

2021年4月20日 全9頁

コロナ禍でブームが過熱する SPAC 上場から De-SPAC までの留意点

欧州や日本でも上場整備が急がれる

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 175

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

[要約]

- 現在 SPAC の IPO 規模は 5,000 万ドルに満たないものから、40 億ドルもの巨大なものなど玉石混交である。SPAC 上場時は通常の IPO と同様に証券登録届出書の開示が必要となる。ただ空箱である SPAC には、開示すべき過去の決算情報もなければ、(現金以外の)詳述すべき資産もない。届出書では事業に関する記載は必然的に少なくなり、決まり文句の羅列になる一方で、スポンサーや経営陣に関する記載(バイオグラフィ等)が多くなるのが一般的である。ただ著名人をスポンサーに据えるなど、本来の投資先選定眼とは無関係な差別化も横行している現状もある。また、買収先については一切白紙の状態の上場されるため、上場時に参加する投資家にとって、投資判断は非常に難航することになる。
- 過熱感のある米国に比べ、欧州市場ではまだ SPAC に希少性がある。欧州と米国の SPAC による IPO の違いをみてみると、全般的な費用は欧州のほうが安く、上場後の開示要件は米国より寛容になる。今後欧州でも SPAC がブームになるかどうかは、目論見書を承認する規制当局の見解やそれぞれの市場における上場規則、SPAC の特徴を実現させるうえでの企業を巡る柔軟性に依存することになる。欧州の金融規制は米国に比べ投資家に対する柔軟性に欠けている。国によっては買収先発表後の投資家の償還権行使が確保されていない場合もある。
- 日本では、2021 年 3 月の政府の成長戦略会議で、新興企業支援策の一環として SPAC 解禁が検討されていることが明らかとなった。課題は山積しているものの、このまま有望なベンチャー企業を米国市場に総取りされないためにも、各国は環境整備を急いでいるのが実情である。4 月 13 日には、Uber の東南アジア版ともいべきシンガポールの Grab が、米国 SPAC のアルティメーター・グロスとの約 400 億ドル規模の合併に応じるなど、今後、米国の SPAC が、アジアの有望ベンチャー企業にさらに触手を伸ばすことも十分予想される。既に日本のベンチャー企業をターゲットとした SPAC が米国でも上場されており、残された時間は少ないという危機感が日本の市場にはある。

SPAC ブームの変遷

米国で特別目的買収会社（SPAC:Special Purpose Acquisition Company）人気の勢いが止まらない。2021年4月上旬の時点で既に前年実績を上回る306のSPACが立ち上げられたうえ、3月上旬からの1ヵ月間における上場数は50を超えるなど、ペースを増している。

SPACの起源は、1980年代に遡る。株式店頭取引の規制が現在ほど厳しくなかった際に、米国ではブランク・チェック・カンパニーの仕組みができ、これがしばしば不正や詐欺行為に利用された。これらの不正によって多くの訴訟が起きたため、米国証券取引委員会（SEC）が規制を強化した経緯がある。その後、投資家保護の枠組みを改善し、現在の姿に近いSPACが誕生し、1990年代中旬に最初のブームが訪れた。それでもSPACの大半は投資銀行に相手にされない企業のみが使う資金調達方法として敬遠されていた。

2回目にSPACに対する人気が出たのは、2000年代中旬あたりといわれている。その背景には、伝統的なIPOへのハードルが高まったこと、PEファンドよりも短期間で投資を回収できるとしてSPACに対する投資家の関心が高まったこと、さらに著名な経営者や大手投資銀行がSPACの設立者に増えてきたため、信用度やイメージが改善されたといわれている。

また今回の3回目のブームの火付け役は、ベテランのベンチャーキャピタリスト、チャマス・パリハピティヤ氏とリチャード・ブランソン氏が立ち上げたSPACの成功（宇宙ベンチャーであるヴァージン・ギャラクティック・ホールディングスを合併し上場）ともいわれている。さらに昨年からの、長期化するコロナ危機が、ブームをさらに後押ししたともいわれている。コロナ禍により金融機関のスタッフの多くが、在宅勤務を強いられ、伝統的な株式のロードショーもほとんど実施されなくなったうえ、資金に余裕ができた個人投資家が、高リターンを生み出す例外的なSPACに（消去法的に）惹かれ、人気はさらに過熱したといわれている。

