

# SPAC（特別買収目的会社）とは何か

福 本 葵

## 要 旨

2021年のアメリカの新規上場会社数は、前年比の2倍の約1,000件となった。これは、SPAC（Special Purpose Acquisition Company、特別買収目的会社、以下、SPAC）を利用した上場の急増によるところが大きい。SPACは、それ自体は特定の事業を持たず、未公開会社等を買収することのみを目的として上場する会社である。SPACは、上場時にはどの会社を買収するかは不明なので白地手形を指す「ブランク・チェック・カンパニー（blank check company）」と呼ばれることがある

SPACは上場後に適切な買収対象となる企業を見つけその企業と合併する。合併後は、事業を営む被買収企業が存続会社となり上場を継続する。SPACによる上場は被買収会社にとって上場準備期間が短縮化されるメリットがある。また、新型コロナウイルス感染症に伴う量的緩和による資金が投資先を求めて、SPACに向かったものと考えられる。

投資家は、SPACに投資する時点では、事業会社となる将来の被買収企業の業績を判断することができない。投資家はSPACのスポンサーと呼ばれる創業者の専門性や手腕を信頼することによって、投資することとなる。2021年3月までのSPAC件数の急拡大が4月になり急減したのは、SECが、SPACの個人投資家に対し、スポンサーが著名人であることを理由に投資することの危険性を警告し、SPACおよび被買収企業に対しては、規制強化を開始した影響が大きい。

本稿では、SPACとは如何なるものであるか、SPACの歴史およびSPACの上場から合併に至る手続き、SECの規制について考察する。

キーワード：SPAC、ブランク・チェック・カンパニー、blank check company、De-SPAC、スポンサー

目 次

1. はじめに	4.3. SPAC 完了フェーズ
2. SPAC の概要	5. SPAC の詐欺疑惑事例および SEC の SPAC に 対する規制の強化
3. SPAC の歴史・規制の変遷	5.1. SEC の警告
3.1. ベニーストック取引に対する規制強化	5.2. SPAC による虚偽疑惑事例および SPAC に 対する訴訟
3.2. blank check company に対する規制	5.3. SEC の規制強化
3.3. SPAC の開発	6. おわりに
4. SPAC 上場から合併または解散までのプロセス	
4.1. IPO フェーズ	
4.2. ターゲット企業探索および交渉フェーズ	

## 1. はじめに

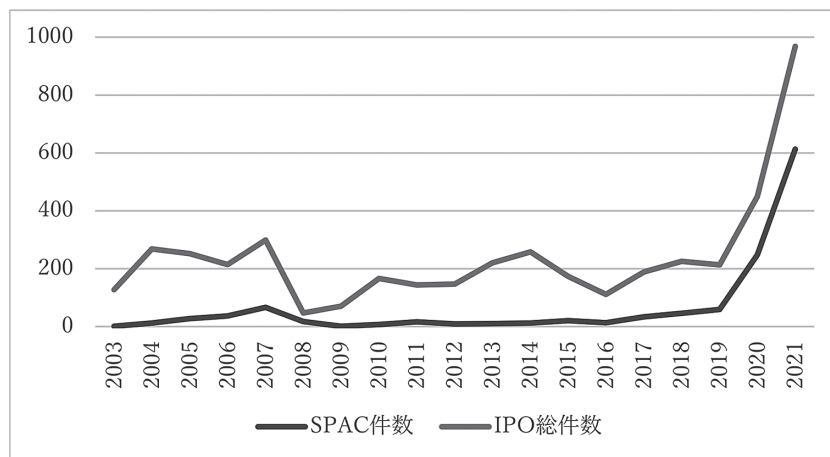
2021年のアメリカの新規上場会社数は、前年比の2倍の約1,000件となった。これは、SPAC（Special Purpose Acquisition Company、特別買収目的会社、以下、SPAC）を利用した上場の急増によるところが大きい（図表1、図表2）。2021年のIPOの件数総数968件のうち、SPACの件数は、613件と63%を占めた。（図表1、図表2、図表3）。SPACや

図表1 アメリカのSPACによるIPO

年	調達額（ドル）	件	平均サイズ（ドル）
2021	1,623億	613	2億6490万
2020	834億	248	3億3620万
2019	136億	59	2億3050万
2018	108億	46	2億3370万
2017	100億	34	2億9550万
2016	35億	13	2億6920万
2015	39億	20	1億9510万
2014	18億	12	1億4580万
2013	14億	10	1億4470万

