

2021年3月17日 全7頁

新型コロナ収束にともない欧米の SPAC ブームの行方は？

欧州ではアムステルダムが SPAC 上場の本拠地

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 174

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

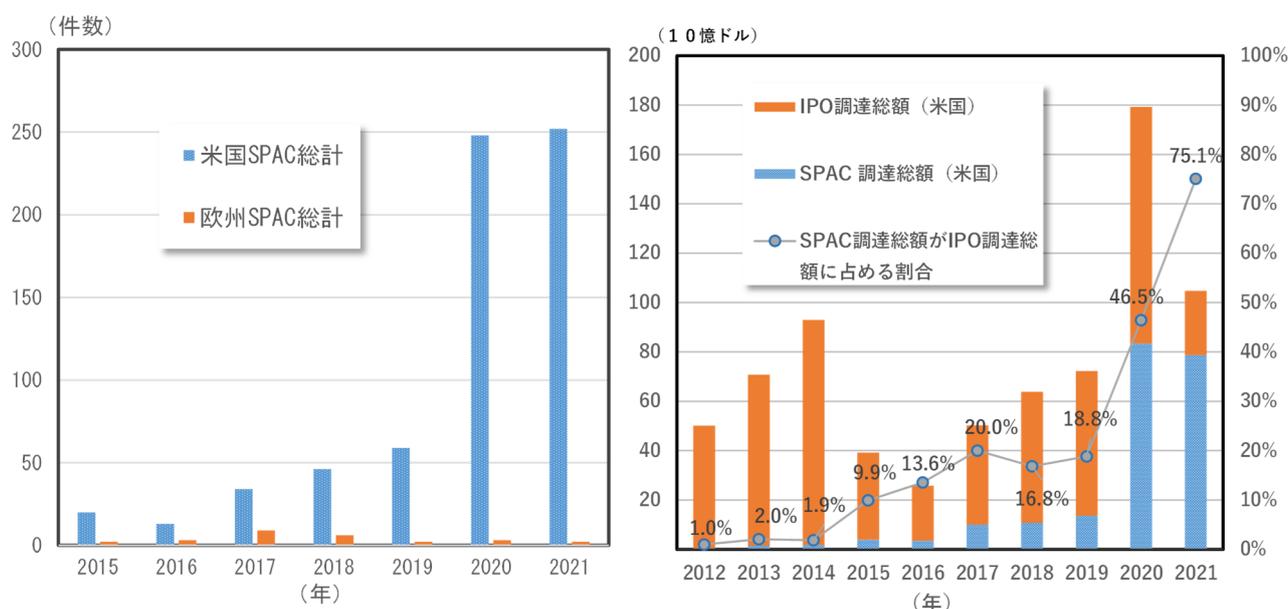
[要約]

- コロナ危機を背景に、特別目的買収会社（SPAC）の人气が、米国で過熱している。SPAC は上場を通じ投資家から資金を調達し、有望な非公開企業を見つけ、買収を通じて上場させる。SPAC が最初に注目されたのは 1980 年代であり、最近までは資金調達における最終手段としてとらえられていた。しかしコロナ危機により、金融関係者も在宅勤務となり、伝統的な株式のロードショーはほとんど実現されなくなったことにより、投資ブームが到来したといわれている。
- SPAC は通常資金調達から 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ず、それができなければスポンサーが清算のリスクを負う。このため株主価値を犠牲にしても、案件をクローズするという強いインセンティブが SPAC 設立者には働くことになる。また、上場時には SPAC の受益権（ユニット）が 1 単位 10 ドルで割り当てられるケースが多い。さらに SPAC の取引が開始されてからしばらくすると、受益権が株式とワラントに分離されるという SPAC 独特の構造がある。このワラントは、早い時点で出資した投資家に対するインセンティブとして機能する。SPAC が特定された企業と合併した際に、ワラントは比較的割安な価格で新企業の株式に転換される。これによって、投機筋は、当初の出資金が全て償還されたとしても、（合併が成功すれば）さらに合併案件から収益を上げることが可能となる。
- 一部の SPAC は素晴らしいリターンを生んではいるが、これは例外であり主流とは言い難い。昨今設立された SPAC の買収案件のクローズ時期となることが多い 18-24 カ月後には、狂乱ともいべき SPAC ブームの結末が明らかになっているだろう。新型コロナ収束にともない、金利がさらに上昇し始めれば、SPAC バブルが崩壊する可能性を指摘する向きも多い。SPAC の上場が乱立したことで、投機筋にとってアービトラージの機会も消滅しつつあり、SPAC の株価が下がり始めれば、熱気は急速に冷めることになる。

