



From the Corner of Wall Street

東京証券取引所
ニューヨーク駐在員事務所

佐藤 潤宜

—連載（第34回）—

米国におけるSPACの最近の動向について

■ 1. はじめに

SPAC (Special Purpose Acquisition Company) とは、日本語で特別買収目的会社のことであり、証券取引所への上場時点においては事業を一切持たず、IPOで調達した資金で非上場企業を買収することを目的とした株式会社（上場投資ビークル）である。未上場企業においてSPACを活用して上場する利点としては、株式市況に左右されずに上場（SPACとの合併）する時期や価格等を固定できること等が挙げられる。2019年に59社であった米国におけるSPACのIPO件数は、2020年で248社、さらに今年に入り7月末時点では、すでに388社となっている。未上場企業がSPACとの合併を通じて上場する利点は、株式市況に左右されずに、上場（SPACとの合併）する時期や合併の価格を決定できることにあるといわれている。特に、新型コロナウイルス感染症拡大に伴う不確実な投資

環境下において、こうした利点から、SPACとの合併が新規上場の選択肢の一つとなり、直近のSPACブームをもたらした、とみられているようである。一方、投資家は、未上場会社への投資実績のあるSPACスポンサーの目利き力に投資することになる。SPACスポンサーの信頼性をどうやって評価し、判断するのか、投資家保護の懸念を指摘する声も強いようである。本稿では、最近のSPACを取り巻く状況について報告する。

■ 2. 数字で見るSPACの状況

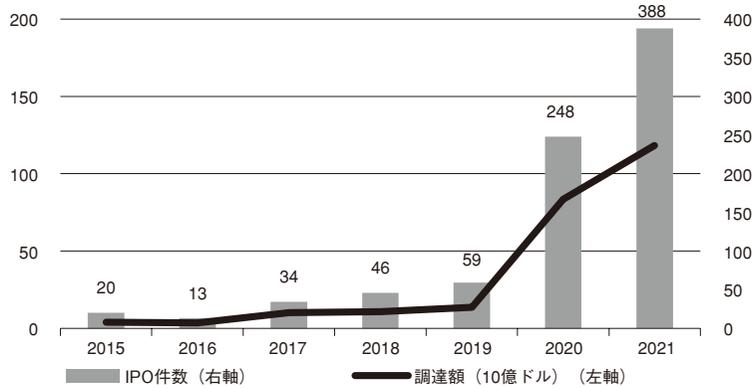
次に、現状のSPAC市場についていくつかの統計データを紹介しながら概況を報告する。

(1) 年間のSPAC IPO件数と調達額の推移

図表1は、米国のSPACによるIPO件数及び調達額の推移を表している。2020年の勢いを超えて2021年の7月末時点で2020年のIPO件数及び調達額をともに上回っており、今年の

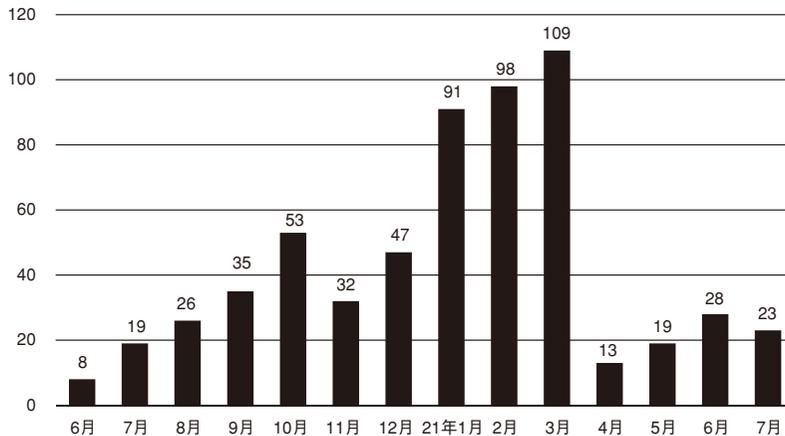


(図表1) 年間のSPACのIPO件数と調達額の推移 (2021年は7月末までのデータ)



(出典) SPAC Insider (注1) のデータより筆者作成

(図表2) 月間SPAC上場数 (7月27日時点)



