

## 米国における SPAC の活用を巡る議論

岩谷 賢伸

## ■ 要 約 ■

1. SPAC (Special Purpose Acquisition Company : 特別買収目的会社) とは、それ自体は特定の事業を持たずに、主に未公開会社・事業を買収することのみを目的とした投資ビークルで、IPO によって投資資金を株式市場から調達する。
2. 過去数年、①多くの時間やコストのかかる伝統的な IPO を嫌気する上場予備軍が増えていること、②PE ファンドの代替商品として投資家の関心が高まっていること、③著名な経営者や大手投資銀行の参加により信用度が高まってきていることなどを背景に、SPAC の活用が急激に拡大している。
3. 1980 年代に様々な不正に使われた反省から、SPAC には、調達資金の信託、買収期限、買収承認プロセス、資金の返還など、投資家保護のための一定の改善策が採られている。
4. 投資家にとっては、通常の PE 投資よりも短期間で投資回収の機会を得られるメリットがあるが、SPAC 設立者の能力やスキルに関する評判しか投資判断材料がない、SPAC が買収するのは通常一社であるためリスク分散がなされないなどのデメリットがある。
5. SEC は、引き続き SPAC を監視が必要な商品と位置付け、状況を精査している。アメリカン証券取引所は 2005 年から SPAC の上場を認めているが、ニューヨーク証券取引所やナスダックは現時点では SPAC の上場に消極的である。
6. 事業の実体がなく、投資対象も決まっていない時点で上場する SPAC には、投資家に対する情報開示が不十分ではないのか、また、買収の憶測など限られた情報が専ら株価形成の要因となっているようであり、日々株価というかたちで企業価値が算定される公開市場にはそぐわないのではないかといった懸念もある。

# I SPAC とは

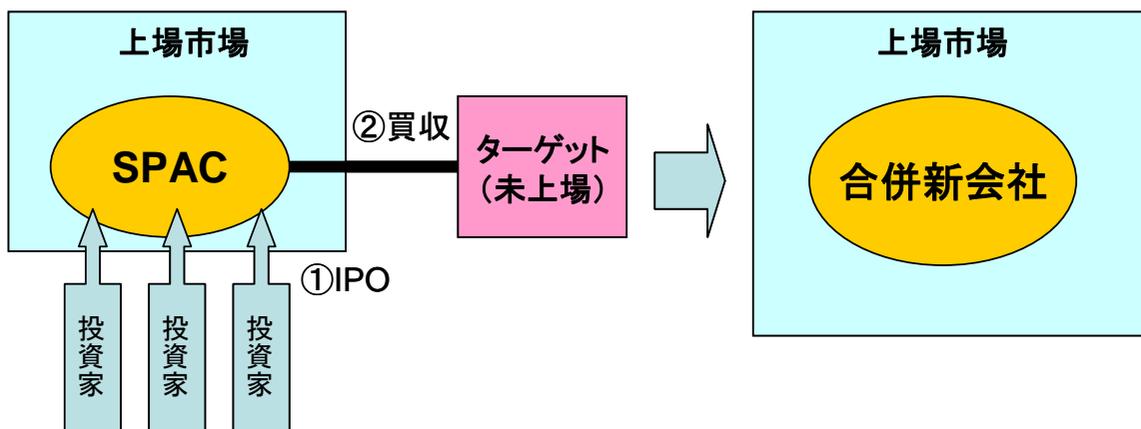
## 1. SPAC の定義

SPAC (Special Purpose Acquisition Company : 特別買収目的会社) とは、それ自体は特定の事業を持たずに、主に未公開会社・事業を買収することのみを目的とした投資ビークルで、IPO によって投資資金を株式市場から調達する。IPO の時点でどの会社を買収するか決まっていないことから「ブランク・チェック・カンパニー (白地小切手<sup>1</sup>会社)」又は「ブラインド・プール」とも呼ばれるが、後述するように SPAC はいくつかの投資家保護の仕組みを備えている点で従来のそれらとは異なる。IPO 後、SPAC はターゲット企業を選定して買収を行い、買収された未公開企業は上場企業となる (図表 1)。

