

2023年のM&A市場の
展望とガイダンス

事業売却かスピンオフか？
M&Aに代わる
戦略的な手段

債券市場における変化は
回復に向けた明るい兆し

気候危機に
後押しされるM&A

M&Aモニター

2023年3月

今後の展望



Freshfields

今後の M&A動向 — 厳しい一年 を経て

今回のM&Aモニターでは、2022年のディールメイキングの傾向を振り返るとともに、2023年について考察します。具体的には、2022年のM&A活動に影響を与えたマクロ経済的要因及び地政学的要因を考察し、回復の兆しが見え始めたM&A市場に待ち構えるハードルを重点的に掘り下げていきます。

また、ディールメイキングの環境には様々なハードルがあることを踏まえ、戦略的事業再編を検討している企業にとって、M&Aに代わる有力な手段となるスピノフの利点について考察します。さらに、債券市場の再調整が進む中で非流動性や企業価値評価に係るハードルがディールメイキングに与える影響や、企業が「ネットゼロ」（温室効果ガスの排出量が正味ゼロ）を目指す傾向が続く中でのエネルギー業界のM&Aの動向についても考察します。最後に、2022年度のM&Aデータをお届けします。

2023年の M&A市場の 展望とガイダンス

機関投資家と取締役会との 戦略的代替手段 (strategic alternatives) をめぐる緊張

ここ数年間にわたり、対象会社のアクティビスト株主と取締役会は、直近の市場価格に買収プレミアムを加えた金額を対価とする全額現金買収について、機関投資家の賛同を期待することが可能でしたが、2023年には環境が大きく変わることが予想されます。なぜなら、機関投資家は、ここ数年、直近の市場価格に十分な買収プレミアムを加えた金額を大幅に上回り、かつ、最新の経営予測にかかる財務分析に基づいて算出された内在価値や将来の株価の水準をも大幅に上回る価格で株式を取得してきたからです。

かかる状況を踏まえると、会社が第三者より現金を対価とする買収の提案を受けた場合において、たとえ買収価格が直近の市場価格に十分な買収プレミアムを加えるという従来の基準を満たすものであり、かつ、経営予測に基づく内在価値や将来の株価の水準に近い金額であったとしても、それだけでは、機関投資家の賛同が得られることは必ずしも期待できません。2023年は、経営陣が取締役に提示する業績予測に不安要素やマイナス要素があれば、企業買収に対する対象会社側の戦略について、対象会社の取締役会と株主の間における緊張がさらに高まるでしょう。

企業の多くは、自社の取締役会と機関投資家との間の戦略的代替手段をめぐる緊張が生じた場合、想定外の事態と捉えるかもしれません。デラウェア州衡平法裁判所の判例を基礎とする最新のガイダンスに沿って、自社の売却に向けたプロセ

スを進めてきたでしょうし、株主との関係性構築に関しても、(i)アクティビストの視点で考える、(ii)IR活動における情報発信を増加させる、(iii) (四半期ごと、事業年度ごとに市場を管理するよりはむしろ) より長期的な目標についての透明性を確保する、(iv)戦術的に賢明な方法によってガバナンスに関し株主に歩み寄る等、様々な対策を講じるようになった企業も多いと思います。それでもなお、2023年は、現金を対価とする上場企業の買収において対象会社側の株主の承認の獲得に向けた闘いが待ち受けており、対象会社としてはそのための準備を進めておく必要があります。

また、2023年は、ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) 等に対して、なぜ現金買収を推奨すべきかを説明した上で、その理解が得られるようにするために、相当の時間を割くことになりそうです。ISSが対象会社にとって不利となる議決権行使助言を行うことを回避するために、公開買付けとしてディールを進めていくケースが今後増えていく可能性もあります。もともと、規制当局の承認の申請、待機期間、取得等の日程を考えると、ワンステップとなる吸収合併が引き続き有力な選択肢となるでしょう。ただし、アドバイザーが取締役会に対して行うプレゼンテーションにおいて、合併の成功は間違いないと思えるような事実が列挙されていた場合でも、ディールの発表後に問題点が次々と指摘されてしまうような事態も生じ得るため、入念な準備は必要になるでしょう。



