

SPAC制度の在り方等に関する研究会  
第5回 議事概要

1. 日時 : 2022年1月28日(金) 13時~15時
2. 場所 : オンライン (WebEx)
3. 議題 : 事務局説明
4. 議事要旨

(1) SPAC上場制度の導入の意義・必要性について

- 日本における資金調達環境が不十分であり、米国に劣後する状況である場合にも、SPAC上場制度がその解決策として有効かという観点では、エビデンスはない。他の要因があるのではないか。あるいはスポンサーになろうとする者は、現行制度でも様々な手法で投資できるのではないかと考えられる。ただし、米国を始めとする諸外国におけるSPAC上場制度を参考としつつ、日本の資本市場の信頼性と効率性を活用し、コストとメリットのバランスが取れた合理的な日本独自の仕組みが構築できるのならば、SPAC上場制度の導入自体を否定するものでもない。
- SPACの上場制度の意義・必要性を踏まえ、引き続き検討を深めることについては賛成である。
- 制度導入の意義は、最も重要な点である。いわゆる「アンダープライシング問題」など、IPOプロセスの改善を目的とした制度として取り扱われることがないようにすべき。IPOマーケットは、個人投資家が中心であり、複雑なスキームをもつSPACが、直ちにIPOにとってかわるということではないと考えられるため、まずは、ディープレックへの資金供給を中心に議論を進め、その後、De-SPACの対象を拡大することがよいと考えられる。
- 導入の意義をどのように考えるかという点が非常に重要である。「資金需要が大きく、企業価値の算定が困難な革新的な技術を活用する」スタートアップが資本市場へのアクセス機会を得ることがSPAC上場制度の導入の意義である。制度の目的と投資者保護は並列の関係にはなく、目的の実現のために、どのように投資者保護をしてバランスをとるかを考えるべき。なお、De-SPACの対象は、ディープレック以外にも、たとえば、脱炭素や脱

プラスチックなど困難な課題解決のための技術開発に取り組む企業もありうる。

- 「アンダープライシング問題」などIPOの諸課題が解決された場合にも、SPACが不要になるということではなく、IPOを検討する企業のプライシングの難しさに対応する、独自の意義を持つものとしてSPAC上場制度の導入を考えるべき。当然、SPAC上場制度の導入により、プライシングの問題がすべて解決するというのではないため、IPOとSPACとの全体としてリスクマネーの効率的な供給がなされる制度を目指すべき。
- 導入の意義については、伝統的なIPOの「アンダープライシング問題」を解決することを目的とはしなくとも、結果的に解決するものにもなりうる。そのうえで、伝統的なIPOでも利益相反の問題はある。証券会社は、引き受けた株式の買い手の性格を有するが、同時に売り手として値段（公開価格）を決定しているため、IPOも同様にリスクがあるということを認識すべきである。いずれにせよ、SPAC導入については今後も検討を継続すべきである。
- 導入の意義について、SPACの上場制度を導入する以上は、IPOとは異なるメリットを提供すべきである。スピード感や大規模な資金調達などのメリットを活かした制度とすべき。IPOの代替ということではなくSPAC独自の意義を持たせるべき。

## （2）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）

- De-SPAC後は、最終的に一般市場にて流通するというのであれば、IPOと同等の事前の実質審査が必要である。事前の審査について、IPOと同等とは言えない場合には、自衛できる者だけを対象投資者とすべき。その場合にも、SPACが、他の株式とは、明確に区分されていることが必須である。
- 一般市場においてSPAC上場制度を導入した場合には、投資者保護の枠組みが重要であるが、伝統的なIPO以上に投資者保護のコストが大きくなることはないと考えられる。一般市場にアクセスする機会が提供されることにより、スタートアップへの資金供給機能が高くなると考えられる。また、当面は特定投資家に限定し、事後的に対象投資家を拡大するという場合は、実際に一般投資家を対象に含める判断を行うタイミングは難しい。逆に、一般投資層にも利用可能な制度としたうえで実態を踏まえて投資家層の限定の

適否を検討することも考えられるのであって、特定投資家に限定して制度を始めて制度を見直すという考え方は問題の先送りに過ぎず反対である。仮にこのような対応とする場合には、どのような条件が整った場合に、一般投資家を含めた制度に移行するかという点についても事前に議論したうえで、制度導入を行うべきである。