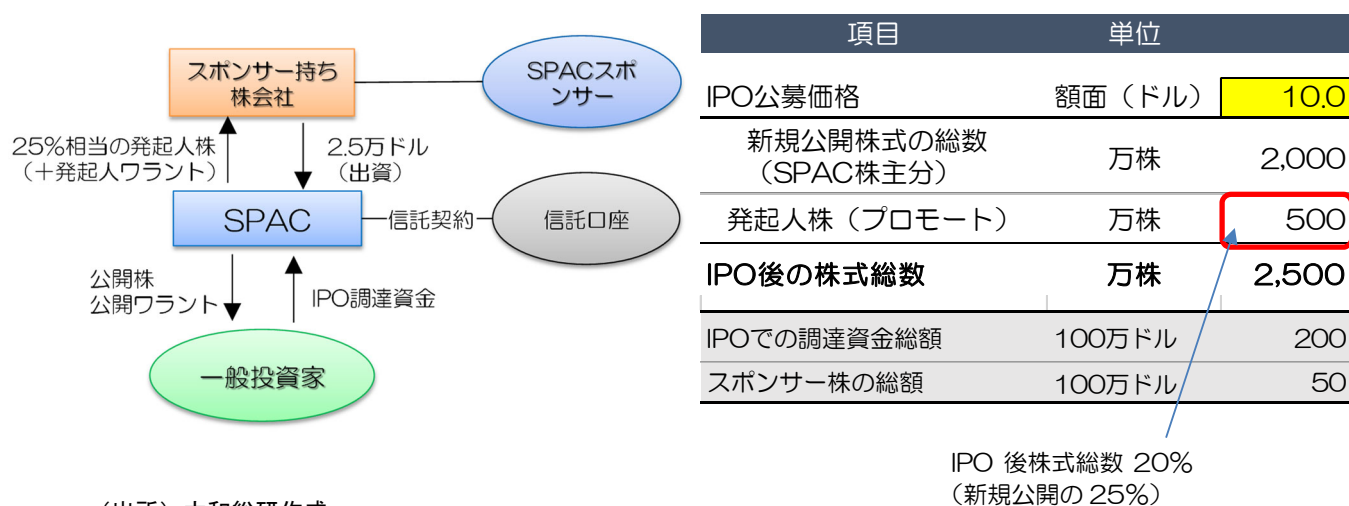
米国におけるSPAC スポンサーの資金拠出・開示義務の留意点

現在SPACのIPO規模は5,000万ドルに満たないものから、40億ドルもの巨大なものまで、玉石混交である。特に最近のSPACのスポンサーには、スポーツ選手や俳優などの著名人が多く名を連ねている。これは、個人投資家の耳目を集め、有利に資金調達しようとする意図が見え隠れしていると言っても過言ではない。ただ金融業界とは無関係の著名人でも（スポンサーとしての）先行者利益として、少額の投資で多くの収益を期待できる構造がSPACに含まれているため、（スポンサー）希望者は後を絶たない。

IPO前にスポンサーはIPO資金調達額の25%（またはIPO後の株式の20%）に相当する名目価格で一定量の株式を取得できる。通例、数億ドル規模のIPOに先立ち、SECに証券登録届出書を提出する際、SPACスポンサーは、約2.5万ドルの出資を行う。この費用はIPOまでの運転資金やIPOにかかる手数料（通常5.5%）などに利用される。出資と引き換えに、スポンサーはIPO後の株式（新規公開株式総数の20%に相当）とワラントを手に入れる。この株式（およびワラ

ント) から得られる収益は、IPO から、買収対象企業特定、条件交渉に至るスポンサーの手数料に相当するもので、「プロモート」や「発起人株 (発起人ワラント)」とも呼ばれる。発起人株の保有者は、発起人株数が新規公開株式総数の 25% であり続けるようにすることで合意する。その結果、IPO 後 (グリーンシューオプションの行使や満了を含め) の発起人株数は、発行済株式の 20% に相当するようになる。

