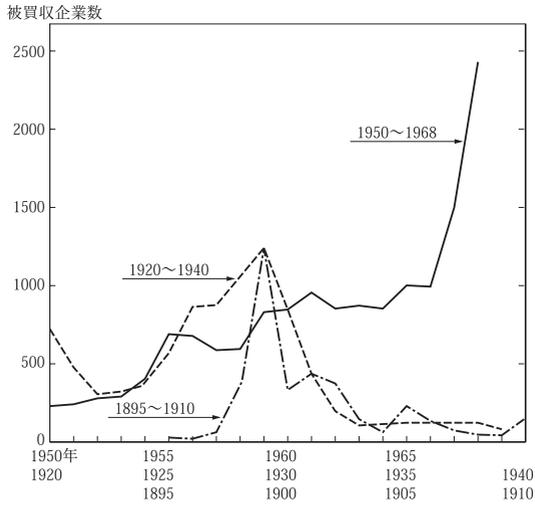


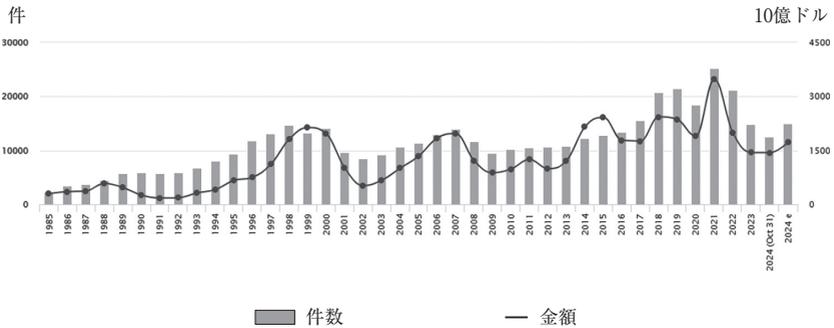
## 第10章 M & A活動と証券市場

1. M & Aの歴史 アメリカにおける企業の合併・買収 (Mergers & Acquisitions, M & A) 活動は、19世紀の末から幾つかの高揚期を記録している。第1の波は、19世紀末から20世紀初頭にかけてである。この時期には、鉄鋼、鉄道、石油などの基幹産業において独占的な大企業が形成された。その代表的な企業はUS スチール、スタンダード石油などである。これを仲介したのが、モルガン、ロックフェラー、メロンといった投資銀行、プロモーターである。こうした動きに対して、1914年には反トラスト法 (クレイトン法) が強化され、連邦取引委員会が創設された。第2の波は、1920年代の好況期である。第1次世界大戦を契機に債権国となったアメリカは、自動車、エレクトロニクスなどの耐久消費財産業の成長を中心に、未曾有の繁栄を謳歌した。この過程で、公益事業、化学、食品加工などの産業分野で活発なM & A活動がみられた。第1期との違いは、市場シェアの独占を意図した水平的合併に対しては司法省の監視が厳しくなっていたため、垂直的な統合が進められたことである。この時期に生まれた巨大企業には、ベツレーム・スチール、アライド・ケミカル、ゼネラル・フーズなどがある。第3の波は、1960年代のコングロマリット合併である。戦後、セラー・キフォーバー法は水平合併と垂直合併を厳しく規制したために、需要の停滞していた軍需企業を中心として異業種合併が活発になった。この時期を代表するコングロマリット企業としては、ITT、ガルフ・ウェスタン、リットン・インダストリーズなどがあげられる。コングロマリット合併は、合併によるシナジー効果への期待、また財務レバレッジを効かせることによって1株当たり利益と株価を高め、それによってさらに有利な買収を進めるといったパターンを採った。しかし、十分な技術的裏付けや経営のノウハウを伴わなかったため、期待されたようなシナジー効果は発揮されず、60年代末の株価の下落によってコングロマリット合併は下火になった。第4の波は、1970年代後半から始まり80年代末まで続いたM & Aブームである。このときはUS スチール、エクソン、GE等の米国を代表する一流企業が合併運動の舞台に登場した。80年代後半からは、ハイ・イールド債を利用したLBOの流行や会社買占め屋による敵対的買収の増加とも相まって、M & Aはマナー・ゲーム的な色彩を帯びるようになった。

鉱工業会社による被買収会社数の推移



アメリカのM & A 活動の動向



〔出所〕 Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances.

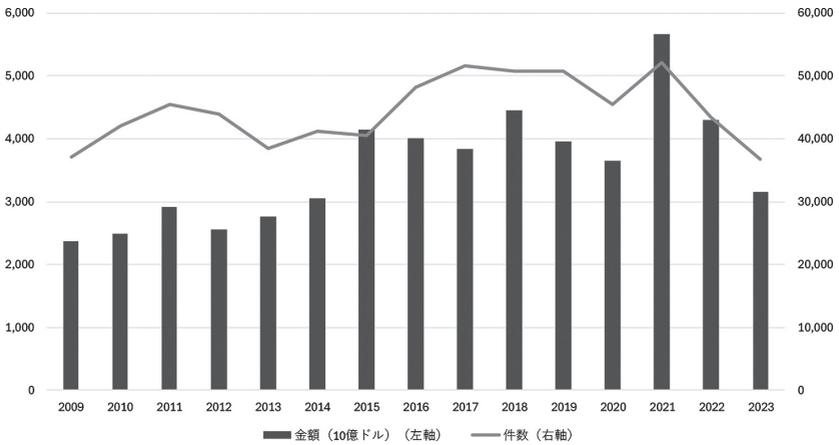
2. 1990年代以降のM & A ハイ・イールド債市場の崩壊によって第4次M & A ブームは沈静化した。その後90年代末にかけて第5の波が発生した。このときは、規制の撤廃・緩和が行われた通信・メディア、エネルギー、金融サービス等の分野でM & Aが活発化し、トラベラーズによるシティコープ買収、エクソンによるモービル合併、ファイザーによるワーナー・ラムバート買収等、大型M & Aが頻発した。また、通貨統合を控えた欧州企業による米国企業の買収も注目を集めた。金利低下による資金調達の容易化とITバブルを背景とした株高がこの時期のM & Aを後押しした。

