



事務局説明資料（第1回研究会）

株式会社東京証券取引所 上場部

2021年10月1日

- 近年、米国の金融商品取引所にてSPACの利用が活発に行われており、その他の諸外国の金融商品取引所における制度導入も進捗
 - 我が国の成長戦略実行計画（成長戦略会議）では、スタートアップの創出・成長発展のための方策のひとつとして「SPAC」に言及
 - 東証では、2008年に検討課題として掲げたものの、当時における利用ニーズの低さやその後の金融危機などもあり、具体的な検討には着手せず
- SPACを我が国でも導入することの意義及び必要性を整理するとともに、諸外国における制度及び実務を踏まえつつ、我が国において制度構築を行う場合の課題の検討を行う

（成長戦略実行計画（令和3年6月18日閣議決定）より抜粋。太字下線は東証による）

（略） ウィズコロナ・ポストコロナの世界を見据えて、**我が国においても、未開拓の分野に進出し、成長の担い手となる企業を創出する環境整備を図る必要がある。**

1. 新規株式公開（IPO）における価格設定プロセスの見直し
2. SPAC（特別買収目的会社）制度の検討
3. 私募取引の活性化に向けた環境整備
4. スタートアップと大企業の取引適正化のための競争政策の推進
5. スタートアップのエコシステム形成に向けた包括的支援

2. SPAC（特別買収目的会社）制度の検討

米国では、非上場企業が創業直後に上場できるSPAC（特別買収目的会社）が新規株式公開（IPO）と同様に活用されている。また、SPACは米国のみならず、海外の主要取引所で導入・活用されている。

- ①企業の目利き能力を持つ運営者がSPACを設立。
- ②運営者は、SPACを株式市場に上場し、最初の資金調達を行う。
- ③SPAC上場後、運営者は、買収先候補のスタートアップを選び、買収を交渉。
- ④運営者は、買収についてSPACの株主総会で提案し、株主（一般投資家を含む）の承認を得る。
- ⑤上場により一般投資家から調達した資金は信託しなければならず、一般投資家は買収に反対であれば資金の返還を受けることができるなど、投資家保護の仕組みがある。なお、買収が実施される際には、機関投資家等から追加の資金調達が行われる。
- ⑥SPACに買収されることにより、スタートアップが上場企業となる。

我が国のスタートアップからは、SPACでは買収時にスタートアップと投資家の双方が合意して価格を決めるため、**お互いに納得した価格で上場**できる仕組みであり、**公開価格が低すぎることで資金調達額が少なくなる現在の上場の問題を解決する上でも意味がある**との意見があった。他方で、**投資家保護が必要**との指摘もある。

我が国においても、SPACの上場時の基準や開示、買収に反対した場合や買収が成立しない場合の一般投資家への資金の返還等のSPAC運営者に対する規律、買収先企業に関する投資家の判断を支える開示義務など、**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、我が国の国際競争力の強化の視点を踏まえつつ、検討する。**

（図表は省略。太字下線は東証によるもの）

SPACの一般的なスキーム（概略）

- SPACは、特定の事業を有さず、他の事業会社の買収（※）を目的とする株式会社として組成（運営）される
 - ✓ 投資者の観点からは、SPAC組成者の過去の実績等が投資判断のひとつの材料
 - ✓ 事業会社の観点からは、SPACとの合併がIPOの代替として機能

SPACの組成

PEファンド・事業経営経験者など
買収相手は未定（今後、探索する段階であることが必須）

SPACの上場

通常、1ユニット（1株+端株分のワラント）10ドルで上場
上場時の投資家はヘッジファンドが中心

買収対象の選定

通常、大規模な買収が行われることが多く
買収相手との契約時に、機関投資家から追加で資金調達

2年以内に選定なし

買収に関する株主総会決議

買収に反対するSPAC株主は、現金償還を受けることも可能
（通常、買収賛否に拠らず可能）

承認

買収企業の上場

通常の上場会社と同じ
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

否決（2年以内に選定なし）

清算

株主（組成者等を除く）への現金償還

（※）通常、米国では、Reverse Triangle Merger

米国（その他諸外国）におけるSPACを巡る議論

- 米国をはじめとする諸外国では、PEファンド投資やIPOとの比較で、当事者となる運営者（組成者）・投資者・事業会社の別に様々なメリット・デメリットが指摘されている