## 2. SPAC の歴史

1980 年代、米国の株式店頭取引の規制は現在ほど厳しくなかった。証券取引所非上場かつナスダック非登録の株式が取引される市場である OTC ブリティンボードは、相場操縦取引等の不正の温床になりやすく、ブランク・チェック・カンパニーもしばしばその道具として使われた。例えば、ブランク・チェック・カンパニーを通じて資金を調達し、自らもそこに出資する。その後、有望な買収候補の噂を流すなどして株価を吊り上げさせ、株価が上がったところで自らは売り抜けるといった詐欺的行為が行われた。また、設立したブランク・チェック・カンパニーに、自らが出資する会社を高い価格で買収させるといった事件や、調達資金の私的流用なども見られた。これらの不正を受けて、多くの訴訟が提起されるとともに、1992 年に米国証券取引委員会 (SEC) がブランク・チェック・

図表 1 SPAC の仕組み



(出所) 野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 名宛人や金額を書かずにサインした小切手。

カンパニーの規制を強化し、調達資金の預託の義務付けや、情報開示の充実などについて定めた（1933年証券法規則 419: Offerings by Blank Check Companies）。

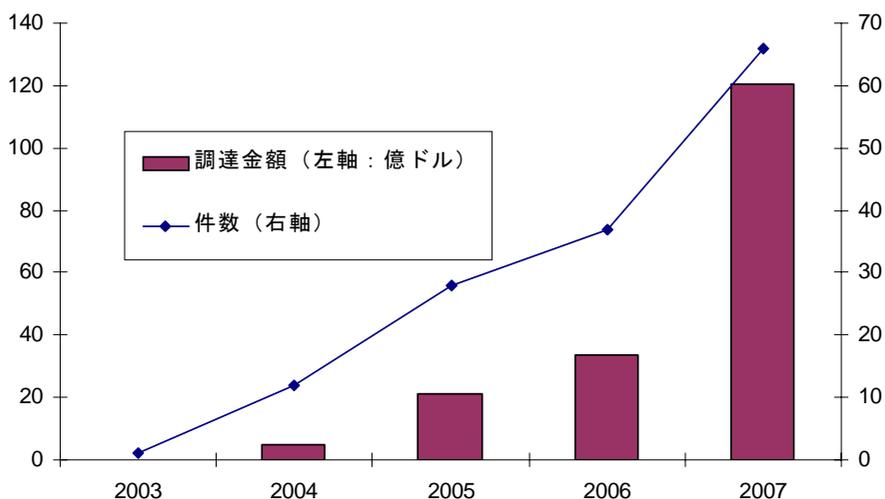
その後、1993年に投資家保護の枠組みを改善した現在の姿に近い SPAC を GKN 証券のデイビッド・ナスバウム氏（現アーリーバード・キャピタル会長）が開発し、数年のうちに十数件の IPO を手がけた。だが、1990年代後半から 2000年代初めにかけては、IT バブルによって IPO 市場が非常に好調だったこともあり、数年前まで同手法はほとんど使われることがなくなっていた。

### 3. 近年の活用増加

以上のような過去があるため、ブランク・チェック・カンパニーの米国資本市場におけるイメージは決して良くなかったと言える。だが、過去数年、SPAC の活用が急激に拡大している。2006年には 37 の SPAC が約 34 億ドルを、2007年には 66 の SPAC が約 121 億ドルを IPO で調達した<sup>2</sup>（図表 2）。66 件の IPO は、2007年の年間 IPO 件数の約 4 分の 1 を占める。

買収の進行状況は、2003年以降に IPO を実施した 144 の SPAC のうち、72 社が買収案件を検討中、23 社が買収案件を発表、42 社が買収を完了、7 社が清算といった状況である（2007 年末現在）。近年急速に数が増えたため、半分の SPAC においてまだ買収先が決まっていない。また、組成される SPAC の規模は年々大きくなっており、2003年に組成された唯一の SPAC の調達金額は 2,420 万ドル/件に過ぎなかったが、2006年の平均調達金額は 9,150 万ドル/件、2007年は約 1.8 億ドル/件となっている。

