日本取引所グループ金融商品取引法研究会

SPAC 制度の在り方について

2023 年 7 月 28 日（金）15:00～17:00
オンライン開催

出席者（五十音順）

飯田　秀総　東京大学大学院法学政治学研究科教授
石田　眞得　関西学院大学法学部教授
伊藤　靖史　同志社大学法学部教授
梅本　剛正　甲南大学共通教育センター教授
片木　晴彦　広島大学人間社会科学研究科実務法学専攻特任教授
川口　恭弘　同志社大学法学部教授
北村　雅史　関西大学大学院法務研究科教授
黒沼　悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤　真紀　京都大学大学院法学研究科教授
髙橋　陽一　京都大学大学院法学研究科教授
舩津　浩司　同志社大学法学部教授
前田　雅弘　京都大学大学院法学研究科教授
松尾　健一　大阪大学大学院高等司法研究科教授
行澤　一人　神戸大学大学院法学研究科教授
若林　泰伸　早稲田大学大学院法務研究科教授

【報　　告】

SPAC 制度の在り方について

東京大学大学院法学政治学研究科教授
飯　田　秀　総

目　　次

１．　はじめに
・アメリカの SPAC ブーム
・政府等における SPAC への関心の高まり
・日本の会社の SPAC への関心
・SPAC の一般的なスキーム（概略）
・17 CFR § 230.419 - Offerings by blank check companies.
・SPAC の魅力
・SPAC の実証研究：Gahng et al(2023)
・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」
・検討
２．　De-SPAC 時の株主承認と償還権の在り方
・問題の所在
・アメリカの上場規則の変遷
・改善は必要か？
・償還請求権の行使割合が半数以下であることを De-SPAC の前提条件とすべきか
・検討
３．　スポンサーのインセンティブ・利益相反の規律の在り方
・スポンサーの利益と一般投資家の利益
・In re Multiplan Corp. Stockholders Litig.,2022 Del.Ch.LEXIS１(Del.Ch. Jan. ３,2022)
・利益相反に係る開示規制の SEC の提案
・日本での検討の前提
・SPAC の取締役の会社法上の責任
・取引所規則の設計の検討
４．　De-SPAC 時の情報開示規制
・問題の所在
・フェアネスオピニオンの限界
討論

○黒沼　　定刻になりましたので、JPX 金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、東京大学の飯田先生に、「SPAC 制度の在り方について」というテーマでご報告をお願いしています。

それでは、飯田先生、よろしくお願いします。

○飯田　　飯田です。よろしくお願いします。

それでは、「SPAC 制度の在り方について」というテーマで、スライドに沿ってお話ししたいと思います。資料として、「上場手法の多様化と課題」というタイトルの「ジュリスト」のものと、「SPAC と利益相反」というタイトルの資本市場研究会の書籍掲載の論文をお配りしています。また、報告自体は、むしろお配りしていない脱稿済みのある論文集に提出済みの論文に基づくものが中心です。また、資料３としては、東京証券取引所の「SPAC 制度の在り方等に関する研究会」の論点整理をお配りしています。私自身は研究会メンバーですけれども、本日の報告内容は研究会としての見解ではなく、私の個人的な見解を述べたいと思います。

なお、東証のその研究会は 2022 年２月以来開催されていません。また、現時点で SPAC は日本に必要ないという意見がもしかしたら有力なのかもしれないなという気もしていますけれども、本日の研究会をある意味盛り上げるために、日本に導入することをあえて所与の前提として見たときに、どのような点に注意するべきかとか、あるいはどのように制度設計するべきかということに焦点を当てたいと思います。

SPAC 制度を入れるかどうかということは、金融商品取引所の経営判断によるところが大きいのではないかという気がしますが、日本では、取引所間の競争で SPAC に前のめりになる取引所が出てくるということもあまりなさそうです。しかし、あえて必要だ、投入するという前提で報告したいと思います。

１．はじめに

SPAC(Special Purpose Acquisition Company)は、日本語にあえて訳せば、「特別買収目的会社」というものです。

・アメリカの SPAC ブーム

アメリカで世界的に見ても非常に SPAC がはやったので、基本的に、本報告ではアメリカの SPAC を概観しつつ、日本に入れるにはどうしたらいいかということを議論したいと思います。

アメリカでは、2020 年と 2021 年で SPAC の IPO が IPO 全体の半分以上を占めたとされています。「SPAC の IPO 件数」をご覧いただきますと、2020 年は 248 件、2021 年は 613 件で、全 IPO に占める SPAC の IPO の件数割合でいくと、53%、61%ということになります。ちなみに、データの出典は、SPAC Research という Web サイト上のデータベースです。また、2022 年は、SPAC の IPO 件数は 86 件で、2023 年はつい最近までの数字で 17 件です。

2020 年に SPAC のブームが始まったきっかけとしては、新型コロナウイルスのパンデミックが 2020 年に生じて、IPO 市場が数カ月にわたって動かないのではないかという懸念があって、不安定な市場の動向に左右されずに資金調達する方法として SPAC が注目されたのではないかという新聞記事もあったりします。これについては諸説あるところかと思いますが、おおむねこのような意見が私には説得的に思えたということで紹介しています。

それから、2022 年には SPAC のバブルがはじけたと言われています。それでも、年に 20～30 件あるというだけでも世界的に見ると十分に多いわけです。多くの国で SPAC の制度自体は認められていますが、アメリカほど動いている国はないということで、年に 80 件とか、2023 年で言えば既に 17 件も IPO が起きているということ自体、十分に多い数字であるように思います。

個人的には、仮に日本で導入したとしても、年に 10 件の SPAC の IPO があれば、十分に多い数字なのではないかと感じているところです。

・政府等における SPAC への関心の高まり

アメリカで普及した SPAC の仕組みを日本にも導入する場合に必要な制度整備について検討することが、政府の「成長戦略実行計画」に盛り込まれました（2021 年６月 18 日）。これを受けて、前述の「SPAC 制度の在り方等に関する研究会」で議論されました。

さらにその後も、政府における「新しい資本主義のグランドデザインおよび実行計画」(2022 年６月７日)では、SPAC を導入した場合に必要な制度整備について、グローバルスタンダードを踏まえて、投資家保護に十分に配慮しつつ検討を進めるというようなことが書かれています。

また、金融審議会の市場制度ワーキング・グループの中間整理（2022 年６月 22 日）においても、SPAC 制度について、海外の動向について継続して情報収集を行うとともに、我が国の市場の特性や投資家保護上の論点を踏まえながら、我が国における導入意義とか必要性を引き続き検証することは適当だというようなことが言われています。ま

た、グローバルスタンダードを踏まえて参加可能な投資家を限定するなど、投資家保護に十分に配慮しつつ検討を行う必要があるというふうにされていました。

このように最近の議論、つまり 2022 年６月頃の２つの政府側のペーパーによれば、基本的には、アメリカの SPAC 制度を直輸入することには慎重であろうとする方向が有力ですが、それらの議論でも、基本的にはアメリカの実務で行われている SPAC を念頭に、日本への導入の是非と導入する場合の諸論点が検討されているということになるかと思います。

・日本の会社の SPAC への関心

それとは別に、市場の動きということですが、日本の会社が関係する SPAC の例ということで２つ紹介しています。

１つ目がソフトバンクグループの SVFC（SVF Investment Corp.３）の SPAC による Symbotic 社の買収というもので、これはかなり成功した事例だと思います。

SPAC は１株 10 ドルから出発しますので、現在 43 ドルというと、約４倍になったということです。また、つい数日前の 2023 年７月 24 日のソフトバンクグループのプレスリリースによると、この Symbotic 社と何かさらなる動きをするということも発表されていました。そこでこの会社自体の説明もありまして、この会社はエンドツーエンド（E2E）の AI 搭載ロボット及びソフトウエアプラットフォームによりサプライチェーンを再構築する自動化技術のリーディングカンパニーということでして、そのエンドツーエンドの自動化システムというのは、高度な視認・検知機能を備えた完全自律型ロボット群で構成されていて、業界屈指のスループット率、かつ 99.9999％の精度で商品の梱包から保管、回収、パレタイズまで行いますということで、倉庫の自動化と言ったらいいでしょうか、ロボット化というか、そういうような会社ということのようです。

また、償還率 85.8％というのは、85.8％の投資家が償還権を行使したということです。裏を返すと、SPAC が会社との合併とか買収をすることを De-SPAC と言いますが、上場したいと考えている Symbotic 社というそれまでは非公開会社だった会社との De-SPAC 後も、14％の株主は残ったという事例です。

また、償還権が行使されると、SPAC から現金で支払う、流出するということになりますので、Symbotic 社、以下では「対象会社」と言いますが、対象会社にとっては De-SPAC による資金調達の意味がなくなってしまいかねないという問題があります。そこで、PIPEs という私募とか、あるいは FPA（Forward Purchase Agreement）、そういった合意に基づいて新株発行するというのもよく行われています。ちなみに、この事例では１株当たり 10 ドルで発行されたということのようです。

また、その De-SPAC について株主総会も開くのですが、このケースでは賛成が 2,378 万株、反対が 174 万株で、賛成が 93％ということですが、この償還率は 85.8％ということでして、2,745 万株が償還権を行使したということです。

２つ目は、SPAC を通じてニューヨーク証券取引所（NYSE）上場を目指す例ですが、2023 年６月 16 日に公表された AP Acquisition Corp による JEPLAN（ジェプラン）という会社の買収というものです。

これはまだ動いている案件ですから、今後どうなるか分かりませんが、このスライド５ページで言いたかったことは、SPAC で優秀な目利き力、つまりその事業の将来の伸びを評価できる力を発揮する日本の会社、グループ会社もあるわけですし、また SPAC で上場したいという日本の会社もあるということです。

ですから、アメリカでは SPAC はバブル崩壊で終わった話だから日本で今さら検討する必要はないと片付けるのは、やや乱暴なのではないかということで本報告をしているというふうにしたいと思います。

・SPAC の一般的なスキーム（概略）

SPAC とはどういうものかということの説明です。（６頁の）左側の図が、東証の SPAC 研究会の資料の引用でして、右側は私のメモです。

アメリカの SPAC の概要ということになりますが、SPAC それ自体は事業を営まない株式会社でして、その株式を公募して資金を調達し、さらに上場して、その後、合併ないし買収の相手方となる会社、要するにベンチャー企業などを探し出して合併・買収を実行する、このことを De-SPAC と言っていますが、その De-SPAC をすることが唯一の目的という会社です。

