

2021年5月18日 全6頁

米国の SPAC ブームに陰り、日英は周回遅れで追走するのか？

コロナ危機が収束に向かう中、ブームも収束に

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 176

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

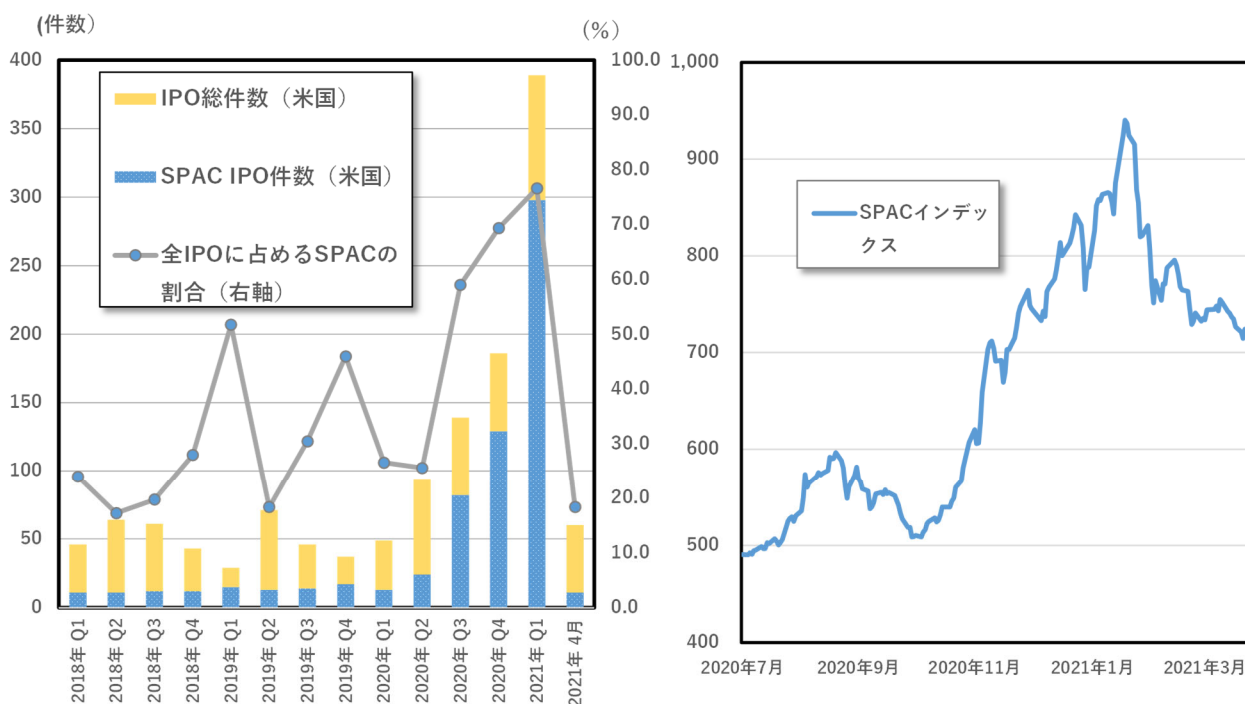
[要約]

