GameStop 事件の影響

中国、経済制裁及び
クロスボーダー投資

ディストレスト取引は
どこへ行ってしまったのか？

M&Aモニター

2021年第1四半期

SPACブームの内幕－
ウォールストリートから世界へ

Freshfields

2021年の年初はロケットスタートに

2021年で最初にお届けするこのM&Aモニターでは、SPAC（特別買収目的会社）について深く掘り下げていきます。SPACというスキームは、世界中でディールメイキングにおける主要な原動力の一つになりました。まず、SPACがM&A活動全体に占める割合を示し、SPACの爆発的な成長を支えている背景を検証した後で、米国を中心とするこの現象が他の国々にどのようなインパクトを与えるのかを考察します。

SPACのトレンドを分析した結果、米国のSPACが過去3カ月間に海外のターゲット企業に投資した金額が過去20年間の合計投資金額よりも多かったことなど、驚くべき統計が出ました。

第1四半期の案件データを見る限り、2020年第3四半期以来の強気市場は減速する気配がありません。今年の第1四半期のM&A活動の取引金額は、3四半期連続で1兆ドルの壁を突破し、最終的な数字の調整次第では、過去最大の四半期になるかもしれません。

今年に入り、最も規模が大きかったディールは、事業会社によるものです（3ページの表をご覧ください。）。アイルランドの航空機リース会社AerCapがライバルのGE Capital Aviation Servicesを312億ドルで買収し、また、Canadian Pacific RailwayがKansas City Southernを287億ドルで買収しました。これらのインフラ・運輸セクターの事業会社によるディールは、トップ1とトップ2にランクインしました。

他方で、モビリティ業界のディールとして最も注目を集めたのは、Churchill Capital IVと電気自動車スタートアップのLucid Motorsとのde-SPACによる合併ということになるでしょう。このディールはde-SPAC取引として過去最大となりました。この合併により、Lucid Motorsの評価額は118億ドルとなりましたが、PIPE（上場会社による私募増資）で調達された資金を加えると、実際の評価額は240億ドルになります。今四半期もTMT（テクノロジー・メディア・通信）がトップで、全世界のM&A活動の金額・数量ともに約30%を占めました。

AerCapのGE Capital Aviation Servicesの買収（312億ドル）により、2000機のジェット機を保有する会社が誕生しました。

第1四半期のトップ10取引

買主	ターゲット	金額（10億ドル）	取引のストラクチャー	対象セクター	発表日
AerCap Holdings	GE Capital Aviation Services	31.2	各種の非現金・非株式の買収対価を含む	金融	2021年3月9日
Canadian Pacific Railway	Kansas City Southern	28.7	現金と株式の組み合わせ	インフラ・輸送	2021年3月21日
Chubb	The Hartford Financial Services Group	23.4	不明	金融	2021年3月18日
Rogers Communications	Shaw Communications	21.8	現金と株式の組み合わせ	TMT	2021年3月15日
National Grid Holdings One	PPL WPD Investments	20.1	現金のみ	エネルギー・電力	2021年3月18日
UnitedHealth Group	Change Healthcare	14.3	現金のみ	TMT	2021年1月6日
投資家グループ	Suez SAのフランスビジネス	14.2	不明	エネルギー・電力	2021年3月21日
ICON	PRA Health Sciences	11.9	不明	ヘルスケア	2021年2月24日
Churchill Capital Corp IV	Lucid Motors USA	11.8	株式のみ	資本財・素材	2021年2月22日
Fintech Acquisition Corp V	eToro Group	10.4	現金のみ	TMT	2021年3月16日

出典: Refinitiv（データは2021年3月24日現在のもの）

SPAC（特別買収目的会社）：衰えを見せないM&A界の寵児

SPACが信頼性の問題を抱えていたのは、さほど昔のことではありません。ほんの数年前までは、SPACは他のタイプの買主よりも信頼性が低いというイメージがあり、オークション方式においてクロージングを迎えることはないだろう、と思われていました。

