

CAPITAL MARKETS BULLETIN

2024年2月号 (Vol.79)

米国証券取引委員会（SEC）による SPAC 制度改正（最終制度）の公表

- | | |
|--|--|
| I. はじめに | |
| II. 米国 SPAC の現状 | |
| III. 最終制度の内容 | 森・濱田松本法律事務所 |
| 1. スポンサー等の利益相反等に係る
開示の強化 | パートナー 鈴木 克昌
katsumasa.suzuki@mhm-global.com |
| 2. 事業計画の将来情報に関する
セーフハーバーからの除外 | パートナー 五島 隆文
takafumi.goto@mhm-global.com |
| 3. De-SPAC に関する開示責任を負う
証券会社の範囲 | シニア・アソシエイト 田村 哲也
tetsuya.tamura@mhm-global.com |
| 4. SPAC の米国投資会社法における
「投資会社」該当性の判断指針 | シニア・アソシエイト 平川 諒太郎
ryotaro.hirakawa@mhm-global.com |
| IV. 日本版 SPAC への影響の見通し | アソシエイト 橘川 文哉
fumiya.kitsukawa@mhm-global.com
アソシエイト 早水 優介
yusuke.hayamizu@mhm-global.com |

I. はじめに

米国の SPAC（Special Purpose Acquisition Company）の IPO（新規株式公開）や De-SPAC（SPAC による事業会社の買収）は、2019 年から 2021 年にかけて急激に増加していましたが、米国証券取引委員会（以下「SEC」といいます。）は規制強化の可能性を示唆していました¹。そのような中、SEC は 2022 年 3 月 30 日付で、SPAC・De-SPAC の開示や証券会社の責任強化等を含む SPAC 制度に関する[制度改正案](#)（以下「改正案」といいます。）を公表しました。同年 5 月 31 日に意見募集期間が終了したものの、調整に時間を要し、2024 年 1 月 24 日ようやく SEC から[最終制度](#)の内容が公表されました。かかる最終制度は、当初の改正案からより実務に配慮した内容となっている部分もあるように見受けられますが、本稿では、米国 SPAC の現状に触れた上で、最終制度の内容を概説し、日本版 SPAC への示唆についても併せてご説明いたします。

なお、SEC による当初の改正案の概要については、[CAPITAL MARKETS BULLETIN 2022 年 5 月号 \(Vol.62\)](#) をご参照ください²。