属性	メリット	デメリット
運営者 (組成者)	<ul style="list-style-type: none"> ● 広く資金調達が可能 ● 投資先セクターの制限がない ● 創業者株式などによる収益期待値 	<ul style="list-style-type: none"> ● 買収失敗などのレピュテーションリスク
投資者・ SPAC株主	<ul style="list-style-type: none"> ● ダウンサイドリスクが限定的（合併時の現金償還あり） ● ワラントによるアップサイドあり ● 新たな投資物件への投資機会（主にスタートアップへの投資機会） 	<ul style="list-style-type: none"> ● 運営者の目利きへの依存（価格形成の合理性への懸念、投機的投資リスク） ● 商品設計の複雑性（買収時の判断困難） ● 運営者の報酬やインセンティブの歪みなどの利益相反（最善ではない買収リスク） ● 持ち分の希薄化などのコスト負担リスク ● 買収後企業の成長不足、体制不備などの可能性
事業会社	<ul style="list-style-type: none"> ● 資金調達額が早い段階で決定 ● 短期間での上場が可能 ● 上場実績がない会社の上場機会（宇宙・モビリティなどの新規分野） ● SPAC運営者の継続支援 ● （業績予想の開示が容易） 	<ul style="list-style-type: none"> ● 資金調達額の減少（追加調達額以上のSPAC株主への現金償還） ● （短期間で準備することで）監査等の不備や情報開示に関する法令違反の可能性 ● ロックアップ解除後の株価下落 ● （合併時の開示に関する株主訴訟）

- 我が国においてS P A C制度の導入を検討していく場合、どのような局面における活用が考えられるか。
 - スタートアップ育成の観点からは、現状のI P Oプロセスとの比較も踏まえ、どのような課題の解決につながると考えられるか。
 - 大企業が事業部門の切出しを行う場合など、スタートアップ育成以外の観点から活用できる局面があるか。

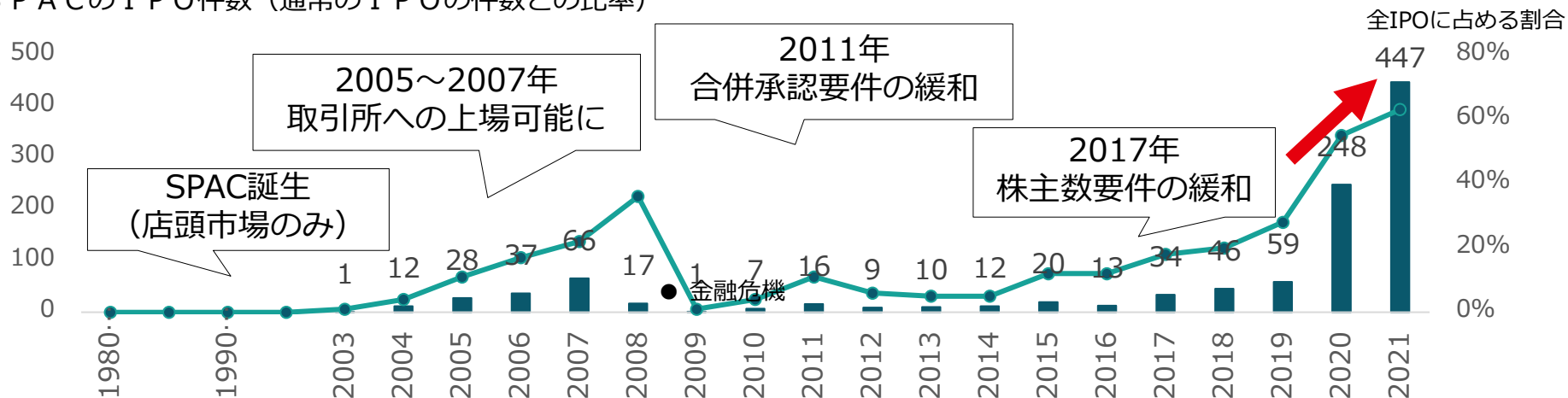
- 我が国においてS P A C制度の導入を検討していく場合、我が国証券市場の特徴を踏まえ、留意すべき点はあるか。
 - 我が国においては、多くの個人投資家が証券市場に参加している実態を踏まえ、留意すべき点はあるか。