21世紀に入って以降もM & A活動は波を伴いつつも世界的に拡大を続け、対象となる産業セクターはあらゆる業種に及んでいる。2007年をピークとする時期では、KKRやブラックストーン等の買収ファンドによるLBO型の比重が高まり、緩和的な金融環境を反映して現金での買収が主流となった。KKRによるTXUの買収やブラックストーン・グループによるエクイティ・オフィス・プロパティーズ買収など、史上最大のLBOといわれた89年のKKRによるRJRナビスコ買収の規模を上回る案件が発生した。LBOは、LBOブームに沸いたとされる80年代以来の活況を呈したのである。

リーマンショックによってM & A活動の勢いは衰えたが、それでも世界のM & Aの規模は2兆ドルから4兆ドルの間で推移している。近年ではテクノロジーの発展とその産業に与える影響が関心を集めていることもあり、先端技術分野でのM & Aが注目される。CVSヘルス（ドラッグストア）によるエトナ（医療保険）の買収、インテルによるモービルアイ（画像認識用半導体）の買収、アマゾンによるホールフーズ（食品スーパー）の買収など、セクターを超えたM & Aが発生している。

アメリカにおけるM & A活動は、初期の「規模の経済」を求めるM & Aから、多角化の利益を追求するもの（コングロマリット合併）に変化し、80年代からは部門売却（divestiture）も加わり、事業再編によるコア業務の強化（リストラクチャリング）という性格を強くしてきた。90年代以降、グローバル化と規制緩和という環境変化のなかで、「選択と集中」を進める手段としてM & Aは定着したといえる。経営者には、自社の企業価値を高める手段として常にM & Aを検討することが求められるようになったといえよう。

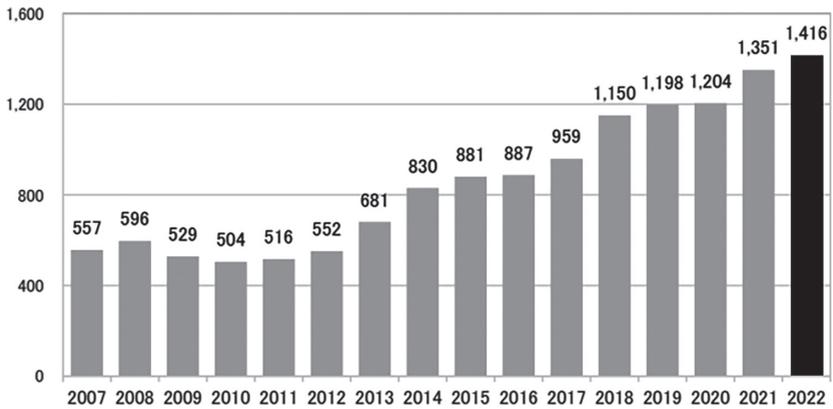
グローバルなM & Aの動向



(注) Completedの数字。

〔出所〕 SIFA, 2024 Capital Markets Fact Book, July.

LBOローンの残高



〔出所〕 PitchBook.

### 3. M & Aの類型と経済的効果 一般に、M&Aは2つに類型化される。

1つは、財務的M&A (financial M&A) である。これは金融的利得を上げることが目的に企業あるいは事業部門を売買することであり、典型的には財務的な操作により1株当たり利益を増加させることを目的にした60年代末のコングロマリット合併が該当する。また、80年代末のLBOもこうした性格が強いといえる。もう1つは、戦略的M&A (strategic M&A) である。これは事業再構築 (リストラクチャリング) を目的に、企業の買収・合併に加えて、部門の売却 (divestiture) が行われることである。本業が成熟し、収益の伸びが期待できなくなっていることが背景になっていることが多いが、成長性の高い事業への新規参入の場合、既に実績のある既存の業者を買収する方がコスト的に有利との判断から行われることもある。低採算部門を大胆に整理し「選択と集中」を進めた80年代のGEの戦略がその典型である。90年代以降、財務的M&Aに代わって戦略的M&Aの比重が高くなったといわれる。

ただし、M&Aが経営効率性を高めるとは必ずしも言えないようである。むしろ、いくつかの実証分析は、企業価値の向上に成功しているのは極めて例外的事例に止まっていることを明らかにしている。コンサルタンティング会社のベイン・アンド・カンパニーは、合併を成功させる4つの基本原則として、①買収のターゲット企業をどう選ぶか、②どの買収案件を締結すべきか、③本当に統合する必要性はどこにあるか、④買収がうまくいかない時に何をすべきか、を列挙している。これらの基本原則を充足するためには、買収にあたっての明確な経営戦略 (つまり、買収の目的など)、詳細なデューデリジェンス、買収後の統合についての明確な展望、そして万が一論見どおりにいかなかった時の撤退 (出口) 戦略の策定が必要であるとしている。また、M&Aの失敗とみなされている主要な事例を分析した、Bruner R. F. [2005], *Deals from Hell* (林大幹訳『M&Aは儲かるのかなぜ企業買収に失敗するのか』一灯社、2006年) は、失敗の原因として①複雑さ、②固い結びつき、③誤った経営者の判断、④通常でないビジネス、⑤オペレーション・チームの機能不全にかかわる誤った行動、⑥経験に基づく偏見、という6つの要因をあげている。これらは、M&Aが極めて高度な経営戦略上の判断が必要であることを示している。