現在では、SPACは多くのクロージングを迎えるようになりました。昨年、合計1,560億ドル相当のde-SPAC取引（上場済みのペーパーカンパニーとなったSPACが既存企業を買収または併合するディール）が米国のSPACにより実施されており、これは金額ベースで世界のM&Aの4%超に相当します。この数字は、2021年の第1四半期で、なんと**17%超にまで上昇しました**。これがバブルであるかはさておき、現在、400を超える数の米国のSPACがターゲット企業を探している状況です（PIPE（上場会社による私募増資）による資金調達も想定すると、数千億ドル規模の資金力を有しています。）。ほとんどのSPACの場合、ディールを完了するまでに2年の猶予があるため、彼らが近い時期に姿を消すことはないでしょう。

SPACの詳細につきましては、こちらのウェブサイトをご参照ください。

年	グローバルでの取引額(10億ドル)	米国でのde-SPACの取引額(10億ドル)	米国でのde-SPACの取引額がグローバルでの取引額に占める割合（%）
2017	3,302.1	19.9	0.6
2018	3,986.7	18.9	0.5
2019	3,685.6	28.2	0.8
2020	3,367.4	155.8	4.6
2021	1,113.8	196.8	17.7

出典: Refinitiv（データは2021年3月24日現在のもの）

米国でのde-SPACの取引額がグローバルでの取引額に占める割合（%）

> **米国証券法の抜け道のおかげで、SPAC取引ではターゲット企業の財務予測に基づいて価格を設定し、実行することができます。すなわち、SPACは他の投資家が到達できないような高いバリュエーションをオファーすることができるのです。**

SPACブームを牽引している要因

このようにSPACが盛り上がりを見せている中、少し距離を置いてブームの背景を探ってみることにしましょう。SPACが人気を博すに至った要因は、過去1年間の出来事だけではありません。

