

# SPAC（特別買収目的会社）の 構造変化について

佐 賀 卓 雄

## 要 旨

2003年に SPAC が初めて登場してから、今日までにその構造は大きく変化してきた。買収を目的として創設される SPAC のライフサイクルは、SPAC IPO と de-SPAC（ターゲット企業の買収）という2つの局面から構成される。IPO（新規公開）後、あらかじめ定められた期間内にターゲット企業（非公開会社）の買収を行い、その企業を公開させるというプロセスを辿る。

SPAC の最大の特質は、de-SPAC の際に償還権（redemption right）を認めていることにある。SPAC IPO によって調達した資金は買収資金に充当されるべくエスクロー勘定に預託されるが、買収提案に対して株主の賛否を問うことが義務づけられ、反対が一定割合を越えれば買収提案は撤回され、代わりの案件を探すか、清算の手続きに入ることになる。その際、株主は賛否にかかわらず（当初は反対の場合にのみ）償還を認められている。この仕組みによって、株主はダウンサイド・リスクを限定できるのである。

2008年に NASDAQ と NYSE は SPAC の上場を認可した。SPAC は買収提案に対して株主から一定割合以上の反対があれば、その提案を引き下げるようになっていた。SPAC マフィアと呼ばれる SPAC の大口株主はこの規定に目を付け、SPAC 経営陣に高値での買い取りを迫るようになったのである。いわゆる SPAC メールである。これに対する対策として、取引所はテnder オファーの規定を適用して、株主の投票そのものを意味のないものにした。また、上場維持基準を緩和して、単位株主数の下限を引き下げようとした。

また、de-SPAC は買収手続きであるため、通常の IPO ではアンダーライターが訴訟リスクを避けるため、事実上、認めていない業績予想などのフォワード・ルッキング情報の提供に対してセーフハーバー規定が適用されるというのが通説であった。このため、2020年以降の SPAC ブームとともに、de-SPAC にともなう誇大な将来予想に対する民事訴訟も増加し、この扱いも疑問視され始めた。

本稿は SPAC の現在に至るまでの構造変化の様相を明らかにし、それが提起した規制問題を検討する。

キーワード：新規公開（IPO）市場のセグメント化，SPAC スポンサー，SPAC  
メール，PIPE，アーンアウト条項，フォワード・ルッキング情報

## 目 次

- |                                     |                         |
|-------------------------------------|-------------------------|
| 1. はじめに                             | 4.1 証券取引所の SPAC 上場基準の変化 |
| 2. ベニー・ストック改革法とブランク・チェック・カンパニー（BCC） | 4.2 議決権の空洞化             |
| 3. IPO（新規公開）市場の動向と SPAC             | 4.3 アーンアウト条項            |
| 4. SPAC の構造変化                       | 5. SPAC とフォワード・ルッキング情報  |
|                                     | 6. 終りに                  |

## 1. はじめに

コロナ禍の不安定な市場環境の下で、2020、21年には SPAC（Special Purpose Acquisition Company，特別買収目的会社）IPO は IPO 全体の件数、金額とも過半を占めた。今や、SPAC は IPO 市場の重要な一角を構成している。

非公開企業が伝統的な IPO を避け SPAC を利用した公開を選択するのは、費用と時間を節約できディールの確実性が高いとみなされているためであり、コロナ禍の不安定な金融市場で SPAC が急増した理由といわれる。

あらかじめ定められた期間内（24ヶ月前後）に買収を行う SPAC のライフサイクルは、創設（IPO）と買収（de-SPAC）という2つの局面（フェーズ）から構成される。2020、2021年に SPAC IPO が急増したために、4月現在、609社が買収候補を探しており、その金額は1,635億ドルに達すると推定される（SPAC

Alpha, 2022, April 25のデータ）。SPAC スポンサー（創業者）、役員、引受人（アンダーライター）のいずれも期限内に買収を実現できなければ、報酬や手数料を手にするできないインセンティブ構造になっているため、今後、被買収企業の質を軽視した駆け込みディールが急増する可能性がある。

SPAC が初めて登場した2003年以降、現在までの推移をみると、リーマンショックの前後を境に大きく変貌していることが分かる。第1に、2008年に NYSE と NASDAQ の主要な証券取引所が SPAC の上場を認めたことである。それまでは OTC プリテンボードか AMEX への上場であったため、公開といっても資本規模の小さい零細な非公開企業に限られていた。これを契機に、SPAC の資本規模は大幅に増加し、公開を目指す企業にとって伝統的な IPO に対して代替的な途を提供する可能性を開いた。

第2に、SPAC の最大の構造的特質は買収（de-SPAC）に当って株主の賛否を問い、反対の株主には償還（redeem）を認めていたこと

である。そして、償還率が一定割合（初期には20%）を越えれば、その買収を断念するという規定であった。

従って、株主は株式を公開市場で売却するか償還権を行使するかによって投資資金を回収できた。近年では1株10ドルで発行するSPACが多いが、2020年春からの好調な株価の推移の下では、市場で売却すればキャピタル・ゲインを手にすることができた。他方、それ以前の時期のように株価が投資額を下回っている時でも、de-SPACの時に認められている償還権を行使すれば、損失は限定される。このダウンサイド・リスクの限定が投資家をSPAC投資に誘う時の最大のセールスポイントであった。

ところが、その後、テnderオファの制度が導入されde-SPACを断念する償還率の規定が撤廃されるとともに、買収に対する賛否に関係なく償還を認められるようになった。この結果、買収に対する株主の投票は意味を失った。ある研究者はこれを「議決権の空洞化」(empty voting)と呼んでいる。

第3に、SPACのインセンティブ構造の変化である。スポンサー（創業者）、役員、アンダーライター報酬はde-SPACの成功に依存している。特に、スポンサーのIPOの際の出資は当初の管理費用に充当され、de-SPACが実現できず清算ということになれば、まったく報酬を受け取ることができない。アンダーライターの手数料もIPO時には半分程度の支払いで、残りはde-SPACの際に後払いで支払われるケースが大多数である（後払いは2005年からみられる）。

このようなインセンティブ構造の下では、買

収の実現に向けた強い動機が働き、特にあらかじめ決められた期限が近づくと、デューデリジェンスがおろそかになる可能性が指摘されてきた。株主との深刻な利益相反問題が内在しているのである。

これを是正する方策として、アーンアウト(earnout)と呼ばれるスポンサーの株価連動型報酬が導入されている。しかし、その効果を疑問視する声もある。

SPACの急増とともに、de-SPACの際に提供されるフォワード・ルッキング情報に関連した訴訟も増加している。こうした市場動向を受けて、SECは2020年末より注意を呼び掛けたが、22年3月30日にはSPACに対する包括的な規則を提案した。5月末までのパブリック・コメントの勧誘期間を経て、最終規則が策定される予定である。

本稿は、SPACの歴史、構造的性質、そして構造変化を踏まえ、それがはらむ問題を検討する。

## 2. ペニー・ストック改革法とブランク・チェック・カンパニー(BCC)

最初のSPACは2003年に登場したといわれるが、その原型はブランク・チェック・カンパニー(BCC)である<sup>1</sup>。

BCCは1980年代に「風説の流布」(Pump and Dump)などによる詐欺的な証券取引に利用されたため、1990年のペニー・ストック改革法(Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990)とそれに基づくSEC

1 BCCからSPACに至る規制の変遷については、主としてPavkv (2006), Heyman (2007)による。佐賀 (2021)を参照されたい。

SPAC（特別買収目的会社）の構造変化について

規則419によって規制されることになった。SPACはBCCに対する規制を巧妙に潜り抜けるスキームとして考案され発展してきた<sup>2</sup>。

1990年のペニー・ストック改革法は、BCCを①特定のビジネス・プランを持たず、②そのビジネス・プランは不特定の会社と合併すること、③ペニー・ストックを発行する発展段階の会社、と定義している。そして、SECに対してBCCである発行体による登録届出書に関する規則を制定することを求めている。それに従って制定されたのがSEC規則419である。規制の方向性として最も重要なことは、SECはBCCの存在そのものは禁止せずに、情報開示の徹底によりペニー・ストック以外の分野での利用を許容したことである。ここからSPACが生まれるのである<sup>3</sup>。

