

CAPITAL MARKETS BULLETIN

2022年1月号 (Vol.59)

諸外国における SPAC 制度の導入と日本版 SPAC

I. はじめに

II. 日本版 SPAC の主要検討課題

III. 諸外国における SPAC 上場制度の概要

IV. 今後の見通し

森・濱田松本法律事務所

パートナー 鈴木 克昌

TEL. 03 6212 8327

katsumasa.suzuki@mhm-global.com

シニア・アソシエイト 五島 隆文

TEL. 03 6266 8950

takafumi.goto@mhm-global.com

アソシエイト 平川 諒太郎

TEL. 03 5223 7712

ryotaro.hirakawa@mhm-global.com

アソシエイト 水本 真矢

TEL. 03 5223 7752

shinya.mizumoto@mhm-global.com

I. はじめに

2019年以來、米国では SPAC (Special Purpose Acquisition Company) の IPO (新規株式公開) や De-SPAC (SPAC による買収) が急増しています。2021 年の上半期に、米国証券取引委員会 (SEC) により SPAC のルール解釈に関するステートメントが相次いで公表されたことの影響もあり、同年 4 月以降は件数が鈍化するも、依然として堅調に推移していると言えます¹。

日本でも、米国での SPAC の隆盛を受け、2021 年 6 月 18 日に閣議決定された成長戦略実行計画において SPAC 制度につき検討することとされ²、また、2021 年 10 月には東京証券取引所において「SPAC 制度の在り方等に関する研究会」が発足する³等 SPAC 制度の導入について議論が進められているところですが、諸外国においても、日本に先んじて SPAC の上場制度の改正・導入が進められています⁴。そのうち、アジア

¹ 2021 年には、613 件の SPAC の上場が行われ、1,624 億ドルの調達が行われたとされています (<http://www.spacresearch.com/>)。なお、2021 年 12 月 9 日に、SEC の委員長である Gary Gensler が、SPAC について、一部の事例における投資家保護の不備を指摘するスピーチを行っており (<https://www.sec.gov/news/speech/gensler-healthy-markets-association-conference-120921>)、今後の当局の動向が注目されます。

² <https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/portal/plan/index.html>。同計画においては、「我が国においても、SPAC の上場時の基準や開示、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、買収先企業に関する投資家の判断を支える開示義務など、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、我が国の国際競争力の強化の視点を踏まえつつ、検討する」とされています。

³ 本稿の筆者である鈴木克昌も同研究会の委員を務めていますが、本稿で述べられた見解は、本稿記述時点における執筆者らの個人的な見解であり、同研究会その他の団体の見解を代表するものではない点ご留意ください。

⁴ 本稿でご紹介するシンガポール及び香港のほか、ロンドンでは、従来から SPAC の制度は存在していたものの利用実績が乏しかったため、2021 年 8 月 10 日付で SPAC をより利用しやすくするための制度改正が行われています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

においては、シンガポールにおいて 2021 年 9 月 3 日付で、また、香港においても 2022 年 1 月 1 日付で、SPAC の上場制度が導入されており、証券取引所の国際競争の観点からも日本における SPAC 制度の導入を検討するに当たって参考になると思われます。

そこで、本稿では、米国の実務やシンガポール・香港の制度の概要についてご紹介しつつ、日本版 SPAC の導入に当たり検討すべき課題の方向性について議論いたします。

なお、米国 SPAC の概要については、当事務所の過去のニュースレター (<https://www.mhmjapan.com/content/files/00047573/20210308-015456.pdf>) をご参照ください。

II. 日本版 SPAC の主要検討課題

日本版 SPAC の導入において検討が必要となる事項は多岐にわたり、スキーム設計（日本法上ユニットや償還の仕組みをどのように設計するか等）といったテクニカルな論点⁵もありますが、上場制度に関わる実質的な検討課題として以下のようなものが挙げられます⁶。

（上場制度総論）

- (1) スポンサーの適格性の審査の在り方
- (2) 買収（De-SPAC）時の証券取引所による対象会社の実質審査の在り方
- (3) SPAC 株式の上場市場や投資家層

（上場に関する要件）

- (4) SPAC の設立準拠法・設立形態
- (5) スポンサーが保有する株式及びワラントの数及び発行条件
- (6) 上場時の調達資金額や時価総額
- (7) 上場時のユニット・株式の発行価格
- (8) 上場時の調達資金の信託設定の要否及びその信託金額の割合

（買収（De-SPAC）に関する要件）

- (9) 買収期限とその延長
- (10) De-SPAC に際しての外部アドバイザーの選任
- (11) 株主総会や独立役員による承認

⁵ かかる論点については、当事務所の過去のニュースレター (<https://www.mhmjapan.com/content/files/00047573/20210308-015456.pdf>) のほか、鈴木克昌ほか「米国 SPAC の実務と日本版 SPAC に向けた課題」（旬刊商事法務 2261 号、2021 年）でも検討していますので、それらも併せてご参照ください。

⁶ 東京証券取引所 SPAC 制度の在り方等に関する研究会 第 3 回資料「日本版 SPAC 導入についての基本論点」を参照しています。同資料には本稿に記載の論点のほか、「開示」に関する論点もありますが、シンガポール及び香港の制度との比較において有意な論点がないため、本稿では割愛しています。特に De-SPAC においてどのような開示を要請するか、それに虚偽記載等があった場合に誰に対してどのように制裁を課すかは投資者保護の重要な事項ですが、この点は当事務所の過去のニュースレターや脚注 5 記載の論文をご参照ください。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

