

SPAC をめぐる法規制のあり方に関する序論的検討

京都大学大学院法学研究科

山下 徹 哉

1 はじめに

最近米国では、SPAC (special purpose acquisition company) という伝統的な新規株式公開 (IPO) とは異なる上場手法が盛んに用いられるようになってきており、とりわけ 2020 年から 2021 年にかけては、SPAC がブームともいえるほどの活況を呈した。すなわち、特定の事業を有さず、未公開会社・事業の買収のみを目的とする「特別買収目的会社 (SPAC)」を上場させて投資資金を集め、その後、2、3 年以内に対象企業を選定して、その企業を買収・合併して上場会社にする手法が大きな注目を浴びた。

日本では、現状、SPAC の上場はできず、2008 年に東京証券取引所が SPAC の解禁を検討したが、結論として見送られている¹⁾。しかし、米国での SPAC の活況をきっかけとして、各国の証券規制当局・証券取引所が注目し、SPAC 誘致のための規制緩和の検討や投資家保護のための議論が進められている。そうした流れを受けて、日本政府も、2021 年 3 月頃から SPAC 制度の導入を検討すべき事項として取り上げるようになった。そして、2021 年 10 月から東京証券取引所が「SPAC 制度の在り方等に関する研究会」を設置して²⁾、SPAC 制度に関する議論を行い、2022 年 2 月 16 日に「論点整理」を公表した³⁾。以上のように、日本でも、証券取引所を中心に、SPAC 制度に関する検討がなされつつある。

しかし、日本では、従来、SPAC 制度をめぐる法ルールに関する理論的な研究はほとんどなく、議論が深まっているとはいえない状況にある。そこで、本研究では、SPAC 制度を日本で導入するとすればどのような規制の下で導入するのが適切であるかを考えるための検討を行いたい。そのた

* 本稿は、日本証券業協会・JSDA キャピタルマーケットフォーラム(第4期)の研究成果の一部である。本研究に当たり、同フォーラム参加者の方々から多数の貴重なコメントをいただいた。また、商事法務研究会・商法研究会においても報告の機会を賜り、同研究会参加者から多数の貴重なコメントをいただいた。ここに記して心より厚く御礼申し上げる。

1) 東京証券取引所上場部「事務局説明資料(第1回研究会)」2頁〔東京証券取引所・SPAC 制度の在り方等に関する研究会第1回研究会(2021年10月1日)用資料〕(<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/spac/nlsgeu000005s68v-att/nlsgeu000005v0q5.pdf>)。

2) 東京証券取引所・SPAC 制度の在り方等に関する研究会に関する情報は日本取引所のウェブサイトで見ることができる(<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/spac/index.html>)。

3) 東京証券取引所・SPAC 制度の在り方等に関する研究会「SPAC 上場制度の投資者保護上の論点整理」2022年2月16日(<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/spac/nlsgeu000005s68v-att/nlsgeu0000066ga8.pdf>)。

めの研究手法として、比較法研究を採用することとし、具体的には、SPACをめぐる米国の法制度・議論を調査し、これを手がかりとして、日本の法制度の考察を行うものとする。

ただし、本稿は、以上の研究目的を包括的にカバーするのではなく、その一部に焦点を絞ることとする。本研究は、米国法との比較法研究を行うところ、米国では、2022年3月30日に米国証券取引委員会（SEC）がSPAC制度に関する規則改正案を公表し⁴⁾、パブリックコメントに付して、現在も検討中という状況である（2022年10月の脱稿時。2023年2月の校了時点でも状況は変わらず）。同規則改正案は、SPACに関する包括的な規制枠組みを提案するものであり、このとおりに制度改正されれば、米国におけるSPAC制度に大きな変化をもたらす⁵⁾。もっとも、同規則改正案に対しては、反対意見も強力に主張されており、制度改正がどのように実現するかは、本稿執筆時点では、必ずしも明確ではない。加えて、米国においてSPACをめぐる訴訟も多数進行中であり⁶⁾、かつ市場におけるSPACの状況も一時のブームを脱して、大きく変化しつつあり、米国における実務の現状の評価は、必ずしも容易ではない。そのため、比較法研究の前提となる米国の法制度のあり方およびその背後にある実務状況が不透明な中で、日本法と比較検討して一定の結論を見出すことは難しい。そこで、本稿では、前記した本研究の研究目的である日本におけるSPAC制度導入時の規制のあり方を考えるための前提作業として、米国におけるSPACの仕組みとSPACに関与する者の利害状況の分析を行った上で、今後の検討課題を提示することとする。本稿の検討結果と米国の法制度をめぐる動きを受けたさらなる検討は、他日を期したい。