SECはブランク・チェックによる資金調達（blank check offering）がペニー・ストック以外の分野で利用されれば、VCや不動産などの生産的利用のための資金調達手段として有効であると考えていた。

その結果、SECの規則3a-51-1はIPO後の純資産5百万ドル以上の株式発行者をペニー・ストックから除外した。2003年以降に登場したSPACはすべてこの条件（純資産5百万ドル以上）を満たしたので、BCCには分類されない<sup>4</sup>。

規則419は、IPOの調達資金は買収が承認されるまで預金保険加盟金融機関のエスクロー勘定に保管すること、株主が買収提案に反対の場合には撤退する権利を認めること（株主はエス

クロー勘定に保管している資金を持分に応じて配分を受ける権利を持つ）、IPO調達資金から引受手数料などの諸経費を引いた金額の80%以上をエスクロー勘定に保管すること、買収までのタイム・リミットを18ヶ月とすること、を定めた。

これらの規制により、1987-90年には2,700件を記録したブランク・チェック募集は90年代初めには15件以下に激減し、議会もその効果に満足した<sup>5</sup>。しかし、これは90年代中頃から末にかけては市場環境が良く小規模会社もIPOによる資金調達が容易であったため、ブランク・チェック募集の必要性が強くなかったという面が強い。実際、ドットコム・バブルが崩壊した2000年代に入ると、小規模会社の資金調達が困難になり、BCCに対するニーズが復活するのである。

リバース・マージャー（reverse merger, RM, また reverse takeover ともいう）に関連する詐欺的および相場操縦的取引が増加したため、SECは2005年に規則改正を行い、シェル・カンパニーを定義する。それは、BCCの定義には発展段階の会社などという主観的要素があるため、それを排し、業務の実態がなく、保有する資産は現金と現金等価物だけ、とするシンプルなものであり、シェル・カンパニーにはフォーム10-K報告書でその旨を明記するよう義務づけた。シェル・カンパニーを利用した詐欺的取引を防止するため、情報開示の徹底を図ったのである<sup>6</sup>。

2 Castelli (2009)。ペニー・ストックは34年証券取引所法規則3a51-1で定められており、規則419制定の際は1株4ドル以下であったが、その後5ドル以下の株式とされた。

3 Heyman (2007), p.536, Riemer (2007), p.944, p.957, n.176.

4 Lakicevic and Vulanovic (2013).

5 Heyman (2007), p.532.

6 Floros and Sapp (2011)。BCCは事業会社の買収を目的としてその資金を持っているが、シェル・カンパニーは公開会社のシェル（殻）を提供するだけである点が異なる。

### 3. IPO（新規公開）市場の動向と SPAC

企業が事業を軌道に乗せより一層の発展を図るためには、一般の投資家からの資金調達によって資本基盤を強固にすることが欠かせない。したがって、企業の事業展開にとってIPOは極めて重要な経営目標の一つである。

現実には、IPOにはいくつかの形態がある。最もオーソドックスな方法は伝統的なIPOといわれるもので、SECおよび証券取引所の市場に関する規則に従って各種の情報開示、およびガバナンスに関する体制整備などを行って市場にこぎつけるものである。

これは理論的には、発行体と投資家の間に存在する「情報の非対称性」をできるだけ解消し、企業価値の妥当な評価を実現するスキームを構築しようとするものである。この中で重要な役割を果たすのが引受人（アンダーライター）であり、金融仲介業者として発行体に関する詳細な情報を投資家に提供し、両者の間の情報格差を埋める役割を果たす。したがって、引受人の評判は決定的に重要であり、それが果たす保証（certification）機能はIPOの成否を左右するといっても過言ではない。2010年前後から、シティグループ、ゴールドマン・サックス、ドイツ銀行、モルガン・スタンレーなどの大手投資銀行がSPAC引受業務に参入し、SPAC IPOは主要な業務の一つとみなされるようになった。

次に、近年、注目されている、時価総額が10億ドルを越えるユニコーンが引受人を介さずに

上場するダイレクト・リスティング（DL）である。2020年までは6件にすぎなかったが、2021年に新たに7件のDLが行われ、現在までに13件を記録している。ユニコーン数は2021年末現在、500社を越えているので、DLも増加することが予想される<sup>7</sup>。

DLは引受人を介させない上場形態であるから、それが提供する保証（certification）提供機能を欠いても投資家から信頼されることが必要であり、基本的に成長性や企業業績はもちろぬ、経営者の経営手腕などについて一般的に高く評価されていることが必要である。また、公開価格については、ここ15年ほどの間に発達してきた非公開株式の流通市場で形成された取引価格に基づいて参照価格（reference price）が決定される<sup>8</sup>。

そして、ある意味でその対極の形態ともいえるのが、事業実体のないシェル・カンパニー（殻会社）を利用したRMによる公開化である。この方法は、実態のない公開会社（シェル・カンパニー）が非公開会社を買収し、被買収会社が社名や経営陣を入れ替え公開化を果たすのである。通常の公開手続きを採らない公開化であることから、バックドア・リスティング（裏口上場）とも呼ばれる。このような方法で上場する企業は財務内容に問題があるなど、何らかの事情で伝統的なIPOが困難である企業が多い。

SPACもRMを利用して公開会社化を果たすためのスキームである。ただし、次に検討するように、SPACがこれまでのRMと異なるのは、あらかじめ買収までの期限を設定したり、

7 2021年3月にDLによって公開したロブボックス（Roblox Corp.）の例が象徴的である。同社は伝統的なIPOによる公開を目指していたが、同時期に公開したドアダッシュ（DoorDash）とエアビーアンドビー（Airbnb）の初値が公開価格をそれぞれ86%、112%上回ったのを見て、急速にDLでの公開に切りかえた（Huang and Zhang（2022））。

8 非公開株式の流通市場については、佐賀（2021a）を参照されたい。

SPAC（特別買収目的会社）の構造変化について

エスクロー口座への買収資金の預託を義務づけることによって投資家のダウンサイド・リスクを限定的なものにするなど、巧妙な仕組みを組み込んでいることである。

このような差異はあるものの、SPACの本質はRMの一形態である。

それはともかく、IPOのいくつかの形態をこのように整理すると、アメリカのIPO市場がセグメント化され、多様なリスクとリターンの特徴を持つ投資家に訴求するような構造になっていることが分かる。最もオーソドックスなIPOはSECが求める情報開示要件に従って投資家から投資を募るものである。しかし、いうまでもなくこの方法は公開を望む企業のすべてに可能な訳ではない。それまでに一定の経営実績を実現していなければ、引き受ける証券会社も、投資する投資家も現れないであろう。それをクリアできたとしても、この方法は時間とコストがかかるのに加え、特にICT関連企業はテクノロジーに関連する情報の遺漏を避けたいために、ハイテク企業を中心に資金調達の際の緊急性がなければ非公開会社に留まる志向性が強くなっているといわれる<sup>9</sup>。その背景には、ベンチャー・キャピタルの投資資金が潤沢になっていることがある。

伝統的なIPOを忌避する両極の非公開企業が選択する途は、ハイリスク企業はRM、その

中でも成長が見込まれる企業はSPACによる公開、そしてそれまでの実績があり成長性も高いハイテク企業を中心とした企業はダイレクト・リスティングということになる<sup>10</sup>。IPO、SPAC、DLのそれぞれの特徴（利点と弱点）については、図表1を参照されたい。

RMやSPACの場合、既に公開している会社を買収された後に社名を変更したり経営陣を入れ替えたりして公開会社化を果すので、通常のIPOにともなう引受費用や財務情報の監査費用は必要ない。また、IPOの場合には6ヶ月から1年半を要するのに対して、RMに要する期間は1～6ヶ月である。

このように、アメリカのIPO市場は公開を目指す企業のリスク・プロフィールに応じてセグメント化されており、同様にセグメント化された市場の投資家のリスク選好度も多様である。一般的にいえば、プライベート・エクイティ（PE）、ヘッジ・ファンド（HF）、ベンチャー・キャピタル（VC）などへの投資を認められるのは一定の投資資金を持つ自衛力認定投資家（accredited investor）に限定される。しかし、SPACは元々、PEのスキームを模倣<sup>11</sup>したものであり、SPAC IPOはしばしば「貧者のPEファンド」（poor man's private equity fund<sup>12</sup>）と呼ばれることから、一般の投資家も参加できるスキームになっている。もっとも、SPAC

