

SPAC（特別買収目的会社）ガバナンス： その利益相反の構造

佐 賀 卓 雄

要 旨

SPACのライフサイクルは、IPO、ターゲット企業の探索と精査、そして買収（de-SPAC）というプロセスから成る。株主はde-SPACの際、買収案に対する賛否に関係なく、償還権（redeeming right）を行使して投資を回収できる。また、仮に期間内に買収できなければ、SPACは清算され株主は持分に依じて投資額と運用益の配分を受ける。SPACに買収されたターゲット企業は経営体制を再編成し、SECの情報開示要件と取引所の上場基準を満たすことによって上場企業となる。

SPACスポンサー（創業者）はプロモート（報酬）として2万5,000ドルで議決権、償還権を持たない株式20%を取得する。スポンサー株は、de-SPACが成功した際には普通株に転換される。つまり、買収に成功しない限り、スポンサーの報酬はゼロである。

SPACも上場会社であるから取引所のガバナンス基準が適用される。ただし、SPACはde-SPACまでは事業の実態がなく、エスクロー勘定の預託資金を使うことができないため、取締役会の業務はターゲット企業の候補の探索と精査および買収に関する諸条件の検討だけである。その報酬も、ゼロかスポンサーのプロモートの一部を配分する形で支払われる。

また、アンダーライター（引受人）の報酬の一部は後払いで、de-SPACの際に支払われる構造になっているため、ターゲット企業の質の判断よりも買収自体を優先させるインセンティブ構造になっている。

SPACは、スポンサー、CEO、取締役会と一般の投資家との利益相反関係により、両者のリターンには大きな乖離を生み出す構造になっている。従って、SPACが伝統的なIPOに対する代替的な公開化の市場として定着、成長していくためには、その参加者のインセンティブ構造を抜本的に見直すことが必要であろう。

キーワード：SPACスポンサー、SPACマフィア、インサイダーIPO、アンダーライター、PIPE、ネットワーク分析、規制裁定

| 目 次 | |
|------------------------------------|--|
| 1. はじめに | 4.1 SPAC スポンサー，CEO と取締役，SPAC マフィア，一般投資家 |
| 2. SPAC の基本構造とコーポレート・ガバナンス (CG) | 4.2 アンダーライター |
| 3. SPAC 市場の特殊性 | 5. 終りに |
| 4. SPAC 参加者間の利益相反 | |

1. はじめに

SPAC IPO は2020年，21年第1 四半期にはコロナ禍の不安定な市場環境の下で，伝統的なIPO を凌ぐ勢いで急増した。これには伝統的なIPO が時間と費用がかかり，手続きが煩雑，またアンダープライシングにより，発行体の調達資金が不当に奪われているのではないかという発行体の不満も原因として指摘されている。

SPAC を利用した公開会社化は，IPO による買収資金の調達，ターゲット企業の探索と精査および買収条件の交渉，そして de-SPAC（ターゲット会社の買収）というサイクルを採っている。従って，伝統的な IPO と較べて，SPAC とターゲット企業の間での交渉により価格，ディールの条件が決定されるので，確実性が高く，かつ費用や時間の面で有利とみられている。また，伝統的な IPO では制限されている投資家へのフォワード・ルッキング情報の提供についても，de-SPAC には買収法制によりセーフハーバー規定が適用されるため，有利とされてきた。

しかし，2021年3月頃から，SEC が SPAC に対する規制強化のスタンスを明確にし始め，

22年3月には規則提案を行い，規則の採択に向けて動き始めると，インフレの昂進にともなうFRBの金利引き上げによる市況の悪化もあり，SPAC IPO は急激に減少した。

こうした経緯から，2020，21年の両年の SPAC IPO 数861件のうち，約600SPAC，エスクロー勘定預託金総額1,615億ドルが買収相手を探索中と報じられている（22年7月現在，SPAC Research 調べ）。また，ヘッジ・ファンドのビル・アックマン（Bill Ackman）が2020年に立ち上げた，その時点では史上最高額の40億ドルを集めた SPAC，パーシング・スクエア（Pershing Square Tontine Holdings）は7月24日の期限を前に清算を決定した。このグループの7 SPAC も清算されることになった。

また，「SPAC キング」(SPAC King) の異名を持つチャマス・パリハピティア（Chamath Palihapitiya）が設立した，ソーシャル・キャピタル・ヘドソフィア（Social Capital Hedosophia）のVI（投資額11.5億ドル）とIV（投資額4億6,000万ドル）も10月14日の期限が迫る中，買収が完了していない¹。

このように，SPAC をめぐる環境は一時のバブリーともいえる動きを経て，一転して整理・縮小の局面に入っているが，今後の規制の見直

1 Beltran L. (2022), "It's Crunch Time for the SPAC Boom's First Listings", *Barron's*, July 12. なお，ブルンバーグの報道によると，2021年の創業以来，120件以上の SPAC へのアドバイザー業務を行ってきた ICR は，8月24日に難航する SPAC の清算事業を支援する新規事業を立ち上げることを発表した (Lipsultz B. (2022), "SPAC Winter Is So Bad One adviser Opened a Liquidation Business", *Bloomberg*, August 25)。

しと制度改革にあたって、改めて問題の所在を明確にしておく必要がある。

SECの包括的な規則提案が明らかにしているように、SPACが提起した規制問題は多岐に渡るが、証券市場の規制の枠組みとの関連では、その各参加者のインセンティブ構造（とそれについての不十分な情報開示）が最も重要であろう。本稿では、SPACスポンサー、CEO、取締役、アンダーライター（引受業者）、そしてリテール投資家のインセンティブ構造を分析し、SPAC制度の改革の方向性について検討する。

2. SPACの基本構造とコーポレート・ガバナンス（CG）

SPACは2003年に初めて登場して以来、その仕組みにはいくつかの点で重要な変化がみられる。しかし、その基本的な構造、とりわけ市場参加者のインセンティブ構造はほとんど変化していない²。

SPACは決められた期間内³に非公開会社を買収する目的でIPO（新規公開）を行う。それによって調達された資金は、ターゲット企業を買収するまで預金保険制度被加盟金融機関のエスクロー勘定に預託され、政府短期債で運用され、買収以外の目的に使うことは認められていない。ターゲット企業が決まり、買収価格、SPACが提供するキャッシュ、そして新たな経営陣と取締役会のメンバーなどについて両者の間で合意に達すれば、SPACはターゲット企業を買収し、ターゲット企業は取引所の上場基準を満たした上で上場会社になる（これを de-

SPACと呼んでいる）（図表1を参照）。このプロセスは従来からあるリバース・マージャーという方法と異ならない。

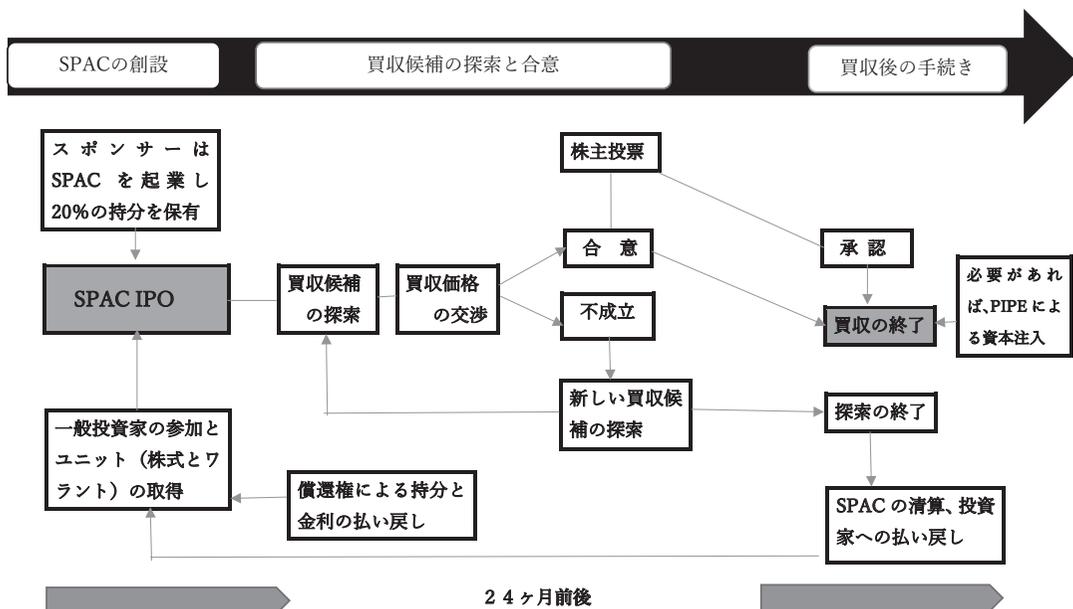
SPACのライフサイクルで特徴的なことは、発行される証券の種類、そしてその株主構成とインセンティブの構造である。SPAC IPOの時点では何の事業履歴もないために、投資家はスポンサー（創業者）のプロフィールしか投資判断の情報がない。ターゲット企業を明らかにすることは禁じられており、買収を予定している事業分野について言及されるだけである。従って、投資家はスポンサーの事業履歴などから専門分野についての経営能力やスキルなどを判断せざるをえなく、極めてリスクが高い。このような状況下では、株式に甘味料としてワラントや権利証をセットにしたユニットが発行されることが多く、SPAC IPOの場合もその半数でユニットが発行されている。近年は、1株10ドルで、1株に4分の1株と交換可能なワラント（加えて、10分の1株と交換可能な権利証が付与されることもある）がセットになったユニットの発行が多い。これらは、一定の日数を経て分離して取引が可能である。

