



RIETI Policy Discussion Paper Series 08-P-005

欧州における電力・ガス事業再編の背景と構造 —企業、主権国家、国際組織によるマルチプル・ゲーム—

白石 重明
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所
<http://www.rieti.go.jp/jp/>

欧州における電力・ガス事業再編の背景と構造
—企業、主権国家、国際組織によるマルチプル・ゲーム—

白石重明（経済産業研究所上席研究員／OECD コンサルタント）

2008 年 7 月

<要旨>

本稿は、欧州における国際的な M&A 等による電力・ガス事業再編の背景を具体的に分析し、再編の構造を「企業、主権国家、国際組織、という異なる原理に基づいて行動するプレイヤーによるマルチプル・ゲーム」というフレームワークによって理解し、将来に向けた政策的インプリケーションを得ようとする試みである。

近時、欧州では国際的 M&A 等による電力・ガス事業再編の動きが活発であるが、その背景は、以下のとおりである。

- 制度要因：資本移動の自由という EU の原則論の下、株式公開買付に関する EU 指令の加盟国での国内法制化により買収防衛策に関するルールが明確化されるなど、制度面で M&A 環境が整えられてきたこと
- 事業環境要因：特に電力・ガス事業については、「持続可能で競争力があり、かつ安定したエネルギー供給」という理念の下、欧州統一市場の創設を目指した動きが活発化しており、こうした事業環境の変化に対応するための戦略として国際的 M&A が位置づけられたこと
- マクロ経済要因：欧州域内の経済成長が続く中で、収益基盤の拡大を目指す企業戦略として大規模 M&A が注目される一方で、豊富な流動性により資金調達が容易であったこと

こうした中、特に注目を集めた 2006 年 2 月に始まるドイツ E.ON によるスペイン・エンデサの買収劇は、当事者となった両社のほか、イタリア・ENEL 等の買収参入者、スペイン政府、EU 委員会といった関係者を巻き込んで事態が推移し、最終的には、E.ON の買収断念と見返りとしての資産獲得という形で一応の決着を見た。この事例をマルチプル・ゲームのフレームワークによって分析すると、以下のような含意が導かれる。

- 主権国家が追求する国益、企業が追求する利潤、国際組織が追求する全体の利益は、それぞれが異なる原理に基づく価値であり、経済グローバル化は非特性関数形ゲームである。異なる価値間の調整は、メタ決定としての政治的（民主主義プロセス）決定であり、一義的な理論的正解はない。具体的に吟味が求められる点は、個別具体的な状況に照らして判断される国益の内実である。本事案でのスペインの条件付けは、具体的な国益の

内実を念頭に置いた一つのモデルとして積極的評価も可能であり、これを違法とした欧州司法裁判所の判断の射程は慎重に見る必要がある。

- 買収側、被買収側の双方にとって有益である M&A が最も好ましい結果をもたらす。その前提として十分な情報開示が必要である。いわゆる TOB 合戦は、双方に大きな負担となる可能性があり、WIN-WIN を生み出す妥協が現実的で好ましい結果をもたらす。企業防衛策が強力である場合には、副作用も大きくなる可能性が強く、導入・発動の条件について慎重な検討が必要である。

また、今後の検討課題としては、以下のような点が指摘できる。

- 現在、国際的 M&A に関する主権国家、企業、国際組織の迫及する異なる価値の対立の調整は、①主権国家による外資規制等、②企業レベルでの企業防衛、③（EU であれば域内の競争政策といった）国際レベルでの調整、といった複層的な制度によって行われているが、あるべき制度については成熟したコンセンサスはない。それぞれの規制根拠や規制の程度は異なっており、また、企業レベルの防衛策と外資規制との相互関係等についても、様々な類型が存在する。これらの実態をさらに分析し、今後の制度設計に活かしていくことが必要である。
- 特にエネルギーセクターにおいては、エネルギーセキュリティの確保を念頭において、外資問題をどのように捉え、制度設計に取り込むかが検討される必要がある。そのためには、より広い視野から、「資本関係とエネルギーセキュリティ」について洞察する必要がある。

<備考>

本稿は、「経済グローバル化の構造—企業、主権国家、国際組織によるマルチプル・ゲーム」（2008 年 1 月）を前提としつつ、欧州における電力・ガス事業再編の背景と構造を明らかにしようとするものであり、執筆に際しては、本稿引用の文献等のほか、EU 委員会関係者、各国政府関係者、電力ガス事業関係者、等から取得した情報を利用した。

I インTRODクシヨン

本稿は、欧州における国際的な M&A 等による電力・ガス事業再編の背景を具体的に分析し、再編の構造を「企業、主権国家、国際組織、という異なる原理に基づいて行動するプレイヤーによるマルチプル・ゲーム」というフレームワークによって理解し、将来に向けた政策的インプリケーションを得ようとする試みである。

近時、欧州では、国際的な M&A 等による電力・ガス事業の再編の動きが活発である。例えば、2006 年 2 月の買収提案に始まったドイツ E.ON によるスペイン・エンデサ買収劇は、2007 年 2 月の TOB 実施、イタリア・ENEL の買収参戦、4 月の E.ON による TOB 断念、と推移したが、買収提案撤回の見返りとして E.ON はスペイン国内に設備資産を有利な条件で獲得し、事業再編の実を一部得た形となっている。また、早くから電力自由化が進められたイギリスでは、パワージェンが E.ON に買収されて E.ON UK となり、イノジーがドイツ・RWE 傘下となって Npower となるなど、国際的 M&A が活発であったが、さらに 2006 年 11 月にはスペイン・イベルドローラによるスコティッシュ・パワー買収が発表され、合意に基づく公開買い付けによる事業統合が行われた。他方、フランスでは、スエズに対するイタリア・ENEL の買収計画に対抗する形で、GDF とスエズの合併計画が発表されている。これらのほかにも、エネルギーインフラが不十分な東欧地域への進出なども活発である。

こうした動きの背景としては、

①The Treaty Establishing the European Community(1958 年発効)第 1 4 条第 2 項及び第 5 6 条において資本移動の自由を規定しているという EU の原則論の下、株式公開買付に関する EU 指令が 2004 年に採択されて（2006 年年央までの国内法制化が加盟国に義務付け）買収防衛策に関するルール of 明確化が進むなど、制度面で M&A 環境が整えられてきたこと、

②特に電力・ガス事業については、「持続可能で競争力があり、かつ安定したエネルギー供給」という理念の下、欧州統一市場の創設を目指した動きが活発化しており、こうした事業環境の変化に対応するための戦略として国際的 M&A が位置づけられたこと、

③欧州域内の経済成長が続く中でエネルギーインフラ需要が旺盛＝ビジネスチャンスが拡大しており、収益基盤の拡大を目指す企業戦略として大規模 M&A が注目される一方で、豊富な流動性が存在することで M&A に際しての資金調達が可能であったこと、

などが指摘できる。

このように企業が M&A 等による事業再編を企業戦略として活発に進めようとする中、主権国家は、自国のエネルギーセキュリティ確保の観点等から、外資による電力・ガス事業の買収に批判的な動きを見せたり（場合によっては、イタリア ENEL のフランス・スエズ買収の動きをイタリア政府が航空会社再編をめぐる他の思惑から牽制したように、主権国家間の give and take として他の問題と関連付けて処理を図ったり）、フランス GDF とスエズの合併をフランス政府がリードした事例のように、いわゆるナショナル・チャンピオン企業の創出に向けた動きを見せることもある。

これに対して、国際組織である EU 委員会では、一方で資本移動自由の原則から国際的な M&A を支持する一方で、実際の市場の状況によっては競争政策の観点からの審査を厳格化せざるを得

ないという、一見すると自己矛盾を孕むような状況も生まれている。例えば、EU 委員会は、ドイツ E.ON によるスペイン・エンデサ買収計画や、スペイン・イベルドロラによるイギリス・スコティッシュ・パワー買収計画については、これを促進する姿勢を示したが、フランスにおける GDF とスエズの合併については、競争政策の観点から厳しい姿勢を示している。

さらに、一部に、いわゆる資源ナショナリズムによって電力・ガス供給を政治的に利用する動きが EU 域外で強まっていることに対する警戒感も高まりつつあり、欧州の国際的な電力・ガス事業の再編は複雑な動きを見せている。

こうした欧州電力・ガス事業者による国際的 M&A の動きは、さらに欧州外にも拡大しつつある。例えば、フランス・EDF は中国や東南アジアでの事業に足がかりを得つつあり、今後、資本面でもプレゼンスを拡大する可能性がある。また、イタリア・ENEL は再生可能エネルギーを中心に南北アメリカでの事業を拡大しており、地球環境問題をめぐる議論の動向によってさらに大規模な資本投入もあり得る。さらに、ドイツ・E.ON は、約 300 億ユーロ（1 ユーロ＝155 円として約 4 兆 6500 億円）もの豊富な M&A 向けの資金を準備しており、今後とも積極的に M&A 戦略を仕掛けていくと見られているが、そのターゲットについてはスペイン・エンデサ買収が一頓挫したこともあり、中長期的には欧州内に止まらないとの見方も強い。2008 年になってドイツ E.ON が送電網を分離・売却するとの方針を示したのも、こうした国際的事業戦略の一環としてみる必要がある。

こうした中、日本の電力・ガス事業についても、経営への関与を視野に入れた投資対象として注目が集まりつつある。例えば、電源開発に対する英国の「チルドレンズ・インベストメント・ファンド」の出資拡大の動きなどもその一例である。

こうした状況にあって、欧州における電力・ガス事業の再編動向を、その背景まで含めて理解することは、我が国にとっても重要な課題である。本稿では、「企業、主権国家、国際組織によるマルチプル・ゲーム」をフレームワークとして分析を行い、将来に向けた政策的含意を導こうとする。

「企業、主権国家、国際組織によるマルチプル・ゲーム」については、すでに「経済グローバル化の構造—企業、主権国家、国際組織によるマルチプル・ゲーム—」において提示したところであるが、簡単に整理すれば、以下のように、異なる原理に基づくプレイヤーがそれぞれの利得最大化を目指すゲームとして経済グローバル化を捉えようとするものである。

- 企業：個性的なリソースとリスクを戦略的基礎として、事業のリディフィニション（再定義）とリロケーション（地理的再配置）という戦略行動を行う「2R-2R」のダイナミズムによって利潤最大化を図るプレイヤー
- 主権国家：リアリズム原理に基づいて国益増大を図るプレイヤー
- 国際組織：リベラリズム原理に基づいて主権国家の枠を超えた全体の利益増大を図るプレイヤー

本稿では、第一に、欧州の電力・ガス事業再編が活発化している背景等を整理し、第二に、具体的なケースとしてドイツ E.ON によるスペイン・エンデサ買収を巡る動きを整理し、第三に、当該ケースをマルチプル・ゲームのフレームワークによって分析することによって、政策的インプリケーションを導く。

II 欧州電力・ガス事業再編の背景等

ここでは、欧州で電力・ガス事業再編が活発化している背景を、①制度要因（投資に関する一般的ルールの整備）、②事業環境要因（欧州統一市場創設の動き）、③マクロ経済要因（経済成長と豊富な流動性）、という3つの側面から分析する。

