

SPAC 上場制度の投資者保護上の論点整理

2022年2月16日

SPAC 制度の在り方等に関する研究会

1. 検討の背景

- ・ 2020年以降、米国において、SPAC（他の会社又は他の会社の営む事業の買収のみを目的として設立された株式会社）の利用が活発となったことを受けて、諸外国における制度導入や見直しが進捗している。
- ・ 日本の成長戦略実行計画（成長戦略会議）においても、スタートアップの創出・成長発展のための方策のひとつとして「SPAC」に言及された。
- ・ 本研究会では、米国をはじめとする諸外国のSPAC制度及び実務並びに米国における最近の動向等¹を踏まえ、日本における導入の意義及び必要性を検討し、制度構築にあたっての投資者保護上の課題を以下のとおり整理する。

2. 日本における導入の意義・必要性

- ・ IPO（株式新規公開）と未上場会社に対するベンチャーキャピタル（以下「VC」という。）・プライベートエクイティ（以下「PE」という。）投資とは、全体としてスタートアップ育成のためのリスクマネー供給のエコシステムを構成するが、かねてより日本の資本市場では、リスクマネーの供給不足が指摘されている。
- ・ 近年、企業価値評価が相対的に容易なケースや必要調達額が小規模にとどまるケースの資金調達環境は改善してきている一方、「資金需要が大きく、企業価値の算定が困難かつ革新的な技術を活用する」スタートアップにおいては、依然として資金調達が困難との指摘がある。
- ・ SPACについては、SPACスポンサー（ターゲット企業を探索する運営者を含む。以下同じ。）による価格発見機能とSPACとの合併を通じた資金供給機能の活用

¹ 米国では、2020年以降、SPACのIPO件数が急増し、直近でも全てのIPOの半数以上をSPACが占めている（2021年のSPACの上場件数は合計613件、全IPOの63%を占める。2022年1～2月は36件（2月13日時点）、全IPOの77%を占める）。もっとも、2021年1～3月のピーク時と比較すると、足元の上場ペースは低下（2021年1～2月は200件弱）。SPACに係る一部の不正事例の発生等も踏まえ、当局による規制強化の動きがあるほか、SPAC株主による民事賠償請求訴訟の事例も生じている（2021年12月9日付米国金融監督当局（以下「SEC」という。）ゲンスラー委員長の発言“Remarks Before the Healthy Markets Association Conference”など）。2019年以降に行われたDe-SPACについて、De-SPAC後の株価の平均のパフォーマンスがベンチマーク対比で劣後しているとの指摘もある。

より、「資金需要が大きく、企業価値の算定が困難かつ革新的な技術を活用する」スタートアップのリスクマネー調達手段となりうるのではないかとの指摘がある²³。

- ・ とりわけ、De-SPAC（SPACによる他の会社又は他の会社の営む事業の買収）のプロセスは、スタートアップが、SPACとの間の合併交渉を通じて、納得感のある価格をもとに資金調達を行うことが期待できる仕組みであることが、リスクマネーの調達環境の改善につながりうるとの指摘がある⁴。
- ・ また、SPACは、投資者に新たな投資機会を提供するもの⁵であり、機関投資家の観点からは、ベンチャーファンドをはじめとするPE投資と同様のオルタナティブ投資の対象になりうるとの見方がある。

（論点1）

- ・ SPAC上場制度の導入の意義・必要性を踏まえ、SPAC制度構築に向けた投資者保護策を検討することとしてはどうか。

3. 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の対象投資者層）

- ・ 従来、SPACを導入している多くの法域では、個人投資家の参加が認められている一方、近年公表された枠組みでは参加を制限・禁止する傾向⁶にあり、ユーロネクスト・パリなどの欧州の取引所の一部や香港取引所などは、SPACへの投資を一定の要件を満たす投資者に限定する制度を採用している⁷。また、投資者が限定され

