

日本でも導入を検討  
特別買収目的会社

# 米国SPACの概要と 日本企業の活用可能性

1つの記事のエッセンス

- 米国において、SPACの上場件数が2020年から急激に増加している。上場したSPACと非上場企業の統合(De-SPAC)は、米国のみならずアジアの非上場企業を対象としても行われるようになってきており、De-SPACを通じた米国等の海外取引所への上場は、日本のスタートアップ企業としても選択肢の1つとして考慮されるであろう。
- 日本の上場企業にとっても、出資先のスタートアップ企業がDe-SPACにより米国で上場するケースや、組織再編の一環として自社の非上場子会社をDe-SPACにより米国で上場させるケースが公表されている。
- 米国においてSPACの上場件数が増加している一方で、米国証券取引委員会(SEC)により、投資家保護の観点からの規制強化がなされる可能性がある。他方で、日本を含む米国以外の証券取引所においても、SPAC上場の解禁が検討されており、日本でのSPAC上場が解禁されれば日本のスタートアップ企業にとって新しい上場および資金調達の手法となることが期待される。

ペーカー & マッケンジー 法律事務所(外国法共同事業)  
弁護士・ニューヨーク州弁護士

遠藤 聖志

ペーカー & マッケンジー 法律事務所(外国法共同事業)  
弁護士

谷田部 耕介

ペーカー & マッケンジー 法律事務所(外国法共同事業)  
税理士

川崎 彬弘

ペーカー & マッケンジー 法律事務所(外国法共同事業)  
弁護士

稲葉 正泰

近年、米国において、特別買収目的会社(Special Purpose Acquisition Company(以下、「SPAC」という))の新規株式公開(以下、「IPO」という)の件数が増加しており、それに伴い米国内の上場のSPACによる米国内外の非上場の事業会社を対象とする統合または買収(かかる統合または買収を以下、「De-SPAC」という)も増加している。

米国におけるSPACの新規上場件数は2019年の59件から2020年には248件と急激に増加しており、2021年においても、6月10日時点ですでに336件のIPO件数を記録している<sup>(1)</sup>。調達金額ベースでも、2019年の合計約136億ドルに対して、2020年は合計約834億ドル、2021年はすでに約1,058億ドルと2020年以降著しく増加していることがわかる<sup>(2)</sup>。

日本との関係では、日本企業を買収対象とするSPACが米国の証券取引所に上場している他、日本企業の子会社または日本企業の出資先である事業会社が米国の証券取引所に上場しているSPACとのDe-SPACを行うといった事例も公表されている。また、日本でも、

2021年6月2日に開催された内閣官房の第11回成長戦略会議で提示された成長戦略実行計画案<sup>(3)</sup>において、SPACを導入した場合に必要な制度整備について検討することとされている。

本稿では、米国におけるSPACの概要を説明するとともに、日本企業への影響および主要国のSPACに関する法制度の状況を解説する。

(1) ただし、直近の米国におけるSPACの新規上場件数は、2021年4月が13件、同年5月が19件となっており、同年1月から3月と比較して落ち着きをみせている。  
(2) SPACの上場件数や資金調達額等の統計をまとめたSPAC Research (https://www.spacresearch.com)参照。  
(3) 成長戦略会議第11回(2021年6月2日開催)の資料を参照。

## 米国のSPACの概要

### (1) SPACとは

SPACとは、特定の事業を有さず、IPOによる資金調達を行った後に、非上場の事業会社を対象とする統合または買収を行うことのみを目的として設立される会社をいう。SPACの設立およびIPOの時点では、De-SPACの対象となる事業会社が決まっていなかったことから、Blank check companyやBlind poolなどとも呼ばれることがある。

非上場の事業会社からすれば、すでに上場をしているSPACとの間でDe-SPACを行うことにより、直接または間接的に上場を実現することができると言える。近年De-SPACによる上場が増加している理由としては、IPOによる上場より比較的に短期間で上場を果たすことが可能であること、手続の最終段階において、IPO価格が確定して資金調達額が決まる通常のIPOと異なり、資金調達額はSPACとの間で合意される価格に基本的には固定されることから、上場に伴って取得できる資金の確実性が増すこと等が考えられる。

## (2) 米国におけるSPAC上場 のしくみ

米国における一般的なSPACのしくみおよび主な特徴は次のとおりである。

### ① SPACの設立

SPACは、ファンド・マネージャー、企業経営者または著名人等がスポンサーとなって設立されることとが一般的である。スポンサーは、SPACに対して2万5,000ドル程度を出資し、IPO後の発行済株式総数の20%に相当する数の株式(以下、「スポンサー株式」という)を