SPAC が De-SPAC の対象となる会社を選定しまして、対象会社が選定されますと、SPAC の方の株主総会決議の承認を経て De-SPAC が行われるという流れになります。

少し細かく見ていきますと、SPAC の組成ないしスポンサーということですが、SPAC を組成・運営する者をスポンサーと通常言っています。スポンサーは数人のチームであることもあれば、投資顧問のような企業であることもあれば、ファミリーオフィスなどの場合もあるということです。

それから、SPAC の上場に際して、SPAC は株式とワラントをまとめたユニットというものを発行しまして、投資家はまずユニットを取得します。そのユニットは、株式が１株及び１株未満、例えば４分の１株を目的とするワラントによって構成されまして、１ユニット当たり 10 ドルで上場するのが通常です。

また、ワラントは、 De-SPAC 後の一定の期間経過後に、行使価格 11.5 ドルというような数字で De-SPAC 後の会社の株式を取得することのできるコールオプションとして設計されるのが一般的かと思います。

こうして投資家から調達した資金を第三者に信託などして保管されまして、スポンサーはその資金を De-SPAC のため、ないしは償還とか解散のためにしか使うことができないように基本的にされています。

De-SPAC は、さらに種類株式を使いまして、一般投資家が取得するのは、SPAC のＡ種普通株式と通常呼ばれますが、Ａ種株式でありまして、これが上場されるユニットを構成する株式となります。また、スポンサーは SPAC のＢ種株式を取得するということです。

種類株式の権利内容として、議決権制限が使われることがこれまた一般的かと思います。つまり、De-SPAC までは SPAC の取締役の選任に関する議決権はＢ種株式だけ、つまりスポンサーだけが握るということでして、一般の株主が取得するＡ種株式には、取締役の選任に関する議決権は認めないのが通常かと思います。

また、この種類株式は、スポンサーの報酬として機能するように設計されていることが多くて、この仕組みのことを通常「プロモート」と呼んでいます。つまり、Ｂ種株式は De-SPAC 時にＡ種株式に転換されることになりまして、転換時に既存のＡ種株主が 80%、Ｂ種株主が 20%というふうになる割合で転換されます。

スポンサーは、Ｂ種株式を取得する際にわずかな金額、これまた通常、総額で２万 5,000 ドルということが多いと思うのですが、そういったわずかな金額しか出資していませんので、20%分のＡ種株式に転換できることはスポンサーに非常に大きな経済的メリットをもたらすことになります。

また、このスポンサーのＢ種からＡ種への転換請求については、一部を条件付きとすることがあります。例えば、 De-SPAC 後の会社の株価が 15 ドルを上回る日が一定以上の日数がある場合に限り転換できるというように条件付けすることもあります。また、ワラントについても同様の条件が付されることがあります。さらに、IPO のときのロックアップと同じような内容のロックアップの合意をして、 De-SPAC 後一定期間はスポンサーは持株を処分できないというような合意をすることもあります。

また、IPO 時の引受人の報酬とかもありますが、

ここは省略します。

それから、 De-SPAC のスキームについてですが、対象会社の株式の取得とか、事業譲渡、合併など何でもいいということになりますけれども、 De-SPAC によって対象会社が実質的に上場会社となることができることになります。また、その際の買収対価として SPAC の公募時に調達した現金を当てることもありますし、あるいは株対価で SPAC の普通株式を対価とするようなこともあります。また、このときにいわゆるアーンアウト条項を入れていくとか、M&A のときによく行われる様々な工夫を取り入れられることも多いかと思います。

それから償還権ですが、償還権はＡ種の株式に認められることになります。で、Ａ種株主は償還請求すると、１株 10 ドルプラス利息で株式を会社に取得してもらえることになります。具体的には、Ａ種株主は De-SPAC の際に償還請求の意思表示をすることができます。償還請求できる株主は De-SPAC で賛成したか、それとも反対したかを問わないというのが最近では一般的です。その結果として多数の償還請求が行われて、 De-SPAC 時に大量の現金が流出することが多いということになります。

ですので、一般株主のインセンティブとしては、償還請求をすれば１株 10 ドルで買い取ってもらえますから、ダウンサイドリスクは限定されていますし、また、ワラントを SPAC の IPO のときに取得した株主であれば、ワラントについてはアップサイドがとれるわけですけれども、ワラントは、SPAC による De-SPAC が実際に行われる、つまり SPAC が解散しないということに意味がありますので、償還請求をしつつ、 De-SPAC にはとにかく賛成票を投じるということになりがちです。このあたりに問題があるのではないかというようなことをこれから議論することになります。

・17 CFR § 230.419 - Offerings by blank check companies.

この SPAC の仕組み自体について、アメリカにおける証券規制での SPAC 向けの規制というのは存在しません。ただ、SPAC の仕組み自体は、いわゆる「Penny Stock Reform Act of 1990」に基づく SEC 規則の 419 条の規則がありますけれども、それを自発的に守っているものというふうに言われるのが一般的かと思います。これは歴史的な由来というか、たまたまそういう実務が発展したということなのだと思いますが、なるべく規制を受けないように、SEC など規制当局から問題視されないような仕組みを実務が工夫して作り出したということのようです。

1990 年代に登場した SPAC は、もともと規則 419 の適用を受けないように設計されて、そもそも発行者の規模が十分に大きければペニーストックにはそもそも当たらないわけですが、その他の株主の保護に当たるような仕組みを入れたということで、例えば調達した資金を信託とかエスクローで管理する、また償還権を設定するというようなことはまさにそのとおりですし、また期間制限もありまして、SPAC は原則２年間以内に De-SPAC できなければ解散するというのが基本になっているのも、ルール 419 を参照しながら作られた実務と言われています。

・SPAC の魅力

SPAC の魅力、これが本当に魅力なのかが問題なのですが、投資家にとってみると、今後急成長を遂げるかもしれない会社に早い段階から投資できるという意味で、投資の機会が広がるという点に SPAC 制度の魅力があると言われています。

また、SPAC のスポンサーもプロモートという形で巨額な利益を得られるように設計されているわけです。

ベンチャー企業側からしますと、通常の IPO と比べるとより簡単に上場できる魅力があるということもよく言われていますが、ここは若干議論のあるところです。

IPO と比べると、SPAC を利用する場合にはプライシング、値付けの問題についての確実性が高い。

つまり、合併とか買収の通常の M&A の合意ベースでの値付けをしますので、IPO におけるブックビルディングとは違う値付けの仕方をするということで、ここが特徴になるかと思います。

それから、将来の業績予測に基づく企業価値評価が行われるということです。通常の IPO の場合は過去の業績の実績に基づく企業価値評価を受け入れるわけですが、SPAC のときには、過去のデータはほぼない会社が多くて、むしろ将来の業績予測という予測ベースの話をしていくことが多いと今まではされてきています。それは将来情報に関するセーフハーバーの規定の適用があるか、ないかみたいなことで議論されているところで、ややアメリカの特殊な問題ではあります。

そういった特徴があって、それぞれの関係者にとって魅力的だから、これほどはやっているということになるのではないかと思います。

・SPAC の実証研究：Gahng et al (2023)

では、実際どういう状況なのかということでいろいろ実証研究が行われていますが、ここでは、Gahng ほかによる「The Review of Financial Studies」にそろそろ掲載されるはずの論文を紹介しています。ざっくり言いますと、まず、SPAC の IPO から De-SPAC までの期間は、プラスのリターンが得られる。しかし、 De-SPAC 後のパフォーマンスはマイナスであるということです。また、ワラントは基本的にプラスのようです。

また、De-SPAC のときに新株発行をしていくわけですけれども、そのときに引き受けた投資家のことを PIPE 投資家と書きましたが、その人たちは単純平均で 9.3%のリターンを得ているようです。この論文では、 De-SPAC 時の市場価格の 20%のディスカウントで取得しているのが平均なのだというようなことが書かれていました。

それから、スポンサーは年換算で、 De-SPAC 後１年後までで年率でリターン 113%ということです。これは計算の仕方にもよるということにはなるかと思いますが、スポンサーはかなり大きな利益を平均的に得られるということです。

このスライドはお配りしていないものでして、PIPE について発行価格をディスカウントするというふうに先ほど紹介しましたが、最近はむしろ少数派のようです。

これも SPAC research というサイトのデータに基づく直近 11 件の De-SPAC がクロージングした事例ですが、そもそも PIPEs を使っていないのが３件ありまして、PIPEs を使ったのが８件、そのうちの６件は１株当たり 10 ドルで行っています。１株当たり 10 ドルで発行するということになりますと、SPAC の既存株主にとっては特段問題ないというか、希釈化による経済的な不利益は被らないということになります。逆に、例えば１株当たり７ドルで発行するということになりますと、日本法的に言うと有利発行になります。

あと、SPAC と IPO を比べたときにコストが安いかどうかというようなことが議論されているわけですが、一般的には IPO より SPAC の方がコストが安いというふうに言われているけれども、計算の仕方によってはそうとは言えないというのが、この論文の特徴というか、主な主張ということになりますが、ちょっとここは省略したいと思います。

以上のデータなんかをもとに時期を３段階に分けたのが 12 ページの図です。①の１段階目が、SPAC の IPO から De-SPAC までですけれども、その間に、要するに SPAC の IPO 後に株を取得して De-SPAC の前に株を売るないしは償還権を行使した人たちは、特段不利益は被らないということです。償還権があるので、保護されているということになります。

②は、 De-SPAC 後に株を取得した人たちですけれども、基本的に De-SPAC 後の会社は業績が悪いことが多いです。ただ、「より長期で見るべきか」と書きましたが、SPAC のブームが直近ですので、もう少し５年、10 年という単位で見ないといけないのではないかという気もしています。他方で、業績が悪いというのはせいぜいここ３、４年ぐら

いの出来事だとして見ても、そのこと自体は新興企業に共通の現象でありまして、伝統的な IPO を行った会社であっても業績が悪いことも多いわけですから、このこと自体も、SPAC 特有の問題とは言い切れないということです。

③が一番問題がありそうでして、 De-SPAC 前に株を取得したけれども、 De-SPAC 後も株を持ち続けているというタイプの人たちです。この場合、De-SPAC 後に株価が 10 ドルを下回るというのが平均値で見ると非常に多いわけです。また、SPAC の IPO のときに株を取得する人の中心はヘッジファンドだと言われていますが、要するにプロ投資家、機関投資家の多くは償還権を行使して残らないというのが一般的です。残っているのは恐らくアマチュア投資家であろうと言われています。そうすると、アマチュア投資家の負担の下にこういう仕組みが行われているのではないかというようなことが言われたり、問題視されたりするところです。

