

SPAC（特別買収目的会社）とは何か

福 本 葵

1. はじめに

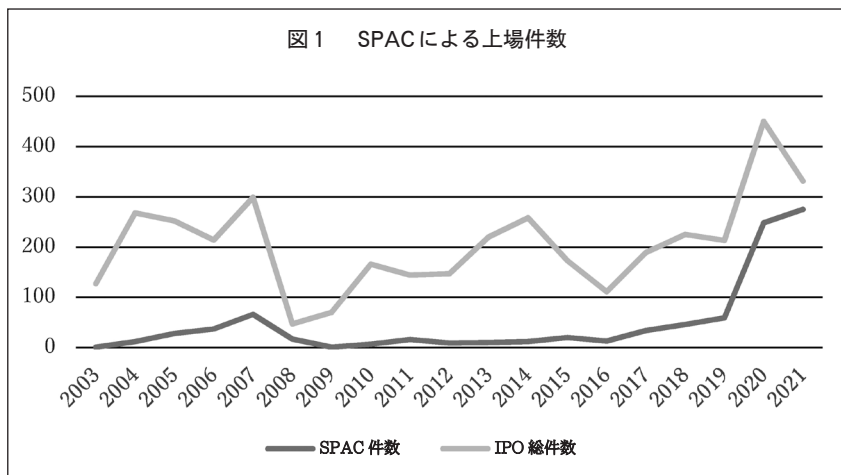
近年、アメリカにおいて SPAC (Special Purpose Acquisition Company、特別買収目的会社、以下、SPAC) を利用した上場が急増している。2020 年の IPO の件数総数 450 件のうち、SPAC の件数は 248 件と 55% を占めた。また、2021 年に入ってから IPO 総件数 331 件のうち、SPAC の件数は 275 件と 83% を占めるに至っている (表 1、図 1、図 2、3)。SPAC やダイレクト・リスティングといった伝統的 IPO の代替はともに増加している。本稿では、SPAC とは、如何なるものであるか、特に規制の推移および SPAC の上場から合併に至る手続きについて考察する。

表 1 アメリカの SPAC による IPO

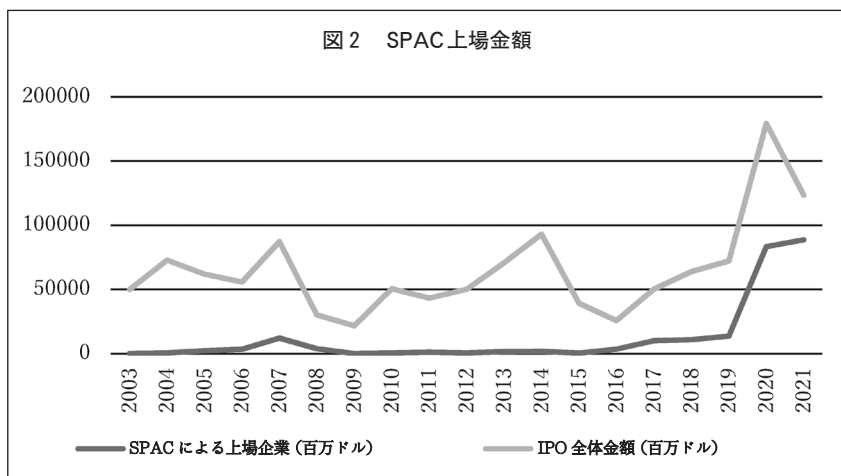
年	調達額 (ドル)	件	平均サイズ (ドル)
2021	898 億	276	3 億 2530 万
2020	834 億	248	3 億 3610 万
2019	136 億	59	2 億 3050 万
2018	108 億	46	2 億 3370 万
2017	100 億	34	2 億 9550 万
2016	35 億	13	2 億 6920 万
2015	39 億	20	1 億 9510 万
2014	18 億	12	1 億 4580 万
2013	14 億	10	1 億 4470 万

(出典 SPAC リサーチより 2021 年 3 月 20 日現在)

SPAC（特別買収目的会社）とは何か



(SPAC Analytics社 <https://www.spacanalytics.com/> より作成2021年3月20日現在)



(SPAC Analytics社 <https://www.spacanalytics.com/> より作成2021年3月20日現在)

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会社を見

つけ、その会社と合併する。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に買収され存続会社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がどのような会社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会社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）の会社と合併するとの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Bill Ackman、Reinvent Technology PartnersのスポンサーにLinkedInの共同創業者のReid Hoffman、Executive Network Partnering Corpのスポンサーに共和党の元下院議長のPaul Ryan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・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のある会社」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¹。