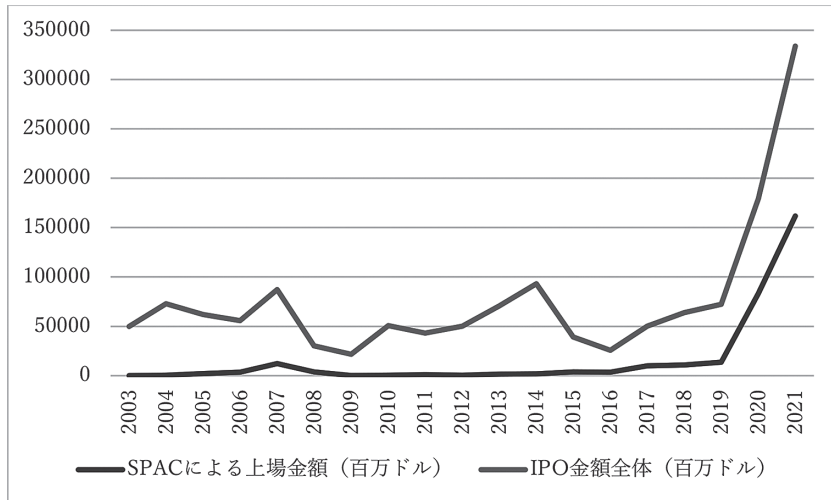
〔出所〕 SPACリサーチより。2022年1月3日現在

図表2 SPACによる上場件数



〔出所〕 SPAC Analytics 社 (<https://www.spacanalytics.com/>) より作成。2022年1月3日現在。

図表3 SPACの上場金額



〔出所〕 SPAC Analytics 社 <https://www.spacanalytics.com/>より筆者作成。2022年1月3日現在。

ダイレクト・リスティングといった伝統的 IPO の代替策はともに増加している。本稿では、SPACとは、如何なるものであるか、特に規制の推移および SPAC の上場から合併に至る手続きについて考察する。

## 2. SPAC の概要

SPAC は、それ自体は特定の事業を持たず、未公開会社等を買収することのみを目的として上場する会社である。上場後に適切な買収対象となる企業を見つけ、その企業と合併する。合併後は、事業を営む被買収会社が存続会社となり上場を継続する。被買収会社は新興企業が多い。このような被買収会社にとって、SPAC に買収され存続企業となって上場することは、伝統的 IPO の際の上場に伴う様々な手続きを経ることなく、上場準備期間が短縮化されるメリットがある。また、新型コロナウイルス感染症に伴う量的緩和による資金が投資先を求めて、SPAC に向かったものと考えられる。

投資家は、SPAC に投資する時点では、将来、SPAC がどのような企業を買収するかは未定なので、事業会社となる将来の被買収企業の業績を判断することができない。通常、SPAC が上場する際には、どのような規模のどのような分野（例えば、IT 関連等）のターゲット企業と合併すると目標を掲げるのみである。投資家は SPAC のスポンサーと呼ばれる創業者の専門性や手腕を信頼することによって、投資することとなる。実際、例えば、Social Capital Hedosophia Holdings Corp I 他、12 の SPAC のスポンサーに Chamath Palihapitiya, Pershing Square Tontine Holdings Ltd. のスポンサーにビル・アックマン、Reinvent Technology Partners のスポンサーに LinkedIn の共同創業者のレイド・ホフマン、Executive Network Partnering Corp のスポンサーに共和党の元下院議長のポール・ライアンなど、SPAC のスポンサーには多くの著名人が名を連ねている。

SPAC は、上場時にはどの会社を買収するかは不明なので白地手形を指す「ブランク・

SPAC（特別買収目的会社）とは何か

チェック・カンパニー（blank check company）やシェル・カンパニー（shell company）と呼ばれることがある。1933年証券法第7条は、「blank check company」を「ペニーストックを発行する発展段階の会社であり、かつ、次のような会社をいう。(1) 明確な事業計画または目的を有していないか、または、(2) その事業計画自体が明らかでない会社との合併であることを表示したことがある会社」と定義している。また、Securities and Exchange Commission（米国証券取引委員会、以下、SEC）は、まず「blank check company」を「具体的な事業計画や目的を持たないまたは不明な、他の会社、事業体、または個人との合併や併合を目的とした会社」とし、さらにSPACはその一形態であると定義している<sup>1</sup>。

### 3. SPACの歴史・規制の変遷

#### 3.1. ペニーストック取引に対する規制強化

SPACによるIPOはここ数年で急増したが、その仕組みは新しいものではない。SPACはblank check companyの一形態であるとされているが、1980年代、F.D.Roberts Securities Inc.が行った詐欺事件で用いられたように、ペニーストック詐欺のピークルとしてblank check companyが用いられた<sup>2</sup>。ペニーストックとは、現在では、「1株5ドル未満の株式であって、発行会社が、過去3年間の平均収入が600万ドル以下、または3年以上継続して事業を行っている場合は純資産200万ドル以下、3年未満の企業の場合は純資産500万ドル以下であるもの」と

図表4 SPACの例

社名	業種	SPAC	市場
ニコラ	電気自動車メーカー	ヴィクト IQ アクイジション	Nasdaq
ドラフト・キングス	スポーツカジノ	ダイヤモンド・イーグル・アクイジション	Nasdaq
モメンタス	宇宙輸送サービス	ステイブル・ロード・アクイジション	Nasdaq
ヴァージン・キャデラック	宇宙旅行ベンチャー	ソーシャル・キャピタル・ヒドソフィア	NYSE
オープン・レンディング	自動車ローン専用 フィンテック	ネブラ・アクイジション	Nasdaq
パーティブ・ホールディングス	IT サービス	GS アクイジション・ホールディングス	NYSE
ビビント・スマート・ホーム	家庭用セキュリティ システム	モザイク・アクイジション	NYSE
ファイナンス・オブ・アメリカ	金融	リプレイ・アクイジション	NYSE
クローバー・ヘルス	医療関係	ソーシャル・キャピタル・ヒドソフィア	NYSE

〔出所〕 日経新聞電子版2020年12月22日に筆者加筆

1 U.S. Securities and Exchange Commission, (<https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/blank-check-company>), last visited March 20, 2021.

