

# SPAC：アメリカ株式市場における IPOの新たな形態 ～その構造と評価～



日本証券経済研究所 名誉研究員

佐賀 卓雄

## はじめに

アメリカの新規公開（IPO）市場は1990年代後半より大きく変貌している。IPO数と上場企業数が減少する一方では、ユニコーン（時価総額が10億ドルを越える非公開企業）が増加している。近年では、限定的ではあるが、非公開株の流通市場が流動性を提供しており、ベンチャー・キャピタル（VC）の資金力の増強と相まって、特にテクノロジー関連のスタートアップがIPOを急がず、ユニコーンの増加につながっている。また、IPOの方

法として、引受人を介さないダイレクト・リスティング（DL）や、2020年以降のコロナ禍でSPAC（特別買収目的会社）IPOが急増している。

この背景を明らかにするためには、まずアメリカのIPO市場のセグメント化の傾向についての分析が必要である。次に、SPACの役割を評価するためには、その独特の仕組みと、スポンサー（創業者）、引受人、投資家の関係を検討する必要がある。最後に、SPACの今後の課題について検討する。

## 1. IPO（新規公開）市場の動向

企業が事業を軌道に乗せ、より一層の発展を図るためには一般の投資家からの資本調達によって資本基盤を強固にすることが欠かせない。従って、企業の事業展開にとってIPOは極めて重要な経営目標の一つである。しか

### 〈目次〉

はじめに

1. IPO（新規公開）市場の動向
2. SPACとは何か
3. SPACの構造変化
4. SPACの評価と課題

し、近年、創業からIPOまでの平均期間は1976-97年の7.9年に対し、98年から2018年には10.8年と、3年ほど長くなっている（注<sup>1</sup>）。この原因はIPOが困難になっているのではなく、発行企業の方が公開を忌避しているという見方が大勢を占めている（注<sup>2</sup>）。

その一方で、非公開企業に一定の流動性を提供する非公開株流通市場が次々と登場するなど、業者による自然発生的な市場環境の整備が進んでいる。また、件数こそ2021年12月1日現在、13件に留まっている（リッター（Jay R. Ritter）のデータベース）が、業績が優れた時価総額の大きいユニコーンはDLによって公開を果たしている。また、財務内容などの点で伝統的なIPOが困難な企業の一部は、SPACによる買収を通じて上場を果たしている。

このように、2000年代以降、伝統的なIPOに新たな公開の方法が加わり、企業の実態に合わせて選択されている。これには、伝統的なIPOの手続きが煩雑で、費用と時間がかかるのに加えて、引受投資銀行が売残りリスクを避けるために、公開価格を低めに設定する（アンダープライシング問題）ことに公開を目指す企業が不満を募らせているという面がある。例えば、VCのベンチマーク・キャピタルのビル・ガーリー（Bill Gurley）は「伝統的な公開方法は系統的に破綻しており、シリコンバレーの創業者、従業員、投資家から毎年、何十億ドルもの資金を奪っており、しかも年々、ひどくなっている」とプロ

グで批判している。アンダープライシングは最近の現象ではなく、その程度は時期によって異なるが、リッターのデータベースでは2020年第1四半期には31.0%である。従って、伝統的なIPOに要する手数料は、引受手数料、書類作成費用、監査費用など、IPOによる資金調達額の約7%に、この分を加えた38%に達するとしている（注<sup>3</sup>）。

これに対して、ユニコーンがDLによって公開する場合、引受人は必要なくそれよりは費用の安い財務アドバイザーを置くことになっている。さらに、公開価格は非公開株の流通市場で形成された価格に依拠して決められるので、アンダープライシングの問題は生じない。結局、全体として費用は安上がりである。2021年12月1日現在、ユニコーンの社数は500社を越えている（CB Insight調べ）ので、DLによる公開も今後、増加することが予想される。

SPACの構造については次節で詳しく説明するが、そのライフ・サイクルはIPOと買収後（de-SPACと呼ばれる）に分かれる。SPAC IPOは一定期間内の買収を予定した資金調達が目的であり、特に事業を営んでいる訳ではないので、SECに届け出る登録届出書などの書類は簡潔で、発行価格も決まっているので引受手数料も低い。従って、一般的には時間、費用とも伝統的なIPOと較べると公開までは短時間で費用も安い。ただし、SPACの最終的な目標は、de-SPACにより非公開会社を公開することであるから、その