- **SPACはスポンサーにとって都合の良い手段**。スポンサーはほとんどの場合、わずか25,000ドルの支出で上場企業の株式の20%（「プロモート」と呼ばれています。）を入手できるからです（ただし、資産獲得競争の激化に伴い、多くのスポンサーはインセンティブとしての「プロモート」を減らしているのが現状です。）。2020年のSPACのIPOでは、平均で約3億3,600万ドルが調達されました。de-SPACによるディールがクローズした後、スポンサーは一定期間ロックアップの対象となりますが、リターンが非常に魅力的なので、新しいスポンサーが絶えず現れています。スポンサーは自己資金を投入する必要があるものの（通常、IPO調達額の2～3%）、この資金に回収不能リスクが発生するのはSPACがターゲット企業を見つけられなかった場合のみです。
- **人気の過熱化**。昨年、SPACが大々的な「主流」の地位に躍り出て以来、プライベート・エクイティ・ファーム、銀行、機関投資家、ウォール街の元CEO、政治家、そしてスポーツスターまでもがSPACのスポンサーになっています。周りに遅れてはならないという焦りから人々が行動しようとする事態を鑑みて、最近になって米証券取引委員会（SEC）は、セレブリティが関与するSPACのリスクについて警告を発しました。
- **投資家にとっても魅力的な存在**。SPACが上場すると、投資家は10ドルのユニットを購入します。1ユニットは、1株の株式と端数のワラント（将来、合意した価格（通常11.50ドル）で新株を購入できる権利）で構成されます。52日後、株式とワラントは別々の上場証券に分離します。投資家は、市場で株式を10ドル以上で売却することで、いつでも全額を現金化することができる一方で、株式が11.50ドル以上に上昇して利益を得ることを見越してワラントを保有することができます。さらに、いったんSPACによりターゲット企業が選定された後、当該案件に否定的な投資家は（または賛同的な投資家でさえも）、クロージングの直前に保有株式を額面金額（通常は一株当たり10ドル以上）で償還しつつ、ワラントはそのまま保有することができます。SPACの世界では、「ただ飯」という概念が正真正銘通用するのです。
- **ターゲット企業にとってSPACは、従来のIPOよりも簡単に株式を公開するためのルートとなる可能性がある**。重要な点として、ターゲット企業の価格は最後ではなく最初に交渉されるため、市場リスクが軽減されます。
- **メジャーなPIPE投資家がトレンドを支えている**。SPACは、de-SPAC取引のための資金として、IPO調達額（引受手数料とIPO関連費用の一部を控除した額）を信託口座に入れなくてはいけません。しかし、株主は企業結合を待たずに償還を実施する権利を有しているため、それにより資金不足が発生する可能性を補うためにスポンサーは余分に資金を調達する必要があります。これは通常、PIPE（上場会社による私募増資）という形式で行われ、FidelityやWellington Capitalなどのビッグネームが大きな関心を寄せています。彼らは「最もロックアップの対象となっていない」投資家です。それにもかかわらず彼らの存在がSPACの信頼性を高めている、という感覚を多くの人が持っています。
- **SPACは、特にアーリーステージの企業に大きな価値をもたらす**。現在のところ、米国証券法の抜け道のおかげで、SPAC取引ではターゲット企業の財務予測に基づいて価格を設定し、PIPEを実施することができます。従来のIPOでは、このような将来予想に関する情報を使用することに関して、同様のセーフハーバーによる法的保護の恩恵を受けることができません。このため、新興企業は従来の上場手段では市場に自社を売り込むことが、不可能ではないにしても難しい状況にあります。また、IPOでは引受証券会社が責任という観点から、財務予測に基づく価格設定を目論見書で使用することを禁じています。SPACにおいては、そのような責任を懸念する引受証券会社のような当事者が存在していません。SECが対策を講じない限り、オークションで他の投資家と対決する際に、SPACはこの事実を差別化要因として利用し続け、他の投資家が到達できないような高いバリュエーションをオファーし続けることでしょう。
- **de-SPAC取引では、創業者は支配的立場を維持できる**。de-SPAC取引では、最終的にターゲット企業の株主が株式の過半数を保有することになります。創業者は最大の単独株主になることが多く、高議決権株式を取得する場合もあり、市場で株式を売却してもなお影響力を維持することができます。

SPACはグローバルの潮流に

これだけ多くの米国のSPACが市場に存在する以上、彼らがディールを求めて米国外に視野を広げようとしているのは当然のことでしょう。米国のSPACが2021年の最初の3カ月間で発表した外国企業の買収額は実に484億ドルに達しており、これは**過去20年間の合計よりも多い金額です**。2020年に入ってから米国のSPACが発表した191件の企業結合のうち、ほぼ5件に1件（17%）が米国外の企業をターゲット企業としていました。そのうちのほぼ半分（32件中14件）が2021年1月以降に集中しています。

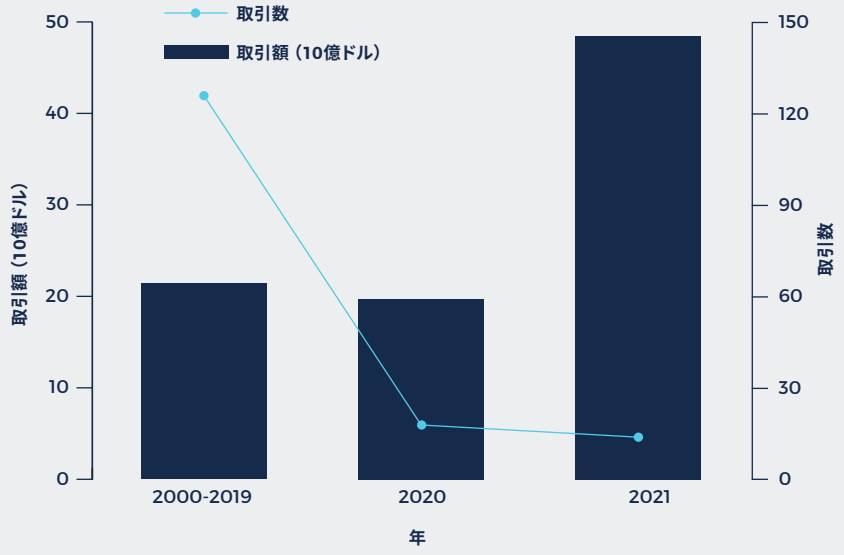
NYSEやNasdaqに上場しているSPACが海外の企業と合併する場合、ターゲット企業が「外国民間発行体」であれば、米国の規制プロセスについての交渉が容易になります。外国民間発行体であるためには、少なくとも会社の株式の半数以上が米国外の居住者により保有されるか、会社の資産、取締役、役員、事業運営機構の大部分が米国外に存在しなくてはいけません。