2 1988年12月13日、SECはニュージャージー州のF.D. Roberts Securities Inc. とその関係者4人を、マイクロキャップ銘柄であるヒューズ・キャピタル・コーポレーションを操作したとして訴えた。

定義されている（取引所法 SEC 規則 3 a51-1）。

ペニースtock市場は、1世紀以上も前から鉱物等に関連する投機取引の盛んな西部に多く存在し、規制の例もいくつかあったが、1980年代のペニースtock詐欺の増大により、さらなる規制が必要であるとされた<sup>3</sup>。ペニースtock詐欺では、blank check company を設立し、それによって調達した資金の私的流用が行われた。また、blank check company の株式を仲間内で購入し、風説の流布（pump and dump scheme）によって株価を上げた後売り逃げたり、blank check company を実体のない会社と合併させたりした。

そこで、1990年、Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990（ペニースtock改革法、以下、PSRA）が制定された。PSRA 第503条では、1934年証券取引所法におけるペニースtockの定義を変更し、第504条では、ペニースtockに対する規制当局の権限を拡大した。また、第505条では、投資家に対し、投資の危険性を知らされていたことを示す投資に関連する権利放棄書への署名を義務付けることでblank check company のペニースtockの取引を制限した。さらに、第508条は、1933年証券法に、77（g）つまりblank check company の定義規定を追加した。blank check company とは、ペニースtock（第78c条（a）（51）項）を発行している開発段階の会社で、（A）具体的な事業計画や目的を持たない会社、または、（B）その事業計画が不明の会社または企業との合併であることを示している（15 U.S.C. § 77（g）（b）（3））。第77（g）条（b）（1）はまた、「blank check company で

ある発行体が提出した登録報告書に関する特別な規則を規定する」ことをSECに要求している。この規定を受けて、SECは規則419を策定した。

### 3.2. blank check company に対する規制

blank check company は、IPO後公開会社となるが、それ自体は事業を行っておらず、事業計画の具体性が依然として低い。従って、投資家保護のためにより厳格な要件が必要となる。その一つが調達資金のエスクロー口座またはトラスト口座への預託義務である。

SEC規則419は、投資家から調達した資金をリスクの低い政府証券等で運用するエスクロー口座またはトラスト口座にその90パーセント以上を預託しなければならないと規定している。残りの10パーセントは、適切な被買収企業を探索するための費用である（規則419（b）（2）（6））。

また、二つ目の投資家保護策として情報開示の充実が挙げられる。blank check company が開示しなければならない情報として、1933年証券法、15 U.S. Code § 77gでは、blank check company の registration statement の規制が追加された。

### 3.3. SPAC の開発

1980年代に多発したペニースtock詐欺に対する反省から、1990年に制定されたPSRAによってblank check company の規制が始まるが、ほぼ同時期の1992年、当時のGKN証券（現在は消滅）のDavid Nussbaumによって、blank check company の一形態であるSPAC

3 青木浩子「ペニースtock取引に関する1992年米国証券取引所法規則—流動性に欠ける市場における規制—」証券経済研究第27号134頁（2000）。

SPAC（特別買収目的会社）とは何か

が開発された<sup>4</sup>。

取引所法 SEC 規則 3 a51-1 で、SEC は、「(1) 3年以上継続して事業を行っている企業の場合は200万ドル、(2) 3年未満の企業の場合は500万ドルを超過する純資産を持つ企業の証券発行はペニースtockには該当しない。」としている。SPACはこの規定に該当する資産を有することによってペニースtockに関する規制を回避している。これらの資産を保有していることを証明するためには、Form8-Kを使用して、募集日現在の監査済財務諸表をSECに提出しなければならない。また、財務諸表はSPACの目論見書にも記載しなければならない。

1990年代前半、David Nussbaumは13のSPACを立ち上げ12のSPACを設立したが、その後、SPACはほとんど用いられなかった<sup>5</sup>。1997年 National Association of Securities Dealers（全米証券業協会、以下、NASD）はGKNが市場を独占し、競争を阻害したとしてGKN証券の29名のブローカーやチーフエグゼクティブプロデューサーの資格を剥奪したこと、1990年代後半から2000年代に掛けては、IPOが好調だったこともあり、2003年までSPACはほとんど設立されなかった<sup>6</sup>。2003年8月、元GKNの社員が多く在籍していた小規模投資銀行 Early-BirdCapital 証券会社が近代的なSPACの第1号である Millstream Acquisition Corp. を引き受

けた。その際、自主的に追加的義務も履行した<sup>7</sup>。

2006年頃からサーベンス・オスクリー法等によるIPOの規制強化によって、SPACの設立件数は徐々に増加し始めた。当時、SPACを認めていたのは、OTCブリティンボードに対する登録のみであったが、2005年、AMEXが上場を認めた。当初は導入に慎重であったが、その後、2008年3月6日、NYSEがSPACによる上場を認める規則改正を提案し、2008年5月6日SECが承認した<sup>8</sup>。また、2008年3月14日 NasdaqがSPACによる上場を認める規則改正提案を提出し、同年7月25日、修正提案をSECは承認した<sup>9</sup>。

2016年のSPACによるIPOはすべてNasdaqでのIPOであったが、NYSEは2017年7月にSPACの上場基準を緩和し、SPACの上場に必要とされるラウンドロット（単位株主、すなわち、少なくとも最低取引単位株の100株を保有する株主）の最低株主数を400名から300名に引き下げるなどの取り組みを行い、2017年には、9件のSPACによるIPOを獲得した<sup>10</sup>。

4 Daniel S. Riemer, *Special Purpose Acquisition Companies: Spac and Span, or Blank Check Redux?*, 85 WASH. U.L. REV. 931 note5 (2007).

5 Riemer, *supra* note 4, at 945.

6 Riemer, *supra* note 4, at 948.

7 Yochanan Shachmurove & Milos Vulanovic, *SPAC IPOs*, Oxford Handbook of IPOs17 (2017).

8 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Release No. 34-57785; File No. SR-NYSE-2008-17).