(図表1) IPO、SPAC、ダイレクト・リスティングの利点と弱点

|     | IPO                                                                                                                                                                                                                                            | SPAC                                                                                                                                                                                                                                                                       | ダイレクト・リスティング                                                                                                                                                                                                   |
|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 利 点 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・安定した資金調達</li> <li>・仕組みの確立—経験を積んだアンダーライターが存在</li> <li>—規制に関するガイダンスの提供</li> <li>—投資家への勧誘と価格設定／配分へのアドバイス</li> <li>—一定数の株式の販売の保証と発行後の価格の支持</li> </ul>                                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・被買収会社にとって、IPOと比較して迅速で簡潔（財務・事業に関する情報開示、および規制上の精査が簡単）</li> <li>・被買収会社にとって、交渉相手が一つで決まった価格で取引できるという直截性</li> <li>・投資家にとって柔軟性と流動性（上場証券であるため市場で自由に売買できるのに加えて、買収前後の期間に償還権が付与）</li> <li>・すべての投資家にアクセス可能</li> </ul>                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>・市場稼働型の価格設定（非公開株式の流通市場での取引によって形成された価格）</li> <li>・需要に基づく公平な配分</li> <li>・伝統的なIPOやSPAC IPOよりも低い手数料</li> <li>・ロックアップ期間はない</li> </ul>                                        |
| 弱 点 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ダイレクト・リスティングと較べて手数料が高い。例外はあるが、一般的にはSPAC IPOよりも高い。</li> <li>・引受業者のディスカウントされた価格設定により、IPO初日に高い株価が付く（price pop）。市場実勢に沿った価格設定であれば、より多くの資本調達が可能</li> <li>・配分は厳密に市場需要に沿って行われない</li> <li>・取引／流動性は低い</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ダイレクト・リスティングよりも手数料は高い</li> <li>・市場稼働型の価格設定ではないため、上場初日の価格上昇（price pop）の可能性</li> <li>・SPAC IPO投資家にとって、被買収会社候補とその価格についての不確実性</li> <li>・被買収会社にとって調達金額が不確実</li> <li>・買収を承認する株主投票が有名無実化しているため、ガバナンスに問題（議決権の空洞化（empty voting））</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・事業経験の不足</li> <li>・公開後の価格の支持が得られない</li> <li>・NYSEにおいて新たに設けられた資金調達を伴うダイレクト・リスティング（「発行者ダイレクト・リスティング」（2021年12月、NYSE上場会社規則の改正））の場合、引受人が不在のため、想定を下回る資金調達しかできない可能性</li> </ul> |

（出所）Mauboussin and Callahan [2020]、Exhibit 41。ただし、その後の変化を補足した。

際の（バックフロント）引受手数料などを考慮すると、費用の水準はケース・バイ・ケースということになる。

SPACの上場が認められたのは、AMEXが2005年、NYSEとNASDAQが2008年で、最近はその規模も大きくなっているが、それまではOTCブリテン・ボードへの上場であったため、小規模な企業の上場に限られていた。従って、財務上の状況が伝統的なIPOの基準に達していない企業がSPACにより上場を果たしていた。

