

米国SPAC市場の実情

↳ ナスダックによる分析

吉川 真裕

二〇二〇年以降、アメリカでSPAC (special purpose acquisition company) の上場が相次いでおり、ヨーロッパやアジアでも追隨してSPACの上場がおこなわれている。SPACはもともとアメリカに固有の制度であったが、ETFやREITと同様に、他国にも広がる兆しを見せつつあるようである。SPACは特定の事業を持たず、未公開会社等を買収することを目的として上場する会社であり、通常二年間に買収が成立しなければ解散することになる期限付きの上場企業であって、これまでは例外的な存在としてあまり注目されることもなかった。ところが、アメリカでは二〇二〇年と二〇二一年にSPACが新規公開企業の過半数を占めるという事態が生じ、一躍注目を集めることになった。これまでSPACの急増を予想した者はなく、テクノロジー企業による新規公開のブームを受けて、例外的な公開方法が主要な公開方法にとって代わる勢いであるが、二〇二一年三月以降、アメリカの証券市場監督機関である証券取引委員会 (SEC) が従来のSPAC上場慣行に対する規制強化の姿勢を強めている。その結果、二〇二一年第2四半期にはSPAC上場数は急減したが、第3四半期以降は第1四半期ほどの勢いはないものの、回復傾向を示しつつある。

本稿ではナスダックによる分析に基づいて米国SPAC市場の実情を考察する⁽¹⁾。

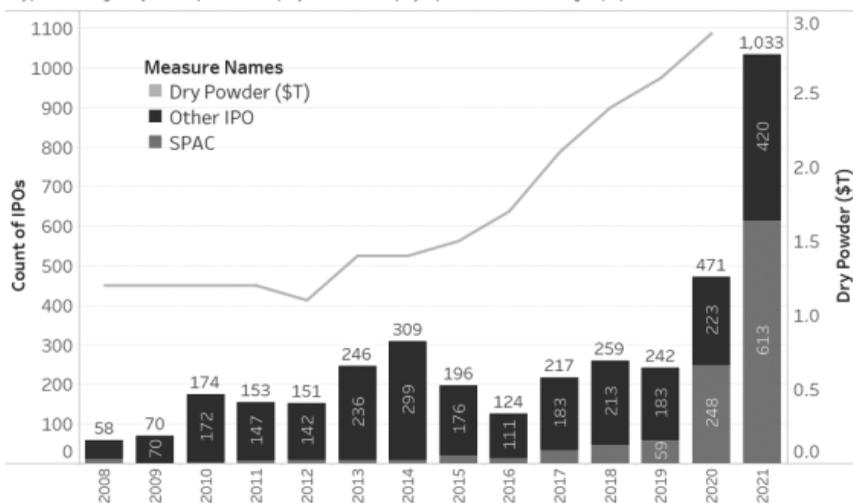
1 SPAC上場の推移

図表1は二〇〇八年以降の米国株式上場の内訳をSPACとその他に分けて表わしている。この図を見ても明らかのようにSPAC上場数が急増したのは二〇二〇年以降であり、二〇二〇年も第4四半期に半数が上場しており、コロナ禍を受けて第2四半期に新規公開企業数が低迷した後、第3四半期以降に新規公開企業数が増える中でSPAC上場数が増加しており、SPAC上場数の急増はこの間の事情と関係している可能性が高いと考えられる。新規企業公開には準備が必要であり、コロナ禍において予期せぬ形でテクノロジー株ブームが生じたものの、即座に対応できる企業は少なく、SPACを使って新規企業公開までの時間を短縮しようという企業側の思惑と、ゲームストップ株式等に見られた新規個人投資家のテクノロジー株あるいは新規公開企業株に対する嗜好が組み合わさってSPAC人気が生じ、それにSPACスポンサーや投資銀行が便乗したというのが実情ではないかと考えられる。

図表1 アメリカにおける新規上場企業数の推移

U.S. IPOs vs. Global Dry Powder (\$T)

Dry powder through full-year 2020 per Bain & Company Global Private Equity Report 2021. IPO data through 12/31/2021.