Ethan Klingsberg
ニューヨークオフィス
パートナー



Sebastian Fain
ニューヨークオフィス
パートナー



競争当局の戦略は明らかで、「Throw sand in the gears (直訳：歯車の中に砂を放り込む)」、つまり、あらゆる手段を講じてディールの進行を遅らせるというものです。

プライベート・エクイティのコモディティ化及びダイレクトレンダーや中東・政府系ファンドからのエクイティ・コミットメントに依拠するという選択

2023年の少なくとも最初の数か月におけるレバレッジド・バイアウトの戦略は、資金調達先としてダイレクトレンダーを多数確保し、中東や政府系ファンドからの補完的なエクイティ・コミットメントを得られるように交渉をするといった形になることが予想されます。核となるプライベート・エクイティ・コミットメントは、この時点でコモディティ化されると言えるでしょう。懸命な努力が必要となるのは、補完エクイティとキャピタル・ストラクチャーのシニア部分です。

2023年にダイレクトレンダーが交付するコミットメントレターは、2022年の全体を通じてレンダーとして活躍していた商業銀行が交付したレターと一見同じような内容に見えるかもしれませんが、デュエリジェンスの厳しさという点、レンダーが取引の後半・終盤までコミットし続けてくれる保証がないという点、ダイレクトレンダーが合意する額は通常はそれほど大きな金額ではないため多数のダイレクトレンダーが必要になる(ダイレクトレンダーのコミットメントについて後続のシンディケーションがないため)点が異なる上、追加の負担となります。規模の大きなプライベート・エクイティ・ファンドの場合、かかる作業の調整を担うチームが組成されているので問題なく対処できるかもしれませんが、ミドルマーケットのプライベート・エクイティ・バイヤーもしくは戦略的バイヤーがレバレッジを必要とする場合、2023年になってこれら全てに対処できるような体制を敷くことは可能なのでしょうか。

一方、核となるプライベート・エクイティ・プレイヤーからのエクイティ・チェックを確保するにあたって中東や政府系ファンドからの資金が重要となることについては、対米外国投資委員会(CFIUS)との関係で問題が生じないように特に注意をしなければなりません(なお、米国のプライベート・エクイティ・ファンドの中には、中東やアジアから出資を相当程度受け入れているところもありますので、その点にも注意をする必要があります)。また、コミットメントに署名をする法人が単なる財源の無いビークルではないことを徹底的に確認しなければなりません。

2023年競争当局の戦略に打ち勝つ

競争当局の戦略は明らかで、「Throw sand in the gears (直訳：歯車の中に砂を放り込む)」、つまり、合併契約の「outside date (契約解除期限日)」が到来し、買主又は売主が、契約解除期限を延長するよりは買主の売主に対するリバース・ブレイクアップ・フィーの支払いによりディールを中止する方がよいと判断するに至るまで、あらゆる手段を講じてディールの進行を遅らせるというものです。(競争当局に対する不信感から、良くも悪くも、2023年に締結される合併契約については、たとえ買主が競争法上の厳しい義務を負うことになっても、リバース・ブレイクアップ・フィーに関する条項が盛り込まれるケースがますます増えていくことが予想されます。)

2023年には、合併当事者は、競争当局の戦略にうまく対抗できるよう、より入念に準備を整えるようになるでしょう。M&Aを検討しているクライアントの多くが、ディールに関する協議の初期段階から、以下のような明確な戦略を採用するようになると思われます。

- 「fix-it-first」アプローチの問題解消措置(合併が完了する前に当事会社と競

争当局との間で問題解消措置について協議・決定すること)

- 競争当局から文書・情報の提出要請を受けた場合には速やかに対応すること
- 英国競争市場庁(CMA)－欧州委員会(EC)－連邦取引委員会(FTC)・米国司法省(DOJ)のトライアングルを、(これらの機関がこのトライアングルを合併当事者に対して活用するのに対抗して)積極的に管理・活用すること
- 最も重要なのは、ディールの進行を妨害しようとする競争当局に対して訴訟を提起すること

競争当局の「sand in the gears」戦略は、これらの事項について前もって準備をしている企業に対しては効果を発揮せず、企業側もそのことを認識するようになっていきます。何か問題が発生してからその場しのぎの対処方法を考えるという対応では、競争当局の「sand in the gears」戦略の格好の餌食となってしまうということ、(競争当局からの要請やその他の手続的な事項への迅速な対応により)タイミングに関するリスクを、「fix it first」により)実質的なリスクを積極的に管理することにより、そして、何よりも、成功を確実なものとするための明確な訴訟戦略を持つことにより、ディールを成功に導くことができるということ、企業は痛感しています。

