

グローバルに拡大する SPAC を通じた上場誘致競争

神山 哲也、岡田 功太、磯部 昌吾

■ 要 約 ■

1. 米国の特別目的買収会社（SPAC）市場が 2021 年に入って更に急拡大している。新規株式公開（IPO）調達額は、4 月 30 日時点で年初来の累積で約 1,000 億ドルに達し、2021 年の米国全体の IPO の約 3 分の 2 を SPAC が占める。
2. 米国 SPAC 市場の急拡大を踏まえ、欧州・アジアでは SPAC の上場誘致に向けた機運が高まっている。背景には、自国企業が米国 SPAC による買収を通じて米国市場に上場することへの危機感がある。
3. 英国では、新規上場の拡大を目指した英国上場制度レビューの一環として、SPAC 規制の見直しを検討している。アジアにおいても、シンガポール取引所が SPAC 導入に向けた規則案を公表し、香港政府も SPAC に関する制度整備を行う方針を示している。
4. こうした中で、米国では SPAC 市場の過熱への警戒もあり、証券取引委員会（SEC）が注意喚起を行うとともに、証券民事訴訟改革法のセーフハーバーの見直しといった形で、米国 SPAC 市場の健全化に動き始めている。
5. 今後、伝統的な IPO とは別の上場手段として、SPAC が非上場企業の資金調達手段を多様化させていくのかが問われることになるものと考えられる。グローバルに拡大する SPAC が生み出した新たな上場誘致競争に引き続き注目すべきであろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 神山哲也、岡田功太「変貌を遂げる米国の IPO—SPAC 及びダイレクト・リスティング」『野村資本市場クォーターリー』2021 年冬号。
- ・ 岩谷賢伸「米国における SPAC の活用を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2008 年冬号。

I 急拡大する米国 SPAC 市場と諸外国の危機感

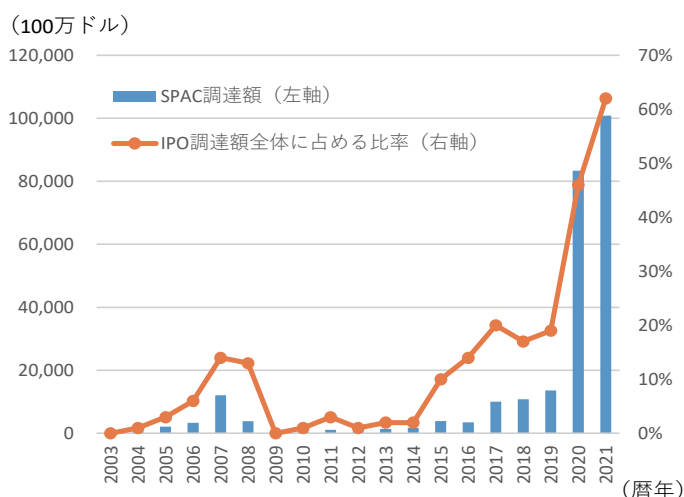
米国では、特別目的買収会社（SPAC: Special Purpose Acquisition Company）市場が 2021 年に入って更に急拡大している。SPAC とは、新規株式公開（IPO）を通じて資金を調達し、IPO 後に非上場企業・事業を買収することを目的とした株式会社形態のベークルを指す。

米国上場の SPAC（米国 SPAC）は、規制上、ブランク・チェック・カンパニーに分類される¹。米国 SPAC の IPO 調達額は、4 月 30 日時点で 2021 年初からの累積で約 1,000 億ドルに達し、過去最高を記録した 2020 年を既に上回った（図表 1）。件数ベースにおいても、2021 年の米国全体の IPO の約 3 分の 2 を米国 SPAC が占める。

米国 SPAC 市場の急拡大を横目に、欧州及びアジアにおいても SPAC の上場誘致に向けた機運が高まっている。背景には、各国のユニコーン企業等が、De-SPAC（SPAC と非上場企業の合併）を通じて米国市場に上場していることへの危機感がある。自国での SPAC の上場は、米国以外の諸外国にとっては自国の有力企業の海外流出を食い止めるとともに、外国企業の上場誘致を図り、IPO 市場を復調させる手段になり得る。他方で、世界の有力企業の上場誘致に成功してきた米国では、SPAC による IPO の過熱を懸念する声もあり、健全化に向けた具体的な施策が提案され始めている。

本稿では、SPAC の上場誘致に向けて議論を開始した英国及びシンガポールの動向を概説した上で、SPAC 市場の発展を踏まえた米当局による米国 SPAC スポンサーの質の向上策を紹介する。

図表 1 米国 SPAC の資金調達額の推移



（注） 2021 年の数字は 4 月 30 日時点。

（出所） SPAC Analytics より野村資本市場研究所作成

¹ 詳細は、神山哲也、岡田功太「変貌を遂げる米国の IPO-SPAC 及びダイレクト・リスティング」『野村資本市場クォーターリー』2021 年冬号、岩谷賢伸「米国における SPAC の活用を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2008 年冬号を参照。