2 SPAC とは何か

(1) 概要

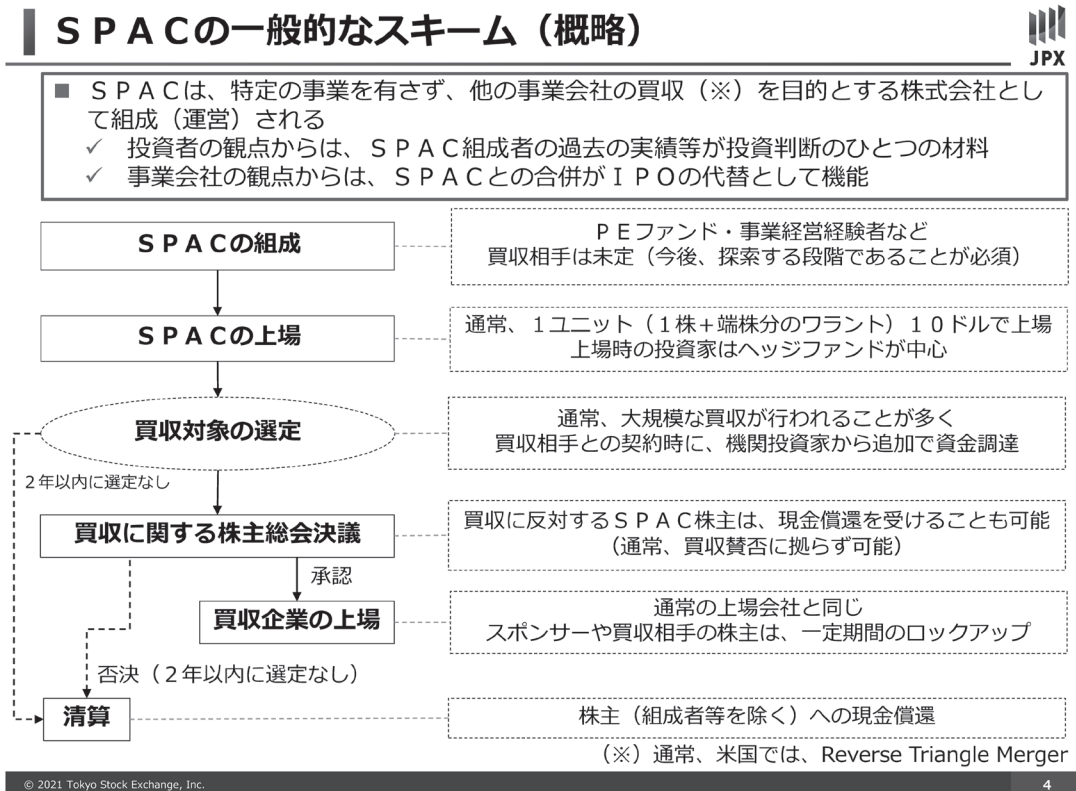
SPACとは、特定の事業を有さず、未公開会社・事業の買収のみを目的とする「特別買収目的会社（SPAC）」のことである。SPACは、自身の上場により投資家から資金を調達し（SPACのIPO）、買収対象となる未公開企業を探索・選定して買収を実行する。そして、対象会社はSPACとの合併等により上場会社となる（de-SPAC）。

4) SEC. & EXCH. COMM'N, Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections, 87 Fed. Reg. 29458 (May 13, 2022) & SEC Release Nos. 33-11048; 34-94546; IC-34549 (Mar. 30, 2022) <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf>

5) 提案内容を概観する邦語文献として、例えば、鈴木克昌ほか「米国証券取引委員会〔ママ〕（SEC）によるSPAC制度改正案の公表」森・濱田松本法律事務所 CAPITAL MARKETS BULLETIN 2022年5月号（Vol. 62）（<https://www.mhmjapan.com/content/files/00064581/20220506-025013.pdf>）、大久保涼＝長谷川絃「SPACの新たな規制枠組みを示すSEC新規規則案の公表」長島・大野・常松法律事務所ニューヨーク・オフィス NO&T U.S. Law Update ～米国最新法律情報～ 2022年5月（No. 74）（<https://www.noandt.com/publications/publication20220502-1/>）、佐藤潤宜「SPACを取り巻く情報開示に関する強化規則案の概要」月刊資本市場 441号（2022）69頁以下参照。

6) For the detail, see Wendy Gerwick Couture, *Top Ten Issues in De-SPAC Securities Litigation*, 45 U. ARK. LITTLE ROCK L. REV. 201 (2022); Emily Strauss, *Suing SPACs* (Aug. 29, 2022), S. CAL. L. REV., Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4030815>.

〔図表〕SPACの一般的なスキーム（概略）



引用元：東京証券取引所上場部・前掲注1）4頁。

SPACを利用した事業会社の新規上場について、米国における一般的なスキームおよびプロセスの概略は、上記図表の通りである。

（2）米国におけるSPACの仕組みのポイント

さらに詳細に米国におけるSPACの仕組みを見たときに、重要なポイントを列挙すると次のようになる⁷⁾。なお、米国におけるSPACは、公開会社〔publicly held corporation〕であり、通常はデラウェア州において設立されるが、ケイマン諸島で設立されることも多い。

7) See, Michael D. Klausner & Michael Ohlrogge, *SPAC Governance: In Need of Judicial Review* (Nov. 19, 2021), at 4-5. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3967693>. 米国におけるSPACの仕組みについて紹介する邦語文献として、例えば、鈴木克昌ほか「米国SPACの実務と日本版SPACに向けた課題」商事法務2261号（2021）4頁以下、野村證券「米国におけるSPACの状況について」〔東京証券取引所・SPAC制度の在り方等に関する研究会第1回研究会（2021年10月1日）用資料〕<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/spac/nlsgeu000005s68v-att/nlsgeu000005v0qe.pdf>、福本葵「SPAC（特別買収目的会社）とは何か」証券経済研究117号（2022）21頁以下、Anna T. Pinedoほか「米国SPACを用いた上場と、その監督および立法の最新動向」ビジネス法務22巻4号（2022）97頁以下、佐賀卓雄「SPAC（特別買収目的会社）の構造変化について」証券経済研究118号（2022）1頁以下、飯田秀総「上場手法の多様化と課題——IPO・ダイレクトリスティング・SPAC」ジュリスト1576号（2022）58頁参照。

