

SPAC制度の在り方等に関する研究会
第4回 議事概要

1. 日時 : 2021年12月13日(月) 10時~12時
2. 場所 : オンライン (WebEx)
3. 議題 : 事務局説明
4. 議事要旨

(1) De-SPACを巡る論点

(合併(買収)の手続き)

- ・ 株主の現金償還権に関しては、De-SPACに反対した株主のみに限定すべき。償還率が高い場合、概してDe-SPAC後の株価パフォーマンスが悪くなっているという分析もあるため、償還率が高い場合には、De-SPACが成立しないほうがよいとも考えられる。
- ・ 米国では、当初、現金償還権を反対株主のみに限定したため、合併が非常に成立しづらい状況にあったと理解しており、現金償還の対象を全株主とすることもありうると思うが、一方、賛成株主への現金償還を認めると、投資家にとっては、SPACの評価がいつそう難しくなる懸念がある。また、現金償還により、De-SPACに必要な買収資金が確保できなくなる場合には、賛成した株主にとっても不都合であるため、株主への現金償還後も必要な資金を確保する契約上の枠組みなどを検討すべきである。
- ・ De-SPAC時の現金償還は、反対株主のみに限ることが合理的であり、賛成株主に対して、現金償還を認めることには懐疑的。賛成株主にも現金償還権を認める場合には、株主への現金償還や、株主総会で株主の承認を求めることの意義を整理する必要がある。また、会社法上の反対株主の株式買取請求権による法的構成を採る場合には、誰に認めるのかだけではなく、買取価格(公正な価格)と償還額についても整理すべき。なお、De-SPACを組織再編行為とするほか、SPACが事業会社の株式を買い付けるというスキームも考えられるが、その場合には、反対株主の株式買取請求権はないため、償還に関する議論の前提も変わる。
- ・ 現金償還権は、SPACの投資者保護の要であり、反対株主のみに限定する

ことについては、慎重に考えるべき。反対株主に限定する場合には、米国での経緯も踏まえると、De-SPACが非常に成立しづらくなり、結果としてSPACが制度として利用されにくくなることが予想される。

- ・ 個人投資家については、買収への賛否に関わらず償還権を認めるが、スタートアップ育成にあたっては、機関投資家の長期保有を促すことが適切であるため、機関投資家については、反対株主のみに限り、償還権を認めるという仕組みも考えられる。
- ・ 独立社外取締役の要否は、利益相反の程度による。利益相反が深刻な場合は、独立社外取締役が構成する特別委員会による監督が適切である。
- ・ 上場企業においても多くの社外取締役が選任されており、SPACでも社外取締役の選任が前提となる。社外取締役が実効的な機能を発揮しているかという懸念があるが、それはセムボートに乗っていないからであると考えられる。経済的利益を共有しつつ、一定期間のコミットメントを求めることが必要である。
- ・ 既に上場商品として存在するREITでもスポンサーと投資法人への投資家との利益相反の問題があるため、SPACのガバナンスについては、REITの規制を参考とすることが考えられる。
- ・ 独立社外取締役の監督機能として、一般株主とスポンサーとの間に利益相反が生じる場面でも、スポンサーからの独立性を有する取締役による一定のけん制機能があると考えられる。
- ・ 独立社外取締役については、経営陣と同様に、De-SPAC完了へのインセンティブが強い場合、十分な監督機能の発揮は難しい。独立社外取締役の任期がDe-SPACまでの間であれば、合併のデューデリジェンスのプロセスの監督機能が担保できるが、そのような役割を引き受ける人は想定しづらい。De-SPAC後の株価に連動したインセンティブを付与する場合、経営陣と同じ立場に立つこととなるが、合併のプロセスへの監督機能は担保でき、また、たとえば、合併後の一定期間は、取締役として継続する場合には、レピュテーションリスクが一定の歯止めとなる可能性がある。
- ・ 金商法との整合性を取る必要があるが、証券会社に一定の責任を負わせることが考えられる。SPACの主幹事としての証券会社と、De-SPACのアドバイザーとしての証券会社は別の立場であるが、アドバイザーにも一定の責任を負わせることで、粗製乱造を防ぐべき。