Ⅱ SPAC 市場の活性化を目指す英国

1. 英国企業の海外流出に危機感を抱く英国政府

近年、英国では IPO 市場が低迷し、有力テクノロジー企業が米国の証券取引所に上場するケースが相次いだことが問題視されてきた。米国 SPAC 市場が急拡大する中で、一部の英国企業は、米国 SPAC による買収を通じて米国上場を果たしている²。2020 年 10 月と 11 月には、英国のスポーツ・データ管理会社 Genius Sports Group と電動バス・メーカー Arrival が、米国 SPAC との統合を通じて、それぞれニューヨーク証券取引所（NYSE）とナスダックに上場すると相次いで発表した（統合後の企業価値は、それぞれ 15 億ドルと 54 億ドルと評価）。2021 年に入っても、英国のオンライン自動車販売会社 Cazoo が 3 月 29 日に、米国 SPAC と統合を通じた NYSE への上場を発表した（統合後の企業価値は 70 億ドルと評価）。

英国企業の米国流出ともいえる状況に、欧州連合（EU）からの離脱と新型コロナウイルス感染症の両方への対応のため英国経済の活性化を急務とする英国政府は、危機感を募らせている。英国においても SPAC 自体は存在する。英国上場の SPAC（英国 SPAC）は、サーチ・ファンドやキャッシュ・シェルとも呼ばれ、従来から上場してきたが、米国 SPAC のような急拡大は遂げていない。2020 年に上場した英国 SPAC は 4 件に留まっており³、これ以上の英国企業の米国流出を防止する観点から、英国 SPAC 市場を活性化する必要があると認識されている。

2. 英国 SPAC の仕組み

英国の上場規制は、英国金融行為規制機構（FCA）が FCA ハンドブックにおいて定められているところ、FCA ハンドブックでは英国 SPAC を定義しておらず、一般的には、単一又は複数の事業機会を取得することを目的に設立される新会社と解されている⁴。

従って、英国 SPAC は、一般的な企業と同じ上場規制に従ってロンドン証券取引所（LSE）に上場している。もっとも、SPAC は財務情報のトラックレコードや主たる活動となる独立事業を持たないことから、LSE の最上位区分であるプレミアム・セグメントの上場要件を満たせない。このため、スタンダード・セグメントや新興企業向け市場である AIM への上場を選択することになる。実際には、AIM では英国 SPAC が逆買収を行う際に株主の承認を得る必要があるため、株主承認が必ずしも必要とされていないスタンダー

² 近年の英国の IPO 市場の低迷については、磯部昌吾・中村美江奈「英国における成長資本供給の拡大策—IPO 市場の活性化や DC スキームの活用をめぐる議論—」『野村資本市場クォーターリー』2021 年春号を参照。

³ HM treasury, “UK Listing Review”, March 3, 2021.

⁴ FCA, “Technical Note Cash shells and special purpose acquisition companies (SPACs)”, January 2018.

ド・セグメントの方が、英国 SPAC の上場にとって魅力的な市場区分であると考えられている⁵。

スタンダード・セグメントは、英国コーポレート・ガバナンス・コードの順守を求めるなどするプレミアム・セグメントよりも要件が緩い一方で、優先株・議決権種類株・グローバル預託証券（GDR）・債券なども上場できることから、普通株のみを扱うプレミアム・セグメントよりも取扱商品の間口は広い。英国 SPAC は、こうした比較的緩やかな規制で多種多様な上場商品を揃えるスタンダード・セグメントの一角を担っている。

英国 SPAC の大きな特徴の 1 つは、米国 SPAC とは異なる De-SPAC 時の規制上の扱いや株主の権利である。これは英国 SPAC の仕組みの課題でもあると認識されている。

第一に、英国 SPAC が逆買収を行う際には、逆買収の合意や本格的な協議⁶のアナウンス前あるいは詳細な情報リークが生じた場合に、可能な限り早期に FCA にコンタクトしなければならない⁷。FCA は、英国 SPAC が自らの財務状態を正確に評価できない、あるいは当該案件に関する十分な情報が市場にないといった場合に、市場の円滑な運営や投資家保護の観点から、英国 SPAC の株式取引を停止することができる。実際、LSE 上場後に英国 SPAC が非上場企業の逆買収を行うことは、一般的に FCA が一時的な株式の取引停止を検討する対象となる。その時点では、十分な公表情報が市場にないからである。このため、英国 SPAC には、投資家が De-SPAC の内容に反対であったとしても、株式の市場売却を通じて投資から即座に手を引くことができないリスクがある。

第二に、英国 SPAC では、一般的に、買収に同意できない場合における投資分の償還請求権を投資家に与えていない。従って、投資家には、市場売却だけでなく償還を通じて資金を引き上げるという選択肢もない。

第三に、逆買収が完了した時点で、通常は FCA が英国 SPAC の上場廃止を要求することとなっている。上場を維持したい場合には、上場を再申請し目論見書の作成などの新規上場と同じ要件を満たすことを義務付けており、逆買収を利用して被買収企業が安易に裏口上場を選択しようとするインセンティブが生じにくいよう制度設計がなされている。なお、上場の再申請を行う時点でプレミアム・セグメントなどの上場要件を満たせるのであれば、他の市場区分に上場先を変更することもできる。

⁵ Norton Rose Fulbright, “SPACs: The London alternative, updated in March 2021 to include reference to publication of the UK Listing Review”, October 2020.