図表 2 SPAC の IPO 件数と調達金額



(出所) SPAC Analytics 社データより野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> SPAC Analytics 社

## 4. 活用増加の要因

SPAC の活用増加にはいくつかの要因が考えられる。第一に、サーベンス・オクスリー法の導入などにより、伝統的な IPO のハードルが高まったことである。上場予備軍の中に、多くの時間やコストのかかる伝統的な IPO を避けて SPAC に買収されることで、より簡易かつスピーディーに上場することを選ぶ会社が増加しているとみられる。第二に、投資家による SPAC 投資への関心の高まりである。VC ファンドやバイアウト・ファンドなどのプライベート・エクイティ・ファンド（以下 PE ファンド）よりも短期間に投資回収出来る等の特徴を持った SPAC に注目する投資家が増えている。第三に、著名な経営者や大手投資銀行が SPAC に積極的に関わり始め、SPAC に対する信用度、イメージが改善してきていることである。SPAC の設立者には、後述のように著名な経営者やポートフォリオ・マネージャーの名前が目立ってきている。また、2003 年にナスバウム氏率いるニューヨークのプライベート投資銀行アーリーバード・キャピタルが SPAC の引受を再開した当初は、同社やモルガン・ジョセフ、ラーデンバーグ・タールマンなどの中堅投資銀行が主なプレーヤーであったが、過去数年、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、UBS、ドイツ銀行、クレディスイス、リーマンブラザーズ、メリルリンチなどの大手投資銀行が、SPAC の引受ビジネスに注目して、積極的に参入してきている。2007 年の SPAC 引受リーグテーブルを見ると、上位をシティ、バンク・オブ・アメリカ、ドイツ銀行などが占めている（図表 3）。

図表 3 SPAC の引受リーグテーブル（2007 年）

	引受金額 (億ドル)	案件数	金額シェア (%)
1 シティ	45.6	15	46.4
2 バンク・オブ・アメリカ	6.2	3	6.3
3 ラザード	5.7	5	5.8
4 ドイツェ・バンク	5.7	3	5.8
5 ラーデンバーグ・タールマン	5.1	5	5.2
6 モルガン・ジョセフ	4.0	4	4.0
7 マキシム・グループ	3.7	5	3.8
8 UBS	3.3	2	3.3
9 メリルリンチ	3.0	3	3.0
10 CRTキャピタル	2.5	3	2.5
合計	98.2	55	100

(出所) “The New Deal Club”, *IDD*, Dec 17, 2007

## II SPACのIPOと買収のプロセス

### 1. 設立

SPACは、通常パートナーシップとして組成されるPEファンドとは異なり、株式会社として設立される。SPACの設立者が資本を投入し、それが唯一の資産となる。SPACの主な設立者は、大企業の前（又は現）経営者・幹部や、PEファンド又はヘッジファンドのポートフォリオ・マネージャーである（図表4）。加えて、ダン・クエール元副大統領などの政治家もSPACに参画するケースがある。

企業経営者の場合は、自分が過去に特定の業界で積んできた経験と磨いてきたスキルを、同業他社で発揮することによって、買収先の企業価値を向上させることが出来るという論理である。この例としては、トミー・ヒルフィガー（アパレル）の元幹部（グローバル・ブランズ・アクイジション設立）、アップル・コンピューターの元幹部（アクワイヤール・テクノロジー設立）、スポーツ用品メーカーK2の前会長兼CEO（ヘックマン・コープ設立）、タイムワーナーの元相談役（チャーチル・ベンチャーズ設立）、ディレクTVの創業メンバー（HDパートナーズ・アクイジション設立）など、様々な業界の関係者が挙げられる。

一方、ポートフォリオ・マネージャーの場合は、PEファンドなどにおいて企業価値向上のために用いた手法を、非公開企業ではなく、公開企業に当てはめるという論理である。この例としては、PEファームのアポロ・マネジメントの創業メンバー（マラソン・アクイジション設立）やアクティビスト・ファンドのトライアン・パートナーズのCEO（トライアン・アクイジションI設立）、スティー爾・パートナーズ代表（SPアクイジション設立）などが挙げられる。

