



事務局説明資料（第4回研究会）

株式会社東京証券取引所 上場部

2021年12月13日

- 我が国におけるSPAC上場制度の在り方の検討にあたり、特に、De-SPACを巡る論点についてどのように考えるか。

SPACの組成・IPO

買収対象の選定

強制清算
(上場廃止)

買収企業の上場

1. SPACの上場制度

- (1) 適切なビークル (①調達資金の取扱い、②ガバナンス)
- (2) IPO (①合併相手の業種・事業分野、②規模(形式基準))

2. SPACスポンサーの在り方

- (1) 適格性 (①資質、②資質の開示)
- (2) インセンティブ設計 (①報酬規制、②強制清算(上場廃止))

(本日ご議論いただきたい事項)

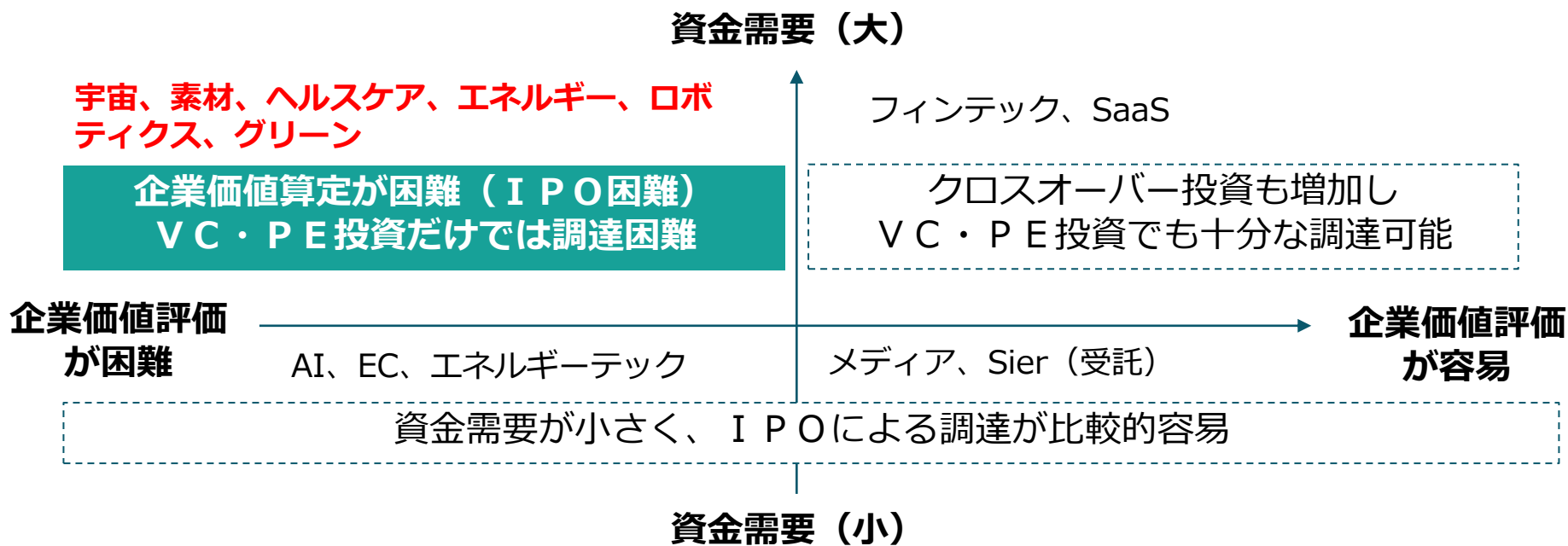
3. De-SPAC

- (①合併(買収)の手続き、②合併後企業(合併相手)の上場適格性、③開示)

※その他(取引所ルール以外の論点)

(参考) 想定されるSPAC上場制度の意義 (再掲)

- SPACでは、スポンサーが有する特定の業種・事業への専門性、知見、あるいは有望なスタートアップ発掘のための豊富な投資経験などを活かして、発行体との相対交渉を通じた価格発見（企業価値評価）を期待することが可能となるほか、SPACの上場を通じて、幅広い投資家が参加する流通市場から、未上場会社では調達が困難な規模の資金調達を期待することが可能
- こうした特性を踏まえ、我が国におけるSPAC上場制度の在り方の検討にあたっては、革新的な技術を活用する、資金需要が大きなスタートアップに対する「価格発見機能」及び「十分な規模の資金供給機能」を期待した検討を想定