そのときにどういう制度の在り方があるかということを考えるということで、本日の報告では、主に③のところにフォーカスを置くことにしたいと思います。

・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」

このスライドは東証の研究会の論点整理です。多岐にわたる論点がありますし、また、一つの論点についての回答によっては、別の論点の選択肢が変わってくる可能性もあるので、パッケージで考える必要があるのではないかと思っています。

・検討

そこで、私が重要と考える３つの問題に焦点を当てたいと思います。１つ目が、 De-SPAC 時の株主承認と償還権の在り方。２つ目が、スポンサーのインセンティブないしは利益相反の規律の在り方。３つ目が、 De-SPAC 時の情報開示規制の在り方です。

検討の前提としては、アメリカの SPAC をモデルにしつつ、修正を加えるということです。また、SPAC の IPO 時に SPAC 自体の上場審査が行われるということも前提にします。さらに、 De-SPAC 時に対象会社を買収した後の企業、合併後の企業自体ももう一度上場適格性の審査があるということも前提にしておきたいと思います。これが本当に可能なのかとか、タイムフレームワークの中で実務上回るのかとか、そういう論点もあるでしょうけれども、それはできるという前提で前述の３つの問題にフォーカスを置きたいと思います。

２．De-SPAC 時の株主承認と償還権の在り方

・問題の所在

実際には、De-SPAC は賛成多数で可決されるのが一般的ですけれども、大半の株主が償還するというケースが多いということでありまして、実証研究によれば、IPO で調達した資金の 73%が償還請求されているというデータもありますし、直近のデータを見る限りは、もっと多くの償還請求の割合が行使されているように思います。そうすると、一言で言いますと、De-SPAC についての株主総会による承認決議がエンプティ・ボーティングになっているということです。

エンプティ・ボーティングになる理由ですが、SPAC の株式にはそもそも償還請求権が与えられており、またワラントを持っている株主も一定数いる。そして、株主は償還請求権を行使して SPAC からの退出をしつつ、 De-SPAC については賛成する投票をすることが多いということになります。

なぜかというと、先ほども言いましたが、SPAC の IPO の際に株式と同時に取得したワラントの価値を保持するためには、 De-SPAC に賛成票を投ずることが合理的だからです。その結果として、De-SPAC 自体、例えば合併という選択肢だったとしても、その合併が SPAC の株主にとって有利かどうかとか、その企業価値が上がるか下がるかとか、そういったことと関係なしに、とにかく賛成して、償還権を行使して、株価が上がればワラントを行使することになりますから、De-SPAC につ

いての株主総会というのは行われるけれども、完全なエンプティ・ボーティング状態になっている。そうであるがゆえに、１株当たりの価値が１ドルとか２ドル、ないしは0.何ドル、それぐらいになってしまうような De-SPAC というのも結構たくさん承認されているという状況にあるのではないかということです。

また、スポンサーもとにかく De-SPAC を成立させるインセンティブがあるという状況にあります。なぜかといいますと、プロモートすると、スポンサーは収入を得ることができるということは冒頭で説明したとおりです。他方で、 De-SPAC が実行されずに SPAC が解散になりますと、報酬はありません。もっと言うと、最近の SPAC 実務の一般というのは、といっても私が実務を知っているわけではありませんが、書かれているものを見る限りでは、スポンサーがさらにたくさんの出資をして、要するにＡ種株式も取得して、それを使って運転資金を担っているというようなことも行われていたり、あるいは SPAC の IPO のときの証券会社等の引受人に対する報酬を払ったりというようなこともしますから、持ち出しもかなりあるということで、SPAC が解散になると、無報酬どころか、赤字に終わることになりますから、とにかく De-SPAC をさせようというインセンティブがあるということになります。

SPAC の投資家は、ヘッジファンドの多くは償還請求をするか、 De-SPAC の前に市場で売却するということをします。そうしますと、アマチュア投資家の不利益の下にその他の SPAC 関係者が利益を得ているのではないかということで、アメリカでは、特に学界及び SEC でも議論がされていて、アマチュア投資家保護をどう設計するかというようなことが議論の対象になっているかと思います。

他方で、もう少し突き放した見方をすると、そもそも De-SPAC に株主の承認が必要なのかということが問題になりそうです。株式の取得というだけであれば、アメリカの会社法上も、株主総会の承認は不要なことが多いと思いますので、わざわざ株主の承認という仕組みを作っておきながら、結果的にエンプティ・ボーティングになっていて機能していないということ、そもそもなぜ株主の承認を求めているのかという疑問が出てくるように思います。

また、賛成株主にも償還請求を認めることになっているのですが、これも、アメリカであれば買取請求制度があって、会社法上の買取請求制度であれば、反対株主にしか基本的に認められないわけですから、なぜ賛成株主にも償還請求が認められるのかが疑問になってくるように思います。

・アメリカの上場規則の変遷

これはたまたまというか、アメリカの上場規則の変遷というか、そこに由来するということになるのではないかと思います。SPAC の仕組みは、1990 年代前半にスタートしたようでして、当時は SPAC は OTC ブリティンボードのみで取引されていまして、NYSE などでは上場は認められていませんでした。

SPAC は、これに適用される特別の規制はなかったのですが、次のような投資家保護の仕組みを採用するのが一般的でありました。１つ目が、 De-SPAC について株主総会で過半数の賛成を得ることが必要だということ。２つ目が、 De-SPAC について反対する株主に償還権を認めること。３つ目として、所定の割合（例えば 20%から 40%程度）以上の株主が償還請求をしないこと。これらが De-SPAC の要件になっていたようです。

その後 2005 年には、アメリカン証券取引所が SPAC の上場を認めたということがあります。

2008 年には、ニューヨーク証券取引所と NASDAQ でそれぞれ SPAC の上場を認める上場規則が採択されます。

2008 年のニューヨーク証券取引所の上場規則では、① De-SPAC について一般株主の議決権の過半数の承認が必要であること。② De-SPAC に反対票を投じた一般株主には、 De-SPAC が多数決で承認されたときには償還請求権が認められること。と

いうことで、反対株主に償還請求を認めなければいけないということは書かれていましたが、賛成票を投じた者の償還権を認めないとかといったことは何も書かれていませんでした。

③一般株主がそのグループの持ち分と合算して償還請求権を行使できる株式の上限（10%以上）を定めることが認められること。④一般株主の所定の数（40%以下）を超える株主について償還請求権が行使されたときは De-SPAC を行うことができないこと、が定められていました。

これらの上場規則について SEC は、一般株主が De-SPAC に関する経営陣が決定を承認すること、及び反対する場合には救済が得られることを確実にするものだというふうに評価しまして、一般株主の保護にとって有益なものだから、これを認めるという規則改正を認めたということが付されました。

同じ年の NASDAQ の方の上場規則は、前述の NYSE と少し違いまして、①と②については同じですけれども、③については規定がありません。④についても規定がないわけですが、De-SPAC について社外取締役の過半数の承認を必要とするという別の要件を課すことにしました。SEC は、この NASDAQ の上場規則についても、投資家の保護をするものと評価して認めたということです。 De-SPAC を巡る上場規則は取引所によって差がありましたので、ある意味、取引所間の競争の側面があるということです。

その後、ヘッジファンドとかアクティビストが SPAC 株式の買い集めをしまして、 De-SPAC のときに反対するぞと脅して、代わりに利益供与を要求するというグリーンメールが行われたということを NASDAQ が報告しまして、2020 年に NASDAQ が上場規則を改正します。

具体的には、第１に、 De-SPAC についての株主総会を開催せずに、しかし従来の反対株主の償還請求権を保障するために、自社株買いの公開買付けをすることを認めることにしました。つまり、De-SPAC について反対意見を持つ株主は、自社株買いの公開買付けに応募すれば、償還請求したのと同じ状況になるということだからです。

さらに、償還請求をすることができる一般株主から 10%を超える株式を保有する者を除外するということで、これがグリーンメール対策のルールということになります。

その後、証券取引所に上場した SPAC の償還請求権の行使率は大体６割から７割ぐらいということでした。そうしますと、NYSE の方の基準をこれでは満たさない、De-SPAC が認められないということになりますが、そこで NYSE の方では、規則改正をしまして、要するに、NASDAQ の規則だと償還請求権の行使率の上限の制限はありませんでしたので、NYSE の方でも利用の条件を廃止するということが行われ、また NASDAQ と同じように、株主総会を開催せずに、自社株買いの公開買付けをすることを認めるということが行われました。

以上のように、 De-SPAC についての株主総会による承認と償還請求については、当初のニューヨーク証券取引所の上場規則では、償還請求が多ければ De-SPAC はできないということにされていましたので、私の言葉で言うところのスクリーニング、非効率なものが止まるというのが株主総会レベルで行われていたわけです。しかし、償還請求の行使率の上限の規制がその後廃止されましたので、今日においては、このスクリーニングはほぼ機能していないと言えると思います。

また、償還請求権は、 De-SPAC に反対する株主の保護のために導入された制度と言えるわけですが、賛成株主も償還請求できるようになっているのが通常でありまして、規則上も、株主の反対と償還請求の結び付きを求めるようなことは一度もありません。

なお、制度としては、自社株買いの公開買付けの方法が認められていますが、実際には、償還請求の行使による方法が行われるのが通常であり、株主総会も開かれるのが通常ということになります。

・改善は必要か？

De-SPACについて、今の点に関する株主総会の在り方等に関して改善は必要かということですが、De-SPAC について株主総会の承認を要求する理由は、SPAC投資家の保護のためということです。ただ、この株主総会がエンプティ・ボーティングのせいで機能しないのであれば、SPAC投資家の保護の目的は達成できないことになりそうです。SPAC投資家の保護の目的で株主の多数決によって De-SPACを実行するかどうかを決定する制度を前提にするのであれば、何らかの改善はすべきということになりそうです。

ところが、 De-SPACについて株主による是非の判断を要求する必要性があるのかどうか、それ自体は自明のことではないように思います。 De-SPACの実務の変遷において概観しましたとおり、当初は De-SPACについて株主総会の承認を必要とすることから出発しましたが、自社株買いという形を裏返して株主総会の承認は必須ではなくなったという経緯があります。また、償還権の行使割合が一定水準以下であることを要件とする上場規則もありましたが、その後廃止されたという経緯があるわけです。つまり、株主レベルでのスクリーニングを制度として要求するのはやめていく方向に実務が発展し、それでも、2020 年、2021 年のような SPAC の大流行があったということになります。

