

# SPAC 制度利用による上場の是非

## アジア株式市場の課題と日本の制度解禁に向けて

調査部アジア調査チーム 主席エコノミスト

江崎 和子

03-3591-7591

kazuko.esaki@mizuho-ir.co.jp

- ユニコーン企業（評価額10億米ドル超）に成長した東南アジアの新興テクノロジー企業が、小規模かつ流動性の低い自国市場より、SPAC（特別買収目的会社）合併による米国上場を選択
- 米国SPAC市場に陰りがあるも、上場プロセスの利便性等から新興テック企業のSPAC利用は続くと見られ、9月よりシンガポールがSPAC制度解禁、香港も制度案公表、英国も情報開示などを見直し
- 日本でのSPAC制度解禁には、課題である情報開示等に留意し、一般投資家保護と新興企業の利便性のバランスに配慮し、東京の国際競争力強化に成長性が期待されるアジア企業の誘致に活用を

### 1. はじめに

東南アジアのインターネット使用者が、2015年の2.6億人から2021年に4.4億人に増加し（全人口の約75%）、新たに5人に4人がデジタル消費者になったと推定される<sup>1</sup>。コロナ禍の日本では、「巣ごもり消費」によりネットショッピングの利用世帯が2020年5月に初めて5割<sup>2</sup>を超えたように、東南アジアにおいても、ネット消費が拡大しているとみられる。こうしたデジタルサービスを支えているのが、東南アジアで評価額が10億米ドルを超えるユニコーン企業にまで成長した、シンガポールのGrab（Grab）やインドネシアのゴジェック（GoJek）やトコペディア（Tokopedia）などの新興テクノロジー（テック）企業だ。eコマース、配車、フードデリバリー、ビデオストリーミング、決済などを1つのプラットフォームに備えた「スーパーアプリ」によるサービスを、自国だけでなく、他の東南アジア諸国にも展開し、今や日々の市民生活に欠かせないサービスとなっている。

2021年4月、GrabがSPAC（特別目的買収会社）との合併による米国上場<sup>3</sup>を、5月には、インドネシアのゴジェックとトコペディアが合併して、GoToグループとなり、米国とインドネシアでの重複上場を目指すことを相次いで表明した。

ユニコーン企業では、創業から10年近く立ち、初期の投資家にとっては出口戦略、企業にとっては一段階上の成長を目指すための資金調達が必要とされている。ただし、「空箱」と呼ばれるSPAC利用には、課題があると指摘されている。なぜ、東南アジアのテック企業が、自国市場ではなく米国上場を目指し、なぜSPACを利用するのだろうか。

本稿では、東南アジアの株式市場の課題とSPAC利用の問題点を考えた上で、各国・地域で相次いで公表されたSPAC制度についてどのように問題点に対処しているのか、論点を整理する。日本でも2021

年6月18日に閣議決定された成長戦略実行計画でSPAC利用が検討されることとなった。東京証券取引所で議論中であり、最後に、SPAC利用の問題点を踏まえて、我が国にも参考となる点を考えたい。