- 米国の SPAC 市場は有望な非公開企業が迅速かつ簡単に上場する方法として 2020 年に爆発的な人気を集め、2021 年第 1 四半期もその勢いが続いた。しかし 2021 年 4 月に入り上場件数は 10 社ほどと、2020 年 6 月以来のスローペースとなり、ブームの失速感が強い。
- ブーム失速の要因は、2021 年 4 月にウォール街に対する規制強化派とみられる元米商品先物取引委員会 (CFTC) 委員長のゲンスラー氏が米証券取引委員会 (SEC) 委員長に就任した影響も大きい。ゲンスラー氏による新体制では、SPAC の規制強化が最優先課題になると受け止められており、株主に付与されるワラントは特定状況下で資本ではなく負債として処理すべきと会計基準の見直しを示唆している。またゲンスラー氏は SPAC が公表した業績見通しに虚偽があった場合、摘発対象になることも強調している。
- 英国金融行為監督機構 (FCA) は 4 月 30 日に上場規則における SPAC 規定に関する改正案のコンサルテーション文書を発表した。4 週間にわたるこのコンサルテーションは、3 月に発表されたヒル上院議員による上場規則の見直しやその提言を受けたものである。コンサルテーション期間が最短に設定されているため、コンサルテーション終了後、改正案は間もなく発効する見通しともいわれている。FCA の改正案の主眼は、米国上場の SPAC に適用される保護措置の多くを英国の法体系に組み入れることである。
- 英国政府はブレグジット後も、国際金融都市としてシティが地盤沈下しないように金融規制の刷新に意欲を燃やしている。今回の改正案に対し、EU 規制とは異なる独自の金融規制策定が可能になった成果ととらえる向きもあった。しかし実際にはブレグジット前でも導入可能な内容であり、SPAC 人気への焦りの反応との見方が正解であろう。一方、日本でも勢いに乗り遅れるべきではないとの声が上がっている。日本のスタートアップ企業が米国上場する最速の道になるとの見方に加え、有望企業が日本を素通りし海外上場してしまうとの危惧が高まっていることは確かである。ただし米国の SPAC 市場は鈍化しつつあり、(英国と同様に) 時機を逸した感は否めない。

米国の SPAC ブームは既に曲がり角に

米国の特別目的買収会社（SPAC:Special Purpose Acquisition Company）市場は有望な非公開企業が迅速かつ簡単に上場する方法として 2020 年に爆発的な人気を集め、2021 年第 1 四半期もその勢いが続いた。しかし足許では精彩を欠きつつある。2020 年から 2021 年 3 月末までに米国では約 550 社もの SPAC が乱立され、金融界とはおよそ縁のないような元野球選手や歌手といった著名人がスポンサーに加わるなど玉石混交の様相を示した（それでも、上場時や買収案件発表時には高値をつけることが多かった）。しかし 2021 年 4 月に入り上場件数は格段に減り、ブームの失速感が強い。4 月に IPO した SPAC は 10 社ほどで 2020 年 6 月以来のスローペースとなり、買収案件の発表も同様に低迷している。また SPAC インデックスの推移を見ると、2020 年 10 月あたりからの上昇基調が 2021 年 2 月あたりから反転している。

図表 1 米国における SPAC 上場の推移（左）と SPAC インデックス（右）



（出所）Spacanalytics および NASDAQ 発表資料より大和総研作成

ブームが失速した背景には、2020 年に立ち上げられた SPAC の多くがまだ買収先を見つけておらず、企業価値を増すような買収先が見つかるかどうか、投資家が懐疑的になっていると考えられる。特に投資家の資金は買収案件がクローズされるまでには償還できるが、案件クローズに失敗した際のコスト（SPAC の設立やランニングの費用）は、スポンサーが負担する。これを回避するため、本来の上場基準に満たないような企業でも上場意欲さえあれば買収対象にしてしまう恐れがある。特に 2020 年に設立された SPAC の 4 分の 3 はまだ買収先を探せていないため、合併買収発表後に株価が大きく下落するリスクも高まっている。

これらに伴い、ブームの間にもはやされていた、まだ収益を上げていない（あるいは製品すら完成していない）スタートアップ企業に対する関心が薄れ、市場参加者の投資意欲が急速に冷めつつあることが示唆されている。特に個人投資家は、SPAC は投機的なベンチャー企業への投資として認識するようになり、投資を手控える動きが加速しているという。

新 SEC 委員長就任により監視強化が検討される SPAC

さらに、過熱したブームをうけて米証券取引委員会 (SEC) は、被買収企業による開示情報や収益予測などにより厳格な審査の目を向けるようになり、これまで積極的に SPAC への投資をしてきた機関投資家もより慎重な姿勢をみせるようになっている。

ブーム失速の要因は、2021 年 4 月にウォール街に対する規制強化派とみられる元米商品先物取引委員会 (CFTC) 委員長のゲンスラー氏が SEC 委員長¹に就任した影響も大きいとされている。ゲンスラー氏による新体制では、SPAC の規制強化が最優先課題になると受け止められている。これまでの SPAC に関するゲンスラー氏の声明からは、企業の動向に詳しい知識を持たないであろう個人投資家に SPAC の魅力を過度に宣伝することや、スポンサーへの見返りの大きさなどを問題視していることがうかがえる。特に、株主に付与されるワラントに関する会計基準の見直しを示唆しており、特定状況下では資本ではなく負債として処理すべきと主張している²。