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

SPAC（特別買収目的会社）とは何か

表2 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

（日経新聞電子版12月22日に筆者加筆）

3. SPACの歴史・規制の変遷

（1）ペニースtock取引に対する規制強化

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tock詐欺のピークルとして blank check company が用いられた²。ペニースtockとは、現在では、「1株5ドル未満の株式発行会社が、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」と定義されている（取引所法SEC規則3a51-1）。

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³。

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・コーポレーションの株価を操作したとして訴えた。

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）

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、その後売り逃げた。また、実体のない会社と合併するといったことが行われた。

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) 条つまり 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 (a) 条 (51)) 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. 第 77 (g) 条 (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 419 条を策定した。

(2) blank check company に対する規制

blank check company は、IPO 後上場会社となるが、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、blank check company 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% 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% は、適切な被買収会社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に関して、1933 年証券法 15 U.S. Code 77 (g) に、blank check company の registration statement の規制が追加された。Subsection (b) (1) (A) は、買収対象会社に関する情報、および売出しに係る資金の具体的な使途に関する情報開示、または、そのような記述が誤解を招くことを防ぐための追加情報の開示が必要とされている。また、Section (b) (1) (B) は、(A) 号の下で要求される開示が行われるまでの間、当該発行者による当該資金の使用および証券の分配を制限する、としている。さらに Subsection (b) (1) (C) は、当該有価証券の株主に取消権を与える、としている。買収の対象となる会社が見つかり、SPAC の投資家には、registration statement が送付され、合併に対する議決権を行使することができる。合併に反対の投資家は出資金の返還を求めることができる。賛成の投資家は合併後の会社の株主であることを継続する。

(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 証券の David Nussbaum によって、blank check company の一形態である SPAC が開発された⁴。

取引所法 SEC 規則 3a51-1 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、SPAC はペニース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、Form 8-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。財務諸表は SPAC の目論見書に掲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、その後は、ほとんど実行されなかった⁵。1997 年 National

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.

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や 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⁶。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 EarlyBirdCapital, Inc. が近代的な SPAC の第 1 号である Millstream Acquisition Corp. を引き受けた。

2006 年頃からサーベンス・オクスリー法等による 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⁷。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 が承認した⁸。

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数の 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規則改正を行い、2017 年には、9 件の SPAC による IPO を獲得した⁹。

また、NYSE は、SPAC の独立取締役の過半数が合併を承認することを要求することにした。さらに、NYSE は継続的な上場の基準を総株主数 300 名から公開株主数 300 名へと変更した。また、NYSE は、合併に関連する株主

6 Riemer, *supra* note 4, at 948

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

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

9 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。

の承認を求めるために、委任状規則に代えて、取引所法第 14 条の公開買付規則に従うことを認めた。

一方、2017 年 10 月 4 日、Nasdaq は、SPAC の上場要件のルール変更を提案していたが、これは、必要とされるラウンドロット株主数を 300 名から 150 名に減らし、同様に 300 名のラウンドロット株主の継続上場要件を撤廃するものであった¹⁰。また、提案された規則では、SPAC がベニーストックの定義に該当しないことを保証するために、上場している SPAC が少なくとも 500 万ドルの純資産を維持することを要求し、SPAC に対して、合併後の新規上場要件の遵守を実証するために 30 日間の期限を課すことになっていた。しかし、2018 年 6 月 1 日、Nasdaq はさらなる説明なしに提案を撤回した。NYSE も同様の改正を提案したが、同様に撤回した¹¹。

NYSE は撤回した改正案を修正し、2018 年 10 月 12 日、継続的な上場に必要最低株主数を 300 名から 100 名に引き下げる等の提案を SEC に提出した。さらに、同提案には、合併後、適用されるすべての定量的な上場基準に準拠していることを証明するために、企業に合理的な期間を与えることについて、NYSE が裁量を行使することを可能にする規則変更等が含まれている。しかしながら 2019 年 6 月 14 日、SEC はこの提案を承認しないことを発表した。従って、上場基準は 300 名のラウンドロットの株主条件は 2021 年 3 月 20 日現在、変更がない。