- スポンサーは、SPAC を設立し、IPO により SPAC を上場させる。スポンサーは、未公開会社と合併するか（de-SPAC）、清算するかのいずれかが行われるまでの間、当該 SPAC の支配権を有する。SPAC の定款において、未公開会社との合併または清算を行うまで 18 か月から 24 か月の期間が設定される。
- SPAC は、IPO 時に、ユニットを発行する。ユニットは 1 株およびワラント（通常は端株分）から構成され、SPAC が未公開会社と合併した（de-SPAC）後に初めて行使できるものとされる。実務では通常、SPAC のユニットは、1 ユニット 10 ドルで売却され、ワラントの行使価格は 11.50 ドルとされる。
- SPAC は、IPO において調達した資金を自身では保有しない。調達資金は信託される。信託は、当初は、一般株主の利益のためのものである。一般株主が SPAC の定款において与えられる償還請求権を行使して信託に対する払戻請求をするかしないかを選択した後に初めて、信託の残存額が合併後の会社に支払われる。したがって、信託された資金は、SPAC の経費に使用することはできない。
- SPAC のスポンサーは、通常は、LLC である。スポンサーたる LLC は、PE ファンドやその他のファンドに関連したものであるか、あるいは単純に、ファンドとの関連を有しない個人またはグループにより所有され、支配されているかのいずれかである。
- 報酬として、スポンサーは、設立時に、IPO 後の発行済株式総数の 20% に相当する数の株式を非常に安価な名目的価格で取得する。これは「創業者株式 [founder shares]」という形式をとることが多い。加えて、スポンサーは、SPAC IPO 時にも投資を行い（私募ワラント等）、その収益が SPAC の引受手数料およびその他の支出に充てられる。
- スポンサーは、SPAC の支配権を有する。スポンサーの背後にいる個人は、通常、SPAC における取締役会議長および CEO の地位に就く。スポンサーの創業者株式は、SPAC 取締役の選任権を独占的に与えられていることが多い。そうではない場合には、SPAC 取締役会は、当初にスポンサーが指名した取締役が 2 年間という SPAC の存続期間中支配権を維持できるように、期差取締役会とされる。
- SPAC が清算される場合には、信託は、SPAC の一般株主に対してその資金を分配する。創業者株式は清算において分配に与らない⁸⁾。そのため、SPAC が清算されることになれば、スポンサーは何も得ることができず、最初に行った投資を失うことになる。
- SPAC の一般株主は、SPAC が合併を提案する時に、10 ドルというユニットの IPO 価格に、IPO から償還までの間の利息を加えた額で、その有する株式の償還を請求する権利を有する。SPAC の株主は、償還請求権を行使した場合でも、IPO ユニットに含まれるワラントは保有し続けることができ、権利行使することができる。そのため、ワラントは、事実上、無償で

8) SPAC が種類株式を発行している場合には、SPAC の定款において、スポンサーが保有する種類株式は残余財産分配請求権を有しないものとされる。SPAC が種類株式を発行しない場合（普通株式のみの場合）には、スポンサーは、残余財産の分配に参加しない旨の法的拘束力のある契約 [a binding commitment] を行う。

ある。SPACの信託の信託条項の下で、償還請求する株主は、信託に対して、第1順位で資金を請求する権利を与えられる。株主による償還請求が履行された後に、信託に残存する資金は、SPACに分配され、合併で使用される。

- SPACの合併合意において、償還請求により資金が一定の最低水準を下回る場合には、対象会社は合併を取り消すことができる旨を定めることが多い。しかし、一部のSPACは、スポンサー自身か第三者かのいずれかによる私募調達 [a private investment in public equity (“PIPE”)] によって、資金の最低要求額を満たすことを保障する。
- SPACの合併 (de-SPAC) が完了すると、対象会社の経営者および取締役は、通常、合併後の会社においてもその地位を維持し、それに加えてSPACが指名する1人または2人の個人が取締役の地位を確保する。

(3) 米国における SPAC の現状

以上のような仕組みを持つ SPAC は、実態としては、次のような状況にあるといわれる⁹⁾。

まず、SPACのIPO時に投資する一般株主の大半は、ヘッジファンドなど大規模機関投資家である¹⁰⁾。そして、SPACのIPO時に投資する一般株主の大半は、その有する株式の償還を請求するか市場で売却してしまい、de-SPACによる合併後の会社に株主として残るものは多くない¹¹⁾。したがって、SPACのIPO時に投資する一般株主の大半は、SPACが上場会社となる財務的基礎を提供するだけであり、その後に行われる合併取引に対する関心はないということになる¹²⁾。

次に、SPACには、SPACが非上場会社と合併する (de-SPAC) 時点におけるSPAC株式の1株当たりの価値を希釈化する仕組みが組み込まれている¹³⁾。第1に、SPACのスポンサーの創業者株式であり、第2に、SPACのIPO時点の一般株主に付与されるワラントであり、第3に、SPACの合併時に必要となる各種の費用である。第1の創業者株式は、スポンサーが格安で取得でき、それがIPO後の発行済株式総数の20%に相当する数の株式になるのであるから、スポンサー以外の一般株主が保有する株式の経済的価値は、IPO直後の時点で8割程度に希釈化される¹⁴⁾。第2のワラントもIPO時点の一般株主に事実上無償で付与されるから、SPAC株式の株価が行使価格を上回ってワラントが行使されれば、必ずSPAC株式の経済的価値は希釈化される。その不利益は、de-SPACによる合併後の会社の株主として残存したSPAC株主と合併対象会社の株主が負担す

9) See, Michael D. Klausner et al., *A Sober Look at SPACs*, 39 YALE J. ON REG. 228, 235-67 (2022).

10) Form 13F 提出義務のある大規模機関投資家による SPAC 株式の保有割合は、IPO 直後で中央値 85%、平均値 82%、de-SPAC 直前で中央値 87%、平均値 79%である。See, *id.*, at 241-42.

11) SPAC の IPO 時に投資する一般株主のうち償還または売却するものの割合は、平均値 92%、中央値 98%である。See, *id.*, at 244-45. なお、IPO 時に調達した資金のうち償還請求されて払い戻される割合は、中央値で 73%である。See, *id.*, at 239-40.

12) *Id.*, at 246.

13) See, *id.*, at 246.

14) See, *id.*, at 246-47.