參考資料

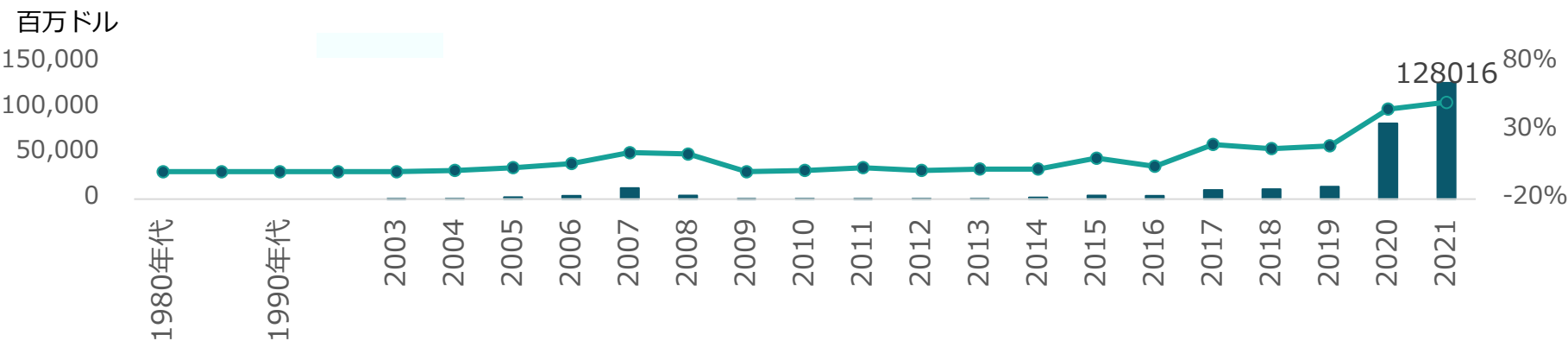
米国のSPACのIPO件数

- 昨年より、米国では、SPACのIPOが急増
- 米国当局による規制見直しなどはあったものの、今年も447社上場

SPACのIPO件数（通常のIPOの件数との比率）



SPACによる資金調達額（通常のIPOによる資金調達との比率）



SPAC Analytics社より、2021年9月30日時点 (<https://www.spacanalytics.com/>)

2003年以降に上場した米国SPACの状況

- これまでに上場したSPACのうち、約1,000社中90社のみが解散
- 大半は、合併を完了しており、現在、買収先探索中のSPAC（459社）は、今後1年～2年のうち買収完了の可能性

現在の状況	社数	累積調達額
買収先を検討中	459	1.3兆円
買収先を公表	121	4兆円
買収完了	413	1.0兆円
解散	90	1兆円
合計	1,083	2.8兆円
(今後、IPOを予定)	282	7兆円

SPAC Analytics社より、2021年9月30日時点 (<https://www.spacanalytics.com/>)

- 米国では、1980年代の証券詐欺事件により「買収のみを目的とする企業」関連規制が厳格化。しかし、適法性は認められ、禁止されず
- 2003年頃、上記規制に抵触しない商品としてSPACが開発された

1980年代

- 事業運営を行わず買収のみを目的とする「blank check company」誕生
- 将来の買収期待により株価を釣り上げて高値で個人投資家に販売する証券詐欺が多発、1990年、ペニーストック改革法制定

2003年～

- ペニーストック改革法に抵触せず、かつ、「blank check company」同様に買収のみを目的とする企業（投資商品）としてSPACが開発される
- 一説には、IPO数減少の中、中小型株投資ニーズに対応する商品として組成
- 当初、店頭市場のみで取引されていたが、2005年以降に取引所への上場承認

2010年～

- 2008年以降、金融危機でSPACは下火になるも、2011年の取引所の制度緩和などで、伝統的IPOに代わる手段としてSPACへの関心が再び高まる
- 2017年の取引所の制度緩和により再び増加傾向