そうしますと、結局、投資家保護としては償還権があることこそが重要であって、 De-SPACの是非について株主全体の承認を要求する必然性があるとは言えないように思います。

また、SPACは、企業への投資という意味ではベンチャーキャピタル（VC）ファンドと比べますと、少し共通点があるわけですけれども、VCの場合はファンドマネージャーのジェネラルパートナーがどの企業に投資するかを判断するのでありまして、ファンドに投資する LP には発言権がないのが通常です。そうだとしますと、SPAC投資家保護の方策としては、SPACの株主総会によるスクリーニングとは別の方法で代替することもあり得るようには思います。

つまり、SPAC株主に償還請求権を認めるわけですから、SPAC投資家の保護はそれでいいのだという政策判断もあり得るだろうと思います。SPACの株式を取得した株主は、償還権を行使すれば投下資本の回収をできて、しかも元本保証ですから不利益は全く被らないわけですので、 De-SPACの具体的な内容を見てから償還権の行使をする機会が確保されていればそれでよいというのも一つの割り切りとしてあり得るかと思います。

ただ、そういう割り切りをする場合であっても、SPACの投資家が償還権の行使を適切に判断するために必要な情報と時間は確保されている必要があるわけです。

また、SPACのスポンサーや取締役のインセンティブを SPAC 投資家の利益と一致させるように設計する、改善するということも必要になりますし、またそれで足りるのかということもありますけれども、こういう方向で考えていくというのもあり得そうです。

そうだとしても、例えば今、SEC などでどういう議論をされているかということを次に紹介したいと思います。

・償還請求権の行使割合が半数以下であることを De-SPACの前提条件とすべきか

De-SPAC のエンプティ・ボーティング問題の改善策は、学説も含め様々な議論がありますが、時間も大分迫ってきましたので、これだけ紹介したいと思いますが、償還請求権の行使割合の上限規制を導入して、少なくとも半数の株主が会社に残りたいと考えている場合にのみ De-SPAC の実行を認めるように取引所の上場規則を改正するということが提案されています。

この提案は、先ほど紹介した 2017 年改正前のニューヨーク証券取引所の上場規則に近い、ないしはそれを少し厳しくするものです。 De-SPACを承認するかどうかの株主総会もあるのですが、償

還権の行使割合の方で決めましょうということをするわけです。実証研究を見る限りは、償還請求権の行使割合が高い De-SPAC は、その後のパフォーマンスも悪い。逆に償還請求権の行使割合が低いときはその逆だということです。そうだとすると、どうも償還請求権の行使割合の高い、低いが一つの重要な分かれ目というか、 いい De-SPAC かどうかの判断要素になるということだと思いますが、そういうこともあって、償還請求権の行使割合を基準にするというような提案がされているということです。

ただ、この考え方も、完全に好ましいものなのかは自明ではないということのように思います。償還請求権を行使するかどうかについての経済合理的な株主の判断というのは、 De-SPAC 後も株主として残ることによって得られる利益ないし不利益と、償還請求権を行使することによって得られる利益の比較によって行われるはずです。償還請求権を行使することで得られる利益というのは、実は利息にすぎないのですけれども、リスクはない。また、ワラントを持っていれば、ワラントからの利益はあるということになります。

他方で、株主として残る場合にはリスクがあるわけでして、仮に株主として残った場合の期待値が償還請求権を行使した場合に得られる金額を上回る場合であっても、例えばリスク回避的な投資者であれば、償還請求権を行使した方が効用が高いということになりますから、償還請求権を行使するという場合が含まれるはずです。

つまり、償還請求権を行使するかどうかという株主の判断は、必ずしも De-SPAC の効率性、つまり De-SPAC 後の会社の 1 株当たりの価値が 10 ドルを上回るかどうかという判断と一致する保証はどこにもありません。つまり、SPAC の IPO に応じた投資者の中には、当初から償還請求によって得られる利息だけで満足するような投資者もいるわけでして、そういう人たちが多ければ、それだけ償還請求権の行使割合は高くなってしまうことになりますから、 De-SPAC の効率性とは無関係に償還請求権が行使されることになります。

要するに、SPAC 投資者保護のための重要な仕組みである償還請求権があることによって、SPAC の株主は、ある意味、エクイティ投資をしているのではなくて、デットの投資をしているという側面が強いという特徴がありまして、そのような特殊な属性の株主による判断に期待するのにはそもそも限界があるのではないかと思うようになったということです。

その他、学説上の議論もありますが、この辺は全て省略させていただきます。

・検討

SPAC 制度を日本に導入する場合、アメリカの例に倣って償還請求権を株主に与えるかどうかが一つ大きな分かれ目になります。反対株主にのみ償還権を認めればいいのではないかということで、シンガポールでまさにそういう提案が一回されたのですが、パブコメの段階で反対が強くて、導入されませんでした。

SPAC の IPO に応じる投資家は、償還権があるから投資しているのであって、それが反対株主だけに限定されることになってしまうと、SPAC がそもそも成り立ちませんよ、SPAC の株を取得しませんよということなどが主な反対意見だったようです。どうもこの償還権に手をつけるというのは、SPAC 制度の何か存在意義に関わるようなことのようですので、ここでは、償還権はあるという前提で考えてみたいと思います。

そうしますと、 De-SPAC についてわざわざ株主総会の承認を要求する必要があるのかということについては、あまり意味がないのではないかと思えるところです。意味があるとすると、例えば De-SPAC に関する情報伝達のルートとして株主総会の手続を使うことが効率的だとかいうのはあるかもしれませんが、あえて株主総会とか、あるいは株主意思確認総会というフォーマットを使う必然性はないということになるのではないかと思います。

要するに、株主総会に関するエンプティ・ボーティング問題はあるけれども、ここは機能していないということを確認すればいいのであって、ほかのところでスポンサーのインセンティブを改善したり、あるいは償還権の意思決定がきちんとできるような自己責任の前提が整えられているかということにフォーカスを置けばいいのではないかというのを、一つ目の論点として提示させていただきたいと思います。

会社法上の合併とか会社法上の株式交換を行うことになると、これは通常の株主総会がもちろん必要になりますし、通常の買取請求が発生することになりますが、わざわざこういうことをする人が出てくるのかやや疑問に思いますので、ここは省略させていただきます。

３．スポンサーのインセンティブ・利益相反の規律の在り方

・スポンサーの利益と一般投資家の利益

スポンサーの利益と一般投資家の利益が対立するということでして、スポンサーは２万 5,000 ドル出資をしまして、 De-SPAC が実施できると、「時価総額×20%」としていますが、これは実はほかの PIPEs の投資家だったり、あるいは De-SPAC 自体が株対価でやったりしますと、もうちょっと希釈化もあり、スポンサー自身の割合が減るのですが、単純化のために「時価総額×20%」と書きました。ポイントは、１株当たり 10 ドルを超えるかどうかに関わらず利益が発生するのが通常であるということで、例えば１株当たり３ドルとか５ドル、そのぐらいの価値にしかならない De-SPAC であっても、とにかくスポンサーとしてはやった方がいいというインセンティブを持っているということです。

一般投資家は、１株当たり 10 ドルを超えないと意味がないということになります。ですから、ここで対立することになります。

ただ、 De-SPAC における利害対立、利益相反という問題と MBO とかにおける利益相反とは構造が異なります。MBO などの場合は買い主と売り主の利害が正面から衝突するというものですが、ここで言う SPAC のスポンサーの利益相反というのは、一部の場面に限定されます。

つまり、１株 10 ドルを超えるような De-SPAC になるのを価値上昇型と呼びますが、価値上昇型の De-SPAC をすることがベストであるということは、SPAC 株主もそうですし、スポンサーにとっても同じです。そうしないとワラントが行使できなかったり、様々な成功報酬を入手できないということですから、そちらを受け取れる方がハッピーであるのは明らかですから、ここでは対立はないわけです。対立するのは価値減少型の De-SPAC で、１株当たり 10 ドルを下回るような結果となる De-SPAC であっても、スポンサーとしてはやった方がいいということになっているので、ここで SPAC 株主、一般の株主とは対立することになります。

・In re Multiplan Corp. Stockholders Litig.,2022 Del.Ch.LEXIS１(Del.Ch.Jan. ３,2022)

このような利害状況にあることについて、SPAC を巡る判例法理はこれから形成されていくところだと思います。また、SPAC を巡る訴訟は証券訴訟と会社法上の訴訟の２つあるようでして、恐らく証券訴訟の方が多そうです。

会社法の方の話として出てくるのは、取締役ないしは支配株主の責任という文脈で判例があるのですが、これは衡平法裁判所のレベルであって、しかも却下申立てを棄却したというだけですから、実質的な判断は何もされていないのですが、このような場面において利益相反問題があること、それから、その場合には完全な公正性の基準を適用するらしいこと、どうもそういう方向で理解されることが明らかになりつつあるということです。

この事案の紹介とかはちょっと省略させていただきます。

・利益相反に係る開示規制の SEC の提案

SEC の提案としては、利益相反に係る開示として充実させるという提案などがされたり、あとは De-SPAC の公正性に関する情報開示を充実させるということで、例えばフェアネスオピニオンを入手したのであれば、それを開示させるとか、そういった形で利益相反情報の開示を充実させるということが提案されているようです。

「注意点」と書きましたのは私のコメントですけれども、こういった情報が開示されたとして、一般のアマチュア投資家が開示情報を理解できるかということですが、これはなかなか難しかろうということになります。そうしますと、SPAC じゃない、通常の会社の場合の情報開示について、アマチュア投資家が直接情報開示を読んで理解できなかったとしても、その情報というのは株価に基本的に反映されることになりますから、一般の理解できない投資家も、株価は信用して、株価さえ正しければ間接的に保護されることになるのですが、SPAC の場合、そのメカニズムが機能できないというところに限界があるということに注意が必要です。

つまり、償還権がありますので、株価が 10 ドル以上で形成されがちだからです。ですから、1 株当たりの価値を下げるような価値減少型のものであっても、株価は 10 ドルを超えている。したがって、利益相反の問題になるような情報が開示されたとしても、株価が 10 ドルを下回ることはまず考えられないので、情報開示自体を理解する必要があるのではないかということになりそうです。それで、情報開示規制による利益相反問題の対応というのはやや限界があるのではないかということです。