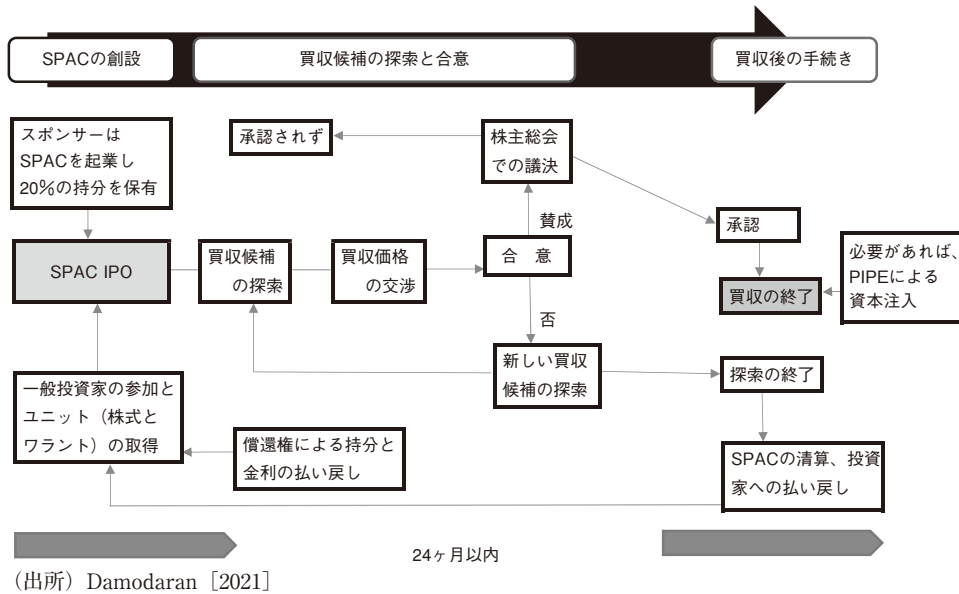
このように、公開の方法として、伝統的なIPO、DL、SPACの間で一定の棲み分けが形成されているといえる（この3方法の利点および弱点については図表1を参照されたい）。

## 2. SPACとは何か

最初のSPACは2003年に登場したといわれるが、その原型はブランク・チェック・カンパニー（BCC）である。

1990年のペニー・ストック（注4）改革法（Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990）は、BCCを、①特定のビジネス・プランを持たず、②そのビジネス・プランは不特定の会社と合併すること、③ペニー・ストックを発行する発展段階の会社、と定義している。そして、SECに対してBCCである発行体による登録届出書に関する規則を制定することを求めている。それによって制定されたのがSEC規則

(図表 2) SPACのプロセス



419である。規制の方向性として最も重要なことは、SECはBCCの存在そのものは禁止せずに、情報開示の徹底によりペニー・ストック以外の分野での利用を許容したことである。ここからSPACが生まれるのである。

規則419は、IPOの調達資金は買収が承認されるまで預金保険加盟金融機関のエスクロー勘定に保管すること、株主が買収提案に反対の場合には撤退する権利を認めること（株主はエスクロー勘定に保管している資金を持分に応じて配分を受ける権利を持つ）、IPO調達資金から引受手数料などの諸経費を引いた金額の80%以上をエスクロー勘定に保管すること、買収までのタイム・リミットを18ヶ月とすること、を定めた。

SPACは、歴史的にはペニー・ストックを

利用したBCCに対する規制を潜り抜ける形で構造を創り上げたイノベーションである。その最大の特徴は投資家にダウンサイド・リスクに対するセーフティ・ネットを提供したことである。これにより、煩雑な手続きとコストのかかる伝統的なIPOによらずに取引所への上場が可能になった。SPACはペニー・ストック改革法および規則419の適用を回避するために、適用外となる資産額500万ドル以上でIPOを行っている。

SPACの基本的な構造は、その前身ともいえるBCCと同じであるが、一定の期限内の買収を目的とし、仮にそれが実現できなければ清算する（SPACのプロセスについては図表2を参照）。株主は提案された買収案件に対して賛否の投票権を持ち、反対が一定以上

に達すれば、他の買収案件を探すか、エスクロー勘定に保管されている資金を持分に応じて株主に償還し清算するというのが特徴である。

SPACへの投資のリターンも、特に事業実態がないIPOから2年以内の買収までと、買収された事業会社の業績が反映される期間で異なる。また、IPOで調達した資金の80%以上はエスクロー勘定に保管し、その間、政府短期証券で運用することが義務づけられている。ただし、現実には買収提案を機に償還を求める割合は高く（中位値で73%<sup>(注5)</sup>）、不足分をスポンサーあるいは第三者による資本注入（PIPE）で補充しているのが現実である。