取得する場合は多いとされる。スポンサーは、投資金額に比して多くの株式を取得することができるしくみとなっている一方で、一定期間内にDe-SPACを完了させることができないう場合には、SPACを清算する必要があり、その場合は一般投資家と異なり出資金額の払戻しを受けることができない。そのため、スポンサーは、仮に対象会社との間で合意するDe-SPACの条件が最善のものでなかったとしても、期限までにDe-SPACを完了させる強いインセンティブを有しており、この点について、SPACのスポンサーと一般投資家との間での構造的な利益相反関係が生じていることが問題点として指摘されている。

### ② IPOおよび調達資金の信託

SPACは、その設立後、IPOを通じて、投資家に対してSPAC株式1株および端数のワラント(新株引受権)を組み合わせたユニットを発行することで資金調達を行うのが一般的である<sup>(4)</sup>。前記のとおり、IPOの時点ではDe-SPACの対象となる会社は決まっておらず、また発行されるユニットの条件もSPACごとに大きくは変わらないため、投資家は、基本的にスポンサー

およびSPAC経営陣の実績や目利き能力に期待してIPO時にユニットを購入することとなる。調達資金がDe-SPAC以外の他の用途で使われないようにする投資家保護のしくみとして、IPOの調達資金は第三者に信託され、SPACの資産とは分別管理されることとなる。ニューヨーク証券取引所およびNASDAQの上場基準(以下、「上場基準」という)上は、調達資金の90%以上を信託する必要があるとされているが<sup>(5)</sup>、実務上はユニットの公募による調達資金の100%相当額が信託されるのが一般的である。また、IPOによる資金調達とあわせて、スポンサーがIPO費用を負担するために私募でワラントの発行を引き受けることがある。

### ③ De-SPACまでのプロセス

IPOによる資金調達の完了後、SPACは、De-SPACを行う対象会社の選定プロセスを開始する。対象会社のデューデリジェンスを行った後に、統合条件について対象会社やその他の関係者と交渉を行い、条件に合意できればDe-SPACを行うための最終契約(以下、「統合契約」という)を締結する。対象会社の選定については、上場基準

上、対象会社の公正市場価値が信託された金額の80%以上でなければならないとされている<sup>(6)</sup>。加えて、SPACによっては、IPO時の開示書類において、De-SPACの対象とする会社の地域、業種等を定めている場合もある。

統合契約の締結後、De-SPACを実行するためには、通常SPACの株主総会において出席株主の過半数の承認を得る必要がある。当該株主の承認が得られ、その他の統合契約上の条件が充足された場合には、De-SPACが実行されることになる。上場基準上、株主総会においてDe-SPACに反対した株主が、自己の保有比率に応じた信託財産の返還(償還請求)を求める権利を付与することが義務づけられているが<sup>(7)</sup>、実務上は、株主総会において反対したか否かにかかわらず、株主の償還請求を認める旨を定款において定めていることも多い。そのため、そのような定款の定めを有するSPACの投資家としては、De-SPACには賛成しつつ、購入したユニットの株式分の償還を受けて元本分の投資を回収しつつ、ワラントは継続保有して、将来株価が上昇した際にワラントを行使して利益を得ることも可

能となっている。

上場基準上、SPACは、IPOの完了から3年以内にDe-SPACを実行する必要があるとされているが<sup>(8)</sup>、定款においてDe-SPACまでの期限を24カ月としている場合が多い<sup>(9)</sup>。期限内に、De-SPACが完了しない場合、SPACは清算されることとなり、一般投資家の保有する株式はその保有比率に応じて償還がなされるしくみとなっている。

#### ④ PIPEによる資金調達

統合契約においては、多数の投資家が償還を選択した結果としてSPACの保有する現預金の額が一定額を下回った場合には、De-SPACを行わない旨の前提条件(ミニマムキャッシュ条項)を設定していることが多い。SPACは、De-SPACに伴って、機関投資家から私募での追加出資(Private Investment in Public Equity)以下、「PIPE」という)またはスポンサーからの追加出資を受けることで、ミニマムキャッシュ条項に対応することがある。

(4) 価格は1ユニット10ドルが一般的である。株式とワラントを組み合わせたユニットは、上場直後は分離できないが、一定期間SPACの上場から52日間が(一般的)の経過後は分離しうるので、別々に市場で売買することが可能となる。ワラントはSPACによる対象会社とのDe-SPACの完了後、その株価が上昇した際に行使することで、一