図表4 SPACの設立者の例

SPACの発起人	プロフィール
ネルソン・ベルツ	アクティビスト・ヘッジファンドのトライアン・ファンド代表
ロナルド・ペレルマン	億万長者の投資家で、企業の乗っ取り屋として知られる。化粧品メーカーのレブロン社会長。
ニコラス・ベルグラン	投資会社ベルグラン・ホールディングス代表
リチャード・ヘックマン	スポーツ用品メーカーのK2社元CEO。起業家としても知られる。
トーマス・ヒックス	メディアやプロスポーツ産業への投資を得意とする投資会社ヒックス・ミュージック・テート&ファーストの創業者。
ウォーレン・リヒテンシュタイン	アクティビスト・ヘッジファンドのスティー爾・パートナーズ代表
バリー・スターンリヒト	スターウッド・ホテルズ&リゾートの創業者

（出所）雑誌・新聞記事などにより野村資本市場研究所作成

## 2. IPO

### 1) 上場先

数年前までは OTC ブリティンボードに登録することが圧倒的に多かったが<sup>3</sup>、2005 年にアメリカン証券取引所 (AMEX) が上場基準を満たす SPAC の上場を認めたことから、同取引所に上場するケースが増加している。OTC ブリティンボードに登録する場合は、特定の州の規制の下での募集となるが、SPAC による証券の発行を禁止している州もいくつかある。AMEX には、4 つの上場基準があるが、その内 2 つは売上高や営業年数に関する条件がない。片方の基準では、①時価総額 5,000 万ドル、②浮動株の時価総額 1,500 万ドル、③最低株価 2 ドル、④株主資本 400 万ドルを、もう片方の基準では、①時価総額 7,500 万ドル、②浮動株の時価総額 2,000 万ドル、③最低株価 3 ドルをそれぞれ満たしていればよい。ただし、それらに加えて両基準とも、一般株主数と浮動株式数の組み合わせが、①800 人/50 万株、又は、②400 人/100 万株のどちらかを満たさなければならない。その結果、売上や営業実績がない SPAC も AMEX に上場可能であるが、株主を最低 400 人募らねばならない。

また、最近では、米国のサーベンス・オクスリー法などの規制を嫌気する SPAC が、より規制の緩いロンドンの AIM やユーロネクストを上場先として選ぶケースも出てきている。

### 2) 証券の種類

上場する証券は、株式とワラントを組み合わせると一つのユニットとするのが主流である<sup>4</sup>。投資家は、1 ユニットにつき予め決められた金額 (通常 6 ドル、8 ドル又は 10 ドル) を払い込む。ワラントは、多くの場合イン・ザ・マネーであるが (1 ユニット 6 ドルの場合は行使価格 5 ドル、8 ドルの場合は行使価格 6 ドルなど)、SPAC が買収を終了するまでは行使できない。IPO の結果、SPAC 設立者の持分は 20% 程度となる。加えて、SPAC の信用力を高めるために、設立者が公募価格と同じ価格で幾らかのワラント又はユニットを私募で引き受けることがある。彼らは、PE ファンドのように運用報酬を徴収しないので、報酬は株価の値上がり益のみである。

### 3) 投資家

SPAC の投資家については、正確な実態はわからないものの、これまではヘッジファンドが主な投資家であったとされる。だが、規模の拡大に伴って、投信会社など他の機関投資家も投資を開始している可能性がある。また、AMEX への上場には、最低株主数 400 人の条件があるため、個人投資家にも募集が行われている可能性がある。

<sup>3</sup> OTC ブリティンボードは、全米証券業協会 (NASD) が運営する非上場株の気配表示システムなので、「上場」ではない。ただし、登録会社は法定の継続開示義務を負う。