² そのほか、脱炭素など、困難な社会課題を解決する技術開発に取り組む企業のリスクマネー調達手段となりうるのではないかとの指摘もある。また、リスクマネー調達手段を提供するという趣旨に鑑みれば、ここで想定する企業をあまり限定的に捉えないことが適切と考えられる一方、SPACの濫用事例や不適切な事例が多く生じた場合には、資本市場一般への信頼の毀損にもつながりうるため、留意が必要との指摘もある。

³ SPAC上場制度の導入が日本のリスクマネー調達環境の改善に寄与するかどうかに関しては検証が必要であるものの、日本の実情にあわせた制度の検討まで否定する必要はないとの指摘もある。

⁴ この点に関して、IPOとSPACとが、今後、選択的な制度として併存していくことにより、制度間競争によるリスクマネー調達環境の改善が期待できるとの意見もある。なお、既存のIPOを巡る諸課題（いわゆる「アンダープライシング問題」など）については、現在、日本証券業協会において課題の整理が行われており、IPOとSPACが、それぞれの役割を踏まえ、制度全体としてリスクマネー供給機能を担うことが重要との指摘がある。

⁵ SPACは、VCなど目利き人材への投資を通じたスタートアップへの投資の仕組みに類似するため、個人を含む一般投資者によるSPAC投資は、いわば「VC投資の民主化」であるとの意見もある。

⁶ 例えば、欧州証券市場監督局（ESMA）は、2021年7月15日付で、複雑性や持ち分の希薄化などに伴うリスクを踏まえ、SPACが投資者一般に向けた商品ではないとの考えを表明している（“SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations”）。

⁷ 例えば、ユーロネクスト・パリへの新規上場にあたっては、フランス金融監督当局（AMF）による目論見書の承認が必要となるところ、2021年4月15日付でAMFは、SPA

ていない場合にも、実態としては機関投資家⁸中心に取引が行われている傾向にある⁹。

- ・ 日本においてSPACを導入する場合、伝統的な株式投資とは異なるSPACの特質¹⁰を踏まえた投資者保護の枠組みが必要である。
- ・ 一般投資者が取引に参加する市場（一般市場）におけるSPACの上場を想定する場合¹¹、日本のIPOマーケットが個人投資家中心の構造であることを踏まえ、S

Cの上場について、機関投資家向け市場区分（プロフェッショナル・セグメント）にのみ認められる方針を公表している（“French law allows the listing of SPACs while ensuring investor protection”）。この機関投資家向け市場区分において、上場会社は一般投資者向けの募集・売出しを行うことができず（適格投資家への私募は可能）、証券会社に対しても一般投資者向けのマーケティングが禁止されている（General regulation Article 516-5, 18B.03 Article 516-6）。ユーロネクスト・アムステルダムへの新規上場については、2021年7月28日付でオランダ金融監督当局（AFM）が、個人を含む一般投資者への販売を認めない方針を公表している。

（“SPACs” – Are SPACs suitable for retail investors?）また、香港取引所では、上場制度上、SPACのIPOにおいて、プロ投資家のみへの販売が認められており、プロ投資家のみが取引に参加するよう金融商品仲介業者（証券会社）に責任が課せられている(MAIN BOARD LISTING RULES “Restrictions on Marketing to and Trading by the Public” (Rule 18B.03, 18B.04))。

⁸ 米国の資本市場が機関投資家を中心に構成されている中で、SPACのIPOに参加する投資者層は、通常のIPOに参加する投資者層とは異なり、裁定取引などのテクニカルな投資方針のファンドが大宗を占めているとの指摘がある。

⁹ 米国を含む諸外国において、SPACのIPOにおける個人を含む一般投資者への販売は、全体の数%とごく一部の配分にとどまり、大半が機関投資家に販売されているようである。2021年9月に新たにSPACの上場制度を導入したシンガポールにおいても、2022年1月のSPAC上場事例（Vertex Technology Acquisition Corporation Ltd、Pegasus Asia、Novo Tellus Alpha Acquisition）では、個人への販売の割合は1～3%程度とされる。

