

参考資料

令和3年4月19日
金融庁

SPAC（特別買収目的会社）

- SPAC（Special Purpose Acquisition Company：特別買収目的会社）は、それ自体は特定の事業を持たずに、未公開企業を買収することのみを目的とした会社。

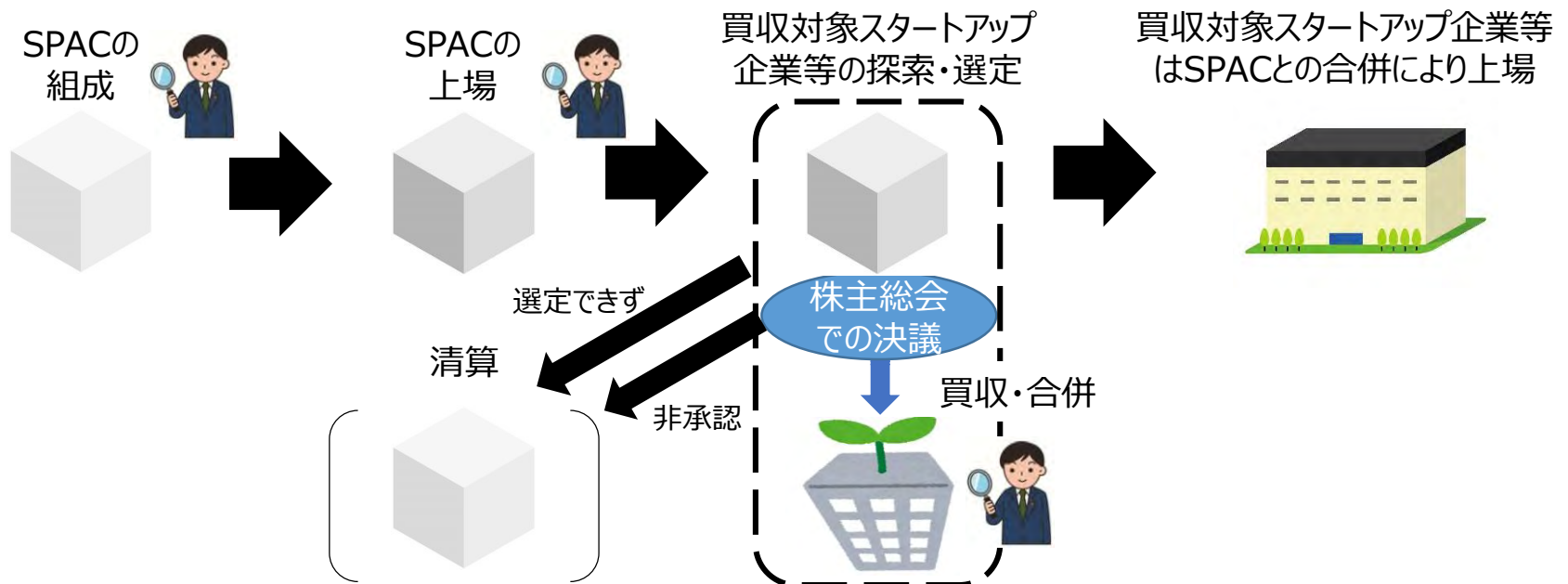
SPACは上場後、未公開企業（通常 1 社）を買収。その後、当該企業の事業を営む上場企業として存続。