・日本での検討の前提

結局、日本で考えたときにどうかということですが、会社法上の責任ないしは不法行為上の責任ということで、SPAC のスポンサーは、通常支配株主ですけれども、支配株主の責任ないし義務ということについて何か新しい法理とか立法がされない限り、状況は変わらない。

・SPAC の取締役の会社法上の責任

裁判で争うというのもハードルはそれなりに高そうですし、SPAC の取締役の会社法上の責任と言ってみたところで、ほかの企業の買収をするということなので、経営判断原則が適用されそうです。もちろん利益相反の問題がありますから、意図的に１株当たり 10 ドル未満になる De-SPAC をやることで自己ないしは第三者の利益を優先して、虚偽情報なんかも開示していましたというようなときであれば、損害賠償責任を問われることはあるのかもしれませんが、あまり期待はできないのではないかということです。

・取引所規則の設計の検討

そうだとすると、結局、取引所規則でスポンサーないしは SPAC の取締役のインセンティブを調整するような規則を用意していくという方向しか、できることはなさそうです。例えば、

①スポンサーに一定割合以上のＡ種株式を保有させる。

②スポンサーに De-SPAC 後６か月～１年程度は売却禁止のロックアップを要求する。

③スポンサーのプロモート（Ｂ種株式）について De-SPAC の承認についての議決権行使を認めない。

④ De-SPAC について、SPAC の独立取締役の過半数の賛成を要件とする。

①はアメリカの実務では一般的に既に行われていることですが、規則などでは特に義務付けられてはいません。最近規則改正を行ったシンガポール取引所ではこれを規則化していますので、そういったようなやり方も一つのやり方かと思います。

②もアメリカでは一般的ですが、シンガポールでは義務付けされました。

このような方向でできることはやった方がいい

ということになりますが、完全な解決は不可能です。完全な解決というのは、１株当たり 10 ドルを超えるようなときは実行し、そうならない、１株当たり 10 ドルを下回るようなときにはなるべく行わないという方向で動機付けるような仕組みというのは、取引所規則をもってしても、現実的にはなかなか難しそうだなと思います。

翻って考えますと、利益相反について情報開示されていて、また、株価による間接的な保護が機能しないとしても、きちんと全て情報開示されていたのであれば、また償還権もあるということだとすれば、投資家の自己責任としてもいいのではないかという、ちょっと前のめり的な発言をあえてして、これが最終結論かどうかはともかく、そういうふうに問題提起してみたいと思います。

４．De-SPAC 時の情報開示規制

・問題の所在

De-SPAC 時に償還請求するか、残存するかの判断は、法的には償還権行使の有無ということですが、経済実質的に見ると、ベンチャー企業の株式を買うかどうかの投資判断と全く同じことをしているわけです。

しかし、 De-SPAC の際に、対象会社が有価証券届出書を提出するわけではないはずです。例えば、SPAC が対象会社を現金対価で合併する場合なんかを想定していただければと思います。

伝統的な IPO であれば、この場面で発行開示規制がかかってくるわけですから、発行開示規制に基づく情報開示が行われ、またそれに対する違反についての救済などもあるわけですが、 De-SPAC ではそれを迂回できてしまうということになります。

ですから、IPO と同等の情報開示の確保及び違反に対する救済、そして制裁というのも確保すべきだと思いますから、SPAC を導入するのであれば、SPAC 専用の何らかの制度を作って金商法改正をした方がいいと思います。

実際、SEC も同じような問題意識で規則改正の提案をしていました。要するに、伝統的な IPO の場面と情報開示規制の差がないようにするべきだという発想は、SEC でも取られているということです。

・フェアネスオピニオンの限界

フェアネスオピニオンを取ったならば、それを情報開示するべきだという SEC の提案がありましたが、一般的な M&A のフェアネスオピニオンと内容は違うものであるはずなのに、そうなっていないということで問題があるのではないかという論文があるという紹介です。

つまり、 De-SPAC の後に１株当たり 10 ドル以上の価値となるかどうかということこそが、ここの局面で一般投資家保護の観点で一番重要な話ですけれども、フェアネスオピニオンを書く人の判断すべきこととしては、 De-SPAC の影響ももちろんですが、それに併せて行われる PIPEs がどういう条件で行われるのか、あるいはプロモートはどうなるのか、ワラントの行使はどうなるのか、あるいはもっと言うと、アーンアウト条項が入っていたら、それが行使されたときにどうなるのかとか、いろいろあるわけですが、そういうものも全部織り込んで評価していく必要があるということになります。

これらの作業、特に PIPEs とプロモートとかと一緒になって M&A のフェアネスオピニオンを書くというのは普通ないと思いますから、通常の実務とは違う内容が求められることになります。

しかし、この Tuch（2023）の論文を読む限りでは、先ほどの SEC の提案が出てから、アメリカの De-SPAC では自発的にフェアネスオピニオンを取って開示している例が多いようですが、一般的な M&A のときの買収者にとってフェアな条件であるというオピニオンが出ているにとどまっていて、SPAC にとってフェアであるという１株当たり 10 ドル以上かどうかとか、そういうことについての目配りができていないものが多いのではないかという問題が指摘されていたりします。

また、SPACの対象企業の事業計画は楽観的過ぎるものが多いと言われています。要するに、過去の売上高がゼロだけれども、５年後から非常に売れますというような会社が多いので、DCF 法とかで正確な算定ができない可能性が高いし、現にそうなっているのではないかということで、フェアネスオピニオンとかもありますが、どこまで頼れるかには限界があるということです。

５．その他については省略させていただきまして、非常に雑駁でしたけれども、私からの報告は以上とさせていただきます。

〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜

【討　論】

○黒沼　　飯田先生、ご報告、どうもありがとうございました。

アメリカと日本の SPAC の現状と最新の議論を整理していただいたうえで、３つの論点についてそれぞれご提言をいただいたものだったと思います。後半は相当省略されましたが、せっかく資料を出していただいていますので、その部分も含めて、もし可能であれば議論をしたいと思います。

内容的にもかなり難しい内容を含んでいたと思いますので、２つに分けて、前半と後半で論点を少し分けて質疑応答をしたいと思います。まず、SPACの仕組みやアメリカの実務、それから検討事項の１番目の株主の承認と償還権というところ、スライドで言いますと１から 29 ページの範囲内でご質問・ご意見等がありましたら、よろしくお願いします。

【SPACのスキームと投資者保護】

○船津　　大変貴重なご報告、ありがとうございました。不勉強なもので、SPAC自体どのようなスキームなのかというのがいま一つ分かっておりませんので確認させていただきます。

個人投資家はユニットに投資する、そのうえワラントももらえると、そういう構造であるというように伺ったのですが、このワラントが位置付けとして投資家あるいは制度全体としての重要性を持っているのかということについてお伺いしたいと思います。

といいますのも、とりわけ一番の論点だと思われる議決権行使のインセンティブというところで、ワラントを持っているから、株は償還してもらうけれども、ワラントは持ち続けられていて、かつ償還しているくせに De-SPACには賛成するというところが問題というか、インセンティブのゆがみのようなものが生じているのであれば、単純に考えますと、こんなインセンティブは付けなければいいじゃないかというふうに思わなくもないのですね。

償還ができるということであれば、先ほど来飯田先生も元本保証的なというふうにおっしゃっていたかと思いますが、あくまで元本保証的なものは償還でできるということであり、かつ、 De-SPAC後も株を持っているのであれば、少なくともその株に対する投資ということで、それ以降の値上がりとかといったものについては、アップサイドはそこで取れなくもないわけですけれども、言ってみれば、ダウンサイドを取らずにアップサイドだけ取れるというのがワラントだとしたときに、このワラントがあるからこそ構造がゆがむんじゃないかと。だから、これをなくしてしまえば、この問題はある程度は解決するのではないかという気がします。いや、やっぱりこれは一般投資家を引き寄せるうえでは大変重視されているのだという位置付けであるのか、それとも、理論的にそういうふうに言われているけれども、これだけがインセンティブのゆがみの要素じゃないよという話なのか、ワラントの De-SPACにおける位置付け、重要性というものについてお伺いできればと思います。よろしくお願いします。

○飯田　　ワラントがなければエンプティ・ボーティングはほぼ解決できるのではないかということですが、かなりの解決になると思います。

他方で、償還権をなくすことへの投資家の反対が大きかったというシンガポールでの例を前提にしますと、同じような話でして、結局こういうスイートナーがなかったら買いませんよという話なのではないかということでして、要するに、ワラントでアップサイドを取れますよというのもセットになっているから投資しているんです、みたいな話が関係者からよく言われているようには思います。ですので、それは事実の問題だと思います。

De-SPACのときの株主総会の意思決定をゆがめるという意味でワラントがあるのは大きいのではないかという分析は、まさにおっしゃるとおりだと思います。ですから、もし可能であれば、償還権は認めるけれども、ワラントはありませんよというもので SPAC を組成すれば、多少株主総会で機能する可能性は、ワラントがあるときに比べれば出てくると思います。

ただ、いずれにしろ償還で出て行く人たちだけの多数決ですから、そこで何か意味のある決定がされることを期待することに限界があるのは変わらないのかなというような感触です。

○舩津　　その点に関して、株主総会でもそうなのですけれども、償還率でスクリーニングするというお話もあったと思うのですが、そこでもやっぱり償還される対象はあくまで株式であって、ユニットではないというか、ワラントを含めたものではないということですね。そうすると、償還のときでもやはり、償還率自体はそれである程度の意味は持ってくるのかもしれないけれども、ワラント自体が消されるか、消されないかということまで含めた方が、より償還率の指標としての真実性みたいなものが上がったりするのかなと思ったりもするのです。仮に日本の制度設計をするとしたときに、やはりワラントは必須だと飯田先生も思われるのか、あるいは De-SPAC との関係での構造でそこはあった方がいいのか、なかった方がいいのか、どういうふうにお考えでしょうか。

○飯田　　繰り返しですけれども、株主の判断にどこまで期待するかというところにもよるのですが、一番単純にもし可能であればできたらいいと思うのは、結局、償還権もなしで、ワラントなんかもなしで、普通の株主総会で判断すればいいということです。そうすればあまり問題ないというか、 De-SPAC の株主の意思の問題というのは、今日議論した論点は何もなくなるということになるかなとは思います。

しかし、それの前提を取らないとすると、償還権がありますねという話になってきてしまいます。もちろん、日本で入れるとしたら、ワラントは認めませんよというのは、一つの選択肢だとは思います。

