www.pwc.com/jp

Power Deals

2012年の展望と
2011年のレビュー

グローバルな電力マーケットにおけるM&A活動

pwc

目次

はじめに 3
本レポートのハイライト 4
2012年の ディールの展望：経済の兆しが鍵を握る 6
2011年のディールを振り返って：ディール環境の著しい変化 10
ディールはどこで起こったか：
世界全体に拡大する再生可能エネルギーM&A市場 14
北米 16
欧州 18
アジア太平洋 20
お問い合わせ先 22

方法論および専門用語

Power Deals（以下、「本レポート」）には、国内外のすべてのグローバルな電力ディール活動の分析が含まれる。本レポートは年刊の「Power Deals」の最新刊である。本レポートには、電力発電、送配電、配信や天然ガスの送信、配信、貯蔵、またエネルギーの小売に関連するディールが含まれる。ただし、ガスの探索や製造を含めた、探査段階工程のオペレーションに関連するディールついては対象外としている。また再生可能エネルギーのディールについては、姉妹書の「Renewables Deals」に含めており、本レポートの対象外としている。全ての電力およびガス会社のディールのための「Dealogic 'M&A Global database'」に掲載された取引に基づき、分析を実施している。
上記には、財務、法律上のクローズが未了となっている案件を含め、公表されたディールおよび完了したディールが含まれている。
過年度の比較データにおいて、前版や今年度のほかのディールの出版物と異なっている場合があるが、これは情報の更新や方法論の改善、それに伴うデータベース入力情報の修正によるものである。ディール価格は発表、もしくは公表された負債の引き受けを含んだ対価の金額である。
ロシア連邦は単独で一地域として取り扱う。特に明記のない限り、アジア太平洋はオーストラレーシア（オーストラリア、ニュージーランドとその付近の諸島）を含んだ地域とする。特に明記のない限り、ディールにかかわる数値は公表数値を持たないものを含んでいる。

はじめに

Power Dealsにようこそ。本レポートはPwCが電力事業セクターのディール活動を分析した年次の出版物である。来年のディール形成の見通しについて本レポートで公表している。また、世界の主要な市場における直近12カ月に起こっていることについても概観する。

本レポートは、ディール形成についての年次シリーズの最新版である。本レポートでは、再生可能エネルギー以外の全てのセクターにおける活動を調査対象としている。別冊のPwCレポート「Renewables Deals」では、再生可能エネルギーディールセクターにおける傾向と力学について考察しており、本レポートと併せて、電力事業セクターにおけるM&A活動の包括的グローバルな分析を提供している。

初の試みとして、今年度は報告書を向こう1年間の見通しについてのディスカッションからスタートし、実際に起こり得る主要テーマについて把握しようとしている。前回の報告書では、直近12カ月の間に私たちが目撃したように抑圧された米国のディール需要の解放により、ディールフローが著しく増加することを正確に予測した。

また私たちは、今や数多くの大型のディールの中で存在感を現わしている中国人バイヤーの関心についても焦点を当てていた。

今後を考えると、継続中のユーロ圏危機の話や経済成長の兆しが欧州圏の戦略をサポートするため、どの程度の信頼をもたらすことができるかに大きく依存することになろう。この危機により、昨年初めに見たようなディールフローの著しい回復は止まってしまった。ディールフロー回復のための潜在的な基盤は依然有効であるものの、ディールフローが回復するかどうかはより広範な経済見通しに対する自信が重要な要素となる。

Manfred Wiegand
Global Power & Utilities Leader

John McConomy
Partner US
Power & Utilities Transaction services

Andrew McCrosson
Partner UK
Power & Utilities Transaction Services

本レポートのハイライト

ディールの回復は中断している

ディスインベストメント、リポジショニング、市場成長の必須事項の組み合わせが、潜在的なエネルギーディールの上昇傾向環境を生み出している。しかしながら、ユーロ圏の危機や経済成長に対する懸念のため、ディールの回復は中断したままである。ディールの価格は2006年から2007年にM&A活動がピークだった時代に逆戻りし、2012年初めには、2009年に金融引き締め政策があった際の水準にまで下落した。経済成長の兆しおよび近年の米国における大規模なディールに対する規制当局の取り扱い、という2つの重要な信頼できる要因が、2012年度のディールフローの程度およびタイミングの鍵を握っている。

エネルギーディール業界は今までとは異なる新たな方向に向かっている

過去、欧州と米国はディール活動において支配的な影響力を持っていた。今日では上記以外に2つの大きな影響力が重要性を持ってきている。非常に積極的なアジア太平洋地域の投資家の参画およびブラジルのような新興市場の成長スピードである。また、私たちは異なるスピード、異なる方向に向かっている市場についても注目している。新興市場の成長は欧州の不況とは対照的だ。このような市場間のスピードの違いは、バイヤーにとって大陸をまたいで機会を利用するチャンスとなっている。たとえば、欧州での価値評価額が不調であることは、為替レートですでに有利なアジア太平洋地域のバイヤーの関心を一層高めよう。中国企業は海外進出戦略へとステップアップしている。米国と欧州もまた対照的である。欧州のエネルギーディール価格が上昇する年には、米国では価格が下落し、逆もまた然りである。2011年度においては、このような対照的な動きが非常に顕著であった。北米での目標とするディール価格は1,075億米ドルと、前年対比で2倍以上になった。一方で、欧州の目標とするディール価格は43%（305億米ドル）も急落し、398億米ドルとなった。

新たなパートナーシップおよび、ファイナンシャルバイヤーの認知度の強化

必要とされる資本規模および市場の制約から、エネルギーインフラへの大規模な投資の代替手段を探している企業の例をよく目にすることになるだろう。一例として、政府系ファンドのような、多額の資本余剰金を抱えた組織との戦略的なパートナーシップがあるが、それ以外にも、上流のガスと下流の電力などエネルギーチェーンを跨ぐジョイントベンチャープロジェクトや投資関係を構築するような例がある。また、投資家はエネルギーディールに対する投資において、より競争的になる傾向がある。さまざまな要因により、彼らの2011年度のディール金額シェアは過去5年間で最低であった。しかし2012年の市場においては、追加的余剰資金に支えられて投資家が積極的に市場で競争することが期待される。

エネルギー供給の値ごろ感がディール上の重要な要素になる

ディールメーカーおよび投資家は価格とエネルギー市場における社会的圧力を天秤にかける必要にますますせまられている。欧州の国において、エネルギー価格に対する懸念が、値ごろ感、持続可能性、供給安定性といった3つの要素の中でバランスを取る必要性「三重苦（トリレンマ）」を生み出している場合がある。これにより、政府に対して社会的圧力がかかっている。2020年の二酸化炭素排出制限と再生可能エネルギー目標達成の誘因が弱まれば、欧州における投資の前提を覆す可能性がある。一方、米国では、より広範な社会的、義務的要素も影響する。各州の規制当局は、ディールの承認に対して、従来「無害」アプローチから、広範な「純利益」基準に移行してきている。

2012年ディールの展望：経済の兆しが鍵を握る

エネルギーディールの力強い流れは、市場の不確実性により失速した。ディール価格は、2011年前半には大きく上昇したものの、後半にはソブリン債務危機があり、市場のボラティリティがディール活動にブレーキをかけたことにより急落した。しかし、ディールフロー回復のための潜在的な基盤は依然有効であるものの、ディールフローが回復するかどうかはより広範な経済見通しに対する自信が重要な要素となる。

2012年が進むにつれ、異なる世界のさまざまな市場間の経済成長の見通しにも、このような対照性が反映されてきている。欧州では景気後退の程度が憂慮されているが、米国での兆しは明るく、従来よりもゆるやかではあるものの極東や南米での経済成長は続いている。このような地域間の対照的な関係は2012年も継続すると思われる。実際、このような市場間のスピードの違いは、地域を超えて有益な機会を探すことが可能となり、バイヤーにとってチャンスとなっている。同様に、市場が変動することで、ディールでレバレッジを効かせる機会も生まれている。ユーロの対日本円安や人民元安により、日本人、中国人バイヤーにとって有利な状況となっている。今後、後述する現状を鑑みた多くの新しいテーマが出てくることであろう。