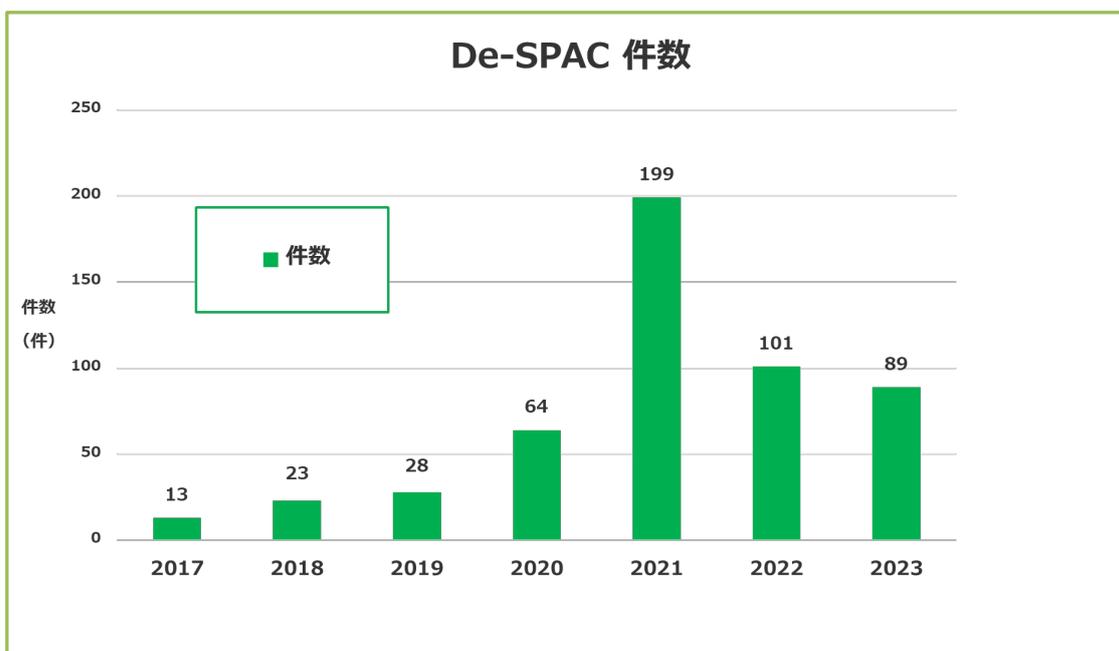
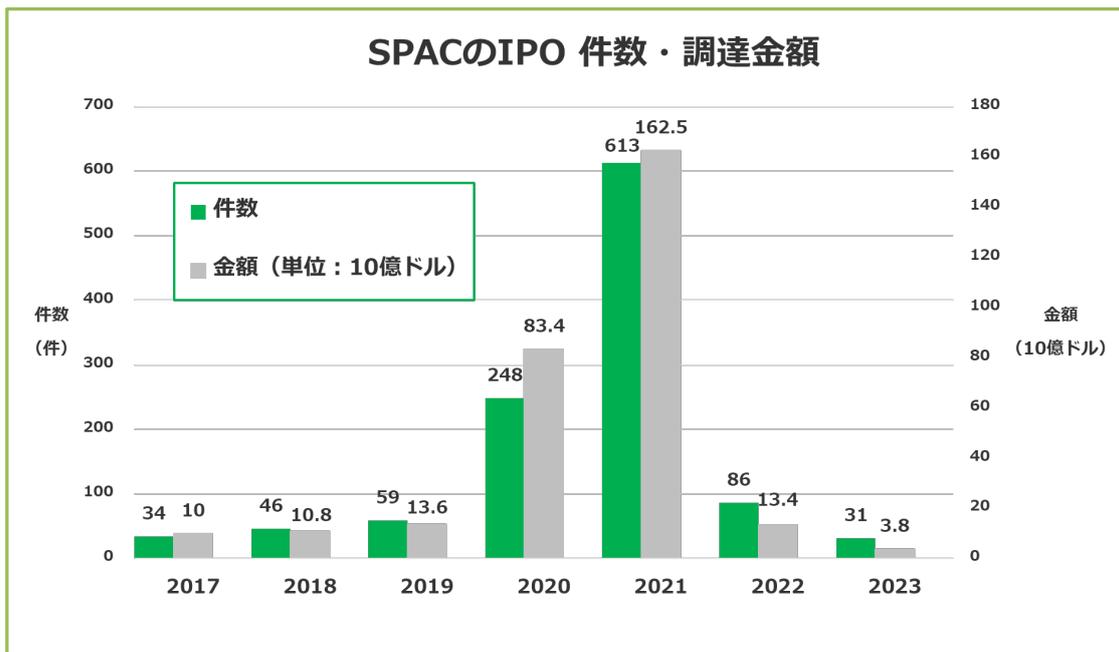
¹ 2021 年の上半期に、SEC により SPAC のルール解釈に関するステートメントが相次いで公表されたほか、2021 年 12 月には、SEC のゲンスラー委員長により、SPAC について投資家保護の不備を指摘するスピーチが行われていました。

² そのほか、諸外国における SPAC や日本版 SPAC の概要等については、当事務所の過去のニュースレター（[CAPITAL MARKETS BULLETIN 2022 年 1 月号 \(Vol.59\)](#)、[CAPITAL MARKETS BULLETIN 2021 年 3 月号 \(Vol.51\)](#)）をご参照ください。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

Ⅱ. 米国 SPAC の現状

近時の米国 SPAC の IPO 及び De-SPAC の件数及び金額は以下のとおりです。SEC による規制強化の動きがみられた 2021 年の後半以降は件数・金額も大きく減少しており、その後は引き続き一定の件数で推移しているものの、なお減少傾向が続いています。



(最終制度 14 頁より執筆者作成)

