

NO&T Finance Law Update

金融かわら版

2021年8月 No.70

日本における SPAC 上場の可能性と解禁に向けた検討（上）

弁護士 木村 聡輔

同 齊藤 元樹

同 宮下 優一

はじめに

日本における SPAC (Special Purpose Acquisition Company : 特別買収目的会社) による新規上場について、近時議論が始まりつつあります。既に米国を中心とする海外では、多くの SPAC 上場案件があり、実務も蓄積されているところですが、日本でこれを実現するためには数多の検討ポイントがあり、法的な観点からの検討を含め関係者間で活発な議論が行われることが期待されます。本ニュースレターでは、日本における SPAC 創設のための建設的な議論の一助となることを願い、試論や問題提起を含め、日本における SPAC 上場と上場後の買収対象会社（未上場企業）の買収について、その発展可能性と解禁に向けた課題をご紹介します。なお、検討内容が多岐に亘るため、上・中・下の3部に分けてお届けし、今回の上巻では、日本における SPAC の議論の現状と、SPAC に関するプレイヤーとストラクチャーの概要についてご紹介します。

目次：

1. 日本における SPAC の議論の現状
2. SPAC の主なプレイヤーとストラクチャー
<以上、上巻（第70号）>
3. SPAC のメリット
4. 日本における SPAC の導入に向けた今後の課題（法令上の検討課題）
<以上、中巻予定>
5. 日本における SPAC の導入に向けた今後の課題（上場制度上の検討課題）
<以上、下巻予定>

日本における SPAC の議論の現状

SPAC 上場については、日本において過去に実例はなく、また、現在の市場制度等を前提とする限り、その実現も相当に困難であると考えられていましたが、昨年来の新型コロナウイルスの全世界的な感染拡大等を背景として、とりわけ米国において SPAC 上場が盛んに行われたこと等を受け、あらためて社会的な注目が集まっているところです。これを受けて、政府の成長戦略実行計画でも、本年6月、日本では成長するスタートアップが少ないとの問題意識のもと、ウィズコロナ・ポストコロナの世界において日本のスタートアップを生み出し、かつ、その規模を拡大する環境の整備の一環として、日本における SPAC の実現に向けた制度整備の検討の必要性が指摘されるに至

っています¹。

成長戦略実行計画では、具体的には以下の点について、投資家保護策等の観点から、SPACを導入した場合に必要な制度整備について、米国をはじめとする海外の規制当局の対応やSPACをめぐる市場の動向、日本の国際競争力の強化の視点を踏まえつつ検討することとされています。

- SPACの上場時の基準・開示
- 買収に反対した場合や買収が成立しない場合の一般投資家への資金の返還等のSPAC運営者に対する規律
- 買収対象会社に関する投資家の判断を支える開示義務等

SPACの主なプレイヤーとストラクチャー

日本におけるSPACの可能性を検討する前に、米国で一般的に採用されているSPACのプレイヤーやストラクチャー、足下の議論状況等を概観すると、以下のようになります。

① SPACの主なプレイヤー

SPACに関与する主なプレイヤーとその役割は以下のとおりです。

プレイヤー	役割
スポンサー	: SPACの設立主体であり、一般に、PEファンド、ファンド・マネジャー等の他に、事業経営に専門的な知見を有する個人もその役割を担うことが想定されます。スポンサーは、SPAC毎に1社(1名)とは限らず、事業経営に実績のある有能な個人経営者と協力するなどして複数のスポンサーが関与する事例もあります。
SPAC	: スポンサーが設立する買収特別目的会社であり、いわゆる「空箱」と称されるエンティティであり、新規上場時に当初の上場主体となります。
一般投資家	: SPACの新規上場時に行われるオファリングに応じて、SPACに出資する投資家です。通常の事業会社のIPOに参加する投資家と異なることはありません。
引受証券会社	: SPACの新規上場時に行われるオファリングに際して、引受・販売を担当する証券会社です。
買収対象会社	: SPACが新規上場した後に、SPACと統合し、実質的に上場主体となる会社です。一般に、自社のIPOを企図する未上場企業が対象となります。未上場企業の親会社や創業者等の株主にとって、SPACとの統合は、IPOや相対譲渡と並行的に検討するExitのための手段であると整理することもできます。