る¹⁵⁾。第3の費用は、SPACのIPOに関する引受手数料¹⁶⁾、合併時に公認会計士、弁護士、フィナンシャル・アドバイザーに支払う報酬のほか、PIPEによる資金調達に必要な費用などがあり、合併後の会社が支払うこととなる¹⁷⁾。

したがって、償還請求をすることなく、de-SPACによる合併後の会社の株主として残存する一般株主¹⁸⁾にとって、その保有株式の価値が希釈化することによる損失を被らないためには、合併後に、希釈化による不利益を上回る利益が生じなければならない。de-SPACによる合併を通じて得ることが期待される利益の源泉としては、第1に、合併の相手方である非上場会社が上場会社になることにより生ずる価値、第2に、スポンサーおよびPIPE投資家が、合併対象会社の価値評価について情報の非対称性を埋める役割を果たすことにより得られる価値、第3に、合併対象会社がSPACのIPO時に調達した資金を利用することで得られる価値、第4に、SPACのスポンサーが合併後の会社に関与し続け、そのスキルや経験が合併後の会社経営に活かされることにより生ずる価値を挙げることができる¹⁹⁾。

3 米国における SPAC の構造的課題——スポンサーと一般株主との間の利益相反

(1) SPAC のスポンサーによる判断の重要性

SPACを利用した事業会社の新規上場は、新規上場しようとする非上場会社の価値を判断する仕組みが伝統的なIPOプロセスとは大きく異なる²⁰⁾。すなわち、伝統的なIPOプロセスでは、マーケットベースの価格発見プロセスを通じて非上場会社およびその株式の価値が評価されるのに対し、SPACでは、非上場会社の価値評価および合併条件は、原則としてSPACのスポンサーが判断することになる。そのため、SPACを利用した新規上場が合理的に行われるためには、SPACのスポンサーの判断が適切に行われることが極めて重要である。

(2) SPAC のスポンサーと一般株主との間の利益相反

しかし、前記2で説明したSPACの仕組みに由来して、SPACのスポンサーと一般株主との間

15) *Id.*, at 248-49.

16) 引受手数料は、通常は、IPOによる資金調達額の5.5%である。ただし、そのうち3.5%はde-SPACによる合併が行われることを支払の条件とするため、合併の完了までは支払わなくてよい。他方で、株式の償還請求がされてSPACのIPOによる調達資金が流出しても、それによる手数料の減額は行われない。See, *id.*, at 250.

17) See, *id.*, at 251.

18) 特に問題となるのは、SPACのIPO時に投資したのではなく、IPO後に流通市場でSPACの株式を取得した者である。この者は、ワラントを得られない分、持株の希釈化の影響を最も大きく受けるものと考えられる。

19) See, *id.*, at 253.

20) SEC. & EXCH. COMM'N, DIV. CORP. FIN., *CF Disclosure Guidance: Topic No. 11*, Dec. 22, 2020. Available at: <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies>. 飯田・前掲注7) 55頁～56頁、59頁も参照。

には、構造的に利益相反が生ずる^{21) 22) 23)}。

第1に、SPACは合併に至らなければ清算しなければならないが、その場合には、スポンサーは何も得られず、SPACが信託した資金は一般株主に支払われる。そのため、スポンサーが探し出すことのできた最も条件のよい合併案件が、一般株主にとって10ドルという償還価額を下回る価値しかない場合に、一般株主にとっては合併するのではなく清算する方が望ましいが、スポンサーにとっては価値を減少させるとしても当該案件を進めて合併を完了させたいと考えることになる²⁴⁾。

第2に、SPACの取締役会が合併を提案する場合に、一般株主は、信託された資金に対して第一順位の請求権を有する（償還請求権を行使することにより信託内の資金を取り戻せる）。SPACは、株主による償還請求の後になお信託内に残存する資金についてのみ請求権を有し、その残存資金は合併に要する費用や合併後の会社のために用いられる。残存資金の額がSPACの合併合意で定められた最低額を下回ると、対象会社は合意を取り消すことができ、その場合には、別の合併案件を期限内に見つけられない限り、SPACは清算されることになる。また、合併後の会社が利用できる残存資金が多ければ多いほど、スポンサーにとって合併後の会社はより価値が高くなる。そのため、スポンサーは、一般株主の利益にならない合併を推進するインセンティブを有するだけでなく、そのような合併を推進するに際しても、一般株主が償還請求しないように思いとどまらせるインセンティブを有する。

(3) 利益相反性を緩和するための措置

SPACのスポンサーと一般株主との間に利益相反が生じるならば、その結果として、少なくとも理論的には、一般株主の利益が害される可能性がある。そこで、一般株主の利益を図るため、かかる利益相反性を緩和するための措置を講ずることが考えられる。

第1に、情報の非対称性を緩和させるために情報開示を充実させることが考えられる。これについて、SECのDivision of Corporation Financeは、投資家とSPAC関係者との間の潜在的利益相反に関する開示方針に関するガイダンスを出し、SPACのIPO時およびde-SPACによる合併時の情報開示に関して、問題となり得る事情を挙げている²⁵⁾。また、SPACがIPOで調達した資金が合

21) See, Klauser & Ohlrogge, *supra* note 7, at 5.

22) 加えて、SPACのスポンサーが合併対象となる会社に対し私的な利害関係を有するなど、本文で説明したものと別利益相反も生じ得る。See, SEC. & EXCH. COMM'N, DIV. CORP. FIN., *supra* note 20.