9 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Release No. 34-58228; File No. SR-NASDAQ-2008-013).

10 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Release No. 34-81079; File No. SR-NYSE-2017-11). 後藤潤一郎「2017年の米国IPOの市場分析（From the Corner of Wall Street—連載第13回—）」月刊資本市場319号78頁、78頁、79頁、80頁（2018）単元株要件は、公開会社が安定した取引を促進し、価格の変動を抑えるために十分な投資家層を有することを保証することを目的としている。

## 4. SPAC 上場から合併または解散までのプロセス

### 4.1. IPO フェイズ

スポンサーは SPAC を上場させ、その後ターゲット企業を探索し合併する。合併後は事業を営むターゲット企業が存続会社となる。SPAC とターゲット企業の合併はリバース・マージャーの一種である。

指定された期間にターゲット企業を見つけられなかった場合やターゲット企業を探索できたが、株主からの承認が得られず合併に至らなかった場合、SPAC は解散する。

SPAC 上場から合併または解散までのプロセスは主に三段階に分けられる。第一のフェイズは IPO フェイズである。

IPO フェイズでは、スポンサーが設立の手続

きを行う。スポンサーは SPAC が SEC に申請または登録申請をする前に創業者株式 (founder share) を購入する。多くの場合、IPO の完了後、スポンサー株式は自動的に普通株式に転換される。その結果、スポンサーは発行済株式の 20% の株式を保有することになる。また、スポンサーは、公募価格でワラントや後に述べるユニットを購入することもある。

プライベートファンドが運用収益を徴収するのに対して、SPAC のスポンサーは合併が完了するまで、会社から給与や手数料を受け取ることが許されていない。スポンサーの収益は株価の値上がりのみである。スポンサーの投資収益は SPAC が合併ターゲットを探している間のスポンサーのコストをカバーする。

多くの SPAC では、この founder share は、De-SPAC 取引の際、自動的に 1 対 1 で普通株式に転換され、また、ワラントも株式に転換される。そのため、SPAC 取引では、必然的に発

図表 5 SPAC のライフサイクル

IPOフェイズ	ターゲット企業探索フェイズ	SPAC完了フェイズ
<ul style="list-style-type: none"> <li>・フォームS-1/F-1をSECへ提出</li> <li>・IPOに向けた準備、ロードショー、事務手続</li> <li>・IPOプロセスの詳細を記載した最終目論見書の提出</li> <li>・案件の構造、公開価格、引受人の手数料、取引所への上場、信託口座の開設、創業者によるワラントの購入などの情報提供</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・定期的なSECへの書類提出</li> <li>・ターゲット企業の特定</li> <li>・合併の意思表示</li> <li>・PIPEおよび融資契約の締結の可能性</li> <li>・合併承認のためのSECへの法的手続</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・合併の是非を問う株主総会</li> <li>・合併または清算</li> <li>・清算の場合、信託口座にある資産は株主に還元</li> <li>・合併契約書の締結</li> <li>・合併契約の公表</li> <li>・取引終了</li> <li>・Super 8-K提出</li> <li>・ターゲット企業が存続会社・公開会社となる。</li> </ul>

[出所] Shachmurove, Y., & Vulanovic, M. *Specified purpose acquisition companies in shipping*. Global Finance Journal, 26, 64-79. (2015) および Harvard Law School Forum on Corporate Governance, (<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>) より筆者作成。

SPAC（特別買収目的会社）とは何か

行済株式総数が増加し、SPACに投資した株主の株式は希釈化される<sup>11</sup>。

SPACの設立から約8週間でSECにForm S-1を提出し、IPOを行う。通常のIPOと比べて提出する書類も少なく、そのため、SECからの意見や修正も少ない。

その後、投資家に対しユニットが発行される。ユニットは通常10ドルであり、普通株式とワラントまたはワラントの端数で構成されている。例えば、2020年1月8日、ソフトバンクグループがNasdaqに上場したSPACのユニットは、普通株式1株と4分の1のワラントで構成されている。つまり、この場合、ワラントを行使して1株を取得するためには、4ユニットを40ドルで購入しなければならない。IPOが完了して数か月するとユニットの株式とワラントは別々に売買可能となる。ワラントの権利行使価格は、分割、株式および現金配当のための希釈化防止調整付きで、11.50ドルであることが多い<sup>12</sup>。例えば、普通株式1株に4分の1ワラントがユニットとなっている場合、4ユニットを40ドルで購入し、その後、ワラントの行使価格の11.5ドルを払い込めば、さらに追加で普通株式1株を取得することとなる。

また、1980年代のペニースtock詐欺の反省から投資家保護のため制定されたSEC規則419により、IPOの90%以上に相当する金額のエスクロー口座またはトラスト口座に資金を預託しなければならない。口座内の資金は通常、米国政府短期証券に投資されるか、または現金として保有される。また、多くのSPACの定款上、信託財産の資金使途は、企業買収、合併企業へ

の出資、合併が成立しなかった場合の清算中の株主への分配、株式の償還に限定されている。信託勘定の投資の利子を税金の支払いに充てることはしばしば行われている。

## 4.2. ターゲット企業探索および交渉フェイズ

IPOの後、SPACはターゲット企業を探索する。多くの場合、SPACが合併対象企業を見つける期間は2年とされており、この期間に買収企業を見つけられない場合には、投資家に資金を返還する仕組みとなっている。