（SPACの利点）○ 成長企業への迅速な資金供給

- 迅速な株式公開
- SPAC組成者の目利き力の幅広い活用

（SPACの課題）○ 十分な投資家保護の確保

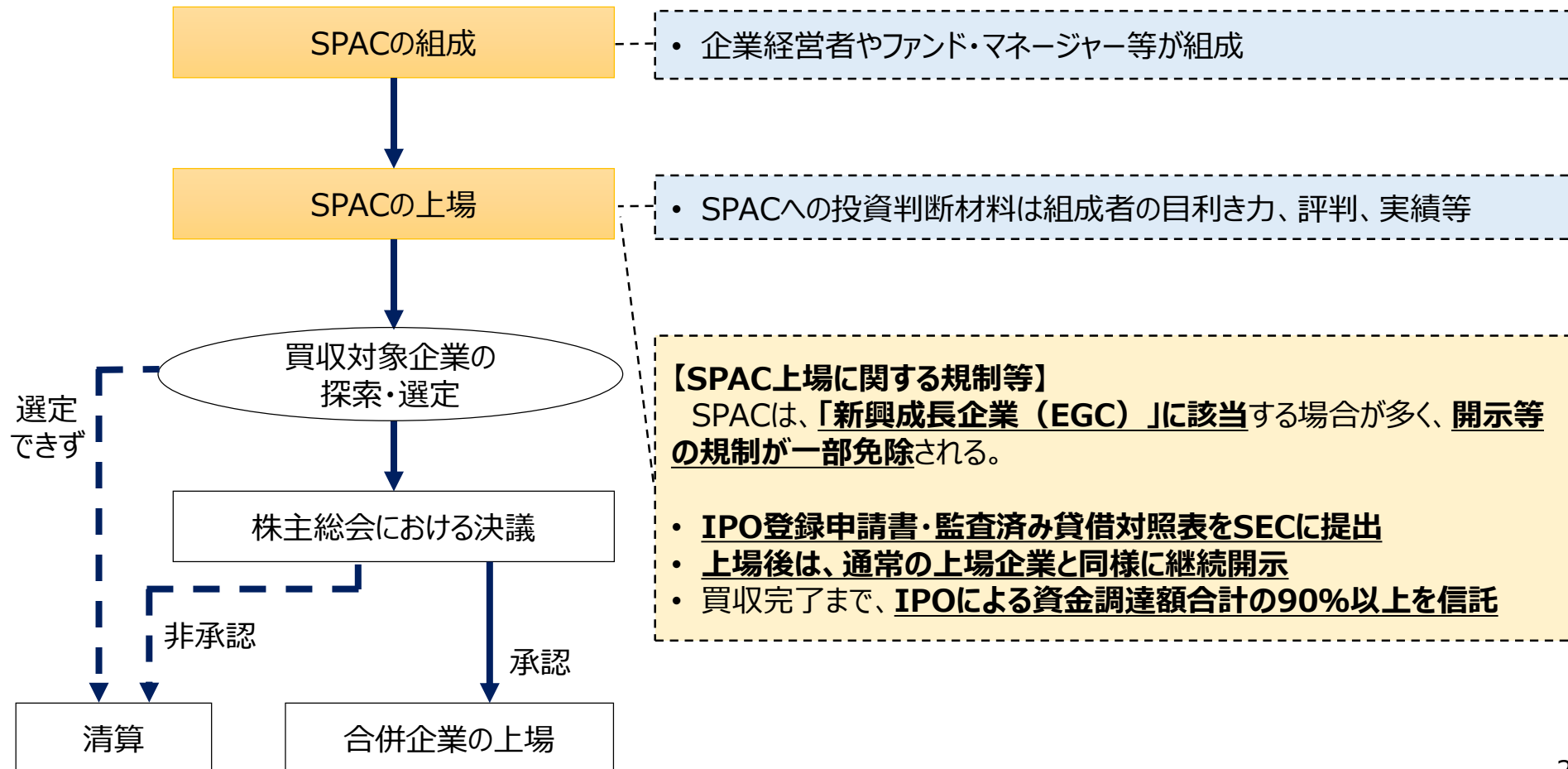
- SPAC組成者による企業審査の脆弱性（虚偽説明疑惑などの事例）
- SPAC組成者の報酬が大きく、インセンティブを歪める恐れ