II-1. 制度要因（投資に関する一般的ルールの整備）

第一に、EUにおいて投資に関するルールが整備されてきたことが、欧州で国際的 M&A 等を通じた電力・ガス事業再編が進展している背景として指摘できる。ここで着目すべきポイントは、実際に国際的 M&A に携わる関係者の証言等によれば、ルールの内容が国際的投資を助長するものであるかどうかも重要ではあるが、予見可能性の高い形でルールが存在するようになったということがより重要な要素となっている点である。

（1）原則としての資本移動の自由

EUにおいて国際的 M&A 等に関わる資本移動の自由は、欧州の「域内市場」を形成する上で、商品、人、サービスの自由な移動と並ぶ不可欠の要素として規定されている。The Treaty Establishing the European Community 第14条第2項は、「域内市場は、この条約の各条項にしたがって商品、人、サービス及び資本の移動が保障された、域境が存在しない空間からなる」と規定されている。

さらに、同条約第56条第1項では、「本章に規定された条項の枠組内において、加盟国間及び加盟国と第三国間での資本移動に関する全ての規制は禁止されなければならない」と規定されており、域内市場内のみならず、域内市場外との関係においても、資本移動の自由を原則とすることが謳われている。なお、この条項は、自力執行力を有する強行規定であると一般的に解されている。

（2）例外としての規制

他方で、The Treaty Establishing the European Community は、以下のような例外としての資本移動規制を認めている。

①1993 年末現在の既存規制は、その有効性を認められる。また、1994 年以降であっても、理事会の全会一致によって決定する場合には、新たな規制を設けることができる（第57条）。

②公共政策や公共の安全上の理由で正当化される措置を取ることは各国の権利である（第58条）。ただし、ここでいう「公共政策」は狭義に解されており、日本でいうところの「公益性」よりは限定的な内容だと理解されている。欧州裁判所の判例がこの点を明らかにしており、規制が認められるためには、以下の3要件を満たす必要がある。

—差別的性格を有しないこと

—透明性があり、法的検討が可能なこと

—応分性の原則を満たしていること（目的と手段のバランスが取れていること）

③EU 全体の運営に深刻な困難を引き起こす、あるいはそのおそれがある場合には、理事会は ECB と協議の上、6 ヶ月を超えない範囲でセーフガード措置が発動できる（第 59 条）

④EU による経済制裁が発動される場合には、資本移動を規制できる（第 60 条）

⑤自国の安全保障上の重要な利益に反する情報開示は強制されず、武器、弾薬及び戦争物資の売買に関連する、自国の安全保障上の重要な利益を保護するために必要と考えられる措置を取ることができる（第 296 条）。

以上のうち、②及び⑤で示した、公共政策や公共の安全、安全保障上の理由から行われる規制については、実際、各国とも何らかの法律によって担保しているのが実情である。

例えば、フランスでは、「通貨金融法典（Monetary and Financial Code）」において、原則として国際的金融取引の自由を示しつつ（L151 条-1）、国益の維持の目的で資本取引等を政令によって申告、許可、検査の対象とすることができるとし（L151 条-2）、さらに経済財政産業大臣は、外国投資家の活動が公共の秩序、公衆衛生、治安・防衛に影響を与える場合等には、取引の中止・変更を命令できるとする（L151 条-3）。さらに、2005 年には、法令改正によりテロ、マネーロンダリング等の新たなリスクに対応するために、関連 11 業種への外資規制（33.3%以上の出資比率を対象）を導入した。

また、ドイツでは「対外経済法（Aussenwirtschaftsgesetz）」において、やはり原則として対外経済取引の自由を宣言しつつ（第 1 条）、安全保障上の理由から武器製造企業への 25%超の外資参加を規制している（第 7 条第 2 項）。現在、この規制対象となる企業は 20 社前後であるが、さらに軍民 dual use 製品製造企業の扱いについても議論が行われている。

イギリスでは、商業漁船登録要件としてイギリス人による 75%以上の持分保有を義務付けるなど一部に外資規制が残るものの、包括的な外資規制法はない。しかしながら、Rolles Royce 等の防衛産業に属するいくつかの企業については政府が黄金株を保有しており、種々の規制が実施されている。

以上のように、国際的 M&A については、例外としての規制が存在し、特に電力・ガス事業については、エネルギー・セキュリティ確保の観点から、多くの国が関心を有している。しかしながら、筆者のヒアリング調査において、たとえそれが規制に関するものであってもルールが明示されることで投資活動は容易になっているとの指摘が国際的 M&A の実務関係者からなされている。こうしたルールの整備が進んだことが、買収に関する予見可能性を高め、欧州での M&A 等による電力・ガス事業の再編を促進していると考えられる。

（3）EU 委員会 TOB 指令

上記では、主権国家による規制についてみたが、企業買収における買収防衛策の扱いに関するルール整備が進んだことも、国際的 M&A の活発化に影響を与えている。

資本移動の自由を原則として掲げる EU 委員会では、企業買収に関するルールを議論してきたが、2004 年に「TOB 指令（"Takeover Bids Directive"- Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April on takeover bids）」を発し、加盟国に 2006 年までにそれぞれの国内法を同指令に適合させるよう求めた。

この指令に至る過程において、各加盟国は、政府規制以上に企業防衛策のあり方に関心を寄せて議論を戦わせ、指令内容について合意を得るまでに、実に 20 年が費やされている。調整に長期間を要した対立の背景には、法学的には、株主主権を強く意識する英米法と会社を社会的存在として認知する大陸法との基本的な差異があり、経済的には、企業買収に一定の秩序を求める勢力といっそうの促進を求める勢力との争いがあった。また、この議論の間、フォードによるフォルクスワーゲン買収計画の噂があったり、実質的国営企業であるフランス・EDF によるイタリア・ENEL の買収計画発表といった個別具体的な問題が指令案をめぐる議論に影響を与えるという局面もあった。こうした紆余曲折を経て、政治的妥協の産物として TOB 指令は誕生した。

その具体的な内容について、重要なポイントに絞って概観すると、以下のとおりである。

①Board neutrality rule

公開買付情報を入手した対象企業の取締役会は、post-bid の買収防衛策の発動について、株主総会から事前の授權を得なくてはならない（第 9 条）。これは、いわゆる中立義務であり、株主民主主義を尊重する考え方を取り入れたものである。

②Breakthrough rule

定款等によって議決権制限や株式譲渡制限といった買収防衛策を事前に導入していても（pre-bid defences）、公開買付期間にはその効力を否定する（第 11 条）。ただし、これは一株一議決権の原則を公開買付期間中に復活させるものであって、経済的利益と引き換えに制約を受けてしかるべき議決権のない優先株式には、適用されない。このルールは、EU 委員会内部においても radical な TOB ツールだと認識されている。

③Opt-out/opt-in

上記 2 つのルール（特に breakthrough ルール）については調整が困難であったため、政治的な妥協として、その導入がいずれも選択性になっている（第 12 条）。第一に、加盟国は、2 つのルールの国内法制化について、選択の権限を有する（opt-out）。第二に、企業は、その住所がある加盟国が EU 指令に従わない場合には、定款変更決議によって EU 指令に従うことができる（opt-in）。

④Reciprocity rule

加盟国は、上記の Board neutrality rule and/or Breakthrough rule の適用を受ける自国の企業が株式公開買付の対象とされた場合、買収側企業がこれらのルールの適用を受けない企業である場合には、買収対象企業もこれらのルールの適用を受けないことを認めることができる（第 12 条第 3 項）。これは、規定の適用が国内法によるか、企業による個別の opt-in によるかを問わないが、株主総会での議決が必要である。

以上のような内容を有する TOB 指令を受けて、加盟国はそれぞれの国内法制整備を行った。Board neutrality rule は、18 カ国で採用されているが、うち 17 カ国では指令以前に同様のルールが存在した（新規採用はマルタのみ）。Breakthrough rule については、バルト 3 国が採用したほかは国として採用したところはなく、企業が個別に採用する道が残されているのみである。なおバルト 3 国の資本市場ベースでの対 EU 全体の比率は 1% 以下であることから、Breakthrough rule が実際に問題となるケースは少ないと思われる。

以上のように、TOBに関するルールは、必ずしも M&A を助長する方向に傾斜しているばかりではないが、EU 加盟国における法制化作業によってルールが明確化されたことは、M&A の予見可能性を高めることに役立ち、欧州における電力・ガス事業再編活発化の背景の一つとなっている。

II-2. 事業環境要因（欧州統一電力・ガス市場創設への動き）

電力・ガスの欧州統一市場創設に向けた動きが、電力・ガス事業の環境を大きく変化させていることが、欧州で国際的 M&A 等を通じた電力・ガス事業再編が進展している背景となっている。そのダイナミズムこそ、「戦略基礎としての 2R＝企業のリソースとリスク」と「戦略行動としての 2R＝事業のリデフィニション（再定義）とリロケーション（地理的再配置）」の循環によって企業戦略が展開されていくという「2R-2R モデル」によって理解される典型的なダイナミズムである。ここでは、特に電力市場に焦点を絞って整理を行う。

（1）EU 委員会等による域内単一市場創設に向けた動き

EU 委員会は、1996 年に成立した「EU 電力指令」以後、着実に域内単一電力市場創設に向けた取り組みを強化してきた。

具体的に見ると、1996 年の指令は、2003 年までに少なくとも国内市場の 32%を自由化すること、垂直統合型事業者に対して発送配電の会計分離を義務付けること、等を加盟国に求めた。さらに 2003 年の改正指令では、2004 年 7 月までに家庭用を除く電力小売市場（約 60%）を自由化すること、2007 年 7 月までに小売市場を全面自由化すること、送配電系統運用者を法的形態、組織、及び意思決定の点において分離すること、を加盟国に求めた。

この改正指令については、2004 年 7 月 1 日までの国内法制化が義務付けられていたが、多くの加盟国が期限に間に合わなかった。これに対して EU 委員会は、警告文書の発出、欧州司法裁判所への提訴（エストニア、ギリシャ、アイルランド、ルクセンブルク、スペイン）など、強硬な姿勢をとり、電力市場に関する政策が揺るぎないものであることを示した。実際、2007 年 7 月までに、改正指令で定められた電力市場の全面自由化は実現したのである。

さらに、指令発出とともに、例えば国際連系線容量増設支援のため Trans-European Energy Networks プロジェクトを策定し、優先的な国際連系線建設に対する補助金の交付を実施するなど、具体的な支援政策も発動している。

こうした動きは、欧州全体の「持続可能で競争力があり、かつ安定したエネルギー供給」を目指すエネルギー戦略の一端を担うものである。

こうした EU 委員会の動きと平行して、具体的な市場統合プロジェクトも活発化している。特に重要な動きとして、ERGEG(European regulator Group of Electricity and Gas)が主導する「電力地域イニシアティブ」が指摘できる。これは、EU 域内の単一電力市場創設に向けたファースト・ステップとして、域内をバルト地域、中東欧地域、中南欧地域、中西欧地域、北欧地域、南西欧地域、イギリス・アイルランド地域の 7 つの地域市場に統合していこうとするものである（それぞれの地域には重複がある）。こうした地域ごとに、連系線や需給調整の問題等の検討が行われている。

