

SPAC制度の在り方等に関する研究会
第3回 議事概要

1. 日時 : 2021年11月24日(水) 14時~16時
2. 場所 : オンライン (WebEx)
3. 議題 :
 - (1) 事務局説明
 - (2) メンバーからのプレゼンテーション
4. 議事要旨

(1) SPAC上場制度

- ・ 調達資金については、不正利用防止のため、必ず、信託設定を行い、倒産隔離を求めるべき。米国の実務も踏まえ、実務上の不都合がないのであれば、原則として、IPOにより調達した資金全額を信託すべき。
- ・ 調達資金の取扱いについては、調達額全額を信託に入れるべき。仮にSPACスポンサーの適格性について事前に十分な審査ができない場合、投資家保護の観点からは、投資家が拠出した資金を保全する制度上の枠組みが必要であると考えられる。翻って、投資家からの資金調達も行いやすくなるのではないか。
- ・ SPACのIPO時からDe-SPAC完了までの間のガバナンス上の論点としては、調達資金の管理と、買収対象の選定のふたつがポイント。買収対象の選定については、独立社外取締役による利益相反の監督だけでは十分でない可能性がある。独立社外取締役は、経営陣と同様に、買収後合併会社の取締役として残り、報酬を得る場合もあり、期限内の買収完了へのインセンティブがあるため、期待される監督機能が発揮されない可能性もある。たとえば、フィナンシャルアドバイザー、第三者評価機関など、スポンサー・証券会社・買収先のいずれからも独立した外部の専門家を必ず起用してチェックすることも考えられる。
- ・ 特に利益相反管理の観点から、SPACのガバナンスが重要。独立社外取締役の存在が重要となるが、一般事業会社における独立社外取締役の役割とは異なる。SPACにおいては、どのような役割を担うのか、誰からの独立性を担保すべきかといった点を議論すべき。
- ・ 外国籍、たとえば、ケイマン籍のSPACの上場を認める場合には、クロス

ボーダーの組織再編によるDe-SPACが行われ、税務上の論点・ユニットの使いやすさなどを含めて諸論点を検討する必要がある。日本では、そもそもユニットの取扱いについて振替法の問題が出てくるが、外国籍のSPACの上場を認める場合にも、同様の論点があるのではないか。

- ・ 買収先の業種などをあらかじめ定款にて定めることを求める場合、硬直的な制度となるおそれがある。米国では、当初想定された買収対象とは異なる業種の企業を買収する場合もある。買収先の想定について、おおよその方向性を示すことは必要であっても、定款での規定を求めるのは、難しいかもしれない。
- ・ 買収先の業種などについて、あらかじめ定款への規定を求めることとすると、スポンサーに対して、資金を集めやすい業種への投資にコミットするインセンティブを与えかねない。その場合、資金が集まりにくい業種への資金供給という日本におけるSPAC制度導入の意義に反することになる。また、SPACのIPO時の形式基準として、最低時価総額250億円の水準は高すぎるため、海外とも比較のうえ100億円程度がよいのではないか。日本市場にフォーカスして事業を行うベンチャー企業は、グローバルに事業を展開する会社と比べると時価総額が低い傾向にあるため、250億円のハードルは高い。日本企業の海外流出を防ぐという観点もあるとすると、海外と足並みをそろえた水準を設定するのが現実的。

(2) SPACスポンサーの在り方

- ・ 米国では、各引受証券会社によって、SPACの上場時のスポンサーの適格性の審査への対応が異なっている。引受証券会社の中には、SPACのIPOの引受にあたって、スクリーニングを行う「ワーキンググループ」を社内に設置し、ビジネスサイドとコントロールサイドそれぞれの担当者が厳しく審査する事例もある。こうしたスクリーニングプロセスは非常に重要な役割を担っている。詳細なルール化により制度を作りこむのではなく、プリンシプルベースの制度を整備したうえで、各当事者が責任を果たして、チェック機能を発揮することも考えられるのではないか。
- ・ スポンサーの適格性については、非常に重要なポイントであるものの、定量化できないため、ルールメイキングが難しい。「目利き力」の有無は、判別しがたい。多数のベンチャーキャピタリストの中から、適格性を見分ける必要があるため、当初は、証券会社が果たす役割が大きくなるであろう。実務を積み上げる中で、ルール化の検討を進めることが適切である。
- ・ SPACには事業がないため、海外では、審査期間が通常のIPOと比べてかなり短期間となっている。また、証券会社によって審査の内容は異なるが、

スポンサーの過去の実績などを慎重に調べるのが一般的。最終的に、SPAC自体の開示内容については、SPACに加え証券会社も責任を負うことになる。De-SPACでは、証券会社による審査が行われないため、短期間でDe-SPACプロセスが終了しているともいえる。上場制度において、引受証券会社によるスポンサーの資質などの「審査」を求めることは考えられる。