(合併後企業(合併相手)の上場適格性)

- ・ De-SPAC相手に関する適格性の審査については、IPOとDe-SP

ACとの間で差異を設けるべきではない。差異がある場合には、規制のアービトラージが行われかねない。De-SPACの局面においてPIPEsがある場合、第三者による客観的な評価が行われる。しかし、東証の上場審査と同等の審査が行われているとは考えづらい。買収スケジュールを踏まえ、買収までに東証による実質審査を行うことが難しいのであれば、De-SPAC後に審査を行う、審査を行わない、あるいは、対象となる投資家層を限定するという事も考えられる。虚偽記載へのサンクションも含めて開示に関する制度については、IPOと差がないようにすべき。現行制度上、SPACを存続会社、事業会社を消滅会社とする合併には、届出書の提出義務がないため、金商法の改正も含めて検討すべきである。東証にてルールを設けたとしても、最大のサンクションは上場廃止であり、上場廃止になったのでは虚偽記載を信じてしまった投資家の救済策にはならない。開示が行われない場合には、そもそもSPACを存続会社、事業会社を消滅会社とするスキームが適切ではないという考えもありうる。そのほか課税の問題もある。

- De-SPACの合併のスケジュールに大きな影響を与えずに審査を行うことができるのであれば、上場審査を行うことを前提として制度設計を考えることができる。株主総会の開催までの間に上場審査を行い、一般市場への上場を行う、それでも足りない場合にはSPACの存続期間を一定程度延長して上場審査の期間を確保することも考えられる。いずれにせよ、上場審査が終わらない場合や承認が得られなかった場合の取扱いも考えておく必要があるが、少なくとも前者については一定の期間別の市場区分を設けるのがよいように思われる。直ちに上場廃止とすることも考えられるが、既に多くの株主が存在するため、上場廃止が常に適切な処分かは検討を要する。
- IPOの際の証券会社の引受審査では、審査前の準備に相当な時間を必要とする。その時間も含めると、審査期間を2～3か月とすることは難しく、個人投資家保護のため、De-SPACの前提として上場審査を行う場合には、De-SPACまでに、想定よりも時間がかかることとなる。そのため、制度導入当初は、対象となる投資家層を限定ということが現実的である。
- De-SPACにPIPEsを義務付けることは、現実的には困難であると考えられる。PIPEs投資家による円滑な投資環境の整備には、金商法上の業規制や税制などの整理も必要であり、また、日本国内には、非上場企業のバリュエーションも含めPIPEsを実施可能な機関投資家が多くないため、De-SPACが成立しづらくなる。PIPEsが実施されない場合はフェアネス・オピニオンの取得を義務付けるなど、代替的手段を講じることも一案。
- PIPEs投資家となりうる投資家は、日本には多くはないが、案件の規模

が大きくなれば、海外の機関投資家の参加の可能性も考えられる。PIPEsがない場合には、個人投資家も参加しづらいと考えられるため、PIPEsの有無は明確に開示すべき。償還率や流通市場における評価にも影響する。

- ・ PIPEsは、デューデリジェンスを行うプロの投資家が存在すること、そして、価格の公正性の担保の観点から非常に重要であり、奨励すべきだが、義務付けの要否は、実務への影響を踏まえて検討すべき。
- ・ De-SPACの合併相手に関して、証券取引所以外の市場関係者によるデューデリジェンスや審査が行われる場合、緊張感をもってデューデリジェンスが行われることを担保するため、必要なときにはそのデューデリジェンスの内容について、事後的に検証できる仕組みが必要である。
- ・ デューデリジェンスの結果を公開することは、既存のIPOの実務上は行われていないが、重要な指摘事項の内容を踏まえて開示書類が作成される（弁護士は開示の内容の適性に関する意見書も作成する）ため、デューデリジェンスの結果は開示内容には反映されることとなる。