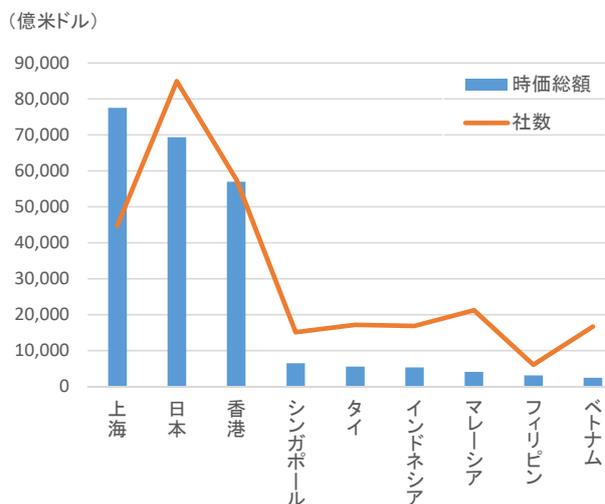
## 2. 東南アジアの株式市場と SPAC 利用の課題

### (1) 東南アジアの株式市場の規模

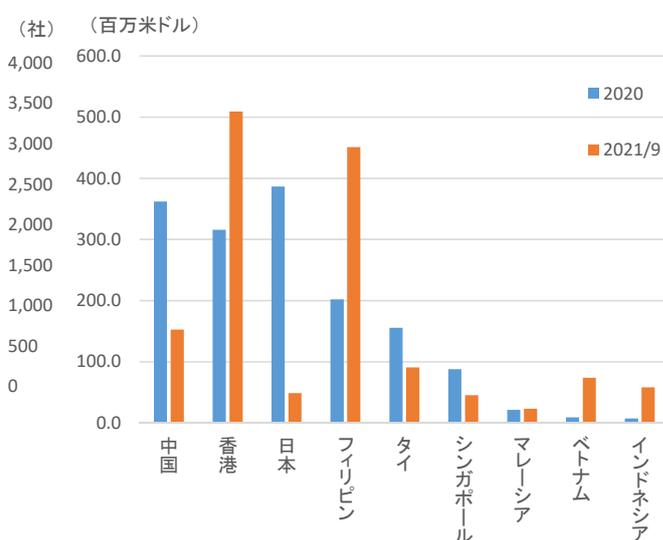
東南アジアの新興テック企業が、自国市場ではなく、なぜ米国上場を目指すのであろうか。そこには、東南アジアの株式市場が抱える構造的問題が背景にある。東南アジアの株式市場で最も時価総額が大きいシンガポール取引所（SGX）でも6,500億米ドル程度であり、米国NYSEの約40分の1、日本取引所グループの約10分の1である（図表1）。上場企業数で最も多いのは、ブルサ・マレーシアの945社であるが、全ての市場が1,000社未満であり、これも日本の4分の1程度である。また、東南アジアの株式市場は、特定銘柄に取引が集中する傾向があり、SGXやインドネシア証券取引所（IDX）では上位10銘柄で市場の約4割、上位20銘柄で約5割を占めており、市場の流動性が低く、市場の厚みの点で課題を抱えている。ちなみに、日本では上位20銘柄までで約2割強である。

これに対し、グラブの想定時価総額312億米ドルは、グローバルな時価総額ランキングで上位670位程度に位置することになる。東証で言えば、上位38位のブリジストンと肩を並べる規模である。SGXでは、時価総額上位4位の通信大手のSingtelに次ぐ規模となる。また、GoToグループの合併前評価額合算170億米ドルも、IDXでは時価総額上位4位に並ぶ規模である。

図表 1 株式市場の時価総額と上場企業数



図表 2 IPO 時の 1 件当りの資金調達額



(注 1) 日本は、東証 1・2 部、マザーズ、JASDAQ。ベトナムはホーチミンとハノイ

(注 2) 図表 1 は 2021 年 9 月末、図表 2 は 2020 年通年、2021 年 1-9 月

(出所) 国際取引所連合などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

東南アジア（6カ国）のIPO市場<sup>4</sup>は、件数こそ毎年100件以上で推移しているが、資金調達額では、6市場の合算でも2020年70億米ドル、2021年1-9月85億米ドルとグローバルトップのNASDAQの8分の1でし

かない。1件当りの新規公開公募（IPO）時の平均資金調達額も、シンガポール2020年88百万米ドル、2021年1-9月45百万米ドル、インドネシア2020年7百万米ドル、2021年1-9月58百万米ドルと小規模に留まっている（図表2）。クラブが予定している調達額の45億米ドルは、シンガポール市場平均と比して桁違いである。

小規模かつ流動性の低い自国株式市場では、長期間保有してきた大口投資家の上場後の売却行為が価格の下押し圧力となり、実質的な売却制限となる懸念がある。加えて、評価額の点でも、新興テック企業が既に数多く取引されている米国市場の方が、高評価される傾向がみられる。

米国市場では、創業者の議決権を維持し、経営に創業者の意向を長期的に反映するために、創業者の議決権が多い種類株（デュアルクラスシェア、DCS）構造<sup>5</sup>を導入することが可能である。事実、クラブでは創業者のタン氏が、2.2%の株式保有にも関わらず、議決権は60.4%を占める予定である。こうした機関投資家やスポンサーの意向、創業者の影響力の維持、米国上場によるステータス（信頼性）の向上の観点から、米国市場が選好される。