Source: Bain & Company, Nasdaq Economic Research

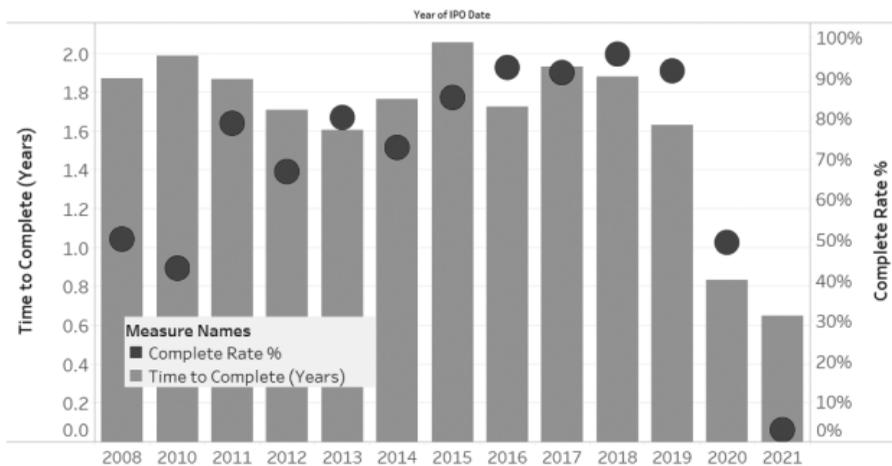
2 SPACライフサイクル

図表2は米国SPACの買収までの期間と買収完了比率の推移を表わしている。棒グラフが左軸の買収までの期間、黒丸が右軸の買収完了比率であり、買収完了比率を見ると、二〇一五年以降は九〇%前後で安定しているのに対して、上場後の期間の短い二〇二〇年と二〇二一年はそれぞれ五〇%超と三%と低い値にとどまっていることがわかる。他方、買収までの期間の推移をみると、二〇一九年までは一・六年から二年超で推移しており、二〇二〇年と二〇二一年のSPACの多くはこの期間に達しておらず、そのために買収完了比率が低いものと考えられる。したがって、二〇二〇年と二〇二一年のSPACが現時点でこれまでよりも買収完了に苦労しているとは言い切れない。ただし、二〇二〇年と二〇二一年のSPACは合計で八六一社あり、これだけのSPACが買収を完了できるかどうかについては懐疑的な見方が多いこともまた事実である。

図表2 アメリカにおけるSPACの買収までの期間と比率の推移

SPAC Time to Completion

Note: Based on SPACs IPOed between 2008 and the present that successfully completed a SPAC merger and listed on Nasdaq/NYSE/AMEX. Time to completion measured as completion date minus SPAC IPO date normalized for years. Data through October 2021. Chart reflects average.