9 IPOとダイレクト・リスティングに必要な費用の内訳については佐賀（2020）を、またIPOと公開会社の減少の背景については佐賀（2021a）、（2022）を参照されたい。

10 Joel（2021）。Bai *et al.*（2021）は、セグメント化という視点からSPACを分析している。SPACは価値創造的ではあるが、小規模かつリスクの高い企業に公開の途を提供するという機能を果たす。それは創業者や最初の投資家に流動性と出口を提供し、企業家活動を活発にさせる効果があるとしている。また、Zheng（2021）も、IPO市場のセグメント化という視点から伝統的なIPOとダイレクト・リスティングを検討している。やや図式的にいえば、成長性の高い企業（good growth firm）はIPOの伝統的な途を選択し、後期段階の優良企業（good late-stage firm）は資金調達をともなわないDLを選択するとしている。良く発達しているプライベート・エクイティとその流通市場が存在すれば、DLは後期段階（レターステージ）の企業の公開を促し、公開企業を増加させるのである。そして、業績の悪い企業（bad firm）は非公開に止まるとしている。

11 Davidoff（2008）。

12 Rodrigues and Stegemoller（2012）。

図表1 IPO, SPAC, ダイレクト・リスティングの利点と弱点

	IPO	SPAC	ダイレクト・リスティング
利点	<ul style="list-style-type: none"> <li>安定した資金調達</li> <li>仕組みの確立—経験を積んだアンダーライターが存在</li> <li>—規制に関するガイダンスの提供</li> <li>—投資家への勧誘と価格設定／配分へのアドバイス</li> <li>—一定数の株式の販売の保証と発行後の価格の支持</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>被買収会社にとって、IPOと比較して迅速で簡潔（財務・事業に関する情報開示、および規制上の精査が簡単）</li> <li>被買収会社にとって、交渉相手が一つで決まった価格で取引できるという直截性</li> <li>投資家にとって柔軟性と流動性（上場証券であるため市場で自由に売買できるのに加えて、買収前後に期間に市場償還権が付与）</li> <li>すべての投資家にアクセス可能</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場稼働型の価格設定（非公開株式の流通市場での取引によって形成された価格）</li> <li>需要に基づく公平な配分</li> <li>伝統的なIPOやSPAC IPOよりも低い手数料</li> <li>ロックアップ期間はない</li> </ul>
弱点	<ul style="list-style-type: none"> <li>ダイレクト・リスティングと較べて手数料が高い。例外はあるが、一般的にはSPAC IPOよりも高い。</li> <li>引受業者のディスカウントされた価格設定により、IPO初日に高い株価が付く（price pop）。市場実勢に沿った価格設定であれば、より多くの資本調達が可能</li> <li>配分は厳密に市場需要に沿って行われない</li> <li>取引／流動性は低い</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ダイレクト・リスティングよりも手数料は高い</li> <li>市場稼働型の価格設定ではないため、上場初日の価格上昇（price pop）の可能性</li> <li>SPAC IPO投資家にとって、被買収会社候補とその価格についての不確実性</li> <li>被買収会社にとって調達金額が不確実</li> <li>買収を承認する株主投票が有名無実化しているため、ガバナンスに問題（議決権の空洞化（empty voting））</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>公開後の価格の支持が得られない</li> <li>NYSEにおいて新たに設けられた資金調達を伴うダイレクト・リスティング（「発行者ダイレクト・リスティング」（2021年12月、NYSE上場会社規則の改正））の場合、引受人が不在のため、想定を下回る資金調達しかできない可能性</li> </ul>

〔出所〕 Mauboussin Callahan (2020), Exhibit 41. ただし、その後の変化を補足した。

IPOに投資するのは主としてPE, HF, VCであるが、24ヶ月以内に買収を行って公開会社となる時には、かなりの償還が行われ、株主の顔ぶれは大きく変化する。

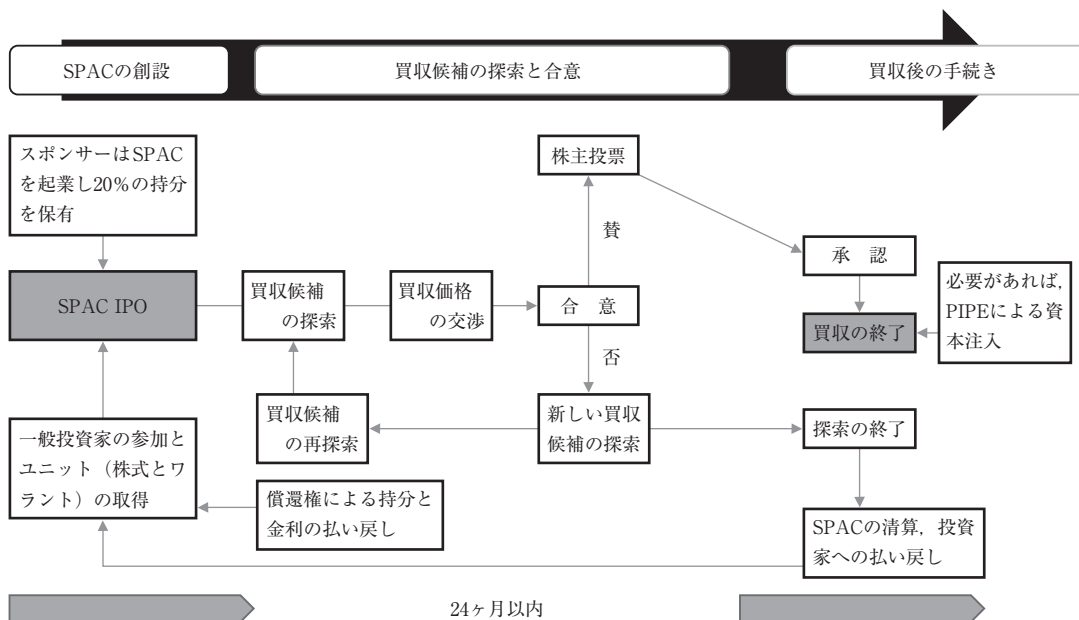
BCCあるいはシェル・カンパニーを利用したRMにより公開会社化する方法が完全に閉ざされた訳ではなかったため、伝統的なIPOが難しい非公開企業にとってそれを利用した公開

化の方法は金融上のイノベーションであった。2003年にアーリーバード・キャピタル(EarlyBird Capital Inc.)のデービッド・ヌスバウム(David Nussbaum)がミルストリウム・アクワイジション・コーポレーション(Millstream Acquisition Corporation)を立ち上げ、1年後に買収を実現したのが最初のSPACである<sup>13</sup>。

SPACの基本的な構造は、その前身ともいえ

13 Lakićević and Vulcanović (2011b). SPACという名称はヌスバウムによって最初に使用されたが、それまでは“Specified Purpose Acquisition Companies”あるいは“Target Acquisition Companies”(TAC)として知られていた(Riemer (2007), pp.931-32, note 5)。

図表2 SPACのプロセス



〔出所〕 Damodaran (2021)。ただし、その後の変化を考慮して、一部修正した。

るBCCと同じであるが、期限を切って買収を目的とし、仮にそれが実現できなければ清算する<sup>14</sup>（SPACのプロセスについては、図表2を参照）。株主は提案された買収案件に対して賛否の投票権を持ち、反対が一定以上に達すれば、他の買収案件を探るか、エスクロー勘定に保管されている資金を持分に応じて株主に償還し清算するというのが特徴である。

しかし、2010年にNASDAQはテNDERオファーによる株式の買取りを認め、買収が中止

される償還率の上限を撤廃した<sup>15</sup>。NYSEも2016年に同様の規定を導入した<sup>16</sup>。

ただし、これらは基本的な枠組みが義務化されているだけで、実際のエスクロー勘定への預託割合や買収を断念する買収提案に対する反対票の割合（threshold）などはケースバイケースであり、歴史的にも大きく変化している<sup>17</sup>。買収が見送られる反対票の割合の上限は2003-06年には20%と定められていたが、その後この水準は30%に引き上げられた<sup>18</sup>。