指定された探索期間に買収対象会社を見つけることができた場合、SPACは対象会社と合併の条件について交渉し合意する。Nasdaqの規則IM-5101-2. Listing of Companies Whose Business Plan is to Complete One or More Acquisitions (b)ではターゲット企業の市場価値の最低条件が定められている。つまり、ターゲット企業の市場価値は、預託口座の価値（繰延引受人手数料および預託金口座で得た収入にかかる未払税金を除く）の80%以上でなければならないとされている。

一方、ターゲット企業の市場価値に上限の要件は定められていない。SPACがより大きな企業と合併するために資金が必要な場合、スポンサーはSPACに追加資金を貸し付けることがある。また、多くのSPACは合併の完了と同時に、または合併の買収契約に署名する前に、PIPE取引（private investments in public equities）と呼ばれる契約を締結している<sup>13</sup>。

11 De-SPAC取引（またはDe-SPAC解体取引）とは、買収契約書に定められた資金調達等の要件が完了し、合併が完了することをいう。

12 1株あたり10.00ドルのIPO価格を15%上回る。



### 4.3. SPAC 完了フェイズ

#### 4.3.1. 対象企業を見つけられた場合

ターゲット企業との合意に達した後、合併の発表を行う。発表後、普通株式の株主に合併の是非を問う株主総会が開催される。Nasdaq 規則 IM-5101-2. Listing of Companies Whose Business Plan is to Complete One or More Acquisitions (d) では、合併が承認されるには、過半数の賛成が必要であるとされている。株主に承認され、合併契約書に定められた資金調達その他の条件が満たされた後、SPAC は対象会社に合併される。この場合、合併に賛成した株主は新会社の株主となり、反対の議決権を行使した株主は信託口座から株式の償還および利息を受け取る。

買収完了後 4 営業日以内に新会社は、Super 8-K と呼ばれる特別な Form 8-K を提出しなければならない。Super 8-K では、Form 8-K とともに 1934 年取引所法に基づく Form 10 の登録書を提出する場合に必要な情報を提出することが求められる。また、3 年分の監査済財務諸表など IPO に適用される要件など同様の多くの書類を提出しなければならない。

株主の承認に関しては、二通りの方法がある。取引所の規則では、SPAC とターゲット会社の合併に際し、株主の承認を得ることは必ずしも必要とされていない。一つは、自発的または法や取引所の上場規則が要求するため、株主総会における株主の承認を必要とする場合である<sup>14</sup>。この場合には、株主の過半数の賛成があ

る場合にのみ合併がなされる。さらに反対株主には信託口座に保管されている資産の割合に応じて株式を転換する権利が与えられている。また、合併の承認を求める株主総会が開催された場合、取引所の規則でも、反対株主にのみ償還の権利があることが規定されている<sup>15</sup>。しかし、近年の SPAC では、合併に反対した株主のみならず、反対の議決権を行使しなかった株主も償還の権利が与えられることが一般的になっている。株式を償還した株主であっても、新株予約権を保有し続けることは可能である。

次に、合併に株主の承認を必要としない場合、すべての株主に株式を償還する権利が与えられている。このような場合、SPAC は合併を遂行するのに十分な資産を有しない場合もあり、そのような場合には増資を行うか、時間が残されていれば、当該ターゲット会社との合併を諦め、新たなターゲット企業を探索することとなる<sup>16</sup>。

合併に株主の承認を必要としない方法は、一部のヘッジファンドが SPAC から対価を得るために、合併の是非を問う株主総会で反対の議決権を行使すると脅すことがあり、これを回避するため、2009年に設立された 57<sup>th</sup> Street General Acquisition Corp. が承認を得なくともよいこととしたことが始まりである。同社は合併に不満を持つ株主から公開買付によって株式を買収するという仕組みを採用した。この会社の場合、88%以上の株式を保有する株主が公開買付に応じなければ、買収は成功することとなっていた。さらに、57<sup>th</sup> Street General Acquisition

13 PIPE とは、上場や合併の際にプライベート・エクイティ・ファンドが私募の株式を引き受けることをいう。

14 Model Business Corporation Act (MBCA) § 11.04 (b), § 11.05; Delaware General Corporation Law (DGCL) § 251 (c) et seq.

15 NYSE listed company manual 102.26b, Nasdaq 規則 IM-5101-2(d).

16 Gül Okutan Nilsson, *Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies*, Eur Bus Org Law Rev 19, 254 (2018).

SPAC（特別買収目的会社）とは何か

Corp. は「ブルドッグ条項」と言われる条項を持っている。これは、SPACの大量の株式を保有する投資家またはグループが転換権を行使して、既に承認されている合併を中止させることを防ぐための規定である<sup>17</sup>。ブルドッグ条項は、このような株主に対し、発行済株式総数の一定割合、通常は10%から15%を超えて転換権を行使することを禁じるものである。

多くの場合、事業を営むターゲット企業は現金を必要としている。その一方で、近年のSPACでは、合併決議に反対するか賛成するかを問わず、株主に株式の償還の権利が与えられているため、合併に用いることができる現金の額は不確定である。この不確実性を軽減するため、一般に、合併契約には償還後のSPACの現金の最低額を要求する合併契約締結条件が含まれている<sup>18</sup>。

#### 4.3.2. 対象企業を見つけられずに探索期間が終了した場合

SPACの探索期間を延長するか、既に発表されている合併を完了させるために必要な期間を延長するかを決定する株主の承認を得られずSPACが2年以内に合併しない場合、SPACはエスクローに預託されている財産を清算し一般株主に分配する。この場合、スポンサーは出資金を失う。SPACの合併提案に際し、株主は株式を償還する権利を有している。株主は信託勘定の受益者であり、信託勘定に預託されている財産を比例配分で受け取る権利を有している。