Source: Nasdaq Economic Research

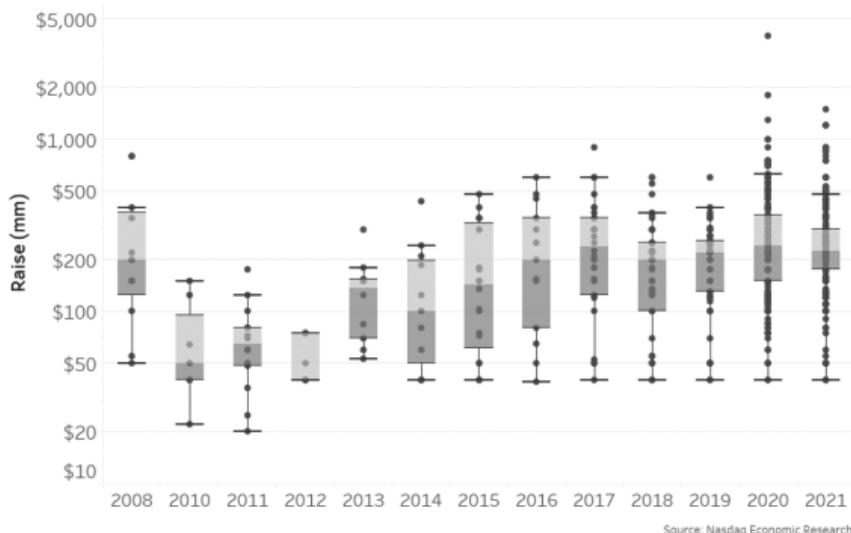
3 SPAC上場日

図表3は米国SPACの上場日における資金調達額の推移を表わしている。平均調達額（薄い背景と濃い背景の境界）は二〇一六年以降、二億ドル前後で安定しているが、二〇二〇年と二〇二一年にはそれまでになかった一〇億ドルを超える大型SPACが存在していることがわかる。ただし、平均調達額には大きな違いがないことから平均調達額を下回る小型SPACも数多く存在しており、全体としては大きな違いはないと言えるであろう。また、資金調達額が密集している薄い背景と濃い背景で囲まれた部分の大きさも二〇一七年以降にはほぼ安定しており、平均的なSPACに関しては急増した二〇二〇年・二〇二一年とそれ以前の間で大きな違いがあるとは言えないだろう。ちなみに、最も資金調達額が大きかったSPACは二〇二〇年六月に四〇億ドルを調達したパーシング・スクエア・トンチン・ホールディングスであり、ヘッジファンド（パーシング・スクエア）を運営するビル・アックマンによるSPACであった。

図表3 アメリカにおけるSPAC資金調達額の推移

Distribution of SPAC Offer Amounts Over Time

Note: based on amount raised at IPO. Data as of October 2021.

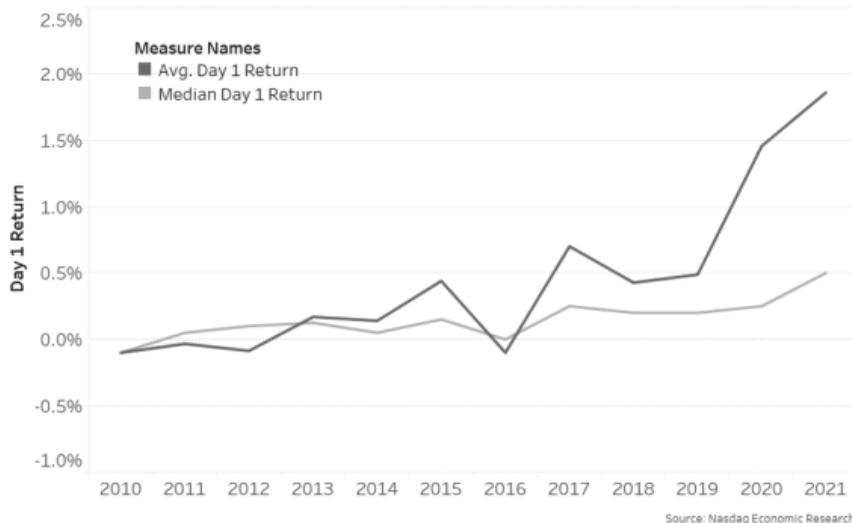


図表4は米国SPACの上場日にける収益率（新規公開価格から上場日の引け値まで）の推移を表わしている。濃い折れ線グラフが平均値の推移を、薄い折れ線グラフが中央値の推移をそれぞれ表わしており、二〇一七年以降に平均値が中央値を大きく上回っていることから、一部のSPACで大きな値上がりがあったことがわかる。ただし、平均収益率が最も高い二〇二一年でさえ、この値は二％に達しておらず、通常の新規公開株式の収益率の中央値である一八％を大きく下回っており、上場日に大きく値上がりする新規公開ポップに比べて見劣りしていることがわかる。さらに、SPACの多くを表わす中央値では最高の二〇二一年でも〇・五％であり、SPACが通常の新規公開株式とは大きく異なることがわかる。SPACは上場日には買収先企業を明らかにしておらず、買収に関する情報がない以上、高値で買う投資家がないからであろう。ただし、スポンサーに人気が集まれば通常の新規公開株式と同様な上昇が生じることはあり得るはずである。

図表4 アメリカにおけるSPACの上場日収益率の推移

SPAC IPO 1st-Day Return

Note: Based on first day of SPAC trading. Return measured as closing price on first trading day relative to IPO price (i.e. unit listing price). Data through 12/31/2021.