- ・ 取締役を選任することは、株主の権利であるため、De-SPAC後のSPACの取締役の就任期間をあらかじめ約束するというには限界がある。むしろ、保有株式のロックアップがあることで、スポンサーは、De-SPAC後の事業の成功にコミットすると考えられ、投資家もスポンサーの経営能力を評価していればそれを支持すると考えられる。一般的に、通常のIPOでは、ロックアップ期間は上場後180日だが、SPACは買収後1年間。スポンサーとしては、De-SPAC後に、売却するため、ロックアップの期間中は、経営陣としてDe-SPAC後の企業の成功にコミットすることが期待される。なお、実態としては、SPACスポンサーである個人あるいは、SPACスポンサーが法人である場合には、その法人に属する個人がSPACの経営陣として買収先を探索することが多い。そのため、SPACスポンサーは、SPACの経営陣と同一視される。
- ・ 利益相反管理や情報開示などそれぞれの局面において、初期の出資者、SPACの取締役、経営陣、買収先を探索する担当者や交渉の担当者など、様々な関係者ごとに適用すべき規律が異なることに留意して制度設計をすべき。
- ・ スポンサーの知見の開示は重要だが、開示された専門性などを投資家が判断することも難しい。そのため、De-SPAC時に、買収対象会社の技術やビジネスモデルについて、スポンサーが説明責任を負うような仕組みを入れてもよいのでないか。例えば、その技術の専門家からの質問に対する回答を義務付けるなど、スポンサーと投資家との間の情報の非対称性を解消する仕組みが考えられる。SPAC株主の観点からは、事前にスポンサーの専門性を判断できなくとも、De-SPACの時に、合併への賛否を判断するための十分な材料があり、反対した株主に現金償還が担保されていればいいという考え方もある。そうした観点からは、調達資金全額が信託設定されていることも必要。なお、説明義務を課すことで、スポンサーとしては、専門性の高い案件をもってくるといったインセンティブが働き、安易な買収を行うことをけん制できる。
- ・ スポンサー報酬の在り方として、より良いDe-SPACが実行されるインセンティブの仕組みが好ましく、ロックアップは推奨すべき。ただし、報酬の在り方やインセンティブ設計については、実務上の工夫にゆだねるべきで

あり、あまり詳細なルール化をすべきではない。一方で、投資判断のため、十分な情報開示は必要である。

- ・ スポンサーに関する開示は、兼職状況の開示が必要である。これは、利益相反管理の観点から重要となる。また、スタートアップへの投資実績に関して投資判断上必要な情報は、投資金額や件数でなく、関与した案件の具体的な開示である。案件が開示されていれば、投資家自身でも調査をすることが可能となる。
- ・ 投資家の観点からは、投資判断上、SPACスポンサーの適格性について、目利きの能力の有無が非常に重要である。どのような実績があるのか、どのような分野に強みがあるのかといった点について、開示が必須。スポンサーが保有する様々なインセンティブに関しては、スポンサーのマネジメントチームが魅力的であればあるほど、スポンサーにとって好条件となるが、反対に、資金が集まらないと思えば、投資家にとって良い条件を設定する必要が出てくる。それらは競争原理で決まってくるだろう。

(3) De-SPAC

- ・ SPAC上場時には、SPAC専用市場に上場し、De-SPAC時に、プライム市場・スタンダード市場・グロース市場の一般市場に上場することが考えられるのではないか。その場合、一般市場への上場時に取引所審査を行うことが担保される。
- ・ De-SPAC後に、プライム市場など一般の市場に上場できることが明示されていないとSPACの利用は拡大しないと考えられる。プライム市場などへの上場にあたっては、取引所の審査が必要だが、De-SPAC時まで審査を完了する必要があるのか、あるいは、De-SPAC後は、一時的に、たとえば、監理銘柄等「審査中」のステータスとしたうえで、取引所の審査完了後にプライム市場などに上場するという考え方もある。どのようなスケジュールで審査をするのかなどは、東証で考えるべき重要な論点である。
- ・ 他国と比較して、東証では上場審査時に実質審査を行うということが特徴であるが、De-SPACにおいても実質審査を維持するかがポイント。米国同様に、審査を行わないという考え方もありうるが、審査を行うことで、上場という「ブランド」を保護しているものでもあり、既存の枠組みに悪影響が及ばないかということも含めて全体を考える必要がある。新しい制度を導入するにあたって、これまでの考え方を変更するということもありうる。
- ・ 日米では、誰が、いつ、何を「審査」しているかという点の考え方が異なる。米国では、例えば、資本市場を通じた資金調達を行わないのであれば上場している必要はないため、上場廃止すべきとの声が投資家から聞こえることも

ある。しかし、日本では、上場の意義は必ずしも資金調達だけではなく、上場審査の項目も、コンプライアンスや予実管理など多岐にわたり、一流企業としてのいわば「お墨付き」を与えている面があるともいえる。日本でも、将来の成長性や株価については、米国と同様に証券会社が評価し、最終的に投資家が判断する。誰が、いつ、何を確認すべきかという点については、しっかり考える必要がある。