## 5. SPACの詐欺疑惑事例およびSECのSPACに対する規制の強化

### 5.1. SECの警告

2021年初頭は全IPO件数の80%以上を占めていたSPACに対し、SECは3月頃から監視を強化し始めた。アメリカ市場においては、SPACに対する個人投資家の投資が拡大しているとされるが、SPACに対しては、様々な懸念もある。まず、SPAC上場の時点では、ターゲット企業が決まっておらず、SPAC自身には事業の実態がない。この時点で情報開示をしても不十分である。投資家はSPACのスポンサーの手腕や経験に期待して投資することとなるが、これについて、SECは2021年3月10日、投資家に向けて著名人が関与しているというだけでSPACに関する投資判断をしないように警告を発した<sup>19</sup>。この警告の中で、SPACのスポンサーと投資家は利益相反の関係になる可能性があるとして述べている。また、スポンサーは一般にIPO時の投資家やその後、公開市場で株式を取得した投資家より有利な条件で株式を取得すること、SPACのスポンサーは合併を完了することによって、投資家よりも多くの利益を得ることになるため、投資家にとって不利な条件であっても合併を完了させるインセンティブを持つ可能性があるとして述べている<sup>20</sup>。前述のように、スポンサーはSPACから報酬を得ることがない。つまり、合併が未了に終わったため株式を売却できないまたはワラント権を行使で

17 Usha Rodrigues & Mike Stegemoller, *Exit, voice, and reputation: the evolution of SPACs*, 37 Del. J. of Corp. L. 62, 63 (2013).

18 Minmo Gahng et al, *SPACs*. Available at SSRN 3775847, 2 (2021).

19 SEC “*Celebrity Involvement with SPACs – Investor Alert*”, March 10, 2021.

20 *Id.*

きない場合には、収益を得られない。そのため、投資家にとって必ずしも好ましくない合併であっても、完了させるインセンティブが働く可能性がある。SECは、スポンサーと株主との間の利益相反に関する開示およびスポンサー、取締役、役員および関連会社のSPACにおける経済的利益の性質に関する明確な開示を行うことが合併の責任を負うこれらの当事者にとって重要であるとし、SPACに対し、連邦法に基づく開示を検討するよう通知した<sup>21</sup>。

## 5.2. SPACによる虚偽疑惑事例およびSPACに対する訴訟

SPACによる上場が問題視された事例として、新興電気自動車メーカーのニコラ創業者のトレバー・ミルトンによる詐欺疑惑事例が挙げられる。2014年、ニコラはトレバー・ミルトンらによって創業され、2020年6月、SPACであるVectoIQ Acquisition Corpを介してNasdaqに上場した。

ニコラによる詐欺疑惑については、空売り業者であるHindenburg Researchが2020年9月10日に発表した不正行為を告発した報告書に端を発している<sup>22</sup>。この中では、ニコラが投資家向けに発表したビデオについて、「人里離れた丘の上までトラックを牽引し、坂道を転がしただけ」と述べたり、自社で開発したとするバッテリーもGM社のものであると述べたりしている。この報告書が発表されると、ニコラの株価は大

幅に下落した。ニコラはこの報告書に対し、2020年9月14日に反論のリリースを発表した<sup>23</sup>。

告発を受け、米司法当局やSECは調査を重ねていたが、2021年7月29日、米司法当局はミルトン氏が投資家に対して誇示していた技術の多くが虚偽だったとして、ミルトン氏を詐欺罪で起訴した。その後、創業者が辞任する事態に発展していた<sup>24</sup>。また、新型車の開発を断念したり、GMとの提携内容を大幅に変更したりした。

2021年12月21日、SECは、ニコラが投資家への虚偽説明を巡るSECの調査に対し、1億2500万ドルの和解金を支払うことで同意したと発表した<sup>25</sup>。SECはミルトン氏がニコラの技術的進歩、社内生産能力、水素生産、トラックの予約・受注、財務見通しについて投資家を欺いたと認定しており、また、試作車の燃料補給時間、本社の水素ステーションの状況、計画中の水素製造のための予想コストと電力源、大手自動車メーカーとの提携に伴う経済的リスクと利益に関する重要な事実を偽ったり省略したりして、ニコラがさらに投資家を欺いたと判断している。

また、ニコラと同じく新興電動自動車メーカーであるローズタウン・モーターズにも予約台数に水増しがあったのではないかとこの疑惑が持たれている<sup>26</sup>。ローズタウン・モーターズは、創業者であるスティーブ・バーンズ氏が2018年に設立した電気自動車を生産する新興メーカーである。2020年10月、SPACであるダイヤモンドピーク

21 SEC, "CF Disclosure Guidance: Topic No. 11" December 22, 2020.

22 Hindenburg Research, "Nikola: How to Parlay An Ocean of Lies Into a Partnership With the Largest Auto OEM in America", Sept. 10, 2020, (<https://hindenburgresearch.com/nikola/>).

23 Nilola "Nikola Sets the Record Straight on False and Misleading Short Seller Report" ,Sept.14,2020, ([https://nikolamotor.com/press\\_releases/nikola-sets-the-record-straight-on-false-and-misleading-short-seller-report-96](https://nikolamotor.com/press_releases/nikola-sets-the-record-straight-on-false-and-misleading-short-seller-report-96)).

