

SPAC制度の在り方について

2023年7月28日

飯田秀総

1.はじめに

SPAC: Special Purpose Acquisition Company

アメリカのSPACブーム

	SPACのIPO件数	全IPOに占めるSPACのIPOの件数割合	De-SPACの件数
2019	59	23%	28
2020	248	53%	64
2021	613	61%	199
2022	86	55%	102
2023	17	25%	38

出典：SPAC Research (2023),

<https://www.spacresearch.com/reports?type=monthly&file=cdn/2023/07/Nasdaq%20Monthly%20Monitor%20Jun2023.pdf>

2020年にSPACのブームが始まったきっかけとして、新型コロナウイルスのパンデミックが2020年に生じ、IPO市場が数カ月わたってその動きが妨げられるのではないかと懸念があり、不安定な資本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。Amrith Ramkumar & Maureen Farrell, When SPACs Attack! A New Force Is Invading Wall Street, Wall Street Journal, Jan. 23, 2021

政府等におけるSPACへの関心の高まり

- 成長戦略実行計画 2021年6月18日
- SPAC制度の在り方等に関する研究会「SPAC市場制度の投資者保護上の論点整理」（2022年2月16日）
- 「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）
- 金融審議会「市場制度ワーキング・グループ 中間整理」（2022年6月22日）

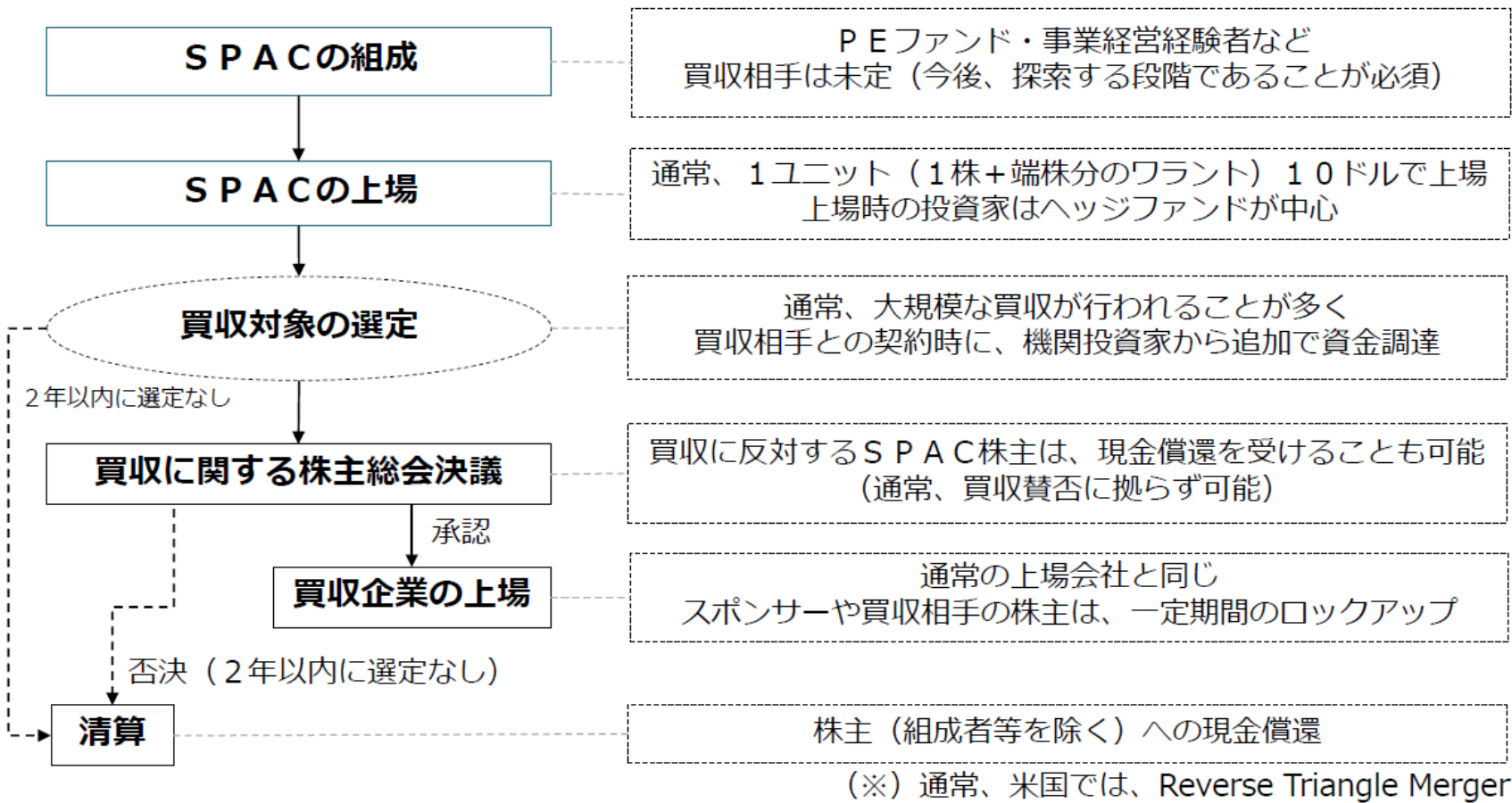
日本の会社のSPACへの関心

- SPACを組成する例：ソフトバンクグループ
 - SVFC 総額3億2000万ドル⇒2022年6月7日にSymbotic社を買収
 - 償還率85.8%、総額2億7000万ドル→PIPEで2億ドルを調達
 - 2023年7月21日の終値43.68ドル
- SPACを通じたNYSE上場を目指す例
 - JEPLAN（ジェプラン、旧日本環境設計、川崎市）
 - SPACはAP Acquisition Corp（アドバンテッジパートナーズによるSPAC）

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の株式>

- 一般投資家：A種（議決権制限、償還権）
- スポンサー：B種（議決権有、プロモート）

<IPO時の引受人報酬5.5%>

- IPO時2%払う
- 残りの報酬はDe-SPAC時に支払う（つまり成功報酬）
- スポンサーはB種株式の取得のみならず、ワラント又はユニットを市場価格で取得
→引受人への2%の報酬の資金にする

<一般株主のインセンティブ>

- 償還請求（株式のみ）
⇒ダウンサイドリスクなし
- ワラント
⇒アップサイドとれる

↓
償還請求+De-SPAC賛成

17 CFR § 230.419 - Offerings by blank check companies.

	Rule 419	SPAC
他の会社と合併することが事業目的	○	○
1株あたりの株価	4ドル未満だとペニーストックで規制対象	10ドル
調達した資金を信託・エスクローで管理	§ 230.419(b)	○
償還権	§ 230.419(e)(2)(ii) (償還がデフォルト)	○ (残存がデフォルト)
期間制限	§ 230.419(e)(2)(iv)	○

SPACの魅力

- 投資家の投資機会の拡大
 - PEファンド：アマ投資家は参加できない
 - SPAC：アマ投資家が参加できる
- スポンサー：プロモートなどで利益
- IPOより低コスト、短時間で上場できる（？）
- De-SPACの値付けにIPOアンダープライシング問題なし
- 将来の業績予測に基づく企業価値評価

SPACの実証研究：Gahng et al (2023)

- SPACのIPOからDe-SPACの効力発生日まで：プラス
 - 単純平均の年率リターン 23.9%
 - De-SPACに至った場合 33.2%
 - 解散の場合 2%