さらに、投資家保護の点で最も重要なことは、de-SPACあるいはその期限の延長の際に償還権（redeeming right）を認めていることである。これは現在では買収案への賛否に関係なく認められており、株主はエスクロー勘定が保有する資金と運用益を持分にに応じて受け取ることができる。近年では、平均してIPOで調達した資金の100%以上を預託しているため、事実上の元本保証といえる。このように、投資家は

2 SPACの基本的構造については、Layne and Lenaham (2018)、CRS (2021)を参照されたい。また、その歴史的な変化については、佐賀 (2022)を参照されたい。

3 SECによると、IPOからde-SPACまでに要した期間は最短8ヶ月、最長43ヶ月で、最も多いのは18-24ヶ月である (SEC (2022), p.208, Figure 6)。

図表1 SPACのプロセス



〔出所〕 Damodaran (2021), Figure 10. に基づくが、現状では、ターゲット企業の買収に対する株主による賛否の結果は拘束力を持たないので、修正を加えている。同様に、佐賀 (2022) の図表2もこの図表に差し替える。

フロー・バリュー（最低価値）が保証されているので、ノンリスクで政府保証債に投資しているMMFに近似した投資ともいえる。スポンサーもそれを売り口上に投資を勧誘する。

もっとも、実際には現実のSPAC投資家はプライベート・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）などの大口投資家がほぼ8割強を占め、彼らはSPACマフィアと呼ばれている⁴。彼らの投資行動の最も顕著な特徴は、de-SPACの際に、持株のほとんどを売却し、ワラントあるいは権利証を保持し続けることである。この結果は、SPAC株の市場価格が10ドルを上回ってれば市場で売却し、下回ってれば償還権を

行使することによって10ドル（プラス運用益）を手にし、de-SPAC後、ワラントの権利行使期限（5年）内に株価が行使価格11.50ドルを上回ればその行使によって利益を手にすることができるというものである。ただし、これもde-SPACが成功裡に進むことが前提で、仮にそれに失敗すれば、株価はワラントの行使価格を下回り無価値になるから、SPACマフィアも（それ以外のIPO投資家もワラントを持っているので同様であるが）de-SPACの成功を望む強い動機を持っている。

ただし、SPACマフィアと、買収後もターゲット企業と一緒にあったSPAC株を持ち続けるリテール投資家の重要な違いは、後者は長

4 「SPACマフィア」には厳密な定義がある訳ではない。K lausner *et al.* (2022a) は、2010年から20年6月の期間に上場したSPACのうち、そのIPOから買収表明の期間に少なくとも10SPAC、10万株以上を保有する13F（機関投資家の保有株式報告書）提出者のグループを「SPACマフィア」と定義し、88SPACマフィアを特定し、IPO後の公開株式の約85%、買収が完了した直後の87%が13F報告書提出者であるとしている。13F報告書提出者の平均で92%、中位値で98%が買収の公表直後に売却している（p.242）。

期的な観点から株主価値を問題にすることである。従って、取締役会はこれらの株主の利益を保護する義務がある。

SPAC IPO によって取引所に上場するためには、上場会社規則に従ってガバナンス構造を整備しなければならない。その中心は過半数の独立取締役から構成される取締役会と監査委員会を始めとした各種委員会の設置である。しかし、SPAC は各種委員会の設置は任意となっており、ガバナンス面では緩い扱いになっている(図表2参照)。

取引所の「独立性テスト」では「パートナー、株主、あるいは会社と重要な関係を有する組織の役員として、重要な関係を有していない」ことが基本であり、スポンサー(創業者)

との関係は特に問題にしていない。しかし、問題は、取締役の報酬がゼロか、スポンサーのプロモートの一部が配分されているため、スポンサーと取締役は同じインセンティブ構造に置かれていることである。具体的には、一株1セント前後で取得したSPAC株はたとえIPO価格の10ドルを大幅に下回ったとしても、依然として大きな利益をもたらす。

従って、たとえ株主価値を大幅に毀損するような買収案であっても、取締役は支持する可能性が高く、株式を保持し続けるリテール投資家とは利害が対立する。このような関係にある取締役会が株主価値の向上という観点から買収案を評価できるかどうかである。

スポンサーと取締役会にとって何としてでも

図表2 取締役会：SPACと一般上場会社

| | SPAC 取締役会 | 一般上場会社取締役会 |
|--------------|--|---|
| 最も重要な業務 | <ul style="list-style-type: none"> 取引所の上場基準の遵守 決められた期限(2-3年間)内での適当なターゲット企業の探索と精査 | <ul style="list-style-type: none"> 取引所の上場基準の遵守 適切な戦略とリーダーシップの追究 |
| 独立取締役の数 | <ul style="list-style-type: none"> 少なくとも3人 | <ul style="list-style-type: none"> 8-10人(S&P500社の平均は10.7人) |
| 必要なスキル | <ul style="list-style-type: none"> 独立性と財務の専門知識 ターゲット企業の評価に必要な能力 特定の産業についての専門的知識 | <ul style="list-style-type: none"> 独立性と財務の専門知識 CEO/幹部経営者と以前の業務上の役割との調整、関連した産業についての専門的知識、以前の上場会社取締役会での経験 |
| コンフリクトと兼任問題 | <ul style="list-style-type: none"> 利益相反問題を引き起こす可能性のある関連した関係や取引の制限 | <ul style="list-style-type: none"> 問題を把握し精査する |
| 拘束時間 | <ul style="list-style-type: none"> SPACによって様々であるが、ターゲット企業の候補は集中的に審査 | <ul style="list-style-type: none"> 年間、4-5回の長時間の会議、250ないし350時間の拘束時間 |
| 報酬 | <ul style="list-style-type: none"> SPACスポンサーの株式が配分される。 買収完了(de-SPAC)まで、報酬はない | <ul style="list-style-type: none"> キャッシュと株式(割合は40/60)(S&P500社の平均は30万8,462ドル)。 |
| 任期 | <ul style="list-style-type: none"> 通常は2年以内、ターゲット企業が公開するまで | <ul style="list-style-type: none"> 6-10年(S&P500社の平均は7.9年) |
| 委員会 | <ul style="list-style-type: none"> 監査委員会の設置は必須。報酬、指名、ガバナンス委員会の設置は任意 | <ul style="list-style-type: none"> 監査、報酬、指名、ガバナンス委員会 |
| 取締役会のリーダーシップ | <ul style="list-style-type: none"> 通常は、取締役会会長/CEO、筆頭独立取締役、委員会委員長 | <ul style="list-style-type: none"> 通常は、取締役会会長/CEO、筆頭独立取締役、委員会委員長 |