- (12) 償還権を行使できる株主の範囲
- (13) 対象会社の規模
- (14) PIPE 投資の要否
- (15) De-SPAC 時に改めて上場基準の充足を要求するか

以下では、上記の各論点について、米国の制度及び実務並びにシンガポール及び香港の制度（それぞれ 2021 年 9 月 3 日付及び 2022 年 1 月 1 日付で適用開始）ではどのように設計されているかにつき、日本版 SPAC における検討の方向性とともにご紹介することといたします。

Ⅲ. 諸外国における SPAC 上場制度の概要

（上場制度総論）

（1）スポンサーの適格性の審査の在り方

米国	上場制度上、上場審査において、証券取引所により、SPAC の経営陣の経験や実績を考慮のうえ、その適格性が審査されるとされる（NYSE） ⁷ 。 実務上は、証券取引所は実質的な審査を行わず、IPO の引受証券会社が行う ⁸ 。
シンガポール	上場審査に際して、シンガポール証券取引所（以下「SGX」という。）により、スポンサーの経歴、評判等を考慮のうえ、その適格性が審査される。
香港	上場審査に際して、香港証券取引所（以下「HKEX」という。）により、各スポンサーの性質、経験及び誠実さを考慮のうえ、その適格性が審査される ⁹ 。

米国においては積極的な司法制度を背景に開示責任と投資家の自己責任が徹底されているため、証券取引所がスポンサーの適格性審査において果たす役割は実務上は限定的なようです¹⁰が、シンガポールや香港においては証券取引所がスポンサーの

⁷ NYSE Listed Company Manual 102.06

⁸ なお、SEC は、著名人がスポンサー等というだけで SPAC に投資するのは得策でないとして投資家に対して注意を促しています（2021 年 3 月 31 日付 “Investor Alerts and Bulletins”）が、これもルールでそのようなスポンサーを排除するのではなく、投資家の自己責任を前提に注意喚起を行うのにとどめています。

⁹ スポンサーのうち少なくとも 1 社は、①Securities & Futures Commission（香港の金融当局）より Type 6（金融助言業）又は Type 9（資産運用業）のライセンスを受けており、②スポンサー株式の 10%以上を保有する会社である必要があるとされています（但し、海外において Type 6 又は Type 9 と同等のライセンスを受けている場合、ケースバイケースで①の要件は求めない可能性があると考えられています。）。

¹⁰ なお、SEC は開示書類の審査は行いますが、スポンサーの適格性など実態について審査を行うものではありません。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

適格性について一定の審査を行うことが期待されているようです。日本においても、SPAC 市場の健全な発展と投資家保護の観点からは、証券取引所がスポンサーの適格性について一定の審査を行うことが期待されるように思われるものの、スポンサーの「目利き力」や誠実さを、どのような基準でどのように審査すべきかは現実的には難しい課題と思われます。例えば、香港のように投資業に係る許認可や登録（日本では金融商品取引業等に相当）を要件とすることも考えられますが、著名な経営者・個人投資家、CVC や外国籍のファンドを排除する可能性もあり、優良なスポンサーの確保・監督とスポンサーの多様性・柔軟性の確保とのバランスの取れた制度設計が求められます¹¹。

(2) 買収 (De-SPAC) 時の証券取引所による対象会社の実質審査の在り方

米国	証券取引所は実質審査を行わない。
シンガポール	上場制度上は明確ではないが、伝統的な IPO と同等の実質審査が行われる方向性。
香港	伝統的な IPO と同等の実質審査が行われる。

米国においては、伝統的な IPO でも、証券取引所は実質的な審査を行わず、引受証券会社による引受審査 (Due Diligence) とそれに基づく開示責任 (開示が適正である場合には投資家の自己責任) により上場会社の適性が担保されています。これを前提に、De-SPAC では、証券の引受けはなく、SPAC による買収 (通常は SPAC の株主総会決議を経ての事業会社との合併) により実現され、引受証券会社による引受審査も実施されないため、SPAC 株主総会の承認、独立役員の承認、外部アドバイザーの助言、PIPE の実施又はフェアネスオピニオンの取得等により、De-SPAC の公正性を担保しています。

香港では、De-SPAC 時にあらためて上場申請を行うものとされるため、結果として伝統的な IPO と同等の実質審査が行われます。また、シンガポールでも、伝統的な IPO と同程度の実質審査が行われる方向性のことであり、いずれも米国よりは証券取引所が対象会社の事業内容等を積極的に審査することが想定されているようですが、そもそも東京証券取引所が通常行うような深度での実質審査ではないようです。

即ち、日本においては、伝統的な IPO において、証券取引所自身が、事業の持続性や成長性等を実質的かつ独自に審査する点に特徴があり、それにより上場会社には社会的な信頼が付与される結果となっています。De-SPAC を経て上場する事業会社にも上場会社のステータスが与えられる以上は、証券取引所による実質的な審査は不可欠であると思われ、問題は De-SPAC の時間軸で証券取引所がいつどのよう

¹¹ なお、より直截に SPAC 自身に金融商品取引業登録を義務付けることも考えられますが、SPAC の IPO を過度に制約することにならないかは慎重な判断が必要です (なお、米国においては、SPAC 自身について 1940 年投資会社法に基づく投資会社としての登録は行われていません。)

