

NO&T Finance Law Update

金融かわら版

2021年8月 No.71

日本における SPAC 上場の可能性と解禁に向けた検討（中）

弁護士 木村 聡輔

同 齊藤 元樹

同 宮下 優一

はじめに

本ニュースレターでは、上・中・下の3部に分けて日本における SPAC (Special Purpose Acquisition Company: 特別買収目的会社) の可能性と解禁に向けた検討をご紹介します。中巻となる今回は、SPAC のメリットと、それを受けた日本における SPAC 導入に向けた今後の課題のうち法令上の検討課題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（第71号）](#)>
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](#)>

SPAC のメリット

日本における SPAC の発展のためには、伝統的な IPO との対比で、各プレイヤーにとってメリットがある仕組みであると認知されることが必要です。もちろん、実際のそのようなメリットを実現できるか否かは、SPAC の仕組みとして具体的にどのようなものを採用するかという点に加えて、どのように法制度や取引所の上場制度等の整備を実現するかにより大きく影響を受けるところですが、これらの議論の前提として、米国において、SPAC を利用するメリットとして指摘されている事項を概観すると、以下のようなものが挙げられます。

① スポンサーにとってのメリット

- (a) ファンドを組成して投資を募る場合等と比較して、SPAC を上場させることでマーケットに容易にアクセスができ、それにより資金調達が相対的にしやすい
- (b) 買収成功時に大きなアップサイドリターンを得ることができる
- (c) マーケットにおける自身の認知度の向上が期待できる

② 投資家にとってのメリット

- (a) 非上場会社への投資機会が得られ、かつ、実績のあるスポンサーと共に投資することができる
- (b) 商品設計次第では、ダウンサイドプロテクション（投資資金はエスクローされ、もし買収が不成立であった場合にも投資額は償還される）を確保しつつ、ワラント行使によるアップサイドリターンを得ることができ、伝統的な IPO への投資とは異なる新たな投資機会となりうる

③ 非上場会社およびその株主（売主）にとってのメリット

- (a) 伝統的な IPO よりも早期に上場・Exit が可能となる
- (b) 経営手腕に定評のあるスポンサーの助力も得た上で IPO に向けた準備が可能となる
- (c) 伝統的な IPO では通常は開示されない将来の事業計画（プロジェクション）を買収時に投資家に伝えることができる¹
- (d) 売却価格について、伝統的な IPO で行われるブックビルディング方式ではなく相対での価格交渉で決めることができるため、個別事情に応じたより柔軟な設計が可能となる²

なお、日本における SPAC の導入に際しては、上記のような各プレイヤーにとってのメリットの実現可能性という観点のみならず、そもそも上記の事項が真にメリットといえるものなのかという点の検証が必要となるでしょう。例えば、「③非上場会社およびその株主（売主）にとってのメリット」(d)について、価格発見の方法としてブックビルディングが相対交渉に劣っているということが必ずしも多くの場面で妥当するわけではないように思われ、ここでのメリットは価格発見の方法の選択肢が増えるという点に集約されるように思われます。その意味では、伝統的な IPO という選択肢も存在して、初めてメリットとして認識できるものであり、厳密な意味での SPAC のメリットとまでは言い難いように思われます。

また、SPAC を利用することのデメリット（例えば、伝統的な IPO との対比でリスクが増加しているポイント）の有無という観点からの検討も必要と思われる。例えば、上記「②投資家にとってのメリット」に関連して、SPAC が伝統的な IPO に比べると複雑な制度であること等から、特に個人投資家について SPAC への投資を可能とすることに投資家保護の観点で問題ないかについては実際に懸念も示されているところ³。そのため、今後、日本における SPAC の導入に向けた議論を行う際には、個人投資家が非常に多い日本の IPO 市場において十分な投資家保護を確保しつつ、SPAC を導入することができるかという視点を持つことが重要と思われる。

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）

日本における SPAC の導入に向けては、法令改正や取引所の上場制度の整備が必要となりうる等、解決すべき課題が少なくないところです。かかる課題のうち、法令改正に関連するものとして、主に、以下のような検討事項が指摘できます。

なお、これらの議論は、次号（日本における SPAC 上場の可能性と解禁に向けた検討（下））で検討する取引所における上場制度の整備に向けた議論（とりわけ、SPAC の投資家層をどのように設定するかという点）と総合的な検討を行う必要があり、実際には同時並行的に議論されるべき事項である点には留意が必要です。

¹ 米国では、Private Securities Litigation Reform Act 上、将来情報に関する民事責任の免責規定（セーフハーバールール）があるところ、伝統的な IPO については同規定の適用がないものの、De-SPAC について同規定の適用があると考えられており、De-SPAC の場合には、事業計画（プロジェクション）を投資家に伝達するライアビリティ・リスクが低いと考えられています。

² 例えば、De-SPAC の対価は現金に限られませんし、また、売主（非上場会社）側と買主（SPAC）側のバリユエーションのギャップを調整する方法として、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などの、いわゆるアーンアウトの仕組みを組み込むことも可能となり、いずれもブックビルディング方式にはない柔軟性といえます。