23) さらに、スポンサー以外に、SPACのIPOの引受人も、引受手数料の支払が合併完了まで繰り延べられているので（前掲注16参照）、合併を推進するインセンティブを有する。その引受人が、de-SPACによる合併に際してフィナンシャル・アドバイザーとなる案件もあるようである。See, Klauser et al., *supra* note 9, at 251. そのような場合、フィナンシャル・アドバイザーたる引受人は、とにかく合併を完了させる強いインセンティブを持つことになるだろう。

24) 合併が行われれば、たとえそれが一般株主にとっては清算価値10ドルを下回る価値しか得られないものであったとしても、SPACのスポンサーにとっては、ほぼ無償で取得した創業者株式が何百万ドルもの価値のあるものに化けるため、大きな利益を得ることができる。

25) See, SEC. & EXCH. COMM'N, DIV. CORP. FIN., *supra* note 20.

併時点で1株当たりいくらになるかの開示²⁶⁾、PIPE投資家による投資の1株当たりの価格の開示²⁷⁾をさせるべきだという提案もされていた²⁸⁾。

そして、2022年3月30日付のSECの規則改正案においても、SPACのIPO時およびde-SPACによる合併時の開示規制の強化が含まれている。例えば、前記ガイダンスでの指摘事項を踏まえ、スポンサーの詳細情報、利益相反関係の開示、希釈化効果の開示などが要求されている（Regulation S-KにおけるSubpart 1600の追加²⁹⁾）。また、証券規制上の開示における将来予測に係る記述に関して私的証券訴訟改革法（PSLRA）が定めるセーフ・ハーバー規定について³⁰⁾、IPOの場合にはこれが適用されないにもかかわらず、de-SPACの場合には適用されることになる可能性があり、両者の間で規制上の不均衡が生じていると指摘されてきたが、規則改正案では、de-SPACの場合も適用除外とすることで、不均衡を解消することとされている³¹⁾。

第2に、独立取締役の選任と独立取締役（または独立取締役が多数を占める取締役会）による合併承認を要件とすることが考えられる。しかし、米国では、SPAC取締役に創業者株式を与えたり、スポンサーたる法主体（LLCが多い）の社員たる地位を与えたりする例が見られる³²⁾。この場合には、取締役の金銭的利益関係はスポンサーの利害関係に類似するので、独立取締役による利益相反への対処は機能しない。

第3に、スポンサーの報酬（創業者株式）の設計を工夫し、SPACのスポンサーの利益と一般株主の利益の不一致を緩和して、一般株主の利益に即したインセンティブをスポンサーに与えることが考えられる³³⁾。実務上、アーンアウト〔earnouts〕条項をスポンサーの報酬に組み込むことが行われている。同条項によれば、通例、スポンサーは、de-SPACによる合併後5年以内またはそれより長期の期間内に、株価が一定の水準を超えない限り、創業者株式のうちの30～40%に設定されるアーンアウト条項の対象株式を受け取ることができないものとされる³⁴⁾。これにより、株価が向上するような合併のみを選択するインセンティブが与えられると主張される。その一方で、アーンアウト条項に対する否定的評価が有力に主張されている³⁵⁾。この見解は、そもそも、合併をするならよりよい合併取引をする方がよいという点ではスポンサーの利害と一般株主の利害とは一致しているのであって、両者の利害が対立するのは、一般株主にとって10ドルという償還価額を下回

26) これにより、スポンサーの創業者株式・ワラント・引受手数料等による希釈化とPIPE投資家に対する株式取得時のディスカウントによる希釈化を顕在化させる。

27) これにより、PIPE投資家による合併取引の評価が分かる。

28) See, Klauser et al., *supra* note 9, at 287-90.

29) SEC. & EXCH. COMM'N, *supra* note 4, at 28 ff.

30) 15 U.S. Code §§ 77z-2 & 78u-5.

31) SEC. & EXCH. COMM'N, *supra* note 4, at 82 ff.

32) See, Klauser & Ohlrogge, *supra* note 7, at 7.

33) Michael Klausner & Michael Ohlrogge, *Is SPAC Sponsor Compensation Evolving? A Sober Look at Earnouts*, (September 16, 2022), at 10-18. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4022611>.

34) 通常は、株価が12.50ドルを超えればアーンアウト条項の対象となる株式の半分を受け取ることができ、15.00ドルを超えれば、残りの半分を受け取ることができるものとされる。

35) See, Klausner & Ohlrogge, *supra* note 33, at 12-16; Klausner et al., *supra* note 9, at 296.

る価値しかない合併取引を進めるか、清算するかを選択時であるとする。そして、この選択について、アーンアウト条項は、スポンサーの意思決定を何ら改善させる効果を持たないなどと指摘する³⁶⁾。また、アーンアウト条項の閾値は固定金額とされ、株式市場全体の株価動向による調整を受けない。市場全体の株価が右肩上がりであるときには、de-SPACによる合併後の会社の株式のパフォーマンスが市場全体の動向と比較して劣後する取引であっても、スポンサーにはそれを提案しないインセンティブは与えられない。加えて、アーンアウト条項の対象となる創業者株式は、オプション類似のデリバティブであるといえる。その価値は、原資産（de-SPACによる合併後の会社の株式）のボラティリティと存続期間に依存する。de-SPACによる合併後の会社の株式は、通常、ボラティリティが大きく、かつ存続期間が5年またはそれ以上と長期であるから、そのオプションとしての価値はかなり高く、アーンアウト条項を導入しても、合併するか否かを決める時点において合併推進から得られるスポンサーの利益の現在価値は、ほとんど減じられない、と指摘される³⁷⁾。