14 Tran (2010) は、調査した SPAC について30社ほどの潜在的な買収ターゲット会社から内部情報を得て、最終的に5社ぐらゐに買収提案するとしている。

なお、規則419は買収までの期限を18ヶ月としたが、株主の承認があれば、最大6ヶ月の延長が可能である。2008年にNYSEとNASDAQがSPACの上場を認めた時には、買収までの期限は36ヶ月であった。実際の期限はスポンサーとアンダーライターが決めるが、Rodrigus and Stegemoller (2021a) の調査では、18-27ヶ月の範囲に分布していた (Table 2)。

15 SEC (2010), Self-Regulatory Organizations; The NASDAQ Stock Market LLC; Notice of Filing of Proposed Rule Change to Amend IM-5101-2 to Provide Acquisition Companies the Option to Hold a Tender Offer in Lieu of a Shareholder Vote on a Proposed Acquisition, Release No.34-63239, November 9 (以下、煩雑なので、取引所名とリリース・ナンバーだけを表示する)。

16 SEC (2016), Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange, Release No.34-79676, December 29.

17 2011年までのSPAC全体の動向についてはLakicevic *et al.* (2013), (2014) を、SPACのバイオニアであるアーリーバード・キャピタルの変化についてはRodrigues and Stegemoller (2012), p.917, Table 5を参照されたい。また、SPACの2010年から19年までのユニット価格、IPOによる資金調達額、IPOからde-SPACまでに要した期間、アンダーライターの手数料などの推移については、Rodrigues and Stegemoller (2021b), Table 2を参照されたい。



SPACを構成するのは、SPAC スポンサー（創業者）、引受人、そして投資家である。SPACはあらかじめ定められた期限内に買収を行うことを目的とする公開会社であり、IPOの時点では事業の実態はなく、登録届出書も簡素なものである。SPAC IPOはこのような情報開示の状況であるから、投資家はSPAC スポンサーの買収を検討している分野についての専門性や、その業界での経験などしか投資判断の材料がなく、極めてリスクである<sup>19</sup>。逆にいえば、スポンサーの高い評価がSPACの唯一最大の資産である<sup>20</sup>。もっとも、SPAC IPOがブーム化するとともに、SPACによってはあまり関係のない分野での有名人（映画スターやスポーツ選手など）がスポンサーになっているケースもあり、SECは「投資家アラート」でこのような有名人の関与したSPACへの投資への注意を呼び掛けている<sup>21</sup>。

SPAC IPOは株式とワラント、権利証 (right) からなるユニットを発行する。発行価格は初期には5-10ドルであったが、近年は10ドルが一般的である。ユニットの4分の1は1株に対するワラントを付与しているが、ユニットの株式とワラントの割合はかつては1対1ないし2であったが、近年は1対1/4が多い。ワラントの行使価格は11.5ドルが多い。権利証はSPACの3分の1が付与しているが、買収の時に0.1

株に交換される<sup>22</sup>。

SPAC スポンサーは議決権、償還権のないクラスB株を10分の1セント程度で購入し、20%の持ち分を保有する。買収が行われれば議決権のあるクラスA株に転換されるが、買収が実現しなければ無価値になる。

引受人の手数料は2000年代には7%を越えていたが、近年は低下して5.5%ぐらいの水準であるが、中位値では7.2%である。ただし、SPAC IPOの際に支払われるのは2.3%程度で、残りは買収の際に支払われる後払いである（後払いの引受手数料は2005年からみられる<sup>23</sup>）。

コスト高の理由は、スポンサーの持ち分、ワラントと権利証、そして引受手数料である。引受手数料は以前と較べると低くなっているのと、一部は後払いの形式をとっているため、目立って高いという訳ではない。スポンサーの発行ユニット（株式、ワラント、権利証）に対する20%前後の持ち分は、IPOの際に極めて安い価格で提供され、これがコストを引き上げる要因になっているのである。

SPAC スポンサーと引受人のインセンティブの構造はSPACの成功に影を落としている。スポンサー、引受人とも買収が実現しなければほとんどの報酬を失う。そのため、存続期限が近づくとつれ、被買収会社の質を十分に精査せずに買収を強行する可能性が生じることにな

18 Lekicevic and Vulcanovic (2011b).

19 SPAC スポンサーとして登場するのは、事業経験という点では、事業会社、銀行などの経営者、HF、VCなどである（そのリストについては、Cumming *et al.* (2014), Table 1を参照）。その他に、2020年からのSPACブームでは政治家や有名スポーツ選手などの名前も多くみられる。

20 この意味で、SPAC投資家は「馬ではなく、ジョッキーを信頼する」と言われる（Riemer (2007), p.958）。

21 SEC (2021), *Celebrity Involvement with SPACs-Investor Alert*, March 10. もっとも、SPAC スポンサー（経営チーム）は、それまでの実績が優れているよりも、富に対するインセンティブが大きい若いメンバーで構成されている方が成功の確率が高いという実証分析がある。これは実績の積んだスポンサーはSPACを「趣味」として引き受ける傾向があるためだという。同様に、引受人（業者）についても、過去に華やかな実績を持つリード・アンダーライターほど成功確率は低く、アンダーライター数が多いほど買収の承認の確率が低いという（Cumming *et al.* (2014)）。

22 Klausner *et al.* (2021).

23 Klausner *et al.* (2021).

SPAC（特別買収目的会社）の構造変化について

る。株主にとっての企業価値は軽視されるのである。両社の間の利益相反がSPACのかかえる最大の問題である<sup>24</sup>。

SPACの構造は大きく変化してきた<sup>25</sup>。Gahng *et al.* (2021a), (2021b) は、SPACを1.0（1993–99年）、2.0（2000–09年）、3.0（2010年以降）に区分し、その特徴を5点にまとめている。

第1は、2008年まではNYSEとNASDAQがSPACの上場を認めていなかったことから、OTC市場での取引が多かった（少数は2005年に上場を認めたAMEXに上場）。このため、2010年以降に上場したSPACと較べると規模が小さかった。

第2に、SPAC 3.0の時期になると、引受手数料はアップフロント2%、買収が成功した時に3.5%、の5.5%であるが、SPAC 1.0、2.0の時期には7%（SPAC 1.0の時期には10%の例もあった）で、アップフロントで支払われていた。

第3に、IPOで調達した資金のエスクロー勘定への預託割合は、2000年以降は90%以上で、2010年以降はSPACによっては100%以上になっている。SPAC IPOに調達された資金のうち、引受手数料、運営経費などが控除されてエスクロー勘定に預託されるので80%になっているが、買収案件に賛成しない株主の償還権行使によって口座から配分しなければならないので、不足した買収資金はスポンサーや第三者からのPIPEによって補充される。これには買収までのSPAC期間に、案件の魅力を訴え、投

資家に関心を持ってもらう効果も期待している。しかし、PIPEは価格のディスカウントやワラントの交付などの甘味料（sweetener）が付与され、株主にとってダイリューション（1株当たり収益の希薄化）の原因になる。それ以上に問題なのは、それらの情報が詳細に開示されないことである。

第4に、SPAC 3.0の時期には、ユニットに含まれるワラントが少なくなり（ワラントはSPAC 2.0までは1–2株に交換、3.0の時期には1/4–1株に交換）、同時に行使価格は高くなっている。2010年以前には、IPO価格に対して15–30%のディスカウントされた行使価格であったが、それ以降は15%のプレミアム（3.0の時期ではIPO価格10ドルに対して、ワラント行使価格11.50ドル）となっている。