SPAC（特別買収目的会社）

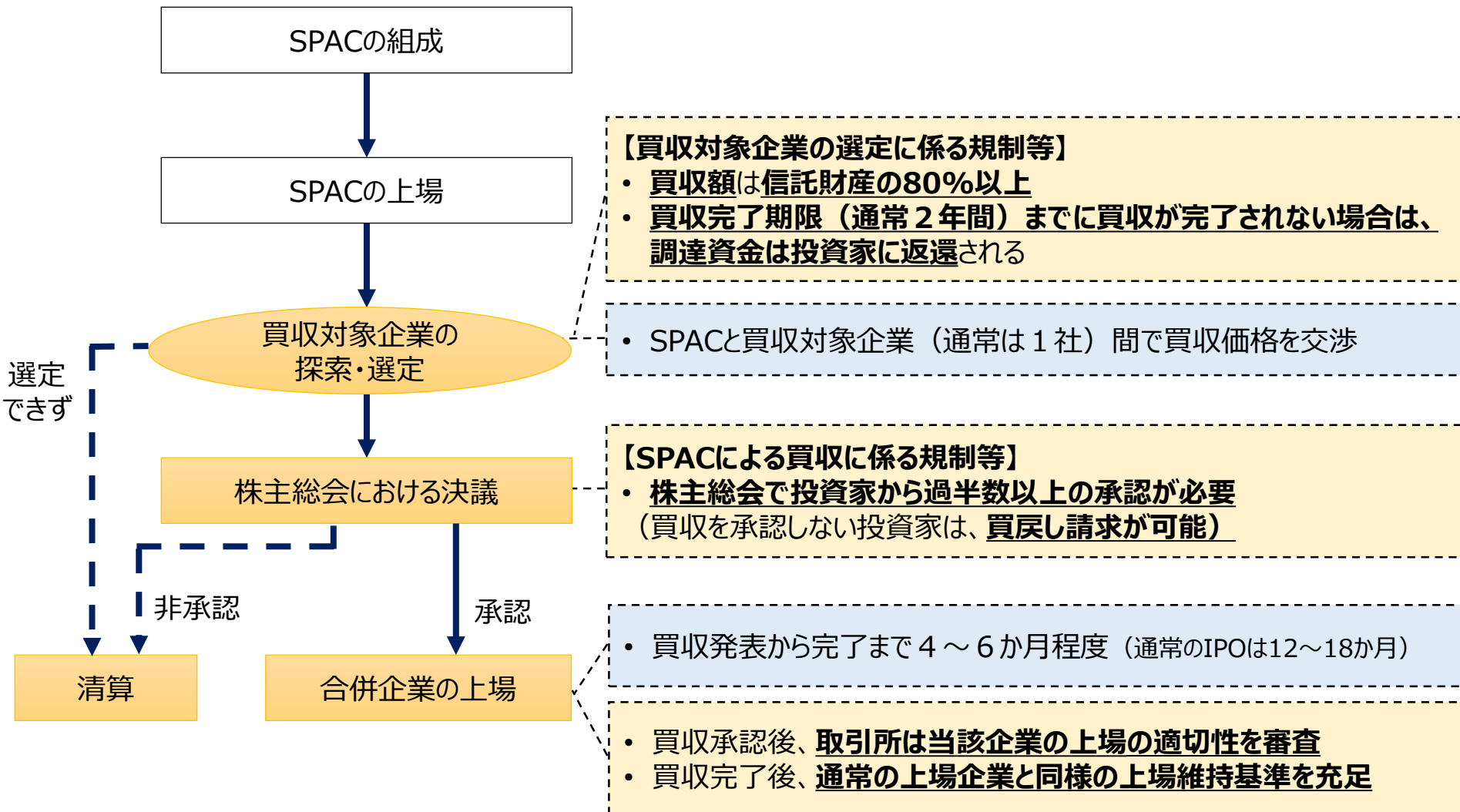
- SPAC（Special Purpose Acquisition Company：特別買収目的会社）は、それ自体は特定の事業を持たずに、主に未公開企業を買収することのみを目的とした会社。
SPACは上場後、未公開企業（通常1社）を買収。その後、当該企業の事業を営む上場企業として存続。
- 買収対象となる未公開企業を、目利き力のある組成者が選定することが通常のIPOとの基本的な相違点。