コロナ禍で人気沸騰の SPAC 投資

コロナ危機を背景に、特別目的買収会社（Special Purpose Acquisition Company:SPAC）の人氣が、米国で過熱している。SPAC は上場を通じ投資家から資金を調達し、有望な非公開企業を見つけ、買収を通じて上場させる。SPAC が最初に注目されたのは 1980 年代であり、最近までは資金調達における最終手段としてとらえられていた。しかしコロナ危機により、金融関係者も在宅勤務となり、伝統的な株式のロードショーはほとんど実現されなくなったことにより、投資ブームが到来したといわれている。米国における SPAC 上場件数は、コロナ禍の過去 1 年である 2020 年の米国金融市場において最も人氣のある投資商品となった。米国では、2021 年 3 月上旬の時点ですでに 252 の SPAC が立ち上げられ、790 億ドルが調達されている（過去最高額となった 2020 年は 248 の SPAC が立ち上げられ、833 億ドルが調達されている）。そのため、一部の欧州、英国の非公開企業にも米国での上場に向けた SPAC 創設者（スポンサー）からのオファーが殺到している。欧州での SPAC 上場件数は少なく、欧州のテック企業に的を絞った米国の SPAC も出てきたため、欧州の市場関係者の焦りを誘っている¹。

図表 1 欧米の SPAC の上場件数の推移（左）、米国での調達額（右）



(出所) SPAC Analytics、Fortune より大和総研作成

SPAC の実態

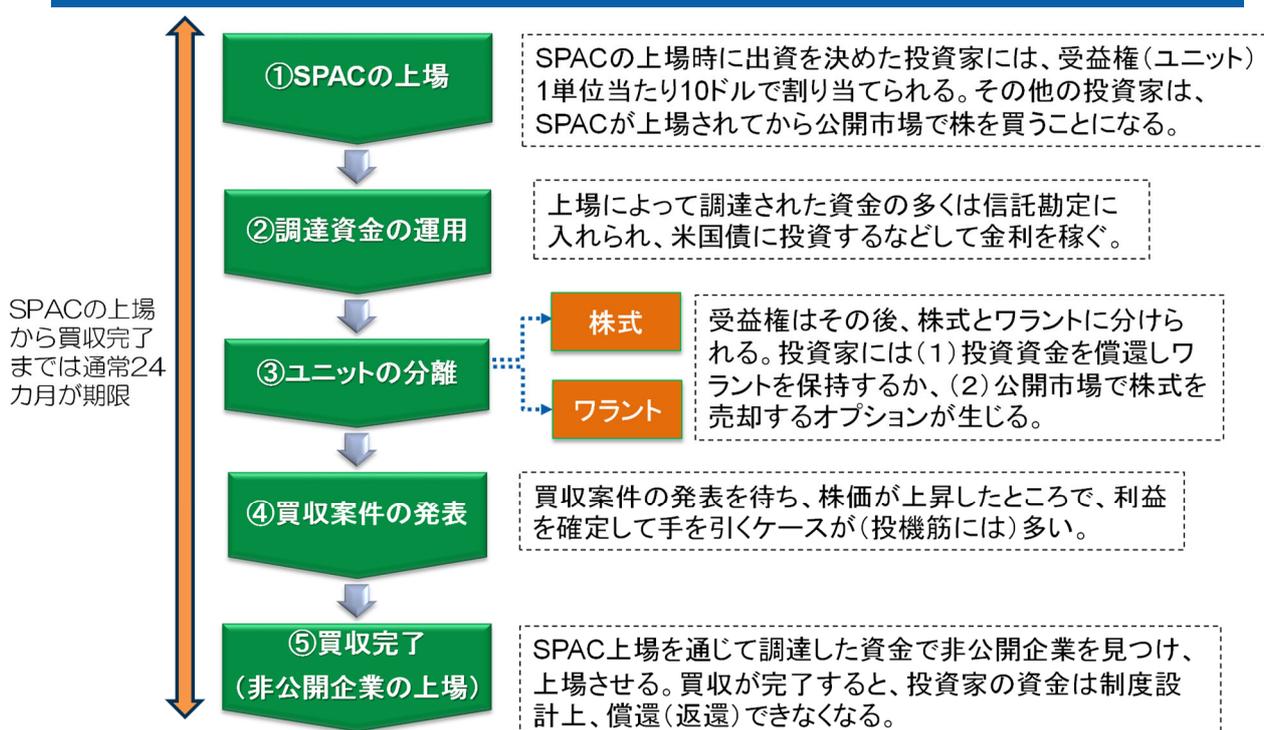
SPAC の実態としては、これまでも物議を醸してきた金融上の手法である逆さ合併（Reverse

