

# SPACに関する論点とその背景

## ～成長戦略の後押しで日本でも実現するか？



令和3年8月25日  
株式会社資本市場研究所きずな

## SPACについて

SPAC (Special Purpose Acquisition Company) が6月の成長戦略実行計画にも取り上げられた。SPACは、元々は旧アメリカン取引所(現NYSE American)など一部で取り扱われていたが、2010年にナスダック、2017年にNYSEにより上場が認められたことから拡大が始まり、2020年に新型コロナ禍にあって更に急増しているのは個人投資家の参加が増えているためとされている。その基本的な流れは次の様になっている。

### 【SPAC設立】

著名なプライベート・エクイティファンドの運用者や上場企業のCEO 経験者などによって設立されたスポンサー持ち株会社が上場までに必要な2.5万ドルを出資してSPACを設立するが、一般的なスキームとしてはSPACのIPO資金調達額の25%(またはIPO後の株式の20%)に相当する株式が、スポンサーの実質的な報酬相当として付与若しくは割安な価格での発行がスポンサー持ち株会社に提供される。

### 【SPAC上場による資金調達】

NYSEやナスダックなどの取引所にSPACを上場するのは通常のIPOと基本的に同様の手続きで、SECに登録し引受証券会社の審査を経て、取引所の上場基準をクリアしていれば、上場し一般投資家からの資金調達が可能だ。SPAC自体は事業実態がないので、一般のIPOに比べてこれらのプロセスを短期間で行うことがメリットとして挙げられている。SPACのIPO実態については、1株10ドル程度で殆どが募集されており、調達金額は1~3億ドルが多いが数十億ドルの調達したものもある。また、IPOにより調達された資金の90%以上は信託勘定に保管される。この資金は、成長企業との合併に利用されるほか、合併できずにSPACが清算される場合は株主に返還される。なお、情報開示上の問題もあって、IPO完了までは買収する成長企業の特定はできない。

### 【買収候補の選択と交渉】

IPOでの資金調達後、通常2年以内にSPACは合併対象の成長企業を特定して合併を完了する必要がある。実際はスポンサーが、対象企業の選択や調査、成長企業との

基本合意、PIPE (Private Investment in Public Equity、スポンサーや機関投資家などが私募で出資)での検証を行い、成長企業との合併契約まで詰めた上で情報公開される。

#### 【SPAC株主総会での承認】

合併対象企業は信託口座に保管されている資産の価値の少なくとも80%以上の公正市場価値を有する必要がある上限はない。合併には株主の過半数以上の賛成が必要であり、承認された場合には機関投資家等から追加の資金調達も行われる。