¹⁰ SPACへの投資にあたって、投資者は、例えば、「SPACスポンサーの資質」や「SPACスポンサーに対する株式報酬（以下「スポンサープロモート」という。）の設計やSPACスポンサーの既存の投資先との間でDe-SPACを行う場合などにより生じる一般のSPAC株主とSPACスポンサーとの間の構造的な利益相反リスク」、「スポンサープロモートやSPAC株式に付与される新株引受権（ワラント）による将来の株式希薄化リスク」、また、De-SPAC時には、これに加え、「買収価格を含む合併条件の妥当性」等を評価する必要があり、伝統的な金融商品と比較して多くの要素を考慮した複雑な投資判断が求められる。一方、現金償還権を行使すれば、De-SPAC時において固定された募集価格（例えば10ドル）による償還が行われる設計となっているといった特性もある。

¹¹ なお、諸外国においては個人等の一般の投資者にはSPACのIPOの段階ではほとんど販売されていないにもかかわらず、日本においてのみ、従来の金融商品とは異なる複雑なリスク・特性を有する商品を個人等の一般の投資者に対して広く販売するという点については、慎重にならざるを得ないとの意見があった。

¹² 一般市場への上場を想定する場合も、適合性原則に基づき、販売勧誘規制によって実質的に投資者層は制限されることになる。この点、現状、複雑な金融商品の販売対象が、適合性原則に基づいて厳格に限定されているとは言えず、適合性原則による投資者層の制限では不十分との指摘もある。なお、そもそも、販売業者としての証券会社は、金商法に基づき、SPACの販売にあたって、顧客の知識、経験、財産の状況等に照らして顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明をする義務があるが、さらに、販売業者としての証券会社が、例えば、「顧客本位の業務運営に関する原則」を踏まえ、一層充実した分かりやすい説明を行うなど、顧客に対して販売する際の規制の仕組みを検討すべきとの指摘もある。

PACの商品設計、情報開示や運営者の要件等について適切な投資者保護の枠組みを設けることが必要となる¹³。

- ・ 他方で、金融取引に係る適切なリスク管理を自ら行うことが可能な金融商品取引法（以下「金商法」という。）上の特定投資家向けの市場（以下「プロ向け市場」という。）におけるSPACの上場を想定する場合は、相対的に柔軟な制度設計とする余地がある。もっとも、東京証券取引所が運営するプロ向け市場（TOKYO PRO Market）の現状を踏まえると、リスクマネーの調達環境の改善という意義・必要性に照らして、プロ向け市場において実効性のあるSPAC制度が構築可能であるか検討が必要との指摘がある¹⁴。
- ・ さらに、この点に関しては、当面は特定投資家を対象投資者層とし、適切な環境が整備される場合において一般投資者に範囲を拡大することが考えられるとの意見もある¹⁵。

（論点2）

- ・ SPACの対象投資者層に応じた、実効的かつ適切な投資者保護の在り方について検討を継続することとしてはどうか。

（2） SPACの上場の課題：SPACスポンサー（運営者）に関する開示・資格要件等

- ・ SPACの上場時には、具体的な事業実績・合併計画がなく、将来の合併や買収への期待のみに基づいて投資者から資金調達を行うことになる。
- ・ また、米国その他の諸外国では、額面出資により一般株主よりも著しく低い価格で取得したスポンサープロモートの設計¹⁶やSPACスポンサーの投資先・関係先がDe

¹³ その結果、SPAC上場制度の利用コストが伝統的なIPOを上回る場合には、その期待される役割を發揮できない可能性がある。

¹⁴ この点に関しては、金融審議会・市場制度ワーキング・グループ第二次報告（2021年6月18日）を踏まえた「個人の特定投資家の要件の弾力化」や「特定投資家への移行手続等の弾力化」などの特定投資家制度の見直しにより、今後、対象投資家の範囲の拡大やプロ向け市場の機能強化が見込まれている。

¹⁵ なお、個人を含む一般投資者が対象投資者層から除外される場合、スタートアップやスポンサーにとってSPACの利便性や魅力が減退し、利用されない制度となることが懸念されるため、事後的な対象投資者層の拡大条件をあらかじめ明確にする必要があるとの指摘のほか、一般市場における上場の在り方とプロ向け市場における上場の在り方の双方を検討することによりとの指摘もある。