○舩津　　ありがとうございました。

○伊藤　　ご報告ありがとうございます。

スライドで言うと 12 ページで、SPAC あるいは De-SPAC 後の会社への投資者を３つに分類して、①、②、③それぞれ保護がどういうことになるのかという図を説明していただいたと思います。ワラントの有無は置いておいて、償還権は必ずあるとして、この仕組みによって結局主に損害を被りそうな投資者はどのような投資者で、それは基本的にどういう理由によるものなのかというのが、ちょっと私は分かりづらくて、ご説明いただければありがたいのですけれど。

○飯田　　SPAC のスポンサーを有名な人たち、例えば有名なバスケットボール選手がやっていたりして、あの人がいいと言っているのだから俺もついていきたいみたいな、そういうタイプの人たちが、要するに③の人たちが De-SPAC の前に株を買って、ついていきますと言ってついていったけれども、株価が紙くずのようになってしまうというようなパターンのときに紛争が起こるわけです。ですから、一言で言うと、SPAC とか De-SPAC の仕組みがよく分かっていないような人たちがうっかり買ってしまうと、損をすることはありますねという、そういうことだと思います。

○伊藤　　なるほど、分かりました。ありがとうございます。

○齊藤　　大変詳しく、また分かりやすくご説明

いただきまして、ありがとうございました。

先生のご報告を十分に理解できているかどうか心許ないところもございますが、２つの側面が問題となっているように思いました。一つは、望ましい De-SPAC に向けてスポンサーや SPAC の取締役が誠実に行動するように規律づけることはできるか、という、言ってみればデューティ・オブ・ケアの話で、もう一つは、利益相反の話です。

利益相反の部分は後半で取り上げていただいているので、伊藤先生のご質問とも重なるのですが、ここでは前者についてご質問いたしたく存じます。エンプティ・ボーティングは、SPAC の目的に沿ってスポンサーや SPAC の取締役が誠実に行動してくれるという点はどこで確保されているのかという問題に関連していると理解いたしました。

非効率な De-SPAC が行われがちであるとして、それをどう阻止するかという問題であるわけですが、伊藤先生や舩津先生のご質問にも関連するのですけれども、投資家保護について、償還権を適切に行使することで自衛をするということを確保するのであれば、非効率な De-SPAC が行われてしまうとしても、その非効率性は後日市場で淘汰されるところにゆだねる、と割り切ってしまえばいいのではないか。非効率な De-SPAC がエンプティ・ボーティングの問題によって助長されてしまうという問題について、確かに、情報開示は充実する必要はありますが、情報に基づく投資家の償還権行使の機会が確保されているのであれば、投資家保護としては十分で、非効率な De-SPAC を事前に阻止すること自体は必要はないと割り切ってもいいのではないかと思われたのですが、飯田先生はそのような方向でご報告されたという理解でよろしいでしょうか。

〇飯田　　はい、まさにおっしゃるとおりの方にちょっと割り切って報告しました。

端的に言うと、 De-SPAC 後の株価が非常に悪いのが多くて、そうすると結局、スポンサーはそれでももうかっているけれど、保護の仕組みとして存在する株主の承認というのが全然機能していない、情報開示も伝統的な IPO の場合の規制とは差があるということで、その辺がトータルで批判の対象になっており、また SEC の規則改正の動機付けにもなっていると思います。

ただ、おっしゃるとおり、どこかで自己責任と割り切っていいんじゃないかという気が私も最近していまして、そういう意味では、一定の範囲での情報開示とかを前提にすれば、エンプティ・ボーティングの問題があるからといって、必ずしも致命的な商品とまでは言えないのかなというふうな方向で報告いたしました。

〇齊藤　　ありがとうございます。

【SPAC は必要なのか】

〇梅本　　ご報告、どうもありがとうございました。

私は、先生が最初におっしゃっていた SPAC に対しては批判的な声が多いという、そちらの批判的な声の側なのですけれども、そもそも SPAC というものがなぜ必要なのでしょうか。

スライドの８ページで、SPAC の魅力について書いていらっしゃいます。投資家にとって投資機会の拡大、IPO よりも低コスト・短時間で上場、それから、従来の伝統的 IPO と比べると、IPO アンダープライシングの問題を解消できる、というのがメリットと言われています。ただ、日本で導入したとして、SPAC は伝統的な IPO に比べてそれほど優れた効果を発揮するかというと、いかがでしょうね。先生はどうお考えでしょうか。

〇飯田　　日本の IPO の現状をどう評価するかという側面もあるかと思いますが、今よく言われるように、小規模な会社が小粒な金額で個人投資家中心の人しか集めない IPO をよくやっているという中で、SPAC を入れても何も変わらないというか、SPAC を使うという人は、要するに IPO アンダープライシングは避けられますね、とか、IPO では上場できない会社の上場手法に成り下がるというようなことぐらいにしかならないかなという気はします。

他方で、ベンチャー企業の在り方とかも含めてもっとグローバルな枠組みで考えて、例えば日本でやっているベンチャーだけれども、世界的なVCからお金を受け入れますとか、そういう形でユニコーン化していくみたいなことがあって、しかも日本で上場したいというようなときに、多くの国の証券取引所で SPAC の選択肢はあるはずなので、その選択肢がなくていいのでしょうかというような間接的な意味で意味があるのかなと思っています。

IPO アンダープライシングの問題も、制度整備とかいろいろ工夫が今後予定されていますけれども、これが劇的に解決するということも期待できないわけです。そういうときに、SPACという道もありますねという形で上場しようとしている会社に選択肢を与えることで、ある意味交渉力を高めておくというのも、非常に間接的な意味で意味があるかもしれないなという程度のことでして、これが導入されたから、例えば来年から IPO マーケットが大きく変わりますとか、上場しようと思っている会社のインセンティブ・行動が大きく変わりますとか、そういうことが起きるとは私も全く思っていませんので、制度はできたとしても、使う人が年に数件いればいい方というぐらいの話かなと思います。

繰り返しですが、間接的にもし IPO アンダープライシング問題とかの改善につながるのであれば、たとえ SPAC を使う人がいなかったとしても、全く無意味ではないのではないかと、そのぐらいの基本的なスタンスでして、今日はあえてそのスタンスは棚上げして、ちょっと前のめりに報告をしたところでもあります。

○梅本　　どうもありがとうございます。

【償還権】

○前田　　SPAC株主を償還権によって保護しようというそもそもの考え方は、基本的には会社法の株式買取請求権と同様の発想によるものと理解してよろしいのでしょうか。つまり、SPAC株主は、SPACがどんな会社になるのか分からない段階で投資をしており、 De-SPACこそが会社にとっての基礎的変更に当たる。ですので、 De-SPAC段階で償還を選択する権利を与えようと考えられたのだと、こういう理解でいいのでしょうか。

ただ、そうだとしますと、 De-SPACの段階では、株主は自分の投資した会社がどんな会社になるか分かっているわけですから、会社法的な考え方からすると、 De-SPACに賛成した株主にまで償還権を与えるという発想は出てこない。これはまさに飯田先生がレジュメ 25 ページでシンガポールの例も引いてご説明くださった問題です。

このように賛成株主にまで償還権を与えるという制度を見ますと、この償還権は、株式買取請求権になぞらえて考えるべきものではないようにも思われます。つまり、簡単に言ってしまえば、投資者を吸引するために、株式買取請求権を大幅に修正してしまったという捉え方をすべきなのか。償還権がどのような発想のもとに出てきたのか、株式買取請求権とは考え方が違うのかということについて、ご教示いただけるでしょうか。

○飯田　　おっしゃるとおりで、私も買取請求の勉強をしていましたので、この制度はおかしいのではないかと端的にずっと思っていました。要するに、会社法的に見たときの買取請求とは大分距離がある仕組みになったのですが、これは理屈で作られた制度ではなくて、経緯でも少し紹介しましたように、取引所間の競争というか、NASDAQとNYSEの取り合いみたいなのがあったりして、賛成している人たちの償還権行使でも全然いいとか、そういう方向でどんどん制度が動いていったりしましたので、理屈に基づく発想ではないでしょうし、会社法的な意味での位置付けもされずにこういう仕組みが作られたということだと思います。

もともとペニーストックの方の規則 419 の償還権というのがありまして、その償還権は何もしないと自動的に償還するというのがデフォルトで、残りますというふうに意思表示すると残れるということだったのですが、SPACはそれをまねして、

デフォルトを逆にして、残るというのがデフォルトで、償還するという意思表示をすると償還しますというふうになったわけです。ですから、会社法的な発想とはかなり距離が遠い形で作られたのが償還権だと思うのです。

ただ、De-SPAC のときに株主の承認を必要としますという発想自体は、会社法的だと思うのですね。なので、会社法的な発想で株主の承認を求めているのに、他方で全然違う理由で償還権を認めているので、結局トータルで合わせると、おっしゃるとおりここがおかしな話になっていて、だから、会社法的な発想でここに手をつけるのならば、反対株主にのみ償還権を認めるという形で、それで株主の承認を求めますというのが、私としても理論的には一番整理できる仕組みだと思います。

○前田　　大変よく分かりました。どうもありがとうございました。

【SPAC の魅力】

○川口　　梅本先生のご発言にもありましたが、SPAC の魅力は、IPO と比較して手続が緩和されている、あるいは責任が軽減されているといった点にあるようです。しかし、近年の SEC の規則提案などを見ていますと、このような魅力をどんどん消そうとしているように見えます。

例えば、将来の業績予測に基づく企業価値評価が SPAC で魅力だと言われました。これは、SPAC に 1995 年私募証券訴訟改革法によるセーフハーバーの適用を認める解釈があり、これによって責任が問われる可能性が低くなるということかと思います。SEC の規則改正の案ではこれを否定する立場となっています。

また、最後におっしゃったように、情報開示についても IPO に似せていくというような方向性になると、ほとんど SPAC の魅力が消えていくのではないかと思います。

SPAC については、アンダープライシングの問題を解決するために、選択肢として置いておけば良いと話されていましたが、全体として、SEC の規則改正の方向性や立場について、どのように評価をされているのでしょうか。

○飯田　　別にアメリカの市場にそんなに思い入れはないので、そんなに評価とかはないのですが、SPAC の魅力を打ち消す方向で改正をしようという提案がされているのはおっしゃるとおりで、SPAC マーケットを殺すのかというような反対も結構言われていたりするようではあります。少なくとも規制のアービトラージになっているところはおかしいので、やはり将来情報を使えるかどうかとか、情報開示の責任とかのあたりというのは、差があること自体が問題なのではないかと思いますから、その方向の改正をするのは、正しい方向なのではないかと、外から見ていても思います。