最後に、2010年以前には、SPAC株主は買収提案に反対する株主だけが償還権を行使できたが、2010年以降は提案を認めても償還権を行使できるようになった。

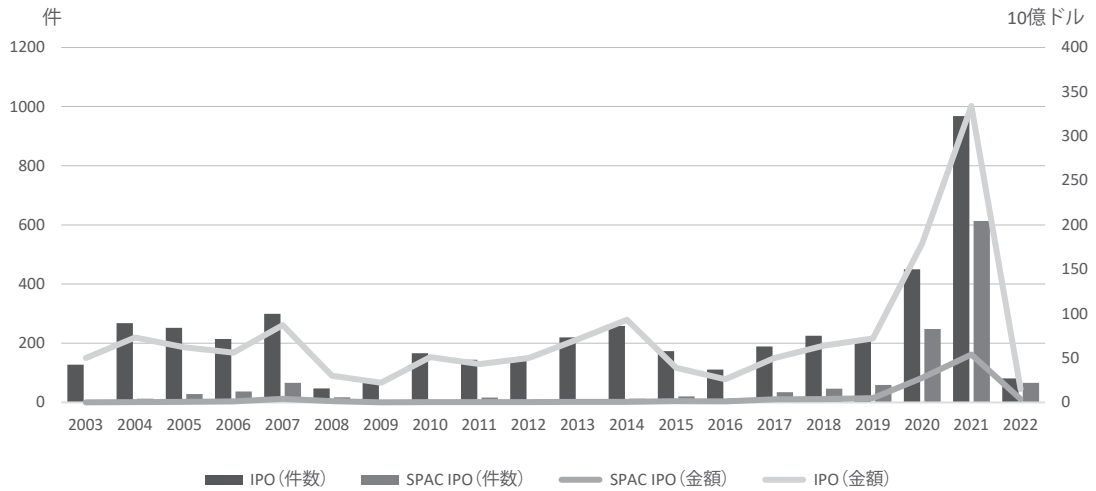
これらの歴史的な傾向は、SPACが総じて投資家の権利を強化し、より広範な投資家に訴求しようとしていることの現れであろう。

その後のSPAC IPOの動向は基本的に市場環境に対応したものであるが、投資家保護の強化に向けた改善も寄与して、IPO市場を構成する重要なニッチ市場として認知されている。特に、2020年春以降はコロナ禍で市場変動性の高まりに対する不安感から、SPAC IPOは伝統的なIPOを凌ぐ件数と金額を記録している。

24 Lewellen (2009), Tran (2010), Dimitrova (2016) は、SPACへの投資パフォーマンスの悪さの原因として、スポンサーと引受人のインセンティブの構造を指摘している。つまり、買収実現を条件とした報酬や（後払い）引受手数料のため、SPACの存続期限が迫ってくると、交渉上弱い立場に置かれ、十分なデューデリジェンスを行わず質の落ちる買収案件を高値でまとめる傾向が強くなり、投資パフォーマンスに悪影響を及ぼすというのである。

25 SPACの2011年までの、エスクロー勘定への預託割合、買収を断念する反対票の割合（threshold）、ワラントの行使価格、SPACの引受業者数、ユニットの提供価格の推移については、Lakicevic *et al.* (2014), Appendix B, に掲載されている。

図表3 IPOとSPAC IPOの件数と金額の推移



(注) 2022年は5月12日現在。

[出所] SPAC Analytics より作成。

SPACの件数でみた最初のピークはリーマンショックの前年に記録している(図表3)。「ブランク・チェックの基本的概念は神話上の不死鳥のごとく過去の灰の中から蘇った」<sup>26)</sup>のである。引受ランキングでも、SPACが初めて登場した2003年以降しばらくは、アーリーバード・キャピタルやモルガン・ジョセフといった中堅投資銀行が主なプレーヤーであったが、2010年前後からはシティグループ、ゴールドマン・サックス、クレディスイス、ドイツ銀行、モルガン・スタンレーといった大手投資銀行が上位を占めるようになり<sup>27)</sup>、IPOの成長市場としての評価を確立している。その後、2017年から再び増加し始め、2020年3月からSPAC IPOが急増し、翌21年にもその傾向が続いている。21年にはSPACは613件で、IPO全体の63.3%、金額では48.5%を占めた<sup>28)</sup>。今や、SPAC IPOはIPOの重要な市場を構成しているのである。

## 4. SPACの構造変化

最初のSPACが登場した2003年から今日までの20年間に、SPACは幾つかの課題に直面し、その都度、様々な弥縫策が講じられてきた。その結果、最初に構想されたSPACの仕組みは綻びはじめ、その構造は大きく変化している。

### 4.1 証券取引所のSPAC上場基準の変化

第1は、主要な取引所での上場が認められたことである。AMEXが2005年にSPACの上場を認めたのに続いて、NASDAQとNYSEが2008年にその上場を認めた(両取引所のSPAC上場基準については、図表4、図表5を参照)。両取引所の上場基準では1980年代にBCCが詐欺的な取引に悪用されたことを踏まえ、事業の

26 Heyman (2007).

27 2015年以降のSPACの引受ランキングはSPAC Researchのサイトに掲載されている。2018年までは引受業者数は20社前後に止まっていたが、19年に32社に増加し、20年に71社、21年には105社に増加している。

28 SPAC Analytics.

SPAC（特別買収目的会社）の構造変化について

図表4 NYSEの買収会社（Acquisition Company）<sup>1</sup>上場基準

項目	内容
エスクロー勘定	IPOの調達資金の少なくとも90%はエスクロー勘定に保管されなければならない
買収までの期限	36ヶ月、それを越えた場合には、自動的に清算手続きが採られる
資金の用途	買収の際には、少なくともエスクロー勘定に保管されている資金の80%を充てなければならない。さもなければ、資金は全額を投資家に返却しなければならない
時価総額	1株の株価は4ドル以上、時価総額は1億ドル以上
株主数	単位株（100株）主数は300人以上
転換権 (conversion right)	買収が完了するまで、買収に反対した株主は転換権を行使できる。転換権は普通株をエスクロー勘定に保有されている金額に対する持ち分割合に転換する権利である。株式資本の40%以上の転換権が行使されれば、SPACは買収を断念しなければならない
償還権 (redemption right)	償還権があるが、NYSE規則では特に考慮されていない

(注) NYSE上場会社マニュアルでのSPACの名称。

[出所] NYSE, *Listing Company Manual, Rule 102.06*

図表5 NASDAQの「買収を事業目的とする会社」<sup>1</sup>の上場基準

項目	内容
エスクロー勘定	IPOによる調達資金の少なくとも90%はエスクロー勘定に保管されなければならない
買収までの期限	36ヶ月、それを越えた場合には、自動的に清算手続きが採られる
資金の用途	買収の際には、少なくともエスクロー勘定に保管されている資金の80%を充てなければならない。
時価総額	1株4ドル以上、時価総額5,000万ドル以上
株主数	単位株（100株）主数は300人以上
転換権	買収が完了するまで、買収に反対した株主は転換権を行使できる。転換権は普通株をエスクロー勘定に保有されている金額に対する持ち分割合に転換する権利である。
償還権	買収が完了するまで、すべての株主はエスクロー勘定に保管されている金額を持ち分割合に応じた償還を求めることができる
買収の承認	買収は独立取締役の過半数の承認が必要である

(注) 他の事業会社の上場と変わらない。

[出所] NASDAQ, *Listing Rule IM-5101-2*

実態のない企業の上場は認めていなかった。しかし、取引所間の上場誘致競争が激しくなるにつれ、次第に増加していたSPAC IPOを取り込むことが必要になったのである。

これにより、SPACは伝統的なIPOに対して代替的な公開の途を開くことになった。2011年まではOTCブリテンボードへの上場が半分

以上を占めていたが、それ以降はほぼすべてのSPACはNYSEとNASDAQに上場している。それに伴いSPACの規模も拡大した<sup>29</sup>。

しかし他方では、次にみるように、de-SPACの際に持株の大部分が償還されるため、上場維持基準の最低単位株（100株）主数である300人を維持することが難しくなる。2017年10月から

<sup>29</sup> Rodrigues and Stegemoller (2021b), p.52. Table 1.