¹⁶ 通常、米国において、SPACスポンサーは、一般のSPAC株主より著しく低い価格でスポンサープロモートを取得しており、一般株主と投資損益に差異（De-SPAC後の投資リターンの期待値の差異）があるため、他のSPAC株主の利益に反した合併や買収が行われる構造的な利益相反リスクが指摘されている（SEC “the potential conflicts of interest in the SPAC structure”、2021年4月8日付SEC” SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws”）。

- ー S P A C 時のターゲット企業となる場合等に伴う構造的な利益相反リスクから、一般の S P A C 株主の利益に反した合併や買収が行われるリスクが存在すると指摘されている点¹⁷について、投資者保護の観点から検討が必要と考えられる。
- ・ そのため、S P A C の上場（I P O）にあたって、S P A C の商品設計や構造的な利益相反の存在を踏まえ、投資者が合理的な投資判断を行えるような制度設計が課題となる。
- ・ 投資者が、将来の合併や買収の見込みについて投資判断を行うためには、S P A C スポンサーの過去の実績・能力、想定されるターゲット業種や規模を含む投資方針、S P A C 以外のビークルにおける投資活動などの兼業の状況、それらの投資活動の内容やスポンサープロモートなどの報酬その他のインセンティブ設計などに関する必要かつ十分な開示が求められる¹⁸。
- ・ もっとも、個人を含む一般投資者にとっては、魅力的なターゲット企業との間で適切な条件により合併や買収を実行する資質の有無を判断することは困難な場合が多いと想定され、情報開示制度だけでなく、スポンサープロモートなどのインセンティブ設計の制限¹⁹、S P A C におけるガバナンス体制の整備や、S P A C スポンサーとなる者に一定の要件²⁰を課すなどの S P A C スポンサーの適格性に係る事前スクリーニングの枠組み²¹を活用することが考えられる。

¹⁷ 伝統的な I P O においても、発行会社や売出人、投資者、及び引受証券会社等の間における構造的な利益相反のリスクがあり、実務の積み重ねの中で必要なルール形成が行われてきている。

¹⁸ S E C は、2020 年末以降、S P A C のストラクチャーにおける S P A C スポンサーと S P A C 株主との間の構造的な利益相反を踏まえ、S P A C スポンサーに与えられる報酬等について、より詳細な開示を要請している。（2020 年 1 月 22 日付 S E C “Division of Corporation Finance “CF Disclosure Guidance: Topic No. 11”）

¹⁹ 諸外国の実務又は制度では、このような構造的な利益相反のリスクを軽減する仕組みとして、S P A C スポンサーに対して D e - S P A C 後の一定期間におけるロックアップ（譲渡制限）が付されているほか、スポンサープロモートの割合の制限等が行われている。

²⁰ 特に S P A C が一般市場に上場する場合には、例えば、S P A C スポンサーに対する業規制の適用など一定の資格要件を定めることや、S P A C 自体に金商法等に基づく登録等を求めることなどが考えられる。例えば、上場不動産投資信託証券（J - R E I T）は、投資法人が、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）上の登録投資法人であること（投信法第 1 8 7 条）に加え、資産運用会社は、金融商品取引業者のうち投資運用業者でなければならない（投信法第 1 9 9 条、第 2 条第 1 1 項括弧書き）ことを踏まえて、金商法上の「投資運用業」の業務範囲の拡大や新たな規制類型の創設などが考えられるとの指摘がある一方、日本において S P A C スポンサーとなることが想定される者の属性や実情を踏まえた実効性のある枠組みの検討が必要との指摘もある。

²¹ この場合、S P A C スポンサーの適格性を引受証券会社、金融商品取引所等が上場前に確認するプロセスが設けられることになる。こうしたプロセスが、結果として、実力のある S P A C スポンサーが組成した S P A C の上場につながるのではないかと指摘もある。

(論点3)