CAPITAL MARKETS BULLETIN

Ⅲ. 最終制度の内容

SEC の公表した最終制度は多くの内容を含みますが、大きく分けると主に以下の 4 点になります。

1. スポンサー等の利益相反等に係る開示の強化

改正案では、スポンサー等における利益相反の懸念を踏まえ、SPAC のガバナンスに関する事項や、De-SPAC 取引の条件や対象会社に関する情報について、新たな記載事項を設けることが提案されました。

最終制度でも、基本的には改正案の提案とおりの方向性が維持されましたが、多くの項目について改正案よりも充実した内容の開示が求められることになったほか、フェアネス・オピニオンの取得義務に関する規制が見直されることになりました。

最終制度の示した開示項目の概要及び改正案からの主な変更点は、大要下表のとおりです。

[IPO 時の開示]

開示項目 [主な根拠条文]	最終制度の概要 (変更箇所は緑文字)	その他改正案からの 主な変更点・補足
スポンサー等に関する情報 [item 1603(a)]	<ul style="list-style-type: none"> スポンサーの名称・組成の形態 スポンサーの主要な事業の特徴 スポンサーの実績・他の SPAC への関与の状況 スポンサーの SPAC における主要な役割・職責 スポンサーと SPAC やその役員等との間の De-SPAC の決定に関する合意、証券の償還に関する合意 スポンサーに重要な利害を有する者等 スポンサーと SPAC 等の関係性を示した組織図 ロックアップの概要 スポンサー等に対する報酬の性質及び額 スポンサー等が SPAC に関する証券を譲渡等し又はすることができる状況等 	<ul style="list-style-type: none"> 報酬の受領（予定）者に、プロモーター³が追加 報酬内容に、発行（予定）証券の額、そのような証券に対し支払われる（予定の）価格が追加
スポンサー・経営陣と一般株主	<ul style="list-style-type: none"> 顕在化している又は潜在的な利益相反 	<ul style="list-style-type: none"> 利益相反が考慮されるべき当事者に

³ 米国証券法規則 405 条によれば、「プロモーター」には、発行体の事業等を設立・組織するインセンティブを有する者やその設立・組織に関して同条所定の報酬を得る者などを含むものとされています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

との間の利益相反に関する事項 [item 1603(b)]	(例) <ul style="list-style-type: none"> ✓ De-SPAC の意思決定に関する利益相反 ✓ スポンサー・経営陣の受領する報酬の仕組みにより生じる利益相反 ✓ SPAC の役員が SPAC 以外のエンティティに対して信託義務 (Fiduciary duty) を負っている場合にはその概要 	対象会社の執行役又は取締役が追加
将来的な希薄化に関する事項 [item 1602(c)]	<ul style="list-style-type: none"> ・ <u>IPO 後に生じうる希薄化の主要な要因及び程度</u> ・ <u>募集価格及び一株当たり有形純資産額並びにこれらの差額に関する表</u> ・ <u>将来の希薄化に関して想定される重大な要因</u> ・ <u>上記表を理解するために必要なモデル・前提事実・推計など</u> <p style="text-align: right;">等</p>	希薄化の算出方法及びその開示の記載内容が具体化

[De-SPAC に関する事項]

開示項目 [主な根拠条文]	最終制度の概要 (変更箇所は緑文字)	その他改正案からの 主な変更点・補足
De-SPAC の条件及び影響に関する事項 [item 1605]	<ul style="list-style-type: none"> ・ De-SPAC の背景及び理由 (例) <ul style="list-style-type: none"> ✓ De-SPAC の交渉過程等を含む取引の背景 ✓ De-SPAC や関連するファイナンス取引の概要 (スポンサーから投資家に対する金銭支払があれば、その概要を含む) ✓ 当該 De-SPAC (及び関連するファイナンス取引) の実施、そのストラクチャー・スケジュールの理由 ✓ De-SPAC 前後における株式に係る権利の差異に関する説明 ✓ 税務・会計上の論点 ・ De-SPAC 及び関連するファイナンス取引において SPAC、スポンサー、対象会社及び一般株主がそれぞれ享受する利益・不利益 ・ <u>スポンサー等が De-SPAC 及び関連するファイナンス取引に関して、又は対象会社の役員等がスポンサーや</u> 	—