米国の公開会社になることについての長期的なコンプライアンス関連の問題を別とすれば、ターゲット企業にとっての主な問題は、取引を成立させるために必要となるSECの登録届出書と委任状説明書には、米国GAAP（またはIFRS/IASBの会計基準）に従って作成された財務諸表が必要だということです。さらに、米国の会計規制機関である公開会社会計監査委員会（PCAOB）の原則に従って、財務諸表が独立監査を経ている必要があります。ターゲット企業が直近1年間に1件以上の重要な買収を行っている場合、委任状説明書または登録届出書に記載するために、それらのディールに関する監査済みの財務情報を提供する必要があります。これらの情報の作成（作成できない場合はSECとの免除交渉）には数週間から数ヶ月かかることがあるため、SPACの2年間の期限切れが間近な場合は、時間的余裕がないかもしれません。

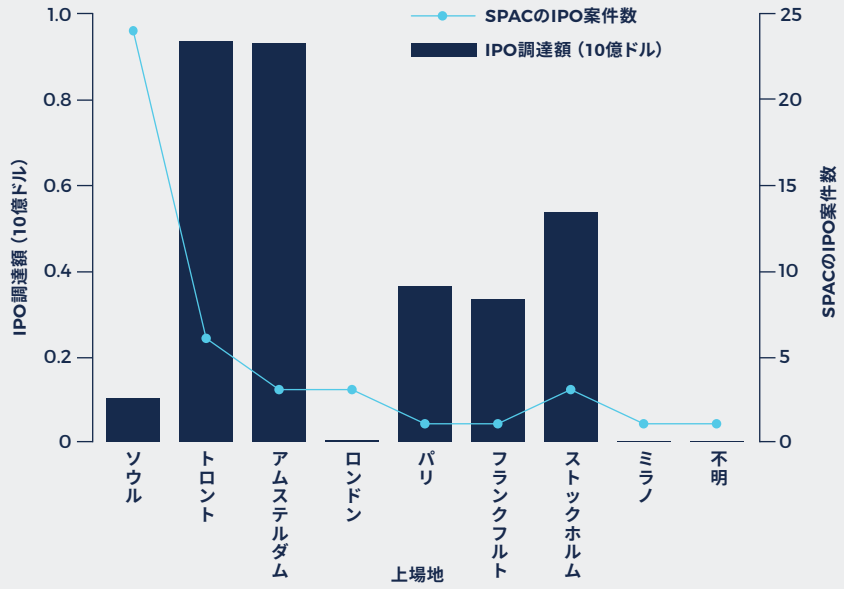
各国の上場争奪戦

米国のSPACが世界中でターゲット企業を探している一方で、他の国々はSPACによる新株発行地としてのニューヨークの競合になろうと躍起になっています。英国では、最近のLord Jonathan Hillの上場規則改革に関する提言が今年後半に実施される可能性があることを受けて、投資家はロンドン市場におけるSPACの上場に期待を寄せています（上場規則が改定された場合、SPACによる買収の発表を受けて、自社株式の取引が停止される制限が取り除かれる可能性が出てきます。）。アムステルダムでは多数のSPACが上場を果たしており、今後さらに増えていくと言われています。フランクフルトも同様に足場を固めようとしており、ドイツのベンチャーキャピタリストであるKlaus Hommelsは、Deutsche Börseと協力して、競争力のあるSPAC体制の開発を進めています。同氏がこの新体制に期待しているのは、欧州企業が独自性を保ち、地元の投資家が国内のイノベーションから利益を得られるようにすることです（アムステルダム、フランクフルト、ロンドンに上場しているSPACと米国のSPACの基本的な特徴を比較したデータは、こちらから参照できます。）。アジアでも同様の議論が行われており、インドネシアの証券取引所は、ソウル（コスダック）、香港やシンガポールに続き、SPACの上場を認めるかどうかを検討していることを最近になって発表しました。

米国のSPACによる海外資産を対象とした取引（2000〜2021年）



米国以外のSPACのIPO（2020〜2021年）