図表 1 SPAC スポンサーの出資例 (左)、プロモート算出例 (右)



(出所) 大和総研作成

また SPAC による IPO の際の法定開示、ならびに投資銀行側の審査や取引所による審査内容は通常の IPO と大差はない。通常の IPO の際と同様に証券登録届出書 (Form S-1 様式、日本でいえば有価証券届出書) を用意する必要がある。ただしシェルカンパニーのため開示内容が限定され、SEC からのコメントも厳しいものが出ることは少なく、IPO の全プロセスが約 8 週間と通常よりも短い。さらに、取引所の上場基準を満たしていれば、SPAC や買収対象会社について、それ以上に実質的な審査を取引所は行っていないのが現状である。

SPAC も、その買収対象となった発行体も、ともに上場への障壁が低くなるため、今後も SPAC での上場を目指す流れが続くことは容易に想像できる (無論、買収企業が取引所の精査を回避して上場されることや、投資家保護が十分ではないといった懸念を SEC は認識しており規制強化を検討している)。

米国における SPAC 上場時の開示基準と SPAC 投資判断の留意点

IPO で資金調達を終えたスポンサーは、資金調達から 24 カ月以内に、合併対象企業を特定し合併を完了させなければならない。それができなければスポンサーは SPAC 清算のリスクを負う。ただ、SPAC 上場時点では企業としての実績はない。このため、投資の判断材料はスポンサーの目利き力がどれくらいかということになる。「貧者の PE (poor man' s private equity)」と呼

ばれるように、魅力ある合併先を特定し、好条件を獲得するよう交渉し、合併後の企業が価値を生み出すことを支援するという、元々は PE ファンドや VC ファンド等に限られていた企業への初期段階の投資への間口が、(SPAC スポンサーのスキルを通じて) 一般投資家にも拡大したともいえる。

無論、SPAC 上場時は通常の IPO と同様に証券登録届出書の開示が必要となる。ただ空箱である SPAC には、開示すべき過去の決算情報もなければ、(現金以外の) 詳述すべき資産もない。ビジネスリスク要因の開示も最低限のものとなる。このように届出書では事業に関する記載は必然的に少なくなり、決まり文句の羅列になる一方で、スポンサーや経営陣に関する記載 (バイオグラフィ等) が多くなるのが一般的である。また、買収先については一切白紙の状態の上場されるため、上場時に参加する投資家にとっての投資判断は非常に難航することになる。そのため、著名人をスポンサーに据えるなど、本来の投資先選定眼とは無関係な差別化が横行しているのが現状である。

米国における買収対象企業の開示基準の留意点

SPAC は IPO が完了する前に、買収対象を特定することはできない。開示上の問題を回避するため、買収対象を特定せず、潜在的な対象企業と買収に関する協議も行わないのが通例となる。仮に IPO 時に既に関心対象として検討している企業があれば、証券登録届出書に当該企業に関する詳細情報を含めなければならない。しかし、これでは IPO までに時間がかかり、通常の IPO との差異が出にくくなってしまう。また SEC は、SPAC が現状で特定の買収対象を検討しておらず (SPAC スポンサー各自が買収対象を選定・検討しておらず)、スポンサー間でも、また引き受け幹事団やアドバイザーとも協議していないという点を、証券登録届出書において開示することを求めている。潜在的な買収対象企業から一方的なアプローチがあった場合には、SPAC スポンサーは関与を拒否し、IPO 完了まで買収対象を検討しない対応をすべきとされている¹。ただし、買収対象とするセクターや資産、地理的条件を SPAC 上場時に示すことは可能となっている (例：欧州のテック企業をターゲットにするなど)。