CAPITAL MARKETS BULLETIN

な審査を行うか、De-SPAC の完了時までには審査が終了しない場合にどのような措置を取るか、審査の結果上場会社として不適切と認められた場合にどのような措置を取るかであると思われます(これらの論点については下記(15)もご参照ください。)

(3) SPAC 株式の上場市場や投資家層

米国	SPAC のための特別な市場はない。 SPAC に投資できる投資家層に限定はない。
シンガポール	SPAC のための特別な市場はない(通常の事業会社と同様に、SGX Mainboard に上場される。) SPAC に投資できる投資家層に限定はない ¹² 。
香港	SPAC のための特別な市場はない。 De-SPAC 前において SPAC に投資できるのは Professional Investor に限定される ¹³ 。De-SPAC 後は、SPAC に投資できる投資家層に限定はない。

市場区分や投資家層については各国の資本市場の実態やポリシーを踏まえた差異が表れています。日本においては個人投資家が多いという特徴があり、個人投資家を排除した市場にすると、事業会社にとってスポンサーにとっても SPAC の魅力が大きく損なわれ「存在するが使われない制度」となる懸念が高いと思われます。また、シンガポールの意見募集に寄せられた意見やその回答にもあるように、SPAC の意義の一つは資本市場のリスクマネー供給機能の拡充にとどまらず、個人投資家に非上場株式への投資機会を提供することにもあると思われ、投資家保護は開示の充実や審査による補完、適合性の原則等販売での工夫を通じて実施し、投資家を限定しない制度とすることが望ましいように思われます。

他方で、SPAC は事業の実態がなく投資のみを目的としており、価格形成も商品設計もリスクも通常の事業会社の株式と大きく異なることを考えると、個人投資家の誤認を避ける観点から SPAC 専門の市場を設けることも考えられます。他方で、新たな上場市場を設ける場合には相応のコストがかかるため、投資家保護については、例えば発行会社の名称(銘柄名)に常に「SPAC」を併せて記載させることで事

¹² 意見募集において、SPAC に投資できる投資家を自衛力認定投資家 (Accredited Investor) に限定すべきとの意見が寄せられましたが、SGX は、通常は機関投資家のみ開かれている投資機会をリテール投資家にも開放すること、リテール投資家向けの投資教育プログラムを実施すること、投資家保護のための制度を導入すること等を理由に、かかる提案を採用せず、投資家層の限定はしないこととなりました。

¹³ (i) 最低 8 百万香港ドルのポートフォリオを保有する個人、(ii) 最低 40 百万香港ドルの資産を有する信託会社、(iii) 最低 8 百万香港ドルのポートフォリオ又は最低 40 百万香港ドルの資産を有する会社又はパートナーシップが、Professional Investor に該当するとされています。HKEX が公表する Consultation Conclusions ([https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/September-2021-Special-Purpose-Acquisition-Co/Conclusions-\(Dec-2021\)/cp202109cc.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/September-2021-Special-Purpose-Acquisition-Co/Conclusions-(Dec-2021)/cp202109cc.pdf)) によれば、De-SPAC 前の SPAC 株式の株価は予測に左右されがちであり、また、ワラントによりボラティリティが拡大する傾向があることから、SPAC に係るリスクを適切に評価、モニタリング、ミティゲート(軽減)できる Professional Investor に限定することとされています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

業会社との混同を避け、成長性やリスクの観点で新和性の高いグロース市場に上場させる（De-SPAC 後は上場基準を満たせばプライム市場・スタンダード市場に移行させる）ことも考えられます。

（上場に関する要件）

（4）SPAC の設立準拠法・設立形態

米国	設立準拠法について規定は無い ¹⁴ 。
シンガポール	設立準拠法について規定は無い ¹⁵ 。
香港	設立準拠法について規定は無い。

いずれの法域においても設立準拠法の規定はありません。しかしながら日本国内の投資家保護の観点からは、会社法（判例法理を含む。）の保護、訴訟提起や執行の容易性を考えると、SPAC の設立準拠法を日本の株式会社に限定することにも相応の理由があるように思われますし、現実的に日本企業を De-SPAC の対象会社（De-SPAC 後の実質的な上場会社）に想定するのであれば、合併等の組織再編を行いやすいのは日本の会社法に基づく株式会社となります。外国会社が国内の証券取引所に単独上場する制度があることとの整合性を考えても設立準拠法に制約を設ける必要はないと思われるものの、基本的な想定は日本の株式会社であると思われます。同様に、De-SPAC の対象となる事業会社についても、設立準拠法を日本に限定する必要はないように思われます。

（5）スポンサーが保有する株式及びワラントの数及び発行条件

米国	上場制度による制約はないが、スポンサーの保有株式数は上場後の発行済株式総数の 20%となるような数に設定される、スポンサー株式は買収後 1 年のロックアップに服する ¹⁶ 等実務上その設計は標準化されている。
シンガポール	スポンサーの保有株式は SPAC 上場時の発行済株式総数の 20%を超えてはならない。 また、経営陣と一般株主の利害を一致させるため、経営陣には、時価総額に応じて、全体の 2.5-3.5%を公開価格にて取得し又は/及び De-SPAC までに取得することを確約

