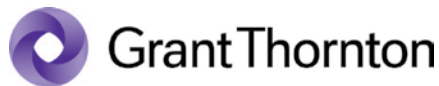


SPACとは？



日系企業グループ
監査マネージングディレクター
西川 靖弘

SPACは Special Purpose Acquisition Company (特別買収目的会社) の略であり、読み方はスパックです。現在アメリカで良くも悪くも非常に注目されています。SPACは、シェルカンパニー (ペーパーカンパニー) で事業は行いません。SPACの目的は、シェルカンパニーのままIPO (株式の新規公開) を行い資金を調達して未上場の事業会社を探し、買収することにあります。SPACの上場はシェルカンパニーであるため審査に必要な時間が短くすみ、従って低コストで上場できます。買収先未上場事業会社もIPOを経ることなく上場会社になれるためメリットがあります。SPACは事業を持たず、投資家はSPACがどの未上場会社を買収するかは分からないため、ブランクチェックカンパニーとも呼ばれています。また、日本では事業がないため空箱上場、通常の上場の手続きでは上場が難しい企業が上場できますので、裏口上場と呼ばれています。

SPACは1980年代からあります。当時は買収の成功率が低い、調達した資金が不正に使用されるなどの問題があり、また1990年代後半以降はITバブルで通常のIPOが成功していましたので、SPACは最近まではあまり使われていませんでした。ここ近年、アメリカではSPACの件数が急増しています。ナスダックがまとめたデータによりますと、2017年には34、2018年には46、2019年には59のSPACが上場しました。2020年には、その件数は248に急増し、全てのIPOの半分以上を占めました。2021年では、9月の時点で既に435のSPACが上場しています。

SPACは「スポンサー」と呼ばれる設立者によって設立されます。近年著名人、有力な投資会社や起業家がスポンサーとなっているSPACが増え信用が高まっているのも、利用が増えた理由の一つです。買収先企業は決定していませんが、投資家は有名スポンサーを信用して投資をします。フェイスブック出身

で、SPAC設立のための会社Social Capitalをカリフォルニアに設立したチャマス・パリハピティヤが有名で、業界では「SPACキング」と呼ばれています。彼はIPOA (株式市場で上場企業や商品を識別するためのコード、「ティッカーシンボル」と呼ばれます) でバージンギャラクティックを買収したのを皮切りに、IPOB、IPOC、IPOFで買収を完了しています。チャマスはニューヨーク証券取引所のティッカーシンボルのIPOZまでを予約しており、合計26のSPACを設立すると言われています。また物言う株主として有名な著名投資家のビル・アックマンも2020年にSPACを立ち上げています。日本ではソフトバンクが既に複数のSPACをナスダックに上場させています。

SPAC設立から買収完了までの手続きは次のようになります。

- スポンサーは資金を投資して会社 (SPAC) を設立します。
- 次にスポンサーは、SPACを通常のIPOの手続きを経て上場させて、資金を調達します。通常1ユニット10ドルであり、1ユニットは1株と4分の1~1ワラント (規定の値段で追加株式を購入する権利) で構成されます。スポンサーは通常20%の持分を無償もしくは著しく安い価格で取得できます。これはスポンサーの報酬にあたり、「プロモート」と呼ばれます。資金は信託 (トラスト) に預けられ、信託に預けられた資金は買収まで米国債やマネーマーケットファンドに投資されます。
- IPOの後のSPACの株式は通常の株式と同様に市場で取引されます。
- 買収する未上場会社を探し、買収します。ベンチャーやスタートアップ企業をターゲットとします。スポンサーはどのような事業セグメントをターゲットとするかを公表しており、またスポンサーもしくはマネジメントはその事業セグメントの知見があります。

Grant Thornton LLP

監査・税務・アドバイザリーを行う「グローバル6」の会計事務所です。会計監査・レビュー、税務申告書作成やコンサルティングをはじめ、M&A関連のアドバイザリーサービスなど幅広いサービスを提供しております。日米において経験豊富なプロフェッショナルがお客様の業務をサポートします。

お問い合わせ・ご質問は下記までお気軽にご連絡下さい。

連絡先

日系企業グループ
監査マネージングディレクター
西川 靖弘
E-mail: yasuhiko.nishikawa@us.gt.com



通常12ヵ月～18ヵ月の間に買収を発表、2年以内に買収を完了させます。株主の承認があれば期間を延長することも可能です。

- 株主には買収の承認・否認の権利が与えられており、承認しない株主には資金が返還されます。買収資金が不足した場合は、私募増資（「パイプ」と呼ばれます）を行います。
- SPACと買収された会社は合併して、上場企業として継続します。この手続きは「De-SPAC」と呼ばれます。この時にティッカーシンボルは新しいものになります。
- 買収企業を発見できなかった場合は、SPACは解散し信託は解消されて、信託内の資金は利息と共に株主に返還されます。