3. De-SPACに関する論点

① 合併（買収）の手続き

- 株主による議決権行使を踏まえた現金償還の在り方
- 経営陣から独立した社外取締役による監督の在り方

② 合併後企業（合併相手）の上場適格性

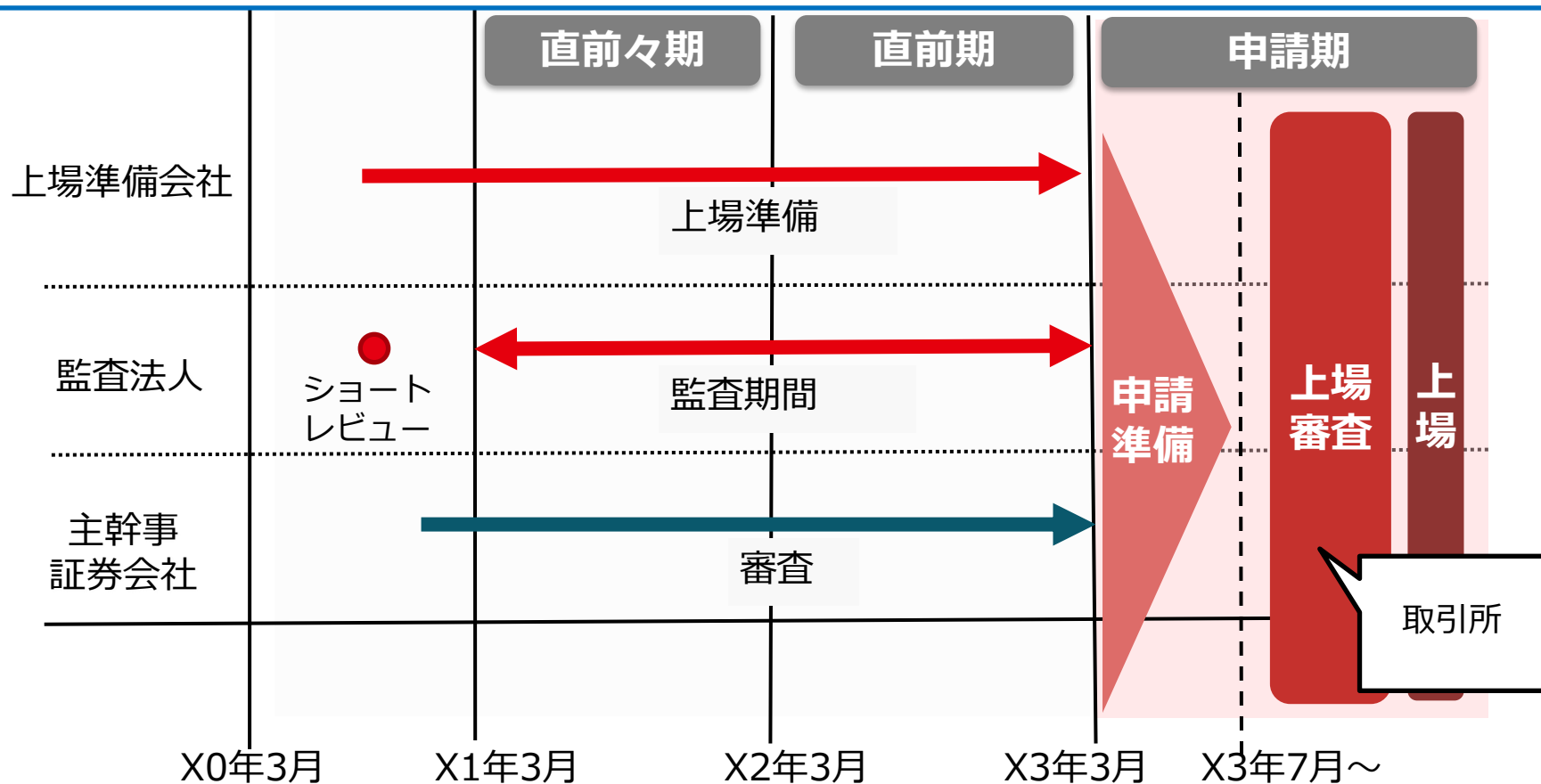
- 取引所等による審査の在り方
- 経営陣から一定程度独立した第三者による評価やP I P E sなどの機関投資家からの資金調達の制度化の在り方
- De-SPAC後の市場区分