¹ 欧州テック系企業（英国の中古車サイト Cazoo やヘルスアプリの Babylon など）の一部は、既に米国 SPAC との協議を開始している。英国の EV グループ、Arrival はナスダック上場の CIIG Merger Corp と合併。NYSE 上場の Avanti Acquisition Corp は 2020 年 10 月に 6 億ドルの資金を調達し、合併先として欧州企業に的を絞っている。

merger) の一形態である。具体的には、成功している非公開企業が上場済みの SPAC (シェルカンパニー) と合併することで、伝統的な IPO に伴う厳格な精査や書類を回避する。シェルカンパニーは、以前は稼働していた企業の残部であったり、合併を目的として上場されたペーパーカンパニーであったりする。こうした逆さ合併は金融市場の末端で、批判を受けながらも数十年にわたって存在してきた。1980 年代から、何回か投資ブームの過熱と崩壊を繰り返してきた。SPAC においては、このシェルカンパニーが、鍵となる組織であると言っても過言ではない。IPO によって豊富な資金を持ち、合併対象となる非公開企業を探すところが伝統的な逆さ合併と異なる点である。

SPAC の創設は、スポンサーが会社を設立し、引受会社と協力して SPAC を IPO することから始まる。IPO 前にスポンサーは、IPO 収益の 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する。スポンサーの「プロモート」(設立者持ち分、ファウンダー・シェアとも呼ぶ) として知られるこの株式は、SPAC 設立にかかるスポンサーの作業に対する報酬となる。

図表 2 SPAC 上場から買収完了までの流れ



(出所) 大和総研作成

また SPAC は通常資金調達から 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ず、それができなければスポンサーが清算のリスクを負う²。このため株主価値を犠牲にしても、案件をクローズするという強いインセンティブが SPAC 設立者には働くことになる。

² この 24 ヶ月に合併できなければ、SPAC は清算し、信託勘定に保管された資金は一般株主に返還され、スポンサーの投資分は失われる。

SPAC が急増したことで、短期的利益を追求するスポンサーが多く出現し、悪評や規制当局の懸念を招き、ブームの収束につながるという悪循環を招く恐れがある。

英国は上場規則の規定から SPAC 上場には不適とされてきたが、有望なテック企業が SPAC によって米国市場に上場するのを防ぐため、また EU 離脱後の欧州金融ハブとしてアピールするためにも SPAC の中心地になりたいという思惑があり、規則変更を求める声が強い（英国の上場規則では買収案件が発表後、SPAC 株式の取引が一時停止されるなどがネックとなっている）。