- ・ 制度の検討にあたっては、日本の資本市場における資金調達が困難で、米国でのSPAC上場を目指すスタートアップが、どのような条件であれば日本での上場を目指すか、そういった視点を踏まえて制度設計すべき。
- ・ 香港はPIPE投資が義務づけられているとのことだが、PIPE投資家の関与を義務付けてしまうと、De-SPACの簡便なはずのプロセスが、一般的なIPOに近づいてしまうのではないか。
- ・ 香港の制度案において、De-SPAC時にPIPE投資家の参加を義務付けている理由は、株主総会による株主のけん制も、SPACの独立役員によるけん制も十分に機能していないと考えているためではないか。スポンサー含むSPACの株主は、通常は、De-SPACが行われない場合は元本の償還しか行われない一方で、De-SPACが行われれば、元本償還に加えワラントによりダウンサイドリスクなくアップサイドのみが狙えるためSPACの成立を選択する経済合理性があり、対象会社の選定や合併条件といったDe-SPACの合理性に拘わらず、賛成の議決権を行使するインセンティブを有しているのは事実。その意味で、PIPE投資家によるプロの目線に期待して、PIPE投資家が入っていない限りは、De-SPACを認めないという価値判断も一案であると思われる。もっとも、日本に適切なPIPE投資家がいるのか、海外から呼び込めるのかという問題もあるし、制度設計だけでは解消できない可能性もある。証券会社も含めて市場関係者の意見も聞いて見極めるべき。
- ・ PIPE投資家の義務付けに関しては、機関投資家が企業価値算定のための交渉を行い、価格の納得性を見極めるという機能は間違いなくある。通常のIPOでは、ロードショー・マーケティングで価格を決めていくことになるが、PIPE投資家は、非公表で納得が得られるまで情報を取得し、価格を決めていくという点が、大きく異なる。PIPE投資家が、価格の目線感において果たす役割は大きい。ただし、東証や引受証券会社の審査のポイントと、機関投資家の価格交渉の焦点は異なるため、足りない部分の補強が必要。また、本来的には、PIPEの要否は案件規模の大きさに応じるはず。PIPE投資家の目線は、スポンサーとのコンフリクトや価格の公平性という点から必要であり、果たす役割は非常に大きい。必須の要件とすべきかにつ

いては慎重な議論が必要。

(4) その他（開示・投資家層）

- ・ 開示は、投資家保護と引受証券会社の責任というふたつの観点から重要なポイントである。米国では、充実した開示が、SPAC上場時の株価の上昇につながるとの指摘もある、また、De-SPAC時にも十分な開示が必須である。De-SPAC時の虚偽記載は、SPACが責任を負うこととなる。
- ・ もともと米国の開示は非常に充実しており、日本とはレベルが異なるという前提のうえで、De-SPAC時の開示は、通常のIPOと比較すると劣っているとの体感。これは、De-SPACのプロセスにおいて、準備期間が短いことや、証券会社が関与しないことが関係しているだろう。また、将来の事業計画の開示が重視される傾向にある。ただし、現在、証券訴訟が提起されており、また、将来予想の開示について当局が警告を発しているため、今後は、事業計画の開示を控えて、既存事業の開示の充実にシフトしていく可能性も相応にある。
- ・ 株主総会の招集通知が金商法上の不実開示による賠償責任の対象外だとすると、金商法上の適用対象としたうえで、適切な情報開示ができなかった場合は罰則の対象とすることが必要となる。この場合は、通常のIPOよりも厳しい罰則になるという感覚を持っている。
- ・ 検討の進め方についてであるが、一般投資家の参加を前提にした場合には、業者規制も含め厳しい規制が想定される。一方、たとえば、プロの投資家など、一定の投資家層を対象を限定すれば、緩和された規制からスタートすることができる。まずはそこから制度を導入し、日本でのSPACの上場実績の積み上げを踏まえてから、一般投資家の参加を検討するべきではないか。情報開示や業者規制などをいったん厳しい規制を導入した後に事後的に緩和していくことは、困難な場合が多い。規制の在り方と対象とする投資家の範囲は両にらみで考えるべき。
- ・ まず、アメリカと日本では個人投資家の市場への参加の割合が違う。また、通常のIPO銘柄への投資とSPACへの投資との比較が前提。そのうえで、米国では投資家の自己責任の考え方が徹底しており、クラスアクションも多数ある。一方、日本では、よほどの粉飾決算などが無い限り、IPOに関連した訴訟はほぼないのが実態。しかし、「リスクがあるからそもそも投資させない」という考え方では資本市場のリスクマネー供給機能が果たせるとは思えない。そもそも通常のIPOに比してSPACのリスクが高いとも言い切れない。投資家を限定する場合、SPACが利用されない制度になる可能性は高い点も考えて、バランスの取れた議論が必要。

- ・ 米国でのSPAC運用は、投資家の自己責任が徹底されている上に成り立っているという理解のうえで、日本において対象となる投資家層を検討し議論を進めることが適切ではないか。

以 上