¹⁴ 実務上、デラウェア州法を設立準拠法とするもののほか、ケイマン諸島等タックスヘイブンの法律を準拠法とするものも設立・利用されています。

¹⁵ 当初の制度案ではシンガポールにて設立された法人に限ることとされていましたが、シンガポール会社法による制約、米国やトロント等の取引所で採られているアプローチとの平仄を考慮し、かかる限定は撤廃されました。

¹⁶ 但し、スポンサー株式のロックアップ期間を買収後 6 か月とする事例も一定程度存在するようです。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

	<p>することが義務付けられる。</p> <p>なお、スポンサーの保有株式は De-SPAC 完了以後 6 か月（De-SPAC 完了後、時価総額 3 億シンガポールドル以上になる場合は 1 年¹⁷⁾）のロックアップに服する。</p>
香港	<p>スポンサーの保有株式は SPAC 上場時の発行済株式総数の 20%を超えてはならない。</p> <p>スポンサーが保有するワラントの潜在株式数は、①ワラント発行時の発行済株式総数の 10%を超えてはならず、② SPAC ワラントの潜在株式数との合計でワラント発行時の発行済株式総数の 30%を超えてはならない。</p> <p>なお、スポンサーと支配株主の保有株式は De-SPAC 完了後 1 年のロックアップに服する。</p>

スポンサー株式については、いずれの法域においても上場時の発行済株式総数の 20%以内となっていますが、それを実務で担保するのか、規則で定めるのかの差となっています。スポンサー株式は実質的に投資家が負担するスポンサーへの報酬となるため一定の制約を設ける理由はあるでしょうし、外国証券取引所との比較の観点でも 20%以内とするのが一つの目安になるように思われます。ワラントについても何らかの制約を設けるかは各国で異なる対応をしているところであり、スポンサーへのインセンティブの付与と SPAC 株主の負担（希薄化）のバランスを踏まえて判断する必要があります。スポンサーのロックアップについても、外国の例を参考にすれば、De-SPAC 後 1 年間とすることが一つの目安になると思われます。

(6) 上場時の調達資金額や時価総額

米国	1 億ドル以上の時価総額が必要（NYSE）
シンガポール	1.5 億シンガポールドル以上の時価総額等が必要 ^{18) 19)} 。
香港	10 億香港ドル以上の調達が必要 ^{20) 21)} 。

¹⁷⁾ なお、1 年のうち後半 6 か月は、当初保有株式の最低 50%をロックアップの対象とすれば足りるとされています。

¹⁸⁾ 上場時時価総額について、当初の制度案ではスポンサーの質と経験を担保するため 3 億シンガポールドル以上を求めることとされていましたが、「買収対象会社の規模は一般的に SPAC の上場時時価総額の 3~8 倍になるため、原案では対象となり得る規模の非上場企業が僅少である」等との意見を踏まえ、1.5 億シンガポールドルに引き下げられました。

¹⁹⁾ その他、流動性比率については 25%以上、流動株式を保有する株主数については 300 名以上でなければならないとされています。流動株式を保有する株主数については、当初の制度案では 500 名以上とされていましたが、「事業会社に比べて機関投資家が多く参加し株主数が少なくなることが見込まれる」、「事業会社と比べて SPAC の性質やリスクは異なる」等との意見を踏まえ、300 名以上に引き下げられました。

²⁰⁾ Consultation Conclusions によれば、De-SPAC の質を確保する観点から最低調達金額の要件は必要であり、他の市場の制度との比較の観点からも妥当であるとされています。

²¹⁾ その他、上場時に発行する証券の 75%以上は（個人プロ投資家ではなく）機関プロ投資家（Institutional

CAPITAL MARKETS BULLETIN

各国では、小規模 SPAC の乱立を回避するため、時価総額・調達資金の要件が定められています。日本においても一定の金額基準は必要と思われるのですが、数十億円規模の IPO が多いという実態と投資家に嗜好される優良なスポンサーの選別とのバランスに配慮した設定が必要と思われる。

(7) 上場時のユニット・株式の発行価格

米国	上場制度上 1 株当たり 4 ドル以上とされているが、実務上 1 ユニット当たり 10 ドルと設定するのが一般的。
シンガポール	1 ユニット当たり 5 シンガポールドル以上 ²² 。
香港	1 株当たり 10 香港ドル以上。

De-SPAC 前の SPAC は現預金しか有しないため、ユニット・株式の発行価格自体に経済的な意味がある訳ではなく、投資単位をいくりに設定するかの問題となります²³。

(8) 上場時の調達資金の信託設定の要否及びその信託金額の割合

米国	上場制度上、上場時の調達資金の少なくとも 90% を信託口座で保管しなければならない ²⁴ 。実務上は、投資家からの調達資金の 100% が信託されている。
シンガポール	上場時の調達資金の少なくとも 90% をエスクロー口座で保管しなければならない ²⁵ 。
香港	上場時の調達資金の全額をトラスティー又はカस्टディアン ²⁶ のエスクロー口座で保管しなければならない ²⁶ 。

上場時の調達資金を SPAC の経営者による不正な支出からどのように守るかは、SPAC における投資家保護の一つの要点となります。信託は財産の処分権限が受託者に移転する点で有効な施策ですが、日本の信託は英米法のトラストと法体系が異

Professional Investor) に交付しなければならず、かつ、個人プロ投資家及び機関プロ投資家合計で 75 名(社)以上、機関プロ投資家 20 社以上に交付しなければならないとされています。