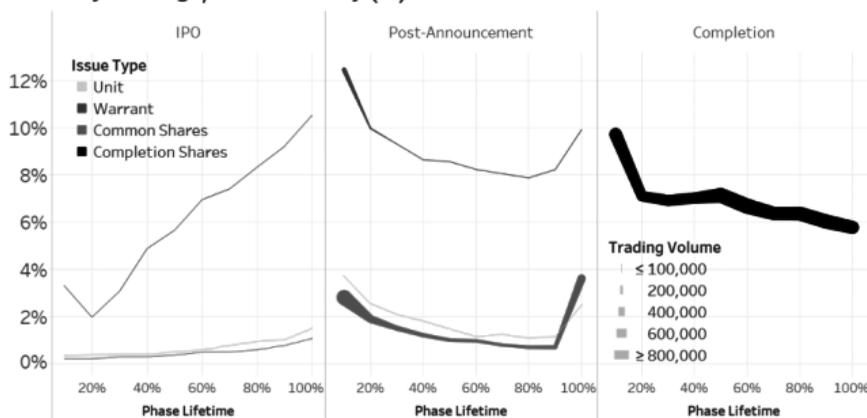


4 SPAC取引

図表5は三つのフェイズに分けて見た米国SPACのボラティリティと売買代金の推移を表わしている。折れ線の位置は日中の高値と安値から計算したボラティリティの推移を、折れ線の太さは売買代金の大きさをそれぞれ表わしている。これを見れば、上場後は取引が少なく、ワラントを除けばボラティリティも低い（フェイズ1）が、買収先企業が発表されるとボラティリティと売買代金はともに上昇するものの、徐々に低下していき、買収完了直前に再び上昇（フェイズ2）し、買収完了後にはワラントに比べればボラティリティは低下するものの、ユニットに比べれば格段に高く、売買代金も大幅に増加する（フェイズ3）というパターンが読み取れる。先の上場日初日の収益率が低かったことはフェイズ1では取引が少なく、ワラントを除けばボラティリティも低いという現象と整合的であると言えよう。SPACという制度がこうした通常の新規公開株式とは異なる特徴をもたらししているものと考えられる。

図表5 アメリカにおけるSPACのボラティリティと売買代金の推移

SPAC Lifecycle - High/Low Volatility (%) & Volume



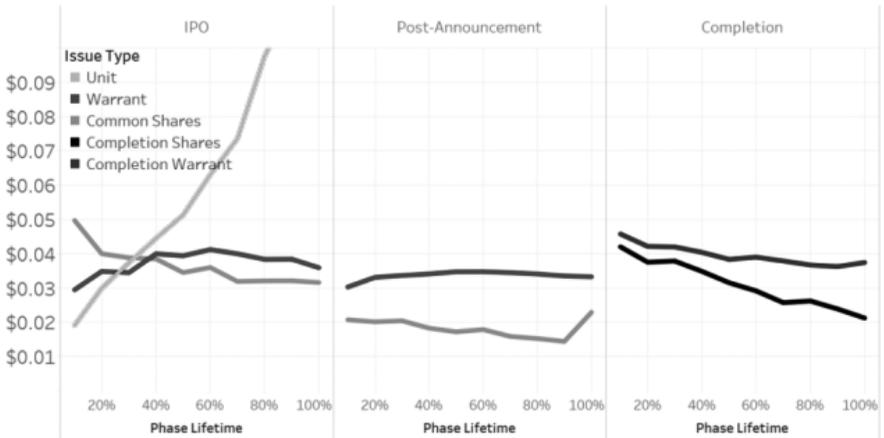
- Each lifecycle stage is represented in percentage terms to normalize for varying lengths.
- Completion Stage is capped at 3 months following the completion of the deal (231 deals total).
- Includes SPACs that completed the whole lifecycle from IPO phase to deal completion.
- Size of the bubbles is expressed as the median volume of each 10% Phase Lifetime Bucket.
- Date Range: 2018-2021