24 「『技術はウソ』告発で株急落—米新興EVニコラに詐欺疑惑、『空の器』上場、熱狂に危うさ（真相深層）」日本経済新聞社東京本社版,2020年10月8日,朝刊,2頁。

25 SEC, "Nikola Corporation to Pay \$125 Million to Resolve Fraud Charges", Dec.21, 2021, (<https://www.sec.gov/news/press-release/2021-267>).

26 「GM提携頓挫の再来も」日本経済新聞社東京本社版,2021年3月20日,朝刊,7頁。

SPAC（特別買収目的会社）とは何か

ホールディングスによって買収された。

2021年3月12日、ニコラを告発した Hindenburg Research が、ローズタウン・モーターズが約14億ドル相当の電動ピックアップトラック予約に関して投資家と消費者に誤解を与える説明をしたと発表した<sup>27</sup>。ローズタウンが予約を受けたとする1,000台は購入予定のない数字で虚偽だとしている。また、ローズタウンは2021年3月に発表したアニュアルレポートの中で、2021年2月17日にSECから、ダイヤモンドピークとロードスタウンの合併や車両の事前注文に関連する文書や情報の自主的な提出を求める要請を受けたと述べている<sup>28</sup>。これらの疑義の影響を受け、ローズタウンはオハイオ州の旧GMの工場を引き継ぎ、2021年9月からピックアップトラック型のEVを生産する予定であったが、資金繰りが付かず頓挫している。また、2021年6月14日、創業者であるスティーブ・バーンズ氏とフリオ・ロドリゲス氏がCEOとCFOの辞任を発表した。

また、2021年7月13日、SECは宇宙輸送会社である Momentus Inc.（モメンタス）との合併契約に関して、買収の対象者である、モメンタス、SPACの Stable Road Acquisition（ステイブル・ロード・アクイジション）およびそのCEO、ブライアン・コボット、モメンタスの創業者で元CEO、ミハイル・ココリッチ、スポンサー、SRC-NIを企業結合提案の開示に、国家安全保障リスクについて誤解を招く主張があったとし

て、告発すると発表した。SECの訴訟は、ココリッチに関しては、コロンビア特別区連邦地方裁判所に訴状を提出しており、その他の当事者は、総額800万ドル以上の罰金、投資家保護に関する取り決め、現在2021年8月に予定されている合併が承認された場合にSPACスポンサーが受け取る予定の創業者株式の没収などの条件ですべてSECと和解した<sup>29</sup>。

また、スタンフォード大学のデータ・ベースによると、昨年2021年のSPACによって上場した企業に関連するクラス・アクションは45件となっており、2020年の7件から急増している<sup>30</sup>。

### 5.3. SECの規制強化

2021年3月、SECは投資家に対し前述の警告を発したが、その後、SPACに対する規制の強化が始まっている。2021年4月8日、SEC企業財務部門の幹部、ジョン・コーツ氏（当時、2021年10月辞任、ハーバード大学に復職）は声明を発表し、SECがSPACに対する開示を強化することを予定していると述べている。また、ここでは、一部で論じられている、SPACは通常のIPOと異なり、Private Securities Litigation Reform Act（私募証券訴訟改革法、以下、PSLRA）におけるセーフハーバー・ルールが適用される意見<sup>31</sup>に対し正確ではない、悪くすると重大な誤解を招くと述べている<sup>32</sup>。

De-SPACの有価証券届出書に虚偽や記入漏れがあれば証券法11条違反となり、委任状勧誘

27 Hindenburg Research, "The Lordstown Motors Mirage: Fake Orders, Undisclosed Production Hurdles, And A Prototype Inferno", March. 12. 2021, (<https://hindenburgresearch.com/lordstown/>).

28 Lordstown Motors Annual report Mar.25.2021, (<https://investor.lordstownmotors.com/static-files/fa57db07-5632-4a31-8a38-ad9106a78c8a>).

29 SEC Press Release, "SEC Charges SPAC, Sponsor, Merger Target, and CEOs for Misleading Disclosures Ahead of Proposed Business Combination", July 13, 2021, (<https://www.sec.gov/news/press-release/2021-124>).

30 (<https://securities.stanford.edu/current-trends.html>).

31 See, e.g., Chris Bryant, *Why Chamath Palihapitiya Loves SPACs So Much*, Bloomberg Opinion (January 28, 2021).

に関連する重大な虚偽記載または不作為は、取引所法第14条 (a) および規則14a-9に基づく責任の対象となる。PSLRAにおけるセーフハーバー・ルールの適用は民事訴訟に関するものであり、SECが連邦証券法を執行し、適切な措置を用いることを妨げない、としている。

また、2021年4月12日、SECの企業財務部門の幹部、ジョン・コーツ氏（当時）およびポール・マンター会計主任は、SPACが発行するワラントの会計処理方法およびそれに伴う開示書類のルール変更に関するスタートメントを発表した<sup>33</sup>。

SECは2021年6月11日、本年度の法改正を注力する分野の一つにSpecial Purpose Acquisition Companyを挙げており、2022年4月までの改正を予定している<sup>34</sup>。2021年12月9日、SECのゲーリー・ゲンスラー委員長はカンファレンス前のスピーチでSPACに対する規制の必要性を述べている<sup>35</sup>。

## 6. おわりに

新型コロナウイルス感染症下における資金余剰の影響を受けた2020年および2021年、アメリカにおいてSPACを利用した上場が急増した。特に2021年3月20日時点では、全IPO件数331件のうち、SPACが275件と83%を占めていた。4