般投資家はより多くのキャピタルゲインを得ることが可能となる。

- (5) NYSE Listed Company Manual 102.06 first Paragraph, Nasdaq IM 5101-2(a)
- (6) NYSE Listed Company Manual 102.06 first Paragraph, Nasdaq IM 5101-2(b)
- (7) NYSE Listed Company Manual 102.06 Paragraph b, Nasdaq IM 5101-2(d)
- (8) NYSE Listed Company Manual 102.06 Paragraph e, Nasdaq IM 5101-2(b)
- (9) SPACに関する基本合意書(Letter of Intent)を締結できた場合には、一定期間延長される旨定められていることもある。

### ③ 米国上場しているSPACとDe-SPACに係るストラクチャと主な契約上の論点

#### ① 一般的なストラクチャ

米国の事業会社を対象とするDe-SPACのストラクチャとしては、米国法の逆三角合併(Rreverse Triangular Merger)が選択されることが多い(図表1)。

具体的には、SPACが買収子会社(以下、「Merger Sub」という)を設立し、Merger Subを消滅会社、対象会社を存続会社として合併を行う手法である。その効果として、Merger Subは消滅し、対象会社はSPACの完全子会社となり、対象会社の株主の保有していた対象会社の株式はSPACの株式(またはSPAC株式と現金の混合対価)に転換される。また、当該合併の効力発生日において、SPACは機関投資家等からPIPEによる追加の資金調達を行うこと

もある。De-SPAC完了後、SPACは対象会社の親会社となり、SPACの既存株主、旧対象会社株主およびPIPEが行われる場合)PIPEを行う投資家が、De-SPAC後のSPACの株主となる。

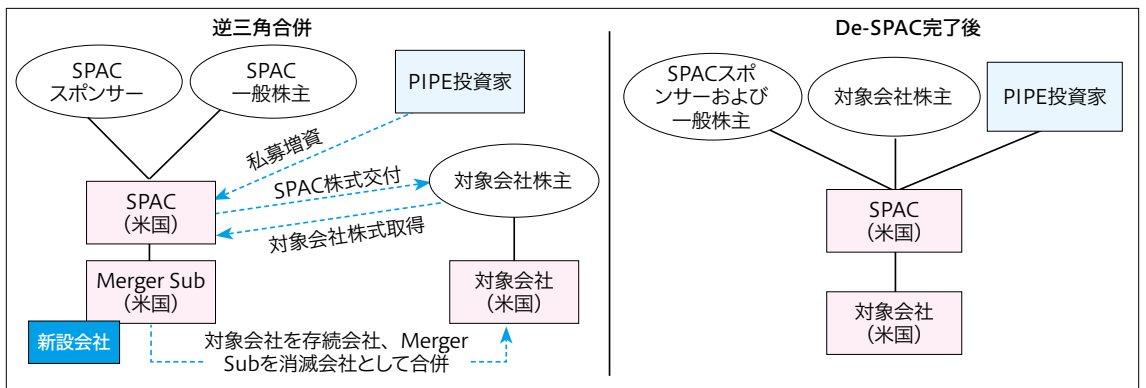
#### ② 対価の内容・条件

De-SPACの対価は、現金と株式の両方が交付されることもあるが、SPACがIPOにより調達した資金を可能な限りDe-SPAC後の対象会社の事業において利用するため、株式のみとされることも多い。対象会社がいまだ十分な売上または利益を有していないスタートアップ企業である場合において、対象会社の株式の評価額に関して対象会社の経営陣とスポンサーとの間に乖離が生じることも少なくない。そのような場合の解決策として、De-SPAC後の上場会社が一定の時価総額に到達したことを条件として、De-SPAC前の対象会社の株主に對して追加で当該上場会社の株式を発行するアーンアウト条項が交渉されることも、通常のM&Aに比較して多いとされている。

#### ③ スポンサー株式

スポンサーは、前記のとおりIPO後に20%程度のSPAC株式を保有

(図表1) 米国の事業会社を対象とするDe-SPACのストラクチャの一例(逆三角合併)



有することになり、期限内にDe-SPACを完了させる強いインセンティブを有する。そこで、スポンサーにDe-SPACから12カ月間程度

のSPAC株式の売却を禁じるロックアップの合意をさせることにより、スポンサーが最善でない条件で統合の合意をすることを防止しようとするとともに、De-SPAC直後のスポンサー株式の売却による株価への影響を抑制することが一般的である。これに加えて近時は、前記のスポンサーとSPACの一般投資家との構造的な利益相反関係への配慮や、スポンサーにDe-SPAC後の対象会社の業績にも一定程度コミットさせることを目的として、スポンサー株式の全部または一部については、De-SPAC後の上場会社の株価が一定程度に到達して初めてvesting（権利確定）するといった内容にすることもある。また、旧対象会社株主のDe-SPAC後の上場会社に対する一定の保有割合を確保する目的で、De-SPAC時にスポンサー株式の全部または一部の消却について合意することもある。

