

SPAC制度の在り方等に関する研究会
第2回 議事概要

1. 日時 : 2021年11月1日(月) 9時~11時
2. 場所 : オンライン (WebEx)
3. 議題 :
 - (1) 事務局説明
 - (2) メンバー・ゲストからのプレゼンテーション
4. 議事要旨

(1) SPAC上場制度の導入の意義

- ・ 日本では、スモールIPOやIPO時のアンダープライシングなどの問題があるが、SPACの導入は、投資機会の創出、アンダープライシング問題の適正化、ユニコーン企業の創出、ディープレック銘柄の適切な評価及び早期上場、海外スタートアップ誘致などに寄与する。特に、スモールIPOが多いことが大きな問題。諸外国と比較して、日本では、新規上場基準が低いこと、VCの観点でも、投資先が早めに上場することを希望する傾向がある。SPACという選択肢があることで、未上場の段階で、ある程度の規模まで成長してから、流通市場に参加することへのメリットを提示できるのではないかと考えられる。また、SPACとの合併では、スタートアップ企業が資金調達額を相対交渉で決められるため、柔軟な資金調達ができることがメリット。SPACは、目利き力のある人材がSPAC株主に代わって投資を行うという点では、VC投資に似ているが、償還権によりダウンサイドリスクがないというメリットもある。米国の制度を基本としつつ、日本でもSPAC制度を導入すべき。
- ・ SPACにより解決できる課題の力点を明確にすべき。特に価格発見機能と資金調達機能の強化が重要であると考えられる。逆に、スモールIPO問題への対応を主眼に置くべきではない。IPOポップ(アンダープライシング)の問題は、従来のIPOプロセスの改善によって解決すべき。なお、SPAC上場制度の導入により、シリーズB・C相当のまだ事業リスクが高い会社もDe-SPACで上場することが想定される。したがって、通常のIPOと比較してSPACを通じた上場銘柄はリスクが高い、という前提で制度設計をすべき。ただし、実際には、投資家はポートフォリオを通じたリスク分散

を行うことも想定される。

- ・ベンチャー投資の民主化がSPAC上場制度の導入の意義であるとした場合、De-SPAC後の個人投資家保護のために投資家層をプロ投資家に限定するならば、そもそも導入の意義が失われることとなる。SPACの意義を考えたうえでの整合的な導入が求められる。(そのようなSPAC上場制度の導入は効果的ではないため、現在のIPOプロセスの適正化を進めるほうが適切である。)
- ・日本のベンチャー企業が米国のSPACと合併して上場するにあたっては、米国会計基準への対応を含め負担が大きく、日本版SPACを導入する意義があると思われる。
- ・De-SPAC後の株価パフォーマンスがインデックスのパフォーマンスを大きく下回るということは、平均的に見て、SPACスポンサーには、スポンサー報酬を含む各種費用や利益相反の弊害を上回るほどの「目利き力」がないということを示しているとも考えられる。「目利き力」が存在するという前提でSPACを論じない方がいいのではないか。そうした場合、SPAC上場制度の導入の意義は、SPACによる資金調達のコストのほうが、諸手数料や公開価格の過小評価など、IPOによる資金調達にかかるコストより小さい、ということにあるのではないか。もう一つの論点としては、コスト負担者の変更。IPOでは、主に創業経営者など企業側がコストを負担することに対して、SPACでは、SPACの投資家が主にコストを負担しているならば、負担者の変更が生じているのではないか。また、SPAC投資家、SPAC投資勧誘に関わる制限やルールも重要な論点である。

(2) SPACのIPO時の個別の論点

- ・日本では、IPOへの個人投資家の参加率が高いため、ワラントを付与せずとも、資金調達が可能ではないかと考えられる。ワラントを付与すると、フリーオプションを与えることによりモラルハザードの懸念が生じ、SPACに対する過熱感を助長するおそれがある。
- ・投資家の観点からは、SPACへの投資は、下値サポートのあるベンチャー投資とも捉えられるが、スポンサーの運営能力・目利き力やネットワーク力が重要であり、そのための開示が重要である。また、M&Aや他のファンドの運営実績などのトラックレコードの開示も必要である。SPACのスポンサーは、いわゆる「マネージャー・オブ・マネージャーズ」であり、これらの実績が投資判断において重要な情報である。なお、SPAC上場制度の導入後には、スポンサーのSPACの運営実績などの開示も必要である。
- ・スポンサーのインセンティブについては、長期の目線で投資家と一致するよ