経済成長の兆しによって、「不確実性の繰り返し」から「高まる自信」へ移行するのか、あるいはより悪い状況となるかが決定する。

ユーロ圏の危機

ユーロ圏の危機は2012年もディール環境に暗雲をもたらすと考えられる。特に2011年7月、8月に増大した不確実性は、ディールの勢いにブレーキをかけた。さらなる不況に対する懸念や、緊縮財政、暴落状態という最悪の状態に対する恐怖により、ディールメーカーは選択肢を見直した。ユーロ圏の再編や公的債務の不履行が発生する可能性がある。持続的な経済成長の明確な兆しや大幅な政策の修正を欠いた状況下で、2012年も「不確実性の繰り返し」は続くものと思われる。株価の暴落もしくは信頼流失の再調整プロセスはあり得ない話ではない。しかし、もし経済指標がひとたび明るくなれば、「不確実性の繰り返し」は、「高まる自信」に変わる。ディール活動の回復の力は、経済の不確実性に左右される。危機から発生するディールもある。債券市場が緊縮した状態で、売却からの資本調達は依然重要な優先順位を保っている。また、ポルトガル政府によるEDPの入札のように、政府による国家資産の売却はアイルランドやイタリアでもあり得る（欧州セクションを参照）。

市場間のスピードの違いは、大陸を超えた価値の機会を探すことが可能となり、バイヤーにとってチャンスとなる。

資本増強のためのディスインベストメント

これは欧州での大きなテーマであり、2012年度にはさらに関心が強まることが予想される。欧州の主要な電力会社は、成長市場を探し出すための柔軟性を保持しつつ、主要市場での多額の投資を実施するために、自社のバランスシートを強化する必要がある。福島で発生した緊急事態を受けて、ドイツ政府が2022年度までに原子力エネルギーから離脱することを決定したことにより、同国の巨大エネルギー会社RWEとEonが受ける圧力は強まっている。両社とも2011年度に多額の資産売却に追い込まれ、2012年度にも追加的な資産売却が確約させられている。Vattenfallなど、そのほかの会社も、主要な市場での統合、燃料混合やバリューチェーンの主要部分の統合に注力するため、資産の売却を実施することが確約されている。

米国の電力会社によるスケールとバランスの追求は続く

2011年度には、大規模なディールが続いたが、これは米国の企業がバランスシートを強化しようとし、規制対象部分と対象外部分の利益のバランスを見直し、領土問題や、CO2排出量問題に取り組んだことに起因する（ディールを振り返ってと北米のセッションを参照）。これらのディールの必須事項は2012年度も継続し、米国でのディールの継続的フローの余地がある。しかし、このようなディールフローの底堅さは、さまざまな州での電力規制のスタンスに左右されることなるだろう。2011年の大規模な米国のディールは、2012年に入っても、法規制の許認可というゴールラインを越えなければいけない状況にある。企業は次のアクションをとる前に、規制当局の動向について注視することになるだろう。

「買収か形成か」は依然米国の発電資産の主題である

発電資産の取引は米国において依然テーマとして残るであろう。現在の市況は、作るよりも買う方が経済的という状況にある。需要と供給がアンバランスであるという現在の状況において、かつて需要と供給のバランスが取れており、かつ経済がより安定していた時代に建設された多くのガス発電所は、新しいキャパシティの追加コストとその効果の比較という観点で見ると今や操業すること自体が非経済的であることを示している。

環境法規制がM&Aを活性化する

環境規制が資本的な後押しとなっていることは、米国のエネルギーディール市場における主な特徴となっている。企業は、最近成立した法律や、現在執行が延期している法律を見越して、自社のポートフォリオを見直し、資本を投下してきた。上記の法律の例としては、石炭発電所の風下に位置する州の大気汚染を抑制するためのCross-State Air Pollution Rule（NOx、SOxに関する排出規制）や、Mercury and Air Toxics Rule（水銀、粒状物質に関する排出規制）が挙げられる。これらの変化により、法令遵守に必要な施設の改良が、非経済的だと判断された場合の石炭発電所の閉鎖の発表が増加すると見込まれる。2012年7月から二酸化炭素排出量の上位企業に対して適用される炭素税の導入に伴い、環境政策律はオーストラリアでの発電に影響を与える。

戦略的な資金調達についての新たな資金源

電力企業は銀行からの融資や債券市場での資金調達において、ほかのセクターの企業よりも優位にある。しかし、市場で要求される資金額や、市場の規制を鑑みると、資金調達の代替手段を探しているより多くの他社事例を目にすることになる。1つの例として、政府系ファンドのような、多額の余剰資金を有している組織との戦略的な提携という方法がある。たとえば2011年に、Iberdrolaは、カタール政府系ファンドの子会社である、Qatar Holdingに対して、28億米ドル、5.8%の持分を有することになった。GDF Suezは China Investment Corporationという中国政府系ファンドについて、共同経営権を持つことになった（アジア太平洋セクションを参照）。政府系ファンドのほかに、ヘッジファンドや設備ファンド、年金資産ファンド、中国国有企業なども対象となり得る相手先である。

バランスシートの強さおよび資本調達計画に対する要求は、2012年の非主力資産の売却においても重要な要素となる。

福島原発事故の緊急事態および核エネルギー市場へのインパクトは資産削減へのプレッシャーを増大させた。

エネルギーチェーンにわたる新しいタイプのパートナーシップ

それぞれ異なる分野のエネルギー企業による独立的なエネルギー生産市場においては、たとえばInternational Powerと三井のように、ジョイントベンチャープロジェクト会社と投資会社との間に良好な関係が築かれている。このような関係の広がりは、より多くのエネルギー分野で見られることになるだろう。2011年度にも、RWEはGazpromと、ドイツ、イギリス、オランダでのガス発電所および石炭発電所のジョイントベンチャーの可能性についての会談を何度か行ったが、合意には至らなかった。もし実現していれば、Gazpromにとっては下流の生産にアクセスする機会になっただろうし、RWEにとってはバランスシートの改善になったであろう。異なる組み合わせを含めて、2012年度もこのような動きは大いにあり得ると見通している。

ファイナンシャルバイヤー層の拡大

インフラファンド、年金基金、プライベートエクイティなどのファイナンシャルバイヤーは、2011年は比較的静かであった。一方で、大口のファンド投資家の中には、資金調達モードに入っているところもあり、エネルギー産業外でインフラ資産を購入しているところもあった。そのほかの投資家は積極的にディールの機会を探したが、売手と合意には至らなかった。たとえばCanada Pension Plan Investment Board（CPPIB）は、最近売りに出されたEDFとEon UKのエネルギーネットワーク資産の買手として報道された。資金を必要としている投資機会の増加に支えられて、2012年度には市場でファイナンシャルバイヤーの競争が激しくなることを期待している。

東西のディールの勢いは一層強まる

中国人投資家は引き続き欧米市場の資産に対して積極的に競争するだろう。香港の億万長者であるLi Ka-shing氏の投資会社であるChung Kong Infrastructure（CKI）はUKネットワーク資産の積極的な入札者である。同社はEDFの米国のネットワークビジネスを2010年度に購入したため、2011年度のEonの同様の購入を見逃してしまった。そのほかに、China Three Gorges CorporationはEnergias de Prtugaldの利権を獲得することで、成長市場であるブラジルに対するアクセスの機会を得た。同社はEonやブラジルの会社に勝ってこの機会を得た。State Grid Corporation of Chinaもまた積極的な入札者であった。2012年度も、欧米市場の資産に対して、国有発電会社も含めた中国企業のさらなる関心が見られると予期している。

ポスト福島プレッシャー

東京電力（Tepco）は、日本で起きた原子力発電所の危機を受け、巨額の資金調達の圧力に直面している。同社と日本政府があらゆる戦略的な選択肢を考慮して開始した資産売却は、2012年度にさらに加速すると見込まれている。福島のプレッシャーの波は、あらゆる所に広がった。ドイツ政府の2022年度までに原子力発電から撤退するという決定によって、ドイツの巨大エネルギー企業のRWEとEonは、困難な状況に直面している。経済が低迷し、電力業の利益が低下し、ガス供給契約が高価である状況下で、既存の多額の設備投資費用プログラムに加え、加速的に撤退するための追加コストと代替エネルギー発電資産への代替コストがかかってくる。2011年度終盤に公表された、イタリアのEdisonから引き継いだ工場でのガス発電をEDFが増産していることで、原子力生産市場に対する懸念もまた焦点となっている。