IPO 後の SPAC は買収の機会を追求し、事業や資産を買収するための合併や売買契約を交渉することで企業結合 (Business Combination) を目指す。さらに SPAC の買収対象企業との合併発表からその後の SPAC 解散までのプロセスは De-SPAC と称される。De-SPAC 時には、株主総会用に 1934 年証券取引法の要件を満たす委任状説明書 (あるいは同様の内容を含む公開買付書類) が必要となる。これには、買収対象企業の過去 2~3 年の監査済み財務諸表および未監査の暫定財務諸表 (米国公開会社会計監視委員会 (PCAOB) の規則準拠) が含まれる。また、SPAC が解体された後、4 営業日以内に、SPAC は特別な Form 8-K (Super 8-K) を提出しなければならない。

¹ ただし SPAC が PE ファンドと提携している場合、証券登録届出書には通常、SPAC スポンサーの中に PE ファンドに雇用されている者がいるとの開示が含まれる。PE ファンドには潜在的な事業機会が常に提示されており、その中には当該 SPAC が買収を目指す企業が含まれる可能性があるためである。さらに、PE ファンドが買収候補企業にふさわしいと特定した企業を買収先として検討しないとの声明が含まれるのが通例となる。

これは登録された IPO 以外で公開報告企業になった場合に必要となる登録書である、Form 10-K 様式に必要とされる情報なども全て含まれる。すなわち、資産および事業の説明、リスクファクター、財務情報（過去 3 年間の監査済みの財務諸表、特定財務データ、MD&A、市場リスクに関する定量的・質的開示など）、役員・取締役の経歴、取締役の報酬、大株主や役員および取締役の持ち分、関連者との取引、係争中の重要な訴訟手続き、買収対象企業の証券の説明などである。

米国 SPAC の案件発掘時の留意点（買収対象の企業価値）

買収対象企業の企業価値は、SPAC との交渉で決定される²。しかし、買収に関し SPAC 株主の承認を得る必要があるため、企業価値が妥当なものでないと判断され、買収反対票が過半数に達すれば、SPAC 株主が償還を選ぶ可能性がある。また、金融業規制機構（FINRA）の規則³で買収対象企業の公正市場価値が信託財産の額の 80%以上でなければならないと下限が規定されているものの、上限に関する制約は存在しない。ただし、SPAC が（単にレバレッジを掛けることでリターンを狙うような）投資会社と位置づけられないように差別化される必要はある⁴。また 20%の発起人株式による希薄化の影響を緩和するため、少なくとも SPAC の 2~3 倍の規模の買収先をターゲットとすることが一般的となっている（ただし直近は、買収対象の企業価値の高騰により 4~8 倍まで上昇しており、EBITDA 倍率で 20 倍を超えるものも出てきている）。

また買収対象企業の数は必ずしも 1 社に限定されない。マイケル・クライン氏が立ち上げた一連の SPAC である、チャーチル・キャピタル（Churchill Capital Corp）では二番目に設立された SPAC が Skillsoft と Global Knowledge の二社との合併を 2020 年後半に発表している⁵。

また（PE ファンドなどの）被買収企業株主の立場からみれば、SPAC による企業結合のトランザクションは、完全な出口戦略にはならない。ほとんどの場合、案件の構成が投資回収のための完全な売却になっていないためである。さらに（被買収企業を提供した）PE ファンド等はロックアップの対象となり、企業結合（Business Combination）後の案件クローズから一定期間は株式を売却することができないこともネックとなる。また、このロックアップ期間が終了しても、売却は、買収対象企業と PE ファンド間での登録権契約書（registration rights agreement）に従って行われることになり、株式売却やロールオーバーしてもよい株式数を交渉する必要がある（ただ、SPAC では発起人株やワラントの一部を譲渡してもらえるとという利点はある）。