[出所] SpencerStuart (2021) より抜粋。

避けたい事態は、de-SPACが実現できずに報酬がゼロになることである。従って、将来の企業価値は主要な関心事ではなく、たとえ買収後の新会社の株価が1セントに低下しようとも、プラスのリターンを手に入れる計算になる。このような構造のため、ターゲット企業の買収に成功したとしても、de-SPACの期限が迫った案件ほど、その後のリターンが見劣りするという分析結果が明らかにされている⁵。

市況にもよるが、de-SPAC（また、期限の延長）の際に認められている償還権の行使は50-90%以上に達するため、ターゲット企業に提供するキャッシュが不足するのが一般的である⁶。これに備えて、スポンサーは自らの投資に加えて、IPOの時にあらかじめ主要な機関投資家との間で将来投資予約（forward purchase agreement）によりPIPE（private investment in public equity）の合意を取り付けることが多い。

しかし、市場環境によっては、必ずしもPIPEによる資金調達に順調にいかないこともある。例えば、ロイターの報道によれば、ネクストゲン・アクイジション・コーポレーションII（NextGen Acquisition Corp. II）による小型衛星打上げ事業のバージン・オービット（Virgin Orbit）の買収では、エスクロー勘定からの償還率82.3%で、2021年12月29日現在、調達予定額4億8,300万ドルに対して、2億2,800万ドルに止まり、2億5,500万ドルの不足となっ

ている（当初のPIPE調達予定額1億ドルに対して、1億6,000万ドルが集められたが、予想以上の償還額を賄うことができなかった）。

また、850 5アベニュー・パートナーズ（850 5th Avenue Partners）によるオンライン・メディア・プラットフォーム事業のブズフィード（Buzzfeed）の買収は、償還率が94.4%に達し、転換ノート（1億5,000万ドル）とエスクロー勘定預託金（2億8,800万ドル）で予定していた4億3,800万ドルに対して、1億6,600万ドルの資金調達に止まっている⁷。これでは、ターゲット企業との間で合意した買収資金を準備することは困難であろう。

SPAC投資のように情報開示が十分ではない場合、PIPE投資家の果たす役割は重要である。PIPE投資家は「極限のリスク」（extreme risk）の下での決定を迫られているから、それを引き受けるにあたって徹底的な情報開示と少しでも有利な投資条件を求める⁸。

スポンサーはPIPE投資勧誘のために機関投資家に一般の投資家が入手できない内部情報を提供せざるをえない。従って、PIPE投資は機関投資家とその投資案件をどのように評価しているかについての重要な情報を一般投資家に提供する。主要な機関投資家がPIPE投資を決定すれば、その投資案件の将来性について一定の評価をしているというメッセージを市場に送ることになるし、それを見送れば逆のメッセージ

5 Rodrigues and Stagemoller (2014), Dimitrova (2016).

6 償還率については、いくつかの研究が推計を行っている。Fagan and Levmore (2022) は、2015年7月と18年12月の間にIPOを行い、2022年6月以前に買収を完了させた87のSPACについてその償還率を集計し、平均58.3%、中位値74.1%、最低0%、最高99.78%としている。

Klausner *et al.* (2022a) は、2019-20年に買収を完了した47SPACについて、償還率の平均と中位値はそれぞれ58%、73%であるが、その4分の1で償還率が95%を越えていることを明らかにしている。市況が好調でSPAC IPOが急増した2020年第2四半期から21年第1四半期には、償還率の平均と中位値はそれぞれ22%と0%であった（Klausner *et al.* (2022b)）。

また、Rodrigues and Stegemoller (2021b) は、2010-19年の償還率の平均を52.7%と推計している（Table 3）。

7 Barton R. E. (2022), "High Redemption Rates See SPACs Relying on Alternative Financing", *Reuters*, January 15.

8 Fagan and Levmore (2022).

を送ることになるからである。

PIPE はリスクが高いため、ディスカウントされた価格で発行されたり、ワラント（甘味料）を付与して発行される。ディスカウントはその時の市場環境によって異なるが、SEC の調査では、2018年1月から21年6月までの期間では、平均で1.8%、中位値で2.4%のディスカウントであった⁹。また、SPAC ブームの2019年と20年6月までの期間には、中位値で5.5%であったが、対象となったSPACの37%で10%以上のディスカウントであった¹⁰。しかし、この方法は市況の変動に対応する柔軟性に欠けるため、リスクの高いSPACほど転換権やワラントを併用する傾向がある。

PIPE 自体、伝統的 PIPE (traditional PIPE) と偶発的請求権契約 (contingent claim contract) (ワラント、価格の見直し) のストラクチャード PIPE (structured PIPE) に分類されるが、投資家はよりリスクの高いSPACに対してはリスクヘッジのために後者を求める。ストラクチャード PIPE には定期的に転換価格を見直す規定が入っている¹¹。

もっとも、有利な条件での PIPE は既存の株主にとっては新たなダイリューション（一株当たりキャッシュフローの希薄化）の原因となる。

アンダーライター（引受人）の IPO 手数料は5.5%程度で、これ自体は伝統的な IPO の手数料7%と較べると安い。ただし、IPO の際に支払われるのは2%程度で、残りは de-SPAC の際に支払われる後払いである。De-SPAC の際に、当初の投資額のかなりの割合が償還され

るので、これでも手数料が高すぎるという批判がある。また、de-SPAC の際には、財務アドバイザー、また PIPE の仲介機能を果たし、それについては改めて手数料が支払われるので、アンダーライターの手数は全体としては極めて高いといえる¹²。

一般の SPAC 投資家やターゲット企業の投資家も、スポンサー、取締役、アンダーライターほどではないにしろ、買収が成功することによって株価が保有するワラントの行使価格を越えて上昇すれば、その行使によって利益をうることができるので、やはり買収を支持する動機があるといえる。もっとも、彼らは長期的な保有によって利益をえるのが基本であり、株主価値の向上をもたらす買収提案でなければ保有株式の株価の下落によって損失を被るから、経営者や取締役会にもそれを期待する。

このように、SPAC 参加者のインセンティブ構造をみると、その独特のガバナンス構造が明らかになる。そこで、改めてアメリカにおけるガバナンス改革の歴史を簡単に振り返り、SPAC のガバナンス構造が抱える問題を検討しよう。

コーポレート・ガバナンス (CG) を最も広義に定義すると、「企業の目的を定め、支配権や義務、決定が企業の様々な利害関係者の中でどのように割り当てられるかを定めるための一連の取り決め」¹³ということになる。しかし、これでは抽象的過ぎるので、これまでの歴史的な変遷からその具体的な課題を明らかにする必要がある。

9 SEC (2022), p.193.

10 Klausner *et al.* (2022a).

11 Sjostrom (2007), p.384, Chaplinsky and Haushalter (2009).

12 この具体例については、4(2)を参照されたい。

13 Haldane (2015). この文章は Allen F. and Gale D. (2000), *Comparing Financial System*, MIT Press からの引用である。

アメリカにおいてCGという言葉が使われるようになったきっかけは、1970年代前半のペンセントラル鉄道の粉飾決算をとまなう破綻、そしてウォーターゲート事件を契機に相次いで露見した企業の「疑わしい支払い」、そしてそれらの問題への対処をめぐる取締役会の無能さに対する国民の幻滅であった¹⁴。

これらの事件により企業改革の機運が一気に高揚し、取締役会についてもその役割の見直しが行われた。その中心は、経営者との利害関係を持たない独立取締役の導入による取締役会の監視機能の強化である。特に、独立取締役から構成される監査委員会、指名／ガバナンス委員会、報酬委員会などの設置と機能強化、さらにはCEO抜きの取締役会の開催である。現実には、2000年代前半にはCEO不在の取締役会でCEOが解任される事例（H&PのCEOカーリー・フィオリーナの解任）があった。以後の企業制度改革はこの方向に沿った取締役会改革が中心であり、エンロン破綻、リーマン・ショックを契機とした改革の基本的方向性となっている。

従って、CGの中心は取締役会による経営の監視である。取引所（NYSE, NASDAQ）の上場会社ガバナンス基準（NYSE上場会社マニュアル303A条、NASDAQ規則IM5605）には、取締役会の過半数が独立取締役でなければならないこと、独立性の基準、各種委員会の独立性、経営者を排した独立取締役だけの取締役会