(出典) Bloombergのデータより筆者作成

調達額は急増していることがわかる。2020年初めから約600のSPACが上場し、約2,000億ドル(約20兆円)を調達した。

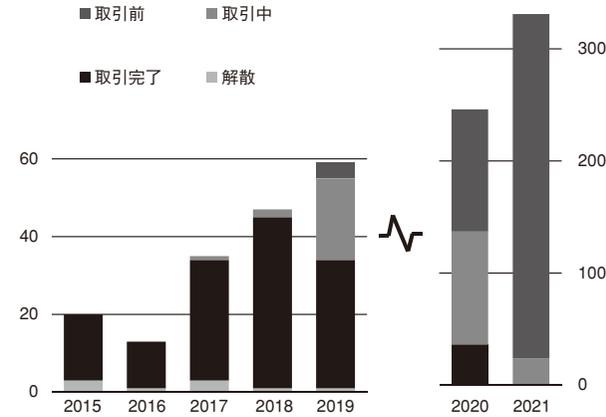
(2) SPACの月間IPO数

次に、月間のSPACのIPO件数を紹介する。図表2でわかるように今年に入り100件近くの

ペースでSPACが新規上場していたものの、本年3月をピークにSPACによる月間あたりのIPOの件数は減少している。これは、市場におけるセンチメントが不安定であることに加え、SECスタッフによるSPACに関する各種声明(注2)と相まって、急増していたSPAC上場の勢いが落ちてきていることを表している。

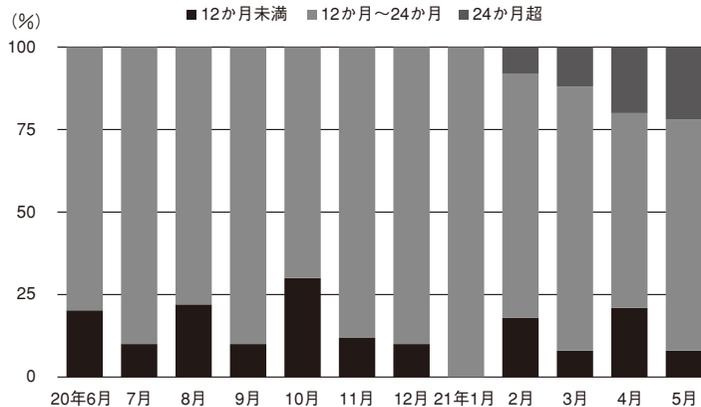


(図表3) SPAC上場企業のステータス(件数)(2021年は6月現在)



(出典) SPAC Researchより筆者作成

(図表4) 買収アナウンス日におけるスポンサー企業のロックアップ期間



(出典) SPAC Researchより筆者作成

(3) SPACのライフサイクル

図表3は、2015年から2021年までにSPACにより上場した銘柄のステータス(取引前、取引中、取引完了、解散)を表した図である。この図からわかることは、解散ステータスの件数は各年で見ても非常に低いという点である。言い換えると、SPAC上場後の一定の期

間内(24か月~36か月以内)にターゲット企業との取引を着実に成功しているという見方ができる。一方で、2020年にIPOをしたSPACのうち約半数が買収会社選定中であり、ターゲット企業との取引ができず、解散するSPACの数が今後どれくらい増えていくかという点も注目すべき点(注3)と言える。



(4) ロックアップ期間

次に、SPACのスポンサーによるロックアップ^(注4)期間のデータを紹介する。通例、買収完了後12か月間（1年間）はスポンサーによる株式売却制限のためのロックアップ期間が設けられる。SPAC Researchによれば、2020年6月から2021年5月に買収アナウンスを行ったSPACのうち、約75%以上がロックアップ期間を1年間よりも長く設定し、本年2月以降には、24か月（2年間）を超える期間を設ける事例も増えてきている。伝統的なIPOのロックアップ期間^(注5)と比較するとかなり長い。規制当局やメディアからはしばしばSPACの仕組み上の投資家保護が問題であるとの指摘があるが、ロックアップ期間の長期化は、一般的にスポンサーによる企業の将来成長へのコミットメントを持続させることとなり、企業買収後の安定成長が促され、一種の顧客保護につながるとも考えられる。その意味では、批判を自主的に解消する動きとの見方もできるだろう。

■ 3. NASDAQによる制度変更提案

本年7月、NASDAQは、SPACにより調達した資金を効率的に活用するための制度改正案をSECに申請した。NASDAQは、SPACスポンサーがIPO時に事前に買収企業を特定及び選択できないため、買収企業が必要とする金額に最も近い規模のSPACを利用するこ

とを意図し、複数のSPACを同時に設立するという非効率な慣行が出来上がっていることを問題点として取り上げ^(注6)、IPO時に必要と予想される最大の資本を調達した後に、余剰の金額を新たなSPAC（SpinCo SPAC）に拠出してスピノフすることで、調達した資金を効率的に活用できるような仕組みの導入を企図している。複数のSPACを同時に設立する場合、それぞれのSPACには異なる株主が存在するためSPAC間でコンフリクトが発生する可能性があることや、複数の申請に係る書類や定期報告書の提出に加えSECによる審査、取締役会の設立及びその監査などが煩雑になっていることで、投資家の混乱を招く原因になっていると指摘し、これらの問題を解消する狙いがある。本稿執筆時点では、SECからの承認は得られていないが、より効率的なSPAC運用の仕組みになると予想される。