③ 開示

- 合併相手や合併プロセスに関する開示（金融商品取引法の適用・虚偽記載の賠償責任の枠組みなど）

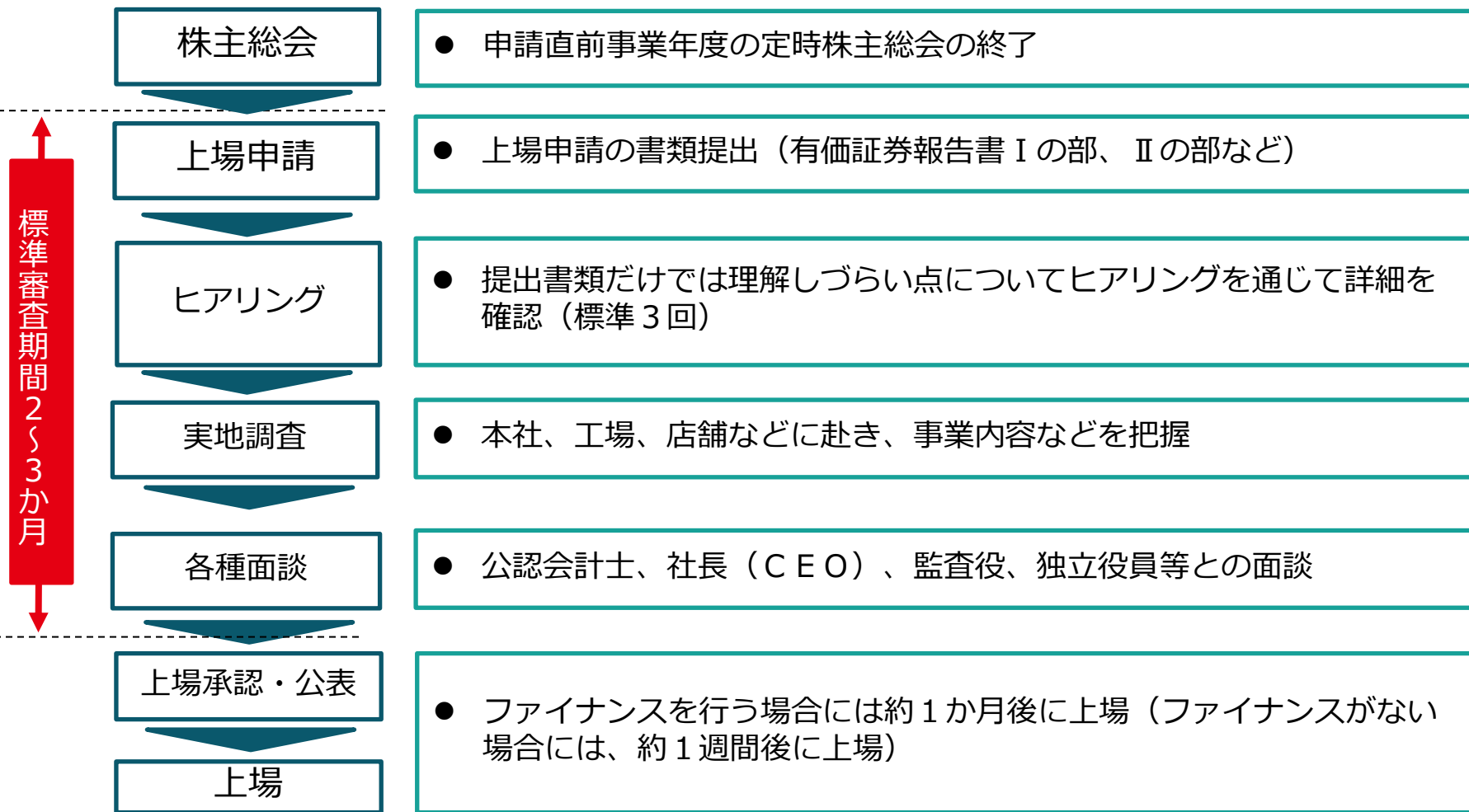
(参考) 我が国におけるIPO関係者の役割

- 我が国の実務において、上場希望会社は、監査法人による監査、主幹事証券会社による引受審査、東証による上場審査の各プロセスを経てIPOに至る
- 一方、米国のDe-SPACに際しては、SPACによるデューデリジェンスしか行われておらず、証券会社や取引所による審査は行われていない（委任状勧誘書類には、対象会社の監査済財務諸表（2～3年分）含む）



(参考) 一般的な上場審査のスケジュール (3月期決算会社)

- 現状、取引所による上場審査は、引受証券会社による指導や引受審査が介在していることを前提に、標準審査期間 (2~3か月) を定めて実施



- 今後の検討にあたっては、対象とする投資家層によっても制度設計等に差異が生じることが想定される