2020年～

- コロナ禍でボラティリティが高まるなか、SPACのIPO件数が急増
- 一説には、時価総額1,000億円未満のIPOが困難であったり、公開価格の安定性からベンチャー企業におけるSPACへの関心が高まったとのこと
- 個人投資家による売買が増える中、米国規制当局は規制見直しを検討

(出典) Usha Rodrigues and Mike Stegemoller, Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACS , 37 Del. J. Corp. L. 849 (2012)
https://digitalcommons.law.uga.edu/fac_artchop/923

■ 昨年以来のSPACのIPO急増を受けて、米国規制当局は監督強化

2020年12月	<ul style="list-style-type: none"> SPACに、スポンサー等の利益相反の実態の開示を要請
2021年 3月	<ul style="list-style-type: none"> 個人投資家に、セレブが関与するSPACへの安易な投資を警告 個人投資家に、SPACは投機的な商品と警告（FINRA） ベンチャー企業に、De-SPACの財務報告・会計の留意事項 SPAC・ベンチャー企業に、合併後の財務報告・内部統制・ガバナンス等の必要に関する留意事項 SPACと合併したローズタウンモーターズへの調査（同社は、6月に受注数の過大報告を公表、同社CEO等が辞任）
4月	<ul style="list-style-type: none"> SPACに、業績予想開示など米国証券法の適用への警告 SPACに、ワラントの会計上の取扱いの留意事項を公表 SPAC向け：開示規制の強化の法案改正の提言
7月	<ul style="list-style-type: none"> SPACとの合併事例（Momentum Inc.）に関する虚偽記載の告発 SEC・FINRAによる引受証券、弁護士等への調査 SPACと合併したニコラ創業者を詐欺罪で告発
8月	<ul style="list-style-type: none"> SPACと合併したドラフトキングのマネーロンダリング疑いを調査
9月	<ul style="list-style-type: none"> 投資家アドバイザー委員会（IAC）からSPACの開示に関してSECの規制強化を提言 ウォーレン上院議員等がSPACに関する懸念を表明、組成者数名に利益相反の実態に関する質問状を送付

SEC Website/ Finra Website、ウォーレン議員ウェブサイトより

- 欧州の取引所の多くはSPACの上場制度を整備（上場件数は限定的）
- 欧州の多くは、プロ投資家向けに限定（香港取引所もプロ投資家に限定予定）

国	取引所	SPAC制度（第1号上場）	現在
カナダ	トロント証券取引所	あり（2008年）	2社
イギリス	ロンドン証券取引所	あり（2005年AIM）	11社
ドイツ	フランクフルト証券取引所	あり（2010年）	2社
フランス	ユーロネクスト（パリ）	あり（2016年）	5社
イタリア	ユーロネクスト（イタリア）	あり（2011年）	5社
ベルギー	ユーロネクスト（ブリュッセル）	あり（2021年予定）	0社
オランダ	ユーロネクスト（アムステルダム）	あり（2018年）	7社
ルクセンブルグ	ルクセンブルグ取引所	あり	0社
韓国	韓国取引所	あり（2009年）	2社（※）
マレーシア	マレーシア証券取引所	あり（2011年）	0社
シンガポール	シンガポール取引所	あり（2021年導入）	0社
香港	香港取引所	なし（導入に向けて意見募集中）	制度なし
オーストラリア	オーストラリア取引所	なし（予定もなし）	制度なし

（※）KOSDAQでは60社

2021年9月30日ブルームバーグより東証取得（会社概要で“Blank Check Company”又は“Special Purpose Acquisition Company”のアクティブ銘柄のみ）

欧州ESMA

- 2021年7月15日、「SPACに関する開示及び投資家保護のガイダンス」公表。
- 「中小企業の資金調達に資するが、規制遵守、特に、De-SPACの開示不足を懸念。さらに、複雑さや合併の不確実性から、すべての投資家に適した商品ではない。投資家保護の観点から開示充実の要請や欧州各国当局と協力してモニタリングを行う」ことを表明。

英国FCA

- 2021年4月、ブレグジット後のイギリス金融市場強化のため、ヒル議員による調査実施（ヒル・レビュー公表）。
- ヒル・レビューを受けて、SPAC誘致の観点から、8月にSPAC上場制度改正。リスクの高さと複雑な商品性を踏まえて、特に個人投資家への警告も公表。