このようなイニシアティブと連係して、すでにいくつかの具体的な市場統合が実現している。例えば、フランス、ベルギー、オランダの 3 か国の市場統合は TLC と称され、2006 年 1 月 1 日から運用が開始されている。またポルトガルとスペインによるイベリア半島の電力市場統合は、MIBEL と称され、2007 年 7 月 1 日から運用が開始されている。

（２）第３次指令案

こうした自由化が、欧州単一市場の創設につながるものと期待されていたが、実際には、競争を通じた単一市場創設は多くの障害に直面した。その主要な問題点を EU 委員会の主張に沿って整理すると、以下のとおりである。

①大手事業者による市場支配力行使の余地

いくつかの地域的市場統合は実現したものの、現実には、多くの電力市場において市場集中がみられ、大手事業者による市場支配力行使の余地がある。

②国際連系線の容量不足

上記とも関連するが、国際連系線の容量が不足しており、市場統合の技術的阻害要因となっている。これは、連系線への投資を促す制度設計ができていないためである。

③不十分なアンバンドリングによる競争阻害

送配電系統運用者が、法的に分離されていても、オーナーシップ（所有権）レベルで分離されていないため、いわゆるアンバンドリングが不十分であり、競争が阻害されている。

こうした問題点を解決し、競争を徹底することで欧州域内単一電力市場を創設するため、EU 委員会は第 3 次指令案を 2007 年 9 月に発表し、現在、欧州議会及び欧州理事会で調整が行われている。

第 3 次指令案は、いくつかの内容を含むが、特にオーナーシップ・アンバンドリングの採用（ただし次善策として、所有権を保持する場合には管理運営を全て ISO=独立系統運用者に委ねることを認める）が大きなポイントとなっている。このオーナーシップ・アンバンドリングは、EU 域内を単位として求められるため、EU 内のいずれかで発電を行う事業者は EU 域内でネットワークを保有できないことになる。また、この要件は EU 非加盟国にも適用される。この点は、欧州単一電力市場創設の動き全体とともに、事業者の事業戦略に大きな影響を与えうるものであり、現下の調整過程においても厳しい議論が戦わされている。こうした中、ドイツ E.ON は、先手を打つ形でネットワークの売却方針を示した。

（３）EU 委員会の競争政策の影響

競争政策自体は、電力・ガス市場のみに関わるものではないが、近時の欧州電力・ガス市場の再編については、EU 委員会の競争政策の影響もある。

EU 委員会の競争政策においては、The Treaty Establishing the European Community 第 81 条（カルテル規制）及び第 82 条（市場支配的地位の濫用行為規制）が主たる根拠法とされるが、近時、リーニエンシー・プログラム（カルテル参加を申し出て、それを立証する証拠を提出するなど競争総局に協力すれば制裁金が免除又は減額される制度）の導入や制裁金の飛躍的増加など EU 委員会のカルテルに対する厳しい姿勢が強まっている。

こうした中で、カルテルとして摘発を受けるリスクを避けるため、M&A によって競争プレイヤーを減らすインセンティブが強まっているとの指摘がある。もちろん、M&A によって市場支配的地位を獲得すると、第 82 条での規制対象とされるリスクがあるが、合併審査が事前に行われること、また、第 82 条の運用が従来の違反行為の類型に着目していた方式から実際の市場に

与える効果に着目する方法に変更されつつあること、などの理由から、企業戦略としての M&A がより注目される要因となっている。

欧州統一単一市場創設に向けて、EU 委員会は、実際に電力・ガス事業の国際的な M&A に好意的な姿勢を示してきた。具体的には、例えば、本稿で具体的に分析するドイツ E.ON によるスペイン・エンデサ買収計画や、スペイン・イベルドロラによるイギリス・スコティッシュ・パワー買収計画などに対する EU 委員会の好意的姿勢が指摘できる。このような環境も欧州電力・ガス事業の国際的 M&A 等による再編を促進する背景となっている。

II-3. マクロ経済要因（経済成長と豊富な流動性）

マクロ経済要因も欧州における電力・ガス事業の再編が進んでいる背景として指摘できる。第一に、欧州経済が順調に推移する中で電力・ガスへの需要が拡大傾向にあることが新たなビジネスチャンスとして認識されたこと、第二に、M&A に際して必要となる資金調達についてマクロ的に豊富な流動性が存在したこと、が重要である。

（1）好調だった欧州経済

欧州経済は、EU 拡大とユーロ通貨導入の成功によって順調に成長してきたといえる。EU27 カ国の 5 年間の GDP 平均伸び率をみると、次表のとおり、1995 年から 2000 年においては先進国ステイタスを有する加盟国ではマイナス成長を記録する国が多かった（他方、途上国ステイタスを有する加盟国ではブルガリア、スロベニアを除きプラス成長を記録している）。

しかし、2000 年から 2005 年の 5 年間の GDP 平均伸び率をみると、世界全体が 6.44% の伸び率であったのに対して、すべての EU 加盟各国は世界平均を上回る伸び率を記録している。特に、途上国ステイタスを有する加盟国のみならず、先進国ステイタスを有する加盟国においても高い平均伸び率を記録していることが特徴的である。

この間、米国が 4.88%、日本が -0.51% という平均伸び率であったことにかんがみても、欧州経済の好調さが際立っている。

（表）EU27 カ国の GDP 平均伸び率（1995 年－2000 年、2000 年－2005 年）

	1995- 2000	2000- 2005		1995- 2000	2000- 2005
world	1.96	6.44	Norway	2.48	12.37
USA	5.82	4.88	Portugal	1.5	10.45
Japan	-2.32	-0.51	Spain	-0.54	14.16
			Sweden	-0.7	8.11
Austria	-4.15	9.5	UK	4.92	9.11
Belgium	-3.99	9.87			
Denmark	-2.53	10.08	Bulgaria	-0.78	16.63
Finland	-1.38	9.91	Cyprus	0.09	12.76
			Czech		
France	-3.29	9.98	Republic	0.52	16.93
Germany	-5.51	7.96	Hungary	1.42	18.18
Greece	-0.27	14.19	Latvia	9.58	15.42
Iceland	4.75	13.33	Lithuania	11.97	17.59
Ireland	7.73	15.78	Malta	1.58	8.83
Italy	-0.52	10.03	Poland	4.26	12.15
			Slovak		
Luxembourg	-0.4	12.52	Republic	0.73	18.33
Netherlands	-1.67	10.31	Slovenia	-0.98	12.21

（出典）（財）国際貿易投資研究所 国際比較統計

2008 年には、米国のサブプライムローン問題に端を発する国際的な金融の動揺から、实体经济面での減速も予想されているが、これまでのこうした欧州経済の好調な発展が電力・ガス事業の再編にも大きく影響したことは疑いがない。その影響の与え方を整理すると、以下のとおりである。

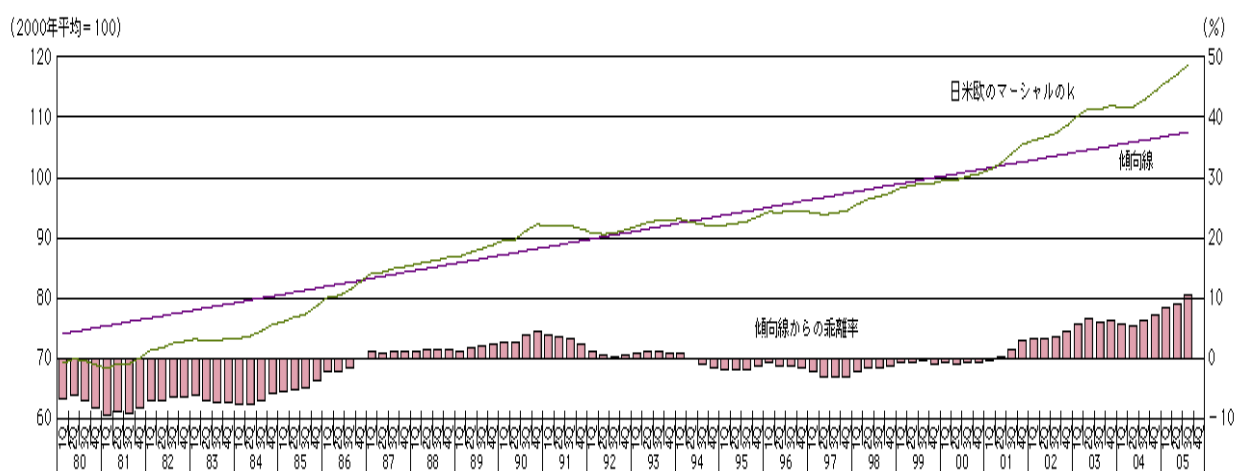
- ①経済成長に伴うエネルギー需要の拡大により、事業拡大の環境が生じたこと。
- ②特に EU が東方に拡大していく中で、エネルギーインフラのニーズが東方で高まり、新たな事業参入機会を提供したこと（こうした東方への投資は、東方の経済発展を促し、西方への大規模な人口移動を抑制するためにも必要だと認識された）。
- ③他方で、エネルギー需要の拡大により事業収益が拡大し、さらなる事業拡大のための投資資金が獲得されたこと。

（２）豊富な流動性

こうした好景気の継続と表裏をなして、国際的に豊富な流動性が供給されてきたことも、M&A 資金の調達を容易にすることを通じて、国際的 M&A を活発化させた。

日米欧の過剰流動性資金の増加の状況をみると、2000 年以降、マーシャルの k が長期のトレンド線から上振れしており、豊富な流動性が供給されてきたことがわかる。

（図表）日米欧の過剰流動性資金の増加（2006 年版通商白書から引用）



（備考）世界のマーシャルの k = 日米EU15カ国の加重平均値。名目GDPは01年～05年の固定ウエートを使って、3カ国地域のマーシャルの k を合算。米国のマーシャルの k は、マネーサプライ（M3）の代わりに、企業、家計の負債を使用。
（資料）水野（2005）「過剰流動性・過剰貯蓄依存の先進国経済」から作成。

豊富な流動性が M&A 資金の調達を容易にするという影響経路は、近時のサブプライムローン問題に端を発する国際的な信用収縮によって今後は機能せず、したがって国際的 M&A は下火になるという予想もある。この点については、サブプライムローン問題の先行きを注視するとともに、次の2点に注意することが必要である。

①事業会社の有する豊富な手元資金

すでに豊富な手元資金を準備している事業会社にとっては、M&A に際して新たな資金調達を行う必要性は小さい。例えば、ドイツ E.ON は、M&A 向けの資金として約 300 億ユーロ（1 ユーロ＝155 円として約 4 兆 6500 億円）もの資金を準備しており、さらにネットワーク部門の売却により相当の資金を得る可能性がある。近時の信用収縮は、こうした豊富な手元資金を有している事業会社にとっては M&A の阻害要因とならない。むしろ、信用収縮の結果、M&A 対象企業の株価が下落することで、M&A を容易にする側面すらある。