出典: Refinitiv（データは2021年3月24日現在のもの）

GameStop事件の影響

> 「Reddit軍団」によってAMC Cinemasの株価が急騰したため、Silver LakeはAMCの転換社債6億ドルを株式に交換しました。

GameStop 株は個人投資家の「ショートスクイズ」に巻き込まれました。

GameStop事件（個人投資家と空売り筋が掲示板を使って戦いを繰り広げた事件）には、M&Aの観点からするとどのような意味があるのでしょうか？

ファンドが企業の株式を空売りするのは、当該企業の株式が過大評価されていると受け止められているときです。こうした空売りは、当該企業の根本的な問題の兆候を示しているかもしれません（単に高値で取引されているだけ、ということもあります。）。ファンドの賭けが的中して株価が下がり始めれば、アクティビストが参入したり売却圧力が発生したりすることになる可能性があります。

空売り筋に対抗するために、公開買付けを募る企業もあります（数年前のConcordia Healthcareがその一例）。このような戦略は、空売り筋のポジションを脅かす（実際のオファーまたはオファーの噂で株価が上昇した場合）ことができるものの、一方で潜在的な買収者を招くリスクとなります（空売り筋の目論見が勝利した場合）。

しかし、GameStopのように、「ショートスクイズ」に巻き込まれて株価が急上昇するようなことがあれば、どのようなディールであっても実現の可能性は極めて低くなります。その代わり、会社は（新株発行を伴うさらなる資金調達が資本市場で支援されるとの想定のもと）、新たに得られたバリュエーションを利用して一般投資家から現金を調達し、経営陣がターンアラウンド／リポジショニング／ポートフォリオ最適化を実行するための時間を稼ぐことができるのです。理論的には、自社の株式をM&Aの対価として利用することも可能ですが、その場合、一般的には、公開企業の新株発行よりも長いオープンウィンドウ（取引交渉や委任状／目論見書の検討期間）が必要となり、また、ターゲット企業の取締役会としても買主の高いバリュエーションを信じる必要があります。

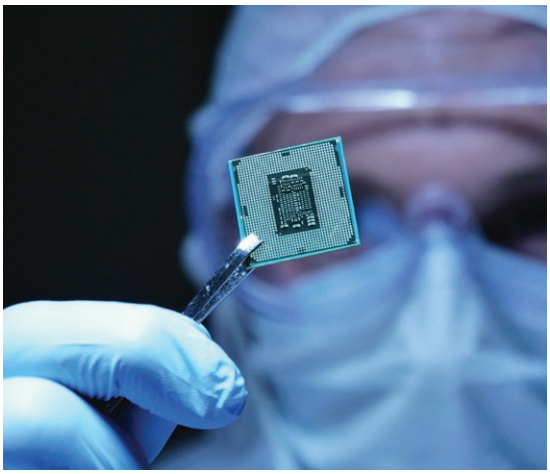
会社のバランスシートへの影響は他にもあります。「Reddit軍団」によってAMC Cinemasの株価が急騰したため、Silver LakeはAMCの転換社債6億ドルを株式に交換し、同社の負債の大部分を一気に解消してしまいました。