## 日本の非上場企業にとつての米国SPACの影響および活用可能性

2020年から急激に増加した米国内上場のSPACは、現在De-SPAC

の検討対象を拡大しており、2021年4月に公表されたGrab Holdings Inc. v. Altimeter Growth Corporationとの統合<sup>(9)</sup>に代表されるようにアジア地域のスタートアップ企業とのDe-SPACも今後件数が増加する可能性がある。SPACの選定基準を満たすような規模の日本のスタートアップ企業が、比較的短期間で上場を果たしたい等の場合には、米国内上場SPACとDe-SPACを行うという選択肢も考慮されるであろう。

日本のスタートアップ企業が、対象会社としてDe-SPACを行う方法としては、主として(1)SPACが対象会社の株式を取得し、SPACが対象会社の親会社となるストラクチャ、(2)対象会社がSPACの株式を取得し、対象会社がSPACの親会社となるストラクチャの2通りが考えられる。本節では、(1)および(2)のストラクチャそれぞれについて、デラウェア州法に準拠して設立された米国内上場のSPACとのDe-SPACを念頭において、課税関係および外国民間発行者の該当性等の論点について解説を行う。

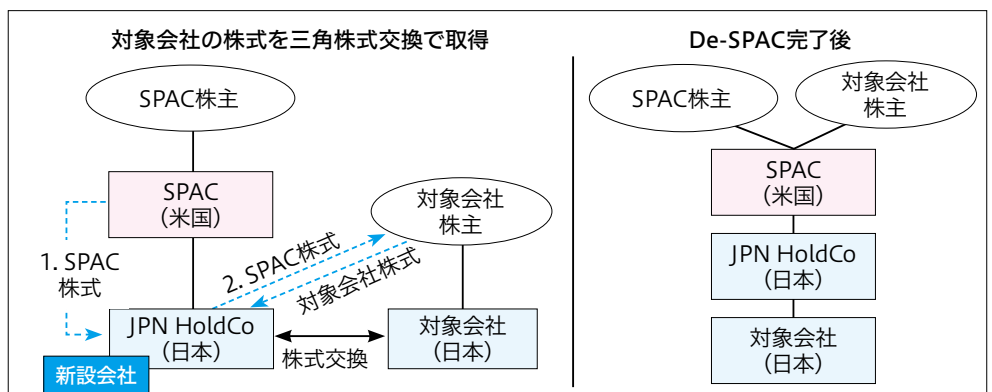
<sup>(9)</sup> Grab Holdingsのプレスリリース(https://www.grab.com/sg/press/others/grab-go-public-in-partnership-with-altimeter/)参照

### (1) SPAC(米国)が対象会社の親会社となる場合のストラクチャ

#### ① ストラクチャの概要

SPACを対象会社の親会社とするために、対象会社の株式をSPACに単独に譲渡してしまうと、対象会社の株主に多額の譲渡益課税が生じ得るため、通常、ストラクチャとしては取り得ない。この問題に対処するためには、合併等の組織再編行為を通じて対象会社を子会社化することが考えられるが、外国法に準拠して設立されているSPACと日本法人である対象会社の間で直接的に組織再編行為(いわゆるCross border merger等)を行うことは日本法上許容されていない。そのため、SPACが日本法人を設立のうえ、当該日本法人と対象会社の間で組織再編行為を行い、SPAC株式を対象会社株主に交付する三角組織再編を用いることが考えられる。日本の会社法上、米国のような逆三角合併の方法を取ることができないところ、許認可の維持等の観点で対象会社の法人格を維持することが有益である場合が多いことを踏まえ、ここでは三角株式交換を用いる方法を

(図表2) SPAC(米国)が対象会社の親会社となるストラクチャ(三角株式交換)



検討する。まず、本ストラクチャの概要を図で示すと図表2のようになる。具体的なステップは、次のとおりである。

(1) SPACが日本法人(JPN HoldCo)を設立して、株式交換

の対価となるSPAC株式をJPN HoldCoに交付する。

(2) その後、JPN HoldCoと対象会社との間で日本の会社法上の三角株式交換を行い、JPN HoldCoが対象会社の株式を100%取得する。株式交換の対価として、JPN HoldCoは対象会社株主に對してSPAC株式を交付する。