仏AMF

- 2021年4月、SPAC上場に関するガイダンス公表。フランス法では、スキームの柔軟性と投資家保護のバランスがとれていると表明。

証券監督者 国際機構 IOSCO

- 2021年6月、規制当局の意見交換の場（ネットワーク）立上げ。
- SPACは、新しい商品ではないが、昨今の上場件数の増加を受けて、規制当局における関心が高まっていること、また、企業の資金調達手段の多様化にはつながるが、投資家保護の観点から様々な論点があることから、定期的な意見交換を予定。

2008年度上場制度整備の対応について（2008年5月27日）

Ⅱ 上場制度総合整備プログラム2007のフォローアップ

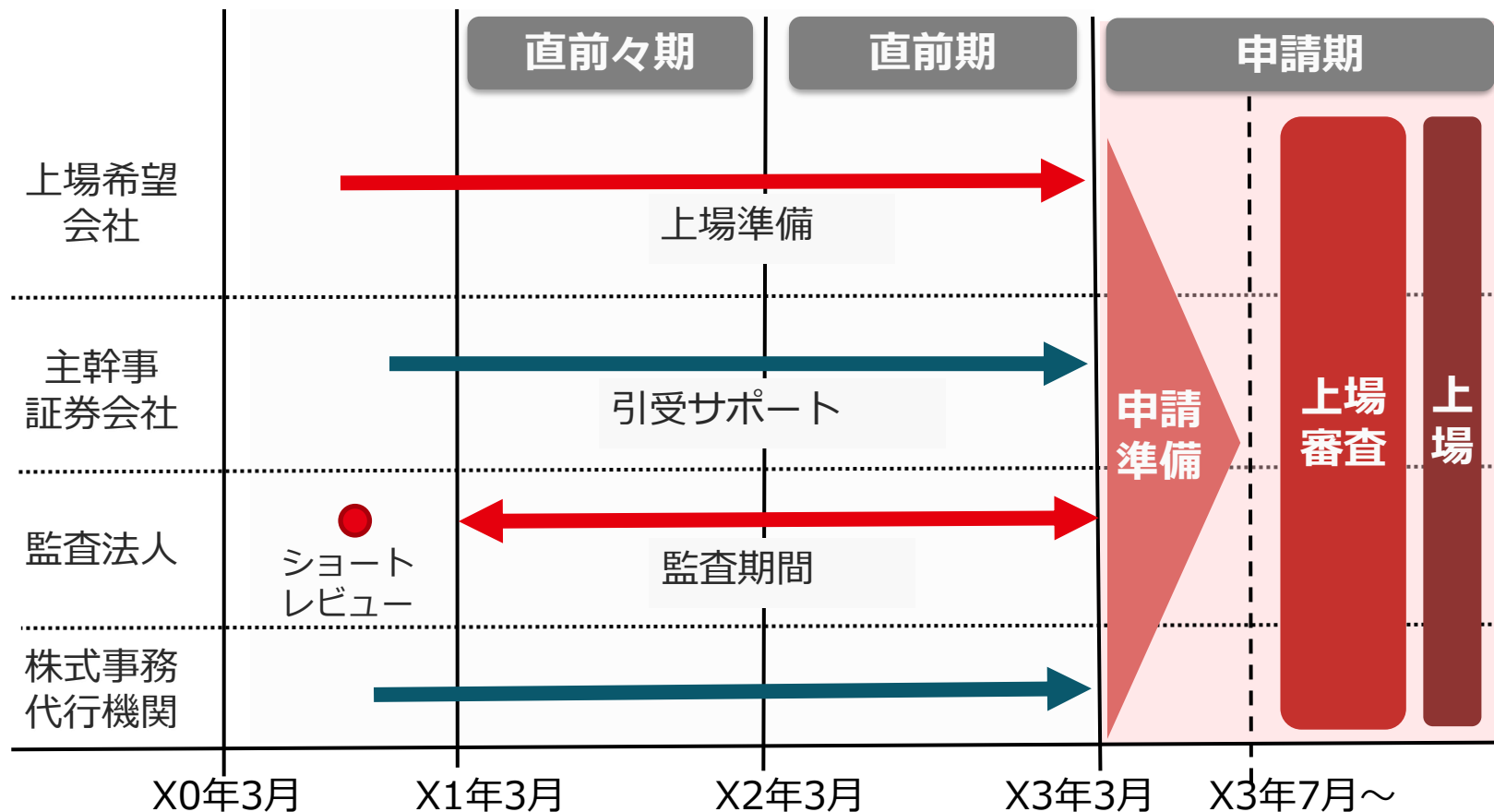
「4. 多様な商品の上場に向けた対応」

項目	具体策の実施に向け検討を進める事項	検討を継続する事項
多様な商品の上場に向けた対応	<ul style="list-style-type: none"> ○ ファンドの上場制度の創設（投資法人に関する上場制度の拡充） <ul style="list-style-type: none"> ・ 不動産投資信託証券に限り上場制度を整備している現状を改め、幅広い運用資産・投資方針の投資法人の上場が可能となるよう所要の規則改正を実施する。 ・ 投資法人の上場に当たっては、不動産投資信託証券の上場と同様、投資法人だけでなく運用会社の経営体制を確認するとともに、運用方針の明確性等についても確認するものとする。 ○ 多様なETFの上場に向けた上場制度の整備を行う。 <ul style="list-style-type: none"> ・ 今後の法改正等を踏まえて、金銭信託型のETFや外国投資証券のETFなど、関係者のニーズも踏まえ、多様なETFの上場を可能とするよう所要の制度整備を行う。 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 欧米の取引所において上場が認められている多様な商品を含めて、投資者のニーズを踏まえながら幅広い商品を提供する方向で検討を進める。 <ul style="list-style-type: none"> ・ 未公開会社の買収を目的として設立される特別な事業形態の会社などの上場について検討を行う。 ・ その他、多様な商品の上場に向けて、上場制度はもとより、上場制度以外の諸制度についても、必要な改善を関係者に求めていくこととする。