GameStop単体の話をすると、（最近、激しい委任状争奪戦を経て刷新された）同社の取締役会が、パッケージゲームの販売ではなくソーシャルゲームを中心とした新しいビジネスモデルに軸足を移すことで、同社の運命を変えることができるのではないかという推測があります。ここ数ヶ月、GameStopの時価総額は、黒字という条件を満たしてさえいればS&P 500に入るほどの高水準でした。そこまで行くと、ETFなどのインデックスファンドは価格に関わらず買いを選択せざるを得なくなるので、株価がショートスクイズ前の水準まで下がるのをある程度防ぐことができます。また、株価が上昇したままの状態であれば、GameStopは、自社の変革を実行するための資金力を得ることができるでしょう。

中国、経済制裁及びクロスボーダー投資

最近における中国・欧米間の経済制裁問題がエスカレートする以前から、比較的沈静化していたEU内の対内インバウンドディールの分野において、中国企業が欧州のテクノロジー企業を物色しているという噂が流れていました。

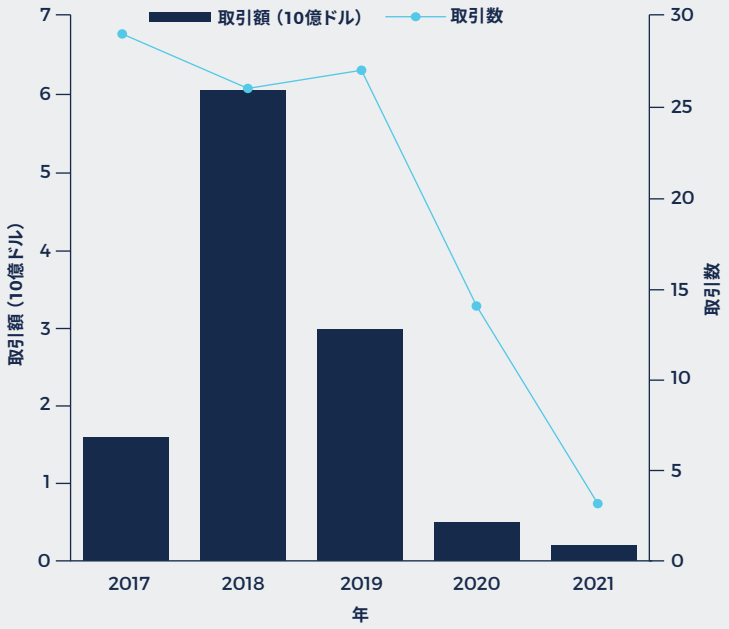
今回の中国側の機運の高まりは、昨年遅くに合意されたEU・中国間の投資協定によるもので、（EUの貿易担当欧州委員であるValdis　Dombrovskisによると）当該協定の批准手続きの完了は、ブリュッセル・北京間の外交問題の行方に左右されます。この投資協定が承認された場合においても（欧州議会議員に対して中国側が制裁措置をとったため、確実ではありません）、EUメンバー国は依然として国家安全保障を理由に投資案件を禁じることが可能で、現にそのような禁止を実施しています。EU・中国間の外交関係の危うさを踏まえると、今後類似の合意内容が両サイドの貿易関係にどのような影響を及ぼすのか引き続き注視したいところです。目まぐるしく変化する外国投資規制の世界についてご興味のある方は、このテーマに特化した四半期ベースの外国投資モニターを数週間後に発行しますので、そちらをご覧頂ければ幸いです。