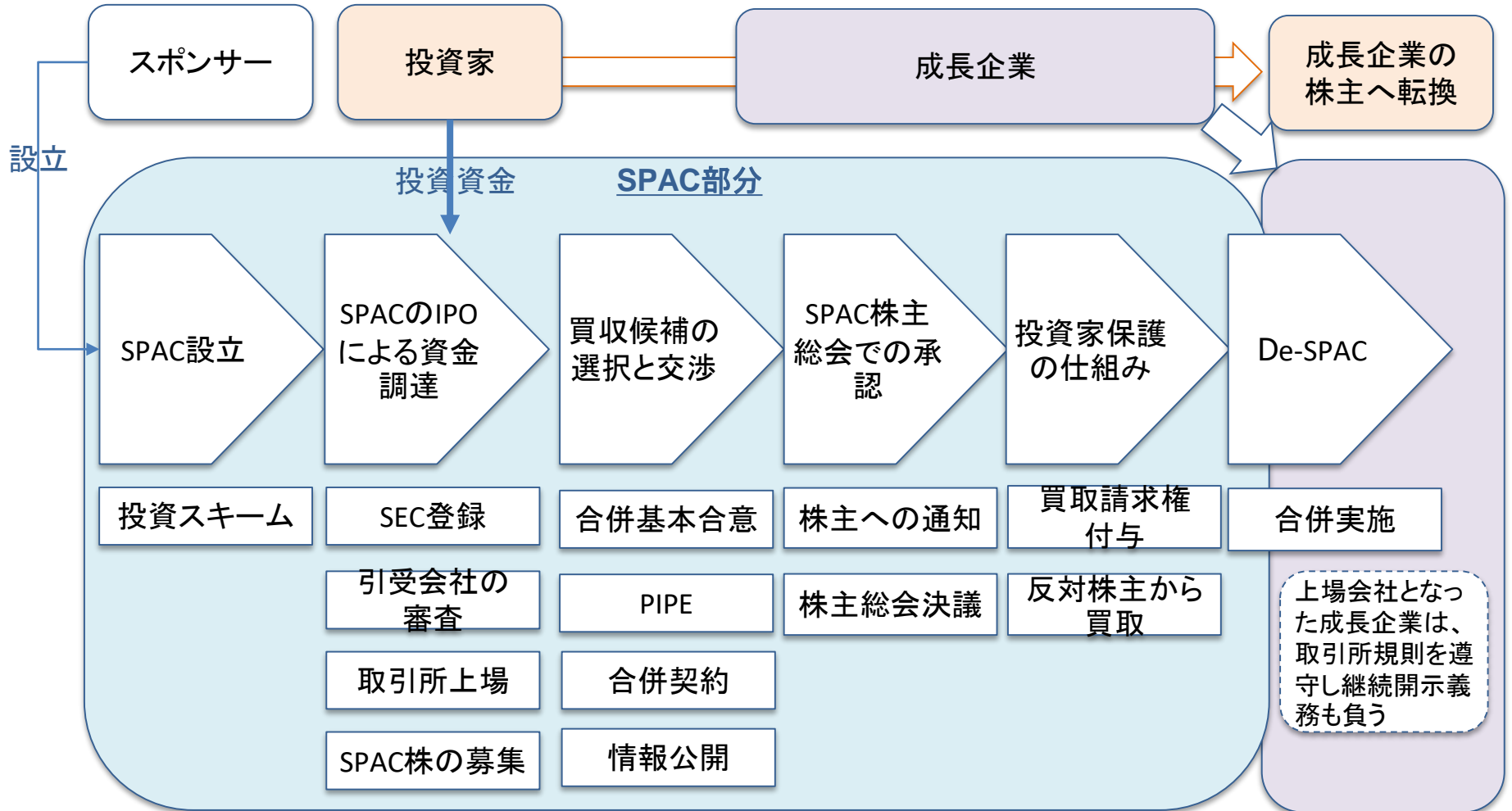
【投資家保護の仕組み】合併が成立した場合には株主に買取請求権が与えられ、反対する株主は合併までの間にこの買取請求権を行使して、投資資金の回収を計ることが出来る。

#### 【De-SPAC】

SPACと成長企業の合併を完了すると、非上場の被合併企業は上場会社となる。SPACの投資家は、SPACによる合併を通じて被合併企業の株主となる。なお、合併後企業は、NASDAQやNYSEの上場規則を満たさなければならなし、

上場会社としての継続開示義務を負う事にもなる。また合併後はほとんどの場合、SPACは被合併企業の名称となっている。

# SPACの流れ



※各種資料より作成

## SPACに関する最近の動向

好調な米国株式市場にあって、新規公開株式（IPO）も盛況に推移している。2021年は、7月22日時点で582件調達額2,148億ドル（約12.7兆円）に達しているが、そのうち件数で65%、調達金額で53%がSPACとなっている。特に2021年1月～3月にかけてSPAC上場が過熱状況となることが指摘され、急増した2020年の年間ベースを第1四半期で超える商状となっていた。

米国ではSPAC上場以外に通常のIPOも昨年を上回るペースで増加しており、7月時点で件数・調達金額は昨年実績を超えていて、世界的にも2021年1～6月のIPO調達額は7,000億円を上回っている。また、カナダや欧州など米国以外でのSPAC上場も目立つようになってきており、アジアでもシンガポール・香港がSPAC解禁を検討している。

米国におけるSPACの優位性の一つに、セーフハーバー・ルール（Safe Harbor Rule）の適用があるが、これは情報開示内容が「故意の嘘」ではない限り、計画未達でも投資家に対する責任は

免除される規程で、未達原因の立証責任はあるものの民事賠償責任が回避できるものだ。通常のIPOにおいてはこのルールは適用されないためIPO企業の業績見通しを開示することが出来なかった。SPACは対象企業を合併するが、この合併時点での対象企業側の情報開示においてもセーフハーバー・ルールが適用されると解釈されている。しかし、4月にSEC幹部の声明で、将来見通しに虚偽があった場合、同ルールが適用外であることが強調され、その影響で同月にはSPACのIPO件数が一旦その前月までのペースに比べ大きく減少した。しかし、その後はIPO市場の活況を背景にSPAC上場も再び増加傾向となっている。