②オイルマネーの動向

国際的な信用収縮の中で、原油価格等の高騰が継続してきた結果、産油国等には膨大な資金が集まっている。オイルマネーの規模については、正確なデータが存在せず、むしろ秘密にされている部分が多いが、フローベースでは、BP の統計から試算すると消費国から産油国へ年間 1 兆ドル以上の所得移転があるものと考えられる。ストックベースでは、中東やロシアを中心に産油国の累積経常黒字額が 2000 年以降急速に拡大しており、その金額からすると、1.5 兆ドル以上の規模があるものと考えられる。具体的に運用されている部分の具体例的をみると、アブダビ投資庁（ADIA, Abu Dhabi Investment Authority）の保有資産総額は 8750 億ドルといわれている。プライベート・エクイティ全体の規模が 7000 億ドル、ヘッジファンド全体の規模が 1.7 兆ドルといわれていることに比較しても、オイルマネーが世界経済に大きな影響を与える規模となっていることがわかる。

原油価格の高騰の理由のひとつが、まさに国際的に豊富な流動性にあったと考えられるが、一般の国際的な信用収縮によってオイルマネーの影響力が縮小することにはならない。その理由は以下のとおりである。

ーそもそもこれまでに蓄積されたオイルマネーは膨大であり、国際的な信用収縮の中で、資金の出し手としてのプレゼンスはむしろ拡大していること

ー適切な運用先を失った資金が、規模の大きな株式市場等から規模の小さな原油（先物）市場へと流入するため、当面、原油価格はむしろ上昇すること

ー中長期的に原油価格が下落に転じたとしても、オイルマネーの拡大テンポが減じる程度の影響に止まる可能性が高いこと

以上の事業会社の豊富な手元資金とオイルマネーの存在という 2 点にかんがみて、国際的な信用収縮がすべての M&A にとって阻害要因となると考えることは適切ではない。むしろ、事業会社による事業戦略の一環としての M&A や、オイルマネーによる M&A の重要性は高まる可能性が高い。関係者からの聴取によっても、この方向性が確認される。

オイルマネーを運用する関係者によれば、目先の信用収縮に関わらず、長期的視点からの投資先としてエネルギー関係分野は関心が高いとのことである。また、他方、事業会社の立場からも、資源の安定的供給を図るために、自社の株式を資源国に保有してもらうという戦略を採ろうとしている欧州エネルギー企業がある。こうした動きから見ても、今後、オイルマネーを絡めた M&A が行われていく可能性は高い。

また、事業会社においても、海外事業展開の一環として国際的 M&A を位置づけて積極的に取り組もうとする声が聞かれた。

（補論）環境問題と電力・ガス事業者の M&A

欧州における電力・ガス事業の M&A 等を通じた再編を促している要因として、ここでは、①制度要因（投資に関する一般的ルールの整備）、②事業環境要因（欧州統一市場創設の動き）、③マクロ経済要因（経済成長と豊富な流動性）、の 3 点について述べたが、これらのほかに、特定分野に関するものだが重要な要因として、環境問題への対応を指摘できる。

欧州域内では、環境問題への関心が高く、企業にとっても環境問題への取り組みは社会的責任であると同時に、事業のパフォーマンスに影響を与える重要な課題となっている。特に発電事業においては、産業別に見ても鉄鋼業や化学工業と並んで CO2 排出量が大きく、その削減は大きな課題となっている。

こうした中、欧州の電力事業者においては、風力発電等の再生可能エネルギー施設を多く抱える事業者を M&A によって取り込み、発電単位あたりの CO2 排出量を低減させようとする動きがある。

例えば、2006 年末、スペイン・イベルドロラがイギリス・スコティッシュ・パワーを 116 億ポンドで買収した際には、スコティッシュ・パワーがイギリス(及び米国)内に多数の風力発電設備を有していることが買収の決め手のひとつとなった。また、2007 年 8 月には、ドイツ E.ON はデンマークの Dong Energy から、スペインとポルトガルの風力発電事業者を 7 億 2200 万ユーロで買収した。

今後とも、環境問題への取り組みが、経営のパフォーマンスに影響を与えるような形で強化される流れの中で、M&A や資産買収による再生可能エネルギー事業の取り込みが活発化すると予想される。実際、エネルギー需要が拡大する東欧地域では、その需要増を再生可能エネルギーでまかなうための新規投資計画も一部で検討されているが、西欧地域では排出権取引制度とドイツのフィードインタリフ（固定価格買取）の価格引き上げを見込んで、M&A や資産買収をコアとする事業戦略が一部で検討されている。

Ⅲ ドイツ E.ON によるスペイン・エンデサ買収をめぐる動き

ここでは、具体的なケースとして、スペインの大手電力事業企業エンデサの買収をめぐる動きを取り上げる。

このケースを取り上げる理由は、①スペイン国内でのエネルギー企業再編を活発化させた、②EU 委員会が進める市場統合と加盟国側の対立関係を鮮明に示した、③欧州全体のエネルギー企業再編の動きを促進するきっかけとなった、という点から、興味深い M&A の展開であったと評価されるからである。

ここで対象とするのは、スペインのガス小売大手企業ガス・ナトゥルによるエンデサに対する敵対的株式公開買付提案が行われた 2005 年 9 月からドイツ E.ON がエンデサ買収を断念するに至った 2007 年 4 月までの動向である。ただし、その後の展開についても必要に応じて言及することとする。

Ⅲ－１．事実関係の時系列的整理

エンデサ買収をめぐる 2005 年 9 月から 2007 年 4 月に至る経緯を、ヒアリング情報を含む各種情報に基づいて、時系列的に整理する。

（１）買収提案

2005 年 9 月に、スペインのガス小売大手企業ガス・ナトゥルは、総額約 225 億ユーロ（1 株当たり 21.30 ユーロ）で、同国大手電力事業者エンデサに対する敵対的株式公開買付を発表した。なお、敵対的株式公開買付発表時のエンデサの株価は約 18 ユーロであった。

この買収の目的は、国内のガス事業者と電力事業者との統合により、スペインにおけるナショナル・エネルギー・チャンピオン企業を創設しようというところにあった。この目的は、スペイン政府の思惑に合致していたといわれているが、一部には、ガス・ナトゥルの基盤が政治的にスペイン主流派とは異なることを理由に難色を示す向きもあった。

これに対抗するような形で、ドイツ E.ON は、2006 年 2 月に、総額約 291 億ユーロ（1 株当たり 27.50 ユーロ）でエンデサに対する買収提案を行った（当時の株価水準は約 23 ユーロ）。その目的は、E.ON によれば以下のとおりである。

①欧州統一市場形成を促進

E.ON とエンデサの合併により、欧州のエネルギー市場が密接に連携できることになり、市場統合が促進され、かつ EU 域内のエネルギーインフラ整備が効率的に進むことを期待。

②南欧市場での競争促進と安定供給

スペインのエネルギー市場が欧州市場に統合されていくことで競争が促進される一方、巨大企業のスケールメリットにより安定的なエネルギー供給が実現。

③ガス事業への参入

エンデサがドイツ国内に有するガス事業を引き継ぎ、かつスペインでもガス事業を展開する足がかりとなることを期待。

このような E.ON の主張の裏側には、欧州統一市場創設をにらんで事業規模を拡大しようという企業戦略があった。

（２）２つの買収提案に対するスペインと EU 委員会の動き

ガス・ナトゥルのエンデサに対する買収提案については、2006 年 4 月にスペイン上級裁判所及びマドリード商事裁判所が仮差止を決定する。この決定は、同買収に好意的なスペイン政府ではなく、エンデサの請求（「ガス・ナトゥルは、スペインのエネルギー企業イベルドロラと共謀して、エンデサを市場から排除しようとしている」との訴え）により裁判所によってなされたものである。

他方、E.ON のエンデサに対する買収提案については、2006 年 7 月になってスペイン政府が買収を阻害する「19 項目の買収条件」（「スペイン国内でエンデサが有する発電容量の 1/3 に相当する 760 万 kW 相当の発電設備を売却」「主力火力発電所及びアスコ原子力発電所 1 号機の売却」等）を付与するに至った。

これに対して EU 委員会は、「19 項目の買収条件」は EU 域内の資本移動の自由を侵すものであるとして全面撤回をスペイン政府に要求したが、スペイン政府はこれに応じず、両者の対立関係は先鋭化していった。このため、2006 年 10 月になると、EU 委員会は「違反行為是正措置」（実質的に強制力を伴う公式な是正措置）に着手し、ここに至ってスペイン政府も 11 月に買収条件の緩和を発表した。

緩和後の新たな買収条件は、①買収後 5 年間の「エンデサ」ブランドの使用、②買収後 5 年間のカナリア諸島等の離島にある電力設備の保持、③火力発電にスペイン国内炭を使用することとし、スペイン国外の天然ガスに転換しない、等である。当初の条件に比べれば大幅に緩和されたが、特に③は E.ON の事業戦略に抵触するものであって、なお阻害要因となると指摘されていた。

EU 委員会は、買収条件の改善又は撤廃について 2007 年 1 月までに回答するようスペイン政府に求めたが、スペイン側は現行条件に問題はないと回答した。これを受けて 2007 年 1 月、EU 委員会は欧州司法裁判所にスペインを提訴するに至った。

（３）アクシオーナによるエンデサ株式取得

こうした動きと平行して、2006 年 9 月以降、スペイン建設大手企業アクシオーナがエンデサ株の大量取得を開始し、同年 11 月までにエンデサ株の約 20%を保有する大株主となった。この動きについては、エンデサの電力事業と同グループの建設事業とのシナジー効果が目的とされたが、買収合戦の中での株価上昇を見込んだものの声もあった。

（４）ガス・ナトゥルの撤退と E.ON による TOB 開始

2007 年に入って、ガス・ナトゥルの買収提案に対する仮差止が解除されたが、同社は 2 月になって買収提案自体を撤回した。これは、E.ON が買収提案後にエンデサ側に働きかけて一定の協力関係を築きつつある一方で、買収に必要な資金の調達が困難となったためであると理解されている。

このような中、E.ON は 2007 年 2 月からエンデサに対する TOB を開始した。当初提案が 1 株当たり 27.50 ユーロであったに対して、この時点での買収額は 1 株当たり 38.75 ユーロであった（すでに TOB 実施に至るまでの 2006 年 11 月には、1 株当たり 35 ユーロの再提案を行っている）。

（５）イタリア ENEL の参入

E.ON のエンデサに対する TOB 期間中の 2007 年 2 月、イタリアの大手エネルギー企業 ENEL が、エンデサ株の 9.99% を 1 株当たり 39 ユーロで取得したと発表した。その後、ENEL は子会社を通じてエンデサ株を取得し、2007 年 3 月時点でエンデサ株の 24.98% を保有するに至る。

ENEL によるエンデサ株取得の目的は、スペインのエネルギー市場参入にあったが、そのためにも E.ON による TOB 成立を阻止する必要があると思われ、このようなタイミングでのエンデサ株の大量取得となった模様である。

ENEL は、すでにエンデサ株の 21.03% を保有するに至っていたアクシオーナとの協力を模索し（両社でエンデサ株の 46.01% を保有済み）、共同で持ち株会社を設立してエンデサ株式の 50.02% を取得して子会社化することで最終的な合意に至った。ここにエンデサをめぐる第 3 の買収計画が登場することになった。