⇒償還請求でダウンサイドリスクなし+合理的行動でアップサイド

※ 市場価格 < 償還価格 ならば償還権行使をする前提

※ 2021年にIPOしたSPACの期限が到来すると解散が増えるので今後は平均値下がるはず
- De-SPAC後のパフォーマンスはマイナス
 - 単純平均 1年 マイナス11.3% (市場調整後リターンだとマイナス30.7%)
 - 償還請求後の残存金額で加重平均した場合の1年のリターンはマイナス3%

※ 悪いDe-SPACだと償還請求増える

SPACの実証研究：Gahng et al (2023)

- ワラントのリターン：加重平均で年率13.5%
- PIPE投資家：単純平均で9.3%のリターン（De-SPAC時の市場価格の20%ディスカウントで取得）
- スポンサー：619%のリターン（De-SPAC後1年まで）⇒年率リターン113%
- 悪いDe-SPACだとスポンサーは平均でプロモートの17%、ワラントの19%権利を放棄するから、スポンサーのリターンはこれよりは低い

SPAC	Target	クロージング日	PIPEの発行価格	償還率
Priveterra Acq	AEON Biopharma	2023/7/21	\$7.00	98.8%
Colombier Acq	PublicSq	2023/7/19	n.a.	82.8%
Freedom Acq I	Complete Solaria	2023/7/18	\$9.66	90%
Alpha Healthcare III	Carmell Therapeutics	2023/7/14	n.a.	81.5%
Galata Acq	Marti Technologies	2023/7/10	n.a.	95.7%
GoGreen Investments	Lifefone Metals	2023/7/6	\$10.00	94.5%
East Resources Acq	Abacus	2023/7/3	\$10.00	95.5%
GSR II Meteora Acq	Bitcoin Depot	2023/6/30	\$11.63	89.1%
ROC Energy Acq	Drilling Tools Int'l	2023/6/20	\$10.10	99.2%
Metals Acq	CSA Copper Mine	2023/6/16	\$10.00	87.4%
Rice Acquisition Corp. II	NET Power	2023/6/8	\$10.00	61.4%

SPACの実証研究：Gahng et al (2023)

	SPAC(N=150)		IPO(N=677)		Direct Listing (N=7)	
	Costs/Proceeds	Costs/Market Cap	Costs/Proceeds	Costs/Market Cap	Costs/Proceeds	Costs/Market Cap
中央値	48.3%	15.1%	21.9%	3.2%	n.a.	0.3%

Cost = 発行済証券の市場価格と、対象会社が受け取る現金の差

SPACのコスト要因 = スポンサーのプロモートによる希釈化、ワラントによる希釈化

SPACは、IPOより高コストなのに、なぜSPACとの合併を選ぶ会社があるのか？

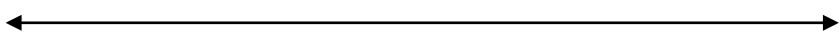
1. スポンサーから助言を得られる？ ← IPOでも、メンターを取締役に選任すれば同じ
2. 会計監査を受けたことがない会社にとってはSPACの方が短期間で上場できる
3. SPACなら将来の業績予想に基づく企業価値評価が使える（？）
4. De-SPACは値付けについて合意で決められるので確実性が高い
5. スポンサーに報酬の一部放棄してもらうなどの再交渉の余地がある
6. De-SPACでは割高に企業価値評価してもらえる（例 売り上げがない会社はSPACを選ぶ）

SPAC
のIPO

De-SPAC
解散

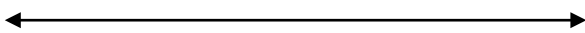


①



特に問題なし。償還権による保護

②



・業績悪い（より長期で見るとべきか）。新興企業に共通の現象で、SPAC特有の問題とは言い切れない。早すぎる上場は上場基準の裁量内か。
・ワラント行使による希釈化

③



・償還権を行使するか保有し続けるかについてアマ投資家の自己責任と言い切れるか？
・De-SPAC情報の開示と、IPO時の開示の異同
・スポンサーはDe-SPACしないとマイナス、すれば大きなプラス
・De-SPACの株主承認を要件としつつ、賛成株主に償還権を認めることの意味

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」

(論点1) SPAC上場制度の導入の意義・必要性を踏まえ、SPAC制度構築に向けた投資者保護策を検討することとしてはどうか。

(論点2) SPACの対象投資者層に応じた、実効的かつ適切な投資者保護の在り方について検討を継続することとしてはどうか。

(論点3) SPACスポンサー(運営者)に関する開示・規制(報酬・事前スクリーニング等)のあり方についてどのように考えるか。

(論点4) SPACの上場制度において、流動性やワラントの売買、開示規制等に関する枠組みをどのように設計するか。

(論点5) 賛成株主への現金償還権の付与や社外取締役による適切な監督のあり方、それらに代替・補完する合併条件の公正性・妥当性の確保の仕組み(PIPES義務付け・第三者評価の取得)についてどのように考えるか。

(論点6)

- 合併や買収プロセスと上場適格性の確認プロセスの調和(実効的なバランス)をどのように確保するか。
- 開示を求める枠組み(金商法・上場規則)や開示責任のあり方についてどのように考えるか。

検討

1. De-SPAC時の株主承認と償還権のあり方
 2. スポンサーのインセンティブ・利益相反の規律のあり方
 3. De-SPAC時の情報開示規制のあり方
- 前提
 - アメリカのSPACをモデルにしつつ、修正を加える
 - SPACのIPO時にSPAC自体の上場審査がある
 - De-SPAC時に対象会社買収後の企業の上場適格性の審査がある

2.De-SPAC時の株主承認と償還権の在り方

問題の所在

- De-SPACについての株主総会による承認決議が、エンプティ・ボーティングになる
- エンプティ・ボーティングとなる理由
 - SPACの株式には償還請求権が与えられる
 - 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
 - なぜならば、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に賛成票を投じることが合理的だからである
 - Klausner, Ohlrogge, and Ruan (2022) : IPOで調達した資金の73% (中央値) が償還請求される
- その結果、非効率的なDe-SPACでも承認されてしまう

問題の所在

- SPACの組成・運営を行うスポンサーは、とにかくDe-SPACを成立させるインセンティブがある
 - プロモート：De-SPAC成立後の会社の株式の20%を受け取る
 - De-SPACが実行されずにSPACが解散に至る⇒無報酬（赤字）
- SPACの投資家
 - ヘッジファンド ⇒ 償還請求or売却
 - アマ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？ ⇒ アマ投資家保護をどう設計するか？
- なぜDe-SPACに株主の承認が必要なのか？
 - 株式の取得なら会社法上は株主総会の承認が不要
- なぜ賛成株主にも償還請求が認められるのか？
 - 買取請求なら反対株主にしか認められないのに

アメリカの上場規則の変遷

- 1990年代前半 OTCブリティンボードで取引
 - 一般的な実務
 - De-SPACについて株主総会で過半数の賛成が必要
 - De-SPACについて反対する株主に償還請求を認める
 - 所定の割合（たとえば20%から40%程度）以上の株主が償還請求しないこと
- 2005年 アメリカン証券取引所がSPACの上場を認めた（規則変更などは無し）

アメリカの上場規則の変遷

- 2008年 ニューヨーク証券取引所がSPACの上場を認める上場規則が採択
 - ①De-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
 - ②De-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（賛成票を投じた者の償還権の禁止は特にない）
 - ③一般株主がそのグループの持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）を超える株式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