の開催などの規定が盛り込まれている¹⁵。

もちろん、SPACも例外ではなく、これに従わなければならない。ただし、SPAC IPOから買収が行われるde-SPACまでの期間（2-3年）は、SPACはまったく事業を手掛けていないので、取締役会の業務はターゲット企業の探索と精査、買収条件の適切性の判断だけである。この期間に、様々なルートからの情報に基づき、多い場合には数百の買収候補を精査するという。ただし、ターゲット企業の選択はde-SPAC後の企業業績の推移を決めるので、株主にとっての企業価値の向上という観点から精査が求められる。ここで、SPACスポンサー、経営者、取締役会、そして株主の間の利益相反が問題になる。

3. SPAC市場の特殊性

SPACスポンサーは様々な動機から、IPOを計画する。2010年代後半までは、有力企業をスピノフしたスタッフが新たな事業を立ち上げるためその資金調達の方法として、PEやVCが投資資金の回収のため、また投資銀行が新たな収益機会として参入した。例えば、de-SPACの3分の1はVCの投資回収（exit）に利用されていた。しかし、それらのVC投資企業は、IPOによる公開を選択した企業と比較すると、小規模、低い収益性、低い時価総額、低いトビンのQなど、投資案件としての魅力が見劣

14 独立取締役の導入、監査委員会を始めとする各種委員会の機能の強化の歴史については、佐賀（2014）を参照されたい。

個人的経験をいえば、1980年代前半に、当時、京都大学経済学部で客員教授として滞在していたオリバー・ウィリアムソン（Oliver Williamson）教授（その後、ノーベル経済学賞を受賞）の講演会（於：大阪市立大学）に提出されたペーパーのタイトルの一部に‘governance’という言葉が使われていた。これが筆者がこの言葉に接した最初である。その時、当時の学術雑誌などを調べてみたが、今日、一般的に使われている、そのままカタカナで表記する「ガバナンス」という言葉はまったく見当たらず、「支配」や「統治」という単語が充てられていた。日本で「ガバナンス」という言葉が定着するのは1980年代後半以降であろう。

15 NYSEおよびNASDAQのCGに関する上場会社規則については、佐賀（2014）、図表2を参照されたい。

りする企業群で、決してSPACの利便性から選択されている訳ではない¹⁶。明らかに、伝統的なIPOが困難な新興企業がSPACによる公開化の途を選択しているのである。

従って、SPACの急増を伝統的なIPOの制度的な欠陥にのみ帰するのは片手落ちといわざるをえない。むしろ、近年の研究が指摘し、SECの規則提案に至る動きが示しているように、情報開示などの簡略化による投資家保護の面での後退の結果という側面も否定できないのである。

それはともかく、20年代には、SPAC IPOがブームとして過熱化すると、およそ事業とは直接、関係のない、スポーツ選手や芸能人の参入もみられるようになった。

元々、SECがニューディール期に制定された証券諸法に基づき情報開示を中心とした投資家保護のための規制環境の整備により、伝統的なIPOのためには時間とコストのかかる煩雑な手続きが必要となっている。それに加えて、SECはそれでも情報が十分ではないIPO株についてはリテール投資家の参入をできるだけ制限し、裕福でリスク負担能力があると判断される投資家（機関投資家やいわゆる自衛力認定投資家（accredited investor））に限定してきた。

これに対して、SPACは俗に裏口上場と呼ばれるリバース・マージャーの手法を利用して、IPO（買収資金の調達）とde-SPAC（ターゲット企業の買収）の組合せによって、リテール投資家も参入できる可能性を開くと共に、手続きを簡略化することによって、費用を節減し、時

間を短縮化させたのである。SPACがその支持者によって「証券市場の民主化」、「貧者のPE投資」と呼ばれる所以である¹⁷。

しかし、実態はその内容からは大きく乖離しているといわざるをえない。既にみたように、現在では買収案への賛否にかかわらず償還が認められている¹⁸ため、市況がおもわしくなく、将来的にそれが企業価値の向上を期待できないと判断される場合には、エスクロー勘定の預託金のほとんど全額に近い金額が償還される。IPOとde-SPACがほとんど別のプロセスに分断されているのである。これ自体がSPAC支持の論理の破綻を示していることになろう。

さらに、SPAC株の取引市場も到底、公開市場とはいえないのが実態である。まず、取引所の上場基準は単位株主数300人以上となっているが、SPAC株主はほとんど大口投資家である「SPACマフィア」によって占められているため、この基準は高いハードルになっている。取引所はSECに対して、再三、この引下げを求めてきた¹⁹。参加している投資家の範囲をみると、現実にはSPAC市場は私募証券市場と変わらない²⁰。

また、その取引もおおよそ公開市場というにはほど遠い。SPAC株の取引を分析した研究²¹では、買収が公表された日に、23%は実際の取引ではなく、ビッド・アスク・スプレッドの平均を使っていたという。そして、買収の公表前30日間の1日当りの取引株数は45,446株であるが、その37.7%はまったく取引がなかったという。

16 Groh *et al.* (2022), pp.4-5.

17 Dimitrova (2016), Rodrigues and Stegemoller (2021a).

18 この経過については、佐賀 (2022), 13-4頁を参照されたい。

19 佐賀 (2022), 11-3頁。

20 株主数だけでいえば、2012年のJOBS法は非公開会社の株主数の上限をそれまでの500人から2,000人に引き上げた。

21 Rodrigues and Stegemoller (2021a), Table 3 and Table 4.

公表前の同期間のNASDAQ 上場122社の平均取引回数は1日37回であった。

もう少し長い期間でみると、2010-16年には、1日の取引回数および株数は、平均では20回、13,360株であったが、取引日の半分が取引ゼロである。2017-18年は少し改善されたが、その26%で取引ゼロ、1日平均では58回、73,521株となっている。

これを2018年、19年のラッセル・マイクロキャップ(時価総額5千万-3億ドル)指数の株主数が多い上位10銘柄の取引状況と比較すると、その格差に驚く。1日平均取引株数は702,844株、この2年間に取引がゼロの日はないのである。

これらの実態をみると、SPAC株の取引を公開市場と呼ぶこと自体が疑問である。これらの事実を踏まえて、SPAC取引関係者のインセンティブ構造を検討しよう。

4. SPAC 参加者間の利益相反

SPACを取り巻く取引関係者はSPACスポンサー、CEO、取締役、SPACマフィアと呼ばれる大口機関投資家、アンダーライター(引受人)、そしてリテール投資家である。これらの関係者はいずれもターゲット企業の買収とその公開会社化の成功によって利益を得る立場に在るが、その利害は必ずしも一致している訳ではない。

4.1 SPAC スポンサー、CEO と取締役、SPAC マフィア、一般投資家

SPAC市場はPEやVCの投資の出口(exit)、

あるいはスタートアップの資金調達的手段として利用されてきた。2020年代のブーム時には芸能人やスポーツ選手などの有名人(celebrity)の参入も話題になったが、それでも実態は公開市場というには疑問の残る、取引関係者の範囲が極めて限定された市場である。SPAC IPOの時点では100社程度のPEやHFなどを中心とする大口投資家であるSPACマフィアが株式の8割強を保有しており、「インサイダーIPO」と特徴づける研究者もいる²²。

従って、SPACスポンサー(創業者)、CEO、取締役として、同じ人物が度々、登場することになる。近年、ネットワーク分析によってSPAC間の役員兼任関係とそのパフォーマンスへの影響なども明らかになっている。Lin *et al.* (2021)は、SPACスポンサーのネットワークの次数中心性(degree centrality)、近接中心性(closeness centrality)、媒介中心性(betweenness centrality)、固有ベクトル中心性(eigenvector Centrality)を計測し、その中心となる5人のSPACスポンサー(とSPAC)を特定している。それは、ジェームズ・キルツ(James M. Kilts, SPACはConyers Park Acquisition, Conyers Park II Acquisition)、アレック・ゴアス(Alec Gores, SPACはGores Holdings, II, III, IV)、ジョン・ソーントン(John L. Thornton, SPACはChurchill Capital Corp II, III)、エリック・ベンハムー(Eric Benhamou, SPACはChaSerg Technology Acquisition Corp)、スコット・スパーリング(Scott Sperling, SPACはFederal Street Acquisition Corp)である²³。