これまで、取締役会は、合併を検討する際に、競争当局から承認を取得するための訴訟戦略を事前に練るぐらいなら、合併に向けた協議そのものを取り止める方がいいという姿勢を取っていました。2023年にはこれも変わっていくことが予想されます。競争当局の戦略を受けて、企業は、規制上の障害を克服するための対策を強化することが必要となり、2023年にはそのような対策が実際に講じられるようになると思われます。

逆CFIUS、CFIUSと外国投資及び安全保障関連規制—地雷原の拡大

我々のワシントンの同僚によれば、米国政府は、対内投資（CFIUS）や安全保障上センシティブな技術及びその他の重要な資源の売買やライセンス供与（OFACによる輸出管理）のみならず、対外投資全般についても、規制する、あるいは少なくとも注意深く監視する方法を見出していると考えているようです。この「逆CFIUS」という考え方は、海外への資金流出を制限することを目的としたものではなく（例えば、中国は十分すぎる現金を保有しています。）、米国の有名なプライベート・エクイティ・ファンドや米国の有名ブランドを株主として迎え入れた外国企業が米国の正当性、経営ノウハウその他の無形の利益を享受していく事態を規制・監視することを目的としています。今はまだ検討段階ですが、2023年には法制化される予定です。実際に法制化された場合、他国が対抗措置として国内の投資家らに対してどのような規制（対米投資の禁止・制限等）を課すかは不明です。中国出身で、米国に拠点を置く上場企業のCEOから12月に聞いた話によれば、米国その他の欧米諸国の政府は中国政府のアイデアを借りたいと思っているそうです。

一方、CFIUSや米国以外の外国投資・安全保障関連規制は毎月のようにその対象範囲を拡大しています。2023年に合併を行う多くの企業が、外国投資に関して必要な全ての許認可だけでなく、かかる許認可がディールのタイミングや実質的な実行のリスクに与える影響を把握するために必要な労力の大きさを過小評価してしまうことが懸念されます。2023年は、この点に関して企業側に困惑や苛立ちが生じる場面が見られるでしょう。

レバレッジド・スピノフ - 2023年における事業を分離させる取引のデフォルト選択肢

投資家は、ポートフォリオの合理化やノンコア資産の分離売却を引き続き推し進めようとするでしょう。2023年には、レバレッジド・スピノフがそれを実現するための有力な選択肢の一つになることが予想されます。

正攻法である事業売却やカーブアウトIPOで得られる対価が2023年の最初の数か月の間に大きく落ち込んだとしても、対象となるノンコア資産が自力で浮き上がることができる場合には、たとえ資産価値が低い場合であったとしても、スピノフという方法を取ることもできます。

投資家は引き続きタックスフリーであるスピノフを好むでしょう。なぜなら、株主は、スピノフにより誕生した企業（以下「SpinCo」といいます。）の株価の値上がりの機会と流動性の両方を手に入れることができる上に、SpinCoの場合、一般的に、スピノフから数年の間に株式市場が再び「フロス」（バブルほどではない株価の上昇）になった場合にプレミアム価格で速やかに売却することが税務上も比較的容易であるからです。一方、債券市場は限定的ではありますが、低いレバレッジをSpinCoにかけることが一般的に可能で、これにより親会社は、それから得たキャッシュを使って手元に残ったコア事業の立て直しを行うことも可能になります。（この次の記事にM&Aの戦略的代替手段に関する詳細な説明がありますので、ぜひご覧ください。）

対等合併 - 2023年に取締役会はヒーローになれるのか

2023年について、「進むべき道」と「実際に進む道」の違いについて説明します。例えば、あなたが企業の取締役であると仮定しましょう。今後15か月における業績の見通しを確認しながら、「2023年に業績の悪い会社の取締役なんてやりたくない」と考えるかもしれません。そのような事態を打開するための方策の一つとして、他の企業との合併が挙げられます。すなわち、似たような困難に直面している企業（自社とお互いの弱点を補完できる企業）を見つけて、収益やコストの面で魅力的なシナジーが得られるか、競争当局から承認が得られるか、企業文化の相性はどうか、といった点を検証し、その全てについて問題はないという結論に至った場合に、公正かつ相対的な企業価値評価に基づいて合併を行うことが検討されます。そのような合併の場合、通常は、市場価格に基づいて合併比率が決められますが、株価評価指数の更なる分析後には若干異なる結論に至るかもしれません。いずれにせよ、対価の全額を株式とする対等合併の場合において重要となるのは、合併比率において市場価格にどの程度のプレミアムが付加されるかということではなく、シナジーや複数の潜在的な株式価値の上昇要因から生じる価値ということになります。