アメリカの上場規則の変遷

- 2008年 NASDAQ証券取引所の上場規則
 - ①②あり
 - ③④なし
 - De-SPACについて社外取締役の過半数の承認を必要とする

※ 取引所間の競争の側面

アメリカの上場規則の変遷

- ヘッジファンドによるグリーンメール
- 2010年 NASDAQ改正
 - De-SPACについての株主総会を開催せずに（①の例外）、しかし、従来の反対株主の償還請求を保障するために、自社株買いの公開買付けを認める
 - 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（③の導入）
- 償還請求権の平均行使率は6割～7割
- 2017年 ニューヨーク証券取引所の上場規則改正
 - 償還請求が40%を超えないことという条件（④）は廃止
 - 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

改善は必要か？

- De-SPACについて株主総会の承認を要求する理由： SPAC投資家の保護
- 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
- SPAC投資家保護に総会承認が必要と考えるならば改善必要
- 規則としては、自社株公開買付けルートならば総会承認不要
- 償還権の行使割合の要件も廃止された
- 償還権こそが重要で、総会承認は本質的には必須とはいいいにくい
 - Cf. VCのLPに発言権がないのが通常
- SPACの株主が、償還請求権の行使を適切に判断するために必要な情報と時間が確保されているならば、償還権で投資家保護は十分といい得る
- 残存株主保護は、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プロモートなどの報酬制度を改善することで足りるか

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

- SEC, Office of the Investor Advocate, Letter to NASDAQ on Listing Standards for Special Purpose Acquisition Companies(2022)
- 償還請求権の行使割合を上限とすることで、スクリーニングを働かせようとするもの
- 償還請求割合が高いDe-SPACはその後のパフォーマンスも悪い → 一般の投資者が損失を被る場面を減らす

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

- 限界：償還請求権を行使するかどうかの株主の判断は、必ずしもDe-SPACの効率性（De-SPAC後の会社の1株あたりの株式の価値が10ドルを上回るかどうか。）についての判断と一致しない
- 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
 - De-SPAC後も株主として残ることによって得られる利益・不利益 ハイリスク
 - 償還請求権を行使することによって得られる利益 ノーリスク
 - リスク回避的なら償還請求を選ぶこともあり得る
 - ワラントを持っているならアップサイドの利益はワラントから得られる
 - De-SPACの是非と無関係に償還請求する可能性がある
- 償還権の行使割合 = 利息で満足する投資者の割合に過ぎない可能性

反対株主にのみ償還権を認めるか

- Rodrigues & Stegemoller (2022)
- 株主総会でDe-SPACが承認されるかどうかによってDe-SPACの成否が決まる
- シンガポールは導入せず
 - パブコメの反対：
 - ①アメリカの実務と違う
 - ②SPAC IPOに応じる投資家が減る = SPACがそもそも成り立たない
 - ③償還権行使できる地位を確保するための反対によってDe-SPACが不成立になるおそれがある
 - アメリカの歴史：反対と償還権の関係づけを廃止
 - 希釈化問題と償還権は直結しない

償還請求権を行使しなかった者にしか議決権行使を認めない

- エンプティ・ボーディングの解消にはなる
- 限界
 - 償還請求権を行使しないという意思決定をした株主は、De-SPACに賛成だから株主として残る
 - だから、償還請求権を行使しなかった者だけで構成する株主総会でDe-SPACの是非について賛否を問うても可決されるだけで、あまり意味はない

条件付き償還請求権行使

- Ganor (2021)
 - 株主総会の一般論： 賛成、反対、条件付き賛成
 - 条件付きの償還請求権行使：
 - もしも無条件の償還請求権の行使をする株式が一定の割合以上となる場合には償還請求するという権利行使を認める
 - アマ投資家は、プロ投資家の分析結果にフリーライドできる
- 限界
 - 無条件の償還請求をする株主の数は事前にはわからない → 条件をどのように設定するのが自分にとって最適なのかを一般の投資家が適切に判断できるのか？
 - 改善策：無条件の償還請求権の行使状況を先に発表し、その後その状況を見てから償還請求権を行使できる機会（セカンドチャンス）を株主に与える

その他の学説

- 償還請求権こそが重要であり、株主総会の承認は不要ではないか (Rodrigues & Stegemoller 2013)
- De-SPACは形式的にはM&Aとして行われるものの、経済実質としては、現金対価での株式の売却（投資者が現金を出資し、De-SPACの対象会社の株式を取得する行為）であるから、これにM&Aの規律を適用することに疑問があり得る (Halbhuber 2022)

検討

- 賛否を問わない償還権の付与を所与とすると、総会承認によるスクリーニングに期待することはできない。本質は償還権を行使するか、残存して対象会社の株式を実質的に取得するかどうかの投資判断が自己責任といえる環境を整えることではないか。
- 会社法上の合併を行えば、通常買取請求権が使える
 - ナカリセバ価格 = 10ドル
 - 企業価値増加型で対価不当のときの公正な価格は？ 償還権の10ドルは解釈に影響するか？

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

	De-SPAC実施	解散
スポンサー 2万5000ドル出資	時価総額×20% (10ドルを超えなくても利益あり)	0
一般投資家 10ドル出資	De-SPAC後の株式価値が10ドルを超えるかどうか	10ドル

De-SPACとMBO等では利益相反の構造が異なる

MBO・支配株主によるフリーズアウト：買主と売主の利害が正面から衝突する

SPACのスポンサー

価値上昇型のDe-SPACをすることがベスト = SPAC株主と一致

価値減少型のDe-SPACでも利益を得られる = SPAC株主と対立

In re Multiplan Corp. Stockholders Litig., 2022 Del. Ch. LEXIS 1 (Del.Ch. Jan. 3, 2022)

- 完全な公正性の基準
 - ①支配株主が取引の両側にいる場合、または、
 - ②支配株主が、対価について普通株主と競い合う場合 =
 - (1)支配株主が少数株主よりも大きな金銭的対価をその株式に対して受け取る場合
 - (2)支配株主が少数株主とは異なる形態の対価を受領する場合、または
 - (3)支配株主が、名目上、他のすべての株主と同じ対価を受け取ったとしても、少数株主の不利益のもとで、支配株主にとってのみ価値のあるものを引き出すことによって独自の利益を受け取った場合
- スポンサーの出資 2万5000ドル ⇒ De-SPACで3億500万ドル = リターン 1,219,900%
- ロックアップ、ワラントの45%分のunvest（株価が1株12.5ドルを越えたらvest）などを考慮しても、4000万ドル以上の価値を取得する

利益相反にかかかる開示規制のSECの提案

- SEC, Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections, Release Nos. 33-11048; 34-94546; IC-34549 (2022)
 - 利益相反に係る開示
 - SPACのスポンサー・役員 vs 一般株主
 - De-SPAC取引を実行するかどうかにかかかる利益相反
 - SPACのスポンサー・役員の報酬から生ずる利益相反
 - 希釈化の開示
 - De-SPACの公正性、フェアネスオピニオン
- 注意点：一般投資家が開示情報を理解できるか？
 - 通常の場合：一般投資家は開示された情報を調査せずとも市場価格を信頼して株式を取引することで間接的に保護される
 - SPACの場合：償還権があるから、株価は10ドル以上で形成されがちで、通常の場合のメカニズムが機能しない

日本での検討の前提

- 償還権行使+賛成投票 が可能なので、株主レベルで価値減少型のDe-SPACは止められないので、別の工夫を考える
- プロモートは許容する。スポンサーは、プロモートが許容される市場があるのに、あえてこれが禁止される市場でSPACを組成するインセンティブに乏しい
- 支配株主の信認義務についての日本法・判例の状況に変化がない