米国におけるSPACのスキーム及び主な特徴（SPAC上場時）



SPAC（特別買収目的会社）

米国におけるSPACのスキーム及び主な特徴（買収時）

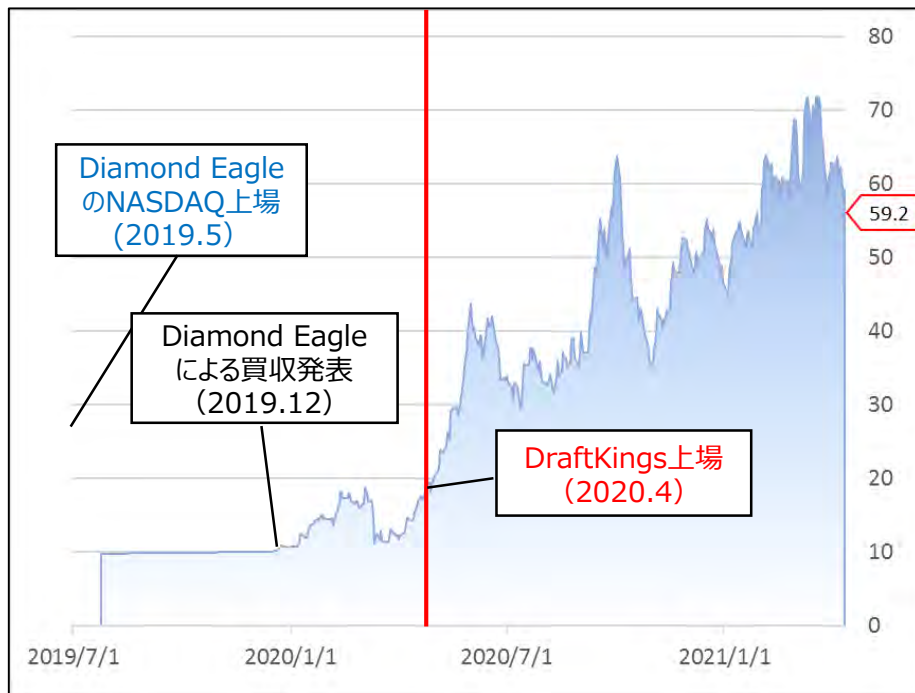


米国におけるSPAC上場に係る事例

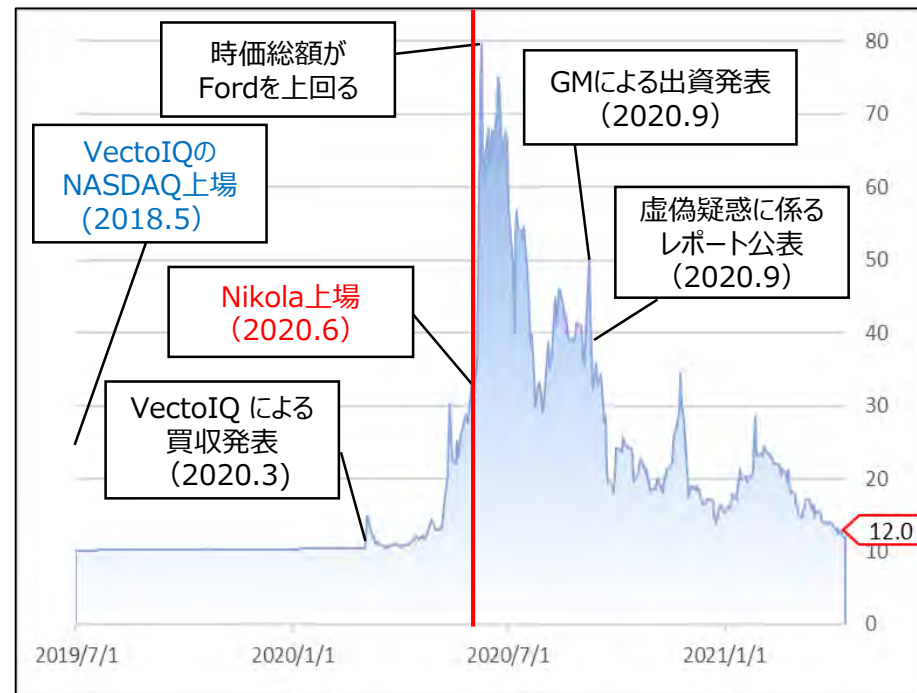
- 米国では、2019年5月にNASDAQに上場したDiamond Eagleは、仮想スポーツのオンラインゲーム会社DraftKingsの買収を発表。その後、**株価は概ね上昇傾向**。
- 一方、2020年6月に電気自動車メーカーNikolaがSPACを通じてNASDAQに上場し、一時時価総額がFordを上回ったが、**自社技術に係る過去の説明等の虚偽疑惑（SEC及び司法省が調査）が発生し株価が下落**。

（注）スタンフォード大学のデータベースによると、2021年以降SPACに関する集団訴訟件数は9件（2020年7件）。

＜DraftKingsの株価推移＞



＜Nikolaの株価推移＞



【出典】Bloombergを基に金融庁作成、グラフは2021/4/13時点

米国におけるSPACに関する指摘

スタンフォード大学・ニューヨーク大学論文 概要

("A Sober Look at SPACs"(Klausner, M. and Ohlrogge, M. (Nov 2020))