これらのSPACスポンサーやチームのメン

22 Rodrigues and Stegemoller (2021a).

23 ネットワーク分析で使われる次数などの指標については、同論文のAppendix Table B1を参照されたい。また、Figure 2には2019年のネットワークの状況、Figure 3にはその中心となる5スポンサーの2020年6月30日時点でのネットワークの状況が示されている。

パーは、取締役などの兼任など人的繋がりによって広範囲かつ密接なネットワークを形成し、その中心をなすハブとして機能している。この結びつきが強いSPACほど、資金調達力が強く、de-SPACまでの期間が短く、デューデリジェンスが適切に行われている、そして金融資産しか保有していないSPAC IPOからde-SPACまでの期間は特に違いはないが、被買収後のターゲット企業のパフォーマンスが高いことを明らかにしている。SPAC市場はSPACマフィアのような大口投資家を中心とした限定的な範囲の投資家の参加者で構成されているから、ネットワークの重要性は直観的にも理解できる。

SPACのCEOは、上場企業のCEO、投資銀行やPEでの業務経験を経た人物が多い。経営上の評判 (managerial reputation) と金融の専門能力 (financial expertise) が重要な要因とみられているためである²⁴。これはスポンサーや取締役を選任する際にも同様であろう²⁵。

取締役の兼任関係についても分析が行われている。2010年1月から21年12月の972SPACについて、それらの関係 (degree, 次数) を分析した研究²⁶では、197SPACは他のSPACとは取締役の兼任関係はなかった。133SPACは1人の取締役が兼任、72SPACが2人以上の取締役が兼任していた。

これらの取締役兼任の現状を踏まえた分析から、取締役が他のSPACの取締役を兼任している時、投資家のリターンは低い、利益相反関

係に置かれた取締役は若いSPACに非効率的に配分する、若いSPACは有望なターゲット企業を確保するため、年数が経ったSPAC取締役に高い報酬を支払う傾向があることが示された。

これらは複数のSPAC取締役を兼任することにもなる利益相反関係である。とりわけ、同業のターゲット企業を探索している場合には、この問題は深刻である。それに加えて、スポンサー、CEO、取締役と、リテール投資家の間での利益相反関係が問題になる。

SPAC取締役の業務はターゲット企業の探索と精査、買収条件およびその資本調達についての判断という狭い範囲に限定されている。De-SPACの後にそのままターゲット企業の取締役に転任する場合もあるが、それまではIPOからde-SPACまでの約2年間の任期である。一般の上場会社と違い、SPACはde-SPACまでの存続しか予定されていないので、監査委員会以外の各種委員会の必要性はなく、その設置が義務づけられていない (図表2参照)。

取締役の報酬は、ゼロの場合もあるが、平均でもS&P500社の取締役の報酬よりも低い (図表3参照。この集計では最低報酬額はゼロではない)。ただし、これはキャッシュではなく、スポンサー株式の一部が配分される。従って、報酬面からはSPACスポンサーと取締役の利害は一致している。

IPOに際して、スポンサーは20%の株式を2万5,000ドルで取得する。スポンサー株は償還

24 Blomkvist *et al.* (2021)。2003年から18年末までの期間、298SPACのCEOについて調査した結果、上場企業のCEO経験者、20.8%、投資銀行業務経験者、36.6%、PE/VC業務経験者、13.8%、である (Table 1)。

25 SPACスポンサーについては、2019-21年では、個人47%、PE20%、VC9%、アセット・マネジャー8%、HF6%となっているが、個人も金融業務経験者が多くみられる (SEC (2022), p.181, Figure 1, 原資料はSPAC Insider)。

26 Gofman and Yao (2022), p.12。なお、Online Appendix Figure Aには、2010年を起点とした時系列的な取締役ネットワークが示されている。それが密になるのは2019年以降であることが分かる。

図表3 SPAC 取締役の報酬

| | 全 体 | エスクロー勘定の金額 ² | | |
|---------------------|---------|-------------------------|---------------|---------|
| | | ≧ 1 億ドル | ≧ 2 億5,000万ドル | ≧ 4 億ドル |
| SPAC 数 ¹ | 168 | 157 | 100 | 55 |
| 最低報酬額 | 1,739 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| 最高報酬額 | 300,000 | 300,000 | 300,000 | 300,000 |
| 平 均 ³ | 38,981 | 40,222 | 42,010 | 47,633 |

(注) 1) 2020年の248 SPAC IPOのうち、資料が得られた SPAC 数。

2) エスクロー勘定の平均預託金は、2億5,300万ドル。

3) 2019年のS&P500社の取締役の平均報酬は290,053ドル（うち、107,500ドルはキャッシュ、残りはストック・オプション）。

〔出所〕 Fortney (2021)。

権のない株式（クラス B 株、あるいはクラス F 株）で、de-SPAC の時に普通株に転換される。SPAC によって異なるが、1 株 1 セント前後で取得する計算になり、一般の株主が 10 ドルで取得しているため、両者のその後のリターンは桁違いに乖離する²⁷。ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、SPAC の株価がターゲット企業買収後に株価が約 30% 下落したにもかかわらず、スポンサーの投資額 2,000 万ドルが約 1 億 4,000 万ドルになった例を紹介している²⁸が、計算上は株価が 100 分の 1 になっても、スポンサーは利益を手にすることができるのである。

個別の事例もみておこう。2020年10月9日にマルチプラン (MaitiPlan) を買収、公開したチャーチル・キャピタル (Churchill Capital) III の株価 (IPO 価格は 10 ドル) はその 1 年後の 21 年 10 月 9 日には半分の 5.05 ドルに下落したが、そのスポンサーであるマイケル・クレイン (Michael Klein) の 2 万 5,000 ドルの投資額は、その 5.550 倍の 1 億 3,000 万ドルになった。また、ソーシャル・キャピタル・ヘドソフィア・ホー

ルディング (Social Capital Hedosophia Holdings Corp.) (IPO 価格は 10 ドル) は 2021 年 1 月 8 日に買収、公開したクローバー・ヘルス・インベストメント (Clover Health Investments Corp.) のケースでは、そのスポンサー、チャマス・パリハピティア (Chamath Palihapitiya) は 2 万 386 ドルの投資で 1,690 万株を取得した。しかし、1 年後には株価は 3.16 ドルに低下したため、一般株主は 65% 以上の損失となったが、スポンサーのパリハピティアの持株は当初投資額の 2,600 倍以上の 5,300 万ドル以上であった²⁹（これらについては、図表 4、図表 5 も参照されたい）。

このように、スポンサー株の取得価格がほとんどタダ同然なため、株価が発行価格を大幅に下回っても、法外なリターンを手にするのである。スポンサーが何よりも回避したいのは、スポンサー株が無価値になる de-SPAC (ターゲット企業の買収) の失敗である。スポンサー株の一部を報酬として受け取る CEO や取締役も利害は一致している。従って、SPAC のガバナンスには致命的な欠陥があるといわざるをえ

27 スポンサーは PIPE などの形でそれ以上に投資していることも多いので、この数字は典型的なパターンを表わしている。

28 Ramkumar A. (2021), "SPAC Insiders Can Make Millions Even When the Company They Take Public Struggles", *Wall Street Journal*, April 25.