それでもなお、このようなディールを実現するためには、「ヒーロー」となる覚悟を持つ取締役会や経営陣の存在が欠かせません。なぜなら、合併を実施した場合、二つの会社の取締役その他の役員のうち、約半数がクロージング直後に職を失う可能性や、合併前よりも控えめなポジションに就いたりする可能性があるからです。2023年において、このようなディールは「進むべき道」であり、多くの取締役らがそれを十分に理解しているはずで、かかる「進むべき道」が「実際に進む道」となるかは、現状誰にもわかりません。仮に異なった道を選択した場合には、業績が停滞した企業がますます落ち込み、2023年という厳しい経営環境において同業他社に業績が劣る企業の取締役その他の役員は、アクティブスト株主の格好の餌食になる可能性があります。おそらく、合併後の存続会社において、自分の役職が用意されないことを恐れ、対等合併を積極的に支持しなかったことを後悔することになるでしょう。

事業売却か スピンオフか？ M&Aに代わる 戦略的な手段



Kate Cooper
ロンドンオフィス
パートナー



Jonathan Carver
ロンドンオフィス
シニア・アソシエイト

戦略的事業再編を検討している企業にとって、スピンオフは、M&Aに代わる魅力的な手段となり得ます。現在の環境においてディールメイキングを行う場合に直面することとなる様々なハードル（キャピタルマーケットの流動性の低下による資金調達の困難性、不確実なマクロ環境におけるプライシング基準について相手方との合意形成の困難性、ディールの実行に関する規制面の厳格化）を考えると、このような傾向は2023年に入っても継続することが予想されます。かかる問題は特に、インダストリアルセクター及び医薬品セクターに該当します。かかるセクターにおいては、買収を重ねることにより無機的に成長してきた複合企業による支配の下、個々の事業部門がより大きなグループからある程度独立、自立して事業を運営しています。

スピンオフには様々なスキームがありますが、どのスキームにおいても、最終的には、上場企業が子会社（事業部門を切り出して独立させることによって設立した会社）（以下「SpinCo」といいます。）の株式を自社の株主に取得させることにより、別々に所有・運営される二つの会社が創設されます。会社の全体としての価値が、個々の事業部門の価値の合計を下回っている企業や、性質が異なる個々の事業部門がそれぞれ独立した取引が可能となることにより、潜在的価値が顕在化すると考えている企業にとって、スピンオフは魅力的な手段となります。多くの場合、SpinCoにおいても、刷新された経営方針の恩恵を受けることや、スピンオフ前に属していた企業の他の事業部門に関連するコストや規制上の制約から解放されて本来の価値を実現することが可能に

なるというメリットを享受することができます。また、スピンオフにより、事業分野等を絞って投資先を探している投資家の興味を引くこともできます。さらに、親会社が保有するSpinCo資産の場合、長期にわたって保有されているため、課税標準額が低い傾向にあります。このような事情もあって、M&A取引においては、現在の環境では難しいと思われる、キャピタルゲイン税の負担を正当化できるような適切なバリュエーション・マルチプルを実現しなければならないというプレッシャーが生じます。これに対し、スピンオフの場合、親会社にとってタックス・ニュートラルとなるようにスキームが構築されることが多く、そのようなスキームにおいては、SpinCoの資産の適正な評価額は、時間の経過とともに市場において形成されていくこととなります。



スピンオフを行った場合には、スピンオフ後の各社がそれぞれ別個の投資家向けプロポジションを行うことになるため、市場がそれらに対する評価を調整していく過程において、短期間ではあっても、株価変動が激しくなることを想定しておかなければなりません。