³ この点に言及するものとして、日本証券業協会の 2021 年 4 月 21 日付記者会見要旨

<https://www.jsda.or.jp/about/kaiken/files/210421youshi.pdf>

① 買収時の情報開示

SPAC は、IPO 時にはいわゆる「空箱」であり、投資家による実質的な投資対象は買収対象会社であることから、IPO 時の開示のみでは投資家における投資判断に十分な開示があるとはいえず、買収時においてこそ買収対象会社に関する充実した開示が必要と考えられます。加えて、De-SPAC 時における買収方法については、現金対価による株式取得の他、合併、株式交換、株式分割、株式交付等様々な方法が考えられるところ（なお、日本の会社法上は、米国の逆三角合併に直接相当する制度はありません。）、対価についても、現金対価・株式対価・その混合を含めて、様々な方法が考えられ、また、伝統的な IPO とは異なり、米国同様、前述のいわゆるアーンアウト条項を設けることも選択肢となりえます⁴。

このように、De-SPAC の当否を判断するには、買収対象会社の情報だけでなく、具体的な買収方法・条件についての検討も必須である等、SPAC の株主（投資家）が必要とする情報は多岐にわたるところ、例えば、現金対価による株式取得の場合については、現行の会社法上、そもそも取得者における株主総会決議が必要とされており、ここでの株主への情報開示の有無・内容についての法的な担保は存在しません。また、株主総会による承認を必要とする会社法上の組織再編を行う場合であっても、De-SPAC 時における SPAC の株主（投資家）に対する法令上の情報開示規制としては、株主に対して発出する株主総会の招集通知を通じた開示が義務づけられているのみであり、伝統的な IPO における情報開示（金融商品取引法上の目論見書等を通じた情報開示）と比較して限定的なものとなる可能性があります。金融商品取引法上も、株式を対価とする組織再編については、一定の場合、「特定組織再編成」として有価証券届出書の提出が必要とされているものの、既開示有価証券を交付する場合には届出義務が免除されているため（同法 4 条 1 項 2 号ロ）、上場会社である SPAC の株式を対価として交付する場合、有価証券届出書の提出や目論見書の交付は必要となりません。

この結果、日本で SPAC 上場が認められるとしても、日本の現行制度上は、委任状勧誘規則に基づき SEC が招集通知をレビューする米国に比べて、情報開示が必要とされる場面、開示が必要とされる情報の範囲、当局の関与の程度等のいずれの観点からも、情報開示を通じた投資家（株主）保護が十分に図られることが期待しづらい状況です。このため、今後の検討課題としては、買収スキーム如何にかかわらず、SPAC 株主に対して充実した開示を義務づける制度を設けることが考えられます。

この点、SPAC に特化した情報開示規制であれば、法令改正ではなく、上場規則の整備により手当てすることも実務的には十分合理性が認められます。他方で、開示義務の実効性を担保するために、開示内容の虚偽記載等に関する法的責任を課す制度を設けることも考えられ、この場合、一定の法令改正は避けられないものといえます。とりわけ、金融商品取引法上の目論見書が使用される伝統的な IPO においては、目論見書の内容について、発行体・役員・引受証券会社・売出人等が金融商品取引法上の責任を負うこととされている一方で、SPAC においては、上述のとおりそもそも開示書類の作成義務が必ずしも課されていない場合がある他、会社法上の招集通知が作成される場合であっても、その内容について責任を負う範囲・程度は、目論見書に比べると限定的となっており、並列的に議論されるべき伝統的な IPO と SPAC との間に、情報開示規制という観点で不均衡が生じる状況にあります。このため、投資家保護の観点からは、SPAC による買収時に作成される書類について、スポンサー、買収対象会社の役員、（買収時にいかなる関与をするかにもよりますが）引受証券会社等も責任対象として、伝統的な IPO と同程度の内容の責任を求める規定を設けることも考えられます。

なお、SPAC による買収時の開示内容については、米国同様、(a)買収対象会社の財務諸表、(b)プロフィール財務諸表、(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)買収の経緯等を記載するようにすることが考えられますが、このうち、(d)買収対象会社の事業計画については、伝統的な IPO では通常は開示書類には含まれません。これは、将来情報は本質的に不確実な情報であり、投資家をミスリードする可能性があり、将来その計画どおり

⁴ なお、いずれの方法を用いる場合であっても、税務・会計面での検討も必要となります。

にいかなかった場合（特に業績に関する将来目標値が未達だった場合）に、投資家から IPO 時の開示書類に虚偽等があったことを理由に責任追及されるリスクがあるからという理由によります。この点、米国においては、上述のとおり、De-SPAC の場合には、事業計画（プロジェクション）を投資家に伝達するライアビリティ・リスクが低いと考えられているため、これを伝達できることがむしろ SPAC のメリットと考えられています。したがって、日本において、事業計画の内容について厳格な法的責任を求めることは SPAC のメリット（伝統的な IPO では通常は開示されない将来の事業計画（プロジェクション）を買収時に投資家に伝えることができること）を失わせ、伝統的な IPO との差別化とは逆方向の議論ともなりえます。他方、この点に関しては、近時、米国においても SEC が警鐘を鳴らすなど、投資家保護の実現という観点から重要な論点となっており、今後の規制動向も注目される場所ですので、日本においてどのような制度とするかについては、更なる検討が必要と思われます。