SPACの取締役の会社法上の責任

- 他の企業の買収＝経営判断原則の適用場面
- しかし、利益相反の存在を考慮すべき
- もっとも、支配株主によるキャッシュアウトですら、取引の公正性にかかる立証責任の転換をするなどの判例はほぼない
- SPACの取締役が、自己または第三者の利益（スポンサーの利益）を優先し、1株あたり10ドル未満になるDe-SPACを意図的に実行した場合は任務懈怠があり、残存株主に対して会社法429条1項の損害賠償責任を負う可能性はある
 - 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
 - 虚偽の情報開示も存在して償還請求の行使の機会を奪った場合に責任が認められる可能性がある程度だろう

取引所規則の設計の検討

- ①スポンサーに一定割合以上のA種株式を保有させる
 - アメリカ SPAC成功へのコミットメントとして一般的
 - シンガポール 2.5%~3.5%の保有を義務づけ
- ②スポンサーにDe-SPAC後6カ月~1年程度は売却禁止のロックアップを要求する
 - アメリカ 一般的
 - シンガポール 義務付け
- 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
 - アメリカ そのような実務はない
 - シンガポール 義務付け
- ④De-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
 - 全員がB種株式を持っていたりする場合には機能できない
- 情報開示、利益相反の軽減のための上記の措置、償還権を前提にすれば、投資家の自己責任としてよいか

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判断は、法的には償還権行使の有無だが、経済実質的には対象会社の株式を買うか否かの投資判断である
- しかし、De-SPAC時に、対象会社が有価証券届出書を提出するわけではない（例 SPACが対象会社を現金対価で合併する場合）
- 伝統的なIPOであれば発行開示規制に基づく情報開示と違反に対する救済があるが、De-SPACではそれを迂回できてしまう
- IPOと同等の情報開示の確保、違反に対する救済、制裁を確保すべき = 金商法改正が必要かもしれない
 - SECの提案
 - SPACのIPOの引受人は、De-SPACの取扱いをすると、De-SPACの引受人とみなす
 - SPACのDe-SPACにかかる登録書類について、対象会社を共同登録者として取り扱う
 - SPACとの合併を証券のsaleとみなす

フェアネスオピニオンの限界

- Tuch (2023)
 - De-SPAC後に1株あたり10ドル以上の価値となるかどうかこそが重要
 - De-SPAC自体だけでなく、PIPEs、プロモート、ワラントの行使などの影響も織り込む必要がある
 - これらの作業は通常のM & Aの買収側のフェアネスオピニオンの実務とは異なる
 - しかもSPAC対象企業の事業計画は楽観的過ぎるものが多いからDCF法で正確な算定ができない可能性がある
- フェアネスオピニオンに頼りすぎるべきではない

5. その他

特定投資家に限定することは解決になるか？

- 特定投資家だからといって、株主総会でのエンプティ・ボーティングの問題が生じなくなるわけではない
- 特定投資家だからといって、スポンサーの利益相反問題の規律の必要性がなくなるわけではない
- 特定投資家は、投資に関する専門的な知識と一定のリスク受容力があるだけであって、エンプティ・ボーティングの解決やスポンサーの利益相反問題には役に立たない
- 特定投資家であれば、アマ投資家よりも、償還請求権の行使をするべきかどうかの判断を合理的にすることができる
 - しかし、他の株主がどのくらい償還請求権を行使するかという情報は特定投資家であれば当然に取得できるような性質のものでもない
 - 希釈化に関する影響は特定投資家であれば想定できるというものではない

特定投資家に限定してSPAC導入する意味あるか？

- SPACはプロ向け市場（TokyoProMarket）にしか上場できないこととなる
 - De-SPACまでは流動性は必要ないから、流動性は問題ではない
- IPOの別ルートとしてのSPACとの位置づけではなくなる
- アマ投資家にスタートアップ企業に早い段階から投資できる機会を与えるというSPACの特徴は生かせない
 - ハイリスク・ハイリターンだからアマ投資家にかかわらせない方がよい？
 - しかし、無限責任のFX取引その他のデリバティブ取引の方がはるかにハイリスクともいえる
- プロ向け市場に限定せず、アマ投資家の参加を認め、償還権行使をデフォルトとし、残存したい投資家が残存の旨の明確な意思表示をすれば残存を認める、という程度の制度設計すらできないならば、SPAC制度は意味がないのではないか

参考文献

- Minmo Gahng, Jay R. Ritter & Donghang Zhang, “SPACs” Review of Financial Studies (forthcoming)
- Mira Ganor, *The Case for Non-Binary, Contingent, Shareholder Action*, 23 U. Pa. J. Bus. L. 390 (2021).
- Harald Halbhuber, *Economic Substance in SPAC Regulation*, 40 YALE J. ON REG. BULLETIN 44 (2022).
- Michael Klausner et al., *A Sober Look at SPACs*, 39 YALE J. ON REG. 228 (2022)
- Usha Rodrigues & Mike Stegemoller, *Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs*, 37 DEL. J. CORP. L. 849 (2013)
- Usha Rodrigues & Michael Stegemoller, *Disclosure’s Limits*, 40 YALE J. ON REG. BULLETIN 37 (2022)
- Andrew F. Tuch, *Fairness Opinions and SPAC Reform*, (2023)
<https://ssrn.com/abstract=4419151>

SPAC上場制度の投資者保護上の論点整理

2022年2月16日

SPAC制度の在り方等に関する研究会

1. 検討の背景

- ・ 2020年以降、米国において、SPAC（他の会社又は他の会社の営む事業の買収のみを目的として設立された株式会社）の利用が活発となったことを受けて、諸外国における制度導入や見直しが進捗している。
- ・ 日本の成長戦略実行計画（成長戦略会議）においても、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」に言及された。
- ・ 本研究会では、米国をはじめとする諸外国のSPAC制度及び実務並びに米国における最近の動向等¹を踏まえ、日本における導入の意義及び必要性を検討し、制度構築にあたっての投資者保護上の課題を以下のとおり整理する。

2. 日本における導入の意義・必要性

- ・ IPO（株式新規公開）と未上場会社に対するベンチャーキャピタル（以下「VC」という。）・プライベートエクイティ（以下「PE」という。）投資とは、全体としてスタートアップ育成のためのリスクマネー供給のエコシステムを構成するが、かねてより日本の資本市場では、リスクマネーの供給不足が指摘されている。
- ・ 近年、企業価値評価が相対的に容易なケースや必要調達額が小規模にとどまるケースの資金調達環境は改善してきている一方、「資金需要が大きく、企業価値の算定が困難かつ革新的な技術を活用する」スタートアップにおいては、依然として資金調達が困難との指摘がある。
- ・ SPACについては、SPACスポンサー（ターゲット企業を探索する運営者を含む。以下同じ。）による価格発見機能とSPACとの合併を通じた資金供給機能の活用に

¹ 米国では、2020年以降、SPACのIPO件数が急増し、直近でも全てのIPOの半数以上をSPACが占めている（2021年のSPACの上場件数は合計613件、全IPOの63%を占める。2022年1～2月は36件（2月13日時点）、全IPOの77%を占める）。もっとも、2021年1～3月のピーク時と比較すると、足元の上場ペースは低下（2021年1～2月は200件弱）。SPACに係る一部の不正事例の発生等も踏まえ、当局による規制強化の動きがあるほか、SPAC株主による民事賠償請求訴訟の事例も生じている（2021年12月9日付米国金融監督当局（以下「SEC」という。）ゲンスラー委員長の発言“Remarks Before the Healthy Markets Association Conference”など）。2019年以降に行われたDe-SPACについて、De-SPAC後の株価の平均のパフォーマンスがベンチマーク対比で劣後しているとの指摘もある。