さらにゲンスラー氏は SPAC が公表した業績見通しに虚偽があった場合、(SPAC スポンサーが) 摘発対象になると強調している。この SEC の強硬姿勢は、直接 IPO を行う企業が通常では回避するような財務情報の将来予測を、SPAC が目論見書等に含めていることに起因している。

米国証券法 11 条では、登録届出書または目論見書に重要な不実記載がある場合には、投資家は発行体や引受人など募集に関わった特定者に損害賠償を請求できる。ただし将来指向記載³ (forward-looking statements) には、1995 年証券民事訴訟改革法により、合理的な根拠がなかったり、虚偽等であるとの認識を持って開示されたものでない限り、11 条責任は適用されないという免除規定 (セーフハーバー・ルール⁴) が機能している。すなわち注意喚起する意味のある警告文言を記載した場合には、将来指向記載に対し、不実表示による民事責任を負わない。ただし、このセーフハーバー・ルールは、IPO に関連して作成された書類には適用されないという「制約」がある (そのため、通常の IPO 上場では登録届書や目論見書に将来の財務予測情報などは訴訟リスクがあるために含めない)。

一方、この「制約」は、SPAC については適用されない。なぜならば被買収企業は、SPAC との

¹ トランプ元大統領が任命した SEC のクレイトン前委員長は SPAC に対し積極的な規制改革措置を取らなかった。

² また、SPAC がブランク・チェック・カンパニーに対する規制適用を回避してきた点が見直される可能性が高い。ブランク・チェック・カンパニーは SEC の監督対象だが、1 株 5 ドル超の株式を発行する企業は対象外となる。同法の対象となれば、当該 SPAC は投資家の名前や住所の開示が必要となる。そうなれば、SPAC 内の利益や損失を得る当事者が判明することで、投資家、スポンサーへの牽制となる。

³ 業績や事業計画など将来事項に関する予測などの意見を述べたもの。

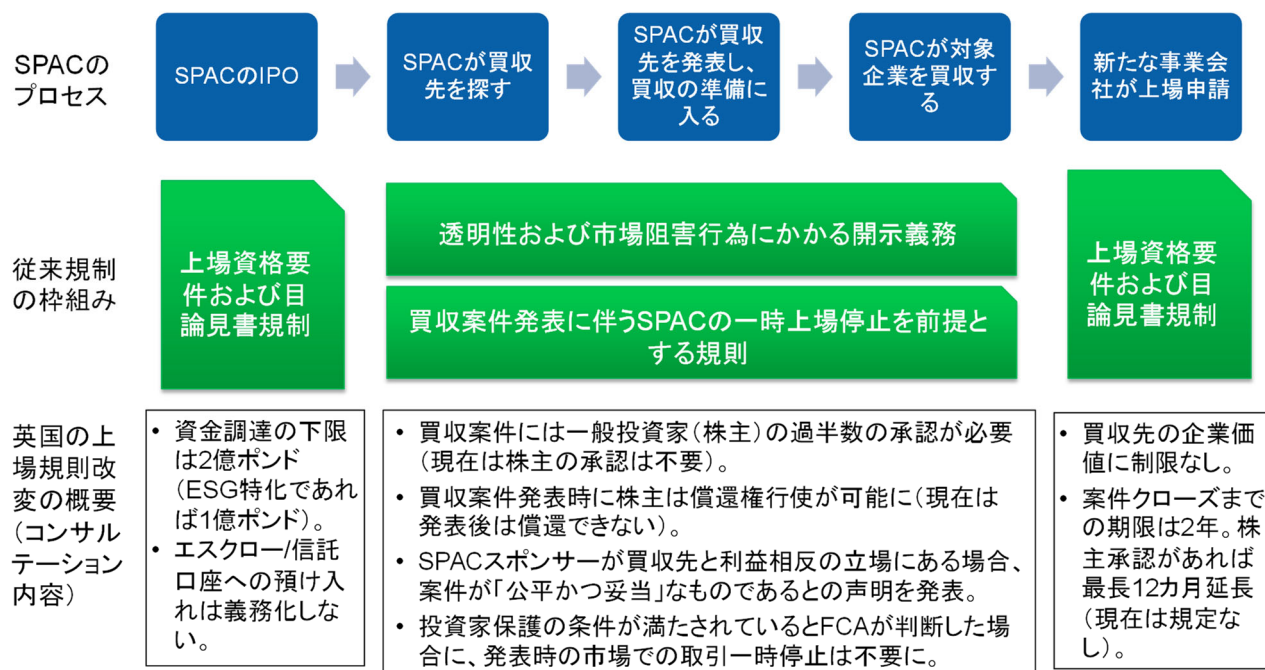
⁴ あらかじめ定められた基準を守る限り、法令違反とならない範囲を明確にしたもの。