<sup>4</sup> 通常、1 ユニットは、1 株と 1 ワラント、又は、1 株と 2 ワラントからなる。

### 3. 買収プロセスと投資家保護策

IPO を果たしてから買収を終了させるまでのプロセスには、投資家保護のためのいくつかの手当てがなされており、これが最近の SPAC の特徴と言える<sup>5</sup>。第一に、IPO 後、調達した資金のおよそ 9 割以上を信託することになっており、SPAC の経営陣が資金を濫用できないようになっている。残りの約 1 割は、運転資金などに使われる。第二に、IPO から 12~18 ヶ月の間に買収をアナウンスして、24 ヶ月以内に完了しなければならない、といったような期間の制約が設けられる。予め定めた期間を守れなかった場合、SPAC は投資家に資金を返還する。Jog & Sun(2007)<sup>6</sup>によれば、IPO から買収のアナウンスまでに平均で 12.2 ヶ月、買収の完了までに平均で 19.7 ヶ月かかっている。第三に、買収対象の市場価格は、SPAC の純資産の 8 割以上でなければならないとする。第四に、買収の完了には株主の過半数の承認が必要である。承認しない株主には持分売却の権利もある。買収を承認せず持分の売却を望む株主が持分ベースで 20%を超えると<sup>7</sup>、買収は中止となり、SPAC は清算される<sup>8</sup>。SPAC の活用を推進する人々は、以上の投資家保護策により、投資家は安心して SPAC に投資することが出来ると主張する。

### 4. ターゲット企業の特徴

SPAC のターゲット企業の業種は、ソフトウェア、運輸、素材、消費財、メディア、金融、テレコムなど様々である。どの業種の企業をターゲットにするかは、IPO の目論見書で特定される場合とされない場合がある。それから、最近の傾向として、PE ファンドがポートフォリオ企業を SPAC に売却するケースが増えてきている。例えば、2007 年にバイアウト・ファームのマディソン・ディアボーンは、ポートフォリオ企業のグレート・レイクス・ドレヅジ&ドックを SPAC のアルダブラ・アクイジションに売却している。

### 5. 買収後

多くの場合、SPAC は社名を被買収企業に変更して、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) やナスダックへの鞍替えを目指す。これまでは、ナスダックに鞍替えしたケースが多い。SPAC の設立者が買収した会社の経営に携わるかどうかはケース・バイ・ケー

<sup>5</sup> 1933 年法規則 419 の規制対象は、ペニー・ストックを発行するブランク・チェック・カンパニーであるが、近年 IPO を行っている SPAC は IPO 後の正味有形資産 (Net Tangible Asset) が 500 万ドルを超えることがほとんどで、その場合ペニー・ストックに当たらないため、規制の対象外となる。だが、商品設計の際に、自主的に規則 419 に準じた投資家保護の仕組みを採り入れている。

<sup>6</sup> Vijay Jog & Chengye Sun (2007), "Blank Check IPOs: A Home Run for Management", *Working Paper Series* (SSRN のウェブサイト取得可能: <http://ssrn.com/abstract=1018242>) は、2003 年から 2006 年に IPO した 62 の SPAC をサンプルに、IPO から買収完了までの期間のリターン等について、実証分析を行っている。

<sup>7</sup> 最近では 30%とされる場合もある。

<sup>8</sup> 清算となった場合、SPAC の設立者には資金の返還は行われぬ。

スで、バイアウト・ファンドと同様に、被買収企業の現経営者に経営を任せたり、新しい経営者を外部から招聘したりして、自らは取締役として経営陣への助言や監視を行うことも多い。以上の IPO 及び買収のプロセスをまとめたのが、図表 5 である。