²² 当初の制度案では 10 シンガポールドルとされていましたが、「米国と類似の水準とすべき」等との意見を踏まえ、投資家が SPAC に関する注意を向けるのに十分であり、かつスポンサーに柔軟な設計を可能とする金額として、5 シンガポールドルに引き下げられました。

²³ 東京証券取引所は望ましい投資単位を 5 万円以上 50 万円未満としています(有価証券上場規程 445 条)。

²⁴ 詐欺的・濫用的なブランク・チェック・カンパニーを防止する趣旨といわれています。

²⁵ エスクロー口座は、シンガポール金融管理局(Monetary Authority of Singapore)からライセンスを受けた金融機関である、independent escrow agent である必要があるとされています。

²⁶ トラスティー及びカस्टディアンは香港でライセンスを受けた者である必要はなく、海外の金融当局よりトラスティー又はカस्टディアンの業務を営むことにつきライセンスを受けた者でもよいとされています。但し、エスクロー口座は香港の口座である必要があるとされています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

なり SPAC に適しているかどうかは不透明な点もあることや信託銀行への報酬も考えると、信託設定を唯一の選択肢とするか、エスクロー口座の利用等も許容するかどうかは検討の余地があると思われます。また、上場時の調達資金の全てを対象とするか、90%以上でよいとするかも、投資家保護と SPAC のフレキシビリティのバランスの観点から決せられるべき事項となります。

(買収 (De-SPAC) に関する要件)

(9) 買収期限とその延長

米国	上場制度上の上限は 3 年。実務上は 2 年間と設定し、株主総会の承認により 1 年間の延長が認められることとするものが多い。
シンガポール	上場制度上、原則的に上限は 2 年。 但し、(i) 2 年以内に買収に係る契約を締結したもののクロージングが未了である場合や、(ii) 株主総会の承認 ²⁷ を得て SGX へ申請した場合 ²⁸ には、1 年 (計 3 年) を上限に延長することができる。
香港	2 年以内に De-SPAC を公表し、3 年以内に De-SPAC のクロージングを完了する必要がある。但し、株主総会で承認を得た場合には、公表及びクロージングの期限について HKEX に延長を申請することができる ²⁹ 。

米国では上場後 2 年までに De-SPAC を完了することが原則とされるのに対し、香港では上場後 2 年以内の公表・3 年以内のクローズとされています。シンガポールは原則 2 年とされているものの、買収契約締結時に公表が行われることを考えれば、実質的には香港に近いように思われますが、香港は最大 3 年 6 か月まで期間延長が認められる点が特徴的です。De-SPAC の完了期限が長期に及ぶ場合は、償還が遅れるため投資家保護に反する面がある一方で、De-SPAC の完了期限を早期に設定する場合には De-SPAC の成立を妨げ結果として投資家の利益に反する点にも留意が必要です。また、この問題は、証券取引所が De-SPAC 前にどの程度の審査を行うことが期待されるのかにも影響します(上記(2)及び下記(15)もご参照ください)。

²⁷ 但し、株主総会で投票した株主の 4 分の 3 の賛成が必要であり、やむを得ない理由の説明も必要とされています。

²⁸ 但し、(ii) の場合、SGX は株主総会による延長についてやむを得ない理由がないと判断する場合、その申請を却下することができるかとされています。

²⁹ 延長を認めるかは HKEX の裁量とされており、最大でも 6 か月までとされています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

(10) De-SPAC に際しての外部アドバイザーの選任

米国	上場制度上の直接の要請はない。実務として Due Diligence には弁護士その他の外部アドバイザーが関与している。
シンガポール	上場制度上、買収について助言し、対象会社の Due Diligence に関与する FA として、SGX の認証を受けた投資銀行等 (issue manager) の選任が必要。 買収時までには PIPE 投資が行われない場合 ³⁰ や対象会社の事業が一定のセクターに属する場合 ³¹ 等には、独立した価値算定機関の選任が必要。 また IPO の実務として Due Diligence には弁護士その他の外部アドバイザーが関与している。
香港	IPO Sponsor ³² の選任が必要。 また IPO の実務として Due Diligence には弁護士その他の外部アドバイザーが関与している。

De-SPAC においては、事業の持続性と成長性のある買収対象（事業会社）が発見され、十分な Due Diligence を経て、合理的な取引条件（SPAC と事業会社の合併であれば合併比率）が決定され、事業会社の事業内容や業績、戦略とリスク要因等が適切に開示される（それにより SPAC 株主が、株主総会における議決権の行使や SPAC 株式・SPAC ワラントの保有又は処分等の投資判断を行う基礎とする。）ことが必要となります。これらの手続を担保するために外部のアドバイザーの関与が重要なポイントとなるため、シンガポール及び香港ではその選任が義務付けられています。SPAC においては De-SPAC までは証券取引所による上場審査が限定される可能性を考えると、伝統的な IPO において引受審査を行っている登録を受けた金融商品取引業者（証券会社）が De-SPAC 時に SPAC の FA となり一定の審査を行い価格算定に助言することは、投資家保護の観点からも重要と思われます。また、De-SPAC における Due Diligence は通常の M&A と同等かそれ以上に重要となり、弁護士や公認会計士等の外部アドバイザーの関与を有効活用することも期待されます。