- SPAC組成者は通常、一般投資家よりも低い価格でSPACの株式20%程度（「プロモート」と呼ばれる）を取得し（※）、買収が完了すれば投資資金を回収するとともに高いリターンを得られる。
（※）上場後から未公開企業の買収時まで追加出資を行う。
⇒構造的に、投資資金を回収しリターンを得るため、**投資家にとって不利益な対象企業や条件であっても、期限までに買収を完了をさせるインセンティブ**がSPAC組成者に生じる（**SPAC組成者と投資家間に利益相反が発生**）。
- 買収完了前に償還する投資家のリターンは11.6%である一方、買収後も株式を保有する投資家については買収後12か月のリターンは▲34.9%となっており、投資家間の差が発生している。
- 買収以降も株式を保有するSPAC及び未公開企業の投資家がSPACの構造的な株式の希薄化によるコストを負担している状況は持続可能ではなく、**規制の見直し（情報開示の強化等）が必要**。

Harvard Business Review 概要

("The SPAC Bubble Is About to Burst"(Naumovska, I. (Feb 2021))

- SPACの急増には、10年前に物議を醸したM&A手法である**逆さ合併（reverse merger）と同じ様相**が見られる。逆さ合併と同様に、SPACによる**買収の質の低下に伴いメディアの注目や規制上の監視が高まり、バブルが崩壊**する。
- 物議を醸す手法の活用が増えれば増えるほど注目が高まり、手法がさらに正当化されて流行する一方、普及に伴い投資家・メディアの懸念や懐疑論が高まる（制度・社会学的なバブル発生・崩壊の仕組み）。
- バブルの発生・崩壊の最も明白なサインは、**急激な発展、メディアの懐疑論及び規制上の懸念の増加**。

SPACを巡る米国当局（SEC）の動向

SPACの引受に関する審問: “U.S. regulator opens inquiry”（2021年3月）

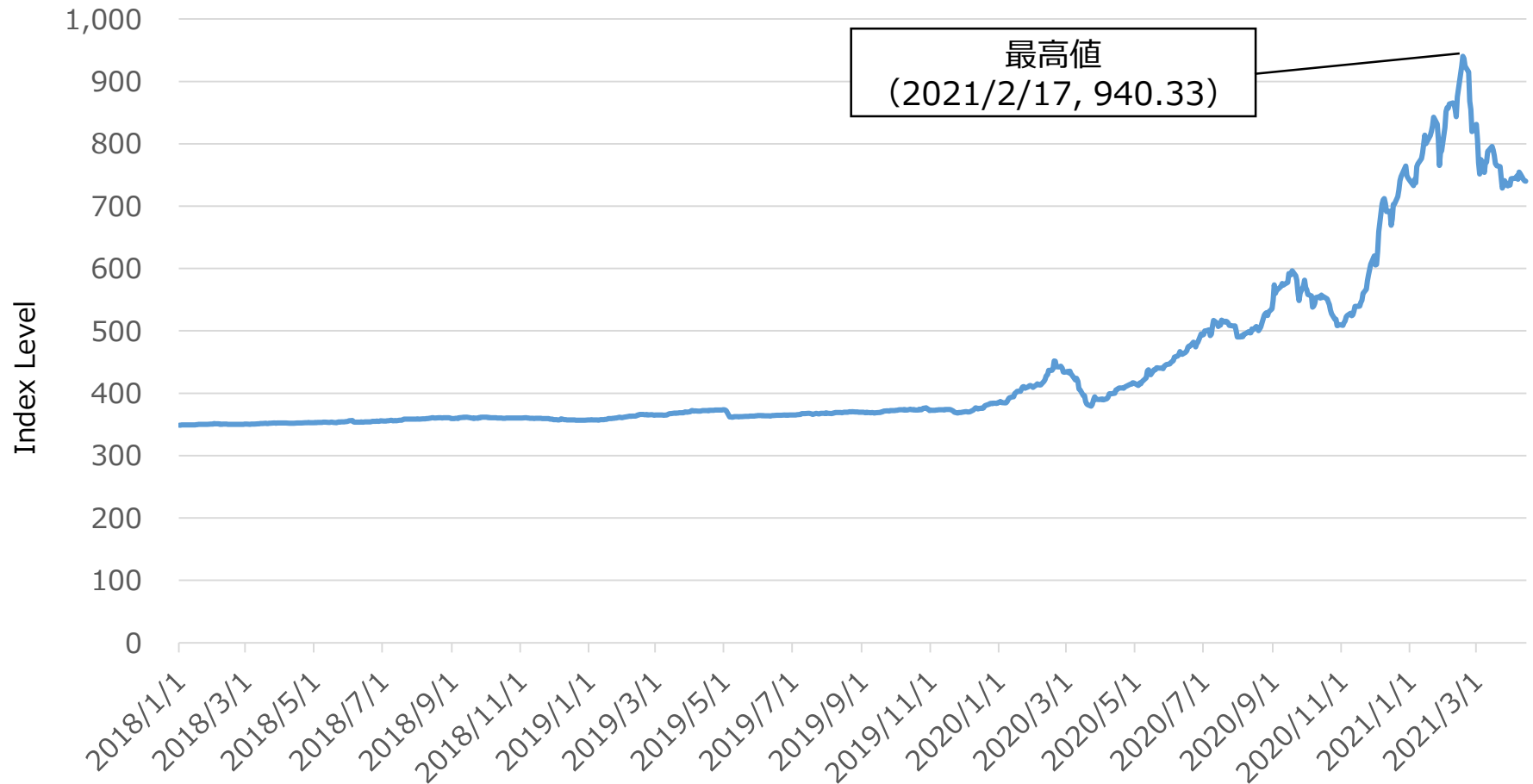
- ロイター通信やフィナンシャル・タイムズ紙等によると、SECは、SPACの引受証券会社に対し、SPACの引受手数料、引受審査に伴う内部管理体制等に関して任意の情報提供を求めるレターを発出。
- 当該レターは予備的な調査とされているものの、SECの法執行部門による調査であることから本格的な調査の前触れであるとの見方も存在。
- SECは、SPACによる未公開企業の買収前のデューデリジェンスの深度やSPAC組成者への巨額の報酬に関して十分な開示がなされているかについて懸念している可能性。さらに、SPAC上場時から買収先の公表時までの期間におけるインサイダー取引のリスクも潜在的な懸念事項。