⁶ 例えば、①買収先の取締役会にアプローチする、②買収先と独占交渉期間に入る、③デューデリジェンスを開始するためのアクセスを得ることなどがある。

⁷ FCA ハンドブック LR5.6.を参照。正確にはこの扱いはシェル・カンパニーに対して適用される。ここでいうシェル・カンパニーとは、①その資産がキャッシュ又は短期証券で構成される、②主な事業目標が単一又は複数の合併・買収を行うことである、のいずれかを満たす発行体のことを指す。

3. 英国 IPO 市場の拡大に向けた英国上場制度レビューの提言

直近、英国財務省は、英国における新規上場の拡大を目指した英国上場制度レビュー（UK listing review）を行い、2021 年 3 月に提言を公表した⁸。この中では、プレミアム・セグメントにおける議決権種類株の上場容認などとともに、SPAC 規制の見直しが盛り込まれた。英国が SPAC の上場先として妥当な場を提供していないことが、英国 SPAC 市場が精彩を欠く原因となっており、英国企業の海外流出の一因になっていると危惧したわけである。

制度面から英国 SPAC への投資を阻害する主な要因と考えられているのが、前述した De-SPAC 時の規制上の扱いや株主の権利である。現行規制では、買収のアナウンス時に、投資家が賛同できないなどの理由から株式の売却を通じてイグジットを図ろうとしても、FCA による売買の一時的な停止に直面する恐れがある。

そこで、英国上場制度レビューでは、英国 SPAC による買収可能性が明らかになった場合に FCA が株式の売買を一時的に停止できるという現行規制を廃止し、それに代わる投資家の信頼性を増す適切な規制及びガイダンスを策定することを提言した。

4. SPAC 規制の見直しを提案する FCA

FCA は、英国上場制度レビューの提言を踏まえて、2021 年 4 月 30 日、英国 SPAC による買収可能性が明らかになった場合における売買停止措置を見直す市中協議文書を公表した⁹。この中では、英国 SPAC が図表 2 の適用条件を満たす場合には、十分な投資家の保護措置が講じられており、円滑な市場運営が阻害されることもないとして、基本的に株式売買の一時停止を行わないとする代替措置を導入することを提案した。

代替措置の適用条件としては、まず、一般株主からの 2 億ポンド以上の調達という規模基準を設けている。FCA は、この規模の資金を IPO 時に調達できるのであれば、相応の投資家によって英国 SPAC やその経営陣に対するデューデリジェンスがなされ、英国 SPAC 自体も経験豊富な経営チームや支援アドバイザーを有している可能性が高いと考えている。加えて、英国 SPAC が、調達資金のリングフェンスや、2 年以内の買収完了期限の設定、逆買収に対する株主承認、株主に対する株式の償還又は買取請求権の付与など、米国 SPAC に倣った仕組みを持つことも条件として求めている。そして、英国 SPAC の IPO の際には、これらの情報を目論見書によって投資家に開示することを求めている。

要するに、規模が大きくかつ米国 SPAC に倣った株主の保護や権利の仕組みを持つ英国 SPAC であれば、買収可能性が明らかになった際に FCA が一律に売買を停止するところまで踏み込む必要性はないだろうという判断である。

⁸ 前掲脚注 3。

⁹ FCA, “CP21/10: Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Proposed changes to the Listing Rules”, April 30, 2021.

図表 2 英国 SPAC に対する代替措置の適用条件の概要

- | |
|--|
| <p>① 創業株主・スポンサー・取締役以外の一般株主から 2 億ポンド以上を調達している</p> <p>② 調達資金をリングフェンスするために独立した第三者と適切な拘束力を持つ取極を締結している</p> <p>③ 定款において次の事項を定めている</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 上場後 2 年以内に逆買収を完了できなかった場合における、活動の停止と一般株主への調達資金の返還。ただし、一般株主の承認により最大 12 か月の延長が可能 ・ 逆買収の締結前における取締役会の承認（買収先に関連した利益相反を持つ取締役の検討及び議決への参加は不可） ・ 逆買収の締結前における株主の承認（創業株主・スポンサー・取締役の議決への参加は不可） ・ 取締役が買収先に関連した利益相反を持つ場合には、取締役会が次の内容の声明を逆買収に対する株主承認よりも十分前に公表すること <ul style="list-style-type: none"> （1）逆買収案が公平かつ合理的である （2）当該取締役が適格かつ独立したアドバイザーから助言を受けている <p>④ 上場株式の保有者が、逆買収に関する議決に賛成であるかに関わらず、逆買収の完了前に保有者の裁量において事前に定めた金額で当該株式の償還又は買収を要求できる権利を有している</p> <p>⑤ 上場時の目論見書において、上記②～④を開示している</p> <p>⑥ 逆買収のアナウンスメント時に、株式の希薄化を含む買収に関する重要事項、交渉スケジュール、被買収企業に対する評価手法などを公表する</p> |
|--|