日本においてもSPACに関する議論は活発化しているが、現状は2極化しているように思われる。

証券業界にとっては、米国でのSPACに関する動向は急成長のTech企業などの早期上場に繋がる可能性が高いので注目せざるを得ないし、SPACを組み込んだETF（米国）や投信なども個人投資家の投資対象となっている。ただし、日本でSPAC上場制度の具体的整備については、取引所なども含めて米SECの規制動向を見極めて制度設計を

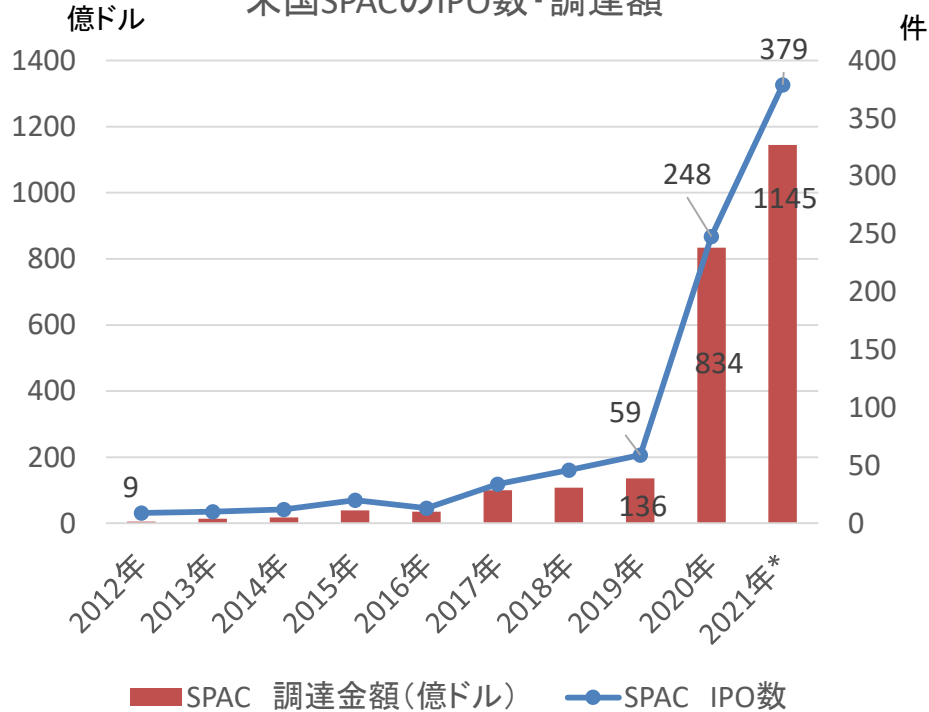
行いたいとの意見(日本取引所グループ 清田CEO 6月16日記者会見コメント)などが業界の多数派だ。

一方、産業政策としてスタートアップ企業等へのリスクマネー供給に関して、現行の日本の資本市場の機能を不十分と考える経済産業省などは、SPAC導入議論を契機に日本における成長企業へのリスクマネー供給増加に繋がる具体的改善策を市場関係者に求める姿勢を強めている。