CAPITAL MARKETS BULLETIN

	<p><u>SPACに関して有する重大な利害関係</u></p> <ul style="list-style-type: none"> SPAC株主による金銭償還権等の有無及び概要 <p>等</p>	
<p>De-SPAC の適正性とこれを担保するための手続に関する事項 [item 1606,1607]</p>	<ul style="list-style-type: none"> → De-SPAC が一般株主にとって適正（Fair）なものであるかに関する、SPAC 自身の（合理的な）見解及びその理由 → 当該見解が依拠したファクターと各ファクターの評価上のウエイト De-SPAC 又は関連するファイナンス取引について一般株主の過半数による承認が要求されているか SPACの独立役員の過半数による承認が得られているか → De-SPAC 又は関連するファイナンス取引について、従業員でない SPAC の役員の過半数が、その交渉に際して一般株主の利害を代表する者を選任しているか・その適正性に関する報告書を作成しているか 当該取引の承認について反対又は棄権する役員がいる場合に、当該役員及びその理由 De-SPAC の適正性等について外部の第三者又は社外取締役による意見書等があれば、当該第三者の概要及び利害関係（もしあれば、当該意見書等の添付を要する） <p>等</p>	<ul style="list-style-type: none"> De-SPAC が一般株主にとって適正であるかの見解・理由の表明が不要に → SPAC の設立準拠法が、SPAC の取締役会等に対して、De-SPAC が SPAC 及び一般株主にとって望ましくかつ最善の利益に資するかどうかの判断を開示するよう求めている場合に限り、当該判断とその考慮要素について開示の必要がある旨を定めるにとどめた。 → フェアネス・オピニオンを取得した際には、その根拠となった事実の概要等の開示や、添付書類としての提出等が求められる。
<p>De-SPAC による買収対象会社に関する開示の強化 [Part 249 Appendix A,B,C,D]</p>	<ul style="list-style-type: none"> 対象会社も、SPACと共同名義で登録届出書の提出を行うように改正 その他、記載事項の整理等 	<ul style="list-style-type: none"> 各様式における記載上の注意の拡充など

最終制度において注目すべき点として、改正案で導入が検討されていた「フェアネス・オピニオンの取得及び開示義務」（Item 1606(a)）の導入が見送られたことが挙げられます。当該義務に関しては、改正案に対する複数のコメントレターが「De-SPAC 取引の Litigation / Liability risk やオピニオン取得コストの増大につながる」と

CAPITAL MARKETS BULLETIN

いった懸念を示していたこと⁴などを踏まえて、その採用を見送ったものとされています。最終制度では、このフェアネス・オピニオンに関する開示に代えて、SPACの設立準拠法がDe-SPACが望ましいか、またSPAC及びその株主の最善の利益に資するかについての判断についてSPACの取締役会での決議を求めている場合に限り、当該判断について、一定の開示が求められることになりました。

2. 事業計画の将来情報に関するセーフハーバーからの除外

改正案以前のDe-SPACでは、De-SPACの株主総会におけるProxy Statement（委任状勧誘資料）は1995年米国私募証券訴訟改革法の定めるセーフハーバーに基づきその訴訟リスクが限定されていたことから、対象会社の事業計画等の将来情報がSPAC株主総会において開示されるのが一般的でした。伝統的なIPOにおいては投資家に対する損害賠償責任リスク（将来計画の未達リスク）に鑑み、将来情報の開示は行われぬ実務であるため、将来情報を開示して投資者に対してDe-SPACへの賛成を求められる（プライシングもブックビルディングではなく、事業計画などの将来情報に基づいてSPACと対象会社（の株主）との交渉により決まる）ことがSPACの魅力の一つとされていました。

これに対して、改正案では伝統的なIPO時の開示と同じく、De-SPAC時の開示について当該セーフハーバーの適用がないことを明確化することが提案されており、SECによれば、コメントレターの太宗はこの方針に好意的だったとされています⁵。