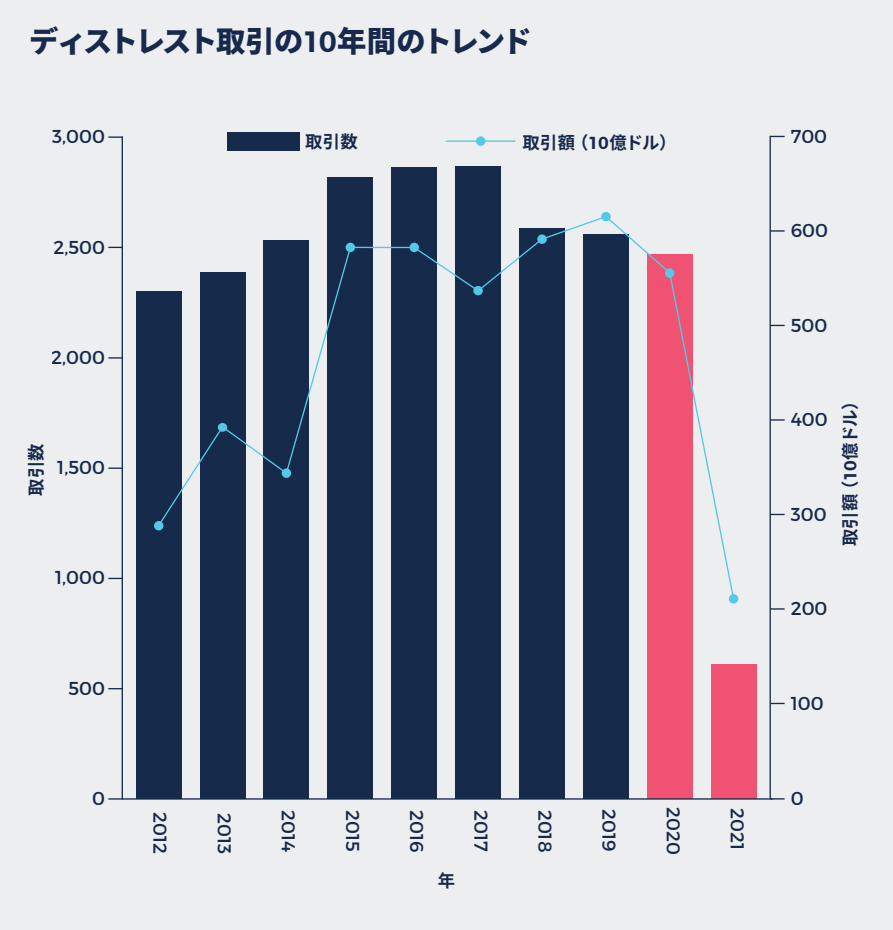
中国の欧州のテクノロジー企業に対する投資は、ピークの2018年から劇的に減っています。

> **“（EU・中国間の）投資協定が承認された場合においても、EUメンバー国は依然として国家安全保障を理由に中国からの投資案件を禁じることが可能で、現にそのような禁止を実施しています。**

中国による欧州ハイテク企業の買収



ディストレスト取引はどこへ行ってしまったのか？



パンデミックがディストレスト取引の増加の波を呼び込んでくる、というのが論理必然的な予想でしたが、負債収益率が6倍を超える（または投資不適格債に区分される）ターゲット企業や売主がかかわる取引のデータを見ても、この予想は今のところ実現していません。

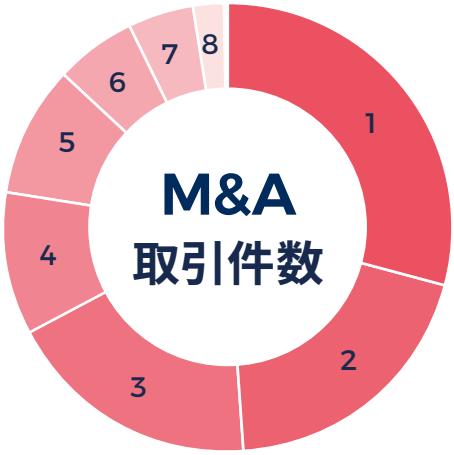
これは、景気回復の見通しが立つまでは、買主がその手の資産を保有したくないと考えているからでしょう。そのため、規制が徐々に緩和され、政府の財政支援が縮小されると、今年の後半には上向いてくる可能性があります。