- 例えば、SPAC上場時において個人投資家を含める場合には、SPACスポンサー等に関する詳細な要件を設定することや、De-SPAC後において個人投資家を含める場合には、合併後企業（合併相手）の上場適格性に関する実質的な審査の制度化を行うことなどが考えられる
- 一方、自衛力のある投資家に限定する場合には、開示を中心とした、より柔軟なプリンシプルベースの制度とすることが考えられる
- 各国の制度等も踏まえ、対象とする投資家層についてどのように考えるか
 - 今後の検討の進め方としては、各論点について、①個人投資家を含める場合、②自衛力のある投資家に限定する場合の両面から検討を行っていくことが考えられる

(※) 年明けを目途に、これまでの議論を中間的な整理として取りまとめのうえ、以後、さらに議論を深めていくことを想定

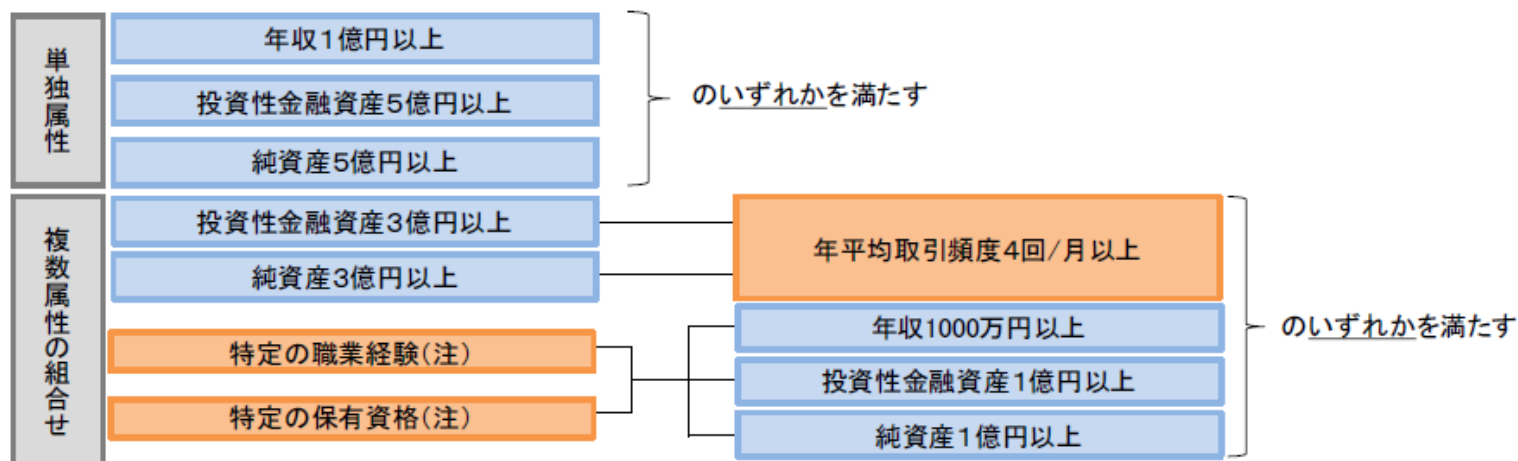
(参考) 特定投資家 (個人) の要件の見直し (方向性)