これを受けて、最終制度においてもこの方針は維持されており、当該セーフハーバーの適用が除外されるblank check companyの定義を見直すことによって、SPACは当該セーフハーバーの適用対象から除かれることになりました。

なお、この見直しは改正案の時点から提案されていたところ、米国市場では、改正案の公表以降、その施行を念頭に、将来情報の開示を控える形で実務慣行の見直しが進められており、最終制度の施行による実務への影響は限定的なものと考えられているようです。他方、SEC宛てのコメントレターによれば、De-SPAC取引は対象会社の新規上場としての性質を有すると同時に企業結合取引としての性質も有していることから、法令上、事業計画等の将来情報を株主に対して提供する義務を負う場合があるとされています⁶。このことは、引受証券会社の責任に関する制度の見直し（下記「3. De-SPACに関する開示責任を負う証券会社の範囲」ご参照）と併せて、証券会社によるSPAC案件の対応方針や引受の可否に関する判断に影響を及ぼす可能性があるほか、SPAC自身にとっても、その投資判断に際して将来情報を受領すべきかの判断にも影響を及ぼす可能性が指摘されることです。

また、上記に加えて、最終制度では、SPACによる将来情報の開示について、SECから一定の指針が示されることになりました。具体的には、De-SPAC取引に際

⁴ 最終制度 134・135 頁

⁵ 最終制度 235 頁など

⁶ 最終制度 245 頁

CAPITAL MARKETS BULLETIN

して将来情報を開示するに際しては、(a)当該将来情報を作成した目的、(b)重要な前提事実とこれに影響を及ぼすことが想定される事項、(c)開示された将来情報が開示の時点における SPAC や対象会社の経営陣の見解に基づくか否かの開示が求められています。

さらに、SEC のガイダンスにおいては、De-SPAC の開示に際して、(1)過去の業績に基づかない将来予測は、これらに基づくものと明確に区別すべきこと、(2)一般的に、将来予測を開示する一方で、過去の業績を同等以上に目立つように開示しないことはミスリーディングであること、及び(3)Non-GAAP 指標の将来予測を示す場合には、その明確な定義又は説明、最も比較に適した GAAP 指標の説明及び当該 GAAP 指標ではなく当該 Non-GAAP 指標を用いる理由を説明すべきことが示されています。

3. De-SPAC に関する開示責任を負う証券会社の範囲

改正案においては、SPAC の IPO における引受証券会社で、De-SPAC 又はこれに関連するファイナンス取引に関与したものと等（De-SPAC の FA や PIPE エージェント等）は、原則として 1933 年米国証券法上の「分配」(distribution) を行ったものとみなされると規定され（Rule 140a）、広く「引受人」(underwriter)⁷として De-SPAC に関する開示書類について虚偽記載等の責任を負うことが提案されていましたが、証券会社の責任を過度に拡大する規制であるとして、SPAC 市場の関係者から SEC に対して多数の反対意見が寄せられていました。

これを受けて SEC は、最終制度において Rule 140a を採用せず、代わりに De-SPAC における引受人の地位についてガイダンス（補足説明）⁸を公表しています。当該ガイダンスにおいては、De-SPAC の目的は（未上場の）対象会社に資本市場及び公開市場へのアクセスを提供するものであるとした上で、De-SPAC に際して、SPAC 又は対象会社の株式を SPAC の株主その他の一般投資家に対して販売し、又はその分配に参加する証券会社は、開示書類に引受人として記載されず、引受審査やプライシング（投資家の需給の確認）などの従来型の資金調達における引受人の典型的な役割を行っていない場合であっても、「引受人」に該当するとして、開示書類の虚偽記載等に関する責任を負う可能性があるとして指摘されています⁹。もっとも、当該ガイダンスにおいては、具体的にいかなる場合に De-SPAC に「参加」しているとして当該開示責任を負うことになるかは明確にされておらず、今後も証券会社が De-SPAC 等に関与する際には、改正案の公表以降と同様、引き続き法律事務所の 10b-5