注意点

もっとも、スピンオフについても、思わぬところに落とし穴がある場合がありますので、注意が必要です。まず、上場企業を分割した場合には、各社にバックオフィス機能を設ける必要がありますし、オーバーヘッド・コスト（間接費）も各社がそれぞれ負担することになります。このような負のシナジーが発生する可能性があることを踏まえた上で、それを打ち消すほどの利点（他の部分におけるコスト削減）が見込めるか否かについても検討をする必要があります。また、スピンオフを行った場合には、スピンオフ後の各社がそれぞれ別個の投資家向けプロポジションを行うことになるため、市場がそれらに対する評価を調整していく過程において、短期間ではあっても、株価変動が激しくなることを想定しておかなければなりません。エクイティ・キャピタル・マーケットの先行きが不透明な環境においてスピンオフを実施することは、スピンオフ後に株価が下落してしまい、結果、第三者への売却の方が良かったのではないかと投資家らに責められてしまう事態につながりかねないとして、取締役会がスピンオフの実施に踏み切ろうとしない場合もあるでしょう。また、スピンオフ後の各社（親会社とSpinCo）の関連する株価指数への組入れに対する影響についても検討する必要があります。

また、取締役会としては、反トラスト法・独禁法上の許認可又はその他の規制当局による許認可の取得を条件とする第三者への売却に比べて、スピンオフの方が

達成しやすいと考えるかもしれません。しかし、複雑なスピンオフについて世界的な複合企業に助言を提供してきた当事務所の経験から言えば、世界中の多くの国や地域で、スピンオフの準備のための組織再編について外国投資規制に基づく届出が義務付けられる可能性があります。取引の性質によっては、かかる届出は、事実上の承認取得プロセスではなく、単なる形式的なものに過ぎない場合もありますが、その履践に要する費用と人的・物的資源を無視することはできません。さらに、発行体においては、自社の株主がどの国・地域に所在するのかを把握した上で、スピンオフに伴う株式の交付・割当について外国の証券関連法により目論見書その他の開示文書の作成・交付を行うことが義務付けられるか否か、義務付けられる場合には当該証券規制当局に対して当該義務の適用除外を申請することが可能か否かについて検証しなければなりません。かかる規制上のプロセスが重大な影響をもたらす可能性もあるため、十分な時間的余裕をもって準備を進めておく必要があります。

準備が大切

クロージング後にどの程度の移行サービスが必要になるかは、SpinCoの親会社との一体化の程度によります。スピンオフにより一部の事業をSpinCoとして分離独立させるため、親会社はSpinCoに対して多額の費用を投じて移行サービスを長期間提供しなければならない場合には、戦略的買収者に対する事業の売却の方

がスピンオフよりも魅力的な選択肢に思えるかもしれません。なぜなら、戦略的買収者に対する事業売却の場合、クロージング直後から買収者の既存のインフラ（設備・システム）を活用したサポートを得られる可能性が高いからです。スピンオフの場合、移行サービスに関する取決めを短期的なものとして分け、長期のものに分けて行うプロセス、グループ内の取決めとして存在していた条件を節税効果のあるアームズ・レングスでの条件へと変換するプロセス、切り出した資産を株主に帰属させるために必要なものとして親会社レベルで分配可能積立金を設置するプロセス等、複雑なプロセスを経る必要があることや、その他の様々な要因により、リードタイムが長くなりがちです。また、コスト、経営陣の労力・時間といった点でも負担が大きくなりがちです。したがって、これらを全て考慮した上で、スピンオフという方法と、（プロセスがよりシンプルである点もあり、かつ、ある程度の売却益が得られる）第三者への事業の売却という方法を比較検討する必要があります。

一部の事業部門を切り離す方法としてスピンオフが最良の手段であるか否かは、様々な要素に基づいて判断されるべきことですが、少なくとも、スピンオフは、2023年においても、戦略的企業再編を検討している多種多様な企業にとってM&Aに代わる有力な手段であり続けるものと考えています。

債券市場における 変化は回復に向けた 明るい兆し



Michael Josenhans
フランクフルトオフィス
パートナー



Alexander Mitchell
ロンドンオフィス
パートナー



Carol Van der Vorst
ロンドンオフィス
パートナー

2021年はプライベート・エクイティ・ファンドにとって、記録的な1年となりましたが、2022年は様子が異なりました。ロシアのウクライナに対する武力行使の影響により、多くの国でエネルギー、食料その他の商品の供給が不安定さを増し、それがコストの上昇やインフレの加速を引き起こしました。世界中の中央銀行が量的緩和政策をやめて、金利を引き上げたことにより、これまで長年にわたってレバレッジ投資を支えてきた低金利環境はついに終わりを迎えました。加えて、パンデミックに対応するために国家的な支援を行ってきた結果、国債発行総額は依然として高い水準で推移しています。