（６）E.ON による対抗措置

このような情勢の中、E.ON は 2007 年 3 月に買収提示額を 1 株当たり 40.00 ユーロに引き上げた。

また E.ON は、ENEL とアクシオーナによるエンデサ株の大量取得と買収参入は、E.ON の TOB を明らかに妨害する意図を持った重大な共謀行為であると主張して法的手段に訴えた。具体的には、両者の共謀行為が市場ルールに違反しており、詐欺行為及びインサイダー取引の疑いがあるとして、①両者の保有するエンデサ株の E.ON への売却と、②両社によるエンデサ株式の新規取得の禁止、を求める仮処分請求をスペイン当局の提出した。また、両社が共謀してエンデサに係る他の株主に買収計画の適切な情報開示を行わなかったことは米国連邦証券取引法に違反する」として米国でも訴訟を提起した。

さらに E.ON は、エンデサ株の 9.9% を保有するカハ・マドリード銀行に働きかけて、「E.ON が TOB を成立させた場合に限り、同行が保有するエンデサ株を、条件付（2 年間は同銀行が議決権を保有し、E.ON が配当を取得する）で E.ON にリースする」という合意を 2007 年 3 月に成立させた。この合意は、以下の理由で E.ON の立場を取得株式割合以上に強めることになった。

①エンデサ定款に定められた敵対的買収防衛策

エンデサ定款では、敵対的買収に対する防衛策として、「いかなる株主も保有する株式の大小にかかわらず、株式資本全体の 10% までしか議決権を行使できない」と定められている。このため、ENEL 及びアクシオーナはエンデサ株式の 46.01% を保有してるものの、議決権ベースでは大きな制約を受ける。

②スペイン企業買収法

スペインの企業買収法では、スペイン国内の電力セクターで 2 社の株式を保有する株主は、当該企業の議決権は 3% を超えて行使できないとされている。ENEL は、エンデサの他にスペインの

電力企業であるヴィエスゴの株式を保有しているため、エンデサの議決権が 3%までに制約されることになる。

(7) E.ON によるエンデサ買収断念

以上のような対抗措置にも関わらず、エンデサ買収をめぐる E.ON の立場は、主要株主となった ENEL とアクシオーナ・グループの協力が得られない以上は、改善されなかった。他方、ENEL とアクシオーナにとっても、事態は好ましいものではなかった。

こうした状況にあって、2007 年 4 月 2 日（TOB 期限の前日）、E.ON、ENEL 及びアクシオーナの 3 者は以下の合意に達した。

①E.ON によるエンデサ買収断念

E.ON は、エンデサに対する買収計画を撤回する。今回の TOB で獲得したエンデサ株の保有も見送り、かつ、今後 4 年間にわたって新たな買収入札を行わない。

②見返りとしての資産譲渡

ENEL とアクシオーナは、エンデサの買収に成功した場合、両社が欧州内に保有する設備資産とスペイン国内にエンデサが保有する設備資産の一部を E.ON に売却する。この売却資産は総額で約 100 億ユーロ相当であり、具体的に売却対象と目された設備資産は、スペイン、イタリア、フランス、ポーランド、トルコに存在する設備容量総計 1000 万 kW 超の資産であるといわれていた。なお、その後、2008 年 4 月に発表された合意によると、E.ON への資産譲渡は、総額 118 億ユーロ（うち 29 億ユーロが負債肩代わり）、設備容量はスペインの 300 万 kW、イタリア 720 万 kW、フランス 250 万 kW、などで総計 1300 万 kW を超える規模となる模様である。

この合意により、E.ON は、膠着した買収合戦を脱するとともに、当初の買収目的の一部を形を変えて実現することになった。

なお、本稿の射程を外れるが、その後の展開について簡単にみると、ENEL とアクシオーナがエンデサ買収に乗り出したところ、ENEL にイタリア政府が 32%出資していることに関連して、スペイン政府は「両社のエンデサ議決権を停止できる拒否権をスペイン政府が保持する」など 12 項目の条件付で承認した（2007 年 7 月）。2007 年 8 月には EU 委員会も両社によるエンデサ買収を承認し、2007 年 10 月 1 日にエンデサ株の公開買付期間が終了した。そして、2008 年 4 月に、上記の E.ON に対する資産売却が発表されるに至っている。

Ⅲ－２．関係者の利害関係と評価

Ⅲ－１．では、事実関係を時系列的に整理したが、ここでは、この間の主要な関係者の利害関係と評価を整理しておく。

（１）E.ON

E.ON の事業戦略上、エンデサ買収には、「欧州統一市場創設に向けた流れの中で、競争を勝ち抜いていく事業規模と効率性を追求する」という目的があった。

フランス EDF 関係者は「将来、欧州統一市場においてエネルギー企業は 5 社程度に集約される」との認識を示した。EU 委員会スタッフからも「個人的見解」として同様の認識が示された。具体的な会社数は別としても、こうした認識は多くの大手エネルギー企業に共有されているようである。E.ON がエンデサ買収を計画したのも、こうした認識に基づくことは明らかである。

また、エンデサがドイツ国内で展開するガス事業を獲得することは、ドイツ国内での事業基盤を強固にすると考えられた。

しかし、このような E.ON の戦略には、当初からいくつかのリスクが指摘されており、実際にそれが顕在化していくことになった。第一に、そもそもスペイン国内での事業を獲得することが効率性向上という観点からどの程度のインパクトを有するかについては疑問視する向きもあったが、実際、スペイン政府の条件付与（国内炭利用の義務付けなど）等によって、この点には不透明な部分が生じていた。第二に、エンデサ定款上の敵対的買収防止条項（株式資本全体の 10% までに議決権を制限）の削除が当初予想通りには進まず、むしろ買収を阻止しようとする訴訟が多発するといった事態が生じた。第三に、非協力的な ENEL 及びアクシオーナという大株主が登場して、買収コストが増大（1 株当たり買収額は 27.50 ユーロから 40.00 ユーロへと増大）する一方でお株式取得が進まないという状況が生じた（TOB による株式獲得は 6% 程度に止まった）。

このように各種リスクが顕在化し、コストに見合うベネフィットが獲得できるかどうかは疑問視されるに至った。その顕著な表れが E.ON の株価の動きである。E.ON の株価（フランクフルト証券取引所）は、2007 年 4 月 2 日の買収提案撤回により 1 日にして約 8% 上昇した（約 101 ユーロ→約 109 ユーロ）。

他方、E.ON がエンデサ買収を断念する見返りとして、設備容量ベースでスペイン 300 万 kW、イタリア 720 万 kW、フランス 250 万 kW、など総計 1300 万 kW を超える規模の設備資産（総額 118 億ユーロ）を獲得したことで、当初の目的の相当部分は達成できたとの評価も可能である。

さらに、手元資金の自由度が増し、新たな M&A に向けた動きを示していることも、市場関係者は積極的に評価している。

（２）ENEL 及びアクシオーナ

ENEL 及びアクシオーナにとっても、エンデサ買収は事業戦略上重要であった。

ENEL は、スペイン市場への参入をかねてより検討していた。欧州統一市場創設を目指すとはいいながら、当面は技術的要因等から当面は地域ごとの市場しか機能しないとの判断から、南欧地域市場を足場として固めたいとの意向であったという。

ENELはその方法として、①エンデサへの15%程度の資本参加と経営参加、②スペイン電力事業者ウニオン・フェノサの買収、③スペイン国内でイベルドローラを中心としたエネルギー企業の再編をまって、再編後の企業から設備資産を獲得（競争政策上、設備資産売却が義務付けられることを想定）、という3つの可能性を検討していた。この間、ウニオン・フェノサとイベルドローラの合併計画が浮上して頓挫するという動きがあり、かつE.ONのエンデサ買収の動きが顕在化したため、ENELは①をさらに推し進めてエンデサの完全買収を目指すようになったのである。こうした動きは、自社の事業拡大と同時に、ライバルとなるE.ONの強大化を防止するという目論見もあったと指摘されている。

アクシオーナは、スペイン国内においてエネルギー事業と建設事業とのシナジー効果を得る目的でエンデサに着目した。一部にはTOBによる株価上昇を見込んだ動きだとの指摘もあったが、その後の展開を見る限り、事業戦略上の重要課題としてエンデサ買収に取り組んだものと思われる。

最終的に、両社はE.ONを退けてエンデサ買収に乗り出すこととなったのであり、それぞれの目的は達成されたといえる。相当規模のE.ONへの資産売却は、多かれ少なかれ、競争政策上の観点から求められたであろうとの指摘もあり、これを条件としてE.ONにエンデサ買収を断念させるに至ったことは、成功と評価できる。実際、E.ONのエンデサ買収断念発表により、ENELの株価（ミラノ証券取引所）は、約8ユーロから約8.3ユーロへ、アクシオーナの株価（マドリッド証券取引所）は、約163ユーロから約173ユーロへ、それぞれ上昇した。

（3）エンデサ

買収対象とされたエンデサは、ガス・ナトゥルによる買収への反発もあり、当初E.ONに対しては協力的であったといわれている。例えば、買収防衛条項の削除についても、株主総会に提案を行う予定であった（結局、スペイン政治家の反対が強く、E.ONが削除要求を撤回したために実現しなかった）。

しかし、その後ENELとアクシオーナが買収合戦に参入し、資産売却を条件としてE.ONが撤退するに至ると、事実上、エンデサは解体されるに等しいとの判断から、エネルギーセキュリティの観点からの対応をスペイン政府に求めたとの指摘もあった。

なお、エンデサの株価は、E.ON撤退発表によってむしろ若干の下落に転じたが、買収劇が始まる前よりは高い水準（40.00ユーロ前後）に止まった。

（4）スペイン政府

スペイン政府は、エネルギーセキュリティの観点から、一貫してE.ONによるエンデサ買収に反対の姿勢であった。

資本移動の自由を重視するEU委員会ともぎりぎりまで対立姿勢をとった。さらに、E.ONによる買収阻止のために、ENELの大株主であるイタリア政府（33.2%保有）と協調して事態解決を主導しようとした。

何故に、E.ON にエンデサが買収されるとエネルギーセキュリティ上の問題が生じるのかについては、議論が残る。本件についていうと、E.ON がロシア・ガズプロムと天然ガス調達で深い関係にあり、今後資本関係を含めてロシアの影響力が増大することが予想されるところ、近時のロシアの資源ナショナリズムの動きへの警戒感から、E.ON によるエンデサ買収への拒絶感が高まったとの指摘もある。また、自国内への投資が劣化する可能性があったとの指摘もあった。

他方、欧州統一市場創設後に、自国のエネルギー企業が主要なプレイヤーとして生き残ることが政治的にも経済的にも重要であるとの判断が先行していたとの指摘もある。

なお、その後の ENEL 等によるエンデサ買収に際して、スペイン政府による拒否権の保持を条件として提示した。ENEL がイタリア政府の影響下にあるためである。

(5) ドイツ政府

ドイツ政府は、エンデサ買収劇において、EU 委員会に対して実現に向けた働きかけを行ったとの指摘もあったが、主要なプレイヤーとはなっていないと思われる。

なお一般論として、ドイツ政府関係者は、自国企業の国際的事業展開を一応歓迎しつつも、その結果として自国内への投資が減少する可能性についての懸念を有している。E.ON の動きについては、近時、ネットワーク部門の売却方針を示したこともあり、注視している。