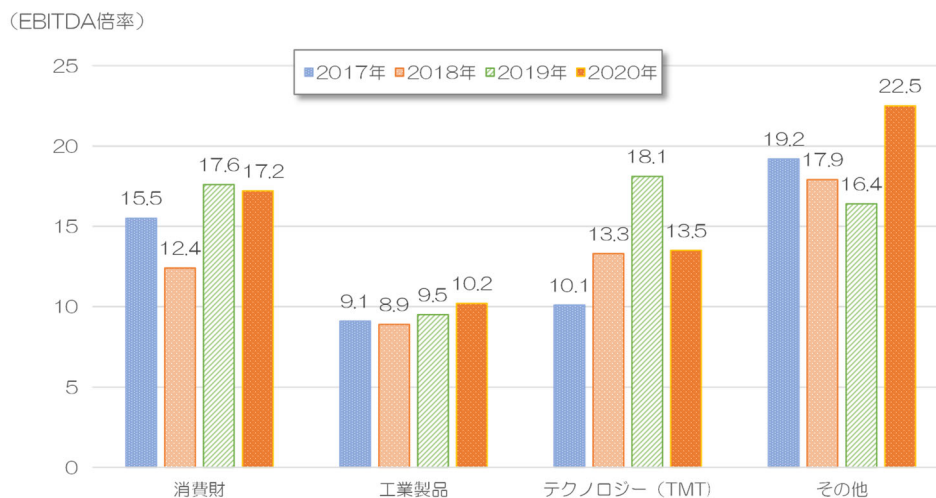
² 案件発表前に、被買収企業と非公開で交渉し、買収取引契約を締結するが、この契約において企業価値は固定される。

³ IPO 申請書が受理されてから、（企業結合の合意に達した時点での市場価値が）預託された資金の少なくとも 80%に相当する企業と合併することが義務付けられている。

⁴ たいていの場合、SPAC の IPO 目論見書で SPAC が「買収対象企業の発行済議決権証券の 50%以上を所有または取得した場合、また 1940 年投資会社法に基づく投資会社としての登録を必要としない程度に対象企業の持ち分を取得した場合にのみ、対象企業との合併を完了する」といった規定が含まれる。

⁵ 後継企業は Skillsoft となり、2021 年春に案件完了。

図表2 米国 SPAC における買収対象企業の EBITDA 倍率（中央値）の年別推移



(出所) Duff&Phelps 発表資料より大和総研作成

De-SPAC（合併発表から解体まで）の米国でのプロセス

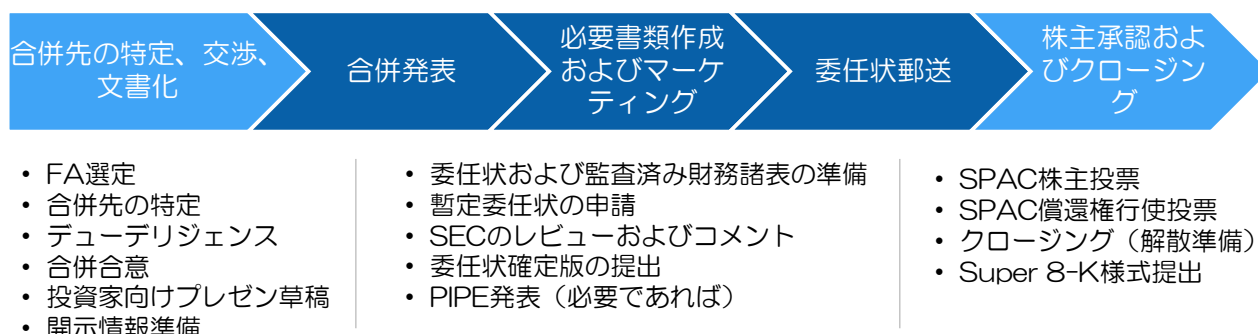
買収対象企業との売買取引（合併）契約に署名（案件発表）した後、SPAC は合併に関し株主の承認を求めることになる。SEC へ委任状説明書を提出し、レビューとコメントを受け、SPAC 株主への委任状を郵送し、株主総会の開催・投票を行う。合併承認後、SPAC は通常、被買収企業に社名を変更し、事実上解体される。SPAC スポンサーがその後も被買収企業の経営に携わるかどうかはケース・バイ・ケースとなっている。