投機筋の SPAC 投資が過熱する理由

SPAC 独特の構造によって、買収案件がうまくいかなくても投機筋はほとんどリスクに直面することなく、大きな利益を上げることができる。その鍵は、早い段階で SPAC に出資することである。上場時には、SPAC の受益権（ユニット）が 1 単位 10 ドルで割り当てられるケースが多い。これによって調達された資金の多くが信託勘定に入れられ、（多くが）米国債に投資されるため、この資金が失われるリスクはほとんどなく、いつの時点でも償還できる。さらに SPAC の取引が開始されてからしばらくすると、受益権が株式とワラントに分離されるという SPAC 独特の構造がある。このワラントは、早い時点で出資した投資家に対するインセンティブとして機能する。これら投資家はワラントを維持する一方で投資資金（株式）を償還するか³、公開市場で株式を売却するかを選択肢が存在する。SPAC が特定された企業と合併した際に、ワラントは比較的割安な価格で新企業の株式（一株 11.5 ドル）に転換される。これによって、投機筋は、当初の出資金を全て償還したとしても、（合併が成功すれば）さらに合併案件から収益を上げることが可能となる。このため投機筋は SPAC をエクイティ価格の上昇という特典付きの比較的风险の低い投資とみている。

ただし、いったん買収案件が発表されれば、もはやその SPAC に関わろうとする投機筋はほとんどいない。それよりも、収益となる時点で株式を売却するか、償還することを好む⁴。その一方で、合併した企業の株式の保有を決めた投資家（特に個人投資家）は、条件の悪い案件や、投機筋に提供されたワラントによって、著しい希薄化といったリスクを負うことになる。SPAC 設立者の一部は資金を投資家に返還するよりは、無理にでも期限内の買収を目指すかもしれない。案件のクローズを急げば、デューデリジェンスは疎かになる懸念がある。多くの投資家にとっては手痛い結果が待っている恐れがある。

³ IPO で調達され、信託勘定で保管された資金の用途は次の 4 目的に限られる：①企業買収、②SPAC が合併する企業の資本注入、③合併を達成できなかった場合に清算される（株主への）返還資金、④株式償還。

⁴ ニューヨーク大学およびスタンフォード大学の法学教授らによる調査では買収案件が完了するまでに、株式売却/償還（株式償還）した投機筋は 97%にも及ぶという。“A Sober Look at SPACs”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 9 November 2020.

欧州での SPAC 上場はアムステルダムが中心地

欧州は SPAC 上場の後塵を拝しているものの、今後の上場の中心地はアムステルダムになりつつある⁵。この理由は、オランダの国内法により、投資家は SPAC が合併に選んだ企業に魅力を感じなければ、資金の償還権を行使することが簡単なため、SPAC に適したビジネス環境とみられているためである。またユーロネクスト・アムステルダムが国際的企業の欧州での上場先となっていることも、他の欧州金融都市に対する優位性となっている。欧州の非公開企業はこれまで、米国上場の SPAC を引き付け、SPAC を巡る熱気を利用してきた。欧州市場では SPAC がまだ希少価値を持っており、米国投資家へのアクセスもできることから、欧州市場で SPAC が上場するには適した時期であると金融市場関係者はみている。