うな設計とすべき。将来的には、東証には、SPACのインセンティブ構造とパフォーマンス実績のデータも公表してもらいたい。パフォーマンスが低い場合には、投資家のほうに寄ったインセンティブ設計になる。パフォーマンスが高ければ、インセンティブ設計はスポンサーのほうに寄るなど、スポンサーの成功確率とインセンティブ構造との間には、市場原理が働くようにすべき。

- ・ SPACの上場マーケットは、一般の上場マーケットと違うものとして明示すべき。
- ・ 資産運用の観点では、分散投資が重要。多くのSPACが上場した際には、優良スポンサーにより組成されたSPACを投資対象とするファンドを組成することも考えられる。VCやPE投資と同様ではあるものの、大きな違いは、SPACは上場することで流動性があるという点。
- ・ しっかりコントロールされて、きちんと運営されているSPACについては、様々な工夫が凝らされており、パフォーマンスが良いという印象。米国のSPAC上場制度は、長年の改善の結果、相当に良い制度になっている。当事者の工夫により改善ができるような制度設計にすべき。あまりルールでがんじがらめすると、工夫をする余地もなくなってくる。制度の深化という観点からは、なるべくルールベースではなく、プリンシプルベースで考えるべき。
- ・ 個人投資家がSPACのIPOに参加するにあたっては、スポンサー・プロモートによる構造的な希薄化などのリスクの周知徹底を行い、個人投資家が内容を十分に理解していることが前提である。

(3) De-SPAC時の個別の論点

- ・ VC投資におけるスポンサーの報酬は、管理報酬2%・成功報酬20%が一般的な水準である。SPACのスポンサー・プロモートについても同水準ではあるものの、De-SPAC時に成功報酬20%を受けとることになっており、タイミングが早すぎる。De-SPAC後の株価に応じた成功報酬とすべきではないか。スポンサーの報酬は、株価報酬型のスポンサーワラントに一本化して、スポンサー・プロモートはなくしてもよいのではないか。
- ・ De-SPAC時の投資家への償還率が高い事例以外では、De-SPAC後の株価パフォーマンスは悪くないとしたら、それはつまり、一般投資家がしっかり目利きしているともいえる。ただし、合併には承認しつつ、現金償還を選択する株主の行動は、矛盾していると思われる。合併に賛成したSPAC株主は、現金償還を選択できない仕組みにすべき。
- ・ ある会社について、SPACの合併対象とするか、別のファンドの組み入れ対象にするかなど、諸々の選択肢を考える場合には、発行体の意向も考慮し

つつ、SPACに合併させたほうがベターかどうかという観点で考える。たとえば、企業価値を評価しづらい企業については、公開価格が保守的な算定となる傾向があるため、SPACと合併するほうがよいという判断になる。また、発行体が上場を急いでいても、IPOが可能であるため、SPACとの合併を見送るというケースもある。

- ・ 米国では、SPACスポンサーが自社の投資先の企業を、自社が組成したSPACと合併させる、いわゆる「お手盛り」の合併事例もみられる。スポンサーとしては、数か月でデュー・デリジェンスを行った企業よりも、長年投資している先のほうが事業の状況等を十分に把握しており、企業価値を適切に評価できるということもある。利益相反に対する手当を行ったうえであれば、そうした事例も認められると考えられる。米国のSPAC上場制度には、課題もあるが、償還権により投資家保護が図られているほか、スポンサーによるリスク資金の拠出や、創業者株式のロックアップなど利益相反の防止の枠組みもあり、全体としてはバランスのとれた制度である。
- ・ SPACにおいては、会社を安く買収するということが、株主に対する取締役の善管注意義務の中心と考えられる。SPACの性質上、合併によりシナジーを生じることはないため、その点を（De-SPACにあたって）考慮することもできないと考えられる。また、スポンサーは、経済的に、投資先を低い価格で買収するインセンティブを有する。これらの事情を踏まえると、買収される側にとっては、IPOよりもDe-SPACのほうが、むしろ条件が厳しくなりやすいとも考えられるのではないか。SPACの導入意義が、スタートアップ企業にとって選択肢が増えることにより、IPOへの牽制機能が働く点にあるという指摘に違和感はないが、必ずしもIPOよりも有利な価格が付くということではないと考えている。
- ・ De-SPACにあたっては、合併後の流通市場における株価を意識して、合併条件の決定が行われており、また、SPAC間の競争もあるため、競争原理が働き、適正な価格による合併が行われているとも考えられる。
- ・ SPACの取締役は、合併先の企業を安く買うだけでなく、上場後の株価について善管注意義務を負っているとも考えられる。
- ・ IPOに参加する機関投資家の価格目線は一様ではなく、特に事業評価が難しい場合は、ばらつきが大きくなるため、特定の投資家の目線で値決めができるSPACのほうが理論上の価格が高くなるということがありうる。SPACは、特定のスポンサーの目利きに依存する仕組みであり、アフターパフォーマンスを意識して広く投資家層を開拓するIPOと比較すると、アフターパフォーマンスを犠牲にしながら、可能な限り上場時の価格と調達額の最大化を目指す仕組みといえる。