一方、Nasdaq は、2020 年 10 月 22 日に新たな上場基準の改正案を提案していた。Nasdaq の提案はすべての発行会社に適用される上場基準の厳格化であるが、SPAC にも影響を与えるものである。Nasdaq が提案した規則には、発行会社が最低時価総額と上場株式数の基準要件を満たしているかどうかを判断する際に、制限付証券（restricted securities）を除外するもの等がある¹²。また、

10 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Release No. 34-81816; File No. SR-NASDAQ-2017-087)

11 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Release No. 34-83383; File No. SR-NASDAQ-2017-087)

12 ルール 5005 (a) (37) では、「制限付き証券」を「何らかの理由で再販制限を受けている証券」と定義している。制限の理由には以下を含むが、これに限定されない。(1) 私募債やレギュレーション D などの未登録の募集で、発行者または発行者の関連会社から直接または間接的に取得した証券。(2) 従業員株式給付制度や専門サービスの報

Nasdaq が提案した規則には、発行会社が上場株式数の基準要件を満たしているかどうかを判断する際に、最低限必要なラウンドロット株主の 50% 以上が、それぞれ時価 2,500 ドル以上の無制限証券 (unrestricted securities) を保有していなければならないという要件が課されたが、この要件は SPAC には除外されることとなった。伝統的な IPO とは異なり、企業結合前の SPAC の価値は、SPAC 株式に対する需要に基づくもののみではなく、信託口座に預託されている現金に基づくものでもあるからである。この改正案は、2021 年 1 月 26 日、SEC によって承認された¹³。

4. SPAC上場から合併または解散までのプロセス

図3 SPACのライフサイクル

IPO フェーズ	ターゲット企業探索 フェーズ	SPAC完了フェーズ
<ul style="list-style-type: none"> ・フォーム S-1/F-1 を SEC へ提出 ・IPO に向けた準備、ロードショー、事務手続 ・IPO プロセスの詳細を記載した最終目論見書の提出 ・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 	<ul style="list-style-type: none"> ・定期的な SEC への書類提出 ・買収対象会社の特定 ・合併の意思表示 ・PIPE および融資契約の締結の可能性 ・合併承認のための SEC への法的手続 	<ul style="list-style-type: none"> ・合併の是非を問う株主総会 ・合併または清算 ・清算の場合、信託口座にある資産は株主に還元 ・合併契約書の締結 ・合併契約の公表 ・取引終了 ・Super 8-K 提出 ・ターゲット企業が存続会社・公開会社となる。

(Shachmurove, Y., & Vulcanovic, 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)

酬として取得したもの、(3) レギュレーション S に依拠して取得したが、米国内で再販できないもの、(4) ロックアップ契約または同様の契約上の制限を受けているもの、(5) ルール 144 の「制限付き証券」と規定している。

- 13 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Release No. 34-90245; File No. SR-NASDAQ-2020-069). SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Release No. 34-90995; File No. SR-NASDAQ-2020-069) . Federal Register / Vol. 85, No. 209 / Wednesday, October 28, 2020 / Notices at 68400

（１）IPOフェイズ

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のある会社」と定義している。そして、SECは、SPACをその一形態であるとしている。つまり、スポンサーはSPACを上場させ、その後買収対象会社を探索し合併する。合併後は事業を営む買収対象会社が存続会社となる。SPACと買収対象会社との合併はリバース・マージャーの一種である。

指定された期間に買収対象会社を見つけられなかった場合や買収対象会社を探索できたが、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に登録申請をする前にスポンサー株式（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%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が合併する対象会社を探している間のコストをカバーする。

多くのSPACでは、このスポンサー株式は、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¹⁴。

SPACの設立から約8週間でSECにForm S-1を提出し、IPOを行う。こ

14 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。

の場合、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、ソフトバンクグループが NYSE 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。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 条では、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とされている。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もしばしば行われている。

(2) 買収対象会社探索および交渉フェイズ

IPO の後、SPAC は買収対象会社を探索する。多くの場合、SPAC が対象会社を見つける期間は 2 年とされており、この期間に買収対象会社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) では買収対象会社の市場価値の最低条件が定められている。

つまり、買収対象会社の市場価値は、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、買収対象会社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、または合併契約書に署名する前に、PIPE取引（private investments in public equities）と呼ばれる契約を締結している¹⁵。

（3）SPAC完了フェイズ

① 対象企業を見つけられた場合

買収対象会社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。

合併完了後4営業日以内に新会社は、Super8-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に適用されるものと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と買収対象会社の合併に際し、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