2021 年 2 月にはフランクフルトでも初めての SPAC が上場した。一方、ロンドンでは SPAC 上場はまだなく、市場関係者の焦りを誘っている。ロンドンで SPAC 上場が阻まれている主因は、上場規則である。SPAC による合併は、逆買収ととらえられるため、株式取引は一時停止される。取引再開は買収案件の目論見書が公開されてからとなるが、目論見書公開までの期限は特に設定されていない。このため、合併に乗り気ではなく、株式を売却したいと考える投資家は身動きがとれなくなり、SPAC 上場の意味がなくなってしまう。英国の EU 離脱を受け、欧州株の取引拠点が生地からアムステルダムに移ったことは金融市場関係者の驚きを誘った。しかし、アムステルダムでの SPAC 上場が騒がれているのは、ブレグジットとは全く無関係の理由によるものであり、英国には構造的に SPAC 上場への抑制要因がある。英国市場の上場規則の見直しの一環として、SPAC に関する規則を変更するよう、強力なロビー活動が展開されたという。英国政府が世界的な金融都市の地位を巡り、ニューヨークと競争するためにも、規則変更が期待されていた。

新型コロナ収束を機に上場規則の変更を狙う英国政府

ブレグジットの移行期間終了当初は、主権奪回に固執し、金融サービスに関しては無策に等しかった英国政府に批判が集まった。ただし、ここにきて英国政府は攻めの姿勢に転じている。ジョンソン首相とスナーク財務相は、ブレグジットそしてコロナ危機後に、イノベーションと技術に焦点を当て、機敏な対応のできる新たな経済の確立を目指している。そのために必要とされる政策の一環として、新たな上場規則の枠組みを立ち上げようとしている。英国の現行規則では上場の際に最低でも発行済株式の 25% 以上を公開しなければならず、企業がロンドンでの上場をためらう要因になっている。さらに、英国が SPAC 上場には適切な場所ではないという認識もあり、急速に成長するテック企業などが、資金調達のために米国あるいは EU で SPAC 立ち上げのスポンサーを探すという英国市場の劣位性が指摘されている。

⁵ ESG Core Investments は 2 月 12 日にユーロネクスト・アムステルダムに上場し、2 億 5000 万ユーロを調達し、2021 年初の SPAC となった（2020 年初からは 4 件目）。ほかにもアムステルダムでの上場を検討している SPAC も多い。

こういった危機感により、スナーク財務相は欧州委員会の元金融サービス担当委員であるヒル上院議員に、多くの起業家がロンドンでの上場を希望する、より魅力ある英国になるための提言をまとめさせた。3月の予算案と同時に発表された報告書では様々な勧告が出されていることが特徴である。

図表3 英国上場規則のルール緩和の提案内容

項目	詳細
ロンドンで上場する企業のための環境改善	種類株発行企業もプレミアム市場で上場を許可。ただし、以下のような条件を適用し、コーポレート・ガバナンスの高い水準を維持する。 ①加重議決権比重は最大で20倍、最長期間は5年。 ②保有者が引き続き役員に就任していただけるようにし、企業の経営支配権変更を阻止するように議決権を制限 ③Bクラス株式の譲渡制限や、Bクラス株式の保有者は当該企業の役員とする制限の追加。
	標準上場区分のブランド化、「メイン」区分などに名称を変更。あるいは、簡素化を目的として上場規則番号で呼ぶ（プレミアム→6章上場、標準→14章上場）
	最低浮動株比率を25%から15%に引き下げ、企業の規模に合わせて、上場時やその後の流動性を示す尺度として、より多くの選択肢を提供
	SPACに対する以下の株主保護措置を追加する。 ①買収案件の発表時に、SPAC株の取引を一時停止する規則を改正。 ②買収案に対する株主が賛否を表明できる採決の導入。 ③（仮に買収案に）不同意であれば、SPACに買い取り請求権（償還受け入れ）。
目論見書制度を再編成	財務省は目論見書制度に関し、根本的な見直しをすべき。その際には、最低でも次の分野を留意すべき。 ①規制市場への上場と、公募とが別々に取り扱われるよう目論見書の作成義務の要件を変更。 ②取引タイプや資本発行の状況にふさわしい場合にのみ文書化が必要になるよう、目論見書免除の閾値を変更 ③上場文書の代替物の利用。
	セカンダリおよび二元上場について既存の上場規則を維持。目論見書制度見直しの一環として、他の法域のルールに基づいて策定された目論見書が英国要件を満たし、使用可能か否かを検討。
投資家のニーズによりよくこたえるための情報提供	発行体およびその役員の義務制度を変更し、目論見書におけるフォワードルッキング的な情報提供を促進。
	プレミアム上場区分における過去3年の利益による運営要件を維持。研究開発型企業に関する規定の見直し。 プレミアム上場区分の発行体の事業の少なくとも75%をカバーしなければいけない過去の財政情報要件を削減するよう改正。
投資家支援および既存の上場発行体の資金調達を改善	企業活動に対する投資家の関与を深め、適切なスチュワードシップの役割を果たすために、企業内にある既存の技術をどう活用するか検討。
	株主割当発行増資見直しグループを設立し、上場企業の資金調達の効率改善を検討。
上場プロセスの効率改善	IP0プロセスに関係のないリサーチアナリストとの接触ルール（ブラックアウト期間）に関する見直し。
より広範な金融エコシステム	より広範な金融エコシステムに関連した業界の懸念を検討し、それに対応する。 例) 競争力のある税環境、中小型株のリサーチ強化