なお、スポンサーが De-SPAC の成立に強いインセンティブを有していることを理由に De-SPAC のガバナンスを強化すべきという意見もありますが、SPAC におい

³⁰ 「PIPE 投資家が価格に対するチェック機能を担う」といった意見を踏まえ、PIPE が買収時までに行われる場合には、基本的に独立した価値算定機関の選任は必要ないこととされました。

³¹ 対象会社の主な事業が鉱物、石油又はガスの採掘・開発等である場合や、対象会社が不動産投資/開発法人 (Property Investment/Development Companies) である場合を指します。

³² 香港においては、De-SPAC に際して、新たに対象会社による上場申請が必要となることから、その申請手続等を支援する IPO Sponsor の選任が必要とされています。なお、Consultation Conclusions によれば、意見募集において FA の選任を義務付けるべきとの意見も出たようですが、採用されませんでした。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

てはスポンサーは保有する株式とワラントにより利益を得る（かつ長期のロックアップに服する。）こととなっており、スポンサーの既存投資先を SPAC に売却するようなケースを除き、スポンサーの利害はその他の SPAC 株主の利害と基本的に一致している点を理解する必要があります。

(11) 株主総会や独立役員による承認

米国	上場制度上は株主総会による承認は必須ではないが、実務上株主総会の過半数による承認が必要とされている。また、上場制度上、独立役員の過半数による承認が必要とされる。
シンガポール	上場制度上、株主総会の過半数による承認及び独立役員の過半数による承認が必要とされる。
香港	De-SPAC は株主総会による承認を得る必要があるが ³³ 、独立役員の承認は求められていない。

SPAC において、SPAC の経営者が提案する事業会社の買収を SPAC の株主が承認することは SPAC の本質的要素の一つとなっていると言えます。一方で、次に述べる償還権を反対株主のみならず賛成株主にも付与する場合には、ワラントを有する株主としては SPAC に反対する経済的メリットがないため、株主総会で De-SPAC の公正性を担保させることには限界があります。そこで、独立役員の承認を要請し手続の公正性を補完する米国及びシンガポールのルールには相応の合理性があるように思われます³⁴。なお、日本の SPAC において対象会社を合併又は株式交換の方法により De-SPAC する場合には、会社法上株主総会の特別決議が原則として必要であり、他国よりも成立要件が重い点に留意が必要です。

(12) 償還権を行使できる株主の範囲

米国	上場制度上は反対株主のみに認めれば足りることとされているが、実務上は賛成株主も償還請求可能とするのが一般的。
シンガポール	全株主が償還請求可能 ³⁵ 。

³³ 株主総会決議を書面決議で行うことはできないとされています。

³⁴ なお、通常の上場会社においても、希薄化率が 25%以上となるもしくは支配株主が異動することになる第三者割当を行う場合又は支配株主との重要な取引等を行う場合など、経営陣や支配株主と一般株主との利益相反が問題となり得る局面では、経営陣から独立した者や支配株主との間に利害関係を有しない者（通常は独立役員）の意見を得ることが求められており（有価証券上場規程 432 条、441 条の 2）、既存の制度のバランスを考えると、独立役員の意見の取得には重要な意味があり、かつこれ以上の要件を課す必要はないように思われます。

³⁵ 当初の制度案では反対株主にのみ償還請求を認めることとされていましたが、意見募集の結果を踏ま

CAPITAL MARKETS BULLETIN

	但し、各株主が償還請求を行うことができる割合に、一定の上限を設けることが認められている。
香港	全株主が償還請求可能 ³⁶ 。

会社法上の反対株主の買取請求権を踏まえると、SPAC による買収（De-SPAC）に伴う株式の償還権については反対株主にのみ認めることが整合的なように思われるものの、De-SPAC の適否に拘わらず償還権の行使を優先して反対の議決権を行使する SPAC 株主が相当程度存在することが合理的に予測されるため、結果として De-SPAC の成立可能性を著しく低めることや、SPAC の投資家保護の肝となる償還権の付与対象を限定することを考えると、投資家保護の観点からも賛成株主にも償還権を付与することが適切であると思われます³⁷。

(13) 対象会社の規模

米国	上場制度上、IPO 調達額の 80%以上の公正価値を有する案件であることが必要とされている。実務上は、IPO 調達額の数倍もの規模の対象会社を買収することが多い。
シンガポール	原則として、対象会社の公正価値が買収に関する契約締結時点のエスクロー金額の 80%以上である必要がある。
香港	対象会社の公正価値が上場時の調達金額（償還前）の 80%以上である必要がある。

対象会社の規模については、いずれの法域でも上場時の調達額等の 80%以上であることを要するとされています。小規模の案件によりスポンサーが容易に責任を免れることを回避することには合理性があるものの、現状日本における IPO の規模・上場後時価総額は海外に比して少額である点も踏まえて、伝統的な IPO における時価総額基準との比較においても適切な水準とする必要があるように思われます。

(14) PIPE 投資の要否

米国	上場制度上の要請はないが、実務上 PIPE 投資が実施されることが多い。
----	--------------------------------------

え、米国における確立した実務との平仄等を考慮して、賛成株主にも償還請求が認められることとなりました。

³⁶ 当初の制度案では反対株主にのみ償還請求を認めることとされていましたが、香港の SPAC 制度の魅力を増加させること、償還権を行使するかは De-SPAC への賛否とは別の要素に基づき得ること、償還権が認められるという理由のみで反対するインセンティブが高まってしまふこと等の理由により、賛成株主にも償還請求が認められることとなりました。