（参考）SECは、昨年12月、SPAC組成者等と投資家との間には利益相反が生じうるため、潜在的な利益相反及び経済的利益に係る開示が重要であるとして、SPACの開示に関するガイダンスを公表。

また、本年3月、投資家に対し、著名人が組成・投資していることやSNS等を通じて得た情報のみを以てSPACに投資すべきではないとして、SPAC組成者による利益相反のリスクに留意するとともに、個々のSPACの特性を理解することが重要である旨警告。

SPACの株価動向

IPOX SPAC (USD, Price)



【出典】 IPOX Schuster LLC, Bloombergを基に作成

【注1】IPOX SPAC Indexは、IPOX社（米国の独立系金融サービス調査会社）が提供する、SPACの株価動向を示す指数
SPACの母集団銘柄には、NYSEあるいはNASDAQに上場しており、上場時の資金調達額が通常\$250Mを上回るSPACが含まれる
(\$200Mを下回るSPACは除外)

時価総額で加重平均したポートフォリオを構築して算出、ポートフォリオの配分比率はSPACの買収完了や清算を考慮して毎月変更

【注2】グラフは2021/4/14時点、2020/7/30の数値を500として算出

日本におけるSPACの検討に当たっての主な論点

- 投資家保護等の具体策の検討にあたっては、以下の論点に関する分析・検討が必要。

(1) SPACの上場に関する論点

- SPAC組成者等の「目利き力」の実効性をどのように担保するか
(※) 米国では、SECが著名人が組成・投資していることを以てSPACに投資すべきではない旨警告 (P 6 参照)

(2) 未公開企業の買収・合併に関する論点

- スタートアップ企業等の上場適格性をどのように確保するか
(※) 米国では、虚偽説明疑惑などの事例や集団訴訟の増加等が指摘されている (P 4 参照)
- SPAC組成者等と一般投資家との間の利益相反 (P 5 参照) についてどのような対応が必要か

(3) 日米の市場構造・環境に関する論点

- 日本にはスタートアップ企業が比較的上場しやすいマザーズ市場（個人投資家が多い）が存在しており、SPACを通じた上場を支援する必要性は低いのではないか等の指摘についてどのように考えるか
- SPACを巡る米国の市場環境の変化や規制当局の対応などを冷静に見極める必要があるとの指摘についてどのように考えるか (P 6・7 参照)