（出所）FCA より野村資本市場研究所作成

この他、FCA は詳細な内容を提示していないものの、環境・社会・ガバナンス（ESG）に注力する英国 SPAC には、異なる代替措置の適用条件を設定するべきかについて意見を募っている。例えば、規模基準の閾値を 1 億ポンドにすることや、2 年よりも長い買収完了期限を認めるといったアイデアを挙げている。

英国上場制度レビューの提言や FCA の市中協議は、活況を呈する米国 SPAC に仕組みを近づけることで、投資家にとっての英国 SPAC の利便性を高めようとするものであるといえる。LSE グループも、デイビッド・シュワイマー CEO が、英国は国際金融センターとしてのロンドンの魅力を高めるために米国 SPAC に倣うべきであると発言している¹⁰。FCA は今般の市中協議の内容をパブリック・コメントの結果を踏まえて 2021 年夏までには早くも導入したい方針を示しており、英国 SPAC 市場の活性化に向けた英国規制当局の意気込みが感じられる。

¹⁰ “LSE looks at ‘blank cheque’ deals to keep London ahead after Brexit”, *Reuters*, January 29, 2021.

III アジアにおいて高まる SPAC 導入機運

1. SPAC に関する制度整備を図るシンガポール取引所

直近、英国だけではなく、アジアにおいても SPAC に係る規制整備の機運が高まっている。シンガポール取引所（SGX）が 2021 年 3 月に、SPAC 規制に関する市中協議文書を公表した（以下、SGX 規則案）¹¹。この中で SGX は、非上場企業が上場にかかる時間を短縮できるとともに、IPO 時まで不確実な投資家の需要に左右されずに SPAC から確実な買収価格を得られる点を評価している。他方で、SPAC の投資家にとっては、持分の過度な希薄化が生じたり、拙速な De-SPAC が行われるといったリスクも明らかになっていることから、そうしたリスクへの対応を図ろうとしている。具体的には、SPAC を想定した規則を整備している米国やカナダ、マレーシアの証券取引所の事例を参考にしつつ、SPAC の利益相反や投資家保護に係る問題への対応を図っている。SGX は 2010 年にも SPAC 導入に向けた規則改正を検討したものの、時期尚早とする市場参加者の意向を踏まえて見送った経緯がある。米国 SPAC 市場の拡大とアジアにおける M&A 機会の多さに鑑み、市場関係者の関心が高まったため、今回改めて SPAC 導入が検討されることとなった。

SGX 規則案の内容は図表 3 の通りである。まず、上場する市場は SGX のメインボード、

図表 3 SGX 規則案の内容

SPAC の上場基準	
1	IPO 時の最低時価総額は 3 億シンガポールドル（SGD）。かつ、発行済み株式総数の 25%以上が 500 人以上の外部株主（public shareholder）によって保有されていること
2	IPO 価格は 1 株 10SGD 以上
3	IPO 調達資金の 90%以上が、企業買収を目的としたエスクロー口座に置かれること。買収に反対する株主に、もしくは SPAC の解散に際して、エスクロー口座の現金は比例按分で返還される
4	IPO 時に普通株式と併せて発行されるワラント等は、当該普通株式と不可分であること
創業株主、経営陣、支配株主の要件	
1	創業株主、経営陣は、IPO 時の SPAC の時価総額に応じて、一定の SPAC の持分を保有すること（時価総額 3 億 SGD 以上 5 億 SGD 未満で 1,000 万 SGD 以上保有、10 億 SGD 以上で 2,000 万 SGD 以上保有、その中間で 1,500SGD 以上保有）
2	創業株主、経営陣、5%以上保有する支配株主等の譲渡制限期間：IPO から企業買収まで、企業買収から 6 か月以上
SPAC による企業買収の要件	
1	IPO から企業買収までの期間は 3 年以内（より短い期間の設定可）
2	企業買収は、公正価値評価が IPO 調達資金の 80%以上である中核事業を含むこと
3	買収後の企業がメインボードの上場基準を満たすこと
4	企業買収には、SPAC の独立取締役および独立株主の単純過半数の承認が必要
5	SPAC の設立や企業買収の成功に不可欠な創業株主や経営陣に関する重要な変更が企業買収の完了前に生じた場合など、SPAC は解散する。但し、独立株主が SPAC の上場継続を決議した場合はその限りではない
6	企業買収を助言するフィナンシャル・アドバイザーとして適格な発行管理人（Issue Manager）を指名すること。また、被買収企業の評価のために独立評価人を指名すること
7	SPAC による企業買収に関する説明文書は、少なくとも目論見書レベルの開示を含むこととする。主要分野は、①財務状況と業務運営の統制、②新たな役員・経営陣の特性・誠実さ、③コンプライアンス履歴、④業務運営に必要な主要な認可等、⑤利益相反の管理、など

（出所）SGX ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

¹¹ Singapore Exchange “Consultation Paper: Proposed Listing Framework for Special Purpose Acquisition Companies”, March 31, 2021.