³⁷ なお、信託の設計や株式の取得請求権により償還権を構成することができると思われるものの、会社法上の反対株主の株式買取請求権との整合性（SPAC の場合には IPO 時の株式の発行価格を公正価値とする解釈を示すことなど）を確保することも今後の検討課題です。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

シンガポール	上場制度上 PIPE 投資は必須ではない（但し、上記（10）のとおり PIPE 出資が行われない場合には、独立した価値算定機関の選任が必要となる）。 なお、買収前の追加出資は、SGX による許可が必要（規則に従って買収時と同時に行うものは含まない）。
香港	PIPE 投資は必須 ³⁸ 。 De-SPAC の規模に応じて社外独立 PIPE 投資家からの最低投資割合が定められている。また、社外独立 PIPE 投資家の 50%以上が 3 名以上の sophisticated investor（80 億香港ドル以上の運用資産を持つ資産運用会社又は 80 億香港ドル以上の規模のファンド）によるものでなければならない。

PIPE（De-SPAC 時における SPAC による機関投資家に対する第三者割当）は、SPAC 株式の償還により減少し得る SPAC の保有現金の補完とともに、De-SPAC の対象となる事業会社とその取引条件が、機関投資家の目から見ても適正なものであることを担保する意味があります。その意味で PIPE を必須とする香港の規制には合理性があるものの、日本において実質的に非上場株式の第三者割当を適時に実施することのできる機関投資家がどの程度存在するのかを考慮すると、同等の規制を設けることには躊躇があります。むしろ、シンガポールのように、PIPE 投資家によるチェックが行われない場合には他の手段により De-SPAC の合理性を補完する方が、現実的な選択肢であるように思われます。

(15) De-SPAC 時に改めて上場基準の充足を要求するか

米国	De-SPAC 後に上場基準を充足する必要がある。
シンガポール	De-SPAC 後に上場基準を充足する必要がある。
香港	De-SPAC 後に上場基準を充足する必要がある。

SPAC は伝統的な IPO の補完であり、SPAC を経由した場合に上場基準が実質的に緩和される合理性はないと思われま。逆に、伝統的な IPO と同等の上場基準を充たす場合には、同等のステータス（プライム市場・スタンダード市場・グロース市場への上場）を付与すべきであると思われま。

問題は、上記（2）で議論したとおり、De-SPAC の時間軸で証券取引所がいつどのような審査を行うか、De-SPAC 時まででそれが終了しない場合にどのような措置

³⁸ Consultation Conclusions によれば、De-SPAC は、証券会社によるブックビルディングを経る伝統的な IPO と異なり、相対の交渉により価格が決定されるため、意図的に企業価値が操作され、適格ではない De-SPAC が行われる可能性があるためとされています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

を取るか、上場審査の結果上場会社として不適切と認められた場合にどのような措置を取るかであると思われます。

この点、De-SPAC に上場会社である SPAC の株主総会の承認を要するとすれば、基準日の設定、株主名簿の確定、株主総会招集通知の印刷・送付等に 2 か月から 3 か月を要するものと思われ、伝統的な IPO における上場審査の標準期間が 3 か月であることを考慮すると、De-SPAC の完了までに上場審査が行われるケースも考えられます。もちろんこれは適時に上場申請が行われることが前提です（通常は上場申請書が作成され受理されるのに相応の期間を要します。）が、De-SPAC の対象となる事業会社には伝統的な IPO を視野に入れて準備している（いわゆる Dual-track で、伝統的な IPO と De-SPAC による IPO のいずれがより早く、確実に、有利な条件かを検討している）企業も相応に存在することが予測されます。

もちろん、De-SPAC の完了又は SPAC の買収期限（米国では原則 2 年）までに証券取引所による上場審査が終了しないケースも考えられ、この場合は（SPAC 市場が新設されることを前提に）SPAC 市場に残留させる（かつ必要に応じて SPAC の買収期限を延長する。）か、現在の不適當合併制度に準じて監理銘柄とするか、あるいは合併の効力発生後一定期間までに上場審査が完了することを条件とする（ことを上場規則で要請する。）ことが考えられます。その後の上場審査の結果、上場会社としての適格性が認められる場合には、規模や流動性等に応じて、プライム市場、スタンダード市場又はグロース市場に移行され、そうでない場合には（一定の猶予期間を経て）上場廃止される形とすれば、既存の上場制度との整合性は保たれ、投資家を誤認させることもないように思われます。

IV. 今後の見通し

ここ数年で米国で急成長した SPAC ですが、過熱する状況の中でその課題も認識され、シンガポール、香港はそのような課題も考慮のうえで、米国の制度・実務を軸にこれを微修正した制度を設計したと言えます。ロンドンが SPAC 上場制度を使いやすいように見直し、また、シンガポール、香港が SPAC 上場制度を新たに整備したことで日本は海外の資本市場に大きく出遅れることとなりました。日本が法制度の整備に時間をかけている間にも技術革新を背景とするスタートアップの成長やそのための資金需要は高まっており、また金利動向や地政学リスクを起因として IPO 市場の状況も刻々と変化しているため、既得権益の調整や規制改革の先送りを行っている猶予はなく、一刻も早い法制度の整備が強く望まれるところです。