■ 4. SECによる不正告発

次に、規制当局SECによるSPACへの警戒を強めている事例を紹介する。本年7月、SECは、2019年11月8日にIPOを行ったSPAC「Stable Road Acquisition Company」による買収に関し、当該SPACを取り巻く一連のプレーヤーをまとめて告発した。SECによると、被買収企業のMomentus Inc.（以下、「Momentus」という。）は、宇宙での技術テストに「成功した」と虚偽の情報を投資家に繰り返し伝え、技術の商業的実現可能性を示



すことができない状態にあった。さらに、Momentusの創業者で元CEOのミハイル・ココリッチ氏が、対米外国投資委員会により国家安全保障上の脅威とみなされ、Momentusからの撤退を要求されていたにも関わらず、その内容が投資家に伝達されていなかった。一方、当該SPACは、宇宙空間のテスト結果の確認や、国家安全保障上のリスクを評価するのに十分な関連文書を受け取っておらず、デュー・デリジェンスの義務を怠ったとして告発された。一連の不正告発に対し、ギャリー・ゲンスラーSEC委員長は、「今回の事件は、SPACの合併によって大きな利益を得る立場にある者が、不十分なデュー・デリジェンスを行い、投資家を欺く可能性があるという、SPAC取引に内在するリスクを示している」とのコメントを残している。

■ 5. 終わりに

米国におけるSPACのIPO件数は2021年4月を境に急激に減少しているが、月間20件を超えるSPACがIPOを実施し続けているところを見ると、流行が途絶えたとまでは言えないだろう。本年2021年1月から3月にかけてIPOを行ったSPACは298件に上るが、果たしてどれくらいの企業を買収企業との取引に成功するかが注目される。7月27日の報道でSPACとの合併によって上場した米リハビリサービス会社のATIフィジカル・セラピー(ATIP)は、上場後初の決算発表で売上高見通しを大幅に

下方修正した。報道によると、決算資料にはバランスシートもキャッシュフロー計算書もなく、業績見通しが突然下方修正されたことへの十分な説明もなかったとのことである。4章で述べたSECによる不正告発事例は、野放図な買収に対する一定の牽制になったものと思われる。規制当局による監視の目が強まっている中で、SPACが企業の上場の選択肢として正常に機能し、投資家保護に向けた取り組みがどのように進むのかにも注目が集まる。

〔出典〕

- ・ <https://www.sec.gov/news/pressreleases>
- ・ <https://www.sec.gov/news/statements>
- ・ <https://www.sec.gov/news/speeches>
- ・ <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/environmental-social-and-governance-esg-funds-investor-bulletin>
- ・ <https://www.sec.gov/files/esg-risk-alert.pdf>
- ・ <https://www.sec.gov/sec-response-climate-and-esg-risks-and-opportunities>
- ・ <https://news.bloomberglaw.com/banking-law/sec-to-move-promptly-on-esg-rulemaking-in-2021-official-says>
- ・ <https://news.bloombergtax.com/financial-accounting/sec-considering-corporate-disclosures-on-diversity-gensler-says>
- ・ <https://news.bloomberglaw.com/securities-law/sec-lee-looks-to-avoid-gotcha-enforcement-on-esg-reporting>

(注1) <https://spacinsider.com/stats/>

(注2) <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-know-about-spacs-investor->



bulletin

<https://www.sec.gov/news/public-statement/division-cf-spac-2021-03-31>

<https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws>

<https://www.sec.gov/news/public-statement/accounting-reporting-warrants-issued-spacs>

(注3) 解散することにより投資家に著しく不利益をもたらすものではない。仮に買収が実現しない場合には調達資金は投資家に返還され、投資家の投資資金の元本割れするリスクは排除されている。

(注4) 公開前の企業の株主が、公開後の一定期間市場で持株を売却しないことを事前に契約する制度

をいう。通常のIPOでは3か月、6か月、9か月が一般的であるが、SPACは12か月が主流であった。

(注5) 最近の通常IPOでは、ロックアップ期間の間にもIPO会社の従業員が株式を売却できるようにするなどの柔軟化が図られる傾向もみられる。初値の実態と乖離した株価上昇を抑えることや、多くのインサイダーが株式売却を検討するロックアップ期間終了後の株価下落を抑える効果があり、株価にとって有益との指摘もある。

(注6) 一度に複数のSPACを設立する理由として、複数の買収を並行的に進めることを意図しているものもあると考えられる。

