

スタートアップの育成の在り方に関するワーキンググループ（第2回）

日 時：令和3年4月19日(月) 14:00～15:30

場 所：合同庁舎第4号館共用第1特別会議室

1. 議事

- (1) SPACにおける投資家保護の在り方等について
- (2) スタートアップ育成の環境整備に関する取組について

2. 出席者：

【参加者】（五十音順）

大関 洋 ニッセイアセットマネジメント株式会社代表取締役社長

黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授

鈴木 健嗣 一橋大学大学院経営管理研究所教授(オンライン)

松本 勝 VISITS Technologies株式会社代表取締役

吉村 隆 ゴールドマン・サックス証券株式会社取締役

【成長戦略会議有識者】

國部 毅 三井住友フィナンシャルグループ取締役会長

竹中 平蔵 慶應義塾大学名誉教授

南場 智子 株式会社ディー・エヌ・エー代表取締役会長

【省庁等】

内閣官房

新原 浩朗 成長戦略会議事務局事務局長代理補

堀本 善雄 成長戦略会議事務局次長

野原 諭 成長戦略会議事務局次長

内閣府

覺道 崇文 科学技術・イノベーション推進事務局審議官

金融庁

古澤 知之 企画市場局長

経済産業省

安藤 元太 経済産業政策局産業組織課長

東京証券取引所

青 克美 株式会社東京証券取引所執行役員

3. SPACにおける投資家保護の在り方等、スタートアップ育成の環境整備に関する取組について、内閣官房成長戦略会議事務局、内閣府科学技術・イノベーション推進事務局より、資料1～2に沿って説明。

(参加者・成長戦略会議有識者・関係省庁からの意見の概要(順不同))

- SPACの投資家保護については、投資フェーズを4つに分け、それぞれ投資判断の材料や判断基準が違うことに沿って考慮する必要。IPOフェーズ、Search & Negotiationフェーズでは、運用者等の力量(過去のパフォーマンス)に加え、株式の付与数、資金の返還・保全の状況といった制度設計で投資の魅力度を判断。ファンド投資的な側面を有し、通常の上場株式と相当異なるので、De-SPACフェーズ、Operationsフェーズ前であることは、投資家に対して売買の際に注意喚起すべき。米国でも、足元非常に過熱感が出ており、有名人が運営に関わるだけで人気化することがあることからSECが注意喚起している。日本でSPACを導入する際も投資家保護の観点から、具体的で分かりやすい注意喚起が必要。
- 米国でも、空箱であるがゆえに、返金制度といった投資家保護制度や、安易なM&Aをすることに対する利益相反防止としてのDe-SPAC後のロックアップ等があるが、日本でも導入する際に入れるべき。また、IPOフェーズ、Search & Negotiationフェーズの間は、一般的な株式インデックスにSPAC銘柄は入れないというような制限も設けるべき。
- 米国では経営者の経営権を確保するため種類株が導入されているが、日本において一般株主との差を考えると、種類株を適用する期間に関しても一定の制限を設けるべき。
- SPACについて、様々な報道やレポートで指摘の通りプロコンがある。スタートアップ育成に向けて資金調達の多様化を図ることは重要であり、SPACはこれまでの上場やM&Aと異なる新たな出口手段になり得る。足元、米国でSPACの上場が一時的に止まっているようだが、多くの国がSPACの導入を検討する中で、将来有望なスタートアップの海外流出を阻止するためにも、日本で導入を検討する意義はある。
- 一方、検討に当たって留意すべき点もある。そのうち、特に重要と考える事項として3点。1点目は、買収価格の適正性の確保。米国では買収時の資金調達に参加する機関投資家のデューデリジェンスにより、買収価格に対する牽制が働いている。日本でも一定の牽制機能が働く仕組みを作っていく必要がある。2点目は、SPACの資金調達への機関投資家の呼び込み。米国ではDe-SPAC時にロングオンリーの機関投資家に参加することで多額の資金調達を可能にしている。日本では、そもそも機関投資家による非上場株式への投資が多くない中、機関投資家がSPACのIPOやDe-SPACに参加できる枠組みや条件等を明確にして制度設計を行う必要がある。最後に投資家保護。SPACによる上場は、裏口上場と揶揄されることもある通り、証券会社や取引所による審査プロセスを経ない。通常IPOと異なり、将来情報の記載も認められるため、例えば誇大な業績目標の記載が予想され、De-SPACに賛成した投資家、De-SPAC後の投資家が不利益を被る可能性がある。資料3にもある通り、米国でもSECが注意喚起するなど、SPACと投資家保護の折り合いを模索している段階であり、我が国での検討の際も動向を注視する必要がある。