ただし、これらは基本的な枠組みが義務化されているだけで、実際のエスクロー勘定への預託割合や買収を断念する買収提案に対する反対票の割合（threshold）などはケース・バイ・ケースであり、歴史的にも大きく変化している<sup>(注6)</sup>。

SPACはBCCであるから事業の実態はなく、IPOの時点では買収候補となる具体的な企業名を明らかにすることは禁じられている。従って、IPOに必要な登録届出書も簡潔なものである。SPAC IPOはこのような情報開示の状況であるから、投資家にとってはSPACスポンサーが買収を検討している分野についての専門性や、その業界での経験などしか投資判断の材料がなく、極めてリスクである。逆にいえば、スポンサーの高い評価

がSPACの唯一最大の資産であり、投資家の関心を惹くために各界の有名人の名前を利用する傾向が強い（必ずしもスポンサーとは限らない。プロ・バスケットボール（NBA）のシャキール・オニールやテニスの大坂なおみのように、アドバイザーとして名前を連ねている場合もある）。SECは「投資家アラート」でこのような有名人の名前だけに惹かれてSPACに投資することに注意を呼び掛けている<sup>(注7)</sup>。

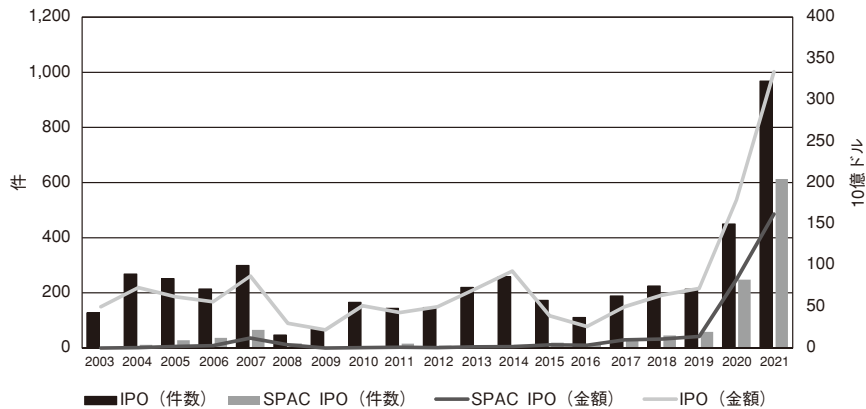
SPAC IPOは株式とワラント、権利証（right）からなるユニットを発行する。発行価格は初期には5-10ドルであったが、近年は10ドルが一般的である。ユニットの4分の1は1株に対するワラントを付与しているが、ユニットの株式とワラントの割合はかつては1対1ないし2であったが、近年は1対1/4が多い。ワラントの行使価格は11.5ドルが多い。権利証はSPACの3分の1が付与しているが、買収の時に0.1株に交換される。

ワラント、権利証は通常はIPOから52日経過後から分離して取引可能である。

SPACスポンサーは議決権、償還権のないクラスB株（あるいはクラスF株）を10分の1セント程度で購入し、20%の持分を保有する。買収が行われれば議決権のあるクラスA株に転換されるが、買収が実現しなければ無価値になる。

SPAC IPOの投資家は、その約7割が「SPACマフィア」と呼ばれるプライベート・エクイティ（PE）やヘッジファンド（HF）

(図表3) IPOとSPAC IPOの件数と金額の推移



(出所) SPAC Analyticsより作成

で、買収が決まると持株を売却するが、ワラントは保持し続け、株価の動向を見て権利を行使する。これがダイリューション（一株当たり利益の希薄化）をもたらし、一般投資家のリターンを下げる原因になる。

引受人の手数料は2000年代には7%を越えていたが、近年は低下して5.5%ぐらいの水準であるが、中位値では7.2%である。ただし、SPAC IPOの際に支払われるのは2.3%程度で、残りは買収の際に支払われる後払いである（後払いの引受手数料は2005年からみられる）。

SPAC IPOは投資家に対して償還権を認めるなど、ダウンサイド・リスクに対して一定のセーフティ・ネットを提供していることから、その総コストも高い。買収前後に分け、その総コストをみると、中位値では買収額に対する割合では50.4%、買収後で14.1%である。株主にとって決して有利な投資ではない