Source: Nasdaq Economic Research

図表6は三つのフェイズに分けて見た米国SPACの実効スプレッドの推移を表わしている。この実効スプレッドは売買代金で加重された上で中央値で表わされており、平均値では異なる形状をしていたものと考えられる。また、横軸で表わされる実効スプレッドは比率ではなく、金額となっており、値段の安いワラントについては注意が必要であろう。この図を見ると、ボラティリティも売買代金も小さかったフェイズ1におけるユニットの実効スプレッドが高いという現象が読み取れる。ボラティリティは低いものの、流動性が低いために実効スプレッドが広いと解釈すべきなのかもしれないが、奇異に感じる。ナスダックの解説ではマーケットメーカーが付いているので実効スプレッドは安定していると説明されているが、ユニットのスプレッドに関する言及はない。その代わり、SPACを取引する場合には成り行き注文を使うことには注意が必要であると書いており、マーケットメーカーが値付けをしているので実効スプレッドは安定しているという説明とは整合的ではないように思える。

図表6 アメリカにおけるSPACの実効スプレッドの推移

SPAC Lifecycle - Median Effective Spreads (Volume Weighted)



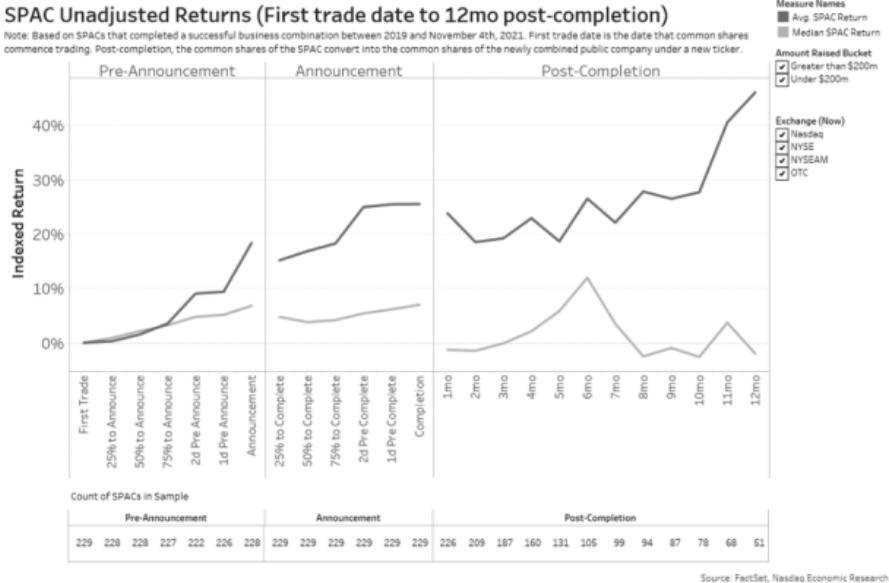
- Each lifecycle stage is represented in percentage terms to normalize for varying lengths.
 - Completion Stage is capped at 3 months following the completion of the deal (231 deals total).
 - Includes SPACs that completed the whole lifecycle from IPO phase to deal completion.
 - Date Range: 2018-2021

Source: Nasdaq Economic Research

5 SPACパフォーマンス

図表7は米国SPACの平均収益率と中央値収益率の推移を表わしている。これを見ると、フェイズ1の途中から平均収益率が中央値収益率を大幅に上回っていることがわかる。また、平均収益率がフェイズが進むにつれて上昇していくのに対して、中央値収益率はフェイズ3で低下していることがわかる。フェイズ3の最後で平均収益率は四〇％という驚異的な数値を示しているものの、中央値収益率はマイナスになっており、一部のSPACが平均値四〇％を生み出しているのに対して、多くのSPACはマイナスになるという二極化が生じていることがわかる。このことはすべての新規公開株式に投資できれば平均では高い利益が得られるはずであるが、すべての新規公開株式に投資できない投資家は平均収益率を得られず、往々にして中央値収益率を得るという新規公開株式投資に見られる現象と同じものではないだろうか。平均収益率が四〇％という実績は宝くじの当選金額が高い場合と同じで多くの人を引き付けるのであろう。