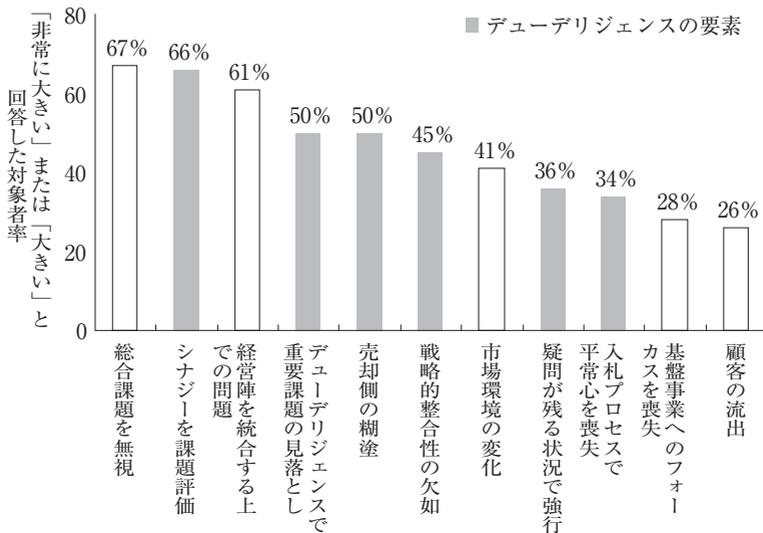
GE の1980年代のリストラクチャリングの歩み

1980	Thorn・EMIの医療機器販売とサービス事業の一部を買収 プラスチック事業の補充のためのインディアナ州にフェノール新工場を建設
1981	オランダのBergen op Zoom プラスチック工場を拡張 Envirotech社から大気汚染制御事業を買収
1982	ニューヨーク州ステネクタディの研究開発センターに1億3000万ドルを支出 ペンシルバニア州エリーにある自動機関車事業に3億ドルを投資 集中空調事業を売却
1983	ケンタッキー州に皿洗い機の新工場を建設、主要な機械設備に1億ドルを投資 AMIC社を買収して担当保険事業を拡張
1984	ユタ・インターナショナル鉱業事業をオーストラリアのBHPに売却 家庭用品事業をBlack & Deckerに売却 Employers Reinsurance社を買収 第2の担当子会社であるFamily Financial Servicesを売却
1985	よりスリムで、かたよりがなく、市場指向の事業構造を創設するために管理構造を見直してセクターレベルを除去
1986	National Broadcasting Companyを含めて、RCA社を買収 キダー・ピーボディ (Kidder, Peabody Group Inc.) 80%を取得 日本のファナック社 (FANUC Ltd) とファクトリー・オートメーション合弁会社を設立 アラバマ州に3億2500万ドルのプラスチック製造設備を開始
1987	フランスのトムソン S. A. 社から民生用エレクトロニクス事業と引換えにCGR 医療機器事業を取得 ナビスター金融会社 (Navister Financial Corporation Canada), ゲルコ社 (Gelco Corporation), D & K 金融会社 (D & K Corporation) の買収により金融サービス事業を拡張
1988	ボルグワーナーの化学事業の買収によりプラスチック事業を拡張 ローパー社 (Roper Corporation) の買収により機械設備事業を拡張 モンゴメリー・ウォード信用会社 (Montgomery Ward Credit Corporation) を買収 半導体事業をハリス社 (Harris Corporation) に売却 西ドイツのロバート・ボッシュ (Robert Bosch) とモーターで合弁事業を設立
1989	イギリスのGECと、機械設備、発電設備、電気機器で合弁会社を設立 ハンガリーのTungsram Companyの多数持ち分の買収に同意 スウェーデンのEricssonと移動通信合弁会社を設立 1990年代のGEの競争力を改善するために全社の事業でワークアウト (Work-Out) が開始された

〔資料〕 GE, *Annual Report*, 1989.

〔出所〕 夏目啓二 [1994], 『現代アメリカ企業の経営戦略』 ミネルヴァ書房, 58頁。

ディールが失敗する理由



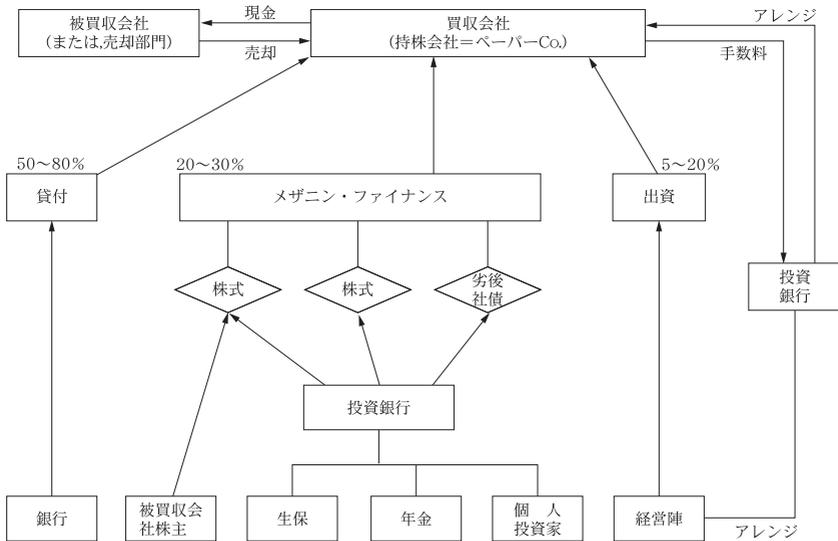
〔出所〕 Bain & Company [2004].