第4に、de-SPACによる合併について株主による承認を要件とすることが考えられるし、実際そのようにされている。しかし、米国では、通常の会社の合併とは異なり、de-SPACによる合併においては株主による承認はあまり意味を持たないと指摘されている³⁸⁾³⁹⁾。そのようにいわれる主な理由は、SPACの一般株主に対し、合併に対する賛否にかかわらず、その有する株式の償還を請求する権利が与えられるためである。すなわち、SPACの一般株主が、合併が価値を増加させるものか低下させるものかに関する自身の評価とは無関係に、合併に賛成投票する理由としては、2つ挙げられている。1つ目は、多くの一般株主がSPACのIPO時に売り出されるユニットに含まれるワラントを保有していることである。このワラントは、合併が完了した場合にのみ行使可能となる。2つ目は、SPACにおける投資戦略として投資家によく知られているものは、IPO時にユニットを購入し、de-SPACによる合併時にその株式を売却するか償還請求し、そして無償のワラントを保有し続けるというものであることである。一般株主は、できるだけ早期に投資を現金化したいと思うし、合併が完了すれば、その現金化の機会が提供される。そのため、株主による投票は、全ての一般株主について、「エンプティ・ボートینگ [empty voting]」であると指摘される。その結果として、償還請求が85%以上であり、かつ合併への賛成票が90%以上という状況が通例となっている⁴⁰⁾。

第5に、一般株主の償還請求権による保護も考えられる。すなわち、SPACによる合併が価値を

36) 一般株主にとって10ドルという償還価額を下回る価値しかない合併取引を提案しないインセンティブをスポンサーに付与するには、そのような合併取引が完了した場合にはスポンサーの報酬を全てキャンセルする（創業者株式もワラントも消却する）ことが考えられる。Klausner & Ohlrogge, *supra* note 33, at 15.

37) Klausner & Ohlrogge, *supra* note 7, at 18-21; Klausner et al., *supra* note 9, at 296.

38) See, Klausner & Ohlrogge, *supra* note 7, at 8.

39) SPACの合併に対する賛成投票率は平均値で76.6%、中央値で75.5%であり、反対投票率は平均値で2.7%、中央値で1.2%である。See, Usha Rodrigues & Michael A. Stegemoller, *Redeeming SPACs* (Mar. 23, 2022), 38, 55 Table 3. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3906196>.

40) See, Klausner & Ohlrogge, *supra* note 7, at 8 Fn.14.

低下させるようなものである場合に、一般株主は、償還請求権を行使して償還を受けることで、自己の利益を守ることができる。また、前記(2)の第2点目で説明したように、スポンサーは、一般株主が償還請求しないように思いとどまらせるインセンティブを有する。それがうまく機能すれば、一般株主にとってde-SPACによる合併後も株主として残存する価値のある合併取引のみを進めるインセンティブをスポンサーに与えるといえる⁴¹⁾⁴²⁾。もっとも、一般株主が償還請求権を行使するか否かを判断する際に、SPACのスポンサーおよび取締役会から判断に必要な情報を十分に与えられる必要がある。SPACの取締役会の利害関係が株主の利益ではなくスポンサーの利害関係と一致していれば、SPACの取締役会は、株主に対し適切に情報を提供しない恐れがある⁴³⁾。一般株主にとって不利益な合併取引であっても、それを隠蔽してしまうならば、一般株主は適切に自己の利益を守ることができない。また、スポンサーにとっても、進める価値のない合併取引(本来清算を選択すべきもの)を避けようとするインセンティブを失うことになるだろう。

第6に、SPACのスキームにおいて第三者たるPIPE投資家からの資金調達を義務付けることが考えられる。PIPEによる資金調達を行う場合には、PIPE投資家がde-SPACによる合併を評価し、それを踏まえた価格で投資を引き受けるはずである。PIPE投資家は、合併対象会社との対話を通じて各種の情報(経営陣の信頼性など通常の開示書類では伝達不能なものを含む)に接するなどしながら、第三者として独立した立場から、de-SPACによる合併を評価して、投資する価値があると考えた場合にのみ投資決定する。そのため、SPACのスポンサーと一般株主との間の情報の非対称性を緩和する機能を果たすことができる⁴⁴⁾。

第7に、一般株主からSPACのスポンサー・取締役の判断の不当性に係る損害賠償請求を認めることも、スポンサー・取締役の行動を規律付ける効果がある。近時、米国では、一般株主がSPACのスポンサー・取締役を提訴するケースが増加している。証券訴訟が従来は主流であった(1933年証券法11条〔不実表示〕⁴⁵⁾、1934年証券取引所法10条(b)〔不公正取引〕⁴⁶⁾)。しかし、デラウェア州衡平法裁判所に係属したケースである *In re MultiPlan Corp. Stockholders Litig.*, C.A. No. 2021-0300-LWW (Del. Ch.) は、SPACスポンサーと取締役の信認義務違反を問うものであり、その帰趨が注目されている。法的論点として、①代表訴訟か直接訴訟か、②審査基準は経営判断原

41) See, Minmo Gahng et al., *SPACs* (Jan. 20, 2023), REV. FIN. STUD., Forthcoming, at 10, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3775847>.

42) さらに、学説では、個人投資家がプロの投資家の知識・調査結果に便乗できるようにするため、償還請求権の行使において他の株主の権利行使の状況に条件付けることができるようにすべきだとする提案(Mira Ganor, *The Case for Non-Binary, Contingent, Shareholder Action*, 23 U. PA. J. BUS. L. 390, 409-16 (2021)), 償還請求権行使の割合が過半数となった場合に、de-SPACによる合併は不成立になるとするルールを導入すべきだとする提案(Rodrigues & Stegemoller, *supra* note 39, at 47-49)などがある。

43) See, Klauser & Ohlrogge, *supra* note 7, at 8-9.

44) See, Klausner et al., *supra* note 9, at 273. この場合のPIPE投資家は、通常のIPOにおいて引受証券会社が果たす評判仲介機能(例えば、梅本剛正「引受証券会社のゲートキーパー責任——エフオーアイ事件最高裁判決」ジュリスト1560号(2021)64頁～65頁参照)を代替する機能を果たすと評価できる。

45) 15 U.S. Code § 77k.

46) 15 U.S. Code § 78j(b).