次にスポンサー、投資家、ターゲット企業のSPACに関するメリットとデメリットをまとめました。

スポンサーのメリット

迅速なプロセス: IPOにかかる時間が短くて済みます。IPOロードショー（株式公開前に機関投資家に向けて行う会社説明会）がないこと、また事業会社がありませんので、規制当局による財務情報に係わる審査時間が短くなります。また2年間という期間の設定があるため、短期間でプロモート報酬を受け取る事ができます。

スポンサーのデメリット

買収の未成立: SPACは、2年間と言う期間が決まっていますので、期限内にクローズできない可能性があります。さらに、SPACの数の増加は、ターゲット買収会社をめぐる競争を生み出す可能性があると考えられています。また頻繁には起こりませんが、投資家が提案された買収を拒否する可能性もあります。

償還権: 株主の償還権は、利用可能な資金について不確実性を生み出す可能性があります。

新たな規制の導入: SPAC数の大幅な増加に

より、バイデン政権下の米国証券取引委員会（SEC）による規制の変更とSPACに対する将来の監視の強化が予想されます。

投資家のメリット

投資家保護: 近年、信託設立、買収期限、利息付償還権等SPACに係わる投資家保護の規制が整って来ています。

株価の上昇: 有望な会社と合併できた時に株価が大幅に上がる可能性があります。

未上場企業への投資: 未上場企業への少額の投資は通常難しいですが、個人投資家でもSPACを通して間接的に上場前に未上場企業に少額の投資ができるようになります。

投資家のデメリット

利益相反: スポンサーは2年以内に買収を完了して報酬を得るというインセンティブがあるため、期間内に終わらすためにあまり良くない買収案で手を打つことがあります。また、買収期限が迫ってくるとターゲットはスポンサーの足元を見て、買収価格を吊り上げると言う事もあります。

未上場企業のリスク: 上記スポンサーのインセンティブにも関連しますが、買収時のデューデリジェンスが十分でない場合があります。またIPOは既に完了しているためアンダーライターによるデューデリジェンスがありません。2020年には水素燃料電池EVトラックメーカー・ニコラが投資家に虚偽の説明をしていたとの疑惑のため株価が暴落し、CEOが辞任すると言う事例がありました。コーポレートガバナンス・内部統制等の仕組みが整っていない場合もあります。グラントソントン会計事務所の調査によりますと、SPAC公開企業の31%が、De-SPAC後の最初の年に内部統制の重要な欠陥（Material Weakness）を報告しています。これは非SPAC公開企業の20%と比較し高い比率と考えられます。

株式の希薄化: スポンサーが株式の20%（プロモーション）取得するため、また株主にワ

ラントを提供している等SPACには株式価値希薄化のリスクが伴います。

ターゲット企業のメリット

短期間・低コスト: IPOの手続きがないため短期間で上場できます。また、既にSPACがIPOを行っているため、ターゲットでは投資銀行のアンダーライティング（引き受け・売り出し業務）が必要なく、また関連する手数料は発生しません。こういった費用は、IPO全体の5%に達することもあります。

高い評価額: より高い買収価格で評価される可能性があります。多くのターゲットは通常のIPOでは適正な公開価格設定が行われず公開価格が低すぎ資金調達額が少なくなっていると考えています。通常のIPOではIPO初日に株価が急騰する現象（「IPOポップ」と呼ばれています）が見られ、値付けが低すぎるのではないかと言う事です。SPACではターゲットはスポンサーと交渉して、条件が合わなければ他のSPACのスポンサーと交渉する事も出来ます。

最後に

アメリカを含む主要先進国ではSPACの上場が認められています。日本では現在SPACは認められていませんが、2021年6月に政府により配付された成長戦略実行計画案には、SPAC制度の検討がうたわれています。但し、アメリカでは、米国証券取引委員会（SEC）によるチャバス氏のIPOC（クローバー・ヘルス）の買収に関する調査が開始され、また著名投資家ビル・アックマンのSPACがユニバーサル・ミュージック・グループへの投資を断念してその後株価が低迷しています。更に米国証券取引委員会（SEC）がワラントを負債として会計処理すべきとの意見を出すなど安定していない状況が続く、SPACの今後の動向から一層目が離せなくなっています。