ただ、買収時の SPAC による資金調達（私募あるいは公募増資等）は一般的である。売買取引（合併）契約に署名する前に、買収資金の一部調達に向け、PIPE (Private Investment in Public Equity) またはエクイティ・ファイナンスが手配されることが多い。PIPE を通じての調達が実際には多く、既に SPAC に参加している機関投資家、あるいは新たに参加する機関投資家から調達する。これら投資家は（秘密保持契約の下）他に先駆けて（非公開を条件に）買収対象を知らされ、さらなる出資をするかどうかを決定する⁶。一般投資家との情報非対称性が生じるものの、これら投資家には一般投資家にはないロックアップ期間が設定されていることで調整されている。PIPE で必要な資金が調達できなければ、SPAC のバリュエーションを認める投資家が少ないということの意味するため、案件自体がクローズできなくなる可能性すら生じる⁷。

⁶ PIPE 投資家には、償還権のつかない株式が時価ではなく（割引後の）一定価格で提供される。

⁷ 金融データ・サービス企業の PitchBook によれば、5 億ドルを超えた買収企業では、SPAC が IPO で調達した資金 1 億ドルあたり、PIPE でさらに 1 億 6,700 万ドルが調達されているのが現状という。

図表3 De-SPACのプロセス



（出所）大和総研作成

欧州での SPAC 上場の実情

2020年の欧州におけるSPAC上場件数は一桁に留まっており、米国との市場規模の違いは歴然としている。特に英国では、買収案件発表後にSPAC株式の取引が一時停止されるため、現状ではSPAC不毛の地と言っても過言ではない。ただし有望な欧州テック企業を米国で上場させようとする米国のSPACも出現している。ユニコーン企業の上場が米国に奪われると、欧州市場関係者は焦りの色を隠せない。

上場数が少ないながらも、欧州市場におけるSPACの中心地として、アムステルダムが有望視されている。これはユーロネクスト・アムステルダムが欧州での上場先のスタンダードになっているという優位性に加え、投資家がSPACの特定した合併先に不満があった場合に、オランダ国内法では投資資金の償還権行使が容易という点が理由とされている。また、過熱感のある米国に比べ、欧州市場ではまだSPACに希少性がある。米国投資家へのアクセスもできるため、今は欧州市場でのSPAC上場の好機と見られている。SPAC人気にあやかりたい英国では、SPACの抑制原因とされている、上場規則におけるSPAC規定の改正を求める声が強くなり、活発なロビー活動が展開されていた。このため、2020年後半から実施された上場規則の見直しでは、SPAC規定も対象となった。2021年3月の予算案発表時に合わせて示された見直しに基づく提言では、株主保護措置を追加し、買収案件発表時のSPAC株取引の一時停止ルール改正も提案されている。買収案に対し、株主の賛否を表明するための採決や、買収案に不同意の場合の償還権行使などの株主保護措置が追加されれば、英国でのSPAC上場が増えることが期待されている。

欧州と米国の SPAC 上場の違い

欧州と米国のSPACのIPOによる違いをみると、欧州の公募価格は通常10ユーロ、ワラントの行使価格は公募価格より10～15%増（通常11.5ユーロ）となる。また、一般的な費用は欧州のほうが安く、上場後の開示要件は米国より緩やかになる。今後欧州でもSPACがブームになるかどうかは、目論見書を承認する規制当局の見解やそれぞれの市場における上場規則、SPAC

の特徴を実現させるうえでの企業を巡る柔軟性に依存することになる。欧州の金融規制 (Financial regulation) は米国に比べ投資家に対する柔軟性に欠けている。国によっては買収先発表後の投資家の償還権行使が確保されていない場合もある。

個別の欧州市場をみていくと、まずアムステルダムでは、スポンサーの「プロモート」が、10～20%と多様である。また、IPO 終了時のワラント発行は予定の半分に留まり、残りは買収案件がクローズした際に、IPO で売却された株式を取得した人すべてに対し発行される。引受手数料は通常 3.25% となり、IPO 終了時に 1.5%、残りは買収案件終了時に支払う。また、買収案件について、株主 70% の承認が必要となる。ただし、償還権を行使できるのは買収対象提案に反対した残り 30% のみとなる。また、フランクフルトでは、通常の新規上場には 3 年間の事業継続と財務諸表の開示が必要となる。ただ SPAC は通常の新規上場に該当しないため、条件⁸を満たした場合に、取引所の裁量で上場が許可されることになる。

