

討議用メモ

SPACにおける投資家保護の在り方等について

令和3年4月19日

内閣官房 成長戦略会議事務局

経済産業省 経済産業政策局

SPAC上場の特徴

- SPACを介した上場には、運営者が大きな役割を果たす点や、上場する事業会社を買収プロセスで決めること、SPACに投資している一般株主の利益確保を図る投資家保護策の必要性など、通常のIPOとは異なる特徴がある。

SPACを介した 上場の特徴

	SPACを介した上場	通常のIPO
資金調達の主体	SPAC（運営者主導）	上場しようとする企業
資金調達の時期	SPAC上場時 （+買収時の追加投資）	上場時
投資先企業を決定する主体	運営者が一般株主も含めた株主総会に提案し、株主の承認を得る	各投資家
上場する事業会社の決定時期	買収時	上場時
上場審査基準	事業実績は不要。特段の一般投資家保護の仕組みが求められる	（日本の場合）継続的な事業実績が審査対象に含まれる
投資家保護策	<ul style="list-style-type: none"> ・上場時の届出・開示 ・SPACの一般株主は、買収に反対であれば資金の返還を受けることができる ・買収時の届出・開示 	上場時の届出・開示
公開価格の決定	SPAC上場時：米の場合1株10ドルが多い 買収時：運営者と対象会社が交渉した上で株主総会に諮って交換比率を決定	主幹事証券会社が主導