中国と日本の企業は、「海外」戦略に力を入れている。

政府の役割はより重要になっている

エネルギー市場は、市場の動きと政府方針の間で、時としてあいまいな動きをする場合がある。政府は需要を管理することについて長い間一線を画してきたが、二酸化炭素排出規制を実施することで供給に対して重要な影響を与えている。求められる多額の設備投資により、投資判断上極めて重要となる固定価格買い取り制度（エネルギーの買取価格を法で定める助成制度）を始めとする長期的な補助金政策が誕生した。イギリスの電力市場改革は、政府が多額の設備投資に対する補助手段を現状検討中であるが、その遅延と全体的な市場のデザインおよび特定の補助金に対する疑問は、ディール当事者にとって新たな不確実性を生み出している。

エネルギー価格の値ごろ感に対する懸念が「トリレンマ（三重苦）」を生み出している

欧州では、二酸化炭素排出量規制のコストや経済事情が顧客の予算を圧迫しているため、エネルギー価格が焦点となっている。エネルギー価格に対する懸念は、手頃な価格、持続可能性、供給の安定性という3点の中でバランスを取らなくてはならないという「トリレンマ（三重苦）」を生み出し、その結果として、政府に対する社会的な圧力が増加している。この場合もやはり、投資家とディールメーカーが直面している不確実性を増大させている。社会的圧力と価格圧力の重要性について、今後ますます天秤にかける必要がでてくるであろう。2020年の二酸化炭素排出制限と再生可能エネルギー目標達成の誘因が弱まれば、欧州における投資の前提を覆す可能性がある。

202年の二酸化炭素排出削減と再生可能エネルギー目標達成の誘因が弱まれば投資の前提を覆す可能性がある。

欧州における資本調達の制約

欧州の巨大電力企業は、巨額の設備投資の要求に直面し続けているが、同時に、資本と負債による資金調達はますます困難になっている。欧州の電力業界のリーディングカンパニーに関する調査を実施したところ、多くの企業で、2010年から2011年にかけて、株価の下落が市場平均よりも大きかったことが判明した。負債面については、債権市場が縮小したため、調達額が2009年度は756億ユーロだったのに対し、2011年度は146億ユーロへと減少した。これに加えて、欧州の電力産業全体に渡って、2011年度において15グループが格下げされ、30%はネガティブウオッチもしくは格下げレビューの対象となっている。この資金調達方法の減少が、欧州のエネルギー企業によるディスインベストメントを引き続きけん引するであろう。

展望：
「繰り返される不確実性」 – ディールすべきか、しないべきか?

2011年から2012年度の危機を2008年から2009年度の危機と重ねがちだが、そこにはいくつか重要な違いがある。クレジットクランチには、リーマンショックを中心に明確な焦点があった。今回の危機はそれに相当する「注目のビッグイベント」、つまりターニングポイントとして認識されるような、「バックミラーに映るイベント」を欠いている。代わりに、現在進行中の重大な不確実性がある。それをこのレポートでは「繰り返される不確実性」と表現する。これによってディールの環境は従来よりもはるかに難しい状況になっている。流動性の展望は寸断されている。債券発行と銀行融資の緩和への展望は依然として不確かである。「J字型」の事業計画のためのより広範な市場環境が整うことを想定することができない。

2009年度上半期におけるアドバイスとしては、「マーケットの中にいる必要がなければ、マーケットの外に出ているべきだ。状況が改善し、確実性と静けさが元に戻るまで数カ月待ち、その後ディールを開始するべきだ」であった。しかしこれは、あなたが「バックミラーに映るイベント」を持っていることを全て前提としている。

2012年度にはそれに相当するものがない。代わりに、今後6カ月間に状況が改善するのか悪化するのかという大きな不確実性がある。このような状況下では、逆説的ではあるが、完全にディール実施にブレーキをかけてしまうことはあまり意味がないかもしれない。

もしディールが高度に戦略的で、目的が重要であれば、やり終えることができるならばやってみる価値があると感じるかもしれない。いつまでこの緊縮状態が続くのかということがはっきり分からない中、単に状況の改善を期待してマーケットの外にいつづけることはとても勇気のいる賭けとなるだろう。

仮に、より楽観的な展望が浮上した場合、経済成長に対する確信と欧州の銀行システムとよく調整され、説得力のある政策反応を備えた政府の能力は、全て非常に重要となってくる。政策的な面では、政府間と国内の両方において政党と有権者の間で、2012年度中に交渉すべき潜在的な問題点が多くある。一層不安定化してしまう可能性を排除することはできない。

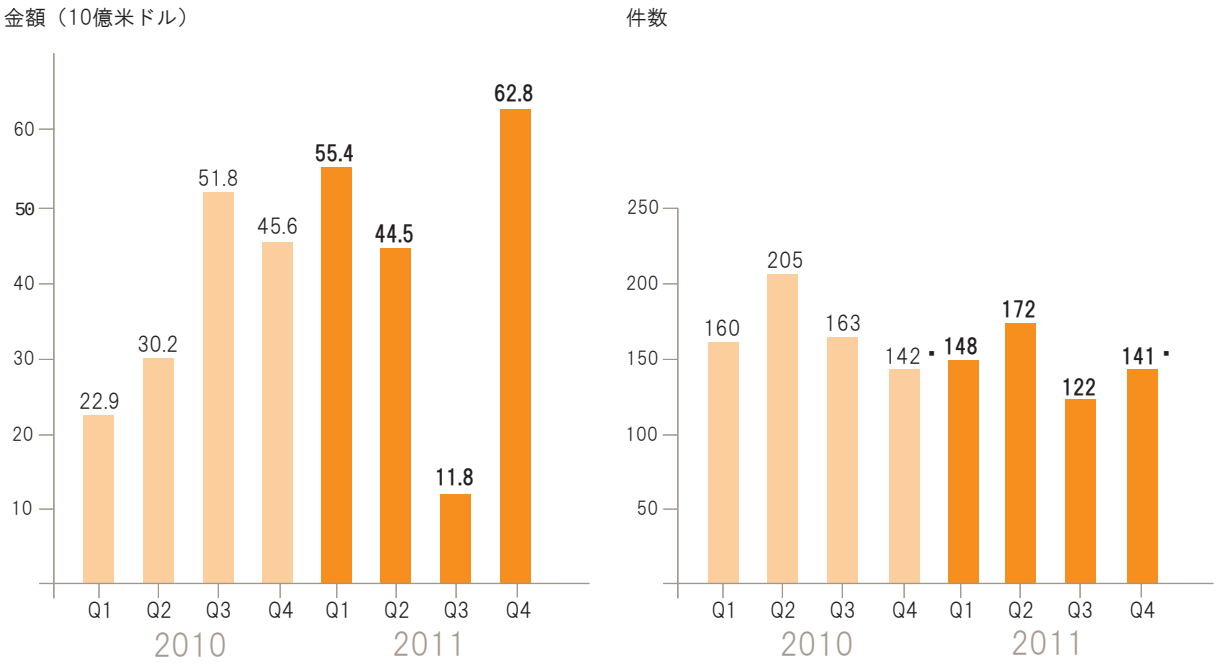
2011年度ディールを振り返って：ディール環境の著しい変化

エネルギーディールの価値は2006年から2007年度のM&A活動がピークだったころの水準に回復し、上半期のディールは非常に活発であった（図表1参照）。しかし、第3四半期にトレンドは急激に悪化した。ディールの価値のフローは、2009年度のクレジットクランチの水準まで低下し、379億米ドルのKinder MorganとEL Paso間のディールが米国で実施されなければ、第4四半期も同様の状態で2011年度は終わっていたはずである。

2011年度は上半期と下半期が対照的であったと同時に、大西洋を挟んだ地域の状況もまた対照的な年であった。欧州の公的債務危機が7月と8月に大幅に悪化する前でさえ、大半のディール価格の上昇は米国のエネルギー、インフラ企業の購買力の流れからもたらされたものであった。米国のエネルギー、インフラ企業のディール市場が活発であった一方で、欧州市場は冷え切っていた。欧州の電力企業は主に投資を削減する姿勢であり、過去何年もディール量の増大を下支えしてきた大型買収案件は、全く俎上（そじょう）に上がらなかった。

米国でのディールが急増したことにより、エネルギーディールの価格は急上昇した。ディール金額総額は、1,744億米ドルを記録し、2011年度の世界の総合計は前年比16%増となった。ただしディール件数は13%低下した（図表2と図表3参照）。国内ディールは引き続き注目されている。国内ディールは、 米国での合併により急上昇し、2011年のエネルギーディール合計額および件数の4分の3を占めた（図表4参照）。