- 資金調達の主體となるスタートアップの育成に向けた取組も必要。SPACを導入しても買収対象となるスタートアップが次々と出てこなければ、空箱のまま終わるSPACが続出しかねない。その点、資料2に示された様々な取組が進められていることは心強い。他方、資料2の1頁に挙げられた課題にとどまらず、幅広い視点からの対応が不可欠。6月に向けた議論と並行して検討を行い、できるものから順次手を打っていくべき。
- SPACにおける投資家保護の在り方等について4点。まず、資料1の2頁の通り、諸外国でSPACの制度が取り入れられている中、我が国でも制度を整えておくこと自体に反対ではない。第2に、3頁のSPAC上場時の開示については、資料記載のものを入れるべき。一般投資家への資金の返還についても、返還額が多ければ、上場を目指す企業が上場時に十分な資金を得られないことになる。一般投資家の買取請求権は被買収企業の上場に対するチェック機能を有する重要な仕組みなので、取引所の自主規制等で取り入れていくべき。第3に、4頁の買収に関する開示等について、米国では日本に比べ取引所による審査が果たす役割が大きくないので、SPACの場合もあまり審査内容は変わらないかもしれないが、日本では、少なくともIPOの場合、取引所が実質審査を行って事業実績をきちんと見てきた。SPACを導入することで取引所による審査の役割を低下させるか、その是非を慎重に検討する必要がある重要な論点になる。第4に、IPOの場合、エフオーアイ事件最高裁判決が述べている通り、引受証券会社は発行者の財務情報についても一定の審査義務を負う。資料3にSPACの弊害・弱点として米国の虚偽説明の事例が紹介されているが、こうした場合の歯止めの方策の一つが、IPOでは引受証券会社による審査だったが、SPACではそれが行われないうことになることになると、例えばSPACの運営者に買収対象企業の虚偽説明や不実開示に対するチェックをさせる必要があるのではないか。もし必要であれば、法改正が必要かもしれない。
- SPACは採用することを基本的な方向として投資家保護についての具体的な議論に入っていくべき。内閣官房が主導して議論しているが、技術的な議論も必要なので、金融庁でもしっかり議論し、その上でさらに議論を深めるというパターンに早く持ってほしい。従来は、取引所等の審査が、市場の情報の非対称性を埋める機能を有していたが、今回それをどのように保障するか。シンガポールは、各国の成功・失敗事例を踏まえて制度を作っており、参考になるのではないか。金融庁と事務局には、投資家保護の失敗事例についても、ぜひ御報告いただきたい。
- スタートアップについてはアベノミクスの成長戦略が始まったときから議論。個々の改良はたくさん加えられているが、大きな成果が出ていない。規制と破産法制という大きな問題を放っておいては、大きな成果は上がらないのではないのか。サンドボックスを規制緩和の突破口にして、かつ、それをハンズオンで仕上げていくべき。
- 前回指摘した課題について調べを開始していただいた。現行制度があるものについてもより使いやすくする、普及・浸透させるなど、引き続き改善していく必要。
- 新卒一括採用について、年齢による差別は原則禁止とあるが、例外適用が多過ぎ、実