4. LBOと買収ファンド LBOとは、買い手が買収対象の資産や将来キャッシュフローを担保に買収資金の大半を調達する買収手法のことである。一般的には、買い手が自己資金で買収目的の特別目的会社（SPC）を設立し、大手銀行や生命保険会社やヘッジファンド等が協調融資で残りの資金を供給する。買収対象企業の株式（または事業）を買い上げていったん非公開（going private）にした後、一定期間後にこれらを丸ごと、あるいは部門別にバラバラにして売りに出し、投資を回収して収益をあげる。この過程で、ブリッジ・ローンの供与やハイ・イールド債、また金利支払いを他の証券で行ったり、先延しにするPIK（pay in kind）やゼロ・クーポン債など、多彩なファイナンス手段が開発された。なお、経営者が株式や事業などの所有者から対象会社や事業を買収することをMBO（Management Buyout）という。通常、経営者の手元資金は限られるため、MBOの多くはLBOとなる。

事業会社ではなく買収ファンド（プライベート・エクイティ・ファンド）がLBOの買い手となる場合がある。KKR（Kohlberg Kravis Roberts）やブラックストーン・グループなどがその代表的存在である。1989年のKKRによるRJRナビスコ買収は、買収ファンドによるLBOの象徴的な事例として記憶されている。当時、買収を仕掛けるファンドは野蛮人（barbarian）と呼ばれ、ビジネス界からはアウトサイダーとみなされることが多かった。しかし、ファンドによるLBOが世界的に広がる中で、投資先企業の経営改善や経営改革を進めて企業価値を高め、産業再編をけん引する存在として買収ファンドを見る向きも出てきた。2000年代にはKKRによるTXUの買収など、89年のKKRによるRJRナビスコ買収を上回る規模のLBOが注目を集めた。金融危機の発生によってファンドによるLBOは一時縮小したが、低金利による運用難に直面する機関投資家からの資金流入もあって、その規模は近年拡大しつつある。

かつて、ハーバード大学のマイケル・ジェンセンは、大幅に負債を利用したLBOが「負債の統制効果」（control effect of debt）によって経営効率性を高めると主張した。しかし、大量の負債に対する金利支払いによる節税効果で利益が上昇する一方、売上高、雇用は減少するという傾向も指摘されており、LBOが経営効率性を高めるかどうかははっきりしない。

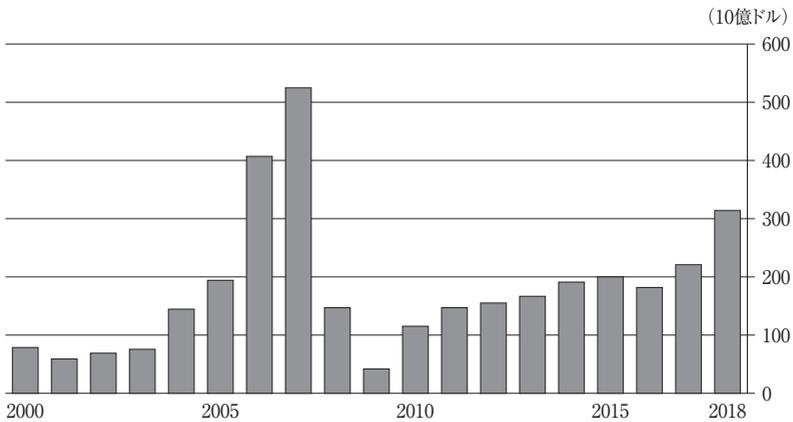
LBOの仕組み



(引用者注) メザニン・ファイナンスは自己資本と上級負債の間の資金調達手段のことである。

〔出所〕 山本哲二 [1997], 『M&Aの経済理論』中央経済社, 12頁。

プライベート・エクイティ・ファンドによる買収額の推移



(注) 2018年は9月30日まで

〔資料〕 Thomson Reuters.

〔出所〕 *Financial Times*, September 28, 2018.

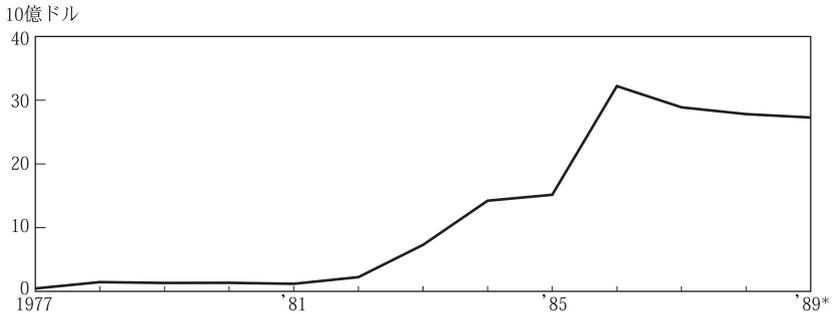
**5. M & A ファイナンスとハイ・イールド債市場** M & Aの主たるファイナンス手法は、これまでさまざまに変遷してきた。60年代後半のコングロマリット合併では、株式交換がファイナンスの主流であったのに対して、70年代後半からのM & Aは、余剰資金を使った買収が多いことが特徴である。80年代に入ると「負債の時代」(debt decade)といわれたように負債による資金調達が増加したが、これはM & Aのファイナンス手段としてハイ・イールド債(ジャンク債ともいう)が積極的に利用されるようになったことがその背景にある。