あとは、さっきも言いましたけれども、アメリカも IPO アンダープライシングの問題はもちろんあるので、そことの関係で、VC とか、あるいは創業者の人たちがどう思うかというのが一つですかね、 SPAC があることの意味というのは。

あと、スライドの 11 ページあたりですけれども、結局 SPAC は、IPO よりもしかしたら高コスト状態かもしれないということも既に改正される前から言われているわけですが、もう一つ重要かもしれないのが、ある意味 M&A の仕組みを使えるので、柔軟な取扱いという感じで、IPO だと手続に従って硬い手続が待っているだけですけれども、De-SPAC 後の例えばスポンサーに報酬の一部を放棄してもらうとか、再交渉の余地があったりするとか、そういう意味でプライシングの問題と併せてその辺にもしかしたら SPAC の魅力を感じる人たちがいるのかもしれない。

あともう一つは、過去の業績ないしは過去の会計情報について、会計監査とかはそもそも受けたこともないような会社にとっては、SPAC の方が短期間で上場できるというのは今後もそうだと思いますから、もし改正が実現されたときに、その辺がメリットに感じる者だけが De-SPAC されるということになるのではないかと思います。その程度のものでも、ないよりは、あっても悪くはないの

かなというような感触です。
○川口　　会計監査も受けないような会社が上場を認められるというのも、どうなのでしょうか。
○飯田　　そこは、多分日本だと、会計監査を受けたことがないような会社の上場は認めないんじゃないですかね、SPAC を入れても。 De-SPAC のときに上場審査をするという前提で今日私は検討しましたけれども、恐らく日本の市場では、そこは受け入れられないのではないかという気がしますし、通常の上場審査と基準を変えるべきではないように思います。
○川口　　ありがとうございました。
○松尾　　ご報告、ありがとうございます。
今ほぼお答えいただいてしまったのですが、もし日本に入れるとしたら、実質的存続性の審査のところはどう考えるのかなというのをお尋ねしたかったのです。今のままだったら SPAC にもこの審査はかかって、審査がかかると、 De-SPAC のときに実質的な上場審査のようなことが対象会社との合併等を前提として行われるという理解でよろしいのですか。
その辺、諸外国ではどうなっているのかというのがもしお分かりであれば、お分かりの範囲でご教授いただきたいと思います。よろしくお願いいたします。
○飯田　　前段の方は、通常の IPO であれば受ける審査を SPAC を通ずることですり抜けていくというのは、一種の規制のアービトラージなので、私はそれは認めるべきではないと考えていますので、実質審査とかが行われる証券取引所であれば、De-SPAC でやるときも同じような審査をそこでもう一度やるべきだろうと思います。
諸外国も、De-SPAC のときに上場基準を満たしているかとかは、もちろん審査していると思います。諸外国といっても、アメリカの例しか見ていませんが、アメリカに次いで多いのはたしかオランダだったかなというところで、その辺の実務は何も知りませんし、アメリカの実務も知りません。ただ、私が理解する限りでは、実質審査というか、会社将来性とか、何かそういうところまで立ち入った審査をするのは東証のよいところというか特徴なのかと思いますけれども、それは世界の一般スタンダードだとは思っていませんので、もうちょっと形式的な審査で終わっているのではないかというふうには理解しています。
○松尾　　ありがとうございました。

【償還権と株主総会】
○黒沼　　私からも一点だけ質問させていただきたいのですが、よろしいですか。
齊藤先生のご質問と重なる部分があるのですが、株主総会の承認を要するかという問題と償還権をどうするかという問題について、あるべき SPAC 制度を考えていくときに、これらの制度は何のための仕組みなのか、何のための制度と考えるべきなのかという問題です。
飯田先生は、株主総会によるスクリーニングの機能があるとおっしゃいましたが、他方では、投資家保護としては、償還権があれば十分だと考えることもできるとおっしゃったと思います。
確かに、償還権があれば投資家保護にはなりますが、 De-SPAC の効率性を確保するといいますか、非効率な上場や買収を認めない、あるいは非効率的な資金調達を認めないという観点から、株主総会による承認をうまく機能させる方法を考えていくべきなのではないかと思っているのです。齊藤先生のご質問に対するお答えでは、どちらかというと、そちらではなくて、情報開示さえしっかりして、投資家が損をしないようにすることの方が重要だというお考えのように思ったのですけれども、どのようにお考えなのかという点をお聞かせいただければと思います。
○飯田　　ちょっとアジテートするような報告をしたので、あえて極端な立場をとってみたのですけれども、２つの方向性があると思っています。
一つが、実務の償還権に対する愛着というか、それを所与のものとして受け入れると、株主総会とかを開いてもあまり意味がないのではないかと

いう、要するにエンプティ・ボーティングの話になってしまうので、限界があるのだろうという方向です。

もう一つは、さっき前田先生とのやりとりでもさせていただいたとおり、De-SPAC について株主が承認をすることで、今黒沼先生もおっしゃったように意味があるという方向で制度を設計するというのは、もちろんあり得る話だと思います。そうだとすると、例えば反対株主にのみ償還権を認めるとか、あるいはアメリカで言われているように、償還権の行使割合が一定数以下であることを要件とするとか、そういう形で株主レベルでの判断で是非の決着をつけるというのもあり得る話だと思いますし、理屈としては、後者の方が優れているようには思います。

あとは、そういう制度になったときに、それを使う人がいるのですかという問題なのかなと思います。要するに、アメリカと違うものを SPAC と称してやろうとしても、なかなか根付かないのではないかというのが、各国の様々な取引所がいろいろな制度上の工夫をしようとして頓挫していった歴史なのかなというふうに思っています。なので、ちょっと煮え切らない感じですけれども、理屈としては、黒沼先生のおっしゃった方向を私としても支持したいところですが、現実としてそれでそもそも SPAC が成り立たないのだったら、多少の譲歩もやむを得ないのかなと、そんなスタンスで報告いたしました。

○黒沼　　ありがとうございました。

それでは、後半部分のご報告、利益相反の規律と情報開示の問題についてご質問、ご意見等がありましたら、ご発言いただきたいと思います。

【利益相反】

○齊藤　　先ほどの質問の後半部分をお聞きしたいと存じますが、先生の本日のご報告や、あるいは先生がご論文でも取り上げておられるように、アメリカでは、このように潜在的に利益相反関係がある問題に対しては、たいてい、衡平法裁判所が、形式面でどのような法形態がとられようと、そこにフィデューシャリー関係を認めて、受益者にあたる者に、フィデューシャリー・デューティーを課していくという現象が認められ、コモンローの柔軟な法形成の可能性がありますところ、日本では、会社法の支配株主の責任でさえ、判例法理は定着していないくらいですので、依拠できそうな利害調整メカニズムがない点が課題かなと思いました。

そのような解釈が、判例法理で形成される余地が全くないか、といいますと、例えば匿名組合にかかる善管注意義務に関する裁判例もありますし、有能な原告側の弁護士が、よりどころとなる明文規定が乏しい領域で裁判所に新たな法解釈を促すことができる可能性は全くないわけではないのですが、その可能性は残念ながらまだまだ低いのではないかと思われます。したがって、情報開示で、特にスポンサーの収益構造や報酬構造を明らかにしたうえで、事前に利益相反の回避措置をとることを何らかの形で求めていく方向にならざるを得ないように私にも感じられました。

ただ、事前の利益相反回避措置というのも、日本の場合は、背後に、受益者たる立場にある者は自ら利益相反にある状況に身を置いてはならない、というような一般規範があまり共有されているわけではなく、事後の責任追及の可能性も低いとすると、回避措置も形式的になり形骸化していくという危険をはらんでいるのではないか、と思われたのですが、飯田先生のご感触はいかがでしょうか。

○飯田　　De-SPAC もある意味 M&A だと思えば、M&A の場面で支配株主が少数株主の利益を搾取するような M&A をすれば義務違反なのだというような趣旨の主張を私自身はしているのですが、でも、訴訟の場の設定が De-SPAC の場合は非常に難しいなというのもご指摘のとおりなので、非常に難しいなというふうに思います。

一つの解決策というか対応策としては、 De-SPAC の際の取引所審査のときに、そういう利益相

反に突き動かされて不当なことを行おうとしているとか、そういうことがされていないかをチェックするというのをもし取引所ができれば、そこで歯止めがかかるかなという気がしてはいます。

あとは、スライドで先ほど紹介したようなもともとの事前の仕組み、あるいは、いわゆるプロモートの割合について、20%じゃなくて、10%ぐらいで上限をかけるとか、そういったルールもあり得るかもしれませんが、いずれにしろ歯止めになるものが、裁判を起こすとしてもなかなか難しいので、やはりこの場合は、アメリカの場合は特に、会社法の訴訟とともに証券法違反のクラスアクションも多数 SPAC については起きていますので、そういう緊張感がある世界と大分距離があることになるだろうと思いますから、期待できるのは取引所ぐらいかなと。期待なのか、あきらめなのか分かりませんが、そういうふうに考えています。

〇齊藤　　ありがとうございます。

〇北村　　非常に詳細なご報告をいただき、大変勉強になりました。ありがとうございます。

齊藤先生が言及されたところに関連するのですが、スライドの 34、35 ページあたり、日本で導入したときの取締役の責任についてお伺いしたいと思います。

日本では、支配株主のフィデューシャリー・デューティーについてはなかなか難しいということで、会社法で直接問題となりうるのは取締役の責任ということかと思います。35ページの４つ目のところで、SPAC の取締役が１株当たり 10 ドル未満になるような De-SPAC を実行すると、残存株主に対して会社法 429 条の責任が発生し得るというご指摘ですが、残存株主というのは、 De-SPAC 後の SPAC の株主である者ですね。そうすると、ここでは 429 条だけではなく、というよりも、むしろ 423 条の責任が問題となるのかどうか。その前提として SPAC に損害が発生していなければなりませんが、任務懈怠によって１株当たり 10 ドル未満になると、SPAC には損害があると考えられるのかということが１つ目です。

取締役の責任に関して、飯田先生は De-SPAC に株主総会決議を求めることに懐疑的な見解を述べられましたが、もし株主総会を経ているということになると、これは株主の意思に従っただけだから、任務懈怠にすらならないのではないかという考え方は成り立つのかということが２つ目です。

３つ目は、私が聞き逃したかもしれませんので、確認させていただきたいのですが、償還権の存在は取締役の義務の解釈に影響を与える可能性があるというのはどういう意味なのかを教えていただければと思います。