21年5月にかけて、NYSEとNASDAQはこの最低単位株主数300人を引き下げる共同キャンペーンを行った<sup>30</sup>。

最初の提案では300人から150人へ、その後100人への引き下げを提案した。さすがに、SECはこの提案を認めなかったが、「公開」という概念の内容が問われる提案であった。もともと、SPACの最低単位株主数300人という規定の根拠もはっきりしない（一般の事業会社のIPOは400人である）が、両取引所はたとえ株主が1人であっても一般に取引されているSPACは上場されうると述べたというのである<sup>31</sup>。

SPAC市場の現状は、主としてSPACマフィアと呼ばれるPEやHFによって構成され、de-SPACの時にも、2020、21年のようにブームとなって、株価が発行価格の10ドルを越えている時はともかく、一般の投資家が大挙して参加するような市場ではない<sup>32</sup>。

## 4.2 議決権の空洞化

第2に、SPACのスキームの根幹をなす買収提案に対する賛否の議決権と償還権をめぐる変化である。これによって、株主は投資額の回収を保証され、SPAC投資はリスクフリーになるというのが売り口上であった。この仕組みは現在も維持されてはいるものの、反対票を投じて償還を行っても、それとは関係なく買収計画は

進められる。議決権は無意味になっているのである。

NYSEは、過半数の投票と、40%以下の償還率（conversion threshold, 閾値）をde-SPACの上場の条件とした。2ヶ月後に上場を認めたNASDAQも同様の基準を設けた。これらはSECが投資家保護のために求めた措置であった<sup>33</sup>。

しかし、2年後に両取引所はこの閾値を撤廃する規則改正を要望した<sup>34</sup>。この背景には、一部の株主がこの閾値の規定を利用して買収提案の断念に追い込むべく圧力をかけ、高値での買取りを画策する動きがあった。これを「SPACメール」と呼んでいるが、取引所の提案はこうした行動を阻止することが目的であった。SECはそれにとまなう投資家保護策としてテnderオファーによる株式の買取りを認めた<sup>35</sup>。

取引所の上場規則には依然として40%の閾値は残っているものの、テnderオファーの導入によって株主の投票はまったく無意味になった。もっとも、テnderオファーはde-SPACのわずか5%に止まっているが、問題は株主の投票権がde-SPACの意思決定を左右しなくなったことである。Rodrigues and Stegemoller (2021b)はこれを「議決権の空洞化」(empty voting)と呼んでいる。

株主にとって、投資の回収は市場で売却する

30 Rodrigues and Stegemoller (2021a), pp.41-45. SEC (2007), New York Stock Exchange, *Release* No.34-82180, December 6; SEC (2008), New York Stock Exchange, *Release* No.34-8084, March 5.

31 Rodrigues and Stegemoller (2021a), pp.41-2.

32 SPACはエスクロー勘定の預け金を担保として償還権を付与されているので、株価が10ドル前後で推移している。2020年初めから21年4月までは10ドルを上回り、2021年2月にピークの11.5ドルを記録している (Klausner *et al.* (2022a))。

33 SEC (2008), New York Stock Exchange LLC, *Release* No.34-57785, May 13; SEC (2008), The NASDAQ Stock Market LLC, *Release* No.34-58228, July 31; Rodrigues and Stegemoller (2021a), pp.31-2.

34 SEC (2010), The NASDAQ Stock Market LLC, *Release* No.63239, November 9. NYSEは遅れて2017年に同様の規則改正を行った (SEC (2016), New York Stock Exchange LLC, *Release* No.79676, December 29; SEC (2017), New York Stock Exchange LLC, *Release* No.34-81079, July 11).

35 SEC (2010), The NASDAQ Stock Market LLC, *Release* No.34-63239, November 3; *Release* No.34-63607, December 23. Rose (2021), pp.14-15.

SPAC（特別買収目的会社）の構造変化について

か SPAC に対して償還を求めるという 2 つの方法がある。株価がエスクロー勘定に預けられている 1 株当りの資金を上回っていれば、株主は市場での売却を選択するであろう。しかし、SPAC は IPO から de-SPAC の期間は事業の実態がないので、株価は IPO 時の株価水準の周辺に留まっているのが常態である。従って、償還率は高い。Rodrigues and Stegemoller (2021b) は、平均 (mean) で、2010-16 年は 88.1%、2017-19 年は 71.6% を記録し、買収提案に賛成して償還を求めた株式数もこの期間全体で 76.6% に達すると推計している<sup>36</sup>。また、22 年 2 月、3 月の償還率はそれぞれ 89%、82% と推定されている<sup>37</sup>。

De-SPAC の際にこれだけ高い償還が行われれば、当然、買収資金の不足という問題が生じる。そこで SPAC IPO で調達した資金と買収額を較べると、2010-19 年に IPO 調達額 438 億 1220 万ドル、それに対して被買収企業に支払われた金額は 2063 億 1350 万ドルである (いずれも平均)。仮に償還がまったくなくても、買収資金は IPO で調達した資金の 4 倍以上である<sup>38</sup>。ましてや、その 7-8 割が償還されるとなると、SPAC IPO と de-SPAC というプロセスは実質的にほとんど無関係に行われていることになる。この部分はスポンサーあるいは PE や HF のような投資家の PIPE で補充されることになる。このような状況では、PIPE 投資家が圧倒的に優位な立場にあり、投資を勧誘するためには大幅なディスカウントあるいはワラントなどの甘味料の付与が避けられない。これが投資家の持株のさらなるダイリューションをもた

らすことになる。

また、アンダーライターの役割も問われることになる。「公開」といってもあらかじめ決められた価格での発行であるから、通常の IPO のようにブック・ビルディングによる価格発見機能を果たしている訳ではない。さらに、de-SPAC のフェーズでは発行株式のかかなりの割合が償還されるので、伝統的な IPO におけるアンダーライターほど重要な役割を果たしていないといえる。その代わり、アドバイザーとして、SPAC スポンサーおよび経営陣とターゲット企業の探索、デューデリジェンス、買収金額の交渉、そして PIPE (私募) 投資家の仲介が重要な役割である。

いずれにしろ、SPAC のプロセス全体としてみると、限られた仲間内での新規公開 (インサイダー IPO) としての性格が濃厚である<sup>39</sup>。

### 4.3 アーンアウト条項

第 3 に、SPAC スポンサーと株主の利益相反関係についての変化である。スポンサーは報酬として 2 万ドルで 20% の持分を手にする。これは 1 株あたり数セントで取得する計算になるから、IPO で 10 ドルで取得した株主とは利害が異なることになる。スポンサーは株価が、例えば半分の 5 ドルに低下しても依然大きなリターンを手にすることができるから、買収が期限内に実現できずスポンサー株が無価値になる清算手続きを何としても避けたいという動機が強く働く。被買収企業の将来性や成長性、あるいは経営状態への関心は二の次になりかねない。これを防ぐべく、スポンサーの報酬について株価連

36 Rodrigues and Stegemoller (2021b), p.38, p.55, Table 3.

37 Makis J. (2022), SPAC Market Review-March 2022, *Boardroomalpha*, April 1.

38 Rodrigues and Stegemoller (2021b), p.52, Table 1.

39 Rodrigues and Stegemoller (2021a).

動型のアーンアウト条項が導入されている。

アーンアウト条項の最も一般的な内容は、一定期間について買収後の株価動向に応じてスポンサーへのプロモート（報酬）を決めることである。これ自体は最近の傾向ではなく、2010-16年に買収を実現した35SPACのうち15SPAC（43%）が導入していた。2021年1-6月では、64SPAC中、21SPAC（33%）がアーンアウト条項を導入していた。最も一般的な内容は、最初に報酬の半分を支払い、買収後5.8年（中位値）の間に株価が12.50ドルに達すれば、プロモートの半分、15ドルに達すれば残りを支払うというものである<sup>40</sup>。

これによって、スポンサーと株主の間の利益相反は解消するというのがこの報酬体系を導入したSPACの主張である。また、一部の法律事務所やコメンテーターも利益相反状況の解消の方法として支持している。しかし、すぐ分かるように、条件を付けないプロモートの支払いと較べれば幾分ダイリューションの程度を緩和する効果はあるものの、余りに単純で両者のリターンを一致させるような仕組みが必要であろう。Klausner *et al.* (2021)<sup>41</sup>はSPACのスキームを公開化のための「デザインの貧弱な媒体」(poorly designed vehicle)と酷評したが、Klausner and Chlogge (2022a)では、「完璧なアーンアウト」(perfect earnout)として、スポンサーの一般の投資家と同じ条件での株式投資と、株価が発行価格の10ドルを下回った時にはスポンサーの株式とワラントが無価値になるような制度設計を主張している。現実には、そこまで厳格なアーンアウト条項を採用しているSPAC

はない。

スポンサーと一般の投資家との間の利益相反を完全に解消し、SPACが名実ともに「資本主義の民主化」<sup>42</sup>、「貧者のPEファンド」(Poor Man's Private Equity Funds)<sup>43</sup>としての機能を果たすにはスキームの抜本的な見直しが必要であろう。

## 5. SPACとフォワード・ルッキング情報

2020年初頭からのSPACブームの中で、改めて関心を持ったのが訴訟リスクに関連した伝統的なIPOとの規制上のギャップである。

1995年証券民事訴訟改革法 (the Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA) は、M&Aの際の将来の業績予想などのフォワード・ルッキング情報 (forward looking information) の提供に対してセーフハーバーを認めている。一方、伝統的なIPOでは、アンダーライターが訴訟リスクを避けるため、そのような情報を提供しないのが慣例になっている。