② SPACに必要な手順の大まかな流れ

SPACが組成され、上場後に、買収対象会社の統合を実現するまでの大まかな流れは以下のとおりです²。

Step 1 : スポンサーによるSPACのセットアップ

Step 2 : SPACのIPO/一般投資家による出資

Step 3 : SPACによる買収対象会社の探索

Step 4 : SPACと買収対象会社の統合(いわゆるDe-SPAC)による実質的な買収対象会社の上場

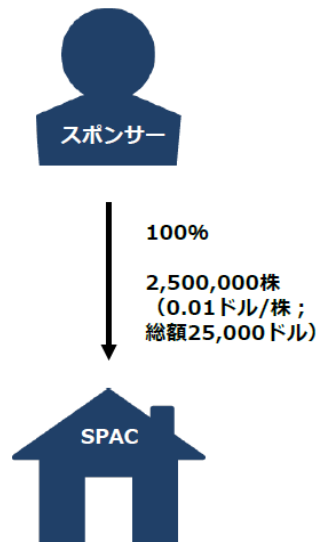
¹ <https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/seicho/pdf/ap2021.pdf>

² 当然のことながら、個別案件毎にストラクチャーは様々であり、上記はあくまで標準的と考えられるストラクチャーを前提とした説明である点にはご注意ください。また、日本におけるSPACのありうべき姿を検討するという意味では、必ずしも米国を含む諸外国におけるストラクチャーを踏襲しなければならないというわけではなく、むしろ日本における制度やニーズを踏まえた柔軟な検討が求められます。

Step 1 : スポンサーによる SPAC のセットアップ

SPAC となるエンティティは、スポンサーにより設立されることとなります。当初設立時点では、「空箱」に過ぎないため、手続は極めて簡易に完了させることができます。スポンサーが、設立時に取得する SPAC の株式数は、IPO 後の発行済株式総数の 20%となるように設定されることが一般的です。なお、SPAC 設立時にスポンサーの出資は僅少な金額（一般に総額 25,000 ドル）に設定されることが通常であり、その結果、スポンサーが設立時に取得する SPAC 株式は、スポンサー向けのインセンティブとして機能することとなります（SPAC が成功した場合の株価上昇分の利益を享受できるためです。）。

(SPAC セットアップ時のイメージ)



Step 2 : SPAC の IPO / 一般投資家による出資ユニット

SPAC は、当初の上場時点では具体的な事業内容が確定しているわけではない「空箱」であることから、案件の個性が乏しく、一般投資家に販売される証券（ユニット）の内容および販売価格（1 ユニットにつき 10 ドル）が、いずれの案件においても固定化・標準化されています。この点は、投資家の需要をもとにブックビルディングにて販売価格を決定する通常の事業会社の IPO と大きく異なる特色といえます。

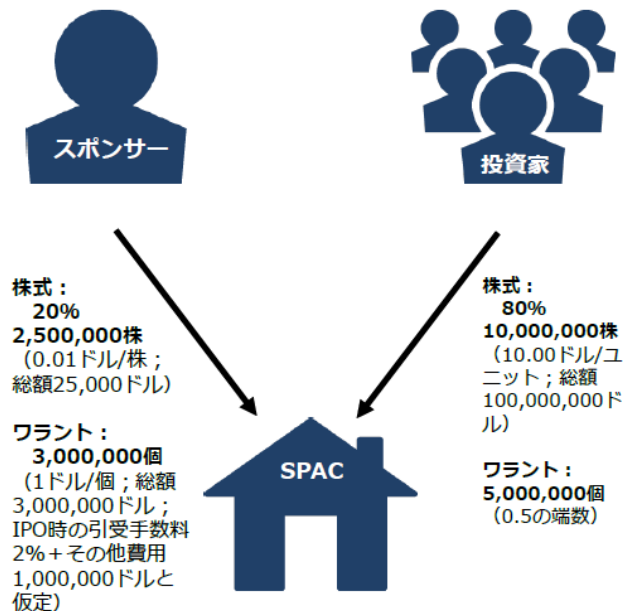
例えば、総額で 100,000,000 ドルの調達を企図した SPAC 上場を想定すると、IPO 時の条件は下表のようになることが想定されます。なお、SPAC は IPO 時点では 2 種類の株式（例えば A 種株式と B 種株式）を発行することが想定されており、本レターでは、一般投資家向けに販売する株式を A 種株式（通常の事業会社の IPO における上場普通株式）、スポンサーが保有する株式を B 種株式と呼称することとします。A 種株式と B 種株式とは、議決権を含めて基本的に同内容であるものの、金銭償還請求権の有無や譲渡制限といった一部の内容に違いがあります（下表ご参照）。