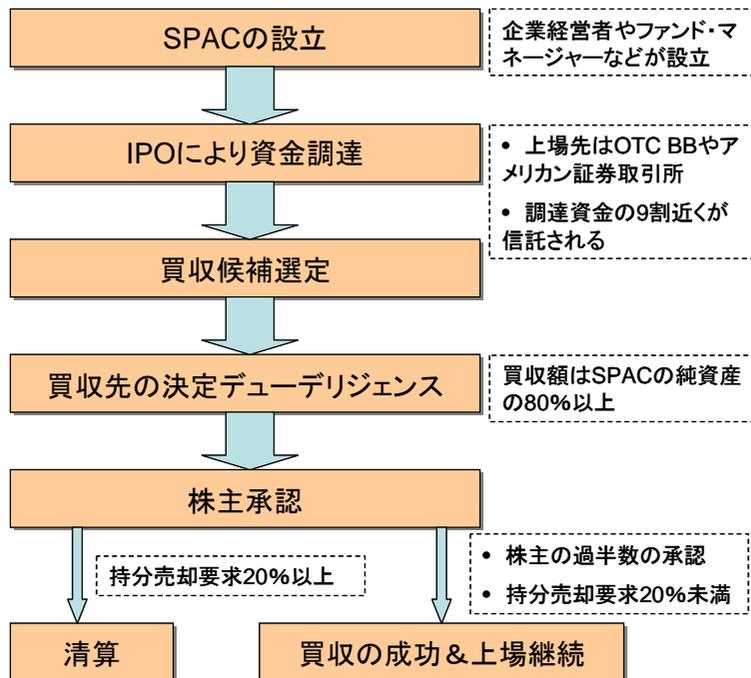
## 6. ケース・スタディ～GLG パートナーズの例

SPAC による買収の例として、買収金額で過去最大の案件となったフリーダム・アキュジションによる GLG パートナーズ買収のケースを紹介する。

フリーダム・アキュジションは、ファミリーの投資会社を運営するニコラス・ベルグマン氏とジャールデン（NYSE 上場の消費財メーカー）の会長兼 CEO であるマーティン・フランクリン氏が中心となって設立した SPAC で、2006 年 12 月の IPO により約 5.3 億ドルを調達し、2007 年 1 月に AMEX に上場した。主幹事はシティグループが務め、ヘッジファンドのオク・ジフ・キャピタルやジャナ・パートナーズ、投信会社のフィデリティが投資家として名を連ねた<sup>9</sup>。フリーダムは買収対象業種を特定せず、米国又は西欧の成長企業を買収するとしていた。

2007 年 6 月、フリーダムは英国を地盤とするヘッジファンドの GLG パートナーズの買収を発表した。GLG パートナーズは、1995 年設立のマルチ・ストラテジーのヘッジファ

図表 5 SPAC の IPO と買収のプロセス



(出所) 野村資本市場研究所作成

<sup>9</sup> “SPAC investors are asked to buy in -- on faith”, *Wall Street Journal*, Feb 1, 2007

ンドで、230 億ドルもの運用資産を持つが<sup>10</sup>、米国での知名度はそれほど高くない。ブランド力の向上などを目的として米国での上場を目指したが、自ら米国市場で IPO するよりも SPAC による買収によって米国上場を果たす方が簡便で迅速だと判断した。2007 年 11 月にフリーダムが買収を終了すると（買収金額約 34 億ドル）、合併新会社は GLG パートナーズとして NYSE に鞍替えした。新会社の会長兼共同 CEO には GLG のパートナーであるノーム・ゴッテスマン氏が就き、ベルグマン氏とフランクリン氏も取締役会のメンバーとなった。

フリーダム（買収以降は GLG）の株価を見ると、上場当初は公募価格の 10 ドルを下回っていたが、GLG 買収の発表と共に株価が上昇し、一時期また 10 ドル近辺まで下がったものの、買収完了時に向けて再び上昇した（図表 6）。フリーダムのケースに見られるように、SPAC の株価は、IPO 当初は公募価格から大きくは動かないが、買収観測の噂が流れたり、買収のアナウンスがあると大きく変動する傾向が強い。

図表 6 フリーダム（GLG パートナーズ）の株価



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> 2007 年 9 月末現在

### III SPAC の評価

#### 1. 投資家から見た SPAC

SPAC は、投資家にとって PE ファンドの代替投資商品と位置付けることが出来る。即ち、一社のみを買収する上場 PE ファンドと考えればよいわけである。SPAC は、PE ファンドに代わる PE 投資の手段として投資家に一定のメリットをもたらすと同時に、注意が必要なくつかのリスクを内在している（図表 7）。