(出所) 英国政府より大和総研作成

上場後も経営支配権を確保したい創業者の意向を反映し、種類株発行企業も上場を認めることや最低浮動株比率を15%に引き下げるといった提言は市場関係者に歓迎されている。SPACを設立する上での、英国の優位性も検討され、懸念となっていたSPAC株式の株主保護措置を改正すべきと提言している。特に、(SPACにおいて)選ばれた買収先に関して株主に投票させる、買収先が気に入らなければ資金の償還を可能にするなどの投資家保護の措置を追加すべきとの内容が注目されている。

新型コロナ収束にともないSPACバブルは崩壊か

欧州では規制改革によりSPACの上場を促そうとしている一方、米国ですでにSPACブームは過熱しすぎており、いつかバブルが弾けるとの懸念が出ている。高すぎるバリュエーションや、疑問の余地が残る情報開示、関係者の利害の不一致拡大が懸念材料となっており、米金融当局は2020年秋の段階で警鐘を鳴らしているのが実情である。特に(米金融当局は)SPACによって今大きな利益を上げている投資家よりも、SPACブームに乗ってこれから利益を得ようとしている個人投資家を警戒している。個人投資家を多く引き込むことで問題となるのは、SPACにおいて必要な買収を完了させる時に起きるといわれている。個人投資家の中には、議決権の行使など詳しいことは知らずに、ブームに乗って投資しているだけの人も多い。SPACには買収完了までの期限などが設定されているため、その延長には投資家の支持が必要となるが、個人投資家にはその重要性を知らず、(投票の方法など)基本的な構造すらもわかっていないというケースも多い可能性もある⁶。

一部のSPACは素晴らしいリターンを生んではいるが、これは例外であり主流とは言い難い。昨今設立されたSPACが買収案件のクローズ時期となることが多い18-24カ月後には狂乱ともいえるべきSPACブームの結末が明らかになっているだろう。新型コロナ収束にともない、金利がさらに上昇し始めれば、SPACバブルが崩壊する可能性を指摘する向きも多い。SPACの上場が乱立したことで、投機筋にとってアービトラージの機会も消滅しつつあり、SPACの株価が下がり始めれば、熱気は急速に冷めることになるだろう。今後は、欧州でのSPAC上場も増加することが予想されるものの、(現時点での)SPACの大半は一部の投機筋やスポンサーに有利にできていることは否めず、個人投資家はその制度設計やリスクをよく検討すべきであろう。

(了)

⁶ 合併先が特定されれば、SPACは株主の承認を必要とするため、議決権行使勧誘書類を作成し、提出する。同書類には、提案された合併の内容、ガバナンス事項、合併先企業の財務情報などが含まれる。合併先に反対する株主は、株式償還を選択することも可能となる。