⁷ 米国証券法において「引受人」は“any person who has purchased from an issuer with a view to, or offers or sells for an issuer in connection with, the distribution of any security, or participates or has a direct or indirect participation in any such undertaking, or participates or has a participation in the direct or indirect underwriting of any such undertaking”と定義されています（米国証券法 Section 2(a)(11)）。

⁸ 当該ガイダンスの原文は最終制度「III.DISCLOSURES AND LIABILITY IN DE-SPAC TRANSACTIONS F. Underwriter Status and Liability in Securities Transactions」をご参照ください。

⁹ さらに、当該ガイダンスでは、SPAC が関与しない通常の M&A の助言等を行ったに過ぎない FA 等は、当該開示責任を負わないことが明確化されています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

レターや監査法人のコンフォート・レターを取得するといった保守的な対応を採ることが予想されています。

4. SPAC の米国投資会社法における「投資会社」該当性の判断指針

1940 年米国投資会社法上の「投資会社」(Investment Company)¹⁰に該当する場合には、「投資会社」としての登録が必要となるほか、各種の義務が課されることから、SPAC の実務においては、SPAC が「投資会社」に該当するかが重要な問題とされてきました。

改正案においては、SPAC が、一定の要件¹¹を充足する場合には「投資会社」に該当しないことを明確化するセーフハーバーを設けることが提案されていました (Rule 3a-10)。Rule 3a-10 については、該当性の基準を明確化するものとして実務から歓迎する意見があった一方で、例えば IPO 後 24 か月以内に De-SPAC が完了しないなど当該要件を充足しない場合には、翻って広く「投資会社」に該当することを示唆する規定であるという批判的な見方もなされていました。

最終制度においては、「投資会社」の該当性は、一定の要件の充足の有無ではなく、個別具体的な事情に基づいて判断すべきであるとして、Rule 3a-10 は採用されず、上記のようなセーフハーバーは設けられないこととなりました。代わりに SEC は、米国投資会社法における SPAC の地位についてガイダンス (補足説明)¹²を公表し、そこでは、SPAC が「投資会社」に該当性するかどうかを判断するための指針が改めて示されています。具体的には、下表に掲げる場合には、SPAC が「投資会社」に該当する可能性が高いとされています (項目としては Rule 3a-10 の各要件と概ね共通するものです)。

¹⁰ 米国投資会社法において“any issuer which is or holds itself out as being engaged primarily, or proposes to be engaged primarily, in the business of investing, reinvesting, or trading in securities” (米国投資会社法 Section 3(a)(1)(A)) や“any issuer which is engaged or proposes to engage in the business of investing, reinvesting, owning, holding, or trading in securities, and owns or proposes to acquire investment securities having a value exceeding 40 per centum of the value of such issuer’s total assets (exclusive of Government securities and cash items) on an unconsolidated basis” (米国投資会社法 Section 3(a)(1)(C)) 等が「投資会社」に該当するとされています。

¹¹ 具体的には、SPAC の資産が金銭や政府発行証券等のみで構成されること、SPAC の活動が De-SPAC の実施に限られていること、De-SPAC の対象会社が投資会社でないこと、De-SPAC を IPO の 18 か月後以内に公表し 24 か月後以内に完了すること、SPAC の役職員は主に De-SPAC の対象会社の発見に関する業務に従事していること、主に投資や有価証券の売買等に従事している旨を自ら公表していないこと等が当該セーフハーバーの要件とされていました。

¹² 当該ガイダンスの原文は最終制度「VI. THE STATUS OF SPACS UNDER THE INVESTMENT COMPANY ACT」をご参照ください。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

資産・収入	SPAC の資産の 40%以上が社債などの投資有価証券で構成されている場合又は SPAC の収入が実質的に投資有価証券に由来する場合 (これに対し、SPAC の資産や収入が金銭や政府発行証券・MMF 等で構成される場合、「投資会社」に該当する可能性は低い)
役職員	SPAC の役職員が、投資のポートフォリオの管理に時間を費やしている場合 (これに対し、SPAC の役職員が De-SPAC に向けた業務に従事する場合、「投資会社」に該当する可能性は低い)
期間	IPO から De-SPAC までの期間が長い(1 年以上及び 18 か月以上が例示) 場合
公表	SPAC が主に有価証券の投資、再投資、売買等に従事している旨を自ら公表する場合
De-SPAC	SPAC が投資会社を対象会社とする De-SPAC を行おうとする場合