このような背景のもと、債券や株式を投資対象とする投資家らは、企業価値評価、見通し及び期待収益率を再検証するために、投資活動にブレーキを踏むようになりました。結果、欧州では、買主側と売主側との間で企業価値評価にギャップが生じたことや、シンジケートローン・債券市場における資金調達が困難になったことにより、2022年全体を通じてバイアウト（経営権を取得する買収）は低迷しました。株式を投資対象とする投資家が流動性を求め、不確実な市場において価格や条件の確実性を選ぶ傾向にあったため、ダイレクトレンダーがシェアを伸ばしていきました。

流動性の低下や市場に対する投資家の信頼の低下により、2022年は、コミットメントレター等によるデット・ファイナンスを実現するためのプロセスの期間が通常より長くなりました。ビッドの期限までに一般的な条件による資金調達の約束が得られるようにするためには、多数の相手（ダイレクトレンダー）との間で（場合によっては直接CLOとも並行して）交渉を進める必要がありました。そして、ダイレクトレンダーの多くがコミティの承認を取得することを頻繁に要求したため、株式投資家としては、案件の調印までは投資案件に係る資金調達の金額・条件が

不確実な状態に置かれることとなり、買収を実現するために条件を具体的に詰めていくことが難しい場面もあったと思われます。今後、市場に対する投資家の信頼が回復、向上するにつれ、スケジュールも通常に戻り、シンジケートローンと直接融資のプロセスが並行して進められるようになり、交渉相手（ダイレクトレンダー）の数も減らすことができるかと思われます。

オルタナティブキャピタルプロバイダーの台頭

プライベート・クレジット・プロバイダーは、今後も運用資産を増やし、シンジケートローンや債券市場と競合して、取引に代替的なクレジットを提供し続けることが予想されます。

2022年の終わりに近づくにつれて、債券市場に回復の兆しが見られるようになり、新たなディールに向けた動きも活気を取り戻してきました。2023年という新しい一年を迎える中、2023年の重要課題の一つである債券市場における価格決定・企業価値評価についてのニューノーマルが確立し、投資家はディールメイキングの活性化につながることを期待しています。

気候危機に 後押しされる M&A

国連気候変動枠組条約第27回締約国会議（COP27）を受けて、世界中の企業が自社のネットゼロ計画、SBT（Science-Based Targets：科学的根拠に基づく目標）及びカーボンオフセット戦略の見直しを行っています。同時に、炭化水素の活用もさらに進んでおり、そのピークはまだかなり先だと考えられています。そのため、炭化水素への投資は2023年も引き続き多く起こりそうです。とはいうものの、多くの企業は予定通りネットゼロの実現に向けた取組みを続けることが予想されます。その理由としては、気候変動により自社の事業に悪影響が及ぶおそれがあること又はソリューションに寄与することにビジネスチャンスを見出していること、あるいはその両方が挙げられます。



Heiner Braun
フランクフルトオフィス
パートナー



Mirko Masek
ハンブルグオフィス
カウンセラー

炭化水素の先には何があるのか

エネルギーセクターにとって2022年は恩恵を受けた年であったと言えます。中国と西側諸国間の摩擦や、ロシアによるウクライナに対する武力行使、世界的エネルギー不足により、利益は記録的な水準に達しました。このような背景のもと、多くの市場参加者がエネルギー不足等の影響にただ耐えるよりも、エネルギー供給の安定及びエネルギー源の多様化に集中的に取り組むことを選んだ結果、炭化水素への投資は依然として続いています。世界的に（特にアジア諸国において）エネルギー需要が高い水準で推移しており、欧州ではこれまでにないほどエネルギー需要が高まっているため、上流LNGのみならず、関連する下流インフラに対する投資も今後数年間にわたって伸びていくことが予想されます。

炭化水素はこの先何年にもわたってエネルギー資源として活用されることが予想されます。一方、気候変動の脅威が認識されるようになったことを受けて、政策立案者は炭素集約型事業への資本の投下