図表1：四半期ごとのディール・2010年および2011年



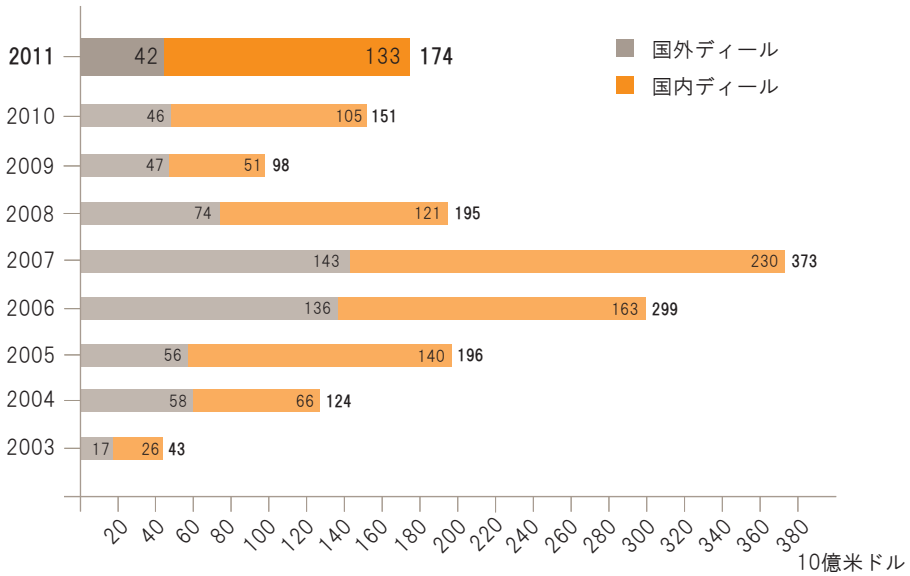
注記：四捨五入により合計が必ずしも一致しない場合がある
出典：PwC、Power Deals

図表2：電力およびガス業界のディール（金額ベース：10億米ドル）　2010年および2011年

	2010 件数	2010 金額	2011 件数	2011 金額	Change in 2011 % 件数	Change in 2011 % 金額
エネルギー	**670**	**150.5**	**583**	**174.4**	**(13)%**	**16%**
内　電力	573	132.0	468	112.2	(18)%	(15)%
ガス	97	18.5	115	62.3	19%	237%

注記：四捨五入により合計が必ずしも一致しない場合がある
出典：PwC、Power Deals

図表3：セクターのディール活動合計（10億米ドル）



注記：四捨五入により合計が必ずしも一致しない場合がある
出典：PwC、Power ▪ Deals

図表4：国外、国内ディールー（金額ベース：10億米ドル）　2010年および2011年

	2010 件数	2010 金額	2010 % 件数	2010 % 金額	2011 件数	2011 金額	2011 % 件数	2011 % 金額
国内	537	105.0	80%	70%	436	132.8	75%	76%
国外	133	45.5	20%	30%	147	41.6	25%	24%
合計	**670**	**150.5**	**100%**	**100%**	**583**	**174.4**	**100%**	**100%**

注記：四捨五入により合計が必ずしも一致しない場合がある
出典：PwC、Power Deals

2011年度ディールを振り返って：ディール環境の著しい変化

米国企業が規模を獲得するように動いたため、米国のディールは上位10件の中で多くを占めている（図表5）。2011年は258億米ドルで実施されたDuke EnergyとProgress Energyの合併の発表で幕を開け、その後、提案段階のExelonとConstellationの合併、また、ガスパイプライン業界で2つの巨大合併などの大型ディールが続いた（下図参照）。この「Power Deals」のレポートが始まって以来、ディール上位10件の中で米国のディールが6件を占めるのは初めてのことである。

非在来型ガスの源泉は、米国のガスセクターを変えようとしている。これによりガスパイプライン運営会社への成長の機会のみならず、資本投資の機会が生み出されている。この結果は、上位10位内に入っている、379億米ドルで合併したKinder Morgan（KM）とEl Paso（EP）で実証されるように、より大きな規模を求める結果となっている。買い手、ターゲット共に上流の探索用および製造用の資産を保有しているが、ディールの焦点はEPの規制されている州をまたいだ天然ガスパイプライン資産とKMの資産との統合であるため、「Power Deals」のカテゴリーに含めた。取引終了後、EPの探索用および製造用の資産を売却するため、EPはKMの子会社となるであろう。

当該統合に伴い、米国最大の天然ガスパイプラインネットワークが誕生する。2セットのパイプラインシステムは非常に補完的であり、主に米国内の異なる源泉および市場への役目を果たしている。この大型ディールの以前には、Williamsと Energy Transferの間で、Southern Unionをめぐる入札があったが、Energy Transferが、94億米ドルで勝ち、新たなガスパイプラインの統合を実現した（北米セクションを参照）。

図表5：上位10件 ー 国外および国内ディール 2011年

No.	取引金額（10億米ドル）	公表日	買収先会社名	買収先会社 国籍	買い手会社名	買い手会社 国籍
1	37.9	16 Oct 11	El Paso Corp	United States	Kinder Morgan Inc	United States
2	25.8	10 Jan 11	Progress Energy Inc	United States	Duke Energy Corp	United States
3	11.2	28 Apr 11	Constellation Energy Group Inc	United States	Exelon Corp	United States
4	9.4	16 Jun 11	Southern Union Co (Bid No 1)	United States	Energy Transfer Equity LP	United States
5	6.5	01 Mar 11	E.ON UK plc	United Kingdom	PPL Corp	United States
6	6.3	27 Dec 11	Edison SpA (30%)	Italy	Electricite de France SA - EDF	France
7	5.6	05 Dec 11	Mid South TransCo LLC (Entergy)	United States	ITC Holdings Corp	United States
8	4.7	20 Apr 11	DPL Inc	United States	AES Corp	United States
9	3.5	22 Dec 11	Energias de Portugal SA - EDP (21.349%)	Portugal	China Three Gorges Corp	China
10	2.9	19 Jan 11	Elektro Eletricidade e Servicos SA (99.68%)	Brazil	Iberdrola SA	Spain

出典：PwC、Power Deals

DukeとProgressの合併により、米国最大のエネルギー企業グループが誕生し、今後の新規建設や、資本投資を実施する上で、よりよいポジションを得ることになる。この合併により、ノースカロライナ州、サウスカロライナ州、フロリダ州、インディアナ州、ケンタッキー州、オハイオ州で710万件の電力利用者を顧客に持つことになる。米国内の石炭、天然ガス、原油、再生可能エネルギー資源、最も規制された原子力発電のようなさまざまな資源により、国内で約57GWを生産できる能力を有することになる。

DukeとProgressのケースは当初、ディールの成立の目標を2011年度完了としていたが、現在は延期されて、早くても2012年3月となっている。それより以前にNStarとNortheast Utilitiesの間で43億米ドルの合併が2010年10月に公表されたが、これもまだディールが完了していない。2012年度初めに、ExelonとConstel-lationとの間で、112億米ドルで提案された合併についても同様である（北米のセクションを参照）。直近のディールの波がさまざまな規制のハードルをなくすだろうという、楽観的な考えが現実となるかは現時点では不明である。

そのほかの米国でのディールについては、北米のセクションでより詳細に記載している。欧州最大のディールは、米国バイヤーであるPPLがEonからCentral Networksを買収した案件である。この65億米ドルでのディールは、PPLが香港のCKIとの入札競争に勝った結果である。Warren Buffett's Berkshire Hathawayが所有するMidAmerian Energy Holdingsもまた興味のある企業として報告されている。

欧州におけるディールのトレンドは引き続き主要な電力設備会社によるネットワークディスインベストメントである。2002年度と2004年度に、EonはPowergen and Midlands Electricityの買収の一部として、Central Networkを買収した。PPLに関しては、この買収は隣接しているミッドランド、ウェールズ、イングランドの南西部にエネルギーを提供しているWestern Power networkビジネスにさらなる規制対象となる資産を追加することになる。