条件項目	内容
I. 一般投資家からの資金調達	
想定調達総額	100,000,000 ドル ※ さらに 15%分のオーバーアロットメント・オフリングが行われることもある
販売価格（一般投資家向け）	10 ドル（1 ユニットあたり）※各案件共通の固定額
販売ユニット数	ユニット 10,000,000 個（=想定調達総額÷10 ドル）
販売証券（一般投資家向け）	ユニット
ユニット	・ A 種株式 1 株および端数のワラントをまとめた権利 ※ 例えば、端数ワラントが“0.5 ワラント”であれば、トータルで、

	<p>A 種株式 10,000,000 株およびワラント 5,000,000 個分のユニットのオフリングが行われることとなる</p> <ul style="list-style-type: none"> ・当初は、ユニット単位でのトレードのみ可能 ・ただし、上場日から 52 日間経過後は、ユニットに含まれる A 種株式と端数ワラントを別々にトレード可能となる
A 種株式	<ul style="list-style-type: none"> ・上場対象となる株式であり、一般投資家向けに販売される ・投資家側の金銭償還請求権あり <ul style="list-style-type: none"> ◇ 事後的な投資資金の回収を実現するものであり、一般投資家の権利保護のための設計 ◇ 対価は 10 ドル (IPO 時の A 種株式の販売価格) + 経過利息相当額 ◇ De-SPAC 実施時等に行使可能 <ul style="list-style-type: none"> ※ 実質的な上場エンティティとなる買収対象会社 (または、その事業) を前提とした再度の投資判断が可能
端数ワラント	<ul style="list-style-type: none"> ・一般投資家向けインセンティブとして機能 <ul style="list-style-type: none"> ◇ 端数ワラントの交付が行われない SPAC 事例も存在 ・端数ワラントのままでは行使不可 <ul style="list-style-type: none"> ◇ 複数の端数ワラントをまとめて整数倍とした場合に行使可能 (A 種株式を取得可能) <ul style="list-style-type: none"> ※ 例えば、端数ワラントが“0.5 ワラント”であれば、2 個まとめて初めて行使可能 ・行使価額 <ul style="list-style-type: none"> ◇ 11.50 ドル ◇ IPO 時の A 種株式の販売価格 10 ドルの 115% 相当の金額 ・行使期間・行使条件 <ul style="list-style-type: none"> ◇ De-SPAC のクローリングから 30 日後または IPO から 12 か月後のいずれか遅い方のタイミングで行使可能となる ◇ 通常、De-SPAC のクローリングから 5 年で行使期間満了 ・SPAC 側からの金銭償還 <ul style="list-style-type: none"> ◇ 端数ワラントの行使が可能となった段階で、SPAC (発行会社) 側の判断により金銭償還が可能 ◇ 償還対価は 0.01 ドル ◇ 『償還通知の日の一定期間において、SPAC の株価が 18 ドル以上となった取引日が X 日以上となった場合』等、償還可能な場面を限定するのが通常 (インザマネーの状況で発動可能とすることにより、一般投資家側のワラント行使を促進する効果がある)
資金使途	<p>IPO で調達した資金は、De-SPAC の完了または金銭償還請求権が行使され一般投資家に払い戻しがなされるときまで、トラスト・アカウントにおいて保管される</p>
開示書類等	<ul style="list-style-type: none"> ・通常の事業会社の IPO と同様に届出書 (“registration statement”) の作成・提出は必要であるものの、SPAC は「空箱」であることから、相当簡易に済ませることが可能 ・なお、De-SPAC を狙うセクター・インダストリーについては、特定することも、何らの限定も付さないことも可能とされている (ただし、特定する場合でも、De-SPAC の対象となる具体的な買収対象会社は IPO 時点では存在してないことが前提)
II. スポンサーによる出資	