(6) EU 委員会

EU 委員会は、E.ON によるエンデサ買収を、欧州統一市場創設という自らの政策に適合的なものと認識し、好意的な姿勢を示していた。実際、スペイン政府による買収阻害的な条件付けに対しては、徹底的にこれを排除する強い姿勢を示した。

最終的に E.ON による買収が実現しなかったことは EU 委員会にとっては不本意であると思われるが、さらに一部では、最終的に ENEL とアクシオーナがエンデサを買収することになった結果、島国であるイギリスは別として、欧州電力市場が ENEL を中心とする「地中海南欧地域」、E.ON を中心とする「ドイツ・東方地域」、フランス EDF を中心とする「フランス・西方地域」と地政学的に色分けされるのではないかと、そのことによって市場統合が阻害されるのではないかと懸念も指摘された。

他方、E.ON が相当規模の設備資産を獲得したことで、南欧地域での事業参加が実質的に可能となったことを評価する声もある。

IV マルチプル・ゲームとしての分析

ここでは、Ⅲで取り上げたドイツ E.ON によるスペイン・エンデサ買収の動きを、別稿「経済グローバル化の構造—企業、主権国家、国際組織によるマルチプル・ゲーム」で設定したゲーム分析のフレームワークによって分析していく。

IV-1. マルチプル・ゲーム分析のポイント

マルチプル・ゲームのフレームワークはすでに別稿「経済グローバル化の構造—企業、主権国家、国際組織によるマルチプル・ゲーム」で示したところだが、そのポイントを概説すれば以下のとおりである。

(1) プレイヤー

プレイヤーは、以下のとおり、それぞれ異なる原理に基づいて行動する企業、主権国家、国際組織、である。

①企業

個性的なリソースとリスクを戦略基礎として、事業のリディフィニション（再定義）とリロケーション（地理的再配置）という戦略行動を行う「2R-2R」のダイナミズムによって利潤最大化を図るプレイヤー

②主権国家

リアリズム原理に基づいて国益増大を図るプレイヤー

③国際組織

リベラリズム原理に基づいて主権国家の枠を超えた全体の利益増大を図るプレイヤー

各プレイヤーの行動原理が異なるため、プレイヤーごとの利得の大小には意味があるが、原則としてプレイヤー間の利得の絶対値の比較には意味がない。したがって、全体としての望ましさを決定するためにこのゲームを特性関数形ゲームとして扱うことはできない。

(2) ゲームの記述

クロスボーダーM&A という形態を念頭に置いた経済グローバル化を理解するために構築されるマルチプル・ゲームは、それぞれのプレイヤーの行動決定が同時ではなく時間をおいて行われる展開形ゲームである。したがって、行動決定の場が「点」、その際の情報集合が場＝点を囲む「円」、プレイヤーの選択肢が「枝」、でそれぞれ表現される展開形ゲーム表現によってゲームの進行が記述される。

以上の一般的な展開形ゲーム表現の方法に加えて、便宜のためゲームが終結に至る選択肢を「矢印」によって記述し、各プレイヤーの利得を利得集合として記述する。

利得は、0をベースとして、それぞれのプレイヤーの行動原理に照らしてプラス、マイナスを判断する。前述のとおり、プレイヤーごとの利得の絶対値の大小には意味があるが、これを特性関数形ゲームとして扱うことはできない。

（３）ゲームのフェーズ

国際的 **M&A** をめぐるマルチプルゲームは、以下の３つのフェーズから構成されると想定する。

フェーズ１：主権国家が **M&A** 提案を広義の安全保障の観点から審査するフェーズ。

フェーズ２：企業間のやり取りが行われるフェーズ。

フェーズ３：国際組織によって競争政策上の審査が行われるフェーズ（ただし、本ケースではこのフェーズまで至っていない）。

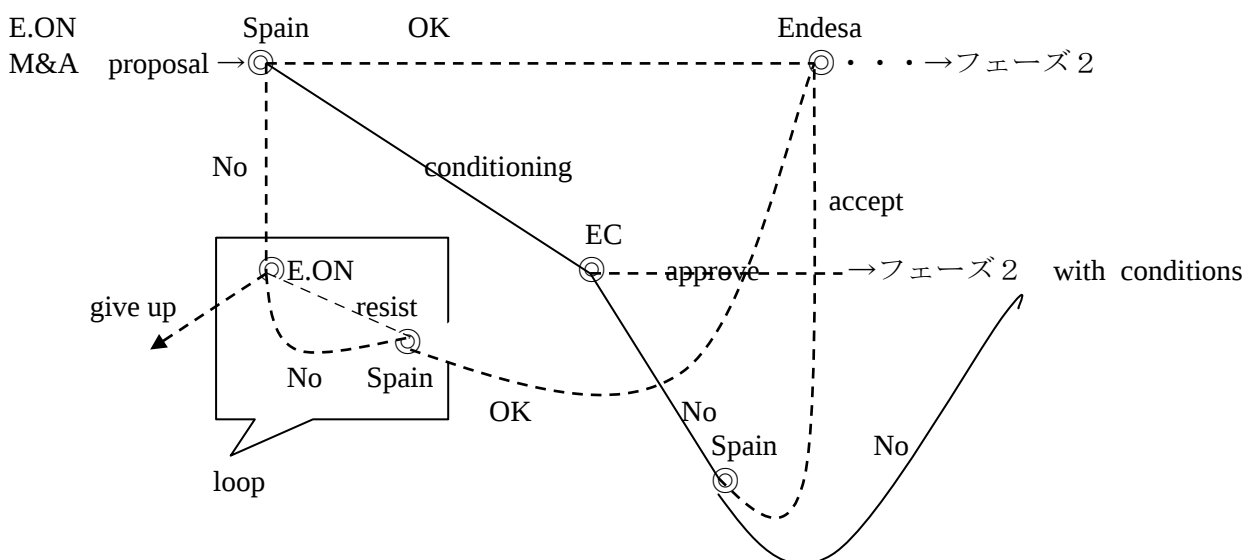
IV-2. 具体的適用：フェーズ1

(1) フェーズ1の展開形ゲーム表現

フェーズ1では、スペイン政府による広義の安全保障上の観点からの介入を軸としてゲームが展開する。ドイツ E.ON のエンデサ買収提案に対して、スペイン政府には論理上、「許容」「条件付け」「拒絶」の3つの選択肢があった。「許容」であれば、そのままフェーズ2に移行する。

「拒絶」の場合には、E.ON に「M&A 断念」か、スペイン政府との間で不服審査や訴訟を含めた「抵抗」という選択肢が生じるが、後者についてはいわゆる泥沼化の可能性が強い。ここではその可能性を loop として表記する。なお、ここで EU 委員会の介入がありうるが、ここでは簡便化のため捨象する。実際にはスペイン政府は厳しい条件を付したが、EU 委員会の撤回要求によって条件緩和を行った。さらに EU 委員会は緩和後の条件についても撤回を求め欧州司法裁判所に提訴するに至るが、その結論は得られなかったため、条件付でフェーズ2に移行したと評価する（ただし、最終的には実質的な強制力を有する措置を EU 委員会が採ることが可能である）。なお、ここでも E.ON が M&A を断念する選択肢がありうるが、簡便化のため捨象する。

以上のとおり、フェーズ1における関係プレイヤーの選択肢は多岐にわたるが、現実的に想定されたシナリオのうちいくつかと現実化した事態とを修正された展開形ゲーム表現で記述すると以下のとおりである。なお、現実化した展開を実線で、想定されたが実現しなかったシナリオを点線で示している。



（２）フェーズ１の利得集合

実際に発生した「条件付でのフェーズ２への以降」においては、E.ON は初期の目的の一定部分を果たすことができないものの、M&A 自体は否定されていない点を評価して利得＋１とする。スペイン政府は、国益上必要な条件を付したことになるものの、EU 委員会との争いというコストが発生しているので利得＋０．５とする。EU 委員会は、自由な資本移動への制約がない状態を実現できていないので、利得－１とする。

これに対して、何ら条件なく M&A が認められたとすると、E.ON の利得は＋２、スペイン政府は本来的に国益上問題がなかったために M&A を許容したものと想定されるので利得０、EU 委員会は本来あるべき自由な資本移動への制約がない状態が確認されたことで利得２とする。

M&A をスペイン政府が拒絶した場合には、E.ON の利得は本来の目的達成ができないため－１、スペイン政府は国益上の必要を満たす一方で関係者との軋轢は避けがたく利得＋０．５、EU 委員会は自由な資本移動が完全に制約されたため利得－２とする。

したがって各ケースでの利得関数（E.ON, Spain, EC）はそれぞれ（1,0.5,-1）（2,0,2）（-1,0.5,-2）となる。

（３）非「特性関数形ゲーム」

何度も指摘しているように、ここで示しているゲームは特性関数形ゲームではなく、各プレイヤーの利得の絶対値を比較することには意味がない。

「特性関数形ゲームではない」ということの意味は重要である。ここで主張されているのは「特性関数形ゲームとして理解することができない」ということであって、「前提として特性関数形ゲームとしていない」ということではない。本質的に、各プレイヤーの利得にどのような重み付けをするかという問題は価値判断であって一義的な解はない。

例えば「国益よりもビジネス上の利益や主権国家の枠を超えた全体の利益を優先すべきだ」というのはひとつの主張としてはあり得ても、そもそも異なる原理に基づく利得の比較に本質的に意味がない以上、その当否の判断は自ずと価値判断を含む別問題である。

この判断は「市場による決定に従うか、政治的決定（民主主義プロセスによる決定）に従うか」を決定するメタ決定であり、民主主義過程においてなされる他はないものである。一義的に理論的に正しい判断はない。

（４）国益の内実（個別具体的な判断の必要性）

上記を前提に、具体的な政策立案という観点から吟味すべきは、そもそも主権国家の実際の行動が国益にかなっているかどうかという点である。そもそも電力・ガス事業を外資が担うことにはいかなる問題があるのか、という点が問われなければならない。

この点について、今回のケースでスペインが E.ON に課した条件から、推論が可能である。当初、スペインはエンデサが有する発電容量の 1／3 相当分の第三者への売却など 19 項目を条件としていたが、これは実質的には買収禁止をもくろんだものであり、むしろ本質的な議論は 2006 年 11 月に発表された新たな条件に見られる。その主要内容は、①買収後 5 年間にわたる「エン

デサ」ブランドの使用、②買収後 5 年間にわたる、スペイン本土外の離島電力資産（バレアレス諸島及びカナリア諸島における電力資産）の所有継続、③火力発電での国内炭使用、国外天然ガスへの燃料転換禁止、であった。

ここから推論すると、当時スペインの考えた国益の具体的内容とは、①国家を代表する企業ブランドの使用継続によるナショナル・prestigeの維持（あるいは国民の心情的反発の回避）、②国策に沿った電力供給体制の維持・整備、③エネルギーセキュリティの観点から第 1 次エネルギー源の国外依存度上昇の回避、といったところであったと考えられる。

これらのうち、①については、買収側の E.ON にとっても対応できる内容である。むしろ、スペイン市場への円滑な参入という観点からは、事業戦略的にも「エンデサ」ブランドを使用の方が望ましいと思われる。

