

日本産業が勝つための M&A の展望

現研 シニアコンサルタント 越部実

SPAC―“空箱上場”とは何か

次に、最近よく聞く「SPAC（スパック）」です。米国 SPAC “空箱“上場の拡大と、これからの展開を予測してお話しします。

「SPAC（スパック）」とは、Special Purpose Acquisition Company の略称です。日本語では、「特別買収目的会社」と呼びます。SPAC はそれ自体が特定事業を持たずに、主に未公開会社、事業を買収することを目的とした会社です。したがって実態がない会社ですので、「空箱上場した会社」と呼ばれています。

SPAC の設立手順は、こうです。

まず、企業の目利き能力を持つ運営者が SPAC を設立します。目利き能力があるとはどういう人かというと、

- ・大企業で非常に優秀だった経営者
- ・非常に有名な方
- ・著名な投資家

などです。

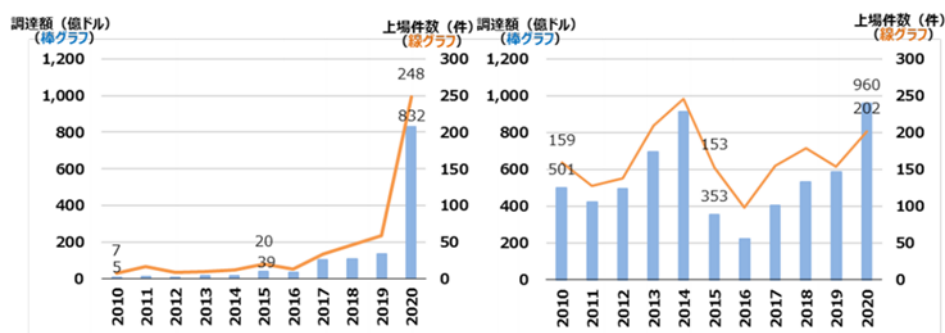
とんでもない巨額の資産を持っていると投資家などもおられますが、そういう方が SPAC という会社をつくると、有名なものだから「失敗しないのではないか」という期待でお金が集まり、SPAC 上場を果たします。上場後に運営者は、そこで得た資金で未公開会社を吸収し、そこと合併することで未公開会社が事実上の上場会社になるのです。

いまだ未認可の日本、規制をかけ始めたアメリカ

上場で調達した資金は信託しなければなりません。

一般投資家はほとんど賛同するようですが、「嫌だったり、反対であつたりすれば、ある利回りをつけて返しますよ」と、いわゆる元金保証のようなシステムを組んでいるそうで、逆にその方がお金が集まりやすいと聞いています。

米国のSPACの上場件数・調達額(左図)と米国の通常のIPOの件数・調達額(右図) 資料:内閣官房等



海外の主要取引所でのSPAC上場の可否

日本は未認可

	英国	ドイツ	フランス	カナダ	イタリア	韓国
主要取引所	ロンドン証券取引所	フランクフルト証券取引所	ユーロネクスト・パリ	トロント証券取引所	イタリア証券取引所	韓国取引所
主要取引所におけるSPAC上場の可否	○	○	○	○	○	○

54

今、SPAC が最も進んでいるのがアメリカです。このグラフは、左側の棒グラフがアメリカのニューヨークの上場調達額で、約 800 億ドルです。折れ線グラフが件数で、約 250 件あります。SPAC が急激に増えてきていることが分かります。右側のグラフは、普通の IPO 上場についてですが、調達額が約 960 億ドル、件数が約 200 件ということで、SPAC とほぼ変わらなくなってきている。逆に、これがいま、問題になってきています。

アメリカでは、この SPAC の上場に規制がかかり始めています。

グラフの下に、海外主要取引所での SPAC 上場の可否を比較した表を載せていますが、ヨーロッパ各国がほとんど SPAC を許可しているのに対して、日本だけがまだ未認可で、いままさに財務省で検討しているという状況です。日本特有の、非常にゆっくりとした再編をやりようとしているというか、まあ、進み方が遅い。

つまり、日本で許可される頃には、アメリカではまた規制がかかってくるのかと、心配しております。

スタートアップの上場までの期間の長期化が SPAC を重宝なものにした

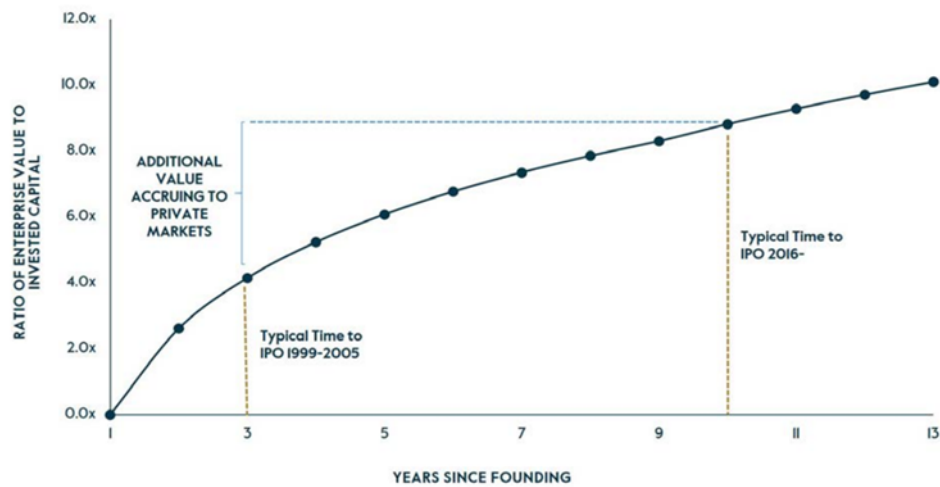
これだけ SPAC が重宝される背景で何が起きているのか。どういう理由があるのか。

アメリカでは、スタートアップ企業は、上場するよりも大企業に株を売却する方が、イグジットが遙かに楽になっており、多くのスタートアップはその道を選びます。そして上場しないで IPO を目指す企業の上場のタイミングが非常に遅くなってきています。

これは一般投資家がスタートアップ、いわゆるユニコーンになるような企業に初期段階で投資するチャンスが減ってきているということを意味します。

ところが SPAC をやればそれができる。こうした事情が、SPAC を重宝がる背景にあります。そんな事情をグラフでお示しました。

- ・ SPACが重宝される理由のひとつに、米国ではスタートアップ企業の上場（IPO）するタイミングが遅くなってきている。
- ・ 上場するより、大企業に売却するケースが増加。⇒一般投資家が参加できない



横軸は設立から上場までの年数、縦軸に投下資本に対するIPOで実現する企業価値の倍数。スタートアップに投資した金額に対してIPO時に何倍くらいで取引されているかを表しています。アメリカでは1999年から2005年までは創立から約3年で上場している。そして投下資本が4倍くらいの価値で上場できるわけですが、2016年以降は9年以上かかるようになりました。ただし価値は約9倍になっています。

我慢して上場することで、スタートアップがいわゆるユニコーンになってくる。こういうことがアメリカでは起こっています。