欧州企業は買収よりディスインベストメントに積極的である。2011年末に明らかになった、EDFによる63億米ドルでのイタリアのEdisonの買収は、注目すべき例外事項である（ポスト福島と欧州セクションを参照）。EonおよびIberdrolaにとって、急速な成長を見せているブラジル市場での拡大は重要な焦点となっている。EonはEnergias de Portugal（EDP）に対する入札に参加している。これは同のブラジルでの広範囲に及ぶ生産と供給による存在感が魅力的であったためである。

この入札は、China Three Gorges（CTG）が35億米ドルで落札し、CTGとEDPは戦略的パートナーシップを締結したことを公表した。これは再生可能エネルギー発電において、EDPが欧州と米国を、CTGがアジア市場をリードし、同分野で世界的なリーダーとなることを目的としたものであった。彼らの主要な競争相手の一人は、Iberdrolaであるが、同社は29億米ドルでブラジルの供給会社であるElektroを買収し、ブラジルの自社の既存の持分に加えた。EonがEDPを落札できなかったことによる落胆は、2012年初めに、ブラジルのMPX Energiaに対する10%の出資契約を締結したことで相殺された。このディールをきっかけに、両社による新たなエネルギー生産能力増強のための大きな投資につながることが期待される。

ファイナンシャルバイヤーによる買収は2010年度の680億米ドルから、2011年度には280億米ドルに下落した。この金額は、ディール総額の16%しかなく、ディール活動全体に占める割合は、この6年間で最低水準となった（図表6）。前述したとおり、傍観しようとしているファンドがある一方で、予定された増資を実施するファンドもあり、電力セクター外でインフラ資産を購入することに焦点を当てているところもある。

図表6：電力ディール活動と 財務およびその他ディール活動の比較（金額ベース：10億米ドル）（%シェア）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
電力ディール	26 (60%)	81 (65%)	169 (86%)	247 (83%)	289 (78%)	147 (76%)	70 (71%)	82 (55%)	**146 (84%)**
財務およびその他ディール	17 (40%)	43 (35%)	28 (14%)	52 (17%)	83 (22%)	48 (24%)	28 (29%)	68 (45%)	**28 (16%)**

出典：PwC、Power Deals

ディールはどこで起こったか：世界全体に拡大する再生可能エネルギーM&A市場

北米の入札者と対象会社がエネルギーディールの価値の大部分を占めている。世界の合計の67%は同地域の入札者である。対象会社も全体の62%を占めており、大差がない。全体の5分の1は、北米の入札者が関与したディールである。

1999年に「Power Deals」シリーズを開始して以来、世界全体のディール金額に占める北米のシェアは、2011年に過去最大となった。2011年以前に最も高額だったのは、2004年度にExelonが260億米ドルでPSEGを買収しようとした時であり（本件は結果として成立しなかった）、この年には多くのインバウンドの買収が北米ターゲットのディール金額を世界全体の47%まで押し上げた。

北米ターゲットのディール金額が前年比2倍以上を達成した一方で（＋119%、585億米ドル）、欧州のターゲットディール金額は43%急落し（305億米ドル）、398億米ドルであった。これは2003年度以来の最低の水準であり、M&Aが欧州でピークだった2006年度の四半期のディール額にも及ばない。欧州はまた、この「Power deals」シリーズで、世界のエネルギーディール金額の最低シェアを記録した。

それでも、欧州の売手と買手は依然忙しく、ディール金額は小さいものの、北米の相手方より多くのディールに関与している。もう1つ初めてのこととしては、ディール件数において、アジア太平洋の売手と買手がトップだったことである。しかし前年比で、入札者とターゲットディール金額が最も大きく伸びたのは、29億米ドルのElektroのディールの影響による南米であった（ディール詳細を参照）。91億米ドルのターゲットディール金額は、2010年度の合計の2倍以上であり、南米のディール金額は2008年度の108億米ドルに迫った。

図表7： 大陸別のディール

北米	2010	2011	% change
買収先のディール価格（10億米ドル）	49.0	107.5	119%
買い手のディール価格（10億米ドル）	50.9	117.0	130%
ディール件数			
買収先	110	117	6%
買い手	118	126	7%

中南米	2010	2011	% change
買収先のディール価格（10億米ドル）	4.4	9.1	107%
買い手のディール価格（10億米ドル）	2.2	4.2	85%
ディール件数			
買収先	39	58	49%
買い手	30	38	27%

欧州	2010	2011	% change
買収先のディール価格（10億米ドル）	70.3	39.8	(43)%
買い手のディール価格（10億米ドル）	56.6	29.5	(48%)
ディール件数			
買収先	190	142	(25)%
買い手	190	149	(22)%

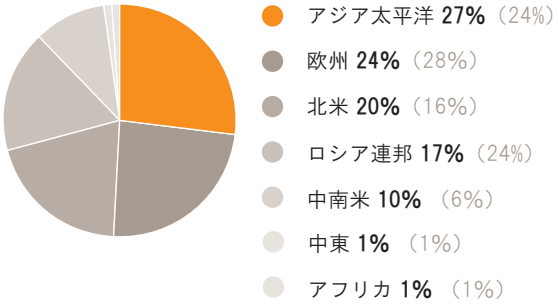
ロシア連邦	2010	2011	% change
買収先のディール価格（10億米ドル）	6.8	3.7	(45)%
買い手のディール価格（10億米ドル）	6.5	3.7	(44)%
ディール件数			
買収先	158	101	(36)%
買い手	153	104	(32)%

アジア太平洋	2010	2011	% change
買収先のディール価格（10億米ドル）	19.7	14.1	(29%)
買い手のディール価格（10億米ドル）	33.2	16.4	(51)%
ディール件数			
買収先	160	156	(3%)
買い手	170	156	(8%)

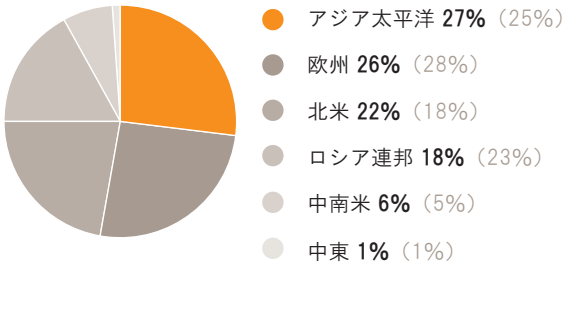
出典：PwC、Power Deals

図表8：大陸における取引の割合
（括弧は2010 年の割合）

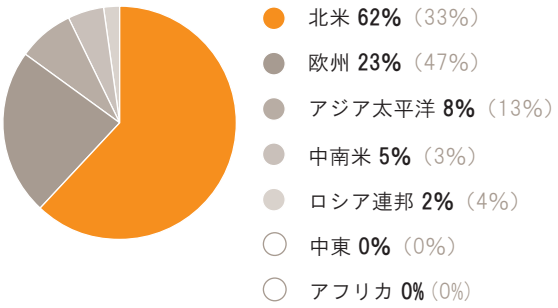
買収先の取引件数



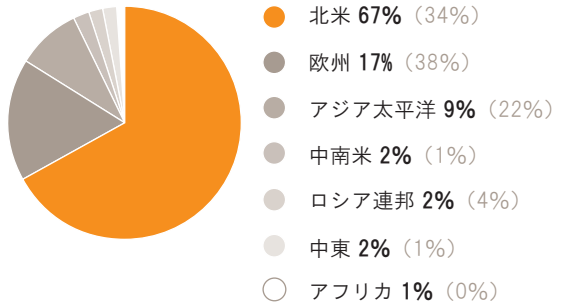
買い手のディール件数



買収先のディール価格



買い手のディール価格



出典：PwC、Power Deals

地域別のディール：世界各地の市場に焦点を合わせて

北米

米国の大型ディールの流れは、2010年の391億米ドルから2011年の580億米ドルへと同地域の電気のターゲット価格の大幅な上昇をもたらした。ガスのターゲット価格も99億米ドルから495億米ドルへと5倍以上増加した。米国の電気およびガスのパイプライン会社の事業拡大および多様化の動きは、米国のエネルギー業界のM&Aにとって大きな一時代を築いている。規模の獲得は、規制対象となる利益によってもたらされる収入額を最大化するため、ディールと付随して起こってきた。

ガス業界の展望の変化によって、379億米ドルという2011年の最大のディールとなったKinder MorgaとEl Pasoの2つの大きなガスパイプラインの統合をもたらした。この統合は、Energy TransferがWil-liamsとの入札に勝ち、Southern Unionを94億米ドルのディールで獲得した直後に行われた。本ディールについてはディールレビューのセクションおよび本章の後半でも述べている。