図表 4 欧州各国と米国との SPAC 上場の違い

欧州市場	米国と異なる点	米国に比べ不利な点
フランクフルト	<ul style="list-style-type: none"> ・IPOで調達した資金を有利子のエスクロー口座に預託。 ・目論見書に資金の用途を詳述。 ・エスクロー口座の資産の用途に関し株主過半数の承認を獲得。 	<ul style="list-style-type: none"> ・通常の新規上場には3年間の事業継続と財務諸表の開示が必要。SPACは特定条件を満たした場合、個別に取引所の裁量で上場を許可。
アムステルダム	<ul style="list-style-type: none"> ・スポンサーの「プロモート」が、10～20%と多様。 ・引受手数料は通常3.25%（IPO終了時に1.5%、残りは買収案件終了時に支払い）。 ・規制環境が米国に近く、買収先発表後の投資家の償還権行使が可能。 	<ul style="list-style-type: none"> ・IPO終了時のワラント発行は半分に留まり、残りは買収案件がクローズした際に発行（IPOで売却された株式を取得した人すべてに対し）。 ・買収対象先に対し株主70%の承認が必要。 ・償還権行使可能なのは買収対象提案に反対した残り30%。
ロンドン	<ul style="list-style-type: none"> ・IPOによる調達額は少なく、買収にあたってさらに資金調達を行うことがある。 ・PIPEは一般的ではない。 ・買収提案に対する株主承認不要（AIMでは承認必要）。 ・買収対象先の規模に対する制限なし。 	<ul style="list-style-type: none"> ・IPO調達資金の短期的な用途についても米国に比べ裁量の余地が大きい。 ・引受手数料の支払いに関し、米国のような繰延はない。 ・買収対象先発表後、SPAC株の取引一時停止。

(出所) 大和総研作成

さらに、英国では、引受手数料の支払いに関し、米国のような繰延支払いは行われず。IPO 調達資金の短期的な用途については、米国に比べ裁量の余地が大きい。IPO による調達額は少なく、買収にあたってさらに資金調達を行うことがある。ただし、PIPE は一般的ではない。難点としては、買収対象発表後に、SPAC 株の取引が一時停止されるため、大きな市場にならないとみられている。米国との大きな違いは、買収提案に対し株主承認が不要となる（ただし将来的に

⁸ ①IPOで調達した資金を有利子のエスクロー口座に預託、②目論見書に資金の用途を詳述、③SPACの存続期間が限定されており、清算の場合にはエスクロー口座の資産は投資家に返還され、資産の用途に関し株主過半数の承認を獲得する。

は変更される可能性がある、また AIM 市場では承認が必要) 点である。また、買収対象の規模に対する制限もない。

日本での SPAC は今後繁栄するのか？

日本では、2021 年 3 月の政府の成長戦略会議で、新興企業支援策の一環として SPAC 解禁が検討されていることが明らかとなった。さらに 4 月には東京証券取引所の山道社長が SPAC 上場を真剣に検討すべきとも発言している。2008 年にも SPAC の一時解禁が検討されたが、課題が多いとして見送られた。当時の議論には日本の投資風土になじまないとの懸念があった。

SPAC 投資家の資金は買収案件がクローズするまでに償還できるが、案件クローズに失敗した場合のコストはスポンサーが負担する。これを回避するために上場する意欲がある企業があれば株主利益を犠牲にしても買収を進めてしまい、利益相反に陥りやすい点がしばしば批判されている。このように課題は山積しているものの、このまま有望なベンチャー企業を米国市場に総取りされないためにも、各国は環境整備を急いでいるのが実情である。4 月 13 日には、Uber の東南アジア版ともいべきシンガポールの Grab が、米国 SPAC のアルティメーター・グロース (Altimeter Growth Corp) との約 400 億ドル規模の合併に応じている。今後、米国 SPAC が、アジアでの有望ベンチャー企業にさらに触手を伸ばすことも十分予想される。既に日本のベンチャー企業をターゲットとした SPAC が米国でも上場されており、残された時間は少ないという危機感が日本の市場関係者にはある。今後日本における SPAC 上場整備が注目される。

(了)