際には可能になってしまう。引き続き長期的な視点で取り組んでいかなければ、優秀な人材がスタートアップをのぞいてみる等の経験が拡大しない。

- 兼業・副業は普及・浸透が重要であり、そのためにできることを考えていく必要。
- SBIR制度も良い方向で改革されている。新しい指針に基づいて、実際にスタートアップのエコシステムに有効な形で資金が流れていくかを注視していきたい。
- 「小さい上場を目指しがち」というところは非常に大きな問題。スタートアップと出資者の契約で「上場できる状態であれば上場を早くしなさい」という条項が書かれたひな形も使われており、大きな課題だと思うので調査いただきたい。また、無名だがポテンシャルの高いスタートアップのレイターステージでの資金調達で大規模な資金を入れていく必要。昨年12月の日証協の規則改正によって証券会社が私募の仲介をできるようになったはずだが、いま一つ踏み込めていない事案がいくつかある。私募の条件について、米国のレギュレーションDは購入者数35人となっているが、日本は勧誘者数49人となっている。勧誘に該当するか否か曖昧な中で、少しでも違反すると半年私募ができなくなる。この点についても、調査対象に入れていただきたい。
- 日本はマザーズ市場があるのでSPACは不要ではないかという議論については、現在のIPOは非常に手間・コストがかかること、日本のIPO市場は公開価格が初値に比べて極めて低く、スタートアップに十分な資金供給が行われないという課題を抱えていることから、SPACが大きな意味を持つ。また、純粋に上場の選択肢が広がるのは良いこと。
- SPACで一番問題となるのは、SPAC組成者等の目利き力の実効性の担保。投資家としてのトラックレコードを開示させることで一定の目利き力を担保し、同時に、目利きが外れる確率を低減させる仕組みを制度として用意するというのが一つのアプローチではないか。対応案の1つ目が、売上基準の設定。米国では買収されるスタートアップの売上がゼロでもSPAC上場できるが、Nikolaのような虚偽説明疑惑の問題が生じ得るし、スポンサーが悪意なく全く収益が出ないスタートアップを高値で買収してしまうリスクがある。他方、SPAC上場のメリットは、素晴らしい技術を持ったスタートアップが正しく評価されて上場できることであり、買収時点で大きな収益がある必要もない。よって、売上が1億円以上、買収価格の100分の1以上といった、技術やサービスが一定程度市場に受容され始めている証左が得られる最低限の売上を条件とすべき。一方、10億円以上といった基準にするとマザーズと一緒に適度なレベル感が必要。対応案の2つ目が、技術等に対する専門家によるレビュー。外部専門家からレビューをもらい、投資家を開示することで透明性も高まり、利益相反も防げるのではないか。
- 米国でもSPACに関わるプラクティスや当局の対応は発展途上。当社もスポンサーのデューデリジェンス、De-SPAC時の開示、利益相反などに留意して、日々やり方を強化している状況。当局も、SEC幹部からDe-SPAC時の開示についてライアビリティを指摘するレターが出ており、非常に活発にメッセージを送っている。非公式の調査も始まっており、訴訟リスクも明確に意識しなければいけない。