- ・ SPACスポンサー(運営者)に関する開示・規制(報酬・事前スクリーニング等)のあり方についてどのように考えるか。

(3) SPACの上場の課題：SPACの商品設計と上場要件

- ・ 米国をはじめとする諸外国では、SPACの上場基準において、流通市場における一定の流動性要件(株主数・流通株式比率・時価総額など)を定めている²²。
- ・ 日本においてSPACの上場制度を検討するにあたって、とりわけ不特定多数の投資者の投資対象となる一般市場への上場を想定する場合には、流通市場における公正かつ円滑な価格形成を確保するため、十分な流動性の確保が必要となる²³。
- ・ また、SPACに対する投資者の投資を促すため、普通株式と新株引受権(ワラント)とを組み合わせた「ユニット」株式として、SPAC株式の募集が広く行われている。通常、「ユニット」株式は、発行後に(一定の条件を充たしたときに²⁴)分離譲渡が可能な設計となっており、取引所は、「ユニット」株式と分離された株式及びワラントをそれぞれ異なる上場商品として取引対象としている。
- ・ ワラントについては、株式とワラントの分離譲渡が可能であることにより、新たな裁定機会が生じるとの指摘²⁵があるほか、SPAC株主による合併や買収時の意思確認プロセスへの影響など²⁶の指摘があることを踏まえ、特に一般市場への上場を想定する場合には、ワラントの付与率その他の上場制度上の取扱いに加え、「ユニット」株式の取引や決済などの枠組みについて検討が必要となる²⁷。
- ・ なお、SPACのIPOにあたっては、SPAC自体は具体的な事業実績を有していないものの、企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性や、企業内

²² 諸外国(シンガポールなど)では、十分な実績と資質を有するSPACスポンサーによるSPAC組成を促すなどの観点から、SPACの上場要件として、通常のIPOの場合よりも高い水準の時価総額基準を定めている例がある。

²³ プロ向け市場においては、対象投資者層を限定することにより流動性の確保が困難となりかねないとの指摘もある。

²⁴ 取引所によって、上場日から一定期間の経過を分離譲渡の条件としている場合のほか、De-SPAC前の分離譲渡を不可としている場合がある。

²⁵ 米国では、「ユニット」株式を利用しないSPACの上場例も一定数はあるが、一般的には、ワラントを活用することがIPO時の投資の呼び水となり、円滑な資金調達に寄与しているとの指摘もある。

²⁶ そのほか、株式の希薄化による合併後の株価形成への影響についても指摘がある。

²⁷ De-SPAC前は「ユニット」株式が分離されていない場合にも、ワラント単体での評価が可能となるよう、De-SPAC後に分離されて売買されるべきとの指摘もある。なお、現在の東京証券取引所の有価証券上場規程では、いわゆる「ライツ・オファリング」のために無償割当てされた新株予約権のみが上場対象となっていることに留意が必要となる。

容等の開示の適正性²⁸については、一般の事業法人の場合と同様に、IPO時の新規上場審査の確認を行うこととなる。

(論点4)

- ・ SPACの上場制度において、流動性やワラントの売買、開示規制等に関する枠組みをどのように設計するか。

(4) De-SPACの課題：合併や買収のガバナンス

- ・ 米国その他の諸外国では、SPACスポンサーは、一定の期限内²⁹に合併や買収が完了しない場合のレピュテーションリスク等により、合併や買収の実現に強いインセンティブを有するのが一般的であり、SPACの一般株主との間に利益相反が生じるおそれがあることが指摘されている³⁰。
- ・ さらに、上記(2)のとおり、スポンサープロモートの設計やSPACスポンサーがSPAC以外の投資活動を通じて投資する企業をターゲットとする場合等により、構造的な利益相反リスクが生じるとの指摘がある³¹。
- ・ こうした利益相反の懸念を踏まえ、十分な開示のほか、SPAC株主にとって望ましい合併や買収が行われることを担保するための仕組みの検討が課題となる^{32,33}。
- ・ SPAC株主による監督のあり方としては、De-SPACの手法に関わらず株主意思確認の手続きを経ることを前提とし、その実効性を確保するために反対株主への現金償還権の付与を必須³⁴とすることが考えられる。