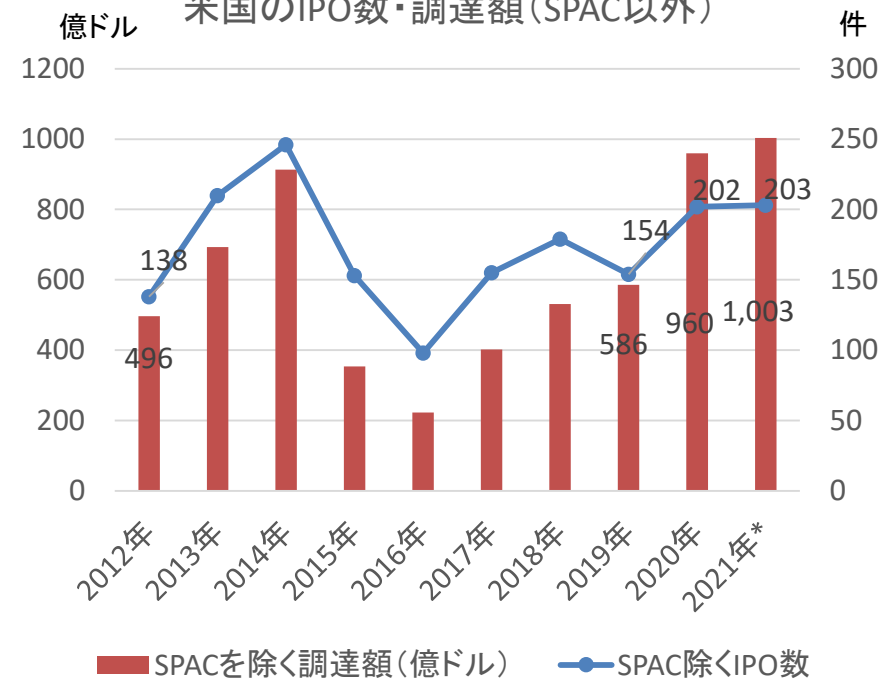
上記の結果として、6月18日に閣議決定された2021年の成長戦略においては、SPAC制度の検討が盛り込まれ、SPAC上場時の基準や開示、買収に反対した場合や買収が成立しない場合の一般投資家への資金返還等に係わるSPAC運営者に対する規律、買収先企業に関する投資家の判断を支える開示義務などの制度整備検討が決定された。

# SPAC概況

## 米国SPACのIPO数・調達額



## 米国のIPO数・調達額 (SPAC以外)



※上記グラフはspacanalytics.comより(2021年は7月22日まで)

## 海外の主要取引所でのSPAC上場の可否

	英国	ドイツ	フランス	カナダ	イタリア	韓国
主要取引所	ロンドン証券取引所	フランクフルト証券取引所	ユーロネクスト・パリ	トロント証券取引所	イタリア証券取引所	韓国取引所
主要取引所におけるSPAC上場の可否	○	○	○	○	○	○

※成長戦略実行計画案より

## SPAC待望論の背景とメリット・デメリット

成長戦略会議においてSPACが検討された際(2021年3月)の資料によると、日本での待望論の背景としては、市場関係分は①ベンチャーキャピタル投資の規模の小さい事②非上場株式の流通市場の未整備③IPOにおける調達資金が少額なこと、以上の3点に纏められる。(以下の数字は、第8回成長戦略会議 基礎資料より)

先ず、ベンチャーキャピタル投資については、2020年の状況を見ると米国が1.23万件投資額16.7兆円に対して、日本は0.12万件投資額0.15兆円と件数で10分の1、投資額では100分の1以下の水準となっている。また、新型コロナ禍にあって米国は投資額が前年比で1割強増加しているのに対して、日本は逆に3割減となっている。OECDの国際比較によると、日本のベンチャーキャピタル投資額の対GDP比は0.03%であり、G7各国の中ではイタリアに次いで低い。

次に、非上場株式の流通市場についてだが、米国はクラウドファンディングから始まって、エンジェル投資家が成長

企業に投資するための非上場株式の相対取引を多数マッチングするオンラインプラットフォームが充実していて、取引所などが運営する店頭登録市場(OTC)においては、登録基準を満たした上場一步手前の企業を対象に、PEファンドや年金基金などのために流動性のある取引の場も提供できている。一方、日本においては、投資型クラウドファンディングや株主コミュニティなどがあるものの、それぞれが小規模で各取引スキームも分断されているので、企業の成長に合わせてリスクマネー供給を行う機能としては、現状では不十分な状況だ。