より、「資金需要が大きく、企業価値の算定が困難かつ革新的な技術を活用する」スタートアップのリスクマネー調達手段となりうるのではないかと指摘がある²³。

- ・ とりわけ、De-SPAC（SPACによる他の会社又は他の会社の営む事業の買収）のプロセスは、スタートアップが、SPACとの間の合併交渉を通じて、納得感のある価格をもとに資金調達を行うことが期待できる仕組みであることが、リスクマネーの調達環境の改善につながりうるとの指摘がある⁴。
- ・ また、SPACは、投資者に新たな投資機会を提供するもの⁵であり、機関投資家の観点からは、ベンチャーファンドをはじめとするPE投資と同様のオルタナティブ投資の対象になりうるとの見方がある。

（論点1）

- ・ SPAC上場制度の導入の意義・必要性を踏まえ、SPAC制度構築に向けた投資者保護策を検討することとしてはどうか。

3. 上場制度の構築にあたっての論点

（1）制度のフレームワーク（SPACの対象投資層）

- ・ 従来、SPACを導入している多くの法域では、個人投資家の参加が認められている一方、近年公表された枠組みでは参加を制限・禁止する傾向⁶にあり、ユーロネクスト・パリなどの欧州の取引所の一部や香港取引所などは、SPACへの投資を一定の要件を満たす投資者に限定する制度を採用している⁷。また、投資者が限定され

² そのほか、脱炭素など、困難な社会課題を解決する技術開発に取り組む企業のリスクマネー調達手段となりうるのではないかと指摘もある。また、リスクマネー調達手段を提供するという趣旨に鑑みれば、ここで想定する企業をあまり限定的に捉えないことが適切と考えられる一方、SPACの濫用事例や不適切な事例が多く生じた場合には、資本市場一般への信頼の毀損にもつながりうるため、留意が必要との指摘もある。

³ SPAC上場制度の導入が日本のリスクマネー調達環境の改善に寄与するかどうかに関しては検証が必要であるものの、日本の実情にあわせた制度の検討まで否定する必要はないとの指摘もある。

⁴ この点に関して、IPOとSPACとが、今後、選択的な制度として併存していくことにより、制度間競争によるリスクマネー調達環境の改善が期待できるとの意見もある。なお、既存のIPOを巡る諸課題（いわゆる「アンダープライシング問題」など）については、現在、日本証券業協会において課題の整理が行われており、IPOとSPACが、それぞれの役割を踏まえ、制度全体としてリスクマネー供給機能を担うことが重要との指摘がある。

⁵ SPACは、VCなど目利き人材への投資を通じたスタートアップへの投資の仕組みに類似するため、個人を含む一般投資者によるSPAC投資は、いわば「VC投資の民主化」であるとの意見もある。

⁶ 例えば、欧州証券市場監督局（ESMA）は、2021年7月15日付で、複雑性や持ち分の希薄化などに伴うリスクを踏まえ、SPACが投資者一般に向けた商品ではないとの考えを表明している（“SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations”）。

⁷ 例えば、ユーロネクスト・パリへの新規上場にあたっては、フランス金融監督当局（AMF）による目論見書の承認が必要となるところ、2021年4月15日付でAMFは、SPA

ていない場合にも、実態としては機関投資家⁸中心に取引が行われている傾向にある⁹。

- ・ 日本においてSPACを導入する場合、伝統的な株式投資とは異なるSPACの特質¹⁰を踏まえた投資者保護の枠組みが必要である。
- ・ 一般投資者が取引に参加する市場（一般市場）におけるSPACの上場を想定する場合¹¹¹²、日本のIPOマーケットが個人投資家中心の構造であることを踏まえ、S

Cの上場について、機関投資家向け市場区分（プロフェッショナル・セグメント）にのみ認めの方針を公表している（“French law allows the listing of SPACs while ensuring investor protection”）。この機関投資家向け市場区分において、上場会社は一般投資者向けの募集・売出しを行うことができず（適格投資家への私募は可能）、証券会社に対しても一般投資者向けのマーケティングが禁止されている（General regulation Article 516-5, 18B.03 Article 516-6）。ユーロネクスト・アムステルダムへの新規上場については、2021年7月28日付でオランダ金融監督当局（AFM）が、個人を含む一般投資者への販売を認めない方針を公表している。

（“SPACs” – Are SPACs suitable for retail investors?）また、香港取引所では、上場制度上、SPACのIPOにおいて、プロ投資家のみへの販売が認められており、プロ投資家のみが取引に参加するよう金融商品仲介業者（証券会社）に責任が課せられている(MAIN BOARD LISTING RULES “Restrictions on Marketing to and Trading by the Public” (Rule 18B.03, 18B.04))。

⁸ 米国の資本市場が機関投資家を中心に構成されている中で、SPACのIPOに参加する投資者層は、通常のIPOに参加する投資者層とは異なり、裁定取引などのテクニカルな投資方針のファンドが大宗を占めているとの指摘がある。

⁹ 米国を含む諸外国において、SPACのIPOにおける個人を含む一般投資者への販売は、全体の数%とごく一部の配分にとどまり、大半が機関投資家に販売されているようである。2021年9月に新たにSPACの上場制度を導入したシンガポールにおいても、2022年1月のSPAC上場事例（Vertex Technology Acquisition Corporation Ltd, Pegasus Asia, Novo Tellus Alpha Acquisition）では、個人への販売の割合は1～3%程度とされる。

¹⁰ SPACへの投資にあたって、投資者は、例えば、「SPACスポンサーの資質」や「SPACスポンサーに対する株式報酬（以下「スポンサープロモート」という。）の設計やSPACスポンサーの既存の投資先との間でDe-SPACを行う場合などにより生じる一般のSPAC株主とSPACスポンサーとの間の構造的な利益相反リスク」、「スポンサープロモートやSPAC株式に付与される新株引受権（ワラント）による将来の株式希薄化リスク」、また、De-SPAC時には、これに加え、「買収価格を含む合併条件の妥当性」等を評価する必要があり、伝統的な金融商品と比較して多くの要素を考慮した複雑な投資判断が求められる。一方、現金償還権を行使すれば、De-SPAC時において固定された募集価格（例えば10ドル）による償還が行われる設計となっているといった特性もある。

¹¹ なお、諸外国においては個人等の一般の投資者にはSPACのIPOの段階ではほとんど販売されていないにもかかわらず、日本においてのみ、従来の金融商品とは異なる複雑なリスク・特性を有する商品を個人等の一般の投資者に対して広く販売するという点については、慎重にならざるを得ないとの意見があった。

¹² 一般市場への上場を想定する場合も、適合性原則に基づき、販売勧誘規制によって実質的に投資者層は制限されることになる。この点、現状、複雑な金融商品の販売対象が、適合性原則に基づいて厳格に限定されているとは言えず、適合性原則による投資者層の制限では不十分との指摘もある。なお、そもそも、販売業者としての証券会社は、金商法に基づき、SPACの販売にあたって、顧客の知識、経験、財産の状況等に照らして顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明をする義務があるが、さらに、販売業者としての証券会社が、例えば、「顧客本位の業務運営に関する原則」を踏まえ、一層充実した分かりやすい説明を行うなど、顧客に対して販売する際の規制の仕組みを検討すべきとの指摘もある。