を阻止する方向性をより強く打ち出すようになっています。ESG対応のプレッシャー、EUタクソノミー関連規制及び中央銀行の政策の影響を受けて、多くの投資家や銀行はポートフォリオの脱炭素化に向けて取り組むようになりました。このような状況にあるからこそ、投資家としては、ただ単に炭素集約型資産への投資を避けるというやり方よりもむしろ、炭化水素から再生可能エネルギーへの移行に目を向けて機会を見出すことができるはずです。したがって、投資活動は今後さらに活発になっていくものと考えます。投資家が成功するためには、常に変化するエネルギー関連規制（エネルギーの供給や価格保証、上限及び制約）と外国投資規制や国家安全保障政策に基づく厳しい審査等をうまくナビゲートしなければなりません。



国によっては、脱炭素型テクノロジーの産業応用における採算性の確保のために政府が助成金を出しています。

持続可能なバランス+推進力

気候危機は国際的な協力によってのみ克服できるという認識が広がりつつあります。G7の「気候クラブ」の取組みや米国のインフレ削減法は、パリ協定の目標を達成するためには更なる対策を講じる必要があることを示しています。

ネットゼロの実現に向けて、大規模かつ費用効率の高いグリーンテクノロジーを追い求める動きが見られます。国によっては、脱炭素型テクノロジーの産業応用における採算性の確保のために政府が助成金を出しています。有名な例として、2021年にスタートした米国エネルギー省の「Hydrogen Shot」プログラム（クリーン水素のコストを引き下げる取組み）です。また、欧州でも、短期・中期エネルギー需要と長期グリーンエネルギー目標のバランスを取るための対策が講じられています。このようなジレンマは、新たな液化天然ガス（LNG）輸入ターミナルの建設への投資が推し進められている状況からも明らかです。この新しいインフラは、通常は25年間～35年間使われるため、LNGから水素又は水素派生製品への切り替えが進まない限り、EUのネットゼロの目標とは完全に矛盾することになってしまいます。

2023年以降の展望

再生可能エネルギーへの投資に対する需要は今後も高い水準で推移することが予想されるため、再生可能エネルギーやその他の脱炭素型の投資対象を求めて新たなパートナーシップが形成され、競争が高まるものと考えます。短期・中期的な視点で見た場合、炭化水素への投資がこれからも続き、かつ、再生可能エネルギーに注目した動きが見られることが予想されます。

革新的なテクノロジーの開発への投資は、ネットゼロの実現のカギとなります。賛否が分かれる、あるいはまだ実験段階にあるとみられるようなテクノロジー（水圧破碎法、二酸化炭素回収・有効利用・貯留（CCUS: Carbon Capture, Utilization and Storage）、新たな原子力ソリューション等）にも門戸を開いている市場もありますが、逆にそのようなテクノロジーの受入れに消極的な市場もあります。全体的には、この分野（特に新しいグリーンテクノロジー）に対する投資は今後も増えていくことが予想されます。

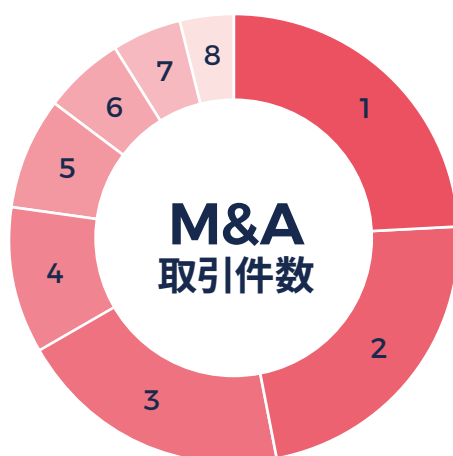
最後に、エネルギー価格の変動や新たに導入される規制により、関連する市場の参加者にとって予断を許さない状況が続きます。新たな資産への投資や既存のポートフォリオの管理を行う際には、常に状況を把握し、変化に適応することが成功の秘訣となります。

2022年における 業界別のグローバルM&A



業界	取引金額 (10億ドル)	%
1 テクノロジー・メディア・通信	920.2	23.87
2 資本財・素材	737.1	19.12
3 消費財*	544.5	14.12
4 金融	469.3	12.17
5 エネルギー・電力	367.9	9.54
6 不動産	298.9	7.75
7 ヘルスケア	298.7	7.75
8 インフラ・輸送	218.3	5.66
合計	3,854.70	100