フォワード・ルッキング情報は、33年証券法第27A条(i)(1)および34年証券取引所法第21E条(i)(1)において定義されている。その概略は、①収益、収入、一株当たり利益、資本支出、配当、資本構成その他の財務構成の将来予測を含む表示、②発行者の製品またはサービスに関する計画または目標を含む、将来の経営に関する経営者の計画および目標の表示、③財務状況に関する経営者の議論と分析または経営の成果に記載される表示を含む将来の経済実績の表示、など

40 Klausner and Ohlrogge (2022a).

41 同論文のSPACの投資リターンの分析については、佐賀 (2021) を参照されたい。

42 Rodrigues and Stegemoller (2021a).

43 Dimitrova (2016).

SPAC（特別買収目的会社）の構造変化について  
である<sup>44</sup>。

要するに、SECは将来予想情報の有用性は認識しながらも、将来の予測は不確実であるため、PSLRAは安易な濫訴を防止するために、投資家への情報提供には慎重であるべきだと考えたのである。伝統的なIPOでは、アンダーライターへの引受責任が厳格であるため、このような情報提供は行われていない。ところが、de-SPACはそれ自体としてはSPACによる買収であるから、フォワード・ルッキング情報の提供に対してはPSLRAのセーフハーバー条項が適用されると解釈されてきた。2020年から21年にかけてSPACの設立が急増すると、こうしたフォワード・ルッキング情報の提供に関連した訴訟が増加することが予想された。

確かに、アメリカの取引所では売上げゼロの企業のIPOは珍しくないが、de-SPACの際には、PSLRAのセーフハーバー規定を盾に、過大な見通しを提供する企業も少なくない。

現実には、SPAC IPOがそれほど多くなかった2019年までは数件の訴訟に止まっていたが、2020、21年（6月31日まで）は46件、89件に急増している。その内訳は、買収反対に関連するフィデユシヤリー・デューティ違反、規則14a-9（委任状勧誘状の情報開示）違反、規則10b-5（証券売買における重要な情報の遺漏）の順に多かった<sup>45</sup>。

De-SPACの際のフォワード・ルッキング情報の開示の状況をみると、2015-20年の236SPACの投資家向けプレゼンテーション中、220SPAC

（93%）がフォワード・ルッキング情報を提供しており、それが常態化していることが分かる<sup>46</sup>。

また、2004-21年のde-SPACについての分析では、その80%以上が平均して今後4年間の業績予想を提示し、約4分の1が5年以上の将来業績の予想を提示していた。頻度の高い開示項目は、将来のプロジェクト（80%）、収益（78%）、EBITDA（67%）の順であるが、買収後の実績がそれを上回ったのは35%に過ぎない。また、SPACの収益予想は平均して伝統的なIPOの3倍の数値であった<sup>47</sup>。

要するに、IPOの情報開示と比較してde-SPACのそれが楽観的で、訴訟が多く、株価が下落する機会が多いことが明らかにされている<sup>48</sup>。

そこで問題になるのが、伝統的なIPOとSPACが同じIPOの手順にもかかわらず、異なるレベルの規制がかかることである。これは規制負担を軽減するために抜け穴や両者のギャップを利用するもので、「規制裁定」（regulatory arbitrage）と呼ばれている<sup>49</sup>。

この問題は、当時、SEC企業金融局の代行局長（Acting Director）であったCoats（2021）が問題にしたことであり、SECのSPACに対する規制強化の前触れと受け止められたようである<sup>50</sup>。コーツはPSLRAのセーフハーバー規定は元々は評価の定まった、十分な情報開示を行っている企業が濫訴を危惧することなく、将来の計画や見通しについての情報を開示するの

44 日本証券経済研究所（2008）、『新外国証券関係法令集 アメリカⅢ』（証券法、証券取引所法）

45 Strauss（2022）。

46 Chapman *et al.*（2021）。

47 Blankespoor *et al.*（2021）。

48 Wen and Zhu（2022）。

49 Wen and Zhu（2022）。



を奨励することがその趣旨であったことを指摘する。したがって、SPACにセーフハーバー規定が適用されるかどうかは不確実であるとする。その理由をいかなる形態であれ非公開企業が公開市場に最初に登場する時には投資家に十分な情報が提供されていないから、投資家保護の観点から伝統的なIPOと同じ水準の情報開示義務を課されるべきと主張するのである。こうした競争条件の公平性（レベル・プレーイング・フィールド）を求める主張は研究者の間では決して少なくなく、2021年5月19日に行われた下院金融サービス委員会の公聴会での4人の証言者は伝統的なIPOとSPACはいずれも新規公開の方法であるから、同一の規制に服すべきと主張した<sup>51</sup>。規制当局のこうした動きをうけて、同年4月頃からSPAC IPOは大きく減少し始めた。

SPACを利用した公開化が機能的に伝統的なIPOと変わらないとすれば、規制上、IPOと同等の扱いを受けるべきであろう

## 6. 終りに

SPACは登場以来、その構造は大きく変化してきた。中でも、SPACの最も大きな特質で

あったde-SPACの際の株主の投票権と償還権は現在でも維持されているものの、賛否にかかわらず償還を認める規定に変わっている。これにより、株主の投票は意義がなくなる一方、買収に充当される予定のエスクロー勘定の資金の流出によって不足した資金はPIPEによって補充されるという構造が常態となった。

また、買収に対する反対票が一定割合を越えれば撤回するという規定により、SPACメールに悩まされ、テnderオファーの規定を適用することによって、閾値を意味のないものにした。また、最低単位株主数についての達成も難しくなってくるから、取引所は再三、その引き下げを求めたのである。SPACは仲間内の「インサイダーIPO」としての性格を強めているのである。

このように弥縫策を重ねた結果、SPACはつぎはぎだらけのパッチワーク構造になっている。こうなってくると、そもそも「公開」の意義も問われかねないことになる。

とはいえ、SPACが伝統的なIPOが抱える課題に対して一定の対応策を提示している側面も評価する必要があるだろう。伝統的なIPOがコストや時間がかかること、そしてアンダープライシング問題などを避けた公開への代替的な途

50 Coatsは、その後ハーバード大学に転出し、SPACに対する包括的な法律体系を検討したCoats (2022)を公表している。なお、SECは既に2020年末頃から企業金融局 (Division of Corporation Finance)、投資教育・保護部 (Office of Investor Education and Advocacy)などがSPACの動向に注意を向けている。参考までに列挙すると、

- ・SEC (2020), "What You Need to Know about SPACs-Investor Bulletin", December 10.
- ・SEC (2020), "CF Disclosure Guidance: Topic No.11", December 22.
- ・SEC, Office of Investor Education and Advocacy (2021), "Celebrity Involvement with SPACs-Investor Alert", March 10.
- ・Munter P. (2021), "Financial Reporting and Auditing Consideration of Companies Merging with SPACs", *SEC Public Statement*, March 31.
- ・Coats J. and Munter P. (2021), "Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies ('SPACs')", April 12, である。

また、2021年のアジェンダ (討議事項) の一つとして、SPACに対する規則制定をあげた。これらを踏まえて、3月31日の規則提案 (SEC (2022)) が行われた。

51 US House of Representatives, Committee on Financial Services (2021), *Hearing entitled "Going Public: SPACs, Direct Listing, Public Offering, and the Need for Investor Protections"*, May 19.