SPAC はシンガポール籍であることとされている。その上で、メインボードの利益基準や業務経歴基準が SPAC には妥当しない中、IPO 時の最低時価総額として、メインボードで最も厳しい基準である 3 億シンガポールドル (SGD) を採用している。これにより、企業買収の質及び規模や、スポンサーが実績のある者であることを確保している。また、浮動株要件は、高い流動性を維持するべく、メインボードの上場規則の中でも最高位の基準が採用されている。1 株当たりの最低価格、調達資金のエスクロー口座での保管、ワラントと普通株式を不可分とすること（米国では「ユニット」と呼ばれる）は、米国 SPAC の仕組みに倣ったものである。ただし、米国では SPAC の IPO から一定期間を経て株式とワラントが分離されるが、SGX 規則案では不可分とされる。これは、株主以外の者によるワラント行使に伴う株主持分の希薄化を防ぐためである。また、米国 SPAC で採用されている議決権種類株 (dual class share) については、SPAC 上場時に実績がないこと、SPAC 創業株主や経営陣が企業買収において議決権を持たないことに鑑み、シンガポールの SPAC では禁止されている。

SGX が SPAC 上場の適格性を判断するにあたっては、①創業株主のトラックレコードや評判、経営陣の経験や専門性などのプロファイル、②経営陣の報酬体系の性質と水準、③創業株主と経営陣の SPAC 持分比率、④創業株主・経営陣と他の株主の利害一致、⑤ SPAC 解散までの企業買収に認められた期間、⑥ SPAC の持分希薄化に繋がる特性・イベントとその対応策などが提示されており、SGX として適宜、他の要素も勘案できるとされている。

創業株主、経営陣、支配株主の要件では、外部投資家との利益相反への対応が主眼となっている。即ち、創業株主等と外部株主との利害を一致させるべく、創業株主等にも一定比率以上の SPAC 保有義務を課し、譲渡制限期間を設けている。他方、創業者持分こそが外部株主との利益相反の要因とみる向きもあり（例えば拙速な企業買収のインセンティブになるなど）、実際、トロント証券取引所では最大 20% に制限している¹²。この点について、SGX 規則案では、①創業者株主等に一定比率以上の保有義務付け、②創業者株主等の譲渡制限期間、③企業買収時の無議決権（後述）、といった利益相反管理規定を定めていることから、創業者持分の制限は見送られることとなった。

SPAC の企業買収に係る要件は、原則として米国の規制・市場慣行に倣ったものとなっている。SPAC の創業株主や経営陣と外部株主（独立株主）との利益相反を管理することを目的として、経営陣等の重要な変更があった場合の SPAC の継続について、創業株主、経営陣、各々の関係者を除く株主である「独立株主」の決議が求められている。ただし、米国 SPAC とは異なり、SGX 規則案では、企業買収に反対票を投じた株主のみ償還請求権を得ることが可能であり、償還した場合には付随するワラントも無効になる。

米国では、SPAC の企業買収に賛成票を投じた株主でも償還請求をすることができるが、SGX は、議決権行使に経済的利益を合致させることが合理的との立場を採っている。ま

¹² もっとも、20% という基準も米国における市場慣行に沿ったものであり、必ずしも創業者持分を制限したものとは言えない。

た、米国では、SPAC の企業買収時に株主の半数以上が償還を選択するため、残った株主（償還請求しなかった株主）の持ち分が事後の機関投資家への発行により希薄化される問題があり、これを回避することも SGX は企図している。

2. 香港・インドネシアでも進む SPAC 導入の検討

アジアでは他の国でも SPAC 導入に向けた動きがみられる。香港では、香港政府の陳茂波財政長官が香港金融管理局（HKMA）及び香港取引所（HKEx）に対して、SPAC の規制フレームワークの策定を指示しており、2021 年 6 月までにパブリック・コメントを募集し、年内の開始を目指すとされている。米国における SPAC の利益相反や被買収・上場企業のクオリティの問題に鑑み、スポンサーや被買収企業に関する規制を米国よりも厳しくするとみられている¹³。インドネシア証券取引所も、2021 年 7 月までに、国内企業による SPAC を通じた上場を可能とする規制緩和の実施を目指しているという¹⁴。

