



事務局説明資料（第3回研究会）

株式会社東京証券取引所 上場部

2021年11月24日

S P A C 制度導入の意義（これまでの議論）

- 本研究会では、S P A C 上場制度導入の検討にあたり、（単に既存の米国の制度を単純に模倣することではなく）我が国の資本市場における課題の解決に資する、実情にあわせた検討を行う前提で議論
- 我が国の資本市場における課題のひとつとして、スタートアップへのリスクマネー供給の仕組みが十分に機能していない点が挙げられる。具体的には、スタートアップへのリスクマネーの供給は、I P O と未上場会社への V C ・ P E 投資が、全体のエコシステムとして適切に機能して図られる必要があるが、それらの資金供給先の実情を見てみると、特定の業種に限定されている実情（次ページ参照）

- 資金需要は大きいものの、革新的な技術を活用する産業へのリスクマネー供給に課題
 - 類似比較を行う企業が不在であり、新領域での事業となるため、合理的な価格発見が難しく、IPOが困難
 - VC・PE投資だけでは、十分な資金調達を賄っていない実情

資金需要（大）

宇宙、素材、ヘルスケア、エネルギー、ロボティクス、グリーン

企業価値算定が困難（IPO困難）
VC・PE投資だけでは調達困難

フィンテック、SaaS

クロスオーバー投資も増加し
VC・PE投資でも十分な調達可能

企業価値評価
が困難

AI、EC、エネルギーテック

メディア、Sier（受託）

企業価値評価
が容易

資金需要が小さく、IPOによる調達が比較的容易

資金需要（小）

- SPACでは、スポンサーが有する特定の業種・事業への専門性、知見、あるいは有望なスタートアップ発掘のための豊富な投資経験などを活かして、発行体との相対交渉を通じた価格の発見（企業価値評価）を期待することが可能となるほか、SPACの上場を通じて、幅広い投資家が参加する流通市場から、未上場会社では調達が困難な規模の資金調達を期待することが可能
- こうしたSPACの特性を踏まえ、我が国におけるSPAC上場制度の導入の検討にあたっては、資金需要は大きいものの、革新的な技術を活用するスタートアップに対して、「合理的な価格発見機能」及び「十分な規模の資金供給機能」を期待した検討を行っていくことが考えられないか
- なお、現在、我が国の資本市場において課題とされている「アンダープライシング」の問題に関しては、SPAC上場制度の導入が（公開価格に納得感がない）発行体の資金調達の選択肢を増やすという副次的な意義はあるものの、SPAC制度を導入する主目的とはならないことが想定される

合併相手の 想定

- 資金需要は大きいものの、革新的な技術を活用するスタートアップ
(例) 類似比較を行う企業が不在であり、新領域での事業となるため、合理的な価格発見が難しい企業

SPAC の特徴

- 合併（相対交渉）を通じて合理的な価格を発見
(例) 特定の業種・事業への専門性、有望なスタートアップ発掘のための豊富な投資経験などを基に企業価値評価ができる体制
合併完了へのインセンティブ、利益相反の防止の枠組みなど
- 合併を通じたスタートアップへの資金供給の実現
(例) IPO時の調達資金保全、一定規模以上の買収資金の確保

本日はご議論いただきたい事項（想定される主な論点）

- SPAC上場制度の導入の意義を踏まえ、SPACの上場制度・SPACスポンサーの在り方を巡る各論点についてどのように考えるか、また、提示した論点に関して不足している点がないか、ご議論いただきたい。

（一般的なスキーム）

（本日まで議論）

SPACの組成・IPO

買収対象の選定

強制清算
（上場廃止）

買収企業の上場

1. SPACの上場制度

- （1）適切なビークル（①調達資金の取扱い、②ガバナンス）
- （2）IPO（①合併相手の業種・事業分野、②規模（形式基準））

2. SPACスポンサーの在り方

- （1）適格性（①資質、②資質の開示）
- （2）インセンティブ設計（①報酬規制、②強制清算（上場廃止））

（以下、次回以降の議論予定）

3. De-SPAC

- （1）合併後の上場（①合併相手の上場適格性、②市場区分の扱い）
- （2）適切な合併（①追加の資金調達、②合併（買収）手続き）

4. その他（投資家層、取引所ルール以外の論点）

(1) 適切なSPACのビークル

① 調達資金の取扱い

- (米国類似のワラント等活用による資金調達)、分別管理、調達資金の大半を買収に利用(8割以上など)

② ガバナンス

- 独立社外取締役の選任

(2) SPACのIPO

① 合併相手の業種・事業分野

- 業種・事業分野の特定(定款などで合併相手として想定する業種・事業分野などをあらかじめ特定)

② IPOの規模(形式基準)