（開示）

- ・ 直近の米国の動向としては、SPACには伝統的なIPOと同等の機能があるが、同程度の投資家保護がなされていないおそれがあり、特に、De-SPAC時の情報の非対称性に対する規制が不十分である可能性が指摘されている。一般投資家を含む投資家層を想定する場合、米国同様に、情報の非対称性の解消や、詐欺および利益相反の防止を十分に検討しなければならない。資本市場の構造が異なるため、米国の規制をすべて真似る必要はないが、日本における検討の参考として、米国SECの規制動向を強く意識する必要がある。
- ・ 開示に関する考慮要素は、合併の賛否判断のために必要な情報の提供と、虚偽記載の責任という2つを分けて考えるべきである。前者については、会社法で求められる範囲で足りるとの考えも十分に妥当である。他方、後者は、De-SPACの対象となる事業会社の経営陣などが責任を負う枠組みが必要である。De-SPAC後の発行会社が責任を負うだけでは十分な投資家保護にはならない。責任をとるべき主体が緊張感をもつ仕組みを導入すべき。
- ・ De-SPAC時の情報の非対称性については、一般投資家の判断材料としてスポンサーへの質問状を開示することで解消すべき。あわせて、調達資金の全額を信託設定すべき。De-SPACに関して情報提供がされた段階で投資家が投資判断をすればよいという仕組みにすることが必要である。

- ・ 上場適格性の審査、市場区分および、開示に関する論点は関連する。たとえば、東証が、合併に関する株主総会の参考書類として事業計画及び成長可能性に関する事項の開示を求めることが考えられるが、それでは、金商法上の責任を伴わない。総会決議で合併が承認された場合に、合併会社に目論見書の提出義務が生じる制度であれば、合併会社が金商法上の賠償責任の主体となる。一般市場への上場は、東証による審査を経てからと考えられ、上場審査が3か月以内に完了しない場合には、その事実自体が投資家へのアラートとなる。法的責任を負う書類が早めに出て、SPACのスピーディさも活かせる。
- ・ SPAC特有の仕組みが投資家に十分に開示される制度が必要である。SPAC上場制度を導入する場合には、実効的に機能する制度とするため、法改正を含めて必要な手当てを行うべきである。
- ・ 日本では、投資家保護に比重が置かれているため、De-SPAC時の開示の開示内容の充実や虚偽記載の責任については、しっかりと議論すべきである。
- ・ 開示については、虚偽記載があった場合に、金商法上の責任を負い、訴訟の対象となる仕組みが必要である。

(その他)

- ・ 投資家の観点からは、SPACの運営者と投資家の利害が一致していることが最も重要である。PEやヘッジファンドに投資する場合には、運営者の過去の実績に加えて、運営者が自己資金を投資していることを重視する。同様に、運営者の保有するSPAC株式のDe-SPAC後のロックアップの期間を長めにするなど、SPAC運営者の責任ある行動を経済的に担保することにより、規律を働かせることが必要である。開示についても、運営者・スポンサーがセიმボートでいる期間がしっかり開示されていることが重要である。
- ・ スポンサーの適正性を担保するため、登録制とするという考えもあるが、著名な経営者（個人）や海外の機関投資家もスポンサーとしたいのであれば、金商法の金融商品取引業登録制度をそのまま適用するのは難しいのではないかと。スポンサーの適格性は、投資実績・知見やコンプライアンス意識といった定性的な要素も大きいため、実務上、取引所や証券会社が適正性の審査をどのように行うかという点は、難しい論点。制度の悪用を回避するためには、SPAC上場制度の導入当初は、特に慎重にスポンサーを選定すべきように思われる。