* 小売業を含む



業界	取引件数	%
1 テクノロジー・メディア・通信	9,906	24.17
2 消費財*	9,358	22.83
3 資本財・素材	8,154	19.89
4 金融	4,315	10.53
5 ヘルスケア	3,250	7.93
6 不動産	2,379	5.80
7 エネルギー・電力	2,115	5.16
8 インフラ・輸送	1,513	3.69
合計	40,990	100

* 小売業を含む

Global M&A Q4 2022 – value and volume

Global*	USA*†	Europe*†	Asia-Pacific*†
M&A value \$3,855.04bn	M&A value \$1,732.24bn	M&A value \$958.44bn	M&A value \$832.28bn
M&A deal volume 41,004	M&A deal volume 10,215	M&A deal volume 12,892	M&A deal volume 13,432
Top 3 deals	Top 3 deals	Top 3 deals	Top 3 deals
1 Activision Blizzard/ Microsoft \$68.7bn	1 Activision Blizzard/ Microsoft \$68.7bn	1 Atlantia/ Schemaquarantatre \$52.1bn	1 Housing Development Finance/HDFC Bank \$60.4bn
2 VMware/ Broadcom \$68.3bn	2 VMware/ Broadcom \$68.3bn	2 Firmenich International/ Koninklijke DSM NV \$20.7bn	2 Ramsay Health Care/ Investor Group \$22.1bn
3 Housing Development Finance/HDFC Bank \$60.4bn	3 Twitter/ X Holdings I \$40.2bn	3 Swedish Match/ Philip Morris Investments \$17.2bn	3 Baring Private Equity Asia/EQT \$7.5bn
Inbound: most targeted markets	Inbound: markets investing into US companies	Inbound: markets investing into European companies	Inbound: markets investing into Asia-Pacific companies
US 10,215 deals ◀ \$1,732.2bn	US 8,387 deals ◀ \$1,526bn	UK 2,310 deals ◀ \$269.2bn	China (mainland) 3,383 deals ◀ \$241.4bn
UK 3,185 deals ◀ \$386.7bn	Canada 336 deals ◀ \$37.7bn	US 1,600 deals ◀ \$192bn	Japan 3,324 deals ◀ \$113bn
China (mainland) 3,719 deals ◀ \$272.8bn	UK 259 deals ◀ \$25.6bn	Italy 568 deals ◀ \$65.1bn	India 706 deals ◀ \$110.3bn
Outbound: most acquisitive markets	Outbound: markets US companies are investing into	Outbound: markets European companies are investing into	Outbound: markets Asia-Pacific companies are investing into
US 11,250 deals ▶ \$1,875.2bn	US 8,387 ▶ \$1,526bn	UK 2,183 deals ▶ \$257.1bn	China (mainland) 3,488 deals ▶ \$240.5bn
UK 2,901 deals ▶ \$330.5bn	UK 537 deals ▶ \$72.1bn	US 761 deals ▶ \$88.1bn	India 1,171 deals ▶ \$113.8bn
China (mainland) 3,630 deals ▶ \$257.3bn	Netherlands 177 deals ▶ \$34.7bn	Italy 667 deals ▶ \$72bn	Japan 3,162 deals ▶ \$108bn

Financial sponsor M&A – top 3 deals with buy-side financial sponsor involvement



* Deal value includes net debt of target | † Includes domestic deals | Source: Refinitiv | Data correct to 3/1/23

freshfields.com

This material is provided by the international law firm Freshfields Bruckhaus Deringer LLP (a limited liability partnership organised under the laws of England and Wales authorised and regulated by the Solicitors Regulation Authority (SRA no. 484861)) and associated entities and undertakings carrying on business under, or including, the name Freshfields Bruckhaus Deringer in a number of jurisdictions, together referred to in the material as 'Freshfields'. For further regulatory information please refer to www.freshfields.com/support/legal-notice.

Freshfields Bruckhaus Deringer has offices in Austria, Bahrain, Belgium, China, England, France, Germany, Hong Kong, Italy, Japan, the Netherlands, Singapore, Spain, the United Arab Emirates, the United States of America and Vietnam.

This material is for general information only and is not intended to provide legal advice.