## ② 課税関係

各ステップに関して日本における課税関係は次のとおりである。

ステップ(1)については、対象会社、対象会社株主、JPN HoldCoのいずれにおいても、日本において特段の課税関係は生じない<sup>(1)</sup>。

ステップ(2)については、JPN HoldCoと対象会社との間に、再編時点において資本関係がないため、適格株式交換等(法第22条の17)とされるためには、共同事業要件(法令4の3<sup>(2)</sup>)を充足する必要がある。一般的には、自身の事業を持たないJPN HoldCoが当事者となる再編において共同事業要件を充足することは困難と考えられ、当該三角株式交換は非適格株式交換等として取り扱われるものと考えられる。

対象会社のレベルにおいては、当

該三角株式交換が、非適格株式交換等として取り扱われる場合において、対象会社の資産の時価評価課税(法第62条の9)が必要となり、対象会社はその一定の資産<sup>(2)</sup>について時価評価を行い、再編の生じた事業年度末の法人税申告において、時価評価益について納税を行うこととなる。なお、この時価評価は、個別具体的な資産について行われるものであり、自己創設のれんは対象とはならない<sup>(3)</sup>。スタートアップ企業の多くは、独自に開発したノウハウその他の知的財産が事業の中心的な価値を構成していることも多く、その場合、De-SPAC時の評価額が高額であったとしても、個別具体的な資産に帰属し時価評価課税の対象とされる部分は限定的となることも想定される。三角株式交換を行うにあたっての障害とはならない場合があり得る。

対象会社株主のレベルにおいては、当該三角株式交換が、非適格株式交換等であったとしても、金銭等不交付型株式交換(法第61条の2<sup>(9)</sup>)<sup>(4)</sup>であれば、対象会社株主においては、譲渡益課税は生じず、SPAC株式の売却まで譲渡益課税は繰り延べられることとなる。

## ③ 外国民間発行者(FPI)への該当性

ストラクチャを決定するにあたり、米国内市場する株式の発行会社が、米国証券規制上の外国民間発行者(Foreign Private Issuer、以下、「FPI」という)の要件を充足するかも1つの重要な検討事項となる。FPIの要件を充足する場合、米国内法の一定の開示義務が緩和され、また、一定のコーポレート・ガバナンスの遵守義務の免除を受けることが可能となる。

FPIとして扱われるためには、発行者が米国外の法令に基づき設立された非政府系の会社等である必要がある、加えて、図表3の(A)および(B)の両方に該当する者でないことが必要となる。

米国法人であるSPACが対象会社の親会社となるストラクチャの場合、FPIの要件を充足することは

(図表3) FPI非該当者の要件

(A)	米国居住者が発行済の総議決権の50%超を直接または間接に保有している発行者であること
(B)	次の(i)~(iii)のいずれかの要件を満たす者
(i)	役員の大過半数が米国または米国居住者であること
(ii)	発行者の資産の50%超が米国に所在していること
(iii)	発行者の事業が主に米国において行われていること

できないため、通常の米国内市場企業(US domestic issuers)と同様の開示義務およびコーポレート・ガバナンスの遵守義務を履行することが必要となる。

④ ストック・オプションの取扱い  
対象会社がその役員に対して、ストック・オプションとしての新株予約権を発行している場合、当該役員に対しては、De-SPAC後に、当該新株予約権と引換えに、上場会社であるSPACのストック・オプション等のインセンティブプランを取得できるかは重要な関心事である。

この点、日本法の株式交換においては、株式交換完全子会社の新株予約権保有者に対して株式交換完全親会社以外の会社の発行する新株予約権を交付することは認められていないため(会76<sup>(1)</sup>四)、JPN HoldCoと対象会社間の株式交換において、対象会社のストック・オプション保有者に直接的にSPACのストック・オプションを交付することはできない。そこで、たとえば、JPN HoldCoと対象会社との間の株式交換において、対象会社株主に対してSPAC株式を交付する一方、対象会社のストック・オプション保有

者に対しては、まずはJPN HoldCoの新株予約権を付与したうえで、当該JPN HoldCoの新株予約権とSPACのストック・オプションを交換するしくみを作ることが考えられる。具体的には、JPN HoldCoの新株予約権に株式交換の効力発生直後に条件が成就する取得条項を付け、その親会社であるSPACのストック・オプションを取得の対価とする建付けがあり得よう<sup>15)</sup>。