重要な公益事業のディールは、DukeとProgressの合併である。これについても、ディールレビューのセクションで述べている。この合併の直後には、ExelonとConstellation Energy Groupの合併が112億米ドルで行われた。また、AES CorporationがDPLを買収することが同じ月に公表された。現時点で規制当局のハードルをすべてクリアしたのはこのディールのみである。DPLはまだ単独で事業を営んでいるが、AESのグローバルビジネスから財務力および事業上のシナジーを享受しており、一方でAESは目標とする成長市場で存在感を高めている。

2010年のNstarとNortheastの統合に続き、DukeとProgressおよびExelonとConstellationもディールを表明したが、現在、規制当局による許認可待ちである。Nstarのディールにおいて、Massachusetts Department of Public Utilities（DPU）が従前の「無害」な（統合の承認により公共の利益が損なわれることのない）基準から、顧客および地域経済に利益をもたらすより厳しい基準である「純利益」に移行するところを見て取ることができた。このより広範な基準を採用しているのはMassachusetts DPUだけではない。

2006年に断念せざるを得なかった2004年のPSEGの260億米ドルの入札に顕著であるが、Exelonはディールを成立させることの難しさをよく知っている。Constel-lationの統合は、さらなる交渉の結果、メリーランド州、ボルチモアおよびほかの関係者から承認を得た。しかし、ディールの完了は依然として、Maryland Public Service Commission（PSC）およびほかの主要な規制当局からの承認を必要としている。

企業は、2012年初頭に残りの承認を得ることを見込んでいる。EDFは、EDF自身のConstellationとの原子力のジョイントベンチャー事業よりもExelonの原子力のプロジェクトが将来的に優先されることに懸念を示していた。しかし、フランスの企業は、ジョイントベンチャーの経営の独立性の保護の合意に達した後、2012年1月のディールに対する反対論を取り下げた。

北米以外の対象会社の唯一の大規模ディールとしては、PPLがより広範な規制対象となるレートベースのネットワークを追求し、大西洋を越えてEon Central Networkを既存のイギリスネットワーク事業に組み入れた案件がある（ディールレビュー参照）。年度末に公表された大きなネットワークのディールによると、米国で独立系最大手送電会社であるITCは、Entergyの送電網を56億米ドルで取得することが見込まれている。Entergyは、2014年直後からネットワークへの設備投資に4億米ドルから5.25億米ドルを計画していた。ITCの独立した送電事業モデルは、主に州による規制の対象となるEntergyとは異なり、各州間の送電を管轄するFederal Energy Regulatory Commissionにより規制される。

図表9：買収先の北米ディール

	金額（10億米ドル）	件数	% change in 2011 金額	% change in 2011 件数
電力	107.5	117	119%	6%
内　電気	58.0	92	48%	3%
ガス	49.5	25	399%	19%

出典：PwC、Power Deals

シェールガスおよびほかの非在来型ガスの発展および拡大による米国のガスの供給過剰がエネルギー生産およびガス輸送の経済を変えた。電力需要の低迷に加え、ガスの低価格がエネルギー生産の負担となっている。需給および価格環境が変化している中で、多くの発電所は十分に稼働しなくなっている。火力発電所の売却は、ディールの流れを後押しした。

変化したガス環境はガスライン事業の機会を創出する一方で、ガスパイプライン事業者の重荷にもなった。パイプライン事業は、高利回りで安定したキャッシュフローをもたらしているが、パイプラインフローの基礎となっている地域間の相違は、異なる供給および価格環境に応じて修正されている。また、より多くの供給源を確保するためには、パイプラインへの投資が必要である。結果、企業はより大きな多様性および規模を追求している。Kinder Morgan、とEl Pasoの379億米ドルディールは、このトレンドを特徴づけている。Energy TransferによりSouthern Unionを94億米ドルで買収したことにより、米国で最大級の会社が誕生し、同時により多くの新規のガスの供給源の入手が可能となった。Energy Transferからの提案は、ライバルであるパイプライン事業会社のWilliamsとの競争入札期間後、受諾された。

新しい環境法（Cross-State Air Pollution RuleおよびMercury and Air Toxics Rule）は、ディール活動に影響を及ぼしている。大型の統合案件をみると、統合にあたって必要となる技術面の改革に向けた資金調達において、より健全なバランスシートを持つ企業が有利になるということが分かる。石炭設備の環境コンプライアンス問題に対処するための資金を調達するために、帳簿に計上している発電および送電関連資産を含む事業部を一時的に売却するケースが出てきている。石炭、ガスおよびそのほかの産出物間のより良いバランスをとるために、ポートフォリオの見直しも行われている。

ディールダイアログ：
今日のコモディティマーケットの不確実性を管理する。

シェールガスによって、米国のコモディティマーケットの形成は一変し、天然ガスの価格は2002年の最安値のレベルまで下落している。長期予想の多くは、天然ガスの価格を4から5米ドル／MMBtuと予想した。しかし、多くの要因により天然ガスの価格を押し上げる可能性がある。企業は、これらの不確実性に注意し、戦略目標の展開、ディール市場における評価および資産価値の決定において考慮に入れなければならない。

以下の要因によって、現在低迷している米国のガス価格が押し上げるられる可能性がある。

- **規制や法律の増強**
  水の安全性、掘削流体の安全な廃棄、地震活動の増加の可能性、シェールガスから放出される温室ガスのライフサイクルレベルにおける水圧破砕の影響について議論が交わされている。州および連邦の両方のレベルで、より厳格な規制が検討されており、いくつかの規制は既に制定されている。規制の性質によっては、許認可にかかる時間と全体的なコストの大幅な増加をもたらす可能性がある。

- **料金および税金の増加**
  州は依然として掘削料および税金の改正を検討している。

- **インフラコスト**
  既存の長距離パイプラインのフローを反転させることを含め、天然ガスを探索し、加工し、市場まで輸送するため、ガスパイプラインに対する多額の投資が必要とされる。

- **需要の増加**
  国内需要は大幅に増加する可能性がある。2025年までに電力セクターの天然ガス消費量は、85%増加するという予測もある。また、天然ガス自動車、天然ガスヒーターおよび製造業の天然ガスの活用の増加へと移行する可能性がある。開発業者は、需要の増加が期待できるとして、国際的なアクセスを可能とする追加的なLNG液状化輸出ターミナルも検討している。

- **埋蔵量の不確実性**
  シェールガスの埋蔵量および水圧破砕の経済性は、限られた過去データに大きく依拠した変動しやすい広範な見積もりモデルに基づいている。

企業は天然ガス生産に移行することを検討する際、天然ガスの価格変化の影響を受ける可能性があることを考慮することが重要である。公共料金の料率は、既に設備投資率の増加に直面しており、ガス料金の上昇は公共料金の納付者にとって何を意味するか？商人企業について、ガス料金および電力料金の潜在的なボラティリティは、流動性に対して何を意味するか？

投資家は、吟味された戦略および綿密な資本投資の評価を必要としている。PwCは、市場の深い専門知識を有しており、生産ポートフォリオにおけるコモディティの変動リスクの評価について、クライアントをサポートし、天然ガスの価格のボラティリティのリスクを軽減する戦略についてプロアクティブな助言を与えることができる。

地域別のディール：世界各地の市場に焦点を合わせて

欧州

2011年7月、8月のユーロ圏の危機が深まる前から、電力会社は売却および財務基盤の強化に傾いていたため、欧州のディール活動はすでに閑散期に入っていた。欧州の対象会社および買手の価値は、2004年以降に高まったM&A活動活発化の波以前の水準に下がっている。しかし、ディール価値が著しく低迷しているものの、ディール件数自体は依然として多く、企業はいまだその機会に注目している。

欧州最大のディールは、EonがCentral Networksを米国企業であるPPL Corporationに65億米ドルで売却したディールである（ディールレビューを参照）。この売却は、2013年末までに完了することを目指しているEonの150億ユーロのディスインベストメント目標の一部である。ドイツの大手電力会社2社は、大きな処分計画に取組んでいる。RWEの90億ユーロのディスインベストメント計画には、チェコにある子会社のガス網運営会社Net4Gas、ベルリンの水道会社Berlinwasserの保有株式、Deaの上流ガスおよびオイル事業の一部あるいは全ての売却を含んでいる。2011年9月に、RWEは、送電線事業を手掛けるドイツの子会社Amprionの保有株式の74.9%の売却を完了した。