29 Warren (2022), pp.3-4, p.7.

図表4 チャマス・パリハピティヤ (Chamath palihapitiya) の SPAC (Social Capital Hedosophia Holdings Corp.) の報酬

| SPAC | ターゲット企業 | スポンサー | 投資額 (ドル) | 株数/株式の種類 | IPO時のリテール 投資家の時価換算 (ドル) |
|---|----------------------------------|----------------------|-------------|-----------------------|-------------------------------|
| Social Capital Hedosophia Holdings (SCHH) Corp. | Virgin Galactic Holdings, Inc. | SC Funds | 16,667 | 1,050万クラス B 普通株 | 1億500万 |
| SCHH Corp. II | Opendoor Technologies, Inc. | Chamath Palihapitiya | 15,110 | 628万313クラス B 普通株 | 6,280万3,130 |
| SCHH Corp. III | Clover Health Investments, Corp. | Chamath Palihapitiya | 20,386 | 1,691万2,500万クラス B 普通株 | 1億6,912万5,000 |
| SCHH Corp. IV | N/A | Chamath Palihapitiya | 18,429 | 855万クラス B 普通株 | 8,550万 |
| SCHH Corp. V | SoFi technologies, Inc. | Chamath Palihapitiya | 18,650 | 1,494万3,750万クラス B 普通株 | 1億4,943万7,500 |
| SCHH Corp. VI | N/A | Chamath Palihapitiya | 14,831 | 1,705万5,703万クラス B 普通株 | 1億7,055万7,030 |
| Social Capital Suvretta Holdings (SCSH) Corp. I | N/A | Chamath Palihapitiya | 13,678 | 343万7,500万クラス B 普通株 | 3,437万5,000 |
| SCSH Corp. II | N/A | Chamath Palihapitiya | 13,678 | 343万7,500万クラス B 普通株 | 3,437万5,000 |
| SCSH Corp. III | N/A | Chamath Palihapitiya | 13,678 | 343万7,500万クラス B 普通株 | 3,437万5,000 |
| SCSH CORP. IV | N/A | Chamath Palihapitiya | 13,678 | 343万7,500万クラス B 普通株 | 3,437万5,000 |

〔出所〕 Warren (2022), p.8.

図表5 マイケル・クレイン (Michael Klein) の SPAC の報酬

| SPAC | ターゲット企業 | スポンサー | 投資額 (ドル) | 株数/株式の種類 | IPO時のリテール 投資家の時価換算 (ドル) |
|-----------------------------|-----------------------|---------------|-------------|----------|-------------------------------|
| Churchill Capital Corp. | Clarivate plc | Michael Klein | 2万5,000 | 1,725万株 | 1億7,250万 |
| Churchill Capital Corp. II | Skillsoft Corp. | Michael Klein | 2万5,000 | 1,725万株 | 1億7,250万 |
| Churchill Capital Corp. III | MultiPlan Corporation | Michael Klein | 2万5,000 | 2,750万株 | 2億7,500万 |
| Churchill Capital Corp. IV | Lucid Group, Inc. | Michael Klein | 2万5,000 | 5,175万株 | 5億1,750万 |

〔出所〕 Warren (2022), p.9.

ない。

Warren (2022)³⁰によって、いくつかの SPAC

についてスポンサーの株式保有をみよう。チャマス・パリハピティヤが創業した SPAC、ソー

30 ウォーレン上院議員は SPAC に対する規制を目指す法案 (SPAC Accountability Act of 2022) を提出しており、この文書は同議員の事務所が作成した参照資料である。

SPAC（特別買収目的会社）ガバナンス：その利益相反の構造

図表6 カンター・フィッチェジェラルド（Cantor Fitzgerald）（ハワード・ルトニック（Howard Lutnick）の所有）のSPACの報酬

| SPAC | ターゲット企業 | スポンサー | 投資額 (ドル) | 株数/株式の種類 | IPO時のリテール 投資家の時価換算 (ドル) |
|-------------------------------------|---------------------|---------------------------------|-------------|------------------|-------------------------------|
| CF Finance Acquisition (CFFA) Corp. | GCM Grosvenor, Inc. | CF Finance Holdings (CFFH), LLC | 2万5,000 | 705万4,603クラスB株 | 7,054万6,030 |
| CFFA Corp. II | View, Inc. | CFFH II, LLC | 2万5,000 | 1,247万クラスB株 | 1億2,470万 |
| CFFA Corp. III | AEye, Inc. | CFFH III, LLC | 2万5,000 | 571万クラスB株 | 5,710万 |
| CFFA Corp. IV | N/A | CFAC Holdings IV, LLC | 2万5,000 | 1,246万6,250クラスB株 | 1億2,466万2,500 |
| CFFA Corp. V | Satellogic Inc. | CFAC Holdings V, LLC | 2万5,000 | 623万クラスB株 | 6,230万 |
| CFFA Corp. VI | N/A | CFAC Holdings VI, LLC | 2万5,000 | 748万クラスB株 | 7,480万 |
| CFFA Corp. VIII | N/A | CFAC Holdings VIII, LLC | 2万5,000 | 622万8,000クラスB株 | 6,228万 |

[出所] Warren (2022), p.9.

シャル・キャピタル・ヘドソフィア、マイケル・クレインのチャーチル・キャピタル、そしてSPACの引受ランキングでは上位に位置する中堅投資銀行カンター・フィッチェジェラルド（Cantor Fitzgerald）の会長兼CEOのハワード・ルトニック（Howard Lutnick）が創業したCFファイナンス・アクワイジション（CF Finance Acquisition Corp.）である（図表4、図表5、図表6を参照）。それぞれ10SPAC、4SPAC、7SPACを創業しているが、その投資額はバリハピティヤが1万3,678ドルから2万386ドルの範囲に分布しているが、他は2万5,000ドルである。スポンサーの保有株数から1株当りの取得価格を計算すると、0.1から4セントになり、10ドルで取得している一般の株主と比較すると、ほとんど無償贈与に近い。両者の利害が対立するのは当たり前である。

4.2 アンダーライター

アンダーライターは資本市場の健全性を維持

する上で、ゲートキーパーとして決定的な役割を果たしている。それは発行体と投資家の間の「情報の非対称性」を解消し、投資家保護を強化し、市場効率性を高める役割を果たしている。具体的には、アンダーライターは証券法11条により証券発行の目論見書に重大な過誤や遺漏があった場合、引受責任を負う。こうして、アンダーライターは証券市場における情報の真实性を担保し、その効率性を高める上で決定的な役割を果たしているのである。

SPACが初めて登場した2003年以降しばらくはIPO件数は少なく、この市場のパイオニアであるアーリーバード・キャピタル（EarlyBird Capital Inc.）³¹やモルガン・ジョセフ（Morgan Joseph）といった中堅投資銀行が主なプレーヤーであった。最初のSPAC IPOのピークはリーマン・ショックの前年（2007年）に記録しているが、その頃からシティグループ、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

31 最初のSPAC IPOから2011年までに、アーリーバード・キャピタルがリード・アンダーライターであったSPAC関連業務の概要については、Rodrigues and Stegemoller (2012), p.917, Table 5を参照されたい。

図表7 SPAC IPO の引受ランキング, 2015年と2021年

| 2015年 | | | | 2021年 | | | |
|----------------------|----|--------------|------------|-------------------|----|--------------|------------|
| 業者 | 件数 | 金額 (百万ドル) | シェア (%) | 業者 | 件数 | 金額 (百万ドル) | シェア (%) |
| Deutsche Bank | 6 | 1,288.6 | 34.81 | Citigroup | 95 | 19,202.3 | 13.75 |
| Citigroup | 6 | 1,152.7 | 31.13 | Goldman Sachs | 61 | 14,085.1 | 10.08 |
| Cantor Fitzgerald | 6 | 546.5 | 14.76 | Cantor Fitzgerald | 51 | 11,796.8 | 8.44 |
| BofA Securities | 1 | 250.0 | 6.75 | Credit Suisse | 53 | 10,676.6 | 7.64 |
| EarlyBirdCapital | 4 | 223.2 | 6.03 | Morgan Stanley | 41 | 8,447.1 | 6.05 |
| Credit Suisse | 1 | 108.3 | 2.93 | Jefferies | 41 | 8,075.7 | 5.78 |
| UBS | 1 | 66.5 | 1.80 | Deutsche Bank | 36 | 6,456.6 | 4.62 |
| BMO Capital Markets | 1 | 66.5 | 1.80 | BofA Securities | 40 | 6,378.5 | 4.57 |
| CRT Capital Group | 0 | 0.0 | 0.00 | Barclays | 40 | 6,324.9 | 4.53 |
| I-Bankers Securities | 0 | 0.0 | 0.00 | JP Morgan | 39 | 6,232.5 | 4.46 |
| Aegis | 0 | 0.0 | 0.00 | UBS | 24 | 4,708.1 | 3.37 |
| Maxim | 0 | 0.0 | 0.00 | BTIG | 22 | 3,844.0 | 2.75 |
| B.RileyFBR | 0 | 0.0 | 0.00 | EarlyBirdCapital | 22 | 3,287.8 | 2.35 |
| | | | | Cowen | 15 | 2,954.5 | 2.11 |
| | | | | EF Hutton | 21 | 2,185.1 | 1.56 |

〔出所〕 SPAC Research.