「合併」によって上場企業になるため、IPO と認識されないためである。これにより SPAC では、委任状勧誘書類等に将来の財務予測を含めて開示しやすくなる。つまり SPAC スポンサーは、大手を振って（セーフハーバー・ルールを活用して、伝統的な IPO と異なり、訴訟リスクを恐れることなく）まだ収益を上げていない企業、あるいは製品開発段階にあるような企業でも、（SPAC との）合併上場にあたり強気の将来予測に支えられたバラ色の成長を明記することが可能となる。特に製品開発の途上にあるテック企業は、SPAC 上場を選択すれば、証券登録届出書で、投資家の興味を引く、将来予測情報を開示できるため、通常の IPO にないメリットをフルに有効活用できる。SEC はこの状況を懸念しており、SPAC が財務見通しを提示する際、ファンダメンタルズから大きく外れた成長目標を掲げていないか、などを監視強化の筆頭に挙げている。

英国では SPAC 上場を促す規制緩和のコンサルテーションを開始

英国金融行為監督機構（FCA）は 4 月 30 日に上場規則における SPAC 規定に関する改正案のコンサルテーション文書を発表した。4 週間にわたるこのコンサルテーションは、3 月に発表されたヒル上院議員による上場規則の見直しやその提言を受けたものである。コンサルテーション期間が最短に設定されているため、コンサルテーション終了後、改正案は間もなく発効する見通しともいわれている。

図表 2 英国 SPAC 規制変更の概要



（出所）英国政府発表資料より大和総研作成

FCA の改正案の主眼は、米国上場の SPAC に適用される保護措置の多くを英国の法体系に組み入れることである。現行規定では、SPAC による買収は逆さ買収とみなされるため、買収案件発表後、SPAC の市場での取引は一時停止され、投資家は案件がクローズするまで、株式を売却することができない。コンサルテーションでは、英国の SPAC 市場成長の阻害要因とされる、この規定撤廃も提案されている。投資家保護の観点からの一時停止だが、投資家にとっては希望する時に株式売却ができないため、意図に反した結果につながるとの見方があった。改正案では、SPAC が一定の条件（買収対象先に関して SPAC スポンサーが利益相反の立場にある場合には、「公平かつ妥当な声明」の発表が求められるなど）を満たした場合に一時停止措置がなくてもよいと FCA が判断するという指針も示されている⁵。買収案に対し、株主の賛否を表明するための採決（株主の過半数の承認が必要）の義務化や、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の追加もあり、英国での SPAC 上場が増えることが期待されている。

ただし今回の改正案で以下の点については、米国規制と大きく乖離している。まず、①SPAC スポンサー（取締役役員）は買収案件の承認に関する株主投票に参加できない。また、②買収先の企業価値が SPAC の IPO で調達した資金の少なくとも 8 割という下限規定はない。③調達資金の用途は限定され、独立した第三者が管理すべきだが、信託あるいはエスクロー口座に預け入れるとの義務もない（ただし大半はこれら口座を利用する見通し）。さらに④当該改正案は、IPO での調達資金が 2 億ポンドを越す場合にのみ適用される（ESG 関連に特化した SPAC ではこの閾値を 1 億ポンドに下げべきかを検討中）。