② SPAC の「ユニット」の組成方法

日本における SPAC の実施方法を検討する際、米国実務では一般的である、SPAC が IPO に際して発行する『ユニット』（A 種株式と端数ワラントを組み合わせた投資対象）を、どのように実現するかが問題となります。

この点については、例えば、IPO 時には、一般投資家に対しては、ある種類株式（仮に C 種株式）のみを発行することとしつつ、当該 C 種株式の内容として、（本来ユニットとして発行するはずであった）A 種株式および端数ワラント（新株予約権）を対価とする一斉取得条項を付すことが考えられます。当該取得条項の取得事由の内容として、IPO 実施後 52 日経過した時点（米国での一般的な設計において、ユニットに含まれる A 種株式と端数ワラントとが別々にトレードできるようになる時点）で発動することと定めることにより、『C 種株式』と『A 種株式と端数ワラント』の置き換えを通じて、事実上、ユニットの内容を実現することが可能となります。なお、C 種株式と A 種株式は、上記一斉取得条項の有無を除き、同内容とする想定です。

また、上記とは異なるアプローチとして、SPAC が IPO に際して発行するのは A 種株式のみとし、端数ワラント（新株予約権）については、IPO 実施後 52 日経過した時点を目撃日とする新株予約権無償割当てを実施する方法も、よりシンプルで分かりやすく現実的な解決方法といえます。ただし、この場合には、一般投資家が端数ワラントに相当する権利を実際に取得するのは、IPO から一定期間が経過した日となり、それまでは新株予約権は発行されておらず、法的な権利として確定しているわけではないため、IPO 後に SPAC による新株予約権無償割当てが確実に実行される旨を一般投資家に対してどのように納得感をもって説明できるかが課題となる可能性があります。

なお、「端数」の新株予約権を日本の会社法上発行することはできないため、これと同様の効果を実現するためには、新株予約権の目的となる株式の数を 1 株未満の端数に設定することが考えられます。

③ De-SPAC 時における想定外のキャッシュアウトの防止の仕組み

会社法上、組織再編行為等を実施する際に、反対株主の株式買取請求権が発生する場合があります（例えば、吸収合併について 785 条 1 項、797 条 1 項）。この買取請求権は、会社法制における基本的な設計に基づくものであり、会社法上の組織再編行為等により De-SPAC を実施する際に、反対株主に『公正な価格』での買取請求権が発生する事態を回避することは困難ですが、SPAC 株主から、かかる株式買取請求権の行使が自由に行われる場合、SPAC のストラクチャーにおいて想定している以上のキャッシュアウト（すなわち IPO 時に一般投資家から募った出資額以上のキャッシュアウト）が生じるリスクが存在します⁵。

かかるリスクは、買取方法を現金対価による株式取得とすることで回避可能ですが、米国による一般的な実

⁵ 『公正な価格』の具体的な金額について反対株主との間に争いが生じる事態もありえ、会社法上、買取価格について所定の期間に協議が調わない場合には、裁判所に対して価格決定の申立てをし、その判断を仰ぐことになるため、事前にキャッシュアウトの額をコントロールすることは困難といえます。

務では、De-SPAC時に買収対象企業の株主（売主）に交付する対価は、SPACの発行する上場株式とされることが多く、買収対価について同様のニーズがある事例での解決策となりません。そこで、SPAC自身ではなく、SPACが設立する買収ビークルを買収取引の直接の当事者とすることで、対価の柔軟性を確保しつつ、当事者たる買収ビークルの株主ではないSPAC株主に株式買取請求権が発生する事態を回避することが考えられます（いわゆる三角組織再編）。もっとも、買取請求権の発生の有無のみで買取方法が決められるものではなく、また、De-SPACの実行の可否は、SPAC株主の判断に委ねられるべきですので、SPACの株主総会の承認が無い限り、買収が実行されないような制度とする必要があるといえます。具体的には、法令改正で対応する方法の他に、取引所の規則として、SPACの定款にDe-SPACに際しての株主総会の承認の必要性を明記することをSPACの上場要件として求めることや、SPACの株主総会の承認を必須とするといったアプローチも考えられます。なお、この場合も、上記①で指摘した一般投資家への情報開示についての検討は同様に必要となります。

まとめ

以上が、SPACの導入についてのメリット・留意点や、導入に向けた法令上の主な検討課題のご紹介です。次回は、上場制度上の検討課題についてご説明します。

2021年8月12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その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ますようお願いいたします。