背景には、アジアでユニコーン企業が増加し、その中には SPAC を通じた米国上場を目標とする企業もいることがある。例えば、インドでは、約 80 億ドルの企業価値を有する再生可能エネルギー発電事業者の ReNew Power や、オンライン食料品店を運営する Grofers などが SPAC を通じた米国上場に関心を持っているとみられている¹⁵。また、インドネシアでも、買収額 40～50 億ドルと目される大手電子商取引企業の Bukalapak が SPAC を通じた米国上場を検討しているとされる¹⁶。

すでに実現した事例としては、東南アジアの配車アプリからはじまり、今やスーパーアプリとも評されるGrabが挙げられる¹⁷。2021 年 4 月 13 日、米国の SPAC である Altimeter Growth Corporation は、Grab を運営する Grab Holdings の買収を発表した。評価額は 396 億ドルと、過去最大の SPAC による買収案件となる。なお、Altimeter Growth Corporation は、ベンチャー・キャピタル・ファンドやヘッジファンドを運用する米国カリフォルニア州の資産運用会社 Altimeter Capital Management 傘下の SPAC である。アジア諸国としては、Grab のような有望企業の上場が他国に奪われてしまう事態を恐れ、SPAC 導入に舵を切っているのが実情と言えよう。

実際、香港及びシンガポールは国外からの上場企業誘致について、米国の証券取引所に比べて厳しい立場に置かれている。図表 4 にあるように、近年は米国の証券取引所が上場外国企業数を伸ばす一方、シンガポールは減少しており、巻き返しを図る必要性に迫られている。香港も、米国における中国上場企業への規制が厳格化される中、米国上場を回避する、あるいは米国で上場廃止となった中国企業の取り込みを図りたいところである。

¹³ “Hong Kong is Set to Target First SPAC Listing by End of Year”, *Bloomberg*, March 29, 2021.

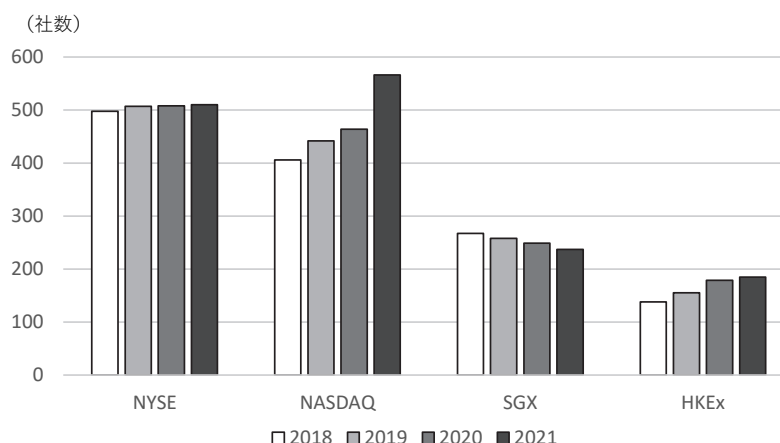
¹⁴ “IDX to allow SPACs, hopes Indonesian unicorns will go public locally”, *The Jakarta Post*, March 8, 2021.

¹⁵ “SPACs look to India for next wave of targets, Nomura says”, *The Business Times*, March 4, 2021.

¹⁶ “Microsoft-backed Bukalapak weighs US listing via SPAC”, *The Business Times*, March 3, 2021.

¹⁷ Grab の詳細については、武井悠輔・北野陽平「金融サービスを拡大するスーパーアプリのゴジエックとGrab」『野村資本市場クォーターリー』2020 年春号参照。

図表 4 米国・アジアの主要取引所における外国企業上場数



(注) 各年とも2月末時点。

(出所) World Federation of Exchanges より野村資本市場研究所作成

SPAC は、そうしたアジア市場にとって、有望企業の上場を誘致し、国際金融センターとしての地位の維持・向上を図るための手段として見なされている。

IV SPAC の質の向上を目指す米国

1. 健全化の必要性が指摘される米国 SPAC 市場

米国の証券取引所は、SPAC の IPO を促すことで、自国のユニコーン企業だけではなく、外国の有力企業の上場誘致に成功している。しかし、足元では、米国 SPAC 市場の急拡大によって過熱感¹⁸が警戒されており、上場する SPAC の質の向上を促すことで、米国 SPAC 市場を健全化させる必要性が指摘されている。

スタンフォード大学のマイケル・クラウズナー教授等は、2019 年 1 月から 2020 年 6 月までの間に、De-SPAC を実施した 47 件の米国 SPAC を分析した¹⁹。同研究によると、米国 SPAC が IPO を実施してから、De-SPAC 公表時までの期間において、投資家は年率 11.6% (平均値) の収益を獲得していた。他方で、調査対象の米国 SPAC の株価変動率 (平均値) は、De-SPAC 完了以降の 3 か月間で-2.9%、6 か月間で-12.3%であった。

米国 SPAC は、IPO 時にユニット (普通株及びワラント) を発行するが、その主な投資家は、Millennium Management、Magnetar Financial、Glazer Capital、Polar Asset Management Partners、Linden Advisors 等のヘッジファンドであった。米国 SPAC のユニット投資額上位

¹⁸ フロリダ大学のジェイ・リッター教授によると、2021 年以降に、企業価値 10 億ドル以上の赤字企業による上場件数は、少なくとも 15 件であった。これは、ドッドコム・バブルから 2020 年までに上場した企業価値 10 億ドル以上の赤字企業数 (バイオテック企業数を除く) を上回る水準である。“SEC Seeks to Curb Lofty SPAC Projections” *Wall Street Journal*, April 8, 2021 を参照。

¹⁹ Michael Klausner, Michael Ohlrogge and Emily Ruan, “A Sober Look at SPACs”, April 2, 2021.