行が引受ランキングの上位を占めるようになった（図表7を参照）。

SPACの場合、ケースにもよるが、IPOで調達した資金のかなりの割合がde-SPACの時に償還され、PIPEによる資金の補完を余儀なくされることも多く、この両者が実質的に分断されていることが問題である。さらに資金の所有権に注目すると、IPOによって調達した資金は金融機関のエスクロー勘定に預託され、スポンサーは自由に使うことができない。従って、

de-SPACはM&Aの形を採ってはいるものの、経済的本質は資金の処分権（償還権）を持つ株主によるIPO投資に他ならない³²。従って、SECの提案規則がSPAC IPOとde-SPACを一体として捉え、いわゆるSPAC IPOのアンダーライターに止まらず、資本市場アドバイザー、財務アドバイザー、PIPE仲介など、両者の取引に関わるすべての業務を包括的にアンダーライターの業務と規定し、規制の網を被せようとするのは理解できない訳ではない³³。提

32 Halbhuier (2022)。このように理解すると、de-SPACの際のフォワード・ルッキング情報に対してセーフハーバーを適用する根拠はなくなる (Coates (2022))。

33 SEC (2022)。Halbhuier (2022) の議論では、それに加えてSPACスポンサー、ターゲット企業もアンダーライターの定義に入ることになろう。しかし、Vinson&Elkins (2022), *SEC's Proposed SPAC Rules: A Closer Look at the Proposed Rules*, が指摘するように、最高裁の判決では、アンダーライターは「公募に責任を持つ者」であり、販売への付随的な参加や販売を容易にする非販売業務にのみ関わっているだけではその条件を充分には満たしていないのである (pp.4-5)。

この点は、SECの提案規則の中でも最も重要かつ異論の多いところであろう。証券業界からの批判として、SIFMA (2022) を参照されたい。

SPAC（特別買収目的会社）ガバナンス：その利益相反の構造

図表8 カンター・フィッチェジェラルドが創設した SPAC から受け取った手数料

| SPAC | 役割 | 当初のアンダー ライティング 手数料 | 資本市場 アドバイザー 手数料 | PIPE プレイスメン ト・エージェント 手数料 | M&A アドバイザー 手数料 |
|--|---|--|--|---|---|
| CF Finance Acquisition (CFFA) Corp. | アンダーライター PIPE プレイスメン ト・エージェント 財務アドバイザー 資本市場アドバイ ザー | IPO 完了時に500万 ドル (IPO 時の 調 達額の 2%) | 買収完了時に989万 445ドル (調達額と オーバー・アロッ トメント・オプショ ンの3.5%) | 277万5,000ドル (サードパーティ投 資家からの PIPE から 1.5%。JP モルガ ンとの共同エー ジェントからの手 数料3.0%を分割) | 買収完了時に 500万ドル |
| CFFA Corp. II | アンダーライター PIPE プレイスメン ト・エージェント 財務アドバイザー 資本市場アドバイ ザー | IPO 完了時に1,000 万ドル (IPO 時の 調達額の 2%) | 買収完了時に1,750 万ドル (調達額の 3.5%) | 420万ドル (サード パーティ投資家から の PIPE から1.5%。 ゴールドマンサック スとの共同エー ジェントからの手数料 3.0%を分割) | View, Inc. の買 収に際して、75 万クラスA株の 発行により750 万ドル |
| CFFA Corp. III | アンダーライター PIPE プレイスメン ト・エージェント 財務アドバイザー 資本市場アドバイ ザー | IPO 完了時に400万 ドル (IPO 時の 調 達額の 2%) | 買収完了時に865万 ドル (募集額の 3.5%, オーバー・ アロットメント・オ プシヨンの5.5%) | PIPE 完了時に675 万ドル (PIPE の 3.0%) | 買収完了時に 1,000万ドル |
| CFFA Corp. IV | アンダーライター 資本市場アドバイ ザー | IPO 完了時に900万 ドル (IPO 時の 調 達額の 2%) | 買収完了時に1,850 万ドル (募集額の 3.5%, オーバー・ アロットメント・オ プシヨンの5.5%) | N/A | N/A |
| CFFA Corp. V | アンダーライター PIPE プレイスメン ト・エージェント 財務アドバイザー 資本市場アドバイ ザー | IPO 完了時に500万 ドル (IPO 時の 調 達額の 2%) | 買収完了時に875万ド ル (募集額の3.5%) | PIPE 完了時に218 万6,708ドル (一部 の投資家を除く PIPE の4.0%) | 買収完了時に 500万ドル (買収 資金が2億,500 万を越えれば800 万ドル) |
| CFFA Corp. VI | アンダーライター 資本市場アドバイ ザー | IPO 完了時に600万 ドル (IPO 時の 調 達額の 2%) | 買収完了時に1,050 万ドル (調達額の 3.5%) | N/A | N/A |
| CFFA Corp. VIII | アンダーライター 資本市場アドバイ ザー | IPO 完了時に4,400 万ドル (IPO 時の 調達額の 2%) | 買収完了時に935万 ドル (募集額の 3.5%, オーバー・ アロットメント・オ プシヨンの5.5%) | N/A | N/A |

[出所] Warren (2022), p.13.

案された規則がそのまま採用されることになれば、SPAC IPOのアンダーライターはde-SPACの登録届出書の過誤、遺漏にも責任を負うことになる。

実際、スポンサーはターゲット企業の探索や、アンダーライターと協力してロードショウを開催し投資家への投資勧誘も行っている。また、ターゲット企業も自社の売り込みのための販売促進活動を展開している。アンダーライターは本来の業務に加え、財務アドバイザー、資本市場アドバイザー、そしてPIPEプレイメント・エージェントとしての役割も果たしている。

図表8はカンター・フィッチェジェラルドの会長兼CEOのハワード・ルトニックが自らスポンサーとなったSPACから受け取った手数料の一覧表である。この中で、CFファイナンス・アクワイジションIIの場合、買収金額16億ドルに対して、手数料合計は3,920万ドルに達しており、ターゲット企業のビュー・インク (View, Inc.) の2019年の収益額2,340万ドルを越えている。

このように、SPACの引受業務を巡っては、本来のアンダーライターに加え、スポンサー、ターゲット企業自体もその一部を担うような実態になっている一方、伝統的IPOのアンダーライターが負う引受責任 (1933年証券法11条) を免れる可能性が生じる。SECは、SPAC IPOのアンダーライターはその報酬の一部が後払いであるため、de-SPACの成功に強い利益を有

していること、また、財務アドバイザー、PIPE投資家なども、販売目的で発行人から証券を買い入れ、販売に参加していれば、法律上のアンダーライターとみなすことができるとして、アンダーライターの範囲の拡大を提案している。

すなわち、SECはアンダーライターの定義を、「SPACのターゲット企業のIPOあるいは関連したいかなる金融取引を容易にする」機能を果たす組織に拡大している (提案規則140a)³⁴。この定義の拡大はさすがに広過ぎて、業界団体のSIFMAを始め、法律事務所の一部からも反対や疑問の声が上がっている³⁵。

こうした規制強化の動きを受けて、ゴールドマン・サックスやシティグループなどの大手投資銀行はSPAC関連業務の縮小を表明している³⁶。

5. 終りに

SECは2022年3月30日にSPACに対する包括的な規制を目指した規則提案を行った。5月31日までのパブリック・コメント提出期間を経て、年内にも最終規則が採択されると考えられる。

規則提案は約400頁に及ぶ文書であるが、同時に公表された「要約」(Fact Sheet)はその目的が大きく4分野にわたる新たな規制体系の構築にあることを表明している。それらは、① SPAC IPOとde-SPACについての情報開示の

34 SEC (2022), pp.96-98.

35 例えば、SIFMA (2022), *SPACs and SEC Proposed Rule 140a: Bad Policy*, June 10; DavsPolk (2022), *SEC Proposes New SPAC Rules that Are Expected to Significantly Reduce SPAC Activity*, April 4; Vinson&Elkins (2022) を参照されたい。

36 Gelsi S. (2022), "Goldman Sachs and Other Big Banks Hit SPAC Pause Button as Market Shifts and New Regulations Loom", *MarketWatch*, May 10; li Y (2022), "Goldman Sachs Is Shrinking its SPAC Business amid Regulatory Crackdown and Market Turmoil", *CNBC*, May 9; Aliaj O., Franklin J., and Moise I. (2022), "SPAC Boom Dies as wary Investors Retreat", *Financial Times*, June 10.