(2) 投資家層に関する論点

- ・ 通常のIPOと同等の投資家保護を提供できるかという点がポイントである。適切な開示など、同等の投資家保護の枠組みが設けられない場合には、そもそもSPAC上場制度を導入すべきではない可能性がある。米国では、まずは、個人投資家も参加する前提で制度を導入し、そして、事後的に、望ましくない事象への対応として、情報の非対称性の解消など投資家保護の手当てをとっている。日本では、白地から議論できるため、金融商品として在るべき設計は何かという観点から議論すべきである。適切な保護が可能であれば、投資家は限定しないほうがよい。
- ・ 個人投資家を含めるのであれば、適切な開示と適切な投資勧誘が重要である。SPACの株価パフォーマンスは、ケースバイケースであり、適切な制度設計を前提として、ハイリスク・ハイリターンの商品であることが明確に開示されていれば、個人投資家を排除する必要はない。諸外国でも、個人投資家も含む投資家層の投資対象となっていることから、制度設計次第で課題が解決可能であることが実証されている。もっとも、現時点、課題を解決するような制度設計ができるかという前提が見えてきていないので、個人投資家を前提とすることへの賛否は表明しづらい。
- ・ De-SPAC前のSPACの市場は、投資家層を限定すべきだが、一方で、東京プロマーケットが資金調達場として十分に活用されていない実態を踏まえると、De-SPAC後の市場については、投資家層を限定すると、買収対象となる事業会社がおよそSPACに買収されることを希望しなくなり、SPACが全く利用されなくなるという懸念がある。De-SPAC後の企業が取引所による上場審査を受けていないとしても、有価証券届出書等による公衆縦覧の情報開示、スポンサーその他の株主やPIPEsによる「審査」、上場審査がされていない市場である旨の周知を前提として、一般投資家を含む投資家層を対象とすることも許容できるのではないかと考える。De-SPAC時の買収対象の適格性の評価の在り方は、De-SPAC後の市場区分に関する論点にも関連するが、ひとつには、De-SPACの実行までの間に、必ず一般市場への上場審査を行い、De-SPACと同時にその市場区分に移行することが考えられる。ただし、審査に要する時間が、SPACによる買収スケジュールと整合することが前提となる。あるいは、一般市場とは別にDe-SPAC後の企業の市場区分を設けて、取引所審査が行われていない市場であるということを明示的に区分することが考えられる。この場合、一定期間後には、一般市場への市場変更の審査のうえ、3つの新市場区分のいずれかに移行することが想定される。

- ・ SPACの上場制度を導入する場合には、少なくともDe-SPACの前後、当面の間は、一般市場とは異なる区分への上場とすることが適切である。投資家層を特定投資家などに限定することで、はじめてスタートアップへの資金供給と投資家保護が両立できる。上場後、一定期間の実績に応じて、そのほかの市場に移行することが考えられる。
- ・ SPACについては、市場区分を分けずに、SPACというフラグをつけることが考えられる。投資家層としては、最終的には個人投資家を対象とすべきだが、個人投資家を対象とすることが難しい場合には、段階的に投資家層を拡大することが適切である。なお、特定投資家層に限定する場合、現行制度では、特定投資家に移行した個人投資家の数が少ないため、特定投資家の範囲の見直しとあわせて、SPACの上場制度を導入することも一案。SPACの上場制度の導入により、特定投資家に移行するメリットも生まれる。また、De-SPACのタイミング、あるいは、PIPEsによる資金調達が行われた場合には、プロ投資家によるデューデリジェンスをもって、一般投資家を含む投資家層を対象とするという設計が考えられる。SPACと通常のIPO企業との最大の違いは、黒字化の蓋然性を説明できるかという点であり、黒字化の蓋然性がある場合には、企業が直接、一般市場に上場することが考えられる。
- ・ 市場区分については、De-SPAC前後に関わらず、一般市場とは分けるべきだが、投資家の範囲としては、注意喚起のうえ、個人投資家を含む投資家層とするのが望ましい。
- ・ 投資家層として、特定投資家だけを対象にする場合、政省令改正により必要な手当てを行うことも可能ではあると思われるものの、東京プロマーケットの実態からすると、活発なマーケットとなることは想定しづらい。資本市場のリスクマネー供給機能の強化・非上場株式への投資機会の拡大という観点からも、個人投資家を含む投資家層を前提としつつ、法令改正によりDe-SPACにあたって届出書の提出義務を課すことや、ガバナンスに関する上場制度の整備など、必要な投資家保護を手当てすることが考えられる。
- ・ 特定投資家に限定する制度では、発行体の観点からも片手落ちの感が否めないのではないか。SPACとの合併の対象となる発行体としてもそれは期待していない。
- ・ 日本では、IPOマーケットにおける個人投資家の存在が大きく、個人投資家を含む投資家層を対象とするか否かは重要なポイントである。日本におけるリスクマネーの供給者たる個人投資家が参加しない場合には、市場として成立しないおそれもある。しかし、個人投資家層が参加する場合には、De-SPAC時にIPOと同様の審査が必要であり、過大な負担を避けるため、