ことが分かる。

コスト高の理由は、スポンサーの持分、ワラントと権利証、そして引受手数料である。引受手数料は以前と較べると低くなっているのと、一部は後払いの形式をとっているのも、目立って高いという訳ではない。スポンサーの発行ユニット（株式、ワラント、権利証）に対する20%前後の持分は、IPOの際に極めて安い価格で提供され、これがコストを引き上げる要因になっているのである。

SPACスポンサーと引受人のインセンティブの構造はSPACの成功に影を落としている。スポンサー、引受人とも買収が実現しなければほとんど報酬はない。そのため、存続期限が近づくとつれ、被買収会社の質を十分に精査せずに買収を強行する可能性が生じることになるためである。



### 3. SPACの構造変化

SPACの構造は大きく変化してきた。2011年までは時系列で様々な指標が手に入るが、その後は16年頃までSPAC IPOが低い水準で推移した（図表3参照）こともあり、十分に整理された分析は行われていなかった。Gahng *et al.* [2021a]、[2021b] は、SPACを1.0（1993－99年）、2.0（2000－09年）、3.0（2010年以降）に区分し、その特徴を5点にまとめている。しかし、2003年にアーリーバード・キャピタル（EarlyBird Capital Inc.）のデービッド・ヌスバウム（David Nussbaum）がミルストリウム・アクワイジション・コーポレーション（Millstream Acquisition Corporation）を立ち上げ、1年後に買収を実現したのが、ペニー・ストック改革法および規則419制定後の最初のSPAC IPOおよびde-SPACと評価できるので、SPAC1.0（2003－08年）、2.0（2009－19年）、3.0（2020年以降）と区分する方が妥当であろう。これらの時期の特徴として、以下の点が指摘できる（注8）。

第1は、2008年まではNYSEとNASDAQがSPACの上場を認めていなかったことから、OTC市場での取引が多かった（少数は2005年に上場を認めたAMEXに上場）。このため、2010年以降に上場したSPACと較べると規模が小さかった。

第2に、SPAC2.0の時期になると、引受手

数料はアップフロント2%、買収が成功した時に3.5%、の5.5%であるが、SPAC1.0の時期には7%（10%の例もあった）で、アップフロントで支払われていた。

第3に、IPOで調達した資金のエスクロー勘定への預託割合は、2000年以降は90%以上で、2010年以降はSPACによっては100%以上になっている。SPAC IPOによって調達された資金のうち、引受手数料、運営経費などが控除されてエスクロー勘定に預託されるので80%になっているが、買収案件に賛成しない株主の償還権行使によって口座から配分しなければならないので、不足した買収資金はスポンサーや第三者からのPIPEによって補充される。これはその買収案件に対する機関投資家やPE、HFなどの関心の高さを示し、既存の投資家を引き留める上でも重要である。

第4に、SPAC2.0の時期には、ユニットに含まれるワラントが少なくなり（ワラントはSPAC1.0までは1－2株に交換、2.0、3.0の時期には1／4－1株に交換）、同時に行使価格は高くなっている。2010年以前には、IPO価格に対して15－30%のディスカウントされた行使価格であったが、それ以降は15%のプレミアム（2.0の時期以降ではIPO価格10ドルに対して、ワラント行使価格11.50ドル）となっている。

最後に、2010年以前には、SPAC株主は買収提案に反対する株主だけが償還権を行使できたが、2010年以降は提案を認めても償還権

を行使できるようになった。また、買収の賛否を左右する償還権の上限は、その後、テNDER・オファーによる買取りを認めたため、株主の投票の意味がなくなった。Rodrigues and Stegemoller [2021] はこれを「議決権の空洞化」(empty voting) と批判している(注9)。

これらの歴史的な傾向は、SPACが総じて投資家の権利を強化し、より広範な投資家に訴求しようとしていることの現れであろう。

その後のSPAC IPOの動向は基本的に市場環境に対応したものであるが、投資家保護の強化に向けた改善も寄与して、IPO市場を構成する重要なニッチ市場として認知されている。特に、SPAC3.0(2020年春以降)の時期はコロナ禍で市場変動性の高まりに対する不安感から、SPAC IPOは伝統的なIPOと拮抗する件数と金額を記録している。