- 一時の過熱感は薄れているが、SPACが活用されているのも事実。例えばシンガポールのGrabがSPAC上場し、時価総額が4兆円程度になることが話題になっている。こうした事例が出てくると、国際的競争の要素も非常に強くなる。
- スポンサーのデューデリジェンス、De-SPAC時の開示、利益相反管理に留意しながら、SPACの日本への導入を検討すべき。その際、SPACというプラクティス自体がまだ日々発展している段階であるため、ルールベースではなくプリンシプルベースでコントロールしていく方が、当局としても情報発信がしやすくなるのではないかと。また、引受証券会社などの責任を当局がチェックするのも非常に大事。
- SPACは、IPO企業の株式評価の選択肢が増える、迅速な公開により成長投資が促される、必要な時期に希望する価格で上場できる、といった現在の市場だけでは成し得ないメリットがある。他方、合併企業の質をいかに担保するかが大きな問題。日本でもSPACを導入する場合、資金の信託や株主による承認はもちろん、De-SPAC後のロックアップも含めて採用すべき。De-SPAC後、東証が一定期間審査を行うことも考えられる。また、当該期間が終了するまで、または、株価が一定水準に達するまでは、スポンサーは20%の取り分にアクセスできない、といった条件もつけるとスポンサー側が質の低い企業と合併するインセンティブも下がるのではないかと。SPACは従来のIPOの代替手段として活躍し、結果としてIPO時の公開価格を適正にしていく可能性があるのではないかと。
- 一度ベンチャーに携わった人は新たなベンチャーに携わる傾向。優秀な人材が生産性の高いプロジェクトに継続して携わることができる仕組みの整備が重要。資料2の日本版SBIRや民間融資に対する債務保証について、非常にポジティブに捉えている。
- SPACは、足元でも諸外国で追加的な投資家保護の枠組みの導入が検討されており、発展途上の金融商品と認識。既存の制度だけではなく、諸外国の直近の規制動向にも十分注意すべき。
- 上場時、上場後の開示等に関する動向として、SPACの成否は、運営者の目利き力・交渉力の誠実な発揮に依存するが、運営者・アドバイザーと投資家間の利益相反リスクが米国では重大な問題として指摘されている。SECは、運営者・アドバイザーの報酬体系等の利益相反構造について徹底した情報開示を要請しているが、非常に専門的で複雑な内容であるため機関投資家でもリスクを適切に理解・分析するのは容易ではない状況。そうした中、米国では、セレブが運営者として参加するSPACもあるが、個人投資家は安易に投資対象にすべきでないかと警告している。シンガポールでもSPAC特有のリスクを慎重に検討するよう個人投資家に警鐘を鳴らしていると認識。このため、運営者の目利き力、交渉力の誠実な発揮という観点と、インセンティブ構造や利益相反に対する実効的な枠組み、投資者層や投資者の理解度という観点を含めた幅広い検討を丁寧に行っていくことが重要。
- 合併後の上場適格性の確保に関する動向として、SECは、IPOと同等のレビューを行うなど、開示やガバナンスに関して上場会社として必要な体制を確認する仕組みを導入

しており、シンガポールにおいてもIPOと同等の開示を求めることを検討していると認識。そのため、合併後の上場適格性の確保の実効性をどのように確保するかが重要。

- ベンチャー企業への円滑かつ大規模な資金供給による経済成長を実現するという観点に併せて、伝統的なIPOプロセスに照らして、必要な投資家保護の枠組みを守っていくことも重要であり、既存の制度の抜け穴にならないようにすることも十分に考慮しながら、幅広い論点の検討が必要。
- スタートアップが実際に最も直面する問題は大企業との販売取引での契約の在り方。例えば、大企業に自社サービスを販売しようとしたとき、すでに何百社で導入されている契約のひな形や利用規約を、大企業の法務部がリスク回避のため自社に極めて有利な条件に書き換えて要求してくる。スタートアップは立場が非常に弱く、かつ、法務部を持っていない場合が多いので、契約レビューの書き換えのやり取りに耐えられず、結果として大企業側の要求を呑むということが散見される。こうした状況は、スタートアップの健全な成長を阻害するだけではなく、大企業にとってもESG経営の観点から非常にリスクが高い。こうした取引慣行の実態把握と改善を行うべき。
- 政府の取組について、競争政策ワーキンググループでも報告してはどうか。
- 日本のベンチャーはM&Aによるエグジットが欧米に比べると極端に少なく、事実上IPOしかエグジットがないという問題があるが、その原因の一つは資料2の1頁にあるのれんの会計基準のコンバージェンスがあるのではないか。実際、大規模なM&Aによるエグジットの案件を見ると、日本企業が買収した案件は皆無に近く、米国やアジアの企業が買収している。のれんの金額が大きく、かつ、償却しなければならないので、期間損益に与える影響が大きくなり過ぎ、M&Aをためらうのではないかと推察される。
- IFRSと米国会計基準は規則的なのれん償却はなしで減損のみ、日本の会計基準は規則的な償却プラス減損となっている。日本は企業会計基準委員会で、IFRSは日本の会計基準に合わせるべきという意見書を昨年末に提出している状況であり、当該意見書の方角性は、経団連のこれまでのスタンスと同じである。御指摘のように、のれんの会計基準のコンバージェンスは論点ではあるが、日本の会計基準を直すことについては、国内でもかなり議論が必要。
- 日本企業も相当IFRSを採用しており、それら商社の大企業等では課題が解消されている。
- 他方、世界的にM&Aの増大により、のれんがバランスシートの中で大きくなってきており、ボラティリティーの高まりへの対応が必要ということなどを背景に、米国会計基準がのれんの規則的償却を入れようとしている。米国基準が日本基準と近くなってきた中で、IFRSに対しても働きかけ続けているという経緯。
- エンジェル税制の緩和が行われてきたが、それでも手続上の問題含め使い勝手があまりよくないという声も多く聞く。スタートアップへの投資を促す観点で、さらに大幅に緩和することを考えられないか。また、ベンチャー投資家から、投資対象先のデー