Eonによる売却は欧州以外の成長市場での財務上の柔軟性を拡大することを目的としている。このような拡大は、2015年までに収益の4分の1を占めることが期待されている。投資対象先である南米でEnergias de Portugalを取得し、存在感を高める望みは、EDPの入札がChina Three Gorgesにより落札されて断たれた。しかし、2012年1月にEonは、ブラジルのMPX Energiaの10%の株式取得に成功したことを公表した。その年の初めに、スペインのIberdrolaは、ブラジルのElektroを29億米ドルで買収することに合意した。当該両方の取引については、ディールレビューのセクションで 言及されている。今後、Eonによるドイツのガス輸送網事業を行っているOpen Grid Europeの売却は、欧州における2012年の重要なディールの1つとなるであろう。

スウェーデンのVattenfallは統合戦略を推進しており、スウェーデン、ドイツ、オランダの3つの中核市場へのフォーカスおよびCO2削減に焦点を合わせた2つの目標を達成するために、ポートフォリオを再構築している。イギリス、ベルギー、フィンランドおよびポーランドの資産を含むディスインベストメントを計画する結果となる。これらは、ポーランドのPGNiGとTauronの間で、2011年下期にベルギーNuonのイタリアEniへの売却および Vattenfallの加熱分配、電力分配、ネットワークサービスおよびポーランドでの電力販売の権益の購入の合意によって展開した。また、2011年末の直前に、Vattenfallは、フィンランドの加熱分配および電力分配の資産を、Goldman Sachsおよび3iconsortiumに15.4億ユーロで売却することを公表した。

欧州の資産の売却は、中国、米国およびカナダの企業を含む買手から世界的な関心を集めている。カナダの年金ファンドおよびオランダのファンドは、電力会社の直接投資家として存在感を増している。Cheung Kong Infrastructure（CKI）は、過去にEDFから買収したネットワーク資産に加えようと、Central Networksを買収するため争った。2012年1月に、State Grid Corporation of Chinaは、ポルトガル政府によるREN（Redes Energeticas Nacionals）の40%以下の売却に応じて、RENの持分25% を入札したと報告されている。Oman Oil Companyも、15%の株式を入札したと報告されている。国外から欧州国内への投資意欲は2012年も続きそうである。

図表10：買収先の欧州のディール

	金額（10億米ドル）	件数	% change in 2011 金額	% change in 2011 件数
電力	39.8	142	(43)%	(25)%
内　電気	32.3	107	(50)%	(31)%
ガス	7.5	35	47%	3%

注記：ロシア連邦を除く
出典：PwC、Power Deals

2011年末に、EDFは、50%以下の持分を78.95%に増やすために、63億米ドルで、イタリアの会社であるEdisonの株式を追加取得する仮契約を締結したことを発表した。欧州の入札者にとっては静かな年であったが、当該ディールは、2011年における欧州大陸の入札者の合計額を、4分の1以上押し上げた。主な株主間で和議の交渉が、2011年にわたって交渉されてきた。福島の原子力突発事故およびその後の政府による政策の見直しもあり、このディールはEDFから原子力発電という多様化を無くすことになるであろう。

今後、ユーロ危機は価格に影響を与え、不確実性によって価格の合意は引き続き困難になるだろう。しかし、大手電力会社のディスインベストメント計画を停止させるようなことはないであろう。ディールに関する経済的な基礎条件は堅調である。企業は、引き続き燃料と価格のチェーンミックスの適正なバランスを検討し、成長市場を模索する必要がある。企業には大きな投資の需要があり、レバレッジを管理する必要がある。債券市場は緊縮したままであり、2011年末のRWEの保有株売却が示すように、株式市場にはあまり依存することができない。売却からの資金調達は依然として優先事項であり、2012年のエネルギーディールの大きな特徴であり続けるだろう。

また、ユーロ圏の危機自体は、ディールの形成に拍車をかけることとなる。また、ポルトガルのEDPの入札のように、政府による売却が、アイルランドやイタリアでも行われることになるだろう。アイルランド政府は、国有電力会社であるESBの少数株主持分を含む国有資産を20億ユーロ売却することを公約している。アイルランドの国有ガス会社であるBord Gaisもまた、一部民営化される可能性が高い。

緊縮政策とは関係なく、オランダ政府は、ガス網運営会社Gasunieおよび売却先の最有力候補である送電網会社TenneTとともに国有のガス網運営会社および送電網会社を民営化する意向を表明した。両社とも、少数株主持分の売却により押し進められることが期待される重要なインフラ投資の必要性がある。TenneTの場合、インフラの課題として、拡大する海外の風力発電施設とオランダおよびドイツの送電網のパイプラインの接続が含まれる。

ディールダイアログ：
先行き不透明な時代のカントリーリスク

カントリーリスクは、異なる統治領域へ投資する際の固有のリスクに対する尺度である。一般的に、各国の経済、政治、金融および制度の安定性の程度に起因する。近年の世界市場における金融および経済のボラティリティを考えれば、カントリーリスクを十分に明らかにすることは事業計画および投資評価の成功に不可欠である。

歴史的に見て、ほとんどの先進国におけるカントリーリスクは無視できる程度のものであり、新興市場のカントリーリスクはより高くて変動しやすい。しかし、ユーロ圏がソブリン債危機に陥って以降、AAAの格付国の格下げにより、現在、カントリーリスクはより広範囲に広がっており、予測しがたくなっている。

事業計画および投資評価のボラティリティを捉えるために、カントリーリスクは、リスクの定量化に含める必要がある。通常は、割引率の計算にカントリーリスクプレミアム（CRP）を含めることによって考慮される。

2011年には、経済、金融および政治に著しい変動をもたらした「アラブの春」や、欧州債務危機といった数多くの出来事があった。この変動の一部はソブリン債市場に反映され、結果的にカントリーリスクの測定に影響を及ぼした。

米財務省証券およびドイツ債などの「安全」な債券が歴史的低利回りになる中で、投資家はさまざまな国のリスク増大に明らかに敏感になっている。投資価値の算定にカントリーリスクを織り込むことは、懸案事項を軽減する重要な一歩である。

また投資家は、契約条項、政治的影響の最小化および会社の法的ストラクチャーをとおして、カントリーリスクを軽減する方法を検討する必要がある。

PwCのEconomicsチームは、世界各国をカバーした包括的なCRPモデルを有している。マクロ経済の知見と合わせ、このCRPモデルによって、カントリーリスク評価において投資家をサポートすることが可能である。

PwCのCRPモデルは1997年までさかのぼる実績データがあり、四半期ごとにアップデートされている。PwCは、投資評価はもちろん、クライアントが事業価値および部門別評価におけるカントリーリスクの評価の支援も行う。

地域別のディール：世界各地の市場に焦点を合わせて

アジア太平洋

「Power Deals」において初めて、アジア太平洋の企業が、欧州のディールメーカーを含めた、買手および売手のディール合計件数を僅差で上回り、年間ディール件数のトップを占めた。しかし、アジア太平洋の対象会社および入札者の価格は、前年比で著しく低下している。

ディールの中には、中国および日本企業による重要かつ積極的な動きがあった。その中で最も注目すべきディールは、China Three GorgesがEnergias de Portugalの株式21.35%を35億米ドルで入札したディールであった。当該ディールは、China Three Gorgesにブラジルの成長市場へのアクセスを与え、重要な新規戦略的パートナーシップを構築した（ディールレビューを参照）。

このディールは、中国のエネルギー企業の海外電力市場への進出に対する関心の高さを反映している。このような海外電力市場は、中国市場より高い利益をもたらすことができる。中国エネルギー企業は、国際的な電力会社のマネジメント経験の取得にも熱心である。アジア通貨に対するユーロおよびイギリスポンド安は、買手の追い風となっている。欧州の危機の進展による評価価格の下落は、中国エネルギー企業のアウトバウンドディールへの関心をさらに高めるかもしれない。