則か完全な公正性が、③信認義務違反か契約条項違反かなどが議論されている⁴⁷⁾。

4 検 討

(1) SPAC という仕組みの評価

まず、米国で現状行われている SPAC という仕組みをどのように評価すべきかが問題となる。一方で、個人投資家などの経験・情報不足につけ込み、それらの者に不利益を負担させる代わりに、SPAC のスポンサーやヘッジファンドなど大規模機関投資家が膨大な利益を得る仕組みと見ることも可能である。SPAC のスポンサーは、de-SPAC に成功し、創業者株式やワラントなどで大きな利益を得ることができる。SPAC の IPO 時に投資する一般株主の大半は、大規模機関投資家であり、しかもそのほとんどが de-SPAC 時までに保有株式を流通市場で売却するか、償還請求をするかのいずれかにより、投下資本を回収するとともに、ワラントなどで利益を得る。これら創業者株式やワラントは、SPAC 株式の希釈化をもたらし、それによる不利益は、de-SPAC による合併後の会社の株主として残存する一般株主が負担する（SPAC の IPO 後に流通市場で SPAC の株式を購入した投資家が特に大きな影響を受ける）。

他方で、非上場会社が予め上場しているビークルと合併することで新規上場を果たすという SPAC の仕組みに様々なメリットがあり、かつ前記の創業者株式やワラントを始めとする各種の仕掛けは SPAC という仕組みを安定的に運用させるために必要なもの——その全部がそうであるわけではないとしても——だと見ることも可能である。SPAC のスポンサーが非上場会社の価値評価および合併条件の判断を行うため、伝統的な IPO におけるマーケットベースの価格発見プロセスでは正当な評価を受けられない非上場会社も、合理的な条件で新規上場を果たすことができる可能性がある⁴⁸⁾。そのほか、米国では、① IPO プロセスでは開示書類に記載されない将来予測に関する記述が、SPAC の場合には de-SPAC による合併時に委任状勧誘書面等に記載され、投資家に情報として提供されること、② PIPE による資金調達を通じて PIPE 投資家が評判仲介機能⁴⁹⁾を果たすこと、③ de-SPAC による合併時にアンアウト条項を用いて合併後の会社の株価が一定期間内に一定額を超えた場合に対象会社株主に追加で対価（株式）を与えることができるといった SPAC の仕組みにより情報の非対称性が緩和され得るなどのメリットが指摘されている⁵⁰⁾。

以上の2つの見方を踏まえて考えると、第1に、後者の見方のように、SPAC の仕組みのメリットが本当に存在するのか、第2に、そのようなメリットが存在するとして、それは SPAC 以外の

47) See, Klauser & Ohlrogge, *supra* note 7, at 10-17. 衡平法裁判所は、被告による訴えの却下を求める申立てを棄却する 2022 年 1 月 3 日の決定において、①原告の請求は代表訴訟ではなく直接訴訟であること、②原告の請求について審査基準は経営判断原則ではなく完全な公正性であること、③提案された合併に関する全ての重要な情報を開示すべき義務は、SPAC の定款に定められた償還請求権に関する契約上の義務の問題ではなく、信認義務の問題であることなどを示した。See, 268 A.3d 784 (Del. Ch. 2022).

48) 飯田・前掲注 7) 59 頁。

49) 前掲注 44) 参照。

50) See, Klausner et al., *supra* note 9, at 270-78.

方法では実現できないことなのか、ということを検討することが必要になる。第1のメリットについては最終的には実証の問題であるが、日本ではSPACが現に存在するわけではなく、直接に計測することはできないので、米国における実証研究を参照しつつ、日米の相違を踏まえて推測することになるだろう。第2のほかの方法での実現可能性については、米国でも既に通常のIPOプロセスの修正やダイレクトリスティングでSPACのメリットを実現できるか否かについて議論がされている⁵¹⁾。そのような議論を参照しつつ、日本のスタートアップをめぐる現状および日米の証券市場の異同⁵²⁾を踏まえて、SPACでなければ実現できないこととほかの方法でも実現できることの整理分析をする必要がある。

以上については、冒頭1で示した通り、本稿では検討課題の提示にとどめ、米国における制度改革および研究・実務の動向を睨みつつ、別稿で検討することを予定している。

仮に以上の第1点目、第2点目の検討において、SPACの仕組みにメリットが認められ、しかも他の方法との比較で、そのメリットを実現するためにはSPACを利用することが望ましいということになれば、第3に、SPACの仕組みにおいて投資家を保護するために必要な措置を検討すべきことになる。もっとも、投資家保護の仕組みは、SPACのスポンサーやSPACのIPO時に投資する一般株主が得られる利益を削減する方向で作用するものが多い。そのため、この検討に際しては、創業者株式やワラントを始めとする各種の仕掛けのうち、SPACという仕組みを安定的に運用させるために必要なものは何かを見極めつつ、SPACのメリットを潰さないようにする必要がある。第3点目の検討は、SPACにメリットを見出すことを前提とする（メリットを見出さないのであれば、日本でSPACを導入するための検討をする必要はない）。そうである以上は、SPACという仕組みの安定的運用を図る必要もあるのであるから、従来のIPOと規制内容を完全に同等とすることが必ずしも望ましいとは限らず、SPACのもたらすメリットとデメリットを衡量して社会全体にとって望ましいルールを設けるべきである。

この第3点目との関係で、最も重要となるのは、SPACのスポンサーと一般株主との間の利益相反の問題だと考える。そこで、次の(2)(3)において、この問題につき、前記3で紹介した米国における議論状況を踏まえて、若干の検討を行う。

(2) SPACのスポンサーと一般株主との間の利益相反

SPACのスポンサーと一般株主との間の利益相反の問題は、de-SPACにおける合併取引に際して顕在化する（前記3(2)）。一般株主にとって合併するより清算する方が望ましい合併取引であっても、スポンサーとしては推進するインセンティブを有するし、さらに、その場合には株主として

51) *e.g.*, Klausner et al., *supra* note 9, at 278-82.