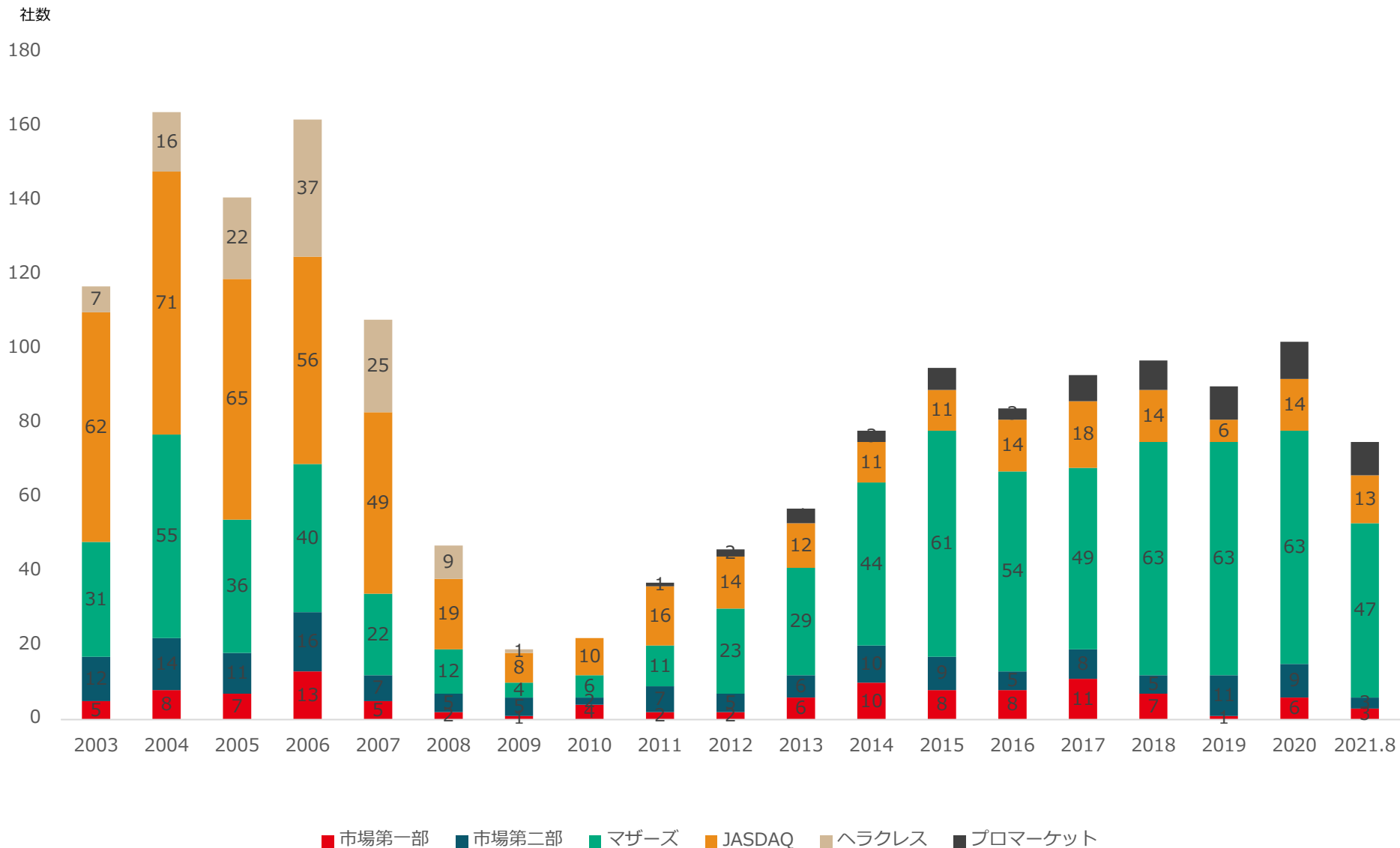
（東証ホームページ掲載）

IPOによる上場スケジュール

- 日本取引所自主規制法人による上場審査の標準は、2～3か月



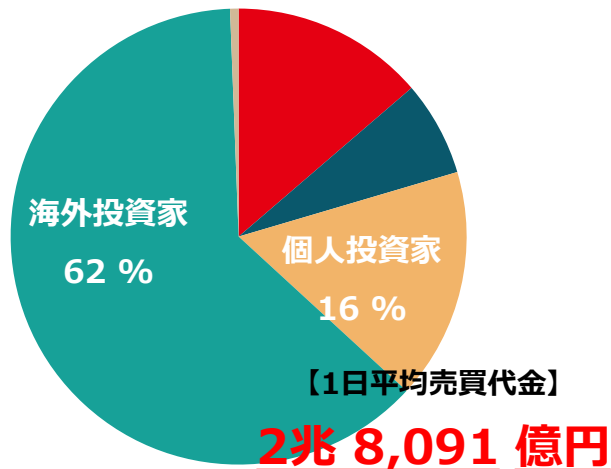
IPO社数推移（2003年～2021年8月末）



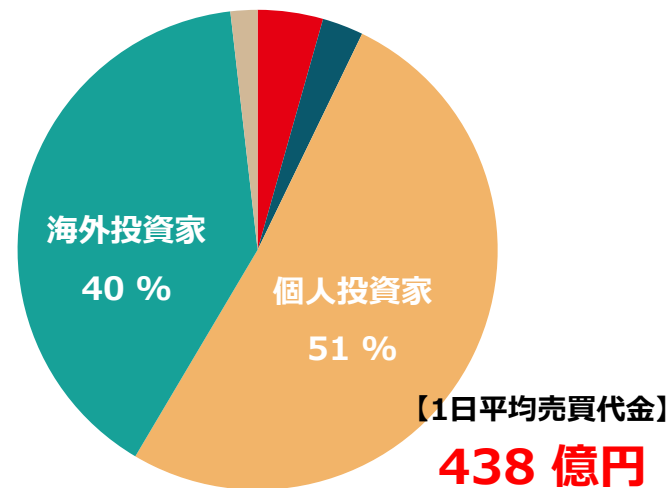
1日平均売買代金・投資部門別（2020年）

■自己取引 ■法人 ■個人 ■海外投資家 ■証券会社

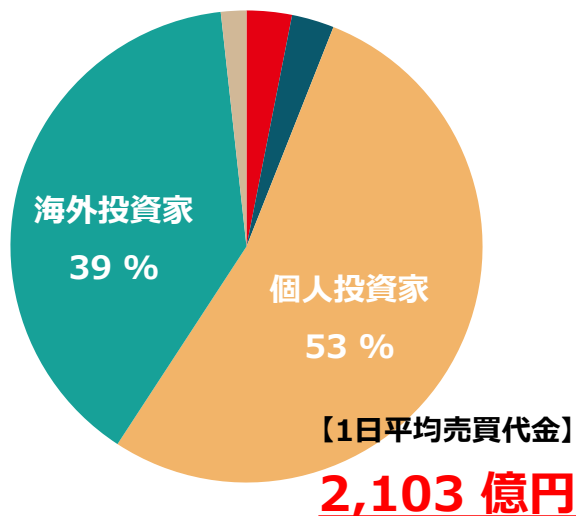
（海外投資家中心）
市場第一部



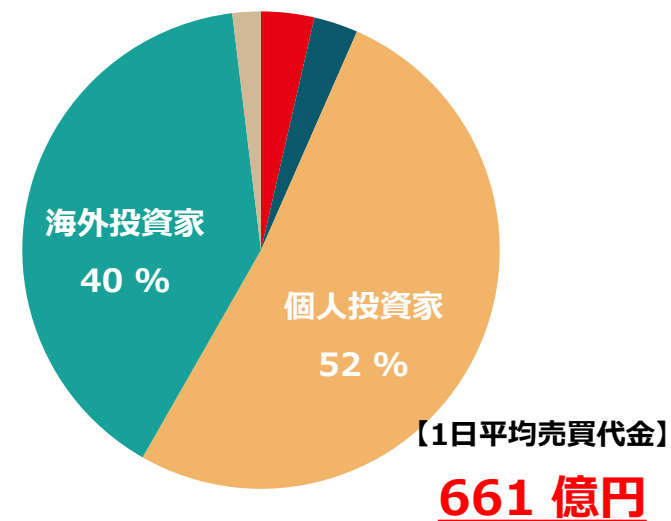
（個人・海外投資家同程度）
市場第一部



（個人投資家中心）
マザーズ



（個人投資家中心）
ジャスダック



1日平均売買代金（立会市場とToSTNeT市場の合計、内国株式のみ）

スタンフォード大学・ニューヨーク大学論文 概要

“A Sober Look at SPACs” (Klausner, M. and Ohlrogge, M. (Nov 2020))