ハイ・イールド債とは、格付けが上位4ランクの債券を「投資適格債」(investment grade)というのに対して、それ以下(ダブルB以下)の格付けの債券のことをいう。ハイ・イールド債はリスクが高く、それに投資する投資家が限られていたため、投資適格債の下限の格付けであるトリプルBとの間には大きな利回り格差が存在していた。しかし、70年代後半、ドレクセル・バーナム・ランベール社のマイケル・ミルケンによって、そのデフォルト率の水準が決して利回り格差の存在を正当化するものではないことが明らかにされた。彼はこの分析結果を携えて、機関投資家にハイ・イールド債への投資がいかにより有利かを説得してまわった。徐々に機関投資家の注文を集めていき、後にミルケン・マシーンと呼ばれたハイ・イールド債投資家のネットワークが形成されたのである。

1985年になって、ミルケンはハイ・イールド債を、ブームとなっていたM & A活動のファイナンスの手段として大々的に活用することを考える。これによって、ブーン・ピケンズ、ソール・スタインバーグ、アイバン・ボウスキーなどの「乗っ取り屋」や「アープ」などが史上空前の規模のM & Aを実現させた。そのクライマックスが、89年にKKRが取り仕切って成功させた総額264億ドルのRJRナビスコに対するLBOであった。その後、一連のインサイダー事件スキャンダルによって、これらの主役は次々に逮捕され、ミルケン自身も不正取引の容疑で有罪判決を受ける。その結果、90年のリセッションによってハイ・イールド債市場が動揺すると、高収益を誇ったドレクセル社も倒産に追い込まれることになった。

ハイ・イールド債市場の創設とドレクセル社の歴史は、1人の人間が単独で市場を作り上げたという後にも先にも例を見ない、アメリカ金融史の1ページを飾る際立ったイノベーションの事例として記憶されている。

ハイ・イールド債の発行額

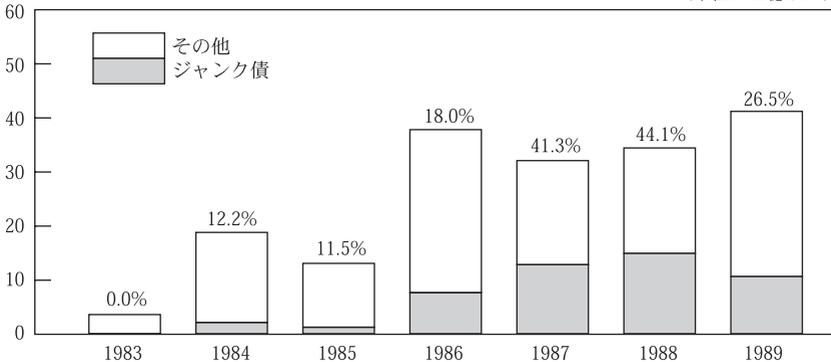


(注) 89年は1 - 9月のデータを年額に換算。

〔出所〕 Bechetti, S. [1990], "The Truth about Junk Bond", FRB of Kansas City, *Economic Review*, July/Aug. p.47.

LBO ファイナンスに占めるハイ・イールド債の割合

(単位 10億ドル)



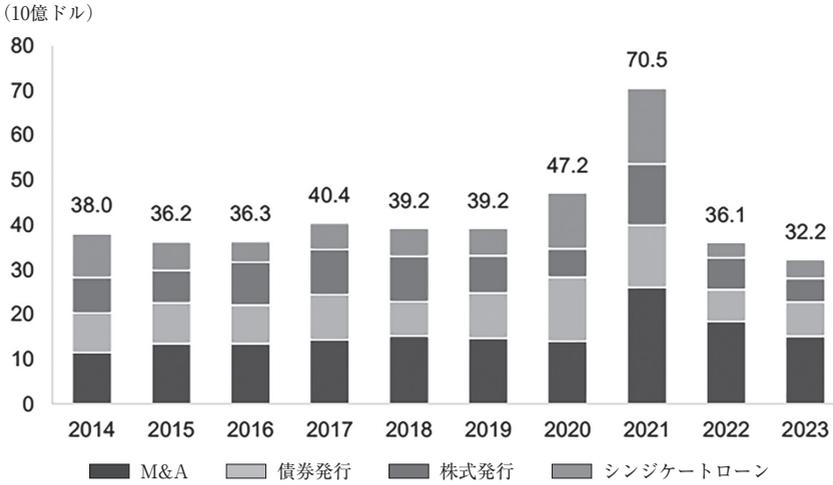
〔出所〕 Yago, G [1991], *Junk Bond*, p.210.

