

SPAC制度の在り方等に関する研究会  
第1回 議事概要

1. 日時 : 2021年10月1日(金) 13時~15時
2. 場所 : オンライン (WebEx)
3. 議題 :
  - (1) 事務局説明
  - (2) 米国におけるSPACの状況について(野村証券後藤様 説明)
4. 議事要旨

(1) 総論

- ・ SPACマーケットが急拡大した背景は、市場関係者の一部がメリットに気づいたものと推測。有望な案件に早い段階で投資ができる機関投資家が、最もメリットを享受。事業会社にとっては、全体として通常のIPOよりも早いタイミングで上場が可能となり、かつ、上場のタイミングをコントロールできるため、それが急速に広まった背景と推察。
- ・ 日本でSPACを検討する理由として、「日本にはユニコーンが少ない」ことの解決を企図するのだとすると、順序が違ふ。IPO後に成長するベンチャー企業が少ないのは、そもそも有望な投資対象が少ないためであり、SPACを作って解決する問題ではない。
- ・ SPACを導入すると、ユニコーンの育成に資するかどうかという論点については、直接的な因果関係がわからず難しい論点。そもそも日本では、ベンチャー自体が少ないほか、機関投資家にリスクマネーが少ない(リスクを許容する資金の供給が少ない)という構造的な要因がある。
- ・ プレIPO銘柄のデューデリジェンスを行うことができる機関投資家の観点からは、直接、事業会社に投資をすれば良い(SPACを利用する必然性はない)という結論になりうる。
- ・ メディアの報道など、イメージ先行で議論されていることを懸念する。「空箱=リスクが高い」と思われているが、償還権によりダウンサイドは守られているし、利益相反に関しても、スポンサーがリスクとコストを負って投資をしている中、どの観点での利益相反を問題視しているのか。また、合併時の希薄化の問題についても、一般の事業会社とは異なり、SPACは資金だ

けを有する単なる箱なので、（支配権の希薄化の問題とは）あまり関係がない。価格の公正性のみが論点となるはず。正確な事実認識に基づき、バランスの取れた議論がしたい。

- ・ 率直に言えば、日本にSPACが本当に必要なのか、SPACは怪しいのではないか、という先入観は拭えない面がある。
- ・ SPACの過熱傾向については、実際にクールダウンしてきているが、その状況を見ながら議論ができるという意味では、現在は良いタイミングと思う。

## （２）日本におけるSPAC制度の活用

- ・ 既存のIPOの課題を解決するための、別の合理的な上場ルートが作られるのであれば、それは歓迎すべきことだが、SPACをどのような設計にすれば合理的といえるのかについては、よく議論しないとイケない。
- ・ SPACのメリットについて考えてみると、事業会社からすれば、資金調達手段の多様化、スポンサーを通じた多様なネットワーク・知見の確保などが挙げられ、投資家からすると、市場における流動性が付与された形でベンチャーキャピタルと同じような投資ができる、といった点が考えられるだろう。
- ・ 活用方法については、工夫の余地があると思っている。SPACの最大の利点は、アーリーステージの会社への投資機会の提供として考えられるかもしれない。たとえば、環境やサステナビリティなど、大企業が開発している技術で、社会的にはニーズがあるものの、既存株主の理解が得られない等の理由で投資が進まない場合に、それを切り離してSPACに取り込むことが考えられる。
- ・ 「グリーン」分野に関しては、社会実装のための投資資金が多額となることが多いと思うが、ピンポイントでそこに投資したい投資家側のニーズと、資金調達をしたい事業会社側のニーズ、アーリーステージの技術をビジネスモデル化するのに運営者の目利き力が役立つことなどがうまくマッチすることも考えられる。こうした点も踏まえ、米国のSPACのスキームを参考に、そのままではなく、アレンジした形で導入していくことも考えられるのではないか。
- ・ 米国で昨年、あれだけのニーズがあったという事実からは目を逸らすべきでない。日本の上場審査は煩雑、公開価格が納得できないと考え、他社への買収や米国上場を検討する会社が多いのは事実。
- ・ スタートアップだけではなく、事業会社がカーブアウトするときに使えないかという話も聞く。そのような日本固有のニーズにも着目していくべきであろう。