- 対象とする投資家をどのように考えるかということに加えて、一般投資家を含む場合でも、グラデーションの問題がある。つまり、あらゆる投資家に対して同じように販売してよいわけではなく、販売業者としての証券会社には、適合性の原則や「顧客本位の業務運営に関する原則」に基づく対応が求められる。個々の投資家の知識や経験を踏まえ、従来の金融商品とは異なるリスク・特性であることを十分に理解してもらえようとする必要がある。そのため、開示で一律に担保することも重要だが、それだけでなく個別の顧客に対する販売における規制の仕組みも重要である。
- 投資家の厚みとして、ヘッジファンドが中心の米国と、個人投資家が中心の日本とでは、市場構造が異なる。日本では、十分な情報開示の制度があることを前提として、個人投資家向けの販売が可能となるが、情報開示の制度設計を回避するために、対象を特定投資家に限定した場合には、SPAC上場制度が形骸化しかねない。SPACへの投資は、投資家にとっては元本保証型の金融商品であり、De-SPAC時にリスクが顕在化することとなるため、その際意思決定のための開示の在り方が重要である。
- 投資者保護のために対象の投資家を限定する場合には、スタートアップの資本へのアクセス機会が狭まる。一般市場において上場する場合、資本へのアクセス機会というメリットが、投資者保護に係るコストを上回るとも考えられる。また、IPO実務との比較では、新たなコストが発生するものではないと考えられる。段階的に投資家層を拡大する場合には、次のステップに移行する際のトリガーを考えなければならない。次のステップに進むための、「現実的なトリガー」は想像しがたいのではないか。
- 議論を明確にするため、特定投資家に限定する場合と、一般市場における上場制度を想定するか、場合分けして2つのパターンを検討しておいたほうが良いのではないか。
- 使われない制度を作っても意味はない。そうした前提で、ガバナンス、開示やインセンティブ設計などを考えるべきである。あらかじめ幅広い投資家を対象としつつ、問題が生じた場合に対応するほうが実効的とも考えられる。
- 対象とする投資家については、制度設計の柔軟性に関わるため、しっかり考えるべき。経済的効果の観点では、IPOとSPAC上場制度との間に大きな違いはなく、個人投資家が参加できるよう検討を進めることが適切である。

特定投資家に限定するか、一般投資家を対象とするか、分けて考えるのではなく、一般投資家も展望できるよう両にらみの仕組みを検討することが望ましい。

## 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

- 資本市場においては、MBOや上場子会社の非公開化等の局面では、「構造的な利益相反」があると考えられるが、SPACの場合、スポンサーも自らの持分を通じて一般株主と利害を共にしているというのが基本的なスキームであるため、類似の状況にはない。米国のSPACではスポンサーの報酬は、一般株主と利益が相反しない株式報酬のみである上に長期のロックアップに服している一方、SPAC株主には現金償還権が付与されており、SPACに「構造的な利益相反」があるとの指摘は誤解であるし、そもそもそのような制度であれば米国においてSPACが隆盛を極めることもない。SPACにおける利益相反が顕在化する局面としては、SPACスポンサーが（SPAC以外のビークルで）投資している企業をSPACが買収するという特殊なケースが考えられるが、類似の状況としてREITがある。REITでは、スポンサーが自社物件の不動産を一般投資家が投資するREITに対して売却することとなり、利益相反はより深刻であるにも拘わらず上場商品として利用されていることとの整合性も考える必要がある。いずれにせよ、SPAC株主とSPACスポンサーとの間の利益相反関係については、通常の上場会社の経営陣及び主要株主と投資家（少数株主）との間の利益相反の関係と同様に、十分に開示されることが重要である。
- 対象投資家を一般投資家に広げる場合には、投資者保護の確保のため、SPACスポンサーに法的な業規制を適用することが考えられる。この場合、REITにおける運用業者への業規制の考え方が参考になる。
- SPACスポンサーのスクリーニングには賛成である。市場参加者としての資質を一定程度識別できることが必要であり、事前のスクリーニングがあることにより、結果として、実務的に実力がある人がSPACを組成する仕掛けとなる。日本のPEマーケットの高度化も期待できる。
- スポンサーの事前スクリーニングの枠組みについて、イノベーティブなスタートアップへの資金供給を阻害しないようにすべきである。既存の制度に当てはめることで、枠にはまってしまうことがないようにすべき。
- 例えば、VCが自社の投資先をSPACに買収させることが、SPACにおける構造的な利益相反の最たるものであるため、スポンサーの資格要件は適

切に検討する必要があると考えられる。プロ向け市場を前提とする場合には、情報開示の充実を中心とした制度設計を行うことが考えられるが、一般市場では、開示情報を見ないリスクがあるため、情報開示以外の投資者保護の制度設計が必要である。