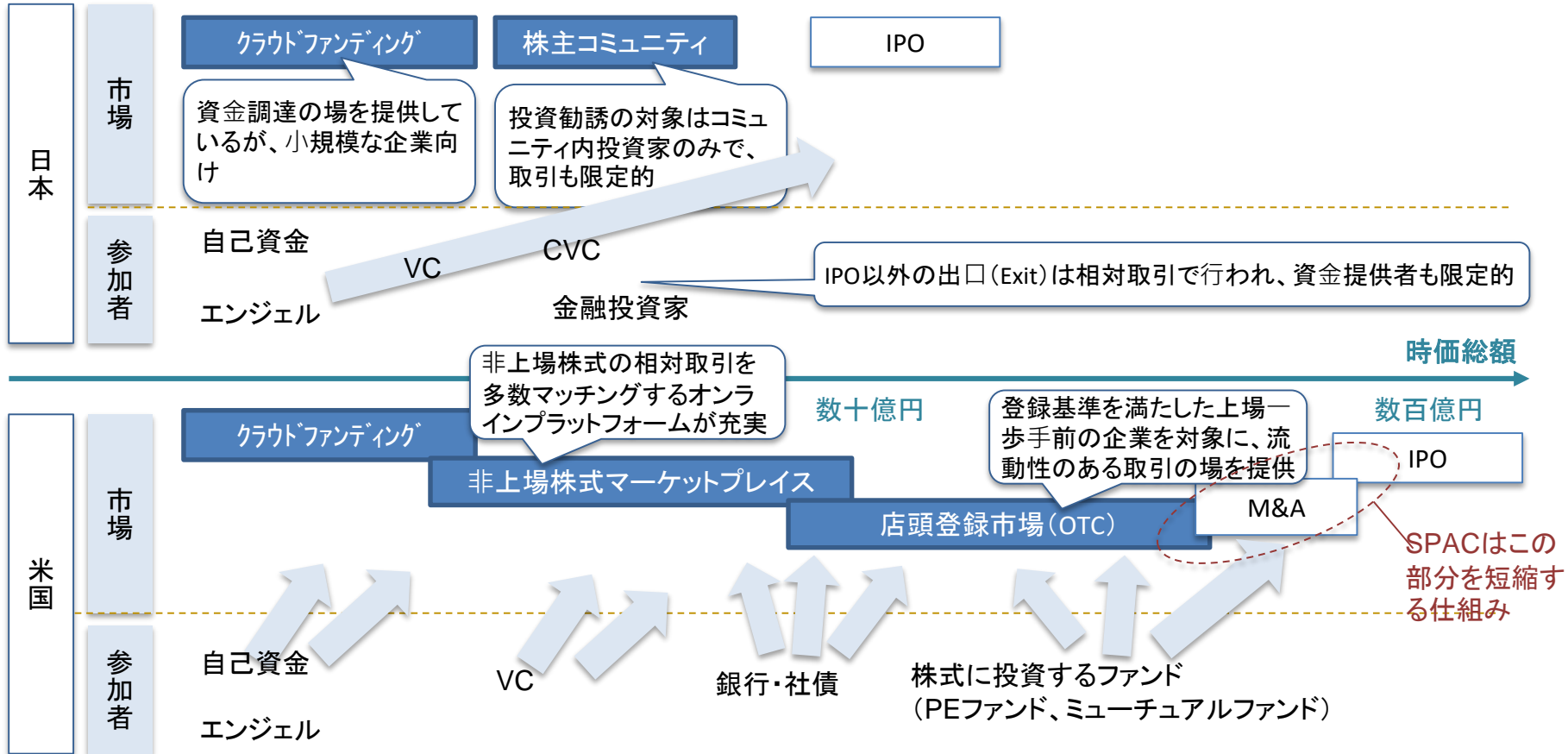
3つ目のIPOでの調達資金の小ささについてだが、2020年の1件当たりの調達額が米国の3.72億ドルに対して、日本は10分の1以下の0.36億ドルに留まっている。この数値は、日本以外のアジア市場の1.68億ドルや欧州の1.44億ドルに比べても極端に少ない水準となっている。この理由として、IPOにおける公開価格と初値の乖離率が上げられているが、過去の平均値で日本は+48.8%(1970年から2020年までの上場件数3,849件の平均値)となっており、米国は+17.2%、英国が+15.8%に比べて極端に高い水準となっている。この初値が高いことが、ベンチャーキャピタルなど



IPO企業の既存株主にとってIPOがEXITの場となっていて、企業の資金調達より優先している主要因ではないかと見做されている。

勿論、日本市場でのSPAC制度の導入が上記の問題を解消し、成長企業へのリスクマネー供給全体の増加に直結する訳ではないが、検討議論が進み、各機能の改善に繋がっていけばSPAC議論も意味のあるものになる。その前提でメリット・デメリットを纏めてみる。メリットについてはSPACが成長企業とが合併する際の株価（IPO時の公開株価に相当）が両者の相対で決定できるので市況環境などに対して柔軟に設定することが出来ること、また成長企業のIPOまでの時間を迅速化できることなどがある。デメリットについては、SPAC組成者（スポンサー）の実質的な報酬が高いことと、2年程度に合併までの時間が限られているので、成長企業との合併へのバイアスがかかり易く、そのため、スポンサーによる成長企業への企業審査の脆弱性（虚偽記載などの事例あり）が指摘されている。また、投資家への情報提供（実質的コスト）や投資家保護の仕組みが十分でないことも挙げられている。