②については、理解のために若干の説明を要する。バレアレス諸島及びカナリア諸島では、いわゆるリゾート開発が進められており、住宅建設着工数などから見てもスペイン全体の平均を上回る経済成長が見込まれていた。スペイン経済全体への好影響を期待したスペイン政府としては、E.ON が「両諸島での電力事業は、離島であるために経済性が低い」と判断することで、電力供給体制整備に支障が生じて開発全体に悪影響を及ぼすことをおそれた模様である。この問題については、実際に開発が進めば電力事業側の収益も確保される見通しが立つので、E.ON にとっても受諾可能な条件であったと考えられる。

他方、③については、特に大きな問題として関係者の間では認識されていた模様である。天然ガス供給に強みを持つ E.ON は、当然ながらエンデサ買収後は利潤最大化のための燃料転換を事業戦略として検討しており、この点は経営戦略上の実質的な問題であった。

スペインがかかる条件を付した背景には、そもそもスペインのエネルギー自給率が低いという問題がある。エネルギー自給率はエネルギーセキュリティの指標として広く認知されているが、スペインのエネルギー自給率は 20.9%（2005 年）であり、国際的に見てエネルギー自給率が低いとされる日本の 18.8%（2005 年）と同程度の水準にある。そのため、エネルギー自給率の維持・向上を国益として追求することはスペインにとって自然なことであり、豊富な国内炭の使用を求める条件付けもその一環として理解できる。しかし、他方で、天然ガス供給に安定的な強みを有する E.ON によってスペイン国内で天然ガス火力発電が行われることは、エネルギーセキュリティ上好ましいことだという判断もあり得る。欧州においては、電力ガスのネットワークは、技術的な課題はあるものの、国境を越えて展開されており、一国単位での議論が妥当しないとの指摘もある。

この点については、「E.ON の強みとはロシアとの関係において築かれたものであり、そのロシアがエネルギーの政治利用の意図を有する以上、E.ON の天然ガス戦略に依存することは危険である」「国内炭から国外天然ガスへの燃料転換は、E.ON が経営権を握ればこそ浮上する問題であり、外資一般に対する差別的条件付けではない」との議論が関係者から聞かれた。「エネルギーはコモディティではない」という発想に立って個別具体的な状況に対処する現実的・政治的姿勢が一貫しているといえよう。

このように、本ケースにおいてスペインが買収自体を拒絶せず必要な条件を付したことは（当初の 19 項目条件は別論）、自国の置かれた具体的な状況に照らして判断された国益と他の価値との調整を図るための措置であったと見るのが可能である。価値間の調整に際して、抽象的な国

益論ではなく具体的に検討された国益の内実と他の価値との調整を図ったことは、一つのモデルとして積極的に評価することも可能である。

ただし、EU 委員会は一貫してかかる条件付けの撤廃をスペインに求め、2007 年 1 月には EU 委員会が欧州司法裁判所にスペインを提訴するに至った。本稿の射程からは外れるが、本提訴についてはその後 2008 年 3 月に至って「スペインの条件付与は違法」との判決が下されている。しかし、ここで注目すべき点は、違法判断の基礎が「EU 競争法違反」である点である。いわば運命共同体としての EU 内部においての事案であったからこそその違法判断であり、同様の買収提案が EU 外からあった場合についても同様の判断がなされるかどうかは白紙というべきである（むしろ、EU 外からの買収については警戒的な議論が聞かれることが多い）。

国益の内実については、抽象的な国益論ではなく、個別具体的な状況に応じた判断の問題であり、他の価値との調整も具体的に想定される国益の内実を念頭に行われるべきであると考えられる。したがって、例えば国際的 M&A による外資による電力・ガス事業支配が問題となっている場合には、それぞれの具体的事案ごとに個別審査を行うことにも一定の合理性がある。しかしながら、他方で、問題が当該企業の特殊性にあるのであれば、当該企業固有の企業防衛策をあらかじめ用意することの方が目的・手段の応分性原理によりかなう可能性がある。今後の課題として、外資規制の個別審査と企業ごとの防衛策の兼ね合いのあり方などを念頭において、現在の制度の点検・評価を行い、よりよい制度設計を検討する必要がある。

（補論）イベルドロローラ買収

フランス EDF が、スペイン第 2 位の電力事業者であるイベルドロローラを買収する動きを見せている。スペインでは、2008 年 3 月の総選挙で与党・社会労働党が勝利したところであるが、同政権が今回の事案に対してどのような姿勢を示すかが注目されている。

この点については、前述の欧州司法裁判所の判決が保護主義的な動きを牽制しており、今回はスペインも柔軟な姿勢を示すとの予想が関係者の間にはある。ただし、関係者の理解は「欧州司法裁判所の判決は、EU 加盟国間の経済保護主義に対する警鐘」ということであり、EU 外からの買収であれば別論であろうとの議論が聞かれる。

また、本件に関連しては、EDF の株主構成等についても議論もある。現在、EDF はフランス政府が多数の株式を保有しているが、今回の動きに関連して、①実質的に政府に保有されており M&A の対象とならない企業が、他の企業の買収を行うことの是非、②今回の買収によってフランス政府の持分が低下した場合の EDF の買収防衛策導入の是非（黄金株など）、等の論点が浮上している。これらは、電力ガス事業に関する国際的 M&A の規律のあり方を検討する上で重要な論点である。

IV－３．具体的適用：フェーズ２

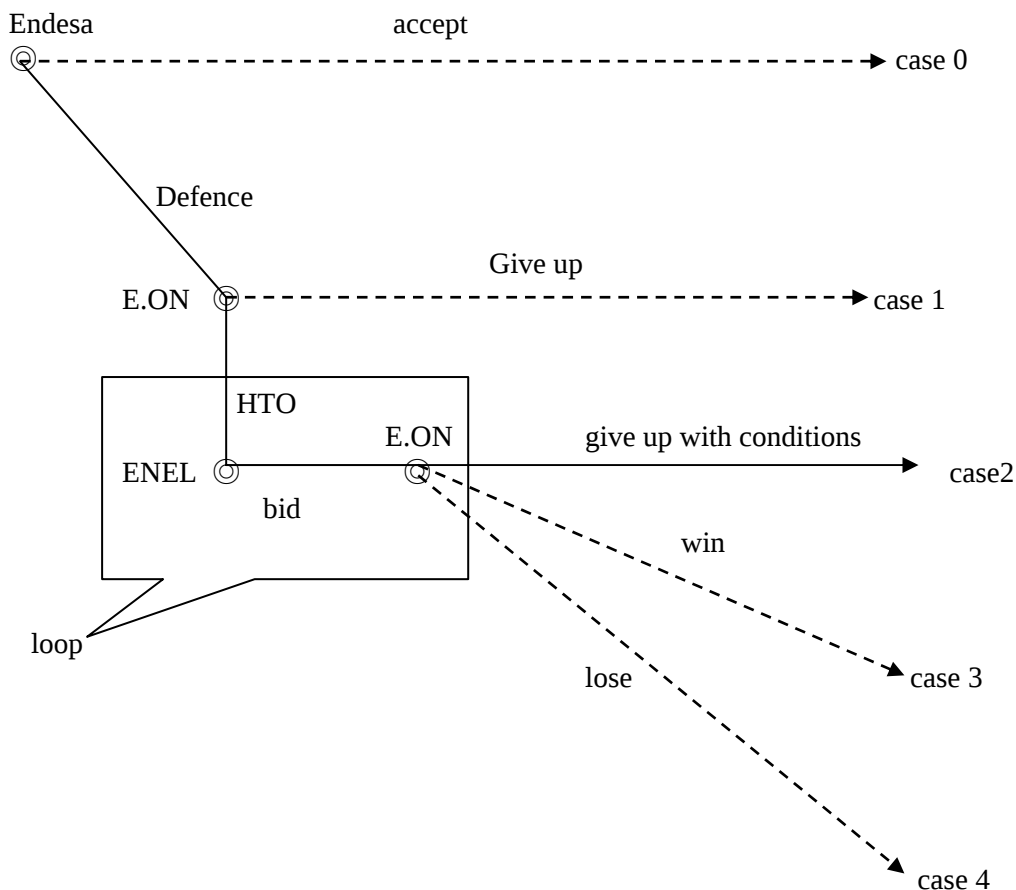
（１）フェーズ２の展開形ゲーム表現

フェーズ２では、買収側、被買収側、双方の企業間のやりとりが行われる。本ケースでは、いくつかの企業が関連するが、ここでは主要なプレイヤーとなった E.ON、エンデサ、ENEL（及びアクシオナ）の３者について見る。

第一に、エンデサが E.ON の買収を受諾すればフェーズ２は終結する（case 0）。

第二に、エンデサが買収防衛策を発動した場合、E.ON は買収を断念するか（case 1）、敵対的買収を仕掛けるかという選択がある。

第三に、敵対的買収においては、競合者として ENEL が登場し、価格の引き上げや訴訟合戦などのやり取りが行われ（ここでは loop として記述）、その結果として、E.ON は成功裏に買収に至るか（case 3）、競合者に敗れて買収を断念するか（case 4）、あるいは競合者との協議によって何らかの見返りを得て買収を断念するか（case 2）、という選択肢がある。これらのうち、現実には起こったことを実線で、可能性があったことを点線で記述すると以下のとおりである。



（２）フェーズ２の利得集合

Case 0 では、E.ON は当初目的の買収を友好的に実現しており利得＋３、エンデサも買収を友好的に受け入れたのは自社利益にかなうとの判断故と考えられるので利得＋１、ENEL はスペイン市場参入の障害が増大するため利得－１とする。

Case1 では、E.ON は当初目的の買収を断念しているがコストも小さいので利得０、エンデサは M&A 拒絶を大きなコストなく実現しており利得０、ENEL は当初の状態が維持されているので利得０とする。

Case 2 では、E.ON は当初目的の買収を断念しているもののコスト以上の見返りを獲得しているので利得＋２、エンデサは買収防衛策発動にも関わらず ENEL によって買収されることになり利得－１、ENEL はスペイン市場参入の足がかりとしてエンデサを買収することになったが一部を E.ON に譲っているため利得＋２、とする。

Case 3 では、E.ON はエンデサ買収には成功しているがコストが大きくなっており利得＋１、エンデサは買収されるに至り利得－１、ENEL はコストをかけたにも関わらずスペイン市場参入の障害が増大しているため利得－１、とする。

Case4 では、E.ON はコストをかけた上で買収に失敗しており利得－１、エンデサは ENEL に買収されるため利得－１、ENEL はエンデサ買収に成功しているが大きなコストがかかっているため利得＋１、とする。

以上を整理すると、フェーズ２における利得集合（E.ON, エンデサ, ENEL）は以下のとおりである。

Case 0:(3,1,-1)

Case 1:(0,0,0)

Case 2:(2,-1,2)

Case 3:(1,-1,-1)

Case 4:(-1,-1,1)

（３）含意

実現した Case 2 においては、E.ON と ENEL とが、TOB の泥沼化を回避して妥協を図ったことで WIN-WIN の状態を創出したものと評価される。実際、両社の株価はこの妥協に好意的に反応したところである。いわゆる TOB 合戦においては、このような妥協を図ることも現実的で好ましい選択肢であることを示している。

Case0 については、そもそもの買収提案が被買収側にとっても有益である場合には、統合後の両者の競合者以外にとって最も好ましい結果をもたらす可能性を示している。すなわち、友好的買収提案が望ましいことが示唆されている。その前提としては、十分な企業情報開示が求められる。