- SPACのIPOからDe-SPACまでは、プレミアムのいらぬコールオプションのような性質であり、リスクは少ない。一方、De-SPACのリスクに対しては、De-SPAC後もセムポートに乗るようにスポンサーに一定期間のロックアップを求めれば、経済的な自己規律が働く。そのような仕組みがないと投資家としては投資しづらい。スポンサーに名乗り出る会社が増えれば活性化につながると考えられ、SPACがプライベート市場と上場市場の懸け橋になるといい。
- スポンサーではなく、SPACに業規制を課すことも一案。米国では、1940年投資会社法の規制対象である「投資会社」に該当しないように、「事業会社」としてSPACのスキームを組んでいる。具体的には、調達資金を信託により保全し、安全資産以外の有価証券等への投資を行わないことで、「投資会社」ではないと整理されていると理解している。米国とは異なり、投資家に損害が生じた場合に訴訟が提起されることも少なく、また取引所によるサンクションにも限界があるとの観点から、日本ではSPAC自体に業規制を課すことも考えられるが、SPACのIPOを過度に制約することにならないかは慎重な判断が必要である。SPAC又は、SPACスポンサーに業規制を課す場合には、たとえば、投資運用業者、第二種金融商品取引業者、特例業者（適格機関投資家等特例業務届出者）が考えられる。投資運用業者は、400社程度と少なく、一般的なVCやPEファンドは含まれない。また、第二種金融商品取引業者は、1,200社程度だが、海外のVCや著名な経営者などは含まれない。特例業者は、3,000社程度が対象であり、大半のVCも含まれるが、著名な経営者は含まれない。

### ③ SPACの上場の課題：SPACの商品設計と上場要件

- 現金償還権やワラント付与などは、実務の積み重ねから誕生しており、直近でSPAC上場制度を導入したシンガポールや香港でも、賛成株主にも償還権は認められており、ワラント付与も禁止はされていない。ワラントについては、制度上、一定の制約がかけられている例はあるが、SPACの発展に貢献している役割も重要である。
- SPACの商品設計について、米国では一般市場にて上場しているため、流動性の基準があるが、プロ投資家に限る場合には、流動性基準は不要とも考

えられる。

- ワラントについては、投資家の観点からは、アービトラージを行っているとの認識である。投資家はダイリューションを織り込んで判断しているはずである。タイムバリューを考えると期限最終日までワラントを行使すべきではなく、ワラント自体が売買できる市場が必要である。付与されるワラントはロングポジションであり、通常のデリバティブからするとリスクは極めて限定的である。また、ワラント単体の市場があるべきであり、De-SPAC後に分離されて売買されるべきと考えられる。
- De-SPACまでは、合併に関する決定事実がない旨の四半期開示等が必要であり、合併時には適時開示が必要である。

#### ④ De-SPACの課題：合併や買収のガバナンス

- 社外取締役に期待する役割については、既存の制度との整合性も含めて整理すべき。現行の上場規則では、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、株主意思確認や経営陣から独立した第三者の意見を得るというルールがあることを踏まえると、社外役員もDe-SPACにインセンティブを有しているといった指摘は既存の制度の考え方と整合的ではない。独立役員は、当然、経営者から独立していることが前提となるため、独立性の基準の議論はあってしかるべきだが、独立であると認められた役員による意見以外に、外部の第三者の意見入手まで必要かは疑問である。
- 合併のガバナンスやPIPEsに関する議論は重要である。PIPEsに参加することが想定される国内の機関投資家は多くないが、PIPEsの確保は、De-SPACの成功につながるため、海外の機関投資家が参加するための環境整備が重要である。過度な規制とせずに、実務運用の面から、英文開示などの仕組みを検討することが考えられる。
- 反対株主の現金償還権はマストである。賛成株主の現金償還権は、投資家層の拡大という意味では重要であり、PIPEsの議論と組み合わせで考えられる。イノベーティブなスタートアップへの資金供給という目的からすると、長期投資家からの投資が重要であるが、PIPEsが義務付けられている場合には、PIPEsを通じて株主構成が変化することで、全体の仕組みとして機能する。また、PIPEsの好不調は、De-SPACの妥当性を評価するにあたって、個人投資家にとっても重要な情報となる。すなわち、PIPEsは、ヘッジファンドなどの短期投資家から長期投資家への株主構成の移行や、第三者による評価という意味もある。
- 現金償還について、反対株主のみにしたほうが良いと考えられる。De-S

PAC後の収益率のデータを見ると、償還率が高いとパフォーマンスは低い。SPAC導入後には実際のデータが注目されるはずであり、なるべくパフォーマンスが高くなるような制度設計をするほうがよい。