SPAC のメリットは、第一に、通常の PE 投資よりも短期間で投資回収の機会が得られる点である。PE ファンドに投資すると最終的な投資回収までに 5 年から 10 年かかるが、SPAC 投資においては、市場での売却によって迅速なキャッシュアウトが可能である。第二に、取引所の上場審査を経ていること、SPAC 資産の信託、買収期限、買収承認プロセスなどいくつかの投資家保護のための措置がビルトインされていることから、PE ファンドよりも透明性が高い点である。第三に、個人投資家を含めたあらゆる投資家が PE 投資の機会を得られる点である。個人投資家や小規模な機関投資家が PE ファンドに投資する機会は限られているが、SPAC は上場株式なので誰でも投資することが出来る。

一方、SPAC のデメリットは、第一に、IPO の時点では、SPAC は事業を持たず、また、買収先も決まっていないため、投資に際して SPAC 設立者の能力やスキルに関する評判に賭けるしかない点である。第二に、PE ファンドが複数の銘柄に投資してリスク分散を行うのに対して、SPAC が買収するのは通常一つの会社に限られるため、リスクが分散されない点である。

#### 2. SEC や取引所から見た SPAC

SEC や州規制当局にとっては、ブランク・チェック・カンパニーが不正に利用された過去があることから、SPAC を精査及び監視が必要な金融商品に位置付けていると考えられる。AMEX が 2005 年に SPAC の上場を認めた際、SEC は AMEX に対して不快感を示し、

図表 7 SPAC と PE ファンドの比較

	SPAC	PE ファンド
上場	○	通常 X
投資回収	迅速にできる	時間がかかる
投資決定への参加等買収 手続きの透明性	○	X
分散投資	X	○

（出所）野村資本市場研究所作成

何度か事情聴取が行われたようである<sup>11</sup>。

一方、NYSE やナスダックは、特定の事業を営んでいない SPAC の上場には現時点では消極的で、SPAC が買収を完了するまでは上場させない方針を採っている。そもそも、NYSE の上場基準には売上高や利益などの財務基準があり、事業の実体を持たない SPAC は基準を満たすことが出来ない。ナスダックの一部の上場基準では、売上高や事業実績がなくても上場可能であるが、これまでは SPAC の上場は認められていない。

SEC や取引所が SPAC に対して懸念を抱いているのは、第一に、SPAC の取引所上場を認めることは、即ち、SPAC に買収される企業に、SEC や取引所からの精査を受けずに上場企業になるのを認めることを意味するからである。上場企業として相応しくない会社が、SPAC の設立者によって買収先として選ばれ、上場企業になる恐れがある。第二に、最近の SPAC においては一定の投資家保護の改善が図られているが、実際は十分に機能しないのではないかという疑問があるからである。特に、多くの投資家にとっては、買収承認投票に参加できるといっても、的確に案件の良し悪しを評価するのは難しいだろう。

### 3. おわりに

近年、米国や欧州では、PE ファーム（例：ブラックストーン）、バイアウト・ファンド（例：KKR のファンド）、ヘッジ・ファンド（例：フォートレス）などのオルタナティブ資産運用体が IPO を通じて公開株式市場から資金調達を行っている。資金調達が可能になったのは、取引所が新しい商品として上場を歓迎したこともあるが、近年のオルタナティブ投資に対する投資熱の高まりの中で、公開株式市場で容易にオルタナティブのアセット・クラスにアクセスできるようになることを望んだ投資家が多くいたからであろう。このようなトレンドが、SPAC の活況にも影響しているのではないだろうか。

しかしながら、事業の実体がなく、投資対象も決まっていない時点で上場する SPAC は、投資家に対して十分な情報開示を行っていると言えるのか疑問を抱かざるをえない。また、これまでの例を見ても、SPAC が上場してから買収を完了するまでは、買収の憶測や買収アナウンス後のターゲット企業に対する限られた情報が専ら株価形成の要因となっているようであり、日々株価というかたちで企業価値が算定される公開市場にはそぐわないようにも感じる。今後は、SPAC を巡って何らかの問題が起きないか、また、SPAC による買収が円滑に進んでいくのかなどに注目していきたい。

<sup>11</sup> “Whacked by Spacs?”, *Euromoney*, June 2006