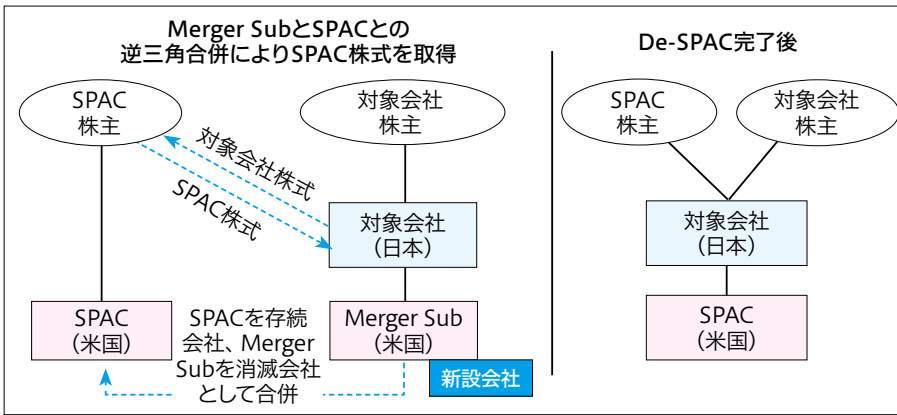
- (11) ただし、SPAC株式をJPN HoldCoに対して現物出資により交付する場合には、登録免許税は生じ<sup>16)</sup>。
- (12) 帳簿価額が1,000万円以上である資産等(法令123の11)
- (13) 法令123の11④
- (14) 個人株主の場合については、所得税法57条の4第1項の適用がある場合がある。
- (15) この場合、対象会社のストック・オプション保有者は、株式交換を通じて、いったんJPN HoldCoの新株予約権を取得するが、取得条項の発動により当該新株予約権はただちにJPN HoldCoに取得され、その対価としてSPACの発行するストック・オプションが交付されることとなる。

**(2) 対象会社がSPAC(米国)の親会社となる場合のストラクチャ**

**① ストラクチャの概要**

対象会社側がSPACの全株式を取得して完全子会社化するという形で統合することも考えられる。このストラクチャを選択する場合、対象会社の株主が対象会社株式を継続保有することになることから、SPACとの統合自体については、対象会

(図表4) 対象会社がSPAC(米国)の親会社となるストラクチャ (逆三角合併)



社株主に課税が生じないため、税務の観点ではストラクチャリング上の問題は少ない。ここでは、米国において一般的に用いられる逆三角合併を用いて、対象会社がデラウェア州法準拠のSPACの株式を取得するストラクチャについて検討する。まず、De-SPACの概要を図で示すと図表4のようになる。

具体的なステップは、次のとおりである。

- (1) 対象会社が米国に合併用の法人(Merger Sub)を設立して、逆三角合併の対価となる対象会社株式をMerger Subに対して発行する<sup>(※)</sup>。
- (2) その後、Merger Subを消滅会社、SPACを存続会社とするデラウェア法に基づく逆三角合併を行い、その効果として、SPACは対象会社の100%子会社となる。その対価として、SPAC株主は、対象会社株式を受領する。
- (3) 対象会社は、米国の証券取引所に新規上場申請を行い、逆三角合併の効力発生と同時に米国の証券取引所において新規上場する。

(※) なお、外国法に基づく合併の対価として交付するために子会社が親会社の株式を取得することは、子会社による親会社株式の取得の禁止の例外(会135②五、会施規23九ロ)として許容されると解される。

**② 課税関係**

ステップ(1)および(2)の日本における課税関係は次のとおりである。

ステップ(1)については、対象会社、対象会社株主のいずれについても日本において特段の課税関係は生じない。ステップ(2)については、まず、米

国での逆三角合併が日本の税法の観点からどのように扱われるかを検討する必要がある。前記のとおり、日本の会社法上、米国のように逆三角買収の方法を取ることができないため、日本の税法上、一般的には、デラウェア州法上の逆三角合併は、次の2つの取引に細分化される。

- (a) Merger Subを被合併法人として、Merger Subの親会社である対象会社に対してSPACの株式を交付する合併
- (b) SPACによるSPAC株主からの自己株式の取得(SPACは自己株取得の対価として、Merger Subから合併により引き継いだ)対象会社株式を交付

(a)の取引は、一般的には日本法における合併と同等のものであると考えられているところ、Merger SubとSPACの間に、再編時点において資本関係がないため、適格合併(法22の八)とされるためには、共同事業要件(法令4の3④)を充足する必要がある。一般的には、自身の事業を持たないMerger Subが関与する再編において、共同事業要件を充足することは困難と考えられ、