15 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。

における株主の承認を必要とする場合である¹⁶。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、取引所の規則では、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¹⁷。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に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、ワラント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、当該買収対象会社との合併を諦め、新たな対象会社を探索することとなる¹⁸。

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57th 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い取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、57th Street General Acquisition 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の株主が関連会社などと協力して、10%を超える株式の転換を求めるグループを形成することを制限するものであり、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¹⁹。

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

17 NYSE listed company manual 102.26b、Nasdaq規則IM-5101-2(d)

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

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

多くの場合、事業を営む買収対象会社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²⁰。

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 の買収対象会社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 はエスクロー口座またはトラスト口座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. ソフトバンクの SPAC 設立契約

2020 年 10 月 12 日、Softbank Investment Advisers の CEO、Rajeev Misra は、2020 年内にも数百億円規模で、ソフトバンクグループ（SBG）による SPAC をアメリカの証券市場に上場させる計画を Milken Institute Global Conference で述べた。SPAC は、ソフトバンクグループの投資ファンド、ソフトバンク・ヴィジョン・ファンド・インベストメント・アドバイザーズによって運営され、これがスポンサーとなる。ヴィジョンファンドはこれまで、限定されたパートナーや企業からのみ資金を調達してきたが、SPAC を設立することを計画した。

2020 年 12 月 21 日、SBG は 5 億 2500 万ドルの調達を計画し、SPAC である SVF インベストメントの新規公開を SEC に申請した。SVF はクラス A 普通株式 1 株と同株式に転換可能な 4 分の 1 のワラントで構成されるユニットを 2021 年 1 月 8 日に Nasdaq に上場した。ティッカーシンボルはユニットが

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

SVFAJ、クラス A の普通株式が SVFA となる。

SVF の発行する 1 ユニット価格は 10 ドルであり、スポンサーはスポンサー株式である B 株式を取得する。一般に公開されるのは、A 種普通株式である。引受会社は、シティグループ、ドイツェバンク、キャンター・フィッツジェラルドが名を連ねている。SVF は SPAC なので、上場時に買収対象企業は特定していない。買収先企業候補業種は、AI、ロボット工学、クラウド技術、ソフトウェア等であると述べている。本件は、SBG が設立する SPAC の第 1 号である²¹。2020 年 3 月 9 日には、さらに SBG が設立する 2 社の SPAC が Nasdaq に上場した。

6. おわりに

近年、特に新型コロナ感染症下における資金余剰の影響を受けた昨年および本年、アメリカにおいて SPAC を利用した上場が急増している。2021 年に入ってから、伝統的な IPO をはるかに凌ぐ件数および規模であり、IPO 総件数のうち 81% を占めるに至っている。

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、買収対象会社が決まっておらず、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²²。この中で、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

21 SVF が SEC に提出した Form S-1、<https://sec.report/Document/0001193125-20-323022/d50198ds1.htm>

22 SEC “Celebrity Involvement with SPACs - Investor Alert” March 10, 2021

合併を完了させるインセンティブを持つ可能性がある」と述べている²³。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ため、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、合併を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²⁴。

SPACに関する問題としては、他にも新興電動自動車メーカーのニコラが誇示していた技術の多くが虚偽だったとの告発を受け株価が急落し、創業者が辞任する事態に発展していた²⁵。また、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いう疑惑が持たれている²⁶。伝統的なIPOでは業績の見通しを開示することは禁じられているが、SPACは、今後数年の具体的な数値目標を示すことが容認されている。合併を成功させるために強気の予想を示すことも考えられる。

日本でもSPAC導入の検討が開始されたとのことであるが、安易な導入には危険が伴う。SPACが現在の日本にとって導入の必要のある制度なのか、導入にはどのような整備や規制を行わなければならないのか、慎重に検討しなければならないであろう²⁷。近年のSPACの急増が一時的なブームなのか定着するのかを注視してゆく必要がある。

※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

²³ *Id.*

²⁴ 3 SEC “CF Disclosure Guidance: Topic No. 11” December 22, 2020

²⁵ 「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。

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。

²⁷ 「新興企業の資金調達支援 成長戦略会議、買収目的会社の解禁検討」日本経済新聞社東京本社版、2021年3月18日、朝刊、7頁。

【参考文献】

- 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, and reputation: the evolution of SPACs*, 37 *Del. J. of Corp. L.* (2013).
- Yochanan Shachmurove & Milos Vulanovic, *SPAC IPOs*, *Oxford Handbook of IPOs* (2017).