資金調達と投資先候補決定を運営者が主導。

上場する事業会社を決めるプロセスに、買収交渉や、投資家の賛否などが関係。

SPACに投資している一般株主の利益確保のための投資家保護策。

価格は主幹事証券会社が決めるのではなく起業者側との交渉で決まる。

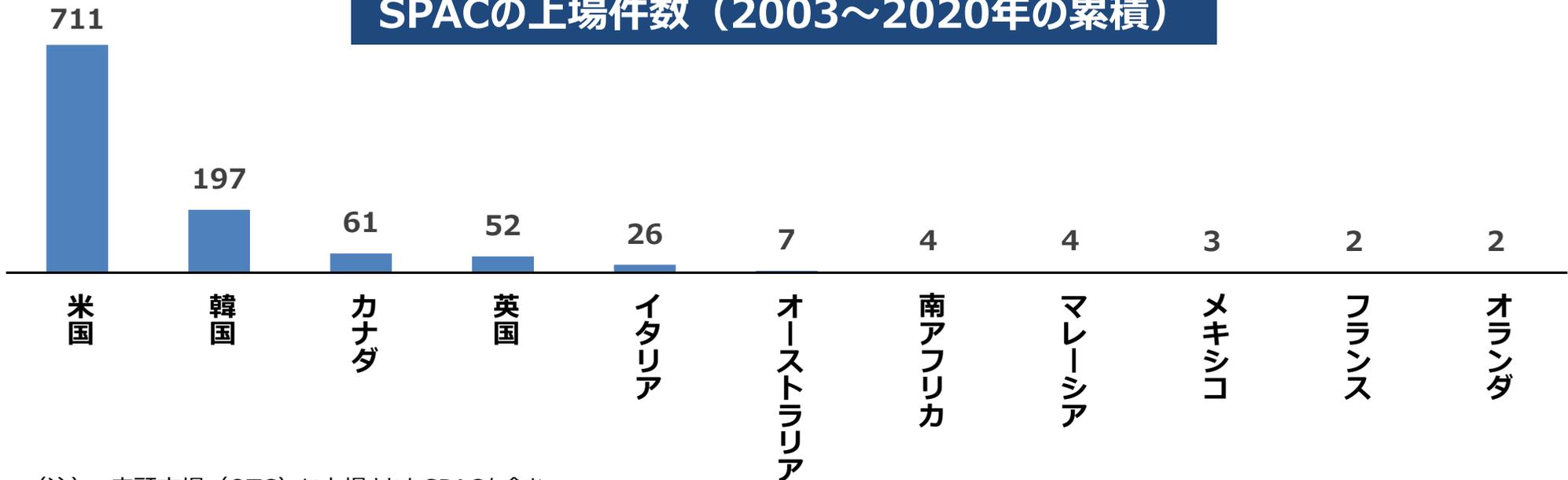
諸外国でのSPACの活用状況

○ 米国以外の諸外国でもSPACは活用されている。

海外の主要取引所でのSPAC上場の可否

	米国	英国	ドイツ	フランス	カナダ	イタリア	韓国
主要取引所	ニューヨーク証券取引所、NASDAQ	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	○	○	○	○	○	○	○

SPACの上場件数（2003～2020年の累積）



(注) 店頭市場（OTC）に上場されたSPACを含む。

(出所) Bloombergを基に作成。

SPACによる上場の場合の一般投資家保護策の案①（上場時の投資家保護策）

- SPACが上場した際に投資する投資家を保護するための方策としては、(1)上場時の開示、形式基準のチェックや、(2)投資家への資金の返還担保が考えられる。

（1）SPAC上場時の開示、形式基準のチェック

①SPACについての開示の実施

※米国では、運営者や経営陣の経験・実績についての記載や、SPACの運営者や経営陣が有している他の事業との潜在的な利益相反についても記載。

②形式基準を満たす必要がある（事業実績（事業継続年数、収益基盤等）は問わない）。

③上場後は、通常の上場企業と同様に継続開示

（2）一般投資家への資金の返還

①（一般投資家からの）資金の信託

※米国では上場基準上は90%以上を信託することとされているが、実務上は全額を信託することが通例。

②買収に反対する場合には一般投資家は返還を受けることができることとする（①が返還を担保）。運営者やSPAC経営陣は返還を受けられない。

※米国では上場基準上は買収に反対する株主に返還することが義務付けられているが、実務上は買収への賛否に関わらず返還を受けられることが通例。

※他方、シンガポールのSPAC制度案では、返還率の高い買収がなされることへの懸念に対応し、資金の返還請求ができる者を、買収に反対する株主に限定している。

③一定期間までに買収が完了しない場合、資金は一般投資家に返還する（運営者には返還しない）

※米国では上場基準上は最大3年とされているが、実務上は期限を2年とすることが多い。

SPACによる上場の場合の一般投資家保護策の案②（手続）

- 手続としては、(1)買収時の開示等に加え、(2)株主自身による承認が必要。

(1) 買収に関する開示等

- ①買収に関する開示の実施（買収交渉の詳細、買収先企業の事業の内容や計画、買収の財務分析なども開示）
- ②株主による買収の承認後、取引所が定めた株主数等の上場基準を審査。
※米国では、通常の上場時においても、デューデリジェンスと開示を徹底することに重点が置かれており、日本と比較すると証券取引所による審査が果たす役割は大きくない。SPACによる買収時には、取引所が定めた株主数等の上場基準を満たすことが求められる。

(2) 株主による承認

- ①買収について、一定割合以上の株主の承認を必要とする。
※米国では運営者を含めた株主の過半数の賛成が必要。シンガポールのSPAC制度案では、運営者等を除いた一般株主の過半数の賛成を必要としている。また、マレーシアでは、株主の75%以上の賛成が必要で、SPAC経営陣等は投票に参加できない。
※買収スキームにもよるが、日本の会社法上は、合併の場合、株主総会の特別決議が必要。

SPACによる上場の場合の一般投資家保護策の案③

安易な買収が行われることの防止

① 運営者株主は、買収後一定期間は売却ができないことと実務上していることがある

※米国ではルールはないが、実務上、運営者に対して通例1年間のロックアップ期間がかかる契約になっている。

② 買収について独立社外取締役の承認を必要とする。

※米国では、上場会社の取締役の過半数が独立社外取締役であり、SPACによる買収については、独立社外取締役の過半数の承認が必要とされている。