当該合併は非適格合併として取り扱われるものと考えられる。

非適格合併となる場合<sup>(6)</sup>、みなし配当課税が生じ得るが(法第24①)

一) Merger Subは新設法人であることから、通常はみなし配当は生じないものと考えられる。また、合併の対価として金銭が交付されない場合、金銭等不交付型合併(法第61の2②)<sup>(7)</sup>として扱われ、対象会社株主においては、譲渡益課税は生じず、対象会社株式の売却まで譲渡益課税は繰り延べられることとなる。

(b)の取引については、特段の課税関係は生じないものと考えられる。

③ 外国民間発行者(FPI)への該当性

本ストラクチャにおいては、日本の対象会社がDe-SPAC後に新規上場することとなることから、米国居住者以外の者が議決権の50%以上を保有する場合には、外国民間発行者の要件を充足することにより、米国内法上の一定の開示義務が緩和され、また、一定のコーポレート・ガバナンスの遵守義務の免除を受けることができる。

(6) 米国における再編であるため、非適格合併であるMerger Subの日本における課税関係は特に生じない(本件においては関連しないが、海外において、日本の税法の観点からの非適格合併が起こった場合は、タックスヘイブンを対策税制上の

課税対象となる所得が生じる可能性がある旨留意する必要がある。  
(7) 個人株主の場合については、所得税法施行令112条1項の適用がある場合がある。

## 日本の上場企業にとっての米国SPACの影響および活用可能性

### (1) De-SPACによる会社のの上場

日本の上場企業がSPACを活用する場面の1つとして、非上場子会社(T社)をDe-SPACを通じて米国に上場させて資金調達を行うとともに、当該子会社の保有株式の一部を売却して一部エグジットを図るという方法が考えられる。

#### ① 課税関係

税務の観点からは、T社が日本の会社である場合、前記の「日本の非上場企業にとっての米国SPACの影響および活用可能性」の対象会社株主の課税関係が日本の上場会社に関連し、基本的な考え方は大きく変わることはない。T社が海外の法人である場合には、現地で行われる組織再編行為の日本の税法上の取扱いを事前に検討し、影響を把握しておく必要がある。当該子会社の保有株式の売却に伴う譲渡益の圧縮のため

の事前の配当を検討することも考えられる<sup>(8)</sup>。

#### ② 統合契約上の論点

統合契約との関係では、前記「米国のSPACの概要」(3)の論点に加えて、従前の親会社がT社株式を継続保有して、ある程度の支配権を維持する場において、どの程度の取締役を指名する権利を確保するか、会社の重要な決定事項のうち、どのような事項への拒否権を確保しておくかといった点も重要な交渉事項となる。

また、従前の親会社が保有することとなる統合後のT社の株式には、6カ月から1年程度のロックアップ期間が設定されることが一般的であるが、段階的なロックアップの解消や一定の株価に到達した場合のロックアップの制限の解除等も重要な交渉事項となり得る。

(8) ただし、特にT社が海外の法人である場合、令和2年度税制改正にて導入された株式の簿価調整の規定(法令119の3)以下参照)に留意する必要がある。

### (2) マイノリティ投資先のスタートアップ企業がDe-SPACした場合の影響

非上場子会社がDe-SPACの対象となる場合の他、日本の上場企業がスタートアップ投資等の一環と

してマイノリティ出資を行っている投資先企業(T社)が、De-SPACによって米国上場するという事例が想定される。

#### ① 出資契約等に関する留意点

米国のスタートアップ企業にとっては、De-SPACによる上場が、将来的な選択肢として確立しつつあることから、非上場のスタートアップ企業に出資する場合、当該スタートアップ企業が将来De-SPACをする可能性も見据えて出資契約の条件交渉を行う場合もあろう。

前記「米国のSPACの概要」(3)記載の逆三角合併が用いられる場合、日本企業の保有するT社の株式は、De-SPACによってSPACの株式またはSPAC株式および現金に転換されることとなる。スタートアップ企業への投資がワラントまたは転換社債型新株予約権付社債(以下、「CB」という)の取得により行われる場合、当該ワラントやCBのDe-SPAC時の取扱い(SPAC株式への転換やその場合の転換比率等)について、出資時に合意しておくことが考えられる。

また、かかる投資家の観点からはDe-SPAC後の希釈化を回避するため、出資時にT社との間でDe

SPAC時のPIPEによる優先引受権をあらかじめ合意しておくことや、De-SPAC後の取締役の派遣、登録請求権等の権利の維持について合意をしておくことも検討に値する。上場後のT社に対して継続して取締役を派遣する場合、当該取締役は米国土場会社の取締役にするため、米国のコーポレート・ガバナンスに関する規則の適用を受け、また、米国法に従った報酬などの開示が求められる点にも留意が必要である。