#### ⑤ De-SPACの課題：ターゲット企業の上場適格性・情報開示

- 一般市場への上場時には、取引所による事前審査が重要である。ただし、審査に至るまでの過程における株主やPIPEsによる評価をどのように考慮し、取引所による審査を簡素化するかという点は、トータルコストの観点から検討してもよい。なお、De-SPACにおけるデュー・デリジェンスにあたっては、少なくとも、取引所や民事訴訟になった場合は裁判所がその情報にアクセスできるように、資料が作成・保存され、一定の場合には開示される仕組みを作るべき。
- 証券会社の関与、責任の範囲については、今後、IPOとDe-SPACのそれぞれのフェーズでどのような役割・責任を持つか整理すべき。De-SPACにおけるデュー・デリジェンスを行うことと、引受審査を行うこと、さらにそれに法的責任を負うことは、それぞれ全く異なる。米国では、証券会社が、IPOの引受は行うがDe-SPACには特に関与していないこともある。取引所の上場制度の範囲ではないが、金商法上、De-SPACの開示をどうするのか、それに対してSPAC、対象会社及びこれらの役員、並びに証券会社がどのような責任を負うのかは、今後の検討課題として加えられるべき。
- De-SPACの時点で、上場適格性の確認が終了しており、一般市場に上場することも想定される。しかし、De-SPAC時点で、確認が終わっていないケースもあり得るはずであり、その取扱いの検討が必要である。確認が終了せず、De-SPAC後に一般市場での取引ができなくなると、投資者保護など信頼性の観点からの影響もあると同時に、上場物件として適切でなく、SPACの魅力が著しく損なわれ、買収対象会社にとってもSPACに買収されては困ることとなる。どの程度、確認が終了しない可能性があるかも踏まえて、実務のプロセスも含めて多面的に検討すべきである。
- De-SPAC後の上場適格性の審査については、知見のある取引所が目配りする仕組みが必要である。De-SPAC後は、一般市場に上場すると、他の上場会社とは区別がつかないが、上場審査と違い、合併審査のみでは企業の本質的な部分は審査されない。一般市場において、取引所等による上場審査を経ずに上場できる仕組みができてしまうことには懸念がある。証券会

社も責任を負うべきであり、証券会社が緊張感をもつような規律が必要である。

- 金商法上の情報開示は非常に重要である。
- De-SPAC時の開示については、IPOと同等の開示の確保という以上に、積極的な情報開示の意義がある。たとえば、De-SPAC時にSPACの株主が償還するか、否かを判断するためには、情報開示が必要であり、その判断はIPOへの投資判断と同義とも考えられる。そのため、IPO時と同様の情報開示が必要である。また、De-SPAC後の流通市場における投資者への開示という観点からも、やはりIPOと同等の情報開示が前提となる。
- SPAC上場制度について、De-SPACの対象をイノベティブなスタートアップに限ることは困難であるが、その場合には、イノベティブなスタートアップへの投資を促進するという趣旨に反して、De-SPACの対象として「投機的」あるいは、単に「上場ゴールを目指すだけの企業」が含まれたりすることで、制度が濫用されるおそれがある。De-SPACの相手の上場適格性を確認するプロセスがないと、つみたてNISAやiDeCoなどにより個人投資家による資産形成が着実に進んでいるにもかかわらず、資本市場は投機的だという考えを惹起しかねない。資本市場の信頼の失墜につながることは避けるべき。
- 主幹事証券会社による審査の必要性については、あればベターだが、主幹事証券会社がIPOにおける審査とDe-SPACにおける審査を行う場合、いずれかを優先するというおそれもあるため、中立的にIPOとSPACをサポートできるか考えるべき。
- PIPESについて、スポンサーが機関投資家を集めるという点ではIPOのロードショーに類似する。PIPESの参加をマストとすると制約になりうるが、バリュエーションがより正確になり、償還権の行使による資金流出のリスクヘッジになるというメリットがある。
- 審査などの実務的な対応がどの程度のスピードでできるかは重要な論点である。De-SPAC時には、SPACのメリットを損なわずに必要な開示がなされるべき。従来のIPO時の審査のような仕組みが、実務的にSPACのスケジュールにどのように組み込まれるのか、適切に機能するのは重要なポイントであり、今後検討すべきである。
- 上場審査について、標準的には3か月程度で審査が完了するのであれば、上場会社であるSPACが合併承認のために株主総会を開くだけで2～3か月は必要となることを踏まえると、De-SPACのスケジュールとも整合する。即ち、現実的には多くの対象会社は、伝統的なIPO、M&AとDe



—SPACを並行して検討しており、上場審査の準備も一定程度進めていることが想定されるため、De-SPACの公表後その効力発生までに上場審査を終えることも考えられる。他方そうでないケースを除外するわけにも行かず、De-SPACは完了したが、審査は完了していないという状態が生じた場合に、例えば監理銘柄として投資者の注意喚起を促すなどの制度設計を整理すべき。

#### ⑥ その他

- 今後の検討課題としては、税務に関する課題が考えられる。特に、特定口座が利用できるかは重要である。
- 意義・目的と投資者保護のバランスという観点からは、「伝統的な金融商品とSPACとを区分するほか、SPACであることが容易に判別可能な銘柄名称を使用する」という点は、非常に重要なポイントである。
- SPACの新たな市場区分を創設する場合には、証券会社における対応コストが大きいため、SPACであることを銘柄名に表示するなどの方法で一般の銘柄との峻別を行うことも考えられる。

以 上