**6. 投資銀行のM&A関連業務** 1970年代になるまで、投資銀行のM&A活動に対する関わり方は控えめなものであり、特に格式のある投資銀行においては敵対的買取を手掛けることはタブー視されてきた。このような慣習を変える契機となったのが74年のインターナショナル・ニッケル社によるエレクトリック・ストレージ・バッテリー社に対する敵対的なTOBをモルガン・スタンレーが仲介したことであった。最も格式の高い名門投資銀行が敵対的買取を手掛けたことは当時驚きを持って受け止められたが、これを機に非友好的買取も一流の企業、投資銀行、商業銀行、弁護士の業務として認知されるようになったのである。

投資銀行は、買取対象の選定、適正価格の算出、合併買取手段の選択、M&Aファイナンスのための資金調達などを担う。80年代以降、M&A案件が大型化するにつれて、投資銀行は、ブリッジ・ローンの供与、ハイ・イールド債の発行、株式の取得、資産の売却など、M&A&D取引全体に関わるようになり、それらから歴大な手数料を手にした。特に80年代の後半にはLBOの際に投資銀行自身が出資者として資金を提供するようになり、取得した株式のキャピタルゲインからも多額の収益を得るようになった。M&Aにかかるこれらの複合的な業務からの収益は、取引額の1.7%から5%に達するといわれ、80年代後半には大手投資銀行の収益の半分前後を占めるようになったといわれる。

M&Aアドバイザー業務の分野では、長らくモルガン・スタンレー、ファースト・ボストン、ゴールドマン・サックスが「御三家」と呼ばれており、この3社で87、88年頃にはM&A取引額の70~80%、手数料収入の約40%を占めていた。これらの名門投資銀行は、長年の取引で培われた顧客ベースを武器として、圧倒的なシェアをおさえてきたのである。M&Aの分野では、一握りのスター・プレイヤーが個人的なつながりで案件を獲得することも多く、業者間での引抜きや独立してブティック（専門店）を設立するといった動きが頻繁に生じている。近年では、ゴールドマン・サックスがアドバイザー・ランキングのトップを占め、それにモルガン・スタンレー、JPモルガン、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、シティ等の米国大手金融機関が続いている。また、M&A業務に特化したブティック型の投資銀行も一定の存在感を見せている。

投資銀行手数料の内訳



〔出所〕 SIFMA FACT BOOK 2024より作成。

M&A アドバイザー・ランキング (2022, 2023年各前半期)

アドバイザー	2023年前半期		2022年前半期	
	金額(百万ドル)	件数	金額(百万ドル)	件数
ゴールドマンサックス	178,752	58	336,340	96
バンク・オブ・アメリカ	159,532	45	174,235	49
JP モルガン	148,866	63	222,128	80
センタービュー・パートナーズ	128,080	22	33,760	20
モルガン・スタンレー	91,423	34	179,615	56
グッゲンハイム・パートナーズ	77,651	28	6,349	25
BMO キャピタル・パートナーズ	67,300	29	21,273	19
バークレーズ	60,691	33	127,663	58
エバーコア	59,010	42	33,915	61
MTS セキュリティーズ	48,776	4	163	5

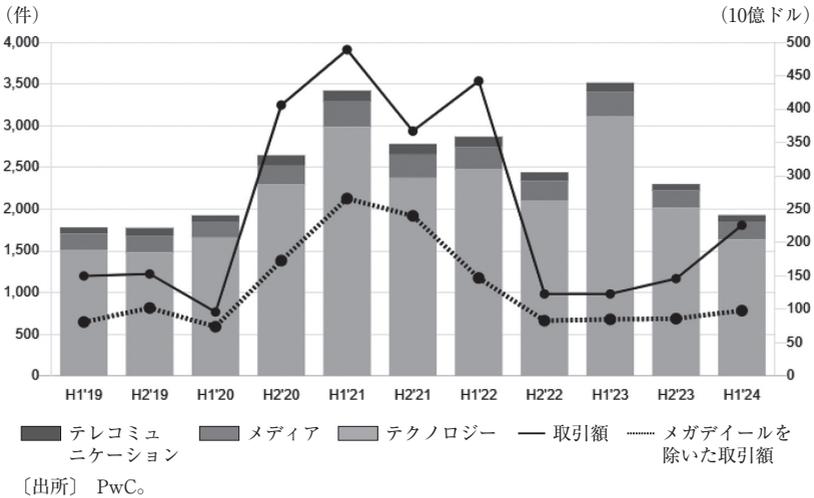
〔出所〕 Airport Technology.

7. 大手ICT企業によるスタートアップの買収 2000年代以降、ベンチャー・キャピタル（VC）が投資したスタートアップのエグジット（出口）に大きな変化がみられた。それまでは、創業から数年後にIPO（新規公開）に到達し、キャピタル・ゲインを実現するのが「成功のゴールド・スタンダード」といわれていたが、大手企業、特に大手ICT（情報通信）企業によるM&Aによってエグジットを果たすケースが増加している。IPOはエグジット全体の1-2割を占めるに過ぎなくなっている。また、IPO後に買収され非公開となった企業は、1980-2010年に69%を占めている。例えば、最初の買収から10年間で買収した企業数と金額をみると、グーグルは、85社、約80億ドル、フェイスブックは60社、約250億ドルとなっている。また、オラクルやマイクロソフトも近年ではM&Aを事業拡大戦略の主要な手段としている。

かつて、M&Aは規模の拡大や多角化が目的であった。しかし、大手ICT企業のM&Aはネットワーク効果やプラットフォームの拡大、強化のために、顧客基盤の強化や関連サービスの充実を意図したものが多くなっている。ICT分野における技術革新は、アルゴリズムなどのソフト分野、またそれを担う人的資本などの無形資産や組織資本が極めて重要になっている。加えて、ネットワーク効果を実現するためには、競合他社に先んじて規模を拡大し顧客を囲い込む必要がある。しかし、それらを自社開発するには多大な時間と資金が必要である。そこで、買収や人材の引抜きによって、短期間で一気に手にしようとするのである。また、専門性が高く有能な人材が集まっているスタートアップに競わせ、成果が見込めるタイミングで人材も含めて丸ごと買収することもある。いわば、研究開発のトーナメント方式ともいえる方法である。