今のところ、新型コロナウイルスの感染拡大の影響によるディストレスト取引の増加の兆候は見られません。

2021年第1四半期における業界別のグローバルM&A

業界	取引金額(10億ドル)	%
1 テクノロジー・メディア・通信	346.8	31.14
2 金融	178.0	15.98
3 資本財・素材	155.1	13.92
4 エネルギー・電力	134.0	12.03
5 ヘルスケア	108.7	9.76
6 消費財*	95.7	8.60
7 インフラ・輸送	50.3	4.52
8 不動産	45.1	4.05
合計	1,113.8	100

* 小売業を含む



業界	取引件数	%
1 テクノロジー・メディア・通信	3,128	29.24
2 消費財*	2,114	19.76
3 資本財・素材	1,974	18.45
4 金融	1,091	10.20
5 ヘルスケア	1,006	9.40
6 エネルギー・電力	640	5.98
7 不動産	500	4.67
8 インフラ・輸送	244	2.28
合計	10,697	100

* 小売業を含む

出典: Refinitiv（データは2021年3月24日現在のもの）

Global M&A Q1 2021 – value and volume

Global*

M&A value
$1,113.8bn

M&A deal volume
10,697

Top 3 deals

1	GE Capital Aviation Services/AerCap Holdings	$31.2bn
2	Kansas City Southern/ Canadian Pacific Railway	$28.7bn
3	The Hartford Financial Services Group/Chubb	$23.4bn

Inbound: most targeted markets

US 2,808 deals	$608bn
Canada 363 deals	$88bn
China 1,343 deals	$77bn

Outbound: most acquisitive markets

US 2,708 deals	$610bn
China 1,385 deals	$76bn
UK 909 deals	$74bn

USA*†

M&A value
$610bn

M&A deal volume
2,708

Top 3 deals

1	GE Capital Aviation Services/AerCap Holdings	$31.2bn
2	Kansas City Southern/ Canadian Pacific Railway	$28.7bn
3	The Hartford Financial Services Group/Chubb	$23.4bn

Inbound: markets investing into US companies

US 2,220 deals	$486bn
Ireland 14 deals	$49bn
Canada 77 deals	$34bn

Outbound: markets US companies are investing into

US 2,220	$486bn
Israel 23 deals	$26bn
UK 140 deals	$17bn

Europe*†

M&A value
$210bn

M&A deal volume
3,351

Top 3 deals

1	PPL WPD Investments/National Grid Holdings One	$20.1bn
2	Suez – French businesses/Investor group comprising Ardian and Global Infrastructure Partners	$14.2bn
3	Ardagh Metal Packaging/Gores Holdings V	$9.5bn

Inbound: markets investing into European companies

US 336 deals	$63bn
UK 695 deals	$42bn
France 315 deals	$15bn

Outbound: markets European companies are investing into

US 161 deals	$69bn
UK 662 deals	$44bn
France 281 deals	$23bn

Asia-Pacific*†

M&A value
$166bn

M&A deal volume
3,398

Top 3 deals

1	Crown Resorts/ Blackstone Group	$6.2bn
2	Dewan Housing Finance Corp/ Piramal Capital and Housing Finance	$4.7bn
3	Renew Power Pvt Ltd/RMG Acquisition Corp II	$3.6bn

Inbound: markets investing into Asia-Pacific companies

China 1,314 deals	$76bn
US 105 deals	$17bn
Hong Kong 129 deals	$13bn

Outbound: markets Asia-Pacific companies are investing into

China 1,340 deals	$73bn
Japan 655 deals	$14bn
US 64 deals	$14bn

Financial sponsor M&A – top 3 deals with buyside financial sponsor involvement

1
$14.2bn
Suez – French businesses/ Investor group comprising Ardian and Global Infrastructure Partners

2
$9.4bn
Telxius Telecom – Telecommunications Towers Division Europe/ American Tower

3
$7.8bn
Athene Holding/ Apollo Global Management

* Deal value includes net debt of target | † Includes domestic deals | Source: Refinitiv | Data correct to 03/24/2021

© Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP, April 2021, AS0288