分析結果を踏まえた検討の方向性

○ 分析の結果、以下の属性等の投資家については、純資産・投資性金融資産ともに3億円以上かつ取引経験1年以上である投資家(207名)の平均正答率(約56%)(※)と概ね同等以上の平均正答率となった。

(※)当該正答率は上位約33%の水準(回答者全体の平均正答率は約45%)。

○ このうち、特定の職業経験及び保有資格のうち一部の属性(注の下線部分)の投資家は、(1)リスク評価能力(知識・経験)の観点から、概ね(2)リスク耐久力(財産)の有無に関わらず同等以上の平均正答率を有する結果となった。一方、金商法上、特定投資家へ移行可能な個人は、「知識・経験・財産の状況に照らして特定投資家に相当する者」とされており、分析にあたっては、(1)リスク評価能力(知識・経験)及び(2)リスク耐久力(財産)の双方を勘案する必要がありと考えられる。したがって、当該属性については、(2)リスク耐久力(財産)を推定する属性との組合せを要件とすることが適当と考えられる。



(注)①職業経験のうち、以下のものに1年以上従事

- ・金融機関業務(金融商品の販売・商品企画業務/法人への投融資業務/金融資産の運用業務/金融資産の運用アドバイス業務/その他業務)
- ・会社経営のコンサルティング・アドバイス/経済・経営に関する教職・研究職

②保有資格のうち以下のもの

- ・証券アナリスト/証券外務員(1種、2種)/FP技能士・CFP(1級、2級)/中小企業診断士

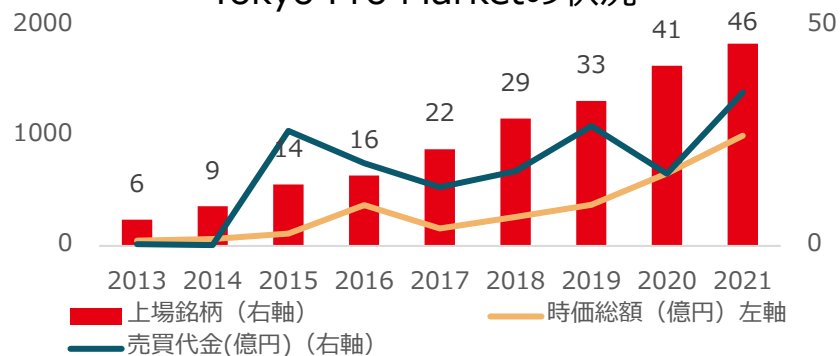
のうち、下線部分の属性は、財産・年収要件にかかわらず、同等以上の平均正答率となる(下線部分以外の属性は、財産・年収要件との組合せにより、同等以上の平均正答率となる)。

(参考) 各国におけるSPACの対象投資家層の違い

	制度設計	当局の姿勢
米国	個人投資家を含む一般投資家の投資対象	個人投資家による投資には強く警告
欧州	個人投資家を含む一般投資家の投資対象 (※) 一部、目論見書上の「プロ投資家向け商品」の明記前提	個人投資家による投資には強く警告
英国	個人投資家を含む一般投資家の投資対象	個人投資家による投資には強く警告
シンガポール	個人投資家を含む一般投資家の投資対象 (※) 取引所の教育プログラム導入前提	個人投資家による投資には強く警告
香港	De-SPACまではプロ投資家のみ (意見募集終了)	プロ投資家の定義は、機関投資家および運用資産を約1億円以上有する個人投資家など

日本の特定投資家向け市場 (Tokyo Pro Market) における状況

Tokyo Pro Marketの状況



Tokyo Pro Marketの主なPO・IPO実績

払込時期	企業名	発行金額	PO/IPO
2012年 5月	五洋食品産業	0.4億円	IPO
2015年10月	デンタス	1億円	PO
2018年11月	筑波精工	8億円	IPO
2019年 6月	STG	2億円	IPO

一般投資家から特定投資家への移行も可能 (以下の要件を充足)

- ✓ 純資産・投資性金融資産が3億円以上
- ✓ 取引経験が1年以上、かつ証券会社に申出