従って、これらの巨大ICT企業によるスタートアップ買収の目的は、競争上、自社の脅威となりそうな競合企業を取り込み、新しいアイデアや技術を吸収したり、早い段階でその目を摘み取っておくことである。例えば、フェイスブックによるインスタグラムの買収（2012年）とホワッツアップの買収（2014年）は、買収金額がそれぞれ10億ドルと220億ドルであったが、有形資産はほとんどなく従業員数は13人と55人であった。これだけ高額の評価が行われたのは、これらの企業が独立した状態で成長した場合に自社が被る逸失利益を計算したからであろう。

テクノロジー部門のM & A



グーグルの事業分野の拡張



〔出所〕 Reillier L. C. and Reillier B. [2017], *Platform Strategy*; 根来端末監訳 門脇弘典訳 [2019], 『プラットフォーム勝者の法則』日本経済新聞社

**8. SPAC ブーム** 非公開会社は、IPOに加えて、SPAC (Special Purpose Acquisition Company, 特別買収目的会社) を利用、またアンダーライターを利用しないダイレクト・リスティングによって公開することができる。

この内、SPACは買収を目的としてIPOによって資金を調達し一定の期間(2年)内に買収を実現する。そして、買収された企業はSPACと組織統合し、取引所への上場を実現する。これによって、IPOに必要な煩瑣な手続きが省略されることから、バックドア・リスティング(裏口上場)とも呼ばれる。

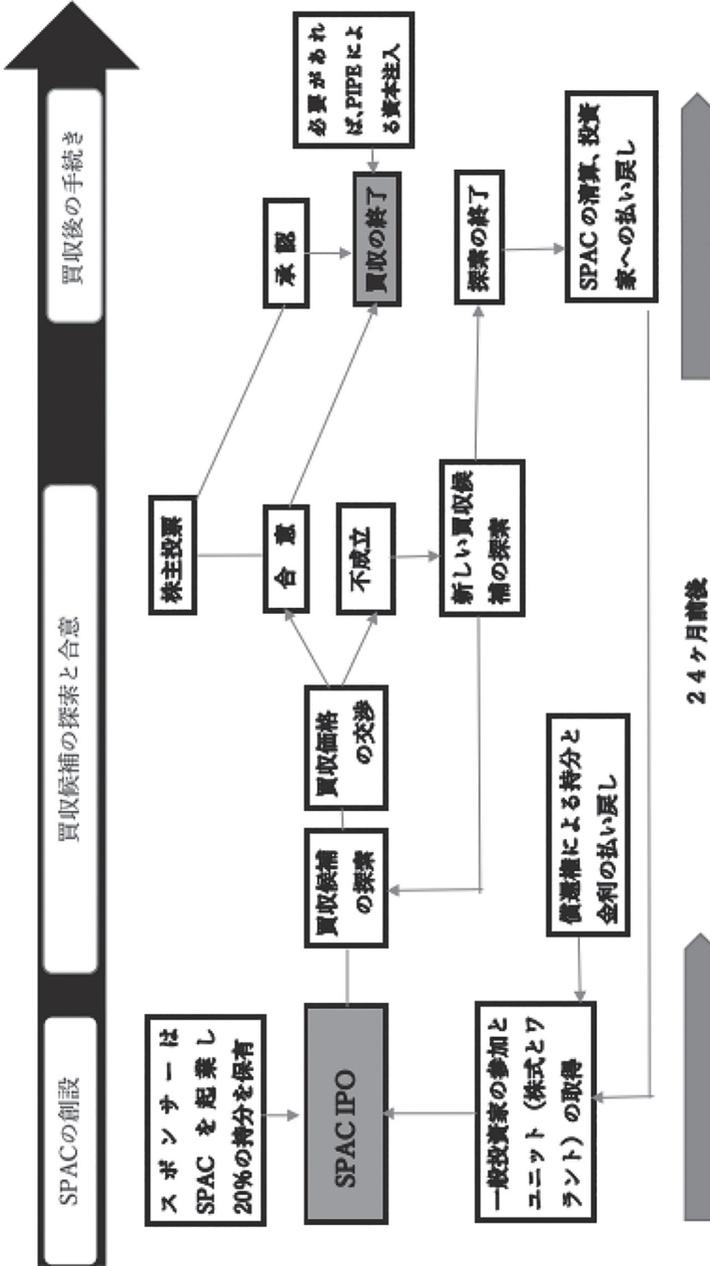
SPACは、元々は事業実態のないシェル・カンパニー(殻会社)を利用して上場を実現する方法で、財務内容に問題があるなど、通常のIPOが困難な企業によって利用されてきた。

しかし、2008年にニューヨーク証券取引所とNASDAQがSPACの上場を認めたことから、企業の公開市場へのデビューの一形態として利用されるようになった。そして、2020年からの新型コロナ(COVID-19)の感染拡大に伴い、金融市場での不確実性が強まることによって、市況に左右されるIPOに対して、SPACによる公開が急増した。

SPACのプロセスは、大きくはIPOと買収(de-SPACと呼ばれる)から構成される。SPAC IPOによって調達した資金は金融機関のエスクロー勘定に預託され、買収資金以外には使えない。SPACは二年以内に買収を実現できなければ、清算しなければならない。投資家は、買収の際に償還権を認められており、エスクロー勘定から持分に応じて償還を受けることができる。株主にとってはダウンサイドリスクに対して一定のセーフティ・ネットが提供されており、これがSPAC投資の魅力として喧伝される。