- ・ 未上場会社への投資を行うファンドが、自社の投資先を上場させることを目的としてSPACを組成するおそれは完全には払しょくできない。スポンサーのメリットをどれほど小さく設定しても、スポンサーとSPAC株主との間の利益相反は回避できないため、VCは、SPACのスポンサーになれないような制度とする必要がある。
- ・ De-SPAC後の企業価値創造という点について、日本では、上場廃止基準の水準が高くないため、上場廃止となる事例が限定的である。仮にSPACとの合併を通じて、IPOとは異なるルートにより上場適格性に欠ける企業の上場が増加すると問題であるため、SPACの上場制度の整備にあたっては、退出ルール及びその運用とあわせて整理すべき。
- ・ 合併時のSPAC株主の現金償還権について、合併に反対した株主に限定するかという点は今後の論点になるかと思う。米国では、当初、反対株主のみが現金償還を行うことができる仕組みであった。しかし、SPAC株主の多くがリスクを懸念して、合併に反対し、現金償還を受けていたため、De-SPACの成立確度が低かった。そこで、賛成株主に対しても現金償還が認められるようになったという制度の発展をたどっている。SPAC株主による合併承認に上場審査の代替的機能を期待するのであれば、反対株主に限り現金償還を行う仕組みを導入すべきとも考えられるが、賛成株主は現金償還できない仕組みとすると、De-SPACの成立確度が落ち、結果としてSPACが利用されない可能性がある点に留意が必要である。
- ・ PIPESについても、SPAC上場制度の肝とは考えられるが、制度のみによってPIPESを活性化させることは難しいように思う。通常のIPOでも、海外の著名機関投資家がコーナーストーン投資家として参加するケースも出てきている。日本にPIPE投資家がそれだけいるのか、いないのならばどう育成するか、育成できないなら海外からどう呼び込むかを考えるべき。
- ・ 米国の一般的なIPOにおいては、取引所が形式的な審査のみを行う一方、証券会社が常に弁護士を使って徹底したデュー・デリジェンスとそれに基づく詳細な開示を行っている。翻ってDe-SPAC時は、証券会社は関与しておらず、基本的には、SPACがデュー・デリジェンスを行い、発行会社が株主総会資料をドラフトする。ただし、SPACスポンサーは、De-SPACの株主総会資料の虚偽記載等に対して、米国証券取引所法に基づく損害賠償責任を負うこととなるため、損害賠償リスクがある。さらに、SPACスポンサーが保有する株式については、合併後に通常のIPOより長い期間のロックアップがあるため、SPACスポンサーがより長期的な目線をもつような仕組みとなっている。日本で行われているような取引所審査と差異

はあるが、そういった当事者主導のデュー・デリジェンスをSPACの上場制度にどう織り込めるかがポイントである。

- ・ PIPEsの投資家の存在は、資金調達機能・価格発見機能の両面で意義が大きい。
- ・ 機関投資家によるPIPEsの参加状況・成否は、個人投資家が希薄化リスクを回避する上で重要な「保有継続または償還」の判断材料となる。したがって、個人投資家の判断材料になるようなPIPEsに関する情報開示が制度化によって担保されることが重要である。米国ではS-1、またPIPEs 予定額達成可否などの状況・結果が開示されている。

以 上