- ・ 日本市場のグローバルプレゼンスへの影響も踏まえて考えるべきである。自分の周囲では、IPO時におけるアンダープライシング問題や準備の煩雑さを踏まえ、もはや東証に上場する必要がないという声も聞く。米国のSPACは、長年に亘り、制度が改善されてきており、持続的な制度となっていると理解。
- ・ 経営者やベンチャー投資家の立場からすると、伝統的なIPOのプロセスでは、自分が何年もかけて育ててきた会社を、IPO時に初値の半分の値段の公開価格を提示されても受け入れざるを得ない。それだけでなく、ベンチャー企業としても相対的に低い価格で不十分な資金調達が強いられる結果、成長機会を活用できない問題が生じている。この点の認識が極めて重要。SPACであれば、相対の交渉で納得できる価格で上場が可能となる。こうした点から、日本では、伝統的なIPOへの不満が高まっており、この「価格」の問題を解決していく観点から、SPACへのニーズはあるといえる。また、SPACがあることにより、それとの競争関係の中で、IPOの公開価格が適正化していくことも期待できるであろう。
- ・ スタートアップ企業の育成の観点からは、SPACスポンサーという目利き力のある人材が、ディープレック企業を発掘し、資金調達機会を提供するだけでなく、さらに、買収後も継続的にビジネスモデルの構築をサポートするという利点もある。
- ・ SPACのメリットとしては、①上場までのスピードが速くなること、②スタートアップの会社が、良い機関投資家とのパイプを持てることであり、「オプション」として導入することは意義があると思う。

### (3) SPAC制度の検討における留意事項

- ・ リスクマネジメントの観点から、SPACスポンサーは、自社が（SPACとは別に）投資する先を自社が組成したSPACで「お手盛り」で上場させているのではないかと批判への注意が必要。
- ・ 我が国で導入する場合の懸念点は、合併審査だけで上場されること。日本では、東証・証券会社が十分に上場審査を行い、明確な品質保証がされているが、そうした審査のプロセスを経ていない上場会社の株式が、プロ投資家ならまだしも、アマチュアの投資家の投資対象となることには、議論が必要。
- ・ 米国は、ウォーレン・バフェットのバークシャ・ハサウェイを代表に、投資を事業とする上場会社が多く、また、事業会社もM&Aにより成長を実現している実情があるため、そのような市場ではSPACがあってもいいという議論になるが、日本ではそもそも投資会社に対するアレルギーがあり、SP

ACという空箱が「マネーゲーム」であるとして、批判を引き起こすことにもなりかねない。SPACを導入するにしても、米国の制度をそのまま導入するのではなく、日米の資本市場の成熟度の違いも踏まえて検討すべき。具体的には、スポンサーの資格要件や、販売対象となる投資家をどこまで認めるかという点について、議論が必要であろう。

- ・ 我が国への導入の議論にあたっては、①まずは上場を認めるのか、②認めるとするとどういう制度にするのか、というプロセスが考えられる。その際には、特に、投資家保護について十分に議論が行われるべき。具体的には、販売対象とすべき投資家、SPACのIPO時の上場基準や開示、スポンサーの資格・責任・利益相反管理の方法、De-SPACの審査・開示をどうするかなど、様々な局面が検討対象となるであろう。
- ・ 特に、スポンサーの資質をどう評価するというのは難しく、それが投資者にとってのリスク・リターンの基礎になるとすると、いかに開示しても、一般投資家が評価し投資対象とするのは難しいのではないか。SPACに投資を行う場合のリスク・リターンの所在とそれに対応するスポンサーが負うべき責任やインセンティブ構造の内容について正確に理解したうえで、日本におけるこういった課題の解決につながるのかという視点での議論が重要であり、米国の市場の課題解決につながるものが、日本の市場においても果たして有用なのか、という点も点検していかなければならない。
- ・ SPACのユニットへの投資は、伝統的な株式投資とは異なる。個人投資家がSPACに内在するリスクを理解したうえで投資できる制度になるよう、留意すべきである。また、De-SPAC後については、これまでのIPOで実施されてきた上場審査と同等の審査がDe-SPAC時にもしも行われないとすると、上場商品として一定の品質が担保されているとはいえないため、De-SPAC時の審査などのあり方も、個人投資家中心の日本市場においては、留意すべきであろう。
- ・ SPACの合理性を考えた場合、「償還」の仕組みは論点となる。SPACのIPO時に大量に資金を集めたにもかかわらず、De-SPAC時にその多くが償還されるとすると、非効率な資金の流れが生じているのではないか。
- ・ De-SPAC時に、反対株主に償還を認めることには合理性がある。他方で、賛成株主も償還権を行使しているとすると、理論的にはエンティティ・ボートینگの問題が生じる。償還によりダウンサイド・リスクからは解放されるのに、ワラントによりアップサイドのリターンを確保できることになるため、本来は成立すべきでない合併が、賛成多数で可決される懸念がある。
- ・ これまでの上場審査に過剰なところがあり、それが合理化されるのであれば、その点の検討が必要となるが、仮にそうであるとしても、既存のI