# 米国と日本の非上場株式の流通市場の比較



※成長戦略会議(第8回)基礎資料より作成(一部追加記載)

## 日本で実現するための課題と今後の取組みについて

SPACを日本で実現するための課題について考えたい。

### ① スポンサーの基準

＝最もイメージに近いのは新興企業を成長させた実績を持つ経営者だろう。日本ではPEファンドやベンチャーキャピタルのファンドマネージャーの実績が個人投資家レベルでは分かり難いので、むしろ海外の著名マネージャーやSPAC運用経験者の方が現実的かも知れない。これらはどのような基準とするかは、取引所のSPAC上場規程の中で決定される。

### ② SPACの情報開示

＝IPOで一般投資家から資金を集めることになるので法定開示制度の対象となる。具体的な記載内容では、事業実態がないので、SPACの運営に係わる事項と成長企業への投資方針が中心になるが、企業内容等の開示に関する内閣府令で定めることになる。

### ③ SPACのIPO引受審査

＝IPOで一般投資家から資金を集めるのは証券会社の役割だが、そのためにはSPACに対する引受審査を行うことが必須となる。現在の自主規制ルールにはSPACの引受審査項目はないので、取引所の上場規程内容を考慮しながら新たに定めることになる。

### ④ SPACの上場規程

＝取引所が新たにSPACの上場規程を定める必要があり、その中で先ず上場の形式要件の決定が注目される。例えば、上記①以外に投資家から集めた資金の管理方法、株主数、時価総額などが考えられる。また、上場の実質的要件としては、投資家保護や投資の健全性確保の項目も上場規程に定められる必要がある。

### ⑤ SPAC上場後の合併対象企業に対して行うDD(デューデリジェンス)とその情報開示＝

SPAC上場後、実質的にはスポンサーが行う合併対象企業へのDDの質をどう担保するかが取引所規程や主幹事証券会社の自主規制ルールとして議論になりそうだ。また、DD後に締結される合併契約をSPAC株主が判断する

ことになるが、個人投資家が合併の賛否を判断しやすいような情報開示指針などが必要だろう。なお、SPACにとっては合併情報そのものがインサイダー情報なので、合併対象会社を含めて関係者の情報管理体制も整備される。

#### ⑥De-SPACにおける合併対象企業の上場基準チェック

＝上場会社として相応しい内部統制機能や上場基準のしり抜け行為とならないよう、De-SPAC期間中における合併対象会社への取引所の事前の上場基準チェックのタイミングも議論となりそうだ。

上記の課題を解決していくには、法規制などを改正する必要もあり、先ず金融審議会において議論が開始されることが予想されるが、その後ある程度論点が整理されて東証や証券業協会での実務上の議論に移ると見られている。なお、米国においては合併企業待ちのSPACが増加しており、SECはSPACに対する監視を強めているので規制が強化される可能性もあるため、米国動向を確認したいとの業界関係者の声も強い。日本でのSPACは実現までの時間がかかりそうだが、今後、成長企業へのリスクマネー供給

の強化策として特定投資家の仕組みを活用することや、IPO初値の在り方を改善することでIPOをベンチャーキャピタルなどのEXITの場ではなく、新興企業の資金調達の場合としての機能を強めていこうという動きもあり、SPAC議論と合わせて、資本市場機能改善への取組みとして注目していきたい。

# SPAC実現の為の課題

日本での  
SPAC実現  
の課題

スポンサーの基準

SPACの情報開示

SPACのIPO引受審査

SPACの上場規程

DDと情報開示ルール

De-SPACでの合併対象企  
業の上場基準チェック

改正等が必要と予想される法規程等

開示府令

取引所 上場規程

形式基準

実質基準

証券業協会 引受規則

SPAC運用ガイドライン

金融審  
議会

取引所  
検討

証券業協  
会検討

証券会  
社準備

制度整備ま  
で2~3年程  
度必要か