PACの商品設計、情報開示や運営者の要件等について適切な投資者保護の枠組みを設けることが必要となる¹³。

- ・ 他方で、金融取引に係る適切なリスク管理を自ら行うことが可能な金融商品取引法（以下「金商法」という。）上の特定投資家向けの市場（以下「プロ向け市場」という。）におけるSPACの上場を想定する場合は、相対的に柔軟な制度設計とする余地がある。もっとも、東京証券取引所が運営するプロ向け市場（TOKYO PRO Market）の現状を踏まえると、リスクマネーの調達環境の改善という意義・必要性に照らして、プロ向け市場において実効性のあるSPAC制度が構築可能であるか検討が必要との指摘がある¹⁴。
- ・ さらに、この点に関しては、当面は特定投資家を対象投資者層とし、適切な環境が整備される場合において一般投資者に範囲を拡大することが考えられるとの意見もある¹⁵。

（論点2）

- ・ SPACの対象投資者層に応じた、実効的かつ適切な投資者保護の在り方について検討を継続することとしてはどうか。

（2） SPACの上場の課題：SPACスポンサー（運営者）に関する開示・資格要件等

- ・ SPACの上場時には、具体的な事業実績・合併計画がなく、将来の合併や買収への期待のみに基づいて投資者から資金調達を行うことになる。
- ・ また、米国その他の諸外国では、額面出資により一般株主よりも著しく低い価格で取得したスポンサープロモートの設計¹⁶やSPACスポンサーの投資先・関係先がDeer-SPAC時のターゲット企業となる場合等に伴う構造的な利益相反リスクから、

¹³ その結果、SPAC上場制度の利用コストが伝統的なIPOを上回る場合には、その期待される役割を発揮できない可能性がある。

¹⁴ この点に関しては、金融審議会・市場制度ワーキング・グループ第二次報告（2021年6月18日）を踏まえた「個人の特定投資家の要件の弾力化」や「特定投資家への移行手続等の弾力化」などの特定投資家制度の見直しにより、今後、対象投資家の範囲の拡大やプロ向け市場の機能強化が見込まれている。

¹⁵ なお、個人を含む一般投資者が対象投資者層から除外される場合、スタートアップやスポンサーにとってSPACの利便性や魅力が減退し、利用されない制度となることが懸念されるため、事後的な対象投資者層の拡大条件をあらかじめ明確にする必要があるとの指摘のほか、一般市場における上場の在り方とプロ向け市場における上場の在り方の双方を検討することでよいとの指摘もある。

¹⁶ 通常、米国において、SPACスポンサーは、一般のSPAC株主より著しく低い価格でスポンサープロモートを取得しており、一般株主と投資損益に差異（Deer-SPAC後の投資リターンの期待値の差異）があるため、他のSPAC株主の利益に反した合併や買収が行われる構造的な利益相反リスクが指摘されている（SEC “the potential conflicts of interest in the SPAC structure”、2021年4月8日付SEC “SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws”）。

一般のSPAC株主の利益に反した合併や買収が行われるリスクが存在すると指摘されている点¹⁷について、投資者保護の観点から検討が必要と考えられる。

- ・ そのため、SPACの上場（IPO）にあたって、SPACの商品設計や構造的な利益相反の存在を踏まえ、投資者が合理的な投資判断を行えるような制度設計が課題となる。
- ・ 投資者が、将来の合併や買収の見込みについて投資判断を行うためには、SPACスポンサーの過去の実績・能力、想定されるターゲット業種や規模を含む投資方針、SPAC以外のビークルにおける投資活動などの兼業の状況、それらの投資活動の内容やスポンサープロモートなどの報酬その他のインセンティブ設計などに関する必要かつ十分な開示が求められる¹⁸。
- ・ もっとも、個人を含む一般投資者にとっては、魅力的なターゲット企業との間で適切な条件により合併や買収を実行する資質の有無を判断することは困難な場合が多いと想定され、情報開示制度だけでなく、スポンサープロモートなどのインセンティブ設計の制限¹⁹、SPACにおけるガバナンス体制の整備や、SPACスポンサーとなる者に一定の要件²⁰を課すなどのSPACスポンサーの適格性に係る事前スクリーニングの枠組み²¹を活用することが考えられる。

（論点3）

- ・ SPACスポンサー（運営者）に関する開示・規制（報酬・事前スクリーニング等）のあり方についてどのように考えるか。

¹⁷ 伝統的なIPOにおいても、発行会社や売出人、投資者、及び引受証券会社等の間における構造的な利益相反のリスクがあり、実務の積み重ねの中で必要なルール形成が行われてきている。

¹⁸ SECは、2020年末以降、SPACのストラクチャーにおけるSPACスポンサーとSPAC株主との間の構造的な利益相反を踏まえ、SPACスポンサーに与えられる報酬等について、より詳細な開示を要請している。（2020年12月22日付SEC “Division of Corporation Finance “CF Disclosure Guidance: Topic No. 11”）

¹⁹ 諸外国の実務又は制度では、このような構造的な利益相反のリスクを軽減する仕組みとして、SPACスポンサーに対してDe-SPAC後の一定期間におけるロックアップ（譲渡制限）が付されているほか、スポンサープロモートの割合の制限等が行われている。

²⁰ 特にSPACが一般市場に上場する場合には、例えば、SPACスポンサーに対する業規制の適用など一定の資格要件を定めることや、SPAC自体に金商法等に基づく登録等を求めることなどが考えられる。例えば、上場不動産投資信託証券（J-REIT）は、投資法人が、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）上の登録投資法人であること（投信法第187条）に加え、資産運用会社は、金融商品取引業者のうち投資運用業者でなければならない（投信法第199条、第2条第11項括弧書き）ことを踏まえて、金商法上の「投資運用業」の業務範囲の拡大や新たな規制類型の創設などが考えられるとの指摘がある一方、日本においてSPACスポンサーとなることが想定される者の属性や実情を踏まえた実効性のある枠組みの検討が必要との指摘もある。

²¹ この場合、SPACスポンサーの適格性を引受証券会社、金融商品取引所等が上場前に確認するプロセスが設けられることになる。こうしたプロセスが、結果として、実力のあるSPACスポンサーが組成したSPACの上場につながるのではないかと指摘もある。

(3) SPACの上場の課題：SPACの商品設計と上場要件

- ・ 米国をはじめとする諸外国では、SPACの上場基準において、流通市場における一定の流動性要件（株主数・流通株式比率・時価総額など）を定めている²²。
- ・ 日本においてSPACの上場制度を検討するにあたっては、とりわけ不特定多数の投資者の投資対象となる一般市場への上場を想定する場合には、流通市場における公正かつ円滑な価格形成を確保するため、十分な流動性の確保が必要となる²³。
- ・ また、SPACに対する投資者の投資を促すため、普通株式と新株引受権（ワラント）とを組み合わせた「ユニット」株式として、SPAC株式の募集が広く行われている。通常、「ユニット」株式は、発行後に（一定の条件を充たしたときに²⁴）分離譲渡が可能な設計となっており、取引所は、「ユニット」株式と分離された株式及びワラントをそれぞれ異なる上場商品として取引対象としている。
- ・ ワラントについては、株式とワラントの分離譲渡が可能であることにより、新たな裁定機会が生じるとの指摘²⁵があるほか、SPAC株主による合併や買収時の意思確認プロセスへの影響など²⁶の指摘があることを踏まえ、特に一般市場への上場を想定する場合には、ワラントの付与率その他の上場制度上の取扱いに加え、「ユニット」株式の取引や決済などの枠組みについて検討が必要となる²⁷。
- ・ なお、SPACのIPOにあたっては、SPAC自体は具体的な事業実績を有していないものの、企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性や、企業内容等の開示の適正性²⁸については、一般の事業法人の場合と同様に、IPO時の新規上場審査の確認を行うこととなる。