月以降は急速にその件数は減少したが3月までの急増のため、2021年1年間を通して、最終的には全IPOのうち63%を占めるに至った。

調査会社SPACリサーチによると、3月のSPAC上場が109件だったのに対し、4月は13件であったとされる<sup>36</sup>。4月以降、それまでの勢いに急速にブレーキが掛かったのは、SEC等による相次ぐ警告やニコラの自社技術の虚偽的な説明、ローズタウン・モーターズの予約台数の水増し、モメンタスの誤解を招く説明について、SECがSPACに対し訴訟を提起したこと、課徴金を課したことなどが大きい。また、SPACに対しては、昨年、数多くのクラス・アクションも多く提起されている。SECはSPACのスポンサーが一般の投資家と利益相反にあることなどを個人投資家に対しても繰り返しアナウンスしている。また、今年4月までにSPAC規制の法改正を行う予定があることを述べている。SPACは2年以内にターゲットとなる被買収企業を見つけ合併しなければスポンサーは利益を得ることができないが、楽観的過ぎる安易な情報開示に対しては今後ますます監視の目が厳しくなるであろう。

SECによって急ブレーキが掛かったものの、2022年に入っても既に14件のSPACが上場している。米調査会社のCBインサイトによると、2022年1月現在、世界には900社のユニコーン企

32 John Coates, Acting Director, Division of Corporation Finance, "SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws", April 8, 2021, (<https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws>), 2022年1月22日最終閲覧。

33 John Coates, Paul Munter, "Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies ("SPACs")", (<https://www.sec.gov/news/public-statement/accounting-reporting-warrants-issued-spacs>), 2022年1月22日最終閲覧。

34 Office of information and regulatory affairs office of management and budget (<https://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaViewRule?pubId=202110&RIN=3235-AM90>), 2022年1月22日最終閲覧。

35 Gary Gensler, "Remarks Before the Healthy Markets Association Conference", Dec.9.2021, (<https://www.sec.gov/news/speech/gensler-healthy-markets-association-conference-120921>), 2022年1月22日最終閲覧。

36 「空箱」上場 曲がり角 米市場、4月9日割減の13件 当局が監視強化 会計慣行にもメス」日経新聞、2021年5月3日。

SPAC（特別買収目的会社）とは何か

業が存在する<sup>37</sup>。これらが上場する手段の一つとして、SECによる新たな規制を受けつつもSPACがこれからも利用される可能性は大きい。

一方、日本では、2021年6月18日政府発表の「成長戦略実行計画」の「第7章ウィズコロナ・ポストコロナの世界における我が国企業のダイナミズムの復活～スタートアップを生み出し、かつ、その規模を拡大する環境の整備」で、「SPAC（特別買収目的会社）」制度の検討が記された<sup>38</sup>。また、同年11月8日には、岸田首相が議長を務める政府の「新しい資本主義実現会議」は「緊急提言（案）～未来を切り開く「荒らしい資本主義」とその起動に向けて～」と題し、内閣が最優先で取り組むべき提言を発表した。このうち、「成長戦略」では「SPAC（特別買収目的会社）制度の検討」が挙がっている<sup>39</sup>。また、2021年10月1日、東京証券取引所においても「SPAC制度の在り方等に関する研究会」が立ち上げられ、昨年末までに4回の議論を重ねている。

アメリカでは、SPACに対する規制が始まったが、欧州やアジアでは、SPACの導入が始まっている。欧州のSPACの上場は、オランダのアムステルダム市場が、アジアでは、シンガポール市場が、その中心となっている。

SPACは、それ自体新しいものではなく、また、単なるツールに過ぎない。性質上、投資する際には実態が見え辛いため不正を惹起しやすい一面もある。SPACは定着するのか、一時的な流行で終わるのか、今後も注視していく必要があると思われる。

※本研究は令和3年度日本学術振興会科学研究

費基盤研究（C）17K03496の助成を受けたものである。

## 参 考 文 献

- 青木浩子「ベニーストック取引に関する1992年米国証券取引所法規則－流動性に欠ける市場における規制－」証券経済研究第27号133-149頁以下（2000）
- 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11-3号164頁以下（2008）
- Daniel S. Riemer, 'Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux', Washington University Law Review, Vol. 85 no. 4, 931-67 (2007).
- Derek K. Heyman, 'From blank check to SPAC: the regulator's response to the market, and the market's response to the regulation', Entrepreneurial Business Law Journal, Vol. 2, 531-52 (2007).
- Gül Okutan Nilsson, *Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies*, European Business Organization Law Review, 19 (2) 253-74 (2018).
- James S. Murray, 'The Regulation and Pricing of Special Purpose Acquisition Corporation IPOs', Working Paper (SSRN, 2011).
- Johannes Kolb and Tereza Tykvová, *Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes*, Journal of Corporate Finance, Elsevier, vol. 40 (C), 80-96 (2016).
- Minmo Gahng et al. *SPACs*, Available at SSRN 3775847 (2021).
- Usha Rodrigues & Mike Stegemoller, *Exit, voice,*

37 CB insights (<https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>) 2022年1月22日最終閲覧。

38 内閣官房「成長戦略実行計画」, 令和3年6月18日 (<https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/seicho/pdf/ap2021.pdf>)。

39 内閣官房新しい資本主義実現会議「緊急提言（案）～未来を切り拓く「新しい資本主義」とその起動に向けて～」令和3年11月8日 ([https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/kaigi/dai2/shiryou2.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai2/shiryou2.pdf))。

*and reputation: the evolution of SPACs*, 37 Del.  
J. of Corp. L. (2013).  
Yochanan Shachmurove & Milos Vulanovic, *SPAC*

*IPOs*, Oxford Handbook of IPOs (2017).

(帝塚山大学法学部教授・  
当研究所客員研究員)