## ■ 4. SPACの評価と課題

2020年3月からSPAC IPOが急増し、翌21年にもその傾向が続いている。21年第1四半期にはSPACは約300件、調達額約980億ドルで、IPO全体の72%、金額では66%を占め、わずか3ヶ月で前年の水準を越えた。一方、SPACの急増にともない、それに対する懸念や問題も指摘されるようになった。20年12月にはSECが二つのガイダンスを公表し、投資家の注意を喚起した。一つは、投資家がSPACへの投資を検討する際に知っておくべ

き基礎的な事項を解説したもので、もう一つはSPAC自体の情報開示に対するガイダンスである。SPACのスポンサーや経営陣の経済的利益は株主の経済的利益とは異なることが多く、SPACに対してこれらの潜在的な利益相反、およびスポンサー、取締役、役員、および関連会社の経済的利益の性質に関して投資家に情報開示するように求めている。

さらに、既に述べたように、21年3月には、投資家にSPACスポンサーなどの有名人の名前に惹かれて投資判断をしないように警告している(注7を参照)。

規制当局のこうした警戒感の高まりを受けて、SPAC IPOは4月以降は規制動向を警戒した動きに転じた。2021年通年でみると、IPO全体では968件であるが、その内、SPAC IPOは613件、調達額は1,617億6,200万ドルを記録しIPO全体のそれぞれ63.3%、48.5%を占めた(SPAC Analytics調べ)。今や、SPAC IPOはIPOの重要な市場を構成していると評価できる。

しかし、これは多分に市場環境を追い風にした現象であり、SPACのはらむ構造的な問題は根本的に解決されてはいない。第1に、ダイリューションの発生による投資家のリターンの低さである。これはSPACスポンサーの報酬(promote)、償還にともなう実質的な引受手数料の高さ、最後にワラントの行使から生じる(注10)。さらに、これにはde-SPACの際のPIPE投資家に対するディスカウントも加えることができる(注11)。



第2に、SPACスポンサー、経営陣、引受人と一般投資家との間の利益相反問題である。一般投資家はダウンサイド・リスクに対して一定のセーフティ・ネットが提供されているが、前者は買収を実現しない限りリターンはゼロである。従って、被買収企業の事業内容や経営陣の資質などについてのデューデリジェンスはおろそかになる危険性がある。実際に、あらかじめ定められたSPACの買収期限が迫ってくると、必ずしも質の良くない買収案件にでも飛びつく弊害が指摘されている。また、スポンサーと被買収企業の経営者の間の利害関係についても十分な情報開示が行われていない。要するに、SPACガバナンスの問題である（注12）。

第3に、訴訟リスクに関連した問題である。1995年証券民事訴訟改革法（the Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA）は、M&Aの際の将来の業績予想（forward-looking statement）に対してセーフハーバーを認めている。一方、IPOはこれの適用除外の対象である。確かに、アメリカの取引所では売上げゼロの企業のIPOは珍しくないが、de-SPACの際には、PSLRAのセーフハーバー規定を盾に、過大な見通しを提供する企業も少なくない。