これらの違いにより米国スポンサーがロンドンで SPAC を上場する際にどのような問題点が生れるか、コンサルテーションの結果が待たれている。またスポンサーの株主投票不参加や「公平かつ妥当な声明」に対し、金融市場参加者がどのような反応を示すかも注目される。

英国、日本は周回遅れで SPAC 上場を促す

英国政府はブレグジット後も、国際金融都市としてシティが地盤沈下しないように金融規制の刷新に意欲を燃やしている。今回の改正案に対し、EU 規制とは異なる独自の金融規制策定が可能になった成果ととらえる向きもあった。しかし実際にはブレグジット前でも導入可能な内容であり、SPAC 人気への焦りの反応との見方が正確であろう。英国の成長企業が相次いでニューヨークやアムステルダムで上場しており、米国での SPAC ブームもあり、何かしらの手を打つべきとの声は金融市場関係者の中でも根強い。特に米国とは対照的にロンドンでは最近の SPAC の上場はなく、2021 年に入っても欧州での上場は、アムステルダムやフランクフルトに集中している。そもそも英国での SPAC 上場数は限られており、資金調達額も 500 万ポンドに満たないケースがほとんどである。

⁵ SPAC スポンサー（取締役）は、買収先と利益相反の立場にある場合、案件が「公平かつ妥当」なものであるという声明を発表するなど、買収案件発表時に、この条件が満たされていることを示さなければならない。さらに、買収案件の詳細がリークされたときにも、これら条件が満たされることを、示さなければならない。これができない場合には、一時停止措置が発動される。

一方、日本でも勢いに乗り遅れるべきではないとの声が上がっている。2021年2月に日本企業を買収ターゲットとする SPAC (Evo Acquisition) が上場した際には、日本のスタートアップ企業が米国上場する最速の道になるとの見方に加え、有望企業が日本を素通りし海外上場してしまうとの危惧が高まった。ただし前述のように、米国の SPAC 市場は鈍化しつつあり、(英国と同様に) 時機を逸した感は否めない。SPAC は 2008 年にも解禁が検討されたが、課題が多いとして見送られた。当時は、PE ファンド投資も発展途上の状態にある中、どれだけ資金が集められるのか、有能かつ実績があり投資家を惹きつけられる SPAC 設立者が現れるかどうか分からないとの不安もあった。日本でも規制当局が SPAC を否定するわけではないが、慎重なスタンスを維持しており、法令・上場基準などを通じた SPAC の品質確保が鍵になることは間違いないであろう。

日本で SPAC が解禁されれば、ほぼ機関投資家に限られている PE ファンドの出資者の間口が広がる可能性があることは大きな魅力となる。ただし米国のように、個人投資家に損失を与えることが懸念されるのであれば、まずはプロ投資家向けに TOKYO PRO Market で SPAC 上場を許可するといった対応も可能であろう。特に日本では SPAC に対し「裏口上場」との評価もあるため、今後の発展には英国と同様に投資家保護の仕組みづくりが必須条件となろう。

図表 3 欧州での最近の SPAC 上場例

市場	SPAC名	上場日	資金調達額	買収完了日 (被買収企業)
アムステルダム	Pegasus Europe	2021年4月29日	5億ユーロ	-
	European Fintech IPO Company BV	2021年3月26日	4億1,500万ユーロ	-
	ESG Core Investments	2021年2月12日	2億5,000万ユーロ	-
フランクフルト	Lakestar SPACISE	2021年2月22日	2億7,500万ユーロ	-
英国	Landscape Acquisition Holdings	2017年11月15日	5億ドル	2020年2月22日 (AP WIP Investments Holdings)
	J2 Acquisition	2017年10月5日	12億5,000万ドル	2019年10月1日 (APi Group Inc.)
	Wilcomte Holdings Plc	2017年8月17日	1,500万ポンド	2019年10月11日 (Ocean Outdoor)
	Ocelot Partners	2017年3月13日	4億1,790万ドル	2018年3月1日 (Arclin)

(出所) オランダ、ドイツ、英国政府発表資料より大和総研作成

(了)