20社の持分は、総額218億ドルに達していた（2020年9月末時点）²⁰。しかし、クラウドナー教授等の分析によると、調査対象のうち、2019年にDe-SPACを実施した米国SPACのユニットを保有していたヘッジファンドは、De-SPAC公表直後に、ほぼ全ての持分を売却していた（2019年時点）。つまり、多くのヘッジファンドは、米国SPACのIPO実施時から、De-SPAC公表時までの期間においてのみ、ユニットを保有する傾向があった²¹。

De-SPAC公表以降は、米国SPACが明るい業績見通しを公表することもあり、主に個人投資家の間で、SPAC投資の需要が高まる傾向にある。バンク・オブ・アメリカの調査によると、同社の証券取引プラットフォーム上で、SPAC株を取引している顧客のうち、約46%は個人投資家であった（2021年1月時点）²²。また、ドラフト・キングスやニコラ等のSPAC株は、ロビンフッドの証券取引プラットフォームにおいて活発に取引されていた（2020年6月時点）²³。ただし、前述の通り、De-SPAC公表以降の米国SPACの株価は、低迷するケースが多いことが指摘されている。

他方で、クラウドナー教授等によると、「質の高い米国SPAC」の株価変動率（平均値）は、De-SPAC完了以降の3か月間で+31.5%、6か月間で+15.8%であった。ここで言う「質の高い米国SPAC」とは、調査対象のうち、①SPACスポンサーが、運用資産総額10億ドル以上のファンドの関係会社であること、②フォーチュン500企業の経営を担った経験がある者がSPACの経営に参画していること、という2つの条件を満たすものである。クラウドナー教授等は、「質の高い米国SPAC」の上場を促進する必要があると述べている。

2. 見直しが求められる証券民事訴訟改革法のセーフハーバー

SECは2020年12月以来、米国SPACについて相次いで声明を公表し、SPAC市場の健全化に動き始めた²⁴。例えば、2021年3月には、SPACに対して上場企業としての内部統制要件や上場基準等を十分に遵守するよう注意喚起し、2021年4月には、SPACが発行したワラントについて、条件を精査した上で、米国会計基準に基づいて、資産または負債のいずれかに適切に計上するよう求めた²⁵。

SECが公表した一連の声明の中でも、ジョン・コーツ SEC暫定企業財務部門局長が、

²⁰ Minmo Gahng, Jay R. Ritter and Donghang Zhang, “SPACs”, March 2, 2021.

²¹ このような取引は、リスク・フリー投資またはデフォルト・フリー投資と呼ばれている。米国SPACがIPOを実施した際に調達した資金は、エスクロー口座において米国短期国債等で運用される。そのため、ユニットの価格が10ドル（公開価格）を下回る可能性は低い。De-SPACがアナウンスされると、SPACスポンサーは、明るい業績見通しを公表することが多いため、個人投資家の間で需要が高まり、ユニットの価格は上昇する傾向がある。仮に、De-SPACがアナウンスされなくても、資金はヘッジファンド等の投資家に返済される。

²² “Unusual first-day rallies in SPACs raise bubble concern: ‘Every single one of them has gone up’”, CNBC, February 10, 2020.

²³ “Robinhood traders cash in on the market comeback that billionaire investors missed”, CNBC, June 9, 2020.

²⁴ SEC, “What You Need to Know About SPACs”, December 10, 2020. SEC, “CF Disclosure Guidance: Topic No. 11”, December 22, 2020. SEC, “Celebrity Involvement with SPACs”, March 10, 2021.

²⁵ SEC, “Financial Reporting and Auditing Considerations of Companies Merging with SPACs”, March 31, 2021. SEC, “Staff Statement on Select Issues Pertaining to Special Purpose Acquisition Companies”, March 31, 2021. SEC, “Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies (“SPACs”)”, April 12, 2021.