²² 諸外国（シンガポールなど）では、十分な実績と資質を有するSPACスポンサーによるSPAC組成を促すなどの観点から、SPACの上場要件として、通常のIPOの場合よりも高い水準の時価総額基準を定めている例がある。

²³ プロ向け市場においては、対象投資者層を限定することにより流動性の確保が困難となりかねないとの指摘もある。

²⁴ 取引所によって、上場日から一定期間の経過を分離譲渡の条件としている場合のほか、De-SPAC前の分離譲渡を不可としている場合がある。

²⁵ 米国では、「ユニット」株式を利用しないSPACの上場例も一定数はあるが、一般的には、ワラントを活用することがIPO時の投資の呼び水となり、円滑な資金調達に寄与しているとの指摘もある。

²⁶ そのほか、株式の希薄化による合併後の株価形成への影響についても指摘がある。

²⁷ De-SPAC前は「ユニット」株式が分離されていない場合にも、ワラント単体での評価が可能となるよう、De-SPAC後に分離されて売買されるべきとの指摘もある。なお、現在の東京証券取引所の有価証券上場規程では、いわゆる「ライツ・オファリング」のために無償割当てされた新株予約権のみが上場対象となっていることに留意が必要となる。

²⁸ SPAC株式についても、合併や買収相手に関する憶測や報道などによって投機的に株価が変動することが想定されるほか、合併や買収交渉の進展に応じてインサイダー情報に基づく内部者取引のリスクが生ずることから、一般の事業法人の場合と同様に、法令上の企業内容の開示に加えて、重要な会社情報の適時開示を行うための体制整備の状況について確認を行うことが想定される。

(論点4)

- ・ SPACの上場制度において、流動性やワラントの売買、開示規制等に関する枠組みをどのように設計するか。

(4) De-SPACの課題：合併や買収のガバナンス

- ・ 米国その他の諸外国では、SPACスポンサーは、一定の期限内²⁹に合併や買収が完了しない場合のレピュテーションリスク等により、合併や買収の実現に強いインセンティブを有するのが一般的であり、SPACの一般株主との間に利益相反が生じるおそれがあることが指摘されている³⁰。
- ・ さらに、上記(2)のとおり、スポンサープロモートの設計やSPACスポンサーがSPAC以外の投資活動を通じて投資する企業をターゲットとする場合等により、構造的な利益相反リスクが生じるとの指摘がある³¹。
- ・ こうした利益相反の懸念を踏まえ、十分な開示のほか、SPAC株主にとって望ましい合併や買収が行われることを担保するための仕組みの検討が課題となる^{32,33}。
- ・ SPAC株主による監督のあり方としては、De-SPACの手法に関わらず株主意思確認の手続きを経ることを前提とし、その実効性を確保するために反対株主への現金償還権の付与を必須³⁴とすることが考えられる。
- ・ 米国をはじめとする諸外国では、合併や買収の実現可能性を高める観点³⁵から、賛成株主に対しても現金償還権を付与することが一般的であるが、この点については、議

²⁹ 米国その他諸外国では通常2年(最大でも3年)とされている。

³⁰ なお、SPACスポンサーが合併や買収の実現にインセンティブを有することそれ自体は、SPACに対する投資者の一般的な期待の方向性と合致しており、諸外国では、適切な投資者保護の枠組みを講ずることで一般の投資者の利益に反した合併や買収が行われるリスクに対応しようとしていると考えられる。

³¹ 注釈16を参照。

³² 対象投資者層を特定投資家に限定する場合であれば、利益相反の有無や内容に関する開示情報に基づいて利益相反のリスクを考慮して株主総会における議決権行使等の判断を行うことが可能と想定されるものの、一般投資者を対象とする場合、このような類型のDe-SPACにおける公正性の確保について、あらかじめ制限を設けることが考えられるとの指摘がある。

³³ SPACスポンサーと株主が同様のインセンティブを有していることが重要であり、それをDe-SPAC後においても確保するために、De-SPAC後の株価に応じた成功報酬とすることが考えられるほか、例えば、SPACスポンサーに対して、保有する株式のDe-SPAC後一定期間のロックアップを求めることが必要であるとの指摘がある。

³⁴ 会社法上の反対株主の株式買取請求権の構成を採用する場合以外に、取得請求権付株式の活用について検討が必要との指摘がある。

³⁵ 米国では、制度導入当初は、反対株主のみに現金償還権が付与されていたが、その後の実務運用の過程で、De-SPACの成立が困難となるケースが多かったため、現在は、De-SPACの賛否に拠らず、現金償還権を付与することが一般的となっており、これが機関投資家によるSPACへの投資を促す機能を担っているとの指摘がある。

決権行使の歪み（エンプティボートینگ）をもたらす懸念³⁶があるほか、現金償還の増加によりスタートアップへの資金供給機能が低下するために適切でないとの指摘がある³⁷。その一方で、例えば、D e - S P A Cが、日本の会社法における組織再編行為に該当する場合には、株主総会の決議要件が厳しいこと（特別決議）を踏まえると、反対株主のみに現金償還権を付与することが、合併や買収の不成立リスクを高める懸念があるとの指摘もある。

- ・ 現金償還権の実効性を確保する観点からも³⁸、調達資金の全部又は大半の保全の義務付け、例えば、諸外国の制度を参考に90%以上又は全額の信託設定の義務付けが考えられる³⁹。
- ・ 独立した社外取締役による合併条件の妥当性や合理性の監督も考えられる⁴⁰。
- ・ 株主・社外取締役による監督以外の方法としては、機関投資家から米国におけるP I P E s⁴¹に相当する追加の資金調達（以下、これも併せて「P I P E s」と称する。）の義務付け⁴²や、外部アドバイザーの選任、経営陣や取締役から独立した第三者の評

³⁶ 経済合理性の観点からは、株主が「ユニット」株式を保有している場合に、D e - S P A Cに賛成したうえで、株式について現金償還を受け、分離したワラントを継続保有してアップサイドの利益を獲得しようとする行動を選択する可能性が高くなるため、D e - S P A Cに関する株主の意思決定プロセスに歪みが生じるとの指摘がある。

³⁷ イスラエル金融監督当局（以下「I S A」という。）やベルギー金融監督当局（以下「F S M A」という。）は、現金償還権の付与の対象を反対株主に制限すべきとの方針を公表。（2020年5月9日付I S A “The Israel Securities Authority defines the principles and terms for the issue of a SPAC in Israel”）（2021年6月21日付F S M A “Minimum standards governing the structure of SPACs, the disclosure of information about SPAC shares and trading in those shares on Euronext Brussels” FSMA_Opinion_2021_04 of 21/06/2021）

³⁸ 本来、調達資金の保全は、S P A Cスポンサーによる資金流用などの詐欺的行為の防止を目的としていと考えられるが、現金償還権の実効性確保にも寄与すると考えられる。