52) 例えば、日本のスタートアップ市場（東京証券取引所グロス市場）は、世界で最も上場しやすい市場であり、早期に上場できるという指摘がある。宍戸善一ほか「〔座談会〕スタートアップ投資をめぐる法的諸問題」ジュリスト1576号（2022）28頁〔宍戸、水島淳、植波剣吾発言〕。そうだとすれば、SPACにより合併という形式を取らなくても、通常のIPOプロセスによる新規上場で——その価格発見メカニズムの修正・補強は必要かもしれないが——十分対応可能であるという評価もあり得る。

は償還請求する方が不利益を最小化できるが、スポンサーとしては株主による償還請求ができるだけ行われないようにするインセンティブを有する。

以上のような SPAC のスポンサーと一般株主との間の利益相反の程度は、極めて強度の利益相反であるといえることができる。というのは、スポンサーは、合併の完了により創業者株式やワラントによる膨大な経済的利益を得られるし、償還請求が大規模に行われると合併が頓挫したり、スポンサー自身が追加出資により資金の補填をすることを余儀なくされたりするなど、スポンサーが種々の経済的不利益を被るからである。通常の事業会社における合併時には、経営陣と株主との間でこれほどの利益相反関係が生ずることは、あまり考えられず、その意味で、単なる合併取引とは異なる de-SPAC 特有の質的に異なる利益相反であるといえることができる。

そのため、——以上のような利益相反の結果、現にスポンサーの意思決定が一般株主の利益にならない形で行われるどうかは、実証の問題ではあるものの⁵³⁾—— SPAC という仕組みが一般株主からスポンサーへの単なる利益移転の手段に陥らないようにするためには、このような利益相反性を緩和するための措置を検討することが必要となる。

(3) 利益相反性を緩和するための措置

そこで、米国での議論を踏まえて、さしあたり想定される利益相反緩和措置としては、①情報開示、②独立取締役の選任と独立取締役の選任による合併承認、③スポンサー報酬の工夫による適切なインセンティブ付与、④株主による合併承認、⑤償還請求権による保護、⑥ PIPE 投資家による評判仲介機能の利用、⑦ SPAC のスポンサー・取締役の損害賠償責任の追及などが考えられる（前記 3 (3)）。

このうち、少なくとも①の情報開示の充実は、必須であると思われる⁵⁴⁾。何をどのように開示すべきかについては、検討を要するが、この点は、SEC による規則改正案⁵⁵⁾の動向を踏まえながら、検討することとしたい。そのほかにも、⑤の償還請求権による保護は機能する可能性はあると思われる。SPAC の仕組みにおいて de-SPAC は、SPAC の一般株主がその時点で合併後の会社に出資するか否かについて新たな投資判断を行うものと評価できる⁵⁶⁾。その一方で、償還請求後の残存資産にスポンサーや PIPE 投資家による拠出資金を加えたもので合併後の会社が運営可能なのであれば、合併取引自体を潰すまでの必要は必ずしも存在しない。そのため、合併を承認する株主総会決議の賛否と償還請求権の行使は切り離して考えて、④の株主による合併承認ではなく、⑤の償還請求権の行使という形で一般株主の投資判断を問うという形式には合理性が認められる。その場合に、

53) スポンサーの評判維持など何らかの形の規律付けの効果によって、スポンサーの意思決定が一般株主の利益に即したものになる可能性は否定されない。

54) 飯田・前掲注 7) 59 頁。もっとも、開示情報が市場株価に反映されることにより、開示情報の是非について判断する能力のない投資家でも、市場株価に基づいて投資判断すればよいという通常の場合に機能するメカニズムが、SPAC 株式の場合には機能しないことについて、同 59 頁参照。

55) 前掲注 4) とその本文参照。

56) Michael Klausner et al., *Net Cash Per Share: The Key to Disclosing SPAC Dilution*, 40 YALE J. ON REG. BULLETIN 18, 19 (2022).

そのような投資判断が適切に行われるように、一定の修正⁵⁷⁾をする必要はあるだろう。⑥のPIPE投資家による評判仲介機能や、⑦の責任追及による規律付けも、利益相反緩和措置として有望であるように思われるが、特に⑦については、米国における裁判所の判断の動向を踏まえながら、検討することとしたい。②の独立取締役による監督と③のスポンサー報酬によるインセンティブ付与は、米国における議論を踏まえれば、あまり実効性がない可能性がある。

いずれにしても、以上の各点について、米国における制度改正および研究・実務の動向を睨みつつ、別稿で検討することにした。

5 むすびに代えて

本稿の冒頭（前記1）で示した通り、本稿では、本研究の研究目的である日本におけるSPAC制度導入時の規制のあり方を考えるための前提作業として、米国におけるSPACの仕組みとSPACに関与する者の利害状況の分析を行った上で（前記2・3）、今後の検討課題を提示した（前記4）。

本稿においては、SPAC制度を日本で導入するとすればどのような規制の下で導入するのが適切であるかという点に係る検討はできなかった。今後の検討課題と若干の方向性を示したに止まり、本研究の研究目的の多くは別稿に譲らざるを得ないものの、本稿がSPACをめぐる議論にわずかなりとも資するところがあれば幸いである。

〔付記〕脱稿後に、佐賀卓雄「SPAC（特別買収目的会社）ガバナンス：その利益相反の構造」証券経済研究120号（2022）1頁以下および飯田秀総「SPACと利益相反～MultiPlan事件を手がかりに」神田秀樹責任編集・資本市場研究会編『企業法制的将来展望——資本市場制度の改革への提言——2023年度版』（資本市場研究会、2022）136頁以下に接した。

57) 前掲注42) 参照。