SPACを利用した公開化が機能的にIPOと変わらないとすれば、規制上、IPOと同等の扱いを受けるべきであろう（注13）。

これらはいずれも重要な問題であるが、SECの伝統的なアプローチである情報開示の

強化だけでは解決できない問題である。SPACがIPOの代替的な公開手段として評価されるためにはスキーム全体の見直しが避けて通ることのできない課題であろう。

#### 〔引用・参考文献〕

（紙数の関係上、最少限にとどめた。佐賀 [2021b] に掲載している文献も参照されたい。）

- ・ 佐賀卓雄 [2021a], 「アメリカにおける非公開株式流通市場（セカンダリー・マーケット）について」、『証券経済研究』第114号、6月
- ・ \_\_\_\_\_ [2021b], 「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』第116号、12月
- ・ Comte H. [2021], “Are the ‘Roaring Twenties’ the Beginning of the SPAC ‘Gilded Age’?”, *Medium*, March 18
- ・ Damodaran A. [2021], “Disrupting the Disruptors? The ‘Going Public Process’ in Transition”, July 14 (<https://ssrn.com/abstract=3892419>)
- ・ Gahng M., Ritter J.R., and Zhang D. [2021a], “Investor Returns on the Life Cycle of SPACs”, January
- ・ \_\_\_\_\_ [2021b], “SPACs”, February
- ・ Klausner M., Ohlrogge M. and Ruan E. [2021a], “A Sober Look at SPACs”, European Corporate Governance Institute (ECGI), April (<https://ssrn.com/abstract=3720919>)
- ・ \_\_\_\_\_ [2021b], “SPAC Governance: In Need of Judicial Review” November 23 (<https://ssrn.com/abstract=3967693>)
- ・ Lakicevic M., Shachmurove Y. and Vulcanovic M. [2014], “Institutional Changes of SPACs”, *The North American Journal of Economics and Finance*, [doi.org/10.1016/j.najef.2014.03.002](https://doi.org/10.1016/j.najef.2014.03.002)

- ・Mauboussin M.J. and Callahan D. [2020], “Public to Private Equity in the United States : A Long – Term Look”, Morgan Stanley, *Counterpoint Global Insights*, August 4
- ・Rodrigues U. and Stegemoller M. [2021], “SPACs : Insider IPOs”, *University of Georgia School of Law, Research Paper Series*, No.2021 – 09
- ・SpencerStuart [2021], *Board Governance and SPACs*
- ・US House of Representatives, Committee on Financial Services [2021], *Hearing* entitled “Gojng Public : SPACs, Direct Listing, Public Offering, and the Need for Investor Protections”, May19

(注1) Mauboussin and Callahan [2020], p.45

(注2) IPO減少の背景については、佐賀 [2021a] を参照されたい。

(注3) Comte [2021]

(注4) ペニー・ストックは1株5ドル以下の株式を指す。

(注5) Klausner *et al.* [2021a]. これは2019年1月から20年6月までの期間について、47SPACの実績である。なお、この節での数値はこの論文による (SPAC投資のリターンなどについての分析については、佐賀 [2021b] を参照されたい)。

(注6) SPACの2011年までの、エスクロー勘定への預託割合、買収を断念する反対票の割合 (threshold)、ワラントの行使価格、SPACの引受業者数、ユニットの提供価格の推移については、Lakicevic *et al.* [2014], Appendix B, に掲載されている。なお、その後の変化についての時系列な分析はないが、Klausner *et al.* [2021] に近年の水準をまとめた図表が掲載されている。

(注7) SEC, Office of Investor Education and Advocacy [2021], “Celebrity Involvement with SPACs – Investor Alert”, March 10.

もっとも、SECは既に2020年末頃から企業金融

局 (Division of Corporation Finance)、投資教育・保護部 (Office of Investor Education and Advocacy) などがSPACの動向に注意を向けている。

(注8) Gahng *et al.* [2021a], [2021b]

(注9) この措置は、NASDAQは2010年、NYSEは2016年である。この背景には、アクティビスト・ヘッジ・ファンドの一部が高値での買取り (ブラック・メール (脅迫状) をもじて「SPACメール」と呼んでいる) を求めたことがある。

(注10) Klausner *et al.* [2021] は、それぞれから生じるダイリユーションを推計している (Table 2、Table 3、Table 4、Table 5を参照)。

(注11) PIPE (Private Investment in Public Equity) は買収資金の不足を補うために私募での出資を募ることである。スポンサーや第三者投資家が出資する。

(注12) SPACガバナンスについては、Klausner and Ohlrogge [2021b]、SpencerStuart [2021] を参照されたい。

(注13) これについては、US House of Representatives, Committee on Financial Services [2021] におけるアンドリュー・パーク (Andrew Park, Americans for Financial Reform (AFR)) の証言を参照されたい。

なお、この委員会で証言した4氏 (他に、Stephen Deane (CFA Institute), Usha Rodrigues (University of Georgia School of Law), Scott Kupor (Andreessen Horowitz)) は、いずれも規制上のレベル・プレイング・フィールド (競争条件の公平性) を訴えている。