³⁹ 諸外国との信託法制の違い、信託設定に伴うコストや実務負担等を考慮して、他の資金保全方法（例えば、エスクロー口座の利用など）も検討すべきとの指摘がある。

⁴⁰ 独立性の要件の検討にあたっては、社外取締役の報酬等の設計やD e - S P A C企業への関与の可能性など、社外取締役自身が合併へのインセンティブを有している場合への考慮が必要との指摘もある。

⁴¹ P I P E s（Private Investment in Public Equities）は、私募形式による上場会社株式の募集・売出しをいう。日本において、S P A Cが類似の資金調達を実施する場合には、機関投資家との間で引受契約を締結し、第三者割当によって新株式を発行することになると想定される。

⁴² P I P E sについては、機関投資家により合併条件（合併価格）の評価が行われるという観点から、I P Oにおける公開価格の設定のプロセスに類似しているとも考えられ、これを義務付けることで、企業価値評価の合理性・納得性が高まるのではないかと指摘がある。I P Oにおいて、国内の機関投資家の参加が限定的となっている日本の実情を踏まえれば、P I P E sの義務付けの際には、海外の機関投資家の参加を促すため、例えば英文開示の充実などを検討すべきではないかと指摘があるほか、米国においても、最近ではP I P E sによる追加資金調達の困難さが顕在化していることを踏まえ、P I P E sの義務付けは慎重な検討が必要との指摘や、P I P E sの機能を代替する他の手段によりD e - S P A Cの合理性を補完する方が現実的な選択肢ではないかと指摘もあった。

価（フェアネス・オピニオンなどの意見入手）などが考えられる⁴³。

- ・ なお、プロ向け市場におけるSPACの上場を想定する場合、SPAC株主自身のリスク管理能力を前提に、柔軟な設計とすることも考えられるとの意見がある。

（論点5）

- ・ 賛成株主への現金償還権の付与や社外取締役による適切な監督のあり方、それらに代替・補完する合併条件の公正性・妥当性の確保の仕組み（PIPEs義務付け・第三者評価の取得）についてどのように考えるか。

（5）De-SPACの課題：ターゲット企業の上場適格性・情報開示

- ・ SPACの意義・利用可能性を踏まえると、De-SPACが完了した後においては、一般市場への上場の可能性を確保することが必要と考えられる。
- ・ その場合、De-SPAC後の企業は、通常のIPOのプロセスを経ずに、合併を通じて、一般市場への実質的なIPOを実現できることとなるため、取引所金融商品市場の信頼性維持の観点からは、単に一般市場の形式的な上場基準を充足するだけでは足りず、通常のIPOの場合と同等の上場適格性を有することについて必要な確認⁴⁵が行われる必要がある。
- ・ なお、上場適格性の確認は、De-SPAC後の企業が一般市場に上場するまでの間に行うことが考えられる⁴⁶。その場合、上場適格性の確認プロセスは、合併や買収プロセスと並行して実施されることが想定されるが、SPAC株主による合理的な意思決定を促す観点からは、合併や買収に係る株主総会の時期と上場適格性の確認完了時期との関係や、仮に上場適格性の確認完了前に合併や買収の効力が発生した場合の取扱いなどについても検討を要する⁴⁷。

⁴³ なお、現行の上場制度においては、例えば、大規模な第三者割当増資や支配株主との重要な取引の際には、少数株主保護のための施策として、株主による意思確認又は経営陣から独立した第三者（独立役員も想定）からの意見を求めており、これらの制度との整合性を踏まえるべきとの指摘もある。

⁴⁴ 賛成株主に現金償還権を付与する場合、PIPEsを求めることにより、賛成株主において現金償還権が行使されたとしても、長期保有の機関投資家から必要な資金を確保し、資金流出のリスクヘッジとすると制度設計が考えられるとの指摘がある。

⁴⁵ 確認は、通常のIPOにおける上場審査基準に準じた基準に基づいて行うことが考えられる。なお、SPACの特徴やDe-SPACに至るまでの過程を総合的に考慮し、部分的に柔軟な対応を行うことが考えられるとの指摘もある。

⁴⁶ 取引所におけるIPO時の標準審査期間は申請の受理後2～3か月間とされているため、De-SPAC時の上場適格性の確認においても、同程度の期間を要すると想定される。

⁴⁷ De-SPACのターゲットとなる企業が、例えば、通常のIPOも選択肢として検討している場合には、上場に向けた体制整備が相応に進捗していると想定されるものの、これらの準備に着手していない企業がターゲットとなる場合、審査未了となる場合の取扱いの検討が必要との指摘がある。例えば、De-SPACの完了又はSPACの買収期限までに取引所による上場審査が終了しない場合において、現在の「不適当な合併」に関する上場制度上の取扱いな

- ・ 合併や買収のターゲットとなる企業に関する情報については、De-SPACに際して、投資者が通常のIPOに応じる際と同様の投資判断を行うための情報となることから、少なくとも、通常のIPOにおける場合と同等の開示が行われることが必要である⁴⁸。したがって、通常のIPOの際に利用される有価証券届出書による企業内容等の開示と同等の情報開示を求めることが考えられるほか、SPACスポンサーによるターゲットとなる企業の選定や交渉の過程、SPACスポンサーの構造的な利益相反や将来の株式希薄化リスク、合併や買収の手続き等⁴⁹についても、必要かつ十分な開示を求める必要がある。
- ・ なお、開示内容の正確性・十分性を実効的に確保するため、SPAC、SPACスポンサー、合併や買収のターゲットとなる企業、その他の関係者（証券会社など）が適切に開示責任を負う仕組みの検討も必要と考えられる。

（論点6）

- ・ 合併や買収プロセスと上場適格性の確認プロセスの調和（実効的なバランス）をどのように確保するか。
- ・ 開示を求める枠組み（金商法・上場規則）や開示責任のあり方についてどのように考えるか。

（6） その他

- ・ 対象投資者層にかかわらず、他の伝統的な金融商品とSPACとで上場する市場を区分することや、SPACであることが容易に判別可能な銘柄名称を使用することなどにより、投資者においてSPACが特有のリスクを有する金融商品であること、さらにはそのリスクを適切に認識したうえで投資を行うことが確保される仕組みとすることが適当と考えられる⁵⁰。
- ・ SPAC上場制度の導入に際しては、税務も含めた実務面からも、投資者が投資しやすい制度設計を検討すべきとの指摘もある。

どを踏まえ、De-SPACの効力発生後一定期間までの上場審査の完了を上場維持の条件としてはどうかとの指摘のほか、プロ向け市場へのSPACの上場を想定する場合には、プロ向け市場におけるDe-SPAC後の上場継続を可能とすることが考えられるなどの指摘がある。

⁴⁸ 既存の制度において、上場会社が他の会社を買収する場合、金商法上、ターゲットとなる他の企業に関する開示が必須とはされていない。また、不相当合併等（上場会社が実質的存続性を喪失する合併等）に係る上場廃止審査の対象となる場合を除き、当該他の企業に対して取引所による上場審査や引受証券会社による引受審査も行われない。

⁴⁹ SECは、De-SPACに関して、ターゲットとなる企業の選定手法、SPACスポンサーの構造的な利益相反に関する取締役会の評価や追加の資金調達を必要と踏まえた株式希薄化リスクなど、より詳細な開示を要請している。注釈18を参照。

⁵⁰ なお、SPAC専用の区分を設けることについては、証券会社における対応コストが大きいこと、慎重に検討を進めるべきとの指摘がある。

4. 今後の進め方

- ・ 上記の各論点について、本研究会において、引き続き検討する。

以 上