スポンサー向けワラント (“at risk” investment)	<ul style="list-style-type: none"> ・ IPO と同時に私募によりスポンサー向けに割り当てられる ・ 設計は、一般投資家向けのユニットに含まれる端数ワラントと基本的に同様であるが、一定期間の譲渡制限に服する点、金銭償還請求権の行使に制限がある点等で異なる ・ スポンサー向けワラントは有償（1 ワラントにつき 1～2 ドル程度）で取得される ・ その発行代わり金により SPAC の運営費用、上場関連費用等の諸経費が賄われる
B 種株式 (Step 1 ご参照)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2,500,000 株 ※ IPO 後の株式総数の 20%相当 ・ スポンサーによる当初保有分であり IPO での販売対象ではない ・ スポンサー向けインセンティブとして機能 ・ 一定期間の譲渡制限に服する ・ De-SPAC のクロージング後に A 種株式に転換することが通常

(IPO 後のイメージ)



Step 3 : SPAC による買収対象会社の探索

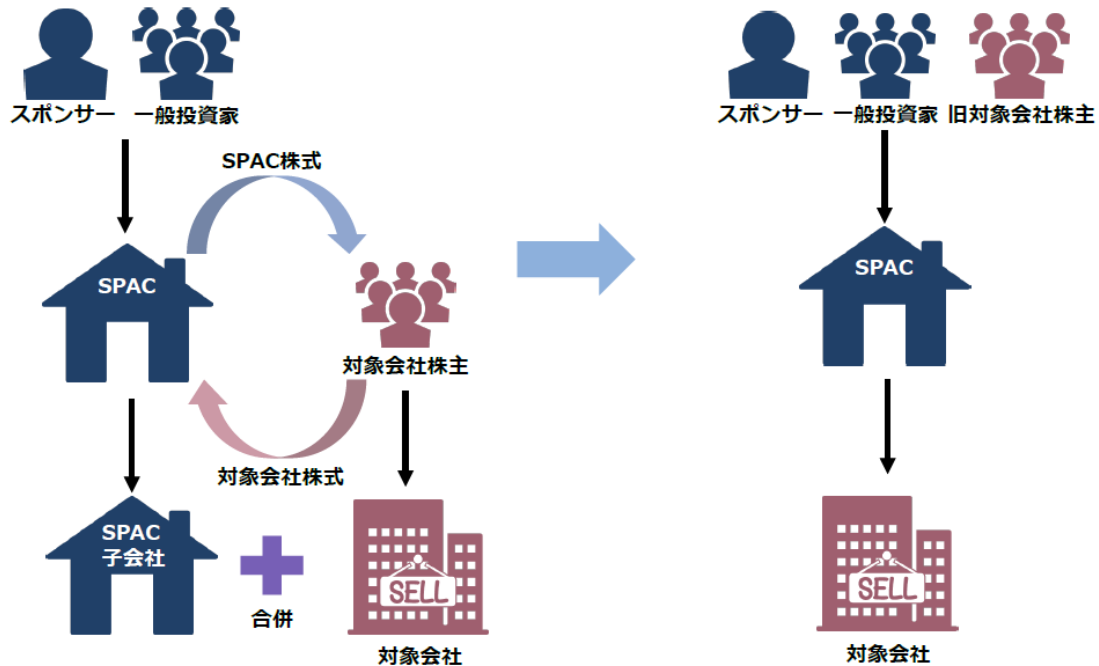
IPO 完了後、SPAC は、De-SPAC を行う買収対象会社の選定をすることになりますが、NYSE・NASDAQ の上場基準上は IPO 完了後 3 年以内に行うことが求められており、実務上も、所定の期間（18～24 か月）にわたって買収が成立しない場合、SPAC 自体を清算する旨を定めることが一般的となっています。SPAC は、IPO 時には買収対象会社候補の属性（セクター・インダストリー）や地域を開示することはあっても、買収対象会社について、それ以上の具体的な特定はしないことが前提とされており（特定している場合にはその時点で開示が必要となります。）、IPO 完了から買収成立までは一定の期間を要することが当然の前提となっています。

