



事務局説明資料（第2回研究会）

株式会社東京証券取引所 上場部

2021年11月1日

- 前回のご議論を踏まえ、今後の研究会における検討は、既存の米国の制度を単純に模倣するのではなく、米国をはじめとする諸外国の最新の動向を適切に反映することに加え、我が国の資本市場における課題の解決に資するものとなるよう、実情に合わせた必要な調整を行う前提で進めることが適当と考えられる
- 今回（第2回）の研究会においては、我が国におけるSPAC制度の導入の意義・役割（発行会社及び投資者双方のメリット、直接金融システムの発展・改善への貢献など）について、ご議論を頂戴したい
- なお、次回（第3回）以降においては、SPACの上場を巡る論点、De-SPACを巡る論点について、資金供給の円滑化と投資者の保護を両立する枠組みを整備する観点からご検討を頂戴する予定

参考資料

(前回のご議論のまとめ)

- S P A Cをひとつの金融商品として検討を進めることへの異論はないものの、検討に際しては、米国の制度を直接的に導入するのではなく、米国をはじめとした諸外国の最新の動向を適切に反映するとともに、我が国の資本市場の実情に合わせた調整を行うための検討が必要との指摘が多数

(具体的なご意見)

- ・ 米国のS P A C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と。
- ・ S P A C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。
- ・ S P A Cに投資を行う場合のリスク・リターン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。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。
- ・ 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。
- ・ 懸念点としては、米国では、スポンサーにかかわる開示と、D e - S P A C時の開示が論点となっている。規制をかけすぎてしまえば意味がないが、日本市場の特性に照らして検討を進めるべき。
- ・ 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、どういう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、I P O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。
- ・ 例えばD e - S P A C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、整合的な（実効性のある）制度設計を行うことが重要となる。

- IPOを巡る諸課題を解決する手段になりうるとの指摘がある一方で、IPOプロセスそのものの改善を図ることで解決すべき問題との指摘
- IPOプロセスの改善では解決できないIPOの課題（SPACでしか解決できないSPACの利点とは何か）という点について、議論を深める必要

（具体的なご意見）

- ・ 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。
- ・ 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。
- ・ 上場審査の過剰なところの合理化の検討は必要だが、既存のIPOプロセスの改善によるべき、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。
- ・ 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と。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と。
- ・ 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。

- 有望な投資対象に早い段階でアクセスが可能になるとの指摘がある一方、SPACの商品性の分かりにくさ、De-SPACプロセスにおける投資者保護の観点から、様々な懸念事項の指摘

（具体的なご意見）

- 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。
- 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。

(SPAC上場に関するご指摘)

- ・ 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と。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、という点も点検が必要。
- ・ 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。
- ・ 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。

(De-SPACに関するご指摘)

- ・ 合併審査だけで上場されるが懸念。東証・証券会社による十分な審査、明確な品質保証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。
- ・ IPO時と同等の審査がDe-SPAC時に行われないと、上場商品として一定の品質が担保されているとは言いにくい。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。
- ・ 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か懸念。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。
- ・ 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が行われる、現在の上場審査の内容が異なるものとなっている。
- ・ スキームとしては「裏口上場」に似ていて、一般的なIPO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。