²⁸ SPAC株式についても、合併や買収相手に関する憶測や報道などによって投機的に株価が変動することが想定されるほか、合併や買収交渉の進展に応じてインサイダー情報に基づく内部者取引のリスクが生ずることから、一般の事業法人の場合と同様に、法令上の企業内容の開示に加えて、重要な会社情報の適時開示を行うための体制整備の状況について確認を行うことが想定される。

²⁹ 米国その他諸外国では通常2年(最大でも3年)とされている。

³⁰ なお、SPACスポンサーが合併や買収の実現にインセンティブを有することそれ自体は、SPACに対する投資者の一般的な期待の方向性と合致しており、諸外国では、適切な投資者保護の枠組みを講ずることで一般の投資者の利益に反した合併や買収が行われるリスクに対応しようとしていると考えられる。

³¹ 注釈16を参照。

³² 対象投資者層を特定投資家に限定する場合であれば、利益相反の有無や内容に関する開示情報に基づいて利益相反のリスクを考慮して株主総会における議決権行使等の判断を行うことが可能と想定されるものの、一般投資者を対象とする場合、このような類型のDe-SPACにおける公正性の確保について、あらかじめ制限を設けることが考えられるとの指摘がある。

³³ SPACスポンサーと株主が同様のインセンティブを有していることが重要であり、それをDe-SPAC後においても確保するために、De-SPAC後の株価に応じた成功報酬とすることが考えられるほか、例えば、SPACスポンサーに対して、保有する株式のDe-SPAC後一定期間のロックアップを求めることが必要であるとの指摘がある。

³⁴ 会社法上の反対株主の株式買取請求権の構成を採用する場合以外に、取得請求権付株式の活用について検討が必要との指摘がある。

- ・ 米国をはじめとする諸外国では、合併や買収の実現可能性を高める観点³⁵から、賛成株主に対しても現金償還権を付与することが一般的であるが、この点については、議決権行使の歪み（エンブティボータイング）をもたらす懸念³⁶があるほか、現金償還の増加によりスタートアップへの資金供給機能が低下するために適切でないとの指摘がある³⁷。その一方で、例えば、De-SPACが、日本の会社法における組織再編行為に該当する場合には、株主総会の決議要件が厳しいこと（特別決議）を踏まえると、反対株主のみに現金償還権を付与することが、合併や買収の不成立リスクを高める懸念があるとの指摘もある。
- ・ 現金償還権の実効性を確保する観点からも³⁸、調達資金の全部又は大半の保全の義務付け、例えば、諸外国の制度を参考に90%以上又は全額の信託設定の義務付けが考えられる³⁹。
- ・ 独立した社外取締役による合併条件の妥当性や合理性の監督も考えられる⁴⁰。
- ・ 株主・社外取締役による監督以外の方法としては、機関投資家から米国におけるPIPEs⁴¹に相当する追加の資金調達（以下、これも併せて「PIPEs」と称する。）の義務付け⁴²や、外部アドバイザーの選任、経営陣や取締役から独立した第三者の評

³⁵ 米国では、制度導入当初は、反対株主のみに現金償還権が付与されていたが、その後の実務運用の過程で、De-SPACの成立が困難となるケースが多かったため、現在は、De-SPACの賛否に拘らず、現金償還権を付与することが一般的となっており、これが機関投資家によるSPACへの投資を促す機能を担っているとの指摘がある。

³⁶ 経済合理性の観点からは、株主が「ユニット」株式を保有している場合に、De-SPACに賛成したうえで、株式について現金償還を受け、分離したワラントを継続保有してアップサイドの利益を獲得しようとする行動を選択する可能性が高くなるため、De-SPACに関する株主の意思決定プロセスに歪みが生じるとの指摘がある。

³⁷ イスラエル金融監督当局（以下「ISA」という。）やベルギー金融監督当局（以下「FSMA」という。）は、現金償還権の付与の対象を反対株主に制限すべきとの方針を公表。（2020年5月9日付ISA “The Israel Securities Authority defines the principles and terms for the issue of a SPAC in Israel”）（2021年6月21日付FSMA “Minimum standards governing the structure of SPACs, the disclosure of information about SPAC shares and trading in those shares on Euronext Brussels” FSMA_Opinion_2021_04 of 21/06/2021）