しかし、SPACスポンサーは2万5千ドルで20%の持分を取得する仕組みになっているので、1株当りの取得価格は数セントになり、たとえその後の株価が下落しても、相当の利益を手にすることができ、IPOに応じた投資家との間で深刻な利益相反が発生する。また、公開(de-SPAC)がM&Aの形態を採ることから、IPOでは禁止されているフォワード・ルッキング情報の提供が認められているため、将来の業績予想について誇大情報が問題になった。このため、SECは2022年3月に利益相反状況などの開示を義務づけた規則提案を行い規制を強化(24年1月に最終規則を採択)したため、SPAC IPOは急減した。

SPACのプロセス



〔出所〕 Damodaran (2021), "Disrupting the Disruptors? The 'Going Public Process' in transition", July (<https://ssrn.com/abstract=3892419>). ただし、その後の変化に合わせて一部を修正している。

**9. VCのエグジットとしてのSPAC** 非公開会社の公開市場への途は、ユニコーンのように知名度が高く時価総額が大きい企業はIPOやアンダーライターを介さない直接上場（ダイレクト・リスティング（DL））、そして小規模で収益性も低く、成長性（トービンのQで計測することが多い）も期待できない企業はSPACによる買収（de-SPAC）と、セグメント化が進んでいる。小規模なIPOが減少しているのも、大手ICT企業やde-SPACによるM&Aの形態に置き換わっているためである。

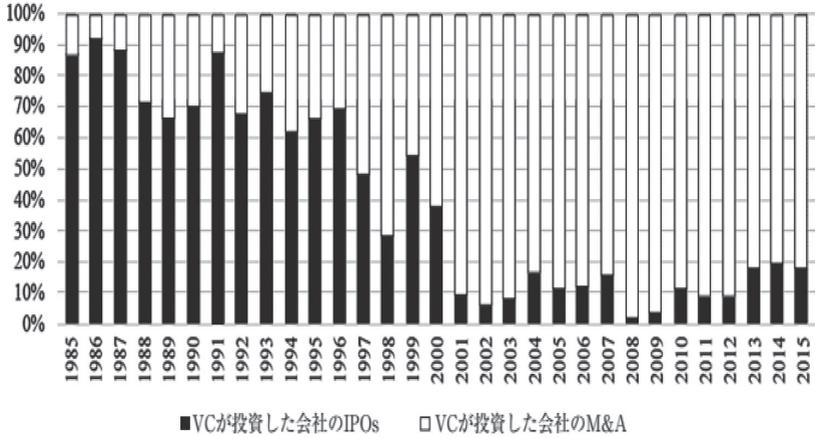
de-SPACの3分の1はVCの投資回収（エグジット）に利用されている。De-SPACによる公開は、引受手数料は相対的に安く、短時間で終了するため、「迅速なIPO」（“fast track IPO”）とも呼ぶ。今、1995年第2四半期から2021年第3四半期までのユニコーン212社のエグジットの形態をみると、IPOが110社、M&Aが44社、de-SPACが18社、DLが9社、その他（破産など）が31社、となっている。このように、ユニコーンの相当数がM&A、de-SPACによるエグジットとなっている。

SPACは構造上、2年以内にde-SPACによる上場を実現しなければ、SPACスポンサーの報酬はゼロである。このため、買収ターゲットの精査よりも、その質に関係なくde-SPACの実現を強行する可能性があり、一般のSPAC株主にとっての企業価値は軽視される危険性がある。また、de-SPACはM&Aであるため、IPOでは認められていないフォーワード・ルッキング情報の提供が可能である。このため、過大な見通しに対して投資家からの訴訟が相次いでいるという問題もある。これらの問題に対して、情報開示による投資家保護の強化の必要性が指摘された。

他方で、SPACが伝統的なIPOが抱える、時間がかかること、情報開示に関わる重いコスト負担、などの課題に対して一定の対応策を提示した側面も評価する必要がある。

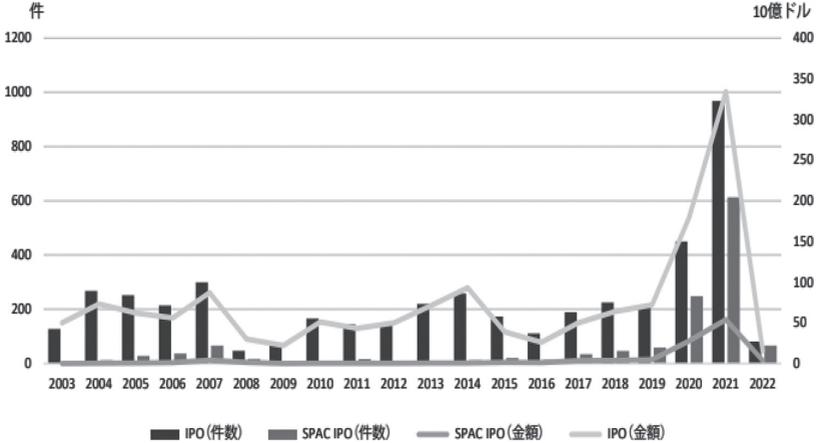
コロナ禍の沈静による金融市場の機能回復、そしてSECのSPACに対する規制強化によってSPACブームは終焉し、非公開会社の公開市場への途もIPO、DL、M&Aが主要なものとなろう。今後、SPACが復活するかどうかははっきりしないが、市場の定着、成長のためには、投資家保護の観点からその利益相反の構造を根本的に是正する必要がある。

エグジットの内訳, IPOとM&A



(原資料) NVCA, *Year Book*, 2014 and 2016

〔出所〕 Lemley M.A and McCreary A. (2021), "Exit Strategy", *Boston University Law Review*, Vol.101:1.



(注) 2022年は5月12日現在。

〔出所〕 SPAC Analytics より作成。