- 最低時価総額(250億円以上など)、最低公開価格(1,000円以上など)、株主数含む流動性基準の設定

(参考) 諸外国におけるSPACの上場制度

	米国 (NYSE)	シンガポール	香港 (意見募集内容)
調達資金の管理	<ul style="list-style-type: none"> 90%以上 	<ul style="list-style-type: none"> 90%以上 	<ul style="list-style-type: none"> 100%
清算事由	<ul style="list-style-type: none"> 期間内の合併未了 	<ul style="list-style-type: none"> 期間内の合併未了 創業者や経営陣の構成変更 (買収の成功に必須メンバー変更) など 	<ul style="list-style-type: none"> 期間内の合併未了
調達資金の活用	<ul style="list-style-type: none"> 合併 (財産の8割以上の合併前提) 	<ul style="list-style-type: none"> 合併 (財産の8割以上の合併前提) 	<ul style="list-style-type: none"> 合併 (財産の8割以上の合併前提)
時価総額	<ul style="list-style-type: none"> 1億ドル (約100億円) 	<ul style="list-style-type: none"> 1.5億シンガポールドル (約125億円) 	<ul style="list-style-type: none"> 10億香港ドル (約140億円)
株主数	<ul style="list-style-type: none"> 300単位株主 	<ul style="list-style-type: none"> 300人以上 	<ul style="list-style-type: none"> (プロ投資家75人以上、うち30人以上は機関投資家)
流通株式数・比率	<ul style="list-style-type: none"> 110万株 	<ul style="list-style-type: none"> 25% 	<ul style="list-style-type: none"> 25% (大株主 (上位3名) が50%未満保有)
公開価格	<ul style="list-style-type: none"> 4ドル以上 	<ul style="list-style-type: none"> 5シンガポールドル以上 	<ul style="list-style-type: none"> 10香港ドル以上
ワラント	<ul style="list-style-type: none"> 制限なし 	<ul style="list-style-type: none"> IPO当日から分離 	<ul style="list-style-type: none"> IPO当日から分離
ワラントに伴う希薄化制限	<ul style="list-style-type: none"> 制限なし 	<ul style="list-style-type: none"> ワラントによる希薄化は上限5割 	<ul style="list-style-type: none"> 3分の1株以上のワラントや、行使後の株式が30%以上となるワラント割当の禁止

(1) SPACスポンサーの適格性

① SPACスポンサーの資質

- 合併先として想定する業種・事業についての専門性・知見
- スタートアップへの投資に関する豊富な実績
- 業規制（投資運用業など）などの取引所ルール以外の規制

② SPACスポンサーの資質の開示

- ①に記載の事項についての開示義務

(2) SPACスポンサーのインセンティブ設計

① 報酬への規制

- SPACスポンサーの創業者株式など報酬への規制
 - 合併後長期間のロックアップ（1年以上など）や合併後の株価推移に応じた創業者株式の割当て
 - 合併時の議決権・現金償還権の制限
 - 希薄化を制限するための上限、ワラント付与
 - 清算時の残余財産の分配制限 など

② 強制清算（上場廃止）

- 一定期間内の買収未了、創業者メンバーなど経営陣の交代

(参考) SPACスポンサーの在り方

	米国 (NYSE)	シンガポール	香港
要件	<ul style="list-style-type: none"> 特になし (IPO時に取引所が経営陣の経験・実績などを確認) 	<ul style="list-style-type: none"> 特になし (IPO時に取引所が経営陣の経験・実績などを確認) 	<ul style="list-style-type: none"> 金融助言業又は資産運用業の資格を有し、10%以上の株式を保有する者が一人以上いること 経営陣構成の変更は特別決議が必要
報酬	<ul style="list-style-type: none"> 清算時の分配に参加しない 	<ul style="list-style-type: none"> 清算時の分配に参加しない 最低2.5%以上 (時価総額に応じて3.5%以上)、上限20% 合併後6か月間売却禁止 (赤字の場合、5割以上を12か月保有) 	<ul style="list-style-type: none"> 清算時の分配に参加しない 上限20% (追加上限10%)、かつ、創業者フロントは10%以上は禁止
存続期間	<ul style="list-style-type: none"> 上限3年 	<ul style="list-style-type: none"> 原則2年 (合併契約締結で1年延長可能) 	<ul style="list-style-type: none"> 原則2年

參考資料

(1) 合併後の上場

① 合併相手の上場適格性

- 合併デュー・デリジェンス以外の取引所の審査等

② 市場区分の取扱い

- SPAC銘柄と同市場区分への上場（別の市場区分）
- 他の市場区分への変更にあたっての新規上場審査に準じた審査

(2) 相対交渉等を通じた価格発見に基づく適切な合併（買収）

① 追加の資金調達

- P I P E sなどの機関投資家等からの資金調達の義務付け

② 合併（買収）手続き

- 株主意思確認（株主総会決議）や反対株主への現金償還の手続き
- 独立社外取締役の意思確認（取締役会決議）

(1) SPAC/De-SPACにおける開示の枠組み

① SPACの開示規制

- 通常のIPOと同様

② De-SPACの開示規制

- 金融商品取引法等に基づく合併相手の発行体の開示不在、虚偽記載の賠償責任の枠組み

(2) 取引所ルール以外の論点（金融商品取引法などの法律・税務・会計など）

(3) SPACの投資家層を限定した場合の設計

- 自衛力のある投資家層に限定した場合の規制緩和