図表7 アメリカにおけるSPAC平均収益率と中央値収益率の推移



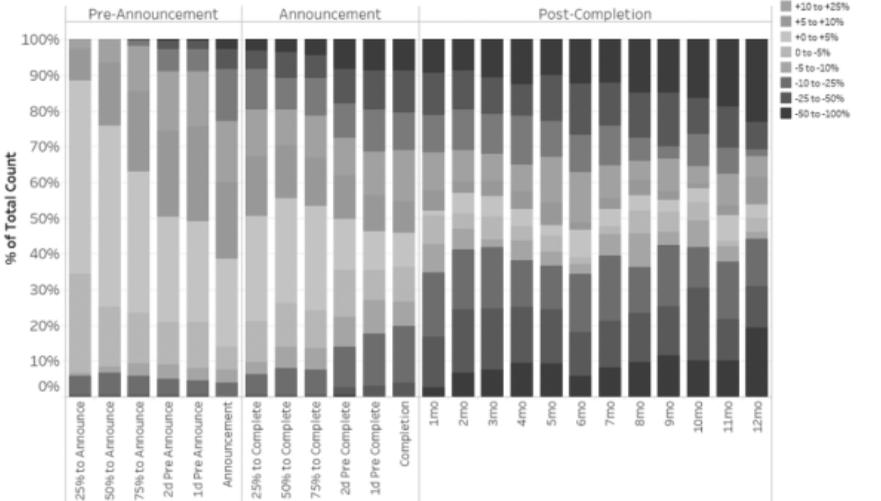
図表8は米国SPACの収益率分布の推移を表わしている。これを見るとフェイズ2まではマイナスの収益率は高くても三〇%台であるが、フェイズ3に入ると四〇%台から五〇%台へと上昇していることがわかる。そして、フェイズ3でマイナス五〇%以下という最低のグループの比率が高まっていることもわかる。他方、プラス一〇〇%以上という最高のグループはフェイズ1のうちから現れ、フェイズ2、フェイズ3へと増加していき、最終的に二五%がこのグループに属していることがわかる。平均収益率四〇%はこのグループがもたらしており、最低のグループが二〇%近くあるにもかかわらず、全体の収益率を引き上げることがわかる。

フェイズ2までは収益率は低いもののプラスで推移するSPACが多いのに対して、フェイズ3に入ると収益率のプラスとマイナスはほぼ拮抗するようになる。買収が完了した後は普通の新規公開株式と同じであるはずだから、買収が完了する前のフェイズ2までに投資することがSPAC投資のポイントだと考えられる。

図表8 アメリカにおけるSPAC投資収益率の分布の推移

SPAC Return Distribution (Unadjusted)

Note: Based on SPACs that completed a successful business combination between 2019 and November 4th, 2021. Returns indexed to the closing price of the first trade date. First trade date is the date that common shares commence trading.



Source: FactSet, Nasdaq Economic Research

6 SPAC投資

SPACはこれまでほとんど話題に上らなかった投資対象であり、二〇二〇年以降に注目を集めるようになった。上場数が増えたのは最近のことであり、急増した二〇二〇年以降の企業買収はまだ十分に進んではいない。ナスダックの分析に基づけば平均収益率四〇％という有望投資対象ではあるが、まだ十分なデータに基づいた分析がおこなわれているとは言い難い。その点では今回紹介したナスダックの分析結果は今後の分析を考える上でも貴重なものと言えよう。

他方、SPACを売り出すスポンサー、SPACを購入してワラントを得た後、買収承認投票時に買い戻しを請求するヘッジファンド（SPACマフィア）、そして上場・買収に絡んで手数料を得る投資銀行が勝者で、SPACを持続ける投資家は敗者であるという指摘も見られる。サブプライム・ローンを含んだCDOが売れるうちはどんどん売り、売れなくなつた後には見向きもされないという経験もあるので、SPACの評価についても今後の推移を見定めることが肝要であろう。

また、企業委買収自体が少ないわが国ではSPACを導入しても国内では買収が成立しないことも十分に考えられるので、他国に追随するのではなく、必要性に応じて工夫をすることが重要であろう。

いずれにせよ、SPACが興味を引く対象であることは当分続くことに間違いないだろう。

注

(一) Phil Mackintosh, "A Record Pace for SPACs in 2021," JAN 6, 2022 5:55PM EST (<https://www.nasdaq.com/articles/a-record-pace-for-spacs-in-2021>). (よしかわ まさひろ・客員研究員)