タブレットフォームを構築するのも一案という意見も聞いたので、検討してほしい。

- スタートアップエコシステムの課題について、基本的には規制緩和に賛成だが、規制緩和の目的は自由な競争環境の維持にあり、規制緩和をするとかえって自由な競争が成立しなくなるような場合は規制を残しておく必要。例えば、独禁法は競争条件を整備するという意味がある。金商法の開示規制や会計基準は、競争の結果を評価する物差しであり、こうした物差しをいじるときには、慎重に対応すべきではないか。また、会社法についても日本や欧州は債権者保護を目的としているので、不自由な点が多い。米国では債権者は契約で自衛すれば良いという考え方があるが、例えば法人格否認の法理を使って株主有限責任を排除し、最終的には債権者保護を図ることもある。債権者保護と株主有限責任はセットと考えられているので、株主有限責任を維持したまま債権者保護を緩めるとするのは中々難しい。
- ユニコーンを大幅に増やすには、スタートアップが成長シナリオを描けるか、そのスタートアップを評価する力があるか、その評価に資金的手当てがあるか、という3段階で検討する必要。政策的にはスタートアップが成長シナリオを描けない要因に焦点が当たるべき。新卒一括採用、副業・兼業の論点も含めた労働市場改革や大企業の優越的地位濫用というディスインセンティブといった本質的な問題に踏み込む必要。
- スタートアップにとって優秀な人材の採用が最大の課題と認識されており、より人が流れ込むよう、大企業も含め人材の流動性を全体として高めていくことは非常に重要。フランスの例を参考に成功した起業家をプロモーションし機運づくりすることも重要。JVCAやVCからヒアリングを行うことも本WGで行ってはどうか。
- ユニコーン・急成長企業を育てるには、日本の場合IPO後の成長が非常に重要。そのためには、企業がIPOでしっかり資金調達してIPO後の投資に回す必要があり、IPOのアンダープライシングの問題に行き着く。米国では、IPOの割当てでの証券会社によるスピニングやキックバックについて訴訟が起きているが、日本ではそうした事例を聞いたことがない。もし日本でスピニングやキックバックを監視できていないならば、モラルハザードを起こしやすいことになる。そこがIPOのアンダープライシングにつながっていたら、ベンチャー企業の成長を阻害し、社会全体にとって不幸。なぜアンダープライシングが起き続けているのか、インセンティブも含めてぜひ検討いただきたい。
- SPACはDe-SPAC時に機関投資家からも大規模な資金を調達できるのが大きなメリット。大規模な新しい資金を投資に回すことで企業価値をさらに高めるという流れになる。
- ポータブルなスキルセットを持ち、転職も自由にできるような流れの中で、起業もできるのではないかと。職を転々とするのは駄目な人だといった意識を変えていくべき。