日本の資本市場における伝統的な IPO では、Deep Tech 等伝統的な IPO でのプライシングが困難な業界が存在すること、IPO ディスカウントが大きいこと、大規模なユニコーンが誕生しにくいこと、個人投資家が未上場株式に投資する機会が実質的に存在しないこと等が課題として認識されています。SPAC がこれらの課題を全て解決できるというのは過ぎた期待と思われるし、伝統的な IPO もコーナーストーン投資家の招聘

CAPITAL MARKETS BULLETIN

等改善を続けています³⁹が、起業家及び投資家の双方にとって伝統的な IPO（と M&A）以外の選択肢があること自体が重要であり、海外の主要な資本市場において SPAC が可能となる中で、日本にその選択肢がないというのは経済成長にとって致命的な欠陥たりえます。資本市場において投資家保護が重要な視点であることは言うまでもありませんが、SPAC のリスクと効用を正確に理解しないまま「空箱上場」といったイメージだけで SPAC に過度な制約を課すことは、日本の資本市場で「使われない制度」を増やすことになりかねず、諸外国の実務と議論を参考にしながらバランスの取れた制度設計を行うことが強く期待されます。

本稿が日本版 SPAC の制度設計に向けた建設的な議論にわずかでも貢献することがあれば、筆者らとして望外の喜びです。

セミナー

- セミナー 『第 4789 回金融ファクシミリ新聞社セミナー「STO（Security Token Offering）の最新実務～法制度の全体像と最新の活用事例～」』
開催日時 2022 年 2 月 16 日（水）13:30～16:30
講師 石橋 誠之
主催 株式会社 FN コミュニケーションズ

文献情報

- 論文 「Getting the Deal Through - Real Estate Investment Trusts 2022 - Japan Chapter」
掲載誌 Getting the Deal Through - Real Estate Investment Trusts 2022
著者 藤津 康彦、尾本 太郎、佐伯 優仁、佐藤 喬洋、武内 香奈
- 本 『エクイティ・ファイナンスの理論と実務〔第 3 版〕』
出版社 株式会社商事法務
著者 鈴木 克昌、久保田 修平、熊谷 真和、根本 敏光、田井中 克之、宮田 俊、石橋 誠之、五島 隆文、鈴木 信彦、田村 哲也、森田 理早、寺井 勝哉、平川 諒太郎、水本 真矢、山口 大貴（編著）

NEWS

- The Legal 500 Asia Pacific 2022 にて高い評価を得ました
The Legal 500 Asia Pacific 2022 にて当事務所は日本における複数の分野で上位グループにランキングされ、Capital Markets の分野では、鈴木 克昌が Hall

³⁹ 2021 年 9 月に実施されたセーフリーの IPO では、既存の株主でも業務提携先でもない機関投資家（いわゆるコーナーストーン投資家）に対する親引けが初めて実施されました（当事務所は同案件において発行会社に助言しています）。また日本証券業協会では、「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」が設置され、近日中に報告書（案）を取りまとめることが予定されています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

of Fame に、尾本 太郎が Leading Individuals に、田井中 克之が Next Generation Partners に選ばれました。さらにタイ (Chandler MHM Limited)、ミャンマー (Myanmar Legal MHM Limited) においても複数の分野で上位グループにランキングされ、各オフィスに所属する弁護士が各分野にて高い評価を得ております。

➤ Chambers Asia-Pacific 2022 にて高い評価を得ました

Chambers Asia-Pacific 2022 で、当事務所は日本における複数の分野で上位グループにランキングされ、Capital Markets の分野で、以下の弁護士がそれぞれ高い評価を得ました。さらにタイ (Chandler MHM Limited) 及びミャンマー (Myanmar Legal MHM Limited) においても複数の分野で上位グループにランキングされ、各オフィスに所属する弁護士がその分野で高い評価を得ております。

・ Capital Markets

鈴木 克昌、尾本 太郎、根本 敏光、田井中 克之

・ Capital Markets: J-REITs

藤津 康彦、尾本 太郎

・ Capital Markets: Securitisation & Derivatives

佐藤 正謙、江平 享

➤ パートナーおよびカウンセル就任のお知らせ

本年 1 月 1 日付にて、下記の 11 名の弁護士がパートナーに就任いたしました。

【パートナー】

倉持 喜史、石川 大輝、増田 雅史、宮岡 邦生、堀尾 貴将、中野 玲也、朽網 友章、鈴木 信彦、中野 恵太、チョン・チア・チー、デイビット・ベックステッド

また、同日付で 11 名の弁護士および 1 名の弁理士がカウンセルに就任いたしました。

【カウンセル】

野間 裕亘、若林 功晃、上田 雅大、黒田 大介、竹腰 沙織、松村 謙太郎、立石 光宏、チョティウット・スックプラダップ、プーンスック・ポーンパタナングーン、タワチャイ・プーンマヤパン、ラッタイ・カモンワーリン

CAPITAL MARKETS BULLETIN

【カウンセラー弁護士】

田中 尚文

今後ともクライアントの皆様により良いリーガル・サービスを提供するため、日々研鑽に努めて参ります。引き続きご指導、ご鞭撻のほど宜しくお願いいたします。

(当事務所に関するお問い合わせ)
森・濱田松本法律事務所 広報担当
mhm_info@mhm-global.com
03-6212-8330
www.mhmjapan.com