② 税務上の視点

マイノリティ出資であることから、事前の配当を用いた課税額の圧縮も図ることが難しく、日本の税務を意識したストラクチャリングがなされることは期待できない。

各国の動向

米国においては、最近、SPACに係る取引について、米国証券取引委員会(以下、「SEC」という)による監視が強化されている。具体的には、利益相反取引の開示に関するガイドランスが発出され、また、業績見通しの記載に付随する法的責任の解説やワラントの会計上の書類に係る通告を内容とするスタッフ・ス

テートメントも公表されている。さらに、De-SPACに関して虚偽開示が行われたとしてSECの調査が行われるなど、米国では投資家保護の観点から規制の強化の方向に進んでおり、今後の動向が注目される。

米国と比較して件数は少ないものの、ロンドン証券取引所(英国)、ユーロネクスト・アムステルダム(オランダ)、フランクフルト証券取引所(ドイツ)、韓国取引所、マレーシア証券取引所等、米国以外にもSPACの上場を制度上認めている取引所は存在する。米国におけるSPAC上場のブームは、ヨーロッパにも波及しており、ユーロネクスト・アムステルダムおよびフランクフルト証券取引所においては、新たにSPACが上場した事例がみられ、また、ロンドン証券取引所においてはSPAC上場を誘致するための上場規則の改正を検討しているとされる。アジアにおいても、シンガポール証券取引所においては3月末にSPAC上場を認めるためのルールに係るコンサルテーションペーパーが発行されており、今年中にSPACの上場を認める可能性があるとされている。さらに、香港およびインドネシアにおいてもSPAC上場の解禁について

の検討が行われているとされる。

日本においても、前記のとおり、第11回成長戦略会議で提示された成長戦略実行計画案において、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、わが国の国際競争力の強化の視点を踏まえつつ、検討することとされている。投資家に対して適切な情報に基づきリスク判断ができる投資機会を提供し、かつ、日本のスタートアップ企業に対して新しい上場手法となり得るしくみ作りがなされるか、注目する必要がある。

遠藤 聖志(えんどう・きよし)  
 ベーカー・&マッケンジー法律事務所(外国法共同事業)  
 弁護士・ニューヨーク州弁護士  
 コーポレートM&Aグループ所属  
 アジア太平洋諸国や米国、欧州をはじめとするさまざまな地域における日本企業のクロスボーダーM&A案件、組織再編案件を主に手掛ける。会社法、保険業法、金商法、各種金融規制法、競争法、贈収賄規制等のコンプライアンスに関するアドバイスを、労働案件等も扱う。

稲葉 正泰(いなば・まさひろ)  
 ベーカー・&マッケンジー法律事務所(外国法共同事業)  
 弁護士  
 コーポレートM&Aグループ所属  
 国内および海外の上場・非上場企業によるアウトバウンド/インバウンド双方のクロスボーダーM&A案件について幅広い経験を有する。サン電子(株)の連結子会社であるCellebrite DI LtdのDe-SPACによる米国NASDAQ上場に関して法的アドバイスを提供。

川崎 彬弘(かわさき・あきひろ)  
 ベーカー・&マッケンジー法律事務所(外国法共同事業)  
 税理士  
 税務・移転価格グループ所属  
 2006年公認会計士試験合格後、上海駐在の期間を含み通算13年間大手税理士法人に勤務し、2019年に当事務所に入所。  
 タックスヘイブン対策税制、組織再編税制など複雑な制度にも精通しており、サン電子(株)の連結子会社であるCellebrite DI LtdのDe-SPACによる米国NASDAQ上場に関してアドバイスを提供。

谷田部 耕介(やたべ・こうすけ)  
 ベーカー・&マッケンジー法律事務所(外国法共同事業)  
 弁護士  
 キャピタル・マーケットグループ所属  
 10年以上の実務経験を有し、証券取引を中心としたさまざまなファイナンス取引業務に加え、金融商品取引業者等への規制に関するアドバイスにも精通。また、上場会社のM&A案件を担当し、本邦初の自社株対価スキーム・オプ・アレンジメントによる英国上場会社の買収案件において買収会社を代理し、本邦初の自社株(および現金)対価スキーム・オプ・アレンジメントによる豪州上場会社の買収案件において買収会社を代理。著書・論文に『合併・買収の統合実務ハンドブック』(共著、中央経済社、2010年)等。