これに対し、アジアの取引所でも新興企業の資金調達を支援しようと、IDXでは、メインボード、ディベロップメントボードに続き、2019年に第3市場となるアクセラレーションボードを創設した。2020年に5社上場し、12百万米ドルが調達された。タイ証取では、2021年5月に上場奨励策を導入し、新規上場企業が投資と同額の法人税100%を免除されるようにした<sup>6</sup>。但し、こうした市場は、ユニコーン企業にまでになった新興テック企業が新規上場するには評価額や規模の点で懸念が残る。ユニコーン企業のような評価額の高い企業は引き続き、米国上場を目指す可能性が高い。SGXでは、これ以上の他市場への流出を防ぐために、SPAC利用による上場ができるように上場規則を改定し、2021年9月に制度を開始した。

では、新興テック企業は、通常のIPOではなく、なぜSPACを利用するのか、次項で、SPACとの合併による上場を考えてみたい。

## （2）SPAC 利用による上場の仕組み

SPAC（Special Purpose Acquisition Company）とは、特別目的買収会社である。米国でblank check companyと称されるように、金額の入っていない白紙小切手を手渡すように、買収する対象企業（未公開企業）の選定を運用者（スポンサー）に一任したファンド会社である。①スポンサーはこの何も入っていない空箱の状態のファンド会社（SPAC）を市場に上場させる。②スポンサーはSPACの運営資金を負担し、IPO後の株式の20%を取得する。③新規上場時の資金調達は、普通株と新株予約権（ワラント）のユニット（コスト10米ドル）で募集され、その資金は信託口座（エスクロー口座）で管理され、財務省証券などで運用される。④ユニットは通常、普通株式とワラントは別々に市場で取引される。⑤スポンサーは、通常2年以内に、被買収企業を選定し、合併を完了させるか、さもなければ資金を投資家に返還（償還）し、SPACを清算する。⑥被買収企業を選定されると、企業側と合併条件が交渉され、必要ならば追加の資金調達が行われる。この追加の資金調達で参加した投資家を、上場株への私募を意味するPIPE(private investments in public equity)投資家と呼ぶ。被買収企業の価値は、信託資金の80%以上が目安とされる。⑦スポンサーは、SPACとの合併の承認を株主から得る（単純過半数

simple majority)。合併によりSPACは清算され、被買収企業（新合併会社）が上場を維持し（de-SPAC）、新たなティッカーで取引が始まる。新合併会社は、SPACの信託資金を引き継ぐことで資金調達とする。SPACの投資家は、合併時に株式とワラントの償還（元本返却）で投資を引き上げること、また、株式を保有または売却後、ワラント権を行使<sup>7</sup>し持株を増加させ、株価の推移を見守ることも可能である。

### （３）SPAC 利用による上場には利点も多いが課題もある

東南アジアの新興テック企業がSPAC利用に至るのは、通常のIPOプロセスよりも安易だからである。例えば、通常のIPOでは19週間かかるものが、SPAC利用では10週間程度に短縮される。スポンサーと交渉するだけで価格が決定されるSPACは、通常のIPOにおける数百ページにもおよぶ目論見書の作成や機関投資家を巡るロードショウが省略される場合もあり<sup>8</sup>、上場プロセス期間の短縮化で、費用も安価となることもある。