³⁸ 本来、調達資金の保全は、SPACスポンサーによる資金流用などの詐欺的行為の防止を目的としていると考えられるが、現金償還権の実効性確保にも寄与すると考えられる。

³⁹ 諸外国との信託法制の違い、信託設定に伴うコストや実務負担等を考慮して、他の資金保全方法（例えば、エスクロー口座の利用など）も検討すべきとの指摘がある。

⁴⁰ 独立性の要件の検討にあたっては、社外取締役の報酬等の設計やDe-SPAC企業への関与の可能性など、社外取締役自身が合併へのインセンティブを有している場合への考慮が必要との指摘もある。

⁴¹ PIPEs（Private Investment in Public Equities）は、私募形式による上場会社株式の募集・売出しをいう。日本において、SPACが類似の資金調達を実施する場合には、機関投資家との間で引受契約を締結し、第三者割当によって新株式を発行することになると想定される。

⁴² PIPEsについては、機関投資家により合併条件（合併価格）の評価が行われるという観点から、IPOにおける公開価格の設定のプロセスに類似しているとも考えられ、これを義務付けることで、企業価値評価の合理性・納得性が高まるのではないかと指摘がある。IPOにおいて、国内の機関投資家の参加が限定的となっている日本の実情を踏まえれば、PIPEsの義務付けの際には、海外の機関投資家の参加を促すため、例えば英文開示の充実などを検

価（フェアネス・オピニオンなどの意見入手）などが考えられる⁴³⁴⁴。

- ・ なお、プロ向け市場におけるSPACの上場を想定する場合、SPAC株主自身のリスク管理能力を前提に、柔軟な設計とすることも考えられるとの意見がある。

（論点5）

- ・ 賛成株主への現金償還権の付与や社外取締役による適切な監督のあり方、それらに代替・補完する合併条件の公正性・妥当性の確保の仕組み（PIPEs義務付け・第三者評価の取得）についてどのように考えるか。

（5）De-SPACの課題：ターゲット企業の上場適格性・情報開示

- ・ SPACの意義・利用可能性を踏まえると、De-SPACが完了した後においては、一般市場への上場の可能性を確保することが必要と考えられる。
- ・ その場合、De-SPAC後の企業は、通常のIPOのプロセスを経ずに、合併を通じて、一般市場への実質的なIPOを実現できることとなるため、取引所金融商品市場の信頼性維持の観点からは、単に一般市場の形式的な上場基準を充足するだけでは足りず、通常のIPOの場合と同等の上場適格性を有することについて必要な確認⁴⁵が行われる必要がある。
- ・ なお、上場適格性の確認は、De-SPAC後の企業が一般市場に上場するまでの間に行うことが考えられる⁴⁶。その場合、上場適格性の確認プロセスは、合併や買収プロセスと並行して実施されることが想定されるが、SPAC株主による合理的な意思決定を促す観点からは、合併や買収に係る株主総会の時期と上場適格性の確認完了時期との関係や、仮に上場適格性の確認完了前に合併や買収の効力が発生した場合の取扱いなどについても検討を要する⁴⁷。

討すべきではないかとの指摘があるほか、米国においても、最近ではPIPEsによる追加資金調達の困難さが顕在化していることを踏まえ、PIPEsの義務付けは慎重な検討が必要との指摘や、PIPEsの機能を代替する他の手段によりDe-SPACの合理性を補完する方が現実的な選択肢ではないかとの指摘もあった。

⁴³ なお、現行の上場制度においては、例えば、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は、少数株主保護のための施策として、株主による意思確認又は経営陣から独立した第三者（独立役員も想定）からの意見を求めており、これらの制度との整合性を踏まえるべきとの指摘もある。