POプロセスの改善によるべきであり、スポンサーの目利きやSPAC株主の意思決定で代替できるのか疑問。

- ・ De-SPAC後の企業の質が重要。合併時の審査において、これまでの上場審査と同様の質が担保されるのだろうか、という点に懸念がある。SPAC株主にとって、10ドルの償還とワラントが確保されているとすると、ある意味、個人投資家向けの良い商品な気もするが、おそらくそう簡単に割り切れるものではないだろうというのが、素朴な見解。
- ・ SPACが台頭してきた際、ベンチャーファンド・PEファンドに近い特性があると理解していた。その意味では、その運営者の力量（目利き力）が投資判断上、重要となるため、スポンサーや、スポンサーのために買収対象を探索する会社の属性などについて、十分に開示を強化していく必要がある。
- ・ 現在のIPOプロセスの実態を踏まえると、IPOのプロセスと、De-SPACのプロセスには、随分と差があると理解。De-SPAC時には、合併条件が経済的に妥当か、という点を中心にデューデリジェンスを行っているため、現在の上場審査の過程で確認が行われることとは、内容が異なるものとなっている。
- ・ 我が国において、投資家保護と自己責任という2つの観点について、どういふフィロソフィーで検討を進めていくかが論点となるであろう。特に、日本では、IPO時に個人投資家のリスクマネーも多く入ってくることに留意が必要。
- ・ 個人投資家を排除して、プロ投資家のみを対象とするというアイデアに関しては、それでは、誰も使わなくなり、結局、米国に流れていくだけなので、意味がない。「個人投資家保護」の観点では、投資元本が償還権で保証された形になっており、ディスクロージャーと自己責任だけに委ねる仕組みになっているわけではない。例えばDe-SPAC時に取引所による上場審査に準じた審査を行うことや実績のある外部専門家のデューデリジェンスを義務付けるなども考えられ、制度の導入の目的と意義を踏まえ、統合的な（実効性のある）制度設計を行うことが重要となる。
- ・ 投資者保護とのバランスはもちろん重要であるが、極端に投資家保護に偏ると、制度として使われないものとなってしまう、それでは意味がない。また、仮に問題事例が1件起こった場合には、SPAC全体をだめだとするのはなく、制度の持続的改善を図るというプロセスが適切。
- ・ スキームとしては「裏口上場」に似ていて、一般的なIPOでは東証の上場審査があるが、SPACによる上場は、その上場審査を形骸化するものとなる可能性がある。
- ・ 目利きの素人である投資家が、どのようにスポンサーの目利き力を判断する

のか。米国であれだけ流行っているのは、単に、スポンサーの側が儲かるからということであって、投資家はその分、損をしているという面もあるのではないか。SPACスポンサーが、利益相反に十分留意している場合も、一見、無関係に見えるスポンサーと事業会社が結託したらどのような問題が生ずるのかも、検討が必要。

- ・ また、SPACの株価が何を材料として変動するのも疑問であり、普通の株式とは違うレベルの自己責任が求められる。一般投資家が参加できる制度にするのだとすると、これまでの投資家保護とは異なる手当が必要。
- ・ 投資される側のニーズという点に着目するとIPOまでの準備期間があまりに長いとも聞く。しかし、そもそも、伝統的なIPOの使い勝手が悪いのであれば、現在の上場審査やプライシングの仕組みを改善することも考えられるのではないか。ダイレクトリスティングなど、現在の制度の改善を検討してよいのではないか。
- ・ 懸念点としては、米国では、スポンサーにかかわる開示と、De-SPAC時の開示が論点となっている。規制をかけすぎてしまっは意味がないが、日本市場の特性に照らして検討を進めるべき。

以 上