中心だが、5月末には初の原発（青森県下北郡大間町）が着工した。

TCIがJパワーの株主だと判明したのは2006年10月である。TCIは当時の5.1%から買い増しを続けて、2007年3月時点で外為法規制の寸前となる9.9%にまで達した。同時に保有目的を「純投資」から「重要提案行為などを代理する」に変更、先述した株主提案の実行につながっている。

2007年11月には経営改善を求める書簡をJパワーに送付した。特にROEや営業利益の減少を指摘したが、経常利益は計画を上回っている（図表2）とJパワー側は反論、TCIの提案を拒絶した。TCIが同社株の買い増しを届け出た背景には、経営陣への発言力を高める狙いがあるだろう。

国内外における外資規制の状況

わが国外為法による対内投資規制は、国の安全を損なう、公の秩序の維持を妨げる、公衆の安全の保護に支障を来す、といった恐れのある資本取引などを対象に定められている。このうち電力会社は、に関わる業種で、上場企業であるJパワーの場合、10%以上の株式取得が審査対象となる。

外資規制の海外事例としては、米国の国防生産法（エクソン・フロリオ条項）が有名である。同条項は国家安全保障の観点から、全業種について、上場企業株式の10%以上を対象としている。また英国には外資に絞った規制は存在しておらず、合併については国内資本と同列に公益性を審査する。

有事の信認は「平時」に培われる

本件の中止命令に際して政府は、過去の投資事例でTCIは10%程度の持株比率で経営陣の交代に成功している、具体的な経営改善策を示しておらず原発建設など国策への影響を払拭できない、などを理由に挙げた上で、同買い増しに「公の秩序の維持を妨げる恐れ」を認定したと説明している。

もっとも今回の政府判断に限れば、国のエネルギー政策に関わる面は否定できず、間違った措置だと短絡的に決め付けることはできないだろう。ただし昨年来の「日本売り」が続く投資環境の中、TCIが指摘するように、「本件勧告は日本市場に重大な悪影響を及ぼす」恐れも否定できない。

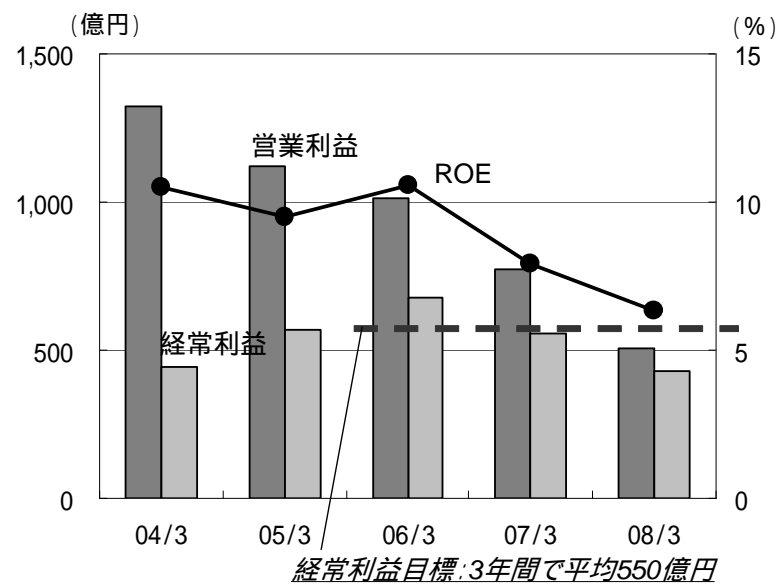
より重要な問題は、わが国が「外資排除」を疑われる、昨今の様々な事象にある。買収防衛策の増加や株式持ち合いの復活ばかりが目立っているため、本件も株主軽視の表れだと嫌気されかねない。平素から株主重視の姿勢を徹底しておけば、個別の「例外案件」で非難されることは少ないのではないかと。

図表1 Jパワーに対するTCIの株主提案

1. 定款で株式投資を総額 50 億円に制限
(2007 年 3 月期末現在で 680 億円)
2. 定款で最低 3 人の社外取締役枠を設定
(2007 年 10 月 31 日現在でゼロ)
3. 配当を期末 90 円、年間 120 円に増額
(2007 年 3 月期実績は年間 60 円)
4. 配当を期末 50 円、年間 80 円に増額
(一般株主に選択肢を提供する)
5. 総額 700 億円の自己株式取得枠を設定
(株式投資とほぼ同額を充てる)

TCIのプレスリリース(2008年4月17日付)よりD I R経営戦略研究所作成

図表2 Jパワーの主要な経営指標の推移(5期間)



Jパワーの決算短信(2008年3月期)などよりD I R経営戦略研究所作成