買収対象会社については、NYSE・NASDAQ の上場規則上、そのバリュエーションが、買収契約締結時の SPAC におけるエスクロー資産（＝IPO での調達資金）の 80%以上であることが必要とされており、実際には、近時のデールでは、その数倍のバリュエーションになることが多く見られます。このため、SPAC においては、買収対象会社となる未上場企業を選定することは必ずしも容易ではなく、相当期間にわたり買収対象会社が選定できない事例も珍しくはありません。

Step 4 : SPAC と買収対象会社の統合（De-SPAC）による実質的な買収対象会社の上場

買収対象会社の選定・買収対象会社との交渉を経て、SPAC は買収対象会社との De-SPAC 取引を行うこととなりますが、買収の手法として、米国では、多くの場合、逆三角合併 (Reverse Triangular Merger) の手法が用いられます。具体的には、SPAC が買収子会社 (ピークル) を設立し、当該子会社を消滅会社、対象会社を存続会社として合併契約を締結し、株主総会の承認を得た上で、合併を行い、その対価として、買収対象会社の株主に対して SPAC が新たに発行する上場株式が交付されることとなります。対価としては、上場株式に加えて、現金が支払われることもあり、また、いわゆるアーンアウト条項 (買収後に株価が一定水準以上となった場合に追加の株式を交付する等の条項) が設定されることもあります。

(逆三角合併のイメージ)



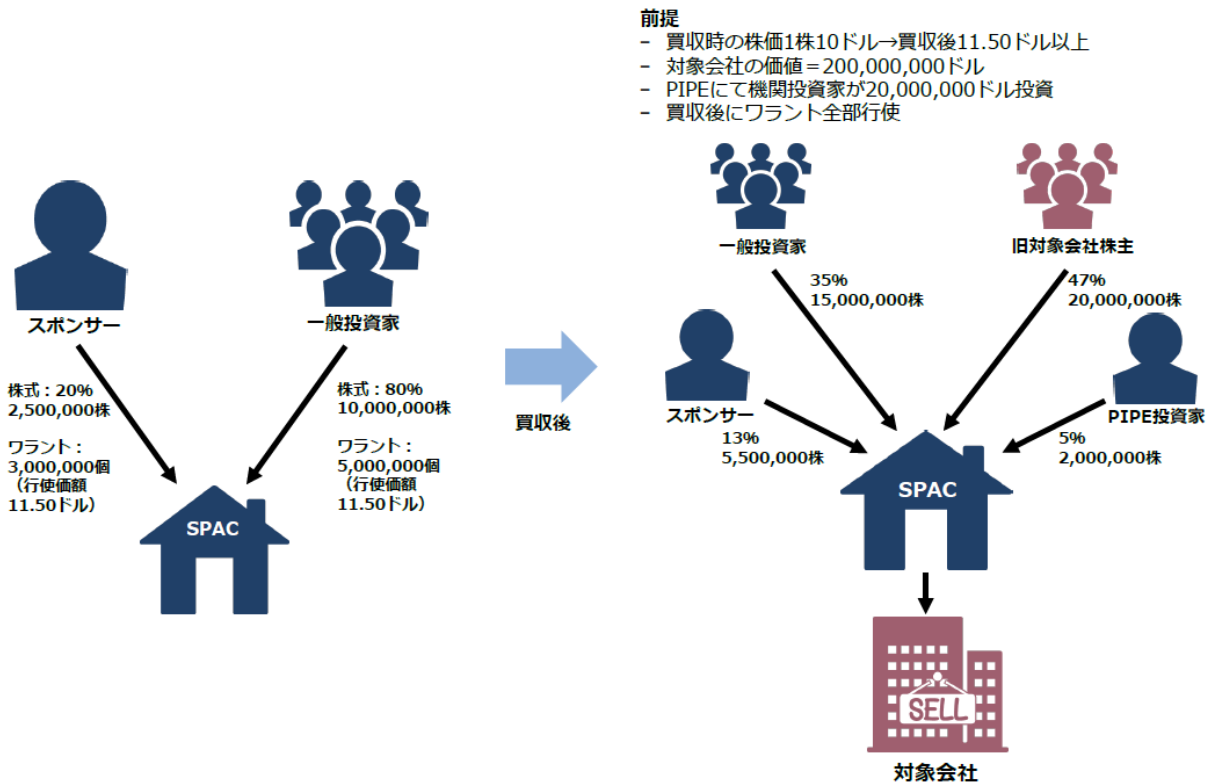
米国内法上、株主総会の承認を得るプロセスは、委任状勧誘規制に服することになり、SPAC は、株主に対して、原則として Proxy Statement を通じて、(a)買収対象会社の財務諸表、(b)プロフォーマ財務諸表、(c)買収対象会社の企業情報 (いわゆる MDA・Business セクション) やリスクファクター、(d)買収対象会社の事業計画 (プロジェクション)、(e)買収の経緯等を開示することが必要とされています。また、De-SPAC 後、4 営業日以内に、Super 8-K を提出する必要があるため、同書においては、買収対象会社が IPO をした時に開示が求められる情報と同等の情報を含めることが必要とされています。