⁴⁴ 賛成株主に現金償還権を付与する場合、PIPEsを求めることにより、賛成株主において現金償還権が行使されたとしても、長期保有の機関投資家から必要な資金を確保し、資金流出のリスクヘッジとするとの制度設計が考えられるとの指摘がある。

⁴⁵ 確認は、通常のIPOにおける上場審査基準に準じた基準に基づいて行うことが考えられる。なお、SPACの特徴やDe-SPACに至るまでの過程を総合的に考慮し、部分的に柔軟な対応を行うことが考えられるとの指摘もある。

⁴⁶ 取引所におけるIPO時の標準審査期間は申請の受理後2～3か月間とされているため、De-SPAC時の上場適格性の確認においても、同程度の期間を要すると想定される。

⁴⁷ De-SPACのターゲットとなる企業が、例えば、通常のIPOも選択肢として検討して

- ・ 合併や買収のターゲットとなる企業に関する情報については、De-SPACに際して、投資者が通常のIPOに応じる際と同様の投資判断を行うための情報となることから、少なくとも、通常のIPOにおける場合と同等の開示が行われることが必要である⁴⁸。したがって、通常のIPOの際に利用される有価証券届出書による企業内容等の開示と同等の情報開示を求めることが考えられるほか、SPACスポンサーによるターゲットとなる企業の選定や交渉の過程、SPACスポンサーの構造的な利益相反や将来の株式希薄化リスク、合併や買収の手続き等⁴⁹についても、必要かつ十分な開示を求める必要がある。
- ・ なお、開示内容の正確性・十分性を実効的に確保するため、SPAC、SPACスポンサー、合併や買収のターゲットとなる企業、その他の関係者（証券会社など）が適切に開示責任を負う仕組みの検討も必要と考えられる。

（論点6）

- ・ 合併や買収プロセスと上場適格性の確認プロセスの調和（実効的なバランス）をどのように確保するか。
- ・ 開示を求める枠組み（金商法・上場規則）や開示責任のあり方についてどのように考えるか。

（6） その他

- ・ 対象投資者層にかかわらず、他の伝統的な金融商品とSPACとで上場する市場を区分することや、SPACであることが容易に判別可能な銘柄名称を使用することなどにより、投資者においてSPACが特有のリスクを有する金融商品であること、さらにはそのリスクを適切に認識したうえで投資を行うことが確保される仕組みとすることが適当と考えられる⁵⁰。

いる場合には、上場に向けた体制整備が相応に進捗していると想定されるものの、これらの準備に着手していない企業がターゲットとなる場合、審査未了となる場合の取扱いの検討が必要との指摘がある。例えば、De-SPACの完了又はSPACの買収期限までに取引所による上場審査が終了しない場合において、現在の「不適当な合併」に関する上場制度上の取扱いなどを踏まえ、De-SPACの効力発生後一定期間までの上場審査の完了を上場維持の条件としてはどうかとの指摘のほか、プロ向け市場へのSPACの上場を想定する場合には、プロ向け市場におけるDe-SPAC後の上場継続を可能とすることが考えられるなどの指摘がある。

⁴⁸ 既存の制度において、上場会社が他の会社を買収する場合、金商法上、ターゲットとなる他の企業に関する開示が必須とはされていない。また、不適当合併等（上場会社が実質的存続性を喪失する合併等）に係る上場廃止審査の対象となる場合を除き、当該他の企業に対して取引所による上場審査や引受証券会社による引受審査も行われない。

⁴⁹ SECは、De-SPACに関して、ターゲットとなる企業の選定手法、SPACスポンサーの構造的な利益相反に関する取締役会の評価や追加の資金調達を必要と踏まえた株式希薄化リスクなど、より詳細な開示を要請している。注釈18を参照。

⁵⁰ なお、SPAC専用の区分を設けることについては、証券会社における対応コストが大きいこと、慎重に検討を進めるべきとの指摘がある。

- ・ SPAC 上場制度の導入に際しては、税務も含めた実務面からも、投資者が投資しやすい制度設計を検討すべきとの指摘もある。

4. 今後の進め方

- ・ 上記の各論点について、本研究会において、引き続き検討する。

以 上