2021 年 4 月に発出した連邦証券法上の開示要件に係る声明は、米国 SPAC が抱える課題を端的に示したものとして注目を集めた²⁶。コーツ暫定局長は、米国 SPAC が、De-SPAC 時に公表するフォワード・ルッキング・ステートメントにおいて、不実記載がある場合は、違法あるいは制裁対象になり得ると警告した。フォワード・ルッキング・ステートメントとは、将来の事実の予測、計画、主観的判断等、表示の時点で情報の正誤を判定できないが、将来の結果によって適否の評価が異なる可能性のある表示を指し、企業の業績見通し等が含まれる。

De-SPAC には、証券民事訴訟改革法（PSLRA: Private Securities Litigation Reform Act）の免除要件（セーフハーバー）が適用される。PSLRA のセーフハーバーとは、フォワード・ルッキング・ステートメントの内容が、適切な注意喚起の文言によって、将来予測であると明記されていれば、投資家等による民事訴訟の対象にはならないという要件である。他方で、PSLRA のセーフハーバーは、IPO の登録届出書等には適用されない。IPO 実施企業が、登録届出書等にフォワード・ルッキング・ステートメントを記載し、実際の業績が計画通りではなかった場合、投資家等によって民事訴訟を提起される可能性がある。要するに、IPO 実施企業が、登録届出書等において業績見通しについて言及することは、事実上、困難である。そのため、一部の実務家の間で、米国 SPAC は、De-SPAC の局面において、通常の IPO と比べて、適用される連邦証券法上の開示規制が緩やかであると理解されてきた²⁷。

それに対して、コーツ SEC 暫定局長は、米国 SPAC の登録届出書等に重要な不実記載があった場合は、1933 年連邦証券法第 11 条に基づいて、投資家等は募集に関わった特定の者を提訴できるため、De-SPAC は連邦証券法上の開示規制の適用が緩やかであると考えるのは適切でないと注意喚起した。また、コーツ SEC 暫定局長は、米国 SPAC のフォワード・ルッキング・ステートメントに不実記載があった場合、民事訴訟の対象にならなくても、SEC の行政権限に基づく制裁対象にはなり得ると言及し、米国 SPAC による誇大な業績見通しの公表を抑制した。

その上で、コーツ SEC 暫定局長は、IPO 及び De-SPAC は、両者共に非上場企業を上場させる手段であるにもかかわらず、遵守すべき開示要件が異なることから、PSLRA のセーフハーバーの適用対象等を見直す必要があると言及した。連邦議会及び SEC が今後、法改正や規則改正等を通じて、De-SPAC を IPO と同様に、PSLRA のセーフハーバーの適用対象外とすることで、SPAC スポンサーの質の向上を促進する可能性も考えられる。

²⁶ SEC, “SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws”, April 8, 2021.

²⁷ コーツ SEC 暫定局長は、チャマス・パリハビティヤ氏による「伝統的な IPO は業績の見通しを話せないが、米国 SPAC との合併では可能だ」という発言を引用し、同氏の見解は、個人投資家の誤解を招きかねないと批判した。パリハビティヤ氏は、SPAC スポンサーシップに特化したソーシャル・キャピタル・ヘドソフィア・ホールディングスを設立し、6つの SPAC を上場させたことで知られている。前掲脚注 26 を参照。

V 今後の注目点

2020年に米国において急激に増加した SPAC の IPO は、2021 年に入り更に加速度的に増加している。もっとも、相次ぐ SPAC の上場により、2021 年 4 月 30 日時点で、買収企業を探している SPAC の数は 427、その調達資金は 1,383 億ドルに及んでいる。今後、この資金（及び SPAC の IPO から買収にかけて私募調達する資金）が、一定期間内に M&A のターゲットを模索していくこととなり、場合によっては、経営戦略や財務の質が高いとは言い難い企業であっても、De-SPAC の対象となる事態という懸念も生じてくる。そのため、SEC による一連の注意喚起や、PSLRA のセーフハーバーの見直しは、米国 SPAC 市場の健全化に必要な不可欠な施策であると言える。今後、伝統的な IPO とは別の上場手段として、SPAC が非上場企業の資金調達手段を多様化させていくのかが問われることになるだろう。

他方で、既に米国 SPAC はクロスボーダーの買収を多数成立させていることから、自国の有力企業が米国に上場することに対して世界の主要な株式市場が危機感を募らせている。英国やシンガポールは SPAC の上場誘致を目的とした制度改革に着手し、SPAC を通じてユニコーン企業等の上場誘致を図ることで自国の IPO 市場を活性化することを狙っている。もっとも、De-SPAC は上場の手段に過ぎない。非上場企業にとって、上場先の決め手は、各国の証券取引所における市場参加者の多様性や市場の流動性等を魅力的に感じるのか否かである。英国上場制度レビューでは、英国市場の魅力を高めるべく、SPAC 規制に限らず、議決権種類株等の更なる活用等も提言されており、上場制度全般の見直しを図ろうとしている。

今後、SPAC 市場を牽引する米国が有力なユニコーン企業を誘致し続けるのか、または、英国やシンガポールの SPAC に買収されることを選択する非上場企業が増加するのか、あるいは、SPAC よりも伝統的な IPO に回帰する動きが活発化するのか、グローバルに拡大する SPAC が生み出した新たな上場誘致競争に引き続き注目すべきであろう。