上記のとおり、個々の SPAC が「投資会社」に該当するかどうかは、個別具体的な事情に基づいて判断されることとされておりますが、IPO から De-SPAC の完了までに要する期間が長期化していることに鑑みると、とりわけ上記の期間に関するガイドランスは、De-SPAC に対する新たな制約となることが予想されます。

IV. 日本版 SPAC への影響の見通し

日本では、2021 年 6 月に公表された[成長戦略実行計画](#)において SPAC が日本における起業を促しうるものとされ、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設置されるなど検討が進んでいましたが、米国での規制強化の可能性が示された後 SPAC 市場が沈静化したことを受け、検討が中止又は無期延期されている状況です¹³。

SPAC が伝統的な IPO に代替するというのは行き過ぎた期待ですが、IPO ディスカウント、ブックビルディングによるプライシングに関する発行会社・売出人の納得感の低下など伝統的な IPO が抱える問題のいくつかにアドレスした新たな選択肢を提供することは間違いなく、米国市場で活況になったから検討する、沈静化したら検討を中止するというのはあまりに主体性のない場当たりの対応であり、資本市場の政策決定として長期的・大局的な視点を欠いていると言わざるを得ません。

上記のとおり、米国市場では、いくつかの不正事案を踏まえ、多くの利害関係者との長い議論を経て新たなルール策定に至ったため、後発の日本としては、これらを参考にしつつ、日本の資本市場の特性¹⁴を踏まえたルール策定をより実行しやすい環境

¹³ 東京証券取引所の公表資料によれば、当該研究会の開催は、2022 年 1 月 28 日が最終であり、当該研究会における議論を踏まえて、同年 2 月 16 日に「[SPAC 上場制度の投資者保護上の論点整理](#)」が公表されて以降、特段議論は進んでいない状況です。

¹⁴ 例えば、日本においては上場時に当事業年度の業績予想の積極的な開示が東京証券取引所から要請されている(東京証券取引所「上場日における開示について」)こと、有価証券報告書においても将来情報の記載が推奨されていること、証券取引所の上場審査が実質的でかつ長期間を有すること、大規模な不正会計の場合を除き証券訴訟はあまり提起されていないこと、個人投資家が多くプライシング能力のある国内機関投資家も限定されていることなどの差異があり、上記の米国の議論や制度改正がそのまま妥当するわけではありません。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

になったといえます¹⁵。

IPOディスカウント問題については、昨年のいわゆるS-1方式（承認前届出書）の導入により改善が図られているものの、PDRR（プレディールリサーチレポート）の配布に関する論点が整理されないまま制度改革が行われたことや承認前届出書に関する保守的な解釈等により現時点では利用例はまだなく、問題が解消されたとは言い難い状況です。いずれにせよ、一つの政策で満足することなく、よりよい資本市場の実現に向けて、長期的な視点でより多くの選択を可能とすること、また制度の不断の見直しを行うことが求められており、米国における最終制度の公表を受けて、日本版SPACの検討が再開されることが望まれます。

¹⁵ なお、[CAPITAL MARKETS BULLETIN 2022年1月号 \(Vol.59\)](#) のとおり、シンガポール及び香港では、それぞれ2021年及び2022年にSPACの上場制度が導入されています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

セミナー情報

- セミナー 『上場会社のための金融商品取引法の基礎～四半期報告書制度の廃止など近時の改正動向も含めて～』
視聴期間 2024年2月1日（木）10:00～2024年2月29日（木）17:00
講師 五島 隆文
主催 株式会社プロネクサス

文献情報

- 論文 「令和5年金融商品取引法等の改正～情報開示に関する制度改正の動向～」
掲載誌 会計・監査ジャーナル No.824
著者 五島 隆文、橘川 文哉（共著）
- 論文 「上場投資法人のスポンサーによる投資口の取得・処分について」
掲載誌 ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.77
著者 尾登 亮介、村田 陽祐、松井 佑樹（共編著）