買収に際して、SPAC の株主 (一般投資家) は、株式について金銭償還請求権 (Step 1 参照) の行使を行い、IPO 時の出資金の回収を行うか、買収後も SPAC 株式を保有し続けるかを選択することができます。なお、買収に際しては、SPAC の株主総会の承認が必要となりますが、買収に賛成する株主も、金銭償還請求権を行使することが許されます。金銭償還請求権を行使した場合、株主は SPAC 株式を失いますが、IPO 時に割当てを受けていた端数ワラントについては継続保有することが可能であり、当該ワラントについては買収成立により価値上昇が見込まれることから、一般に、株主は買収に賛成するインセンティブがあり、買収に関する株主総会の承認が得られないリスクは、実務上はあまり想定されていません。なお、スポンサーは、De-SPAC に賛成することを予めコミットする一方で、金銭償還請求権は放棄することが一般的です。

De-SPAC に当たっては、SPAC 株主による金銭償還請求権の行使により想定以上の資金流出が生じる事態に対応すべく、機関投資家に対する株式の私募 (PIPE : Private Investments in Public Equity) や、スポンサーによる forward purchase agreement の締結 (SPAC の新株を買う旨のコミットメント) が同時に行われることもあります。

なお、SPACのスポンサーは、Step 1 で取得する B 種株式を通じて、IPO 後には対象会社の株式を 20%程度有することになり、買収完了に伴う当該株式の価値上昇により投資資金の回収・リターンを獲得を実現する（逆に、所定の期間内に De-SPAC を実現できないと、これらのリターンを得ることができない）構造となっているため、SPAC の一般投資家にとって不利な条件であったとしても、期限内に買収を行うインセンティブが生じやすいといわれています（いわゆる構造的な利益相反の問題）。これを抑制するための方策として、対象会社の創業者・主要株主は、通常、買収後 6 か月～1 年のロックアップ（処分制限）に服することが一般的です。

(De-SPAC 前後のイメージ)



③ 米国での近時の傾向

米国においては、2020 年における SPAC 上場は非常に活況であったものの、2021 年においては、SEC が 4 月にワラントの会計処理の方針等についてのステートメント³を発表したことや、上場済の SPAC の多くがまだ買収先を探せていないという現実等を踏まえて、上場件数は一時期に比べると減少気味になっています。また、上記② (Step 4) で指摘したスポンサーと一般株主との構造的な利益相反があることや一定の問題事例が発生したこと等も踏まえ、SEC が投資家保護の観点からいくつかのステートメント⁴を出しており、今後、さらなる規制強化等が行われる可能性もあります。