どの程度の審査を行うかということが論点となる。現状、De-SPACの実務は、M&Aと同様だが、個人投資家からの判断は難しいため、多様な論点の検討が必要。

- ・ 取引所による審査が行われていない企業が上場している市場には、個人投資家は参加すべきではないため、審査を行わない前提の場合には、一般市場とは別の市場区分が適切である。最終的に一般市場に上場する際には、新規上場時と「まったく同じ」審査をすべき。一般市場の上場会社の上場適格性は、インデックス投資を通じて国民全体に影響するため、基準を緩和するような異なる運用は避けるべき。
- ・ 制度の導入当初はSPACの投資家層を限定し、その後の実績を踏まえて、徐々に投資家層を拡大することが適切である。具体的には、特定投資家私募による方法ほか、販売勧誘に関する日証協の自主規制での投資家の制限など、さまざまな方策がありうる。そうではなく当初から個人投資家を含む投資家層を対象とする場合、情報開示等の手当てに加えて、REITと同様に、SPAC運営者への業規制も検討すべきである。しかし、SPAC組成にあたっての登録等が障壁となり、SPAC上場制度が活用されないおそれもある。また、SPACの段階でも有価証券届出書提出を義務付けるべきであると考えるが、投資家を限定しつつ公募として取り扱うことが、取引所のルールやIPOにあたっての証券会社の公平配分ルールの関係でも難しい論点となる可能性があるため、議論が拡散しないように、まずは、投資家の範囲を定めてから、他の論点を洗い出す必要がある。
- ・ 日本のリテール市場では、上場会社への投資についてさえ、自己責任原則が徹底されているとは言い難いため、複雑なリスクを有したSPACへの投資を個人にも開放することには無理があると考ええる。まずは、対象となる投資家層を、自己責任を当然と考える特定投資家に限定したうえで、投資教育などによる個人投資家市場の成熟をまって、個人投資家まで対象を広げてはどうか。
- ・ 正確な理解をもとに議論を進めるべき。米国では、SPACへの投資が過熱したため、SECが個人投資家に注意喚起をしたという状況であるが、SECとして個人投資家による投資自体に否定的というわけではなく、十分な開示と投資家の自己責任が基本的な姿勢。日本でSPAC上場制度を導入した場合に、個人投資家を対象としないときは、制度が活用されなくなるおそれがある。SPACには、現金償還により損失が生じない仕組みがあるほか、De-SPACにおいて取引所による上場審査を前提とした制度設計も考えられるため、個人投資家を対象とした場合でも十分な投資家保護の枠組みがある。SPACへの投資にある程度リスクがあるとしても、そもそも伝

統的なIPOにもリスクはあるし、取引所規則ではなく、証券会社による販売時の適合性原則により、対象投資家層を制限するという考え方もある。リスクがあるからといって個人投資家を対象から除外してしまうと、日本の資本市場として発展がない。

- ・ 個人投資家も多様であり、IPOに積極的に参加する個人投資家もいる。すべての個人投資家を対象外とすることは現実的ではない。個人投資家が参加する場合には、制度設計以上に、スポンサープロモート、償還タイミング、ワラント等に関する適切な開示や、重要事項の説明などが重要である。また、証券会社において、適合性原則に基づき、高齢者には販売しないことも考えられる。SPACのIPO時の投資家層として、海外市場のSPACと同様に海外のヘッジファンドを想定するのであれば、英文開示などを含めて海外と類似した分かりやすい制度が必要となる。国内のヘッジファンドの数は限られており、また、説明責任を厳しく問われる年金資金等を受託しているアセットマネージャーにとって、SPACは投資しづらい商品であると考えられるため、海外の機関投資家の参加または、個人投資家の参加を意識すべきである。機関投資家の裾野拡大の観点からは、日本国内の投資信託によるSPACへの投資が約款変更なしで可能かということもポイントである。

以 上