- SPACとの買収は、伝統的なIPOと比べて低コストといわれる。
- しかし、2019年1月～2020年6月の間に買収を完了した47社のSPACを実証分析したところ、SPACのストラクチャーから生じる株主持分の希薄化や現金償還などは、「非常に高い」隠れたコストであることが判明。
- 買収後も株式を保有し続けるSPAC株主の負担で、De-SPACが実現。
 - SPACのストラクチャーには、希薄化の要素が組み込まれている。
 - ① SPAC組成者（運営者）が額面出資で取得する株式（創業者株式）
 - ② IPO時に発行されるワラント
 - ③ 引受手数料（通常、IPO時の引受手数料の一部は、買収完了後に支払い）
 - さらに、SPACの初期投資家の9割弱はごく限られた数のヘッジファンド。大半は、合併時に現金償還を行うため、一層の希薄化が進む（平均58%の株主が現金償還）
 - 結果、IPO時1ユニット10ドルが、合併時は1株当たりの現金6.67ドル相当。
 - こうした希薄化率又は現金償還率が高いほど、合併後の株価下落が大きい
- そのため、SPACは、持続可能な金融商品ではなく、SPACに関する規制強化などの是正が必要（特に、情報開示の強化等）、あるいは、スポンサーの目利き力や機関投資家からの調達というSPACのメリットを生かした、より低コストの代替的手法が採用されるべき（ダイレクトリスティングなど）

出典 Klausner, Michael D. and Ohlrogge, Michael and Ruan, Emily, A Sober Look at SPACs (October 28, 2020). Yale Journal on Regulation, Forthcoming, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 559, NYU Law and Economics Research Paper No. 20-48, European Corporate Governance Institute ? Finance Working Paper No. 746/2021, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3720919> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3720919>