Case 1 については、企業防衛策が強力である場合には、現状維持的效果が強く作用し、誰もがベターオフできない可能性を示唆している。ここでは、被買収企業の誰にとっての利得が問題とされるかが重要なポイントであり、企業防衛策導入・発動の条件のあり方について慎重な検討が必要であることがここからも理解される。

Case 3 及び case 4 については、いわゆる TOB 合戦が勝者にも敗者にも大きな負担となる可能性を示唆している。

V 導出される含意と今後の課題

本稿では、第一に、欧州において電力・ガス事業の再編が近時活発化している背景を、①制度要因、②事業環境要因、③マクロ経済要因、という3つの視点から整理・分析し、第二に、ドイツ E.ON によるスペイン・エンデサの買収をめぐる動きを具体的なケースとして取り上げ、事実関係及びその評価を関係者から得た情報を含めて整理・分析し、第三に、ゲーム理論を応用した「マルチプル・ゲーム」のフレームワークによって当該ケースの分析を試みた。以上の分析から導かれる含意及び今後の課題は、以下のとおりである。

V-1. 導出される含意

(1) 欧州の経験から導出される含意

①投資ルールの特化の重要性

欧州の経験に照らせば、投資ルールの明文化による予見可能性の向上こそが、国際投資を助長する。ルールの内容が規制的であるかどうかは二次的意義しか有しない。換言すれば、国際投資においてはリスク判断が重要課題である。

②政策的なマーケット・メイキングの影響

政策的なマーケット・メイキング（市場統合の動きや、競争政策の動向）は、事業環境を大きく変化させる。その影響は政策当局の思惑を超える場合も少なくない。

③今後の国際的 M&A の担い手

現下の国際金融の動向から、国際的 M&A の減退を予想する向きもあるが、豊富な手元資金を有する事業会社や、豊富なオイルマネーが主導する形で今後とも国際的 M&A は活発に行われる可能性がある。

(2) マルチプル・ゲーム分析から導出される含意

①国益、利潤、全体の利益の調整

主権国家が追求する国益、企業が追求する利潤、国際組織が追求する全体の利益、はそれぞれが異なる原理に基づく価値であり、経済グローバル化は非特性関数形ゲームである。異なる価値間の調整は、メタ決定としての政治的（民主主義プロセス）決定であり、一義的な理論的正解はない。具体的に十分な吟味が求められる点は、抽象的国益論にとどまらず、個別具体的な状況に照らして判断される国益の内実である。このような観点からは、本事案でのスペインの条件付けは一つのモデルとして積極的な評価も可能であり、これを違法とした欧州司法裁判所の判断の射程は慎重に見る必要がある。

②望ましい M&A

買収側、被買収側の双方によって有益である買収提案が実現することが最も望ましい結果をもたらす。その前提としては、十分な情報開示が必要である。いわゆる TOB 合戦は、双方に大きな負担となる可能性があり、WIN-WIN を生み出す妥協を図ることも現実的で望ましい結果をもたらす。企業防衛策が強力である場合には、副作用も大きくなる可能性が強く、導入・発動の条件について慎重な検討が必要である。

V-2. 今後の課題

(1) 異なる価値の対立調整の制度

現在、国際的 M&A に関する主権国家、企業、国際組織の追及する異なる価値の対立の調整は、①主権国家による外資規制等、②企業レベルでの企業防衛、③（EU であれば域内の競争政策といった）国際レベルでの調整、といった複層的な制度によって行われている。

しかしながら、国益の名の下に経済活動を制約する場合に様々な反応が発生することに示されるように、その調整のあり方については成熟したコンセンサスがあるとは言い難い。例えば、外資規制については、「国際的なルールに基づき各国とも行っている」とはいうものの、その規制根拠や規制の程度は大きく異なっている。また、企業レベルでの防衛策については、EU の TOB 指令をめぐる議論が示唆するように根強い利害対立が残っている一方、そこで示された **reciprocity rule** の思想はさらに深化させることで新たな制度設計につながる可能性がある。さらに、企業レベルの防衛策と外資規制との相互関係等についても、様々な類型が存在する。これらの実態をさらに分析し、今後の制度設計に活かしていくことが必要である。

さらに、制度の運用において、将来に向けた予見可能性が高まるような形で判断が示されているかどうかについても点検が必要である。グローバリゼーションの果実を最大限に活かすためには、ビジネスの予見可能性（裏から言えばリスク・コントロール）が重要であるところ、国際的 M&A に関する個別判断の積み重ねが一定の規律を生み出していくことが期待されるべきだが、そのような観点からすると、実際の制度運用には改善の余地がある例も散見される。

(2) エネルギーセクターの制度設計

特にエネルギーセクターにおいては、より具体的に、エネルギーセキュリティの確保を念頭において、外資問題をどのように捉え、制度設計に取り込むかが検討される必要がある。

第一に、エネルギーセキュリティ上、外資をどのように理解するかについて、より広く「資本関係とエネルギーセキュリティ」という視点から洞察する必要がある。例えば、今回の事例は、「ロシアとの関係において天然ガス供給に強みを有する E.ON に国内電力事業の相当部分を握られることをスペインが嫌った」と見ることができるが、欧州では逆に、天然ガス資源の豊富な北アフリカからの資本導入によってエネルギーの安定供給を模索する動きもある。これらの事実関係を把握し、評価していくことが必要な検討の第一歩となろう。

第二に、個別具体的な判断を行う制度をどのようなものとするのが適切かについては、外国資本の導入に際しての個別審査を行うことにも一定の合理性はあるものの、規制すべき対象企業の数が限定的であれば、個別企業の防衛策を整備することで足りる可能性もある。実際、欧州では黄金株の活用や、そもそも株式の過半を政府が保有することで外資支配を回避している例もある。これらの事実関係を調査し、現行制度の点検・評価を前提として、日本においていかなる制度が望まれるかについてさらに検討する必要がある。

（補論）J-POWER（電源開発株式会社）への外資系ファンド出資拡大に対する中止勧告

以上に基づいて、J-POWER（電源開発株式会社）への外資系ファンド（TCI=ザ・チルドレンズ・インベストメント・マスター・ファンド）による出資拡大をめぐる事例について考察を加える。

すでに J-POWER の発行済み株式の 9.9%を取得していた英国系ファンド TCI が、「外国為替及び外国貿易法（外為法）」に基づき日本政府に提出した「20%まで株式の買い増しを進めていく」旨の届出に対して、日本政府は当該対内直接投資の中止勧告を行った（2008 年 4 月）。本件を外為法第 27 条第 3 項に規定する「国の安全等に係る対内直接投資等」とであると認定したものである。

中止勧告の具体的な理由を整理すると、以下のとおりである。

- J-POWERは、総延長2,400kmにおよぶ送電線、特に北海道・本州・四国・九州をそれぞれ繋ぐ送電線や東日本と西日本の電力融通を行う周波数変換所等を保有しており、長期的な設備投資を行うことで、我が国の電力の安定供給を支えている。
- また、同社は、国の原子力・核燃料サイクル政策にとって重要な大間原子力発電所の建設計画等を予定している。
- TCIによるJ-POWERの株式追加取得が行われた場合、その主要株主としての行動によっては、これまでTCIから示された諸提案をもってしても、我が国における送電線をはじめとする基幹設備に係る計画・運用・維持並びに国の原子力・核燃料サイクル政策の実施に不測の影響が及ぶ可能性を否定することはできない。

この中止勧告に対しては、「外国からの投資に門戸を閉ざす日本というイメージを助長し、日本への投資を阻害する」といった批判的論調も見られた。しかし、実際に投資ビジネスを行っている外資系企業関係者は、むしろTCIの振る舞いに対する疑問と投資先としての日本の可能性に言及することが多かった。本件ゆえに日本への投資がマクロで減少するといったおそれは小さいといえるべきだろう。本稿で述べてきたように、本件が「国益」に関わる問題であると個別具体的に判断されるのであれば、中止勧告という結論自体は是認される。

むしろ、本稿の立場からすると、慎重な考察を加えるべき点は他にある。第一は、ビジネスの予見可能性を高めるような形で論拠が示されているかどうか、第二は、そもそも本件は外資規制のフェーズで処理されるべき案件であったかどうか、である。

第一に、本稿で指摘したように、国際的M&Aにおいては、予見可能性（裏からいえばリスク・コントロール）が重要であり、制度の運用においては、将来に向けたビジネス上の予見可能性を高めるような形で論拠を示すことが望まれる。しかしながら、今回の事案に関しては「あの判断の射程は、例えば他の日本の電力会社にも及ぶのかどうか」という質問を投資ビジネス関係者から受けることが少なくなかった。これは、日本のエネルギー関連ビジネスへの投資に高い関心が示されている一方で、今回の中止勧告が必ずしも将来に向けた予見可能性を高める結果となっていないことを物語っている。スペイン政府が条件付けという形で国益内容を明確化したことと比較すると、今回の中止勧告では何を満たせば買収が可能なのかがわからない。「我が国における送電線をはじめとする基幹設備に係る計画・運用・維持並びに国の原子力・核燃料サイクル政策の実施に不測の影響が及ぶ可能性を否定することはできない」という理由からすると、結局のところ何をしてもJ-POWERは買収できないということのようでもあり、他の電力会社であれば買

収可能なかどうかとも不明確である。また、国内のファンドであればこのような可能性が否定できるのかどうかという問題も問われなければならない。

第二に、このように見てくると、そもそも本件は外資規制のフェーズで処理されるべき問題であったかどうか問題となる。J-POWERの事業が特殊に国益上重要であることが判断の基礎にあるならば、国益に反する方針でJ-POWERを買収しようとする者は内外を問わずすべからず排除されなければならないはずである。したがって、企業レベルで適切な対応システムが構築されることが適当である。逆に、今回示された理由を見る限り、国内ファンドによる買収であっても同様に「政策の実施に不足の影響を与える可能性」は否定できないはずであり、外為法での対応では不足するケースもありうるというわざを得ない。諸外国での例をみると、確かに外資規制制度はあるものの、実際に機能しているのは会社単位での備えであることも少なくない。例えば、フランスの最大手電力会社EDFは株式会社ではあるが、発行済み株式の85%相当を政府が保有しており、同社の特別な地位とそれに対する主権国家の立場が明確に示されている。また、黄金株については「一株一議決権原則」に反するものとして欧州では抑制的に運用されているものの、欧州司法裁判所は2002年にベルギーのDistrigas（当時）の黄金株を合理的なものとして合法としている。さらに、本稿で取り上げたスペイン・エンデサは定款において議決権の制約を規定していた。このように、企業レベルでの対応の態様にはいくつかの可能性があるが、いずれも、ビジネス上の予見可能性自体は高く保持されているといえる。

以上のように、今回のJ-POWERのケースは、中止勧告自体の是非は別としても、①中止勧告の理由付けが将来に向けた予見可能性を必ずしも十分に高める結果となっていないこと、②そもそも外資規制のフェーズで処理していたのでは中止勧告に際して示された懸念は一掃されないこと（むしろ、企業レベルでの対応が望まれること）、という点において、将来に向けた課題を提示している。