④ 各国取引所の状況

SPAC 上場は、米国の証券取引所 (NYSE、NASDAQ) の他、ロンドン証券取引所、フランクフルト証券取引所、

³ 2021 年 4 月 12 日付 “Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies (“SPACs”)”

⁴ 2021 年 3 月 10 日付 “Celebrity Involvement with SPACs – Investor Alert”、3 月 31 日付 “Financial Reporting and Auditing Considerations of Companies Merging with SPACs”、4 月 8 日付 “SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws”、5 月 25 日付 “What You Need to Know About SPACs – Updated Investor Bulletin” など

ユーロネクスト・パリ、トロント証券取引所、イタリア証券取引所、韓国取引所等においても認められており、また、シンガポール証券取引所や香港証券取引所などにおいても、SPAC 制度導入が検討されています。

まとめ

以上が、米国で一般的に採用されている SPAC のストラクチャーについての説明です。次回は、SPAC のメリットを踏まえた上での、日本における SPAC 導入に向けた実務的な課題についてご説明します。

2021 年 8 月 10 日

[執筆者]

**木村 聡輔**（弁護士・パートナー）

sosuke_kimura@noandt.com

2006年京都大学法学部卒業。2007年弁護士登録、2014年再登録（第一東京弁護士会）。2007年長島・大野・常松法律事務所入所。2013年 Duke University School of Law 卒業（LL.M.）。2013年 Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP（ニューヨーク）勤務。2014年～2015年シティグループ証券株式会社投資銀行本部勤務。キャピタル・マーケット分野及びM&A・コーポレート分野を中心に上場会社の資金調達・組織再編案件において豊富な経験を有する。その他、インサイダー取引規制・開示規制、金融取引規制について幅広く助言等を行っている。The Best Lawyers in Japan 2020（キャピタル・マーケット）受賞、Who's Who Legal Japan 2020（キャピタル・マーケット）受賞、ALB 40 under 40 2020 選出。

**斉藤 元樹**（弁護士・パートナー）

motoki_saito@noandt.com

日本企業の国内外での株式・社債等の発行、IPO、M&A、ストックオプション・株式報酬に関する助言等を中心として、企業法務全般にわたりリーガル・サービスを提供している。2006年東京大学法学部卒業。2007年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2011年～2012年外資系証券会社へ出向。2013年 Columbia Law School 卒業（LL.M.）。2013年～2014年 Simpson Thacher & Bartlett（ニューヨーク）勤務。

**宮下 優一**（弁護士・パートナー）

yuichi_miyashita@noandt.com

国内外の資本市場における、新規株式公開（IPO）、株式の公募増資、売出し、ブロックトレード、第三者割当増資、種類株式、新株予約権、社債、新株予約権付社債（CB）等、大手証券会社での勤務経験を活かし、キャピタル・マーケット案件や情報開示に関する助言を幅広く行う。また、M&A、企業情報開示（ESG・SDGs 開示を含む）、コーポレートガバナンス、金融規制法、その他の企業法務全般にわたりリーガル・サービスを提供している。公益社団法人 日本証券アナリスト協会 認定アナリスト（CMA）。The Best Lawyers in Japan 2022 - Capital Markets Law 受賞。

2007年大阪大学法学部卒業。2009年京都大学法科大学院修了。2010年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2016年 University of California, Los Angeles, School of Law 卒業（LL.M., specializing in Business Law - Securities Regulation Track）。2016年 Thompson Hine LLP（New York）勤務。2016年～2017年 S M B C 日興証券株式会社 資本市場本部 エクイティ・キャピタル・マーケット部勤務。

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイスを構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

長島・大野・常松 法律事務所

www.noandt.com

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目7番2号 J Pタワー

Tel: 03-6889-7000 (代表) Fax: 03-6889-8000 (代表) Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、500名を超える弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所であり、東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイ及び上海にオフィスを構えています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガルサービスをワンストップで提供し、国内案件及び国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

NO&T Finance Law Update ~金融かわら版~の配信登録を希望される場合には、<<https://legal-lounge.noandt.com/portal/subscribe.jsp>>よりお申込みください。本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<newsletter-finance@noandt.com>までご連絡ください。なお、配信先としてご登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所から其他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承くださいませよう願いたします。