SPAC（特別買収目的会社）の構造変化について  
を提供しているのも事実である。それを健全に  
機能させるには、SPAC 構造の根本的な再構築  
が必要であろう。

## 引用文献

- 佐賀卓雄 (2020), 「ダイレクト・リスティング（直接上場）について」『証券レビュー』第60巻2号, 2月。
- \_\_\_\_\_ (2021a), 「アメリカにおける非公開株式流通市場（セカンダリー・マーケット）について」, 『証券経済研究』第114号, 6月。
- \_\_\_\_\_ (2021b), 「アメリカ新規公開（IPO）市場のセグメント化とSPAC」, 『証券経済研究』第116号, 12月。
- \_\_\_\_\_ (2022), 「SPAC：アメリカ株式市場におけるIPOの新たな形態」, 『月刊 資本市場』, 2月号。
- Bai J., Ma A., and Zheng M. (2021), “Segmented Going-Public Markets and the Demand for SPACs”, May (<http://ssrn.com/abstract=376490>).
- Blankespoor E., Hendricks B.E., Miller G.S., and Stockbridge Jr. D.R. (2021), “A Hard Look at SPAC Projections”, *Management Science*, forthcoming, November 22.
- Castelli T. (2009), “Not Guilty by Association: Why the Taint of their ‘Blank Check’ Predecessors Should not Stunt the Growth of Modern Special Purpose Acquisition Companies”, *Boston College Law Review*, Vol.50, Issue 1, No.1.
- Chapman K., Frankel R., and Martin X.(2021), “SPACs and Forward-Looking Disclosure: Hype or Information?”, (<http://ssrn.com/abstract=3920714>).
- Coats, J (2021), “SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws”, *SEC Public Statement*, April 8.
- \_\_\_\_\_ and Munter P. (2021), “Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies (‘SPACs’)", April 12.
- \_\_\_\_\_ (2022), “SPAC Law and Myths”, (<https://ssrn.com/abstract=4032935>).
- Cumming D., Haß L.H., and Schweizer D. (2014), “The Fast Track IPO-Success Factors for Taking Firms Public with SPACs”, *Journal of Banking and Finance*, July.
- Damodaran A. (2021), “Disrupting the Disruptors? The ‘Going Public Process’ in Transition”, July 14 (<https://ssrn.com/abstract=3892419>).
- Davidoff M. (2008), “Black Market Capital”, *Columbia Business Law Review*, Vol.2008, No.1:172.
- Dimitrova L. (2016), “Perverse Incentives of Special Purpose Acquisition Companies, The ‘Poor Man’s Private Equity Funds’”, (<https://ssrn.com/abstract=2139392>).
- Floros I.V. and Sapp T.R.A. (2011), “Shell Games: On the Value of Shell Companies”, *Journal of Corporate finance* 17.
- Geiss J. (2021), “The IPO Alternative: Special Purpose Acquisition Companies Are Gaining Traction in Private Equity”, *The Journal of Corporation Law*, Vol.47:1.
- Gleason K.C., Jain R., and Rosenthal L. (2006), “Alternatives for Going Public: Evidence from Reverse Takeovers, Self-Underwritten IPOs, and Traditional IPOs”, *Florida Atlantic University*, Working Paper.
- Heyman D.K. (2007), “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.2:1.
- Huang R. and Zhang D. (2022), “Initial Public Offerings: Motives, Mechanisms, and Pricing”, (<https://ssrn.com/abstract=4024398>).
- Johnson M.F., Kasznik R., and Nelson K.K. (2001),

- “The Impact of Securities Litigation Reform on the Disclosure of Forward-Looking Information by High Technology Firms”, *Journal of Accounting Research*, 39 (1).
- Klausner M., Ohlrogge M. (2022a), “Is SPAC Sponsor Compensation Evolving? A Sober Look at Earnouts”, January 31 (<https://ssrn.com/abstract=4022611>).
- \_\_\_\_\_ (2022b), “SPACs Are Evolving-and Getting Even Worse for Long-Term Investors”, March 4 (<https://ssrn.com/abstract=4051811>).
- \_\_\_\_\_ and Ruan E. (2021), “A Sober Look at SPACs”, European Corporate Governance Institute (ECGI), April (<https://ssrn.com/abstract=3720919>).
- \_\_\_\_\_ (2022a), “A Second Look at SPACs: Is This Time Different?”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, January 24.
- Klausner and Halbhuber H. (2022), “SPAC Disclosure of Net Cash per Share”, March 4 (<https://ssrn.com/abstract=4047180>).
- Kurganova L. (2022), “Unblurring the Lines: Correcting for Regulatory Failure in the SPAC Space”, (<https://ssrn.com/abstract=4081242>).
- Lakicevic M. and Vulcanovic M. (2011a), “A Story on SPACs”, *Managerial Finance*, Vol.39, Issue 4, March (<http://ssrn.com/abstract=1958238>).
- \_\_\_\_\_ (2011b), “Determinants of Mergers: a Case of Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs)”, *Investment Management and Financial Innovation*, Vol.8, Issue 3.
- Lakićević M., Shachmurove Y. and Vulcanović M. (2013), “On Mergers, Acquisitions and Liquidation Using Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs)”, Penn Institute for Economic Research, *Working Paper* 13-013 (<https://ssrn.com/abstract=2221349>).
- \_\_\_\_\_ (2014), “Institutional Changes of SPACs”, *The North American Journal of Economics and Finance*, [doi.org/10.1016/j.najef.2014.03.002](https://doi.org/10.1016/j.najef.2014.03.002).
- Lewellen S.M. (2009), “SPACs as an Asset Class”, October 12 (<http://ssrn.com/abstract=1284999>).
- Mauboussin M.J. and Callahan D. (2020), “Public to Private Equity in the United States:A Long-Term Look”, Morgan Stanley, *Counterpoint Global Insights*, August 4.
- Munter P. (2021), “Financial Reporting and Auditing Consideration of Companies Merging with SPACs”, *SEC Public Statement*, March 31.
- Riemer D.S. (2007), “Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?”, *Washington University Law Review*, Vol.85, Issue 4.
- Ripken S.K. (2005), “Predictions, Projections, and Precautions: Conveying Cautionary Warnings in Corporate Forward-Looking Statements”, *University of Illinois Law Review*, Vol.2005, No.4.
- Rodrigues U. and Stegemoller M. (2012), “Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs”, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol.37.
- \_\_\_\_\_ (2014), “What All-Cash Companies Tell Us about IPOs and Acquisitions”, *Journal of Corporate Finance*, 29.
- \_\_\_\_\_ (2021a), “SPACs: Insider IPOs”, *University of Georgia School of Law, Research Paper Series*, No.2021-09 (<https://ssrn.com/abstract=3906196>).
- \_\_\_\_\_ (2021b), “Redeeming SPACs”, *University of Georgia School of Law, Research Paper Series*, No.2021-09 (<https://ssrn.com/abstract=3906196>).
- \_\_\_\_\_ (2022), “The SPAC Market” (<https://ssrn.com/abstract=4072834>).
- Rose A.M. (2021), “SPAC Mergers, IPOs, and the PSLRA’s Safe Harbor: Unpacking Claims of Regulatory Arbitrage” (<https://ssrn.com/abstract=3945975>).
- Rowe J.A. (2021), “Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): The Private Sector’s Solu-

SPAC (特別買収目的会社) の構造変化について

- tion to Government Overreach”, May, (<https://ssrn.com/abstract=3851605>).
- SEC (2020), “What You Need to Know about SPACs-Investor Bulletin”, December 10.
- \_\_\_\_\_ (2020), “CF Disclosure Guidance: Topic No.11”, December 22.
- \_\_\_\_\_, Office of Investor Education and Advocacy (2021), “Celebrity Involvement with SPACs-Investor Alert”, March 10.
- \_\_\_\_\_ (2022), Proposed Rules: Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projection, *Release Nos.33-11048; 34-94546; IC-34549*, March 30.
- Strauss E. (2022), “Suing SPACs”, February 8 (<https://ssrn.com/abstract=4030816>).
- Tran A.L. (2010), “Blank Check Acquisitions”, November 16.
- Tuch A.F. and Seligman J. (2022), “The Further Erosion of Investor Protection: Expanded Exemptions, SPAC Mergers and Direct Listings”, Washington University in St. Louis, School of Law, *Legal Studies Research Paper Series*, No.22-01-03, January (<https://ssrn.com/abstract=4020460>).
- Vermeulen E.P.M. (2015), “High-Tech Companies and the Decision to ‘go Public’: Are Backdoor Listings (Still) an Alternative to ‘Front-door’ Initial Public Offerings?”, *Penn State Journal of Law & International Affairs*, Vol.4, Issue 1.
- Zheng M. (2021), “Direct Listing vs. IPO: The Anatomy of the Going-public Market”, August (<https://ssrn.com/abstract=3549025>).
- Wen Y. and Zhu M. (2022), “Is Going Public via SPAC Regulatory Arbitrage?”, March (<https://ssrn.com/abstract=4066641>).

(当研究所名誉研究員)