SPAC（特別買収目的会社）ガバナンス：その利益相反の構造

強化、②1933年証券法の下での、シェル・カンパニーを含む企業結合取引の取扱い、③SECへの提出書類における将来計画（projection）の利用についてのガイダンス、④1940年投資会社法の下でのSPACの取扱い、である。

提案された規則は、包括的かつ急進的なものであり、特にアンダーライターの範囲の拡大については、早速、大手投資銀行がSPAC関連業務の大幅な縮小を表明している他、大手法律事務所の中にはその提案について懐疑的な見方を示しているところもある。おそらく、相当数のパブリック・コメントが提出されていると考えられるが、最終規則の内容については現時点では確たることはいえない。

しかし、SECの提案規則の中でも最も重要なのは、SPACの取引関係者間の利益相反関係についての情報開示およびその解消、アンダーライターの定義の拡大と役割の強化、フォワード・ルッキング情報をめぐる伝統的なIPOとde-SPAC間の規制裁定（regulatory arbitrage）の解消、であろう。要するに、IPOにおけるイコール・フットイング（競争条件の公平性）の回復ということである³⁷。

ただし、SECは取引関係者間の利益相反関係についてのより詳細な情報開示を求めているが、直接、この関係を是正する措置にまでは踏み込んではいない。情報開示の徹底による投資家保護はSECの一貫したスタンスではあるが、SPACのスキームが抱える課題はそれだけでは解決できないと思われる。

もっとも、SECのNYSE上場企業がデュアル・クラス・シェア・ストラクチャを採用する

ことを禁じる規則19c-4が、ガバナンスに関する規制は州法の権限でSECの管轄外であることを理由に、1990年にコロンビア控訴裁判所によって無効と判断されている。しかし、SECは自主規制機関である取引所の規則を承認する権限を持っているから、影響力を行使することは可能である。実際、4月21日に、投資家保護部（Office of the Investor Advocate）は、議決権の空洞化を防ぐためにNASDAQとNYSEにターゲット企業の買収について50%以上の支持を条件とするよう上場規則の改正を求める書簡を送っている³⁸。

もちろん、情報開示の強化、アンダーライターの役割と責任の明確化や規制裁定の解消という課題も重要ではあるが、取引関係者間の不公平な取扱いの解消こそ、SPAC市場を伝統的なIPOに並ぶスタートアップの資金調達市場として育成、発展させるために必要不可欠な改革であろう。

引用・参考文献

- 佐賀卓雄（2014）「独立取締役とコーポレート・ガバナンス」『証券レビュー』日本証券経済研究所、第54巻、第10号、106-120頁。
- _____（2021）「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』日本証券経済研究所、第116号、12月、1-15頁。
- _____（2022）「SPAC（特別買収目的会社）の構造変化について」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第118号、6月、1-20頁。
- Blomkvist M.,Nocera G.,and Vulcanovic M. (2021),”

37 この立場からは、同時にダイレクト・リスティングにおけるアンダーライターの不在ということも問題にすべきであろう（Tuch and Seligman (2022)）。

38 SEC, Office of the Investor Advocate (2022).

- Who Are the SPAC CEOs ?” March 12.
- Chaplinsky S. and Haushalter D. (2009), “Financing under Extreme Risk: Contract Terms and Returns to Private Investments in Public Equity”, November 6, *Forthcoming Review of Financial Studies*.
- Coates, J. (2022), “SPAC Law and Myths”. (<https://ssrn.com/abstract=4032935>)
- Congressional Research Service (CRS) (2021), *SPAC IPO: Background and Policy Issues*, April.
- Crenshaw C.A. (2022), *Remarks at Virtual Roundtable on the Future of Going Public and Expanding Investor Opportunities: A Comparative Discussion on IPOs and the Rise of SPACs*, Speech, April 28.
- Damodaran A. (2021), “Disrupting the Disruptors? The ‘Going Public Process’ in Transition”, July 14. (<https://ssrn.com/abstract=3892419>)
- Dimitrova L. (2016), “Perverse Incentives of Special Purpose Acquisition Companies, The ‘Poor Man’s Private Equity Funds’”. (<https://ssrn.com/abstract=2139392>)
- Fagan F. and Levmore S. (2022), “SPACs, PIPEs, Common Investors”, August 18. (<https://ssrn.com/abstract=4036767>)
- Feng F., Nohel T., Tian X., Wang W., Wu Y. (2022), “The Incentives of SPAC Sponsors When Information Is Opaque”, March. (<https://ssrn.com/abstract=4069007>)
- Fortney H. (2021), “SPAC Attack: An Examination of SPAC Director Compensation and Its Legal Implications”, December 7.
- Gahng M., Ritter J.R., and Zhang D. (2021a), “Investor Returns on the Life Cycle of SPACs”, January 29.
- _____ (2021b), “SPACs”, February 22
- Gofman M. and Yao Y. (2022), “SPACs’ Directors Network: Conflicts of Interest, Compensation, and Competition”, June 28. (<https://ssrn.com/abstract=4148668>)
- Groh A., Proelss J., Sannajust A., and Schweizer D. (2022), “Leave No Money on the Table: Venture Capitalists’ SPAC Exits”. (<https://ssrn.com/abstract=4182131>)
- Halbhuber H. (2022), “An Economic Substance Approach to SPAC Regulation”, January 10. (<https://ssrn.com/abstract=4005605>)
- Haldane A.G. (2015), “Who Owns a Company?”, University of Edinburgh Corporate Finance Conference, *Speech*, May 22.
- Klausner M. and Ohlrogge M. (2021), “SPAC Governance: In Need of Judicial Review” (<https://ssrn.com/abstract=397693>), November 23.
- _____ (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 Halbhuber H. (2022), “SPAC Disclosure of Net Cash Per Share”, March 4. (<https://ssrn.com/abstract=4047180>)
- _____ and Ruan E. (2022a), “A Sober Look at SPACs”, *Yale Journal on Regulation*, Vol.39: 228.
- _____ (2022b), “A Second Look at SPACs: Is This time Different?”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, January 24.
- Layne R. and Lenaham B. (2018), “Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, July 6.
- Lin C., Lu F., Michaely., and Qin S. (2021), “SPAC IPOs and Sponsor Network Centrality”, June 8. (<https://ssrn.com/abstract=3856181>)
- Reddy B. (2021), “The SPACtacular Rise of the Special Purpose Acquisition Company: A retail Investor’s Worst Nightmare”, *University of*

- Cambridge, Faculty of Law Legal Studies Research Paper, No.32/2021, November. (<https://ssrn.com/abstract=3968983>)
- 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*, 99.
- _____ (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>)
- _____ (2022a), "The SPAC Market". (<https://ssrn.com/abstract=4072834>)
- _____ (2022b), "Why SPACs: An Apologia", *University of Georgia School of Law, Research Paper Series*, No.2022-04. (<https://ssrn.com/abstract=4072834>)
- Securities and Exchange Commission (SEC) (2022), "Proposed Rules: Special Purpose Acquisition Companies,Shell Companies,and Projection", *Release Nos.33-11048; 34-94546; IC-34549*, March 30.
- _____.Office of the Investor Advocate (2022), *Letter to NASDAQ and, NYSE and NYSE American on Listing Standards for Special Purpose Acquisition Companies*, April 22.
- Skadden (2021), *The Informed Board*, Spring.
- Sjostrom,Jr.,W.K. (2007), "PIPE", *Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol.2.1.
- Spaman H. and Guo H. (2022), "The SPAC Trap: How SPACs Disable Indirect Investor Protection", *Harvard Law School, Discussion Paper No.1080* (Forthcoming in *Yale Journal on Regulation Bulletin*), June.
- SpencerStuart (2021), *Board Governance and SPACs*.
- 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>)
- Warren E. (2022), *The SPAC Hack: How SPACs Tilt the Playing Field and Enrich Wall Street Insiders*, May.

(当研究所名誉研究員)