以上です。よろしくお願いいたします。

〇飯田　　１点目は、会社に損害が生じることが起きれば、会社法 423 条の責任はあり得ると思います。その場合はなかなか難しいのですが、例えば対象会社を高過ぎる値段で現金で買ったと、そういうケースであれば、要するに１株当たり 10 ドル未満の価値になってしまうぐらい高値づかみをしてしまったということをやれば、423 条の責任が発生する可能性はあるかなと思います。

他方、株対価で普通やるんじゃないかなというところもありまして、そうすると、会社に損害ってあるのだろうかという、有利発行のときと同じ論点になるのだろうと思います。また、PIPEs というか、 De-SPAC の際に有利発行をしたとか、そういうときに会社の損害が発生したという解釈をとれば、423 条のルートも残るかという論点ですけれども、これはほかの場面のところと同じ問題、有利発行とかのときと同じ問題になると思います。

それから、株主総会決議を経ているかどうかというのは、伝統的な合併とか、株式交換とかのときも同じ問題だと思いますが、合併契約とか株式交換契約とか、そういったものを締結すること自体は取締役会が行うことなので、それを承認してもらうというものであって、株主に命令されてやることではないというふうに私は理解していますので、たとえ株主の承認があったからといって、当然には免責の効果は発生しないのではないかなと理解しています。

要するに、その場合の取締役の義務としては、適切な対価とか適切な条件での合併とか、あるいは De-SPAC の提案をするということが義務であって、１株当たり 10 ドル未満で利益相反のためにやりますみたいな、そういうのを提案して、それで――基本的には、株主の承認があるからといって、そこで免責効力を発生させてはいけないだろうなというのが一般論としてありますが、それはいわゆる普通の利益相反取引のときも同じなのかなと思います。

さらに言うと、償還権とかがある前提での株主の承認というのは、そもそも承認として何か高く評価すべきような出来事ですらないので、通常の場面の利益相反取引での株主総会の承認があったからといって取締役の免責効が認められないのであれば、もちろん、この場面ではおよそそんな免責効は認められないというふうに考えていいのではないかと思っています。

３つ目のところは、実は私は説明をスキップしましたので、ちょっと説明させていただきますと、償還権の存在があることによって取締役の義務の解釈に影響を与える可能性があるかもしれないという、そういう趣旨でありまして、株主は反対するのであれば償還権を行使すればよかったというふうに言える場面なので、結果的に１株 10 ドル未満になるということだったとしても、それが嫌だったら出て行けばよかったのであって、結局残ったということは、株価は上がるかもしれないと思って残ったんじゃないですかという形です。ですから、義務違反と評価されない領域がもしかしたら増えるかもしれないなという気がしているという、そういう趣旨です。

○北村　　最後の点は、結果論としてそうなのかもしれませんが、償還権があるからといって、取締役の義務違反の問題につながるのか、若干疑問がありますけれども、先生のお考えのイメージはつかめました。どうもありがとうございます。

○伊藤　　今議論された最後の点、私も気になるところでして、償還権の存在と SPAC の取締役の任務懈怠の捉え方の話ですけれども、スライドの 31 ページなどを見ましても、一般投資家にとっては、要は償還権を行使すれば最低限のところは確保できるわけですね。あとは、ワラントの部分が期待したほどは利益を生まなかったというだけの話になるかと思うのです。

このように、一般投資家として、価値減少的な De-SPAC のときには償還権を行使すれば損害は防げるのだとすると、ここで任務懈怠として考えるべきなのは、ただ単に１株当たり 10 ドル未満になる De-SPAC を実行したということだけではなくて、それに加えて、本来償還権を行使することが一般投資家にとってよい状況なのに、それを知らせなかったというところに求められるのではないかというふうにも思えるのです。こういう感触でよいのかということをご教示いただければと思います。

○飯田　　先ほどの北村先生のご質問への回答が間違いだったなという反省をするとともに、スライド（35 頁）に書いてあるのは、可能性があるかもしないけれども、ちょっと無理かもしれないなという趣旨で、一番下のところで書いたとおり、虚偽の情報開示とかもあって償還請求の判断の機会をゆがめたとか、実質的に奪ったとか、そういうところには、時には任務懈怠とか責任というのは認められる可能性はあるだろうなという程度だろうという趣旨でこのスライドは作ったということです。

○伊藤　　ありがとうございます。

○行澤　　飯田先生、非常に詳細な説明、ありがとうございます。

39 ページ、フェアネスオピニオンの限界ということで先生が指摘しておられるとおり、SPAC の取締役において公正性担保措置というものを取れば、恐らく任務懈怠の有無という点については経営判断でいくのだろうと。同感です。ただ、書いておられるように、通常の M&A の買収側のフェアネスオピニオンとは大分異なっている。複雑な PIPEs とか、プロモートとか、ワラントの行使とか、い

くつかの変数が加わってくるので、なかなか分かりにくくなる。さらに、DCF も実質的には機能しない可能性が高いということなので、フェアネスオピニオンに重きを置き過ぎるべきではないというのが報告のご趣旨かと拝察します。

そもそも、 De-SPAC 後の対象会社の株主として残って損害を受ける株主というのはアマチュア投資家で、そういう複雑なフェアネスオピニオンとかを見せられてもよく分からないので、むしろ単純に SPAC を導いている有名人とかを信頼して残ってしまうというケースもあるのだろうと思うのです。

そこでお伺いしたのは、このフェアネスオピニオンを何とかもうちょっと工夫するというか、もう少し実質化するというか、そういう方法はないのかなということです。

日本の判例法だと、取締役の責任は、公正性担保措置さえ取っていれば、もう経営判断ということになっていると思うので、その点にも鑑みて、もうちょっとフェアネスオピニオンそのものを充実化・実質化することができないかなという感じを持ちましたけれども、その点、ご意見はいかがでしょうか。

○飯田　　そうなんですよね。フェアネスオピニオンも取るべきだという方向でいいんじゃないかなとは思うのです。でも、意味があるものになるのかというところが問題で、複雑な作業になるからそれをやってくださいというふうにルールを作ればいいだけだとは思うのですが、ポイントは、SPAC の対象企業の事業計画とかが絵空事みたいなこともあり得るので、結局、企業価値評価は、フェアネスオピニオンを書く人がどこまで信用できるのですかということです。

自分のお金はかかっていないフェアネスオピニオンの作成者より、むしろスポンサーの方が身銭を切っているという意味でもしかしたら信用できるという局面かなという気もして、なので、手続として寄っていってもいいかなとは思いますが、どこまで意味があるものになるのかという、そういうちょっと煮え切らない感じですけれども、そういう感触です。

○行澤　　ありがとうございました。

○黒沼　　前半、後半に区切らずに、どの点でも結構ですし、あるいはご意見でも構いませんが、いかがでしょうか。

【SPAC の仕組み】

○片木　　よく分かっていないので、形式的なところといいますか、初歩的なところを教えていただきたいのですが、６ページに SPAC のスキームを３つ書いていただいています。SPAC によって買収対象が選定されて、これはたしか SPAC の方が存続会社となって、買収対象会社を取得するというふうに聞いていますが、その買収企業の上場があって、上場のときには通常の上場と同じだけれども、スポンサーや買収相手の株主は一定期間のロックアップがあると書いてあります。一方で、SPAC の一般株主の結構な数が償還請求によって事実上株主ではなくなっているようですが、上場に必要な流通株主といいますか流動株主って、どのようにして確保されているのですかという基本的なところをお聞きしたいのですけれど。

○飯田　　まず、アメリカですと、買収のスキームとしては逆三角形合併とかが多いのかなと思いますが、いずれにしろ株対価ないしは現金を使ったりするという方向です。おっしゃるとおり、株主数の確保がアメリカの SPAC でも問題で、一定数以上の株主が必要だという側面では、アマチュア投資家がいてくれるので満たせるかもしれないという、そういうことだと思います。

あと、金額面については、普通の SPAC であれば、規模自体は償還後も満たすようなスキームで、新株発行とかをしながらやりますので、規模は満たすという感じなのかなと思います。という感じですが、これでお答えになってますでしょうか。

○片木　　ありがとうございます。SPAC の場合には、買収後の会社の株主構成としては、原則、スポンサーになっている人がいわゆる支配株主とい

う、親子上場とまではいかなくても、支配株主としては大体残っているのが通常というふうに理解してよろしいのですか。

○飯田　　それもケース・バイ・ケースですが、もし PIPEs とかがなければそうなります。新株発行をすると、新株発行をした人が大株主になることもあると思います。また、よくあるなと思うのは、対象企業の株主だった人たちに株式交換みたいな形で上場会社の株を渡しますので、その人たちが全体としては一番多数派を占めるというのも多いのではないかと思います。結局スキーム次第ですけれども、何らかの支配株主がいるような状態になっているケースが多いように思います。

○片木　　ありがとうございます。

○松尾　　スライドの 36 ページの①で、一種のリスク・リテンションみたいな規制のことを書いておられて、割とこれは理論的には使えそうなのですが、これも効かないというのは、スポンサーの取得価格がすごく低いからということでいいのでしょうかというのが１点目。

　あと、シンガポールは保有を義務付けるとあるのは、スポンサーが全く持たないタイプのものもシンガポールではあると、別の形で報酬を得ているのもあるということですか。単純に疑問に思っただけなのですが、もしお分かりであればご教授いただきたいと思います。よろしくお願いします。

○飯田　　もしかしたら書き方が混乱を招いたかもしれませんが、①はＡ種株式なので、一般投資家が持つものをスポンサーも買えということですね。スポンサーはＢ種株式を割安でもらってプロモートするというので、そこで収入を得るわけですが、Ａ種の方も一定数買えと。それは１株当たり 10 ドルで買うということです。

○松尾　　これは De-SPAC のときに全部転換してしまうのではないのですか、ＢからＡに。

○飯田　　ＢはＡに転換されます。

○松尾　　転換されて、 De-SPAC の後も持てという規制ではないのですか。

○飯田　　それはロックアップのところです。①はむしろ事前に……

○松尾　　最初から持っておけというということですか。

○飯田　　そう、そういう意味です。

○松尾　　ああ、そういうことですか。ありがとうございます。

○黒沼　　そろそろ時間ですけれども、ほかに特に何かという方はいらっしゃいますか。

　なければ、本日の研究会をこれで終わりたいと思います。大変充実した報告と討論ができたと思います。どうもありがとうございました。