2012年初めに、ポルトガル政府は、中国のState Grid Corporationからのポルトガルの送電網会社REN（Redes Energeticas Nacionals）の持分25%のオファーを承諾した。State Gridは、リスボン政府から全25%取得する意思があることを表明した唯一の入札者であるとともに、RENグループのモザンビークおよびコロンビアでの事業拡大のための資金面でのサポートを申し出る見込みである。State Gridは、2010年12月にブラジルおよびフィリピンに電力配送資産を取得し、現在も所有している。当該ディールは、より将来性があり、規制が緩い国に投資を試みる中国の国有電力会社による「海外進出」の全般的な戦略の1つである。

欧州進出にかける中国の意欲は、同地域における国際的パートナーシップに対しても同じである。2011年10月には、アジア太平洋地域の既存および新規のエネルギー関連のプロジェクトにおける共同出資の機会の検討、当該地域の新規プロジェクトにおける提携、また商業的後援およびサポートを目的として、GDF Suezは、中国の政府系ファンドであるChina Investment Corporationとパートナーシップを締結した。最初の32億米ドルのディールは、上流工程の探鉱および生成に関する分野のディールであるため、エネルギーディールのデータには含まない。このディールと同時期に、中国国有エネルギー会社CNOOCとの再ガス化ディールが実施されている。

アジア太平洋地域企業に関連した、2番目に大きなディールは、Griffin Energyの管財人によるオーストラリアの石炭火力発電所Bluewaters1および2の、日本の電力会社である関西電力および住友商事への差押物件の売却である。このディール価値は、12億米ドルであったことが広く報道された。10億米ドルを超えるそのほかのディールも、差押物件の売却によるものであった。カナダの電力会社Atcoは、Brookfield Infrastructure Partnersの持株会社であるWestNet Infrastructure Groupから、Western Australia Gas Networks（WAGN）を、11億米ドルで買収した。なお、この価格には約6.66億米ドルの債務も含まれている。WAGNは、12,800kmにわたる天然ガスパイプラインおよび関連設備で、620,000の利用者をつないでいる。このディールは、Atcoのオーストラリアにおけるエネルギー生産の存在を大きくし、ガスの成長可能性を高めている。

図表11：買収先のアジア太平洋のディール

	金額（10億米ドル）	件数	% change in 2011 金額	% change in 2011 件数
電力	14.1	156	(29)%	(3)%
内　電気	10.0	122	(40)%	(10)%
ガス	4.1	34	40%	42%

出典：PwC、Power Deals

2011年末には、オーストラリアのガス資産に関するインバウンドディールの件数が増加した。日本の丸紅および公共投資基金であるRREEFは、ガス送配会社APAグループからクイーンズランド州のガス配送網事業会社Allgasの株式の40%を5.12億米ドルで取得したことを公表した。このディールは、丸紅のオーストラリアのエネルギーインフラの勢力を拡大した。同時に、APAグループは、まだ所有していないHastings Diversified Utilities Fundの株式の敵対的株式公開買付を13億米ドルで実行することを公表した。当該ファンドの資産には、Epic Energyの3つの天然ガス輸送パイプラインシステムも含んでいる。APAとHDFが連携することにより、オーストラリア全域に15,000Km以上のガス輸送パイプラインを有することになる。

日本の商社伊藤忠

International Powerからのベルギーの発電会社であるT-Powerの株式33%の取得を含め、より小規模なディールも含めると5件のディールを実施するなど、2011年は日本の商社である伊藤忠は買収に積極的であった。このディールは、GDF SuezとInternational Powerの合併実現に必要不可欠であった。日本では、地震と津波による東京電力（Tepco）への影響に注目が集まっていた。

東京電力は、再建と賠償課題のため多額の資金調達を必要としている。東京電力と政府の協議の結果によって今後のディール活動の程度は左右されることになるだろう。

年末にかけて、オーストラリア政府は、長い間議論してきた炭素税に関する法案を成立させた。この新しい法律では、2012年7月以降、排出量が多い上位500社に対して、1トンにつき23豪ドルの固定炭素税を課すというものである。排出量取引制度に移行する2015年7月まで、税率は年2.5%ずつ引き上げられる。規制によって、炭素に関して、より確実で、長期的な見通しが可能となり、エネルギーの生産ミックスを変化させると期待されている。このような状況下において、企業は石炭火力資産の売却、パートナーシップ、または資金の充填を検討させられることになるだろう。

オーストラリアのクリーンエネルギー規制には、Contract for Closure（CFC）計画も対象に含まれており、2020年までに、約2000MW相当と二酸化炭素排出量の多い石炭火力発電所を閉鎖することを目的としている。閉鎖される発電施設の一覧作成に向け、ビクトリア州およびサウスオーストラリアの協力も得て、特定の基準が制定された。

これにより、新規のグリーンフィールド投資の燃料源として、石炭からガスや再生可能エネルギーに移行するなど、生産ミックスにおける大きな変化をもたらすと期待されている。発電所の保有者が市場での競争力の検討に伴い、ディール活動をもたらす可能性もある。

ニューサウスウェールズ政府が有するエネルギー小売業者の売却から生じた取引は、2011年にようやく完了した。その後、州政府に変更があった。2011年11月に、新政府は、残りの発電所を競売にかけることを公表した。競売の時期はまだ確かではないが、潜在的入札者が、価値を算定するためスプレッドシートに手を伸ばすことは間違いないだろう。現時点では、州が送配資産を保有することになっているが、選挙時期後に当該資産が売却される噂が広まっている。

ディールダイアログ：
震災後の日本のエネルギーディール

日本のエネルギー会社またはエネルギー関連会社は、2011年3月11日の震災後に投資戦略の見直しを余儀なくされた。特に、原子力発電所を有する主要な電力会社は、原子力発電所の維持および強化に資金を割り当て直さねばならず、結果、新規の投資を中止しなければならなかった。唯一の例外は、従来のIPP、再生可能エネルギーおよび世界の天然資源に引き続き意欲を示す総合商社である。

今後、中期的に見て電力会社は現在のポートフォリオ構成を検討する必要がある。これにはいくつかの方法がある。

- 閉鎖された総合的な電力資産モデル（例：エネルギー生産、送電、配電およびそれらの維持）から利用可能な単一資産への移行。機能の分離は、問題解決に有効であり、市場参入の障害を除外できる。たとえば、東京電力は震災被害者の補償のためにエネルギー生産所を売却する必要があるかもしれない。
- 化石燃料から再生可能エネルギーに再配置する。日本における化石燃料発電のほとんどは、高輸入コスト、CO2排出量問題および供給保証により困難に直面している。日本政府は、2012年に導入される固定価格買取制度などの再生可能エネルギーに関する新法を制定した。アジアの電気通信会社や住宅建設業者といったソーラー発電企業や非公共施設は、日本の再生可能エネル
- ギー市場に常に注目している。
- 多様性から専門性への移行。電力会社は、不動産、IT、情報およびほかのサービスなどの主要な非電力資産のポートフォリオを作り上げてきた。東京電力はこのような資産を売却し始め、この先も売却し続けるだろう。ほかの主要な電力会社は、再生可能エネルギーおよび／または次世代送電網テクノロジーなどの新たな成長分野への移行を加速するかもしれない。

対照的に、商社は多様なポートフォリオの入れ替えを頻繁に行っている。電力および再生可能エネルギーのみならず、水道、物流および次世代送電網などの商社のインフラストラクチャー資産は、ますます多様化してきている。商社はまた、天然資源および鉱物権益などのかなり広範囲のポートフォリオも有する。このモデルは、高い持続可能性を有しているようである。

お問い合わせ先

プライスウォーターハウスクーパース株式会社
TEL：03-3546-8480（大代表）
Email：pwcjppr@jp.pwc.com

www.pwc.com/jp

PwCは、世界158カ国 におよぶグローバルネットワークに180,000人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスの提供を通じて、企業・団体や個人の価値創造を支援しています。詳細はwww.pwc.com をご覧ください。

PwC Japanは、あらた監査法人、プライスウォーターハウスクーパース株式会社、税理士法人プライスウォーターハウスクーパースおよびそれらの関連会社の総称です。各法人はPwCグローバルネットワークの日本におけるメンバーファーム、またはその指定子会社であり、それぞれ独立した別法人として業務を行っています。

©2012 PwC. All rights reserved.
PwC refers to the PwC Network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.
This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.

本誌はPwC Globalが2012年4月に発行した『Power Deals - 2012 outlook and 2011 review』をPwC Japanで翻訳したものです。
オリジナルはこちらからダウンロードできます。www.pwc.com/powerdeals
日本語版発刊月：2012年12月　　管理番号：M201204-3