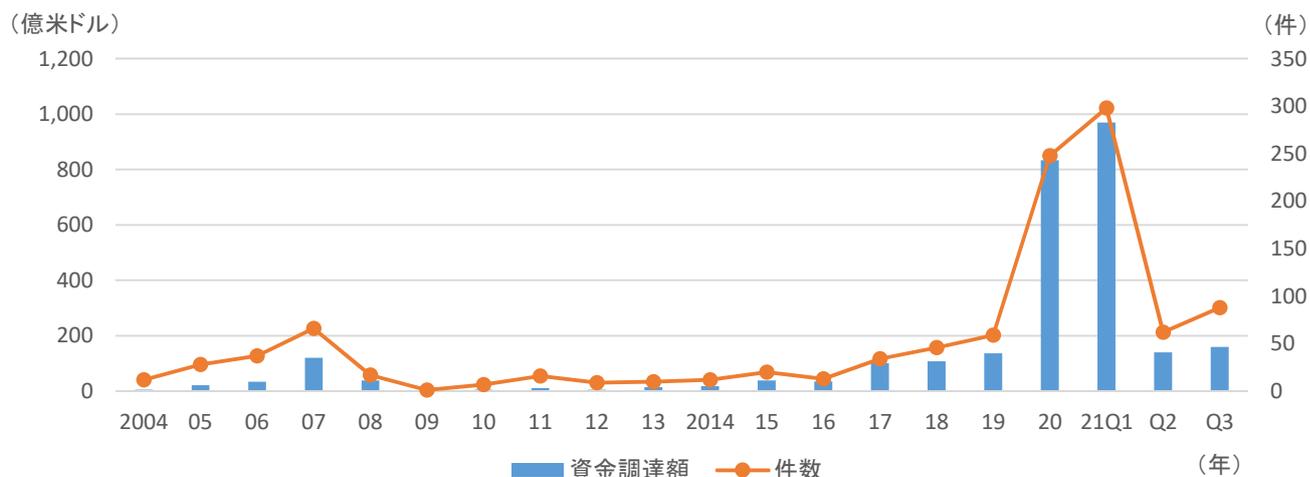
その一方で、SPACの利用には、新合併会社が上場要件を満たすことは求められるが、上場準備期間の短さから社内の体制整備や経営陣の認識などのガバナンス面でのリスクを抱えることが懸念され、既に上場している会社と合併して上場会社となる「裏口上場」とも受け取られかねないリスクがある。

東南アジアの新興テック企業が、SPACの被買収会社として注目されているのは、新興テック企業に投資した米系投資家の資金回収需要と、過熱したSPACブームにより有望な未上場の買収候補会社の減少から、スポンサーの思惑が合致した結果であろう。米国では今後、過熱感から有望な候補会社自体がやや減少すること、また安全保障を事由とした米国の中国上場企業をターゲットとした規制強化により、中国企業の米国上場が減少することが想定される<sup>9</sup>。スポンサーには、コミットした期間内に、買収合併を完了することができなければ、これまでかけた探索費用が無駄になり、報酬を受け取れないために、何よりも買収完了にインセンティブが働き、候補会社の選定が甘くなるリスクがある。

### （４）ブーム減速も、SPAC 利用は継続、SEC による監視の強化

米国のIPOに占めるSPAC上場件数は2004年の1%から、2021年10月末までに64%に伸長した<sup>10</sup>。但し、2021年第2四半期（4-6月期）に入って、米国のSPACブームの減速がみられ、SPACによる資金調達額は140億米ドルと第1四半期の970億米ドルから約86%と大幅に減少した（図表3）<sup>11</sup>。第3四半期に入って、160億米ドルと前四半期比+14%と増加に転じたが、SPACの選好の目安とされる償還率が上昇していることに注意を要する。第1四半期、第2四半期の償還率が、それぞれ10.0%、21.9%に対し、第3四半期は52.4%と大幅に上昇した<sup>12</sup>。これは、投資家がSPACからの資金を引き上げていることを意味し、SPAC間の選別が始まっているとみられる。

図表3 米国 SPAC IPO 件数と資金調達額の推移



(出所) SPAC Analytics, PwC などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2020年に急速に成長した米国SPAC市場も、過度な成長を描くことでSPAC利用による上場を果たした新興電気自動車メーカーの業績の低迷<sup>13</sup>などから、失速が懸念される。2020年1月から2021年2月までにSPAC利用で上場した企業84社のうち、73社（87%）が、黒字化していなかった。SPACでは、1995年未公開証券訴訟改革法<sup>14</sup>で規定する業績見通しに言及した場合にセーフハーバー（法令違反の対象とされない）とされ、訴訟リスクが低いことから、収益予想の開示が普通に行われている。なお、通常のIPOでは、業績予想がセーフハーバーの対象外であることから、開示は行われず。投資家を引き付けるために過度な成長物語が語られてきたことが、実績との乖離により株価下落を招き、投資家のリスクとなっている。SPAC利用にはこうした問題点以外にも各種の課題（図表4）が指摘され、米国証券取引委員会（SEC）は、2020年12月にSPACの開示ガイダンスで、利益相反などに関する開示が義務であることを注意喚起した<sup>15</sup>。また、2021年4月にワラントの財務上の扱いに関する声明<sup>16</sup>を公表し、合併時の業績見通しで虚偽が見つければ法的責任を負う<sup>17</sup>との見解を明らかにするなど、監視を強化した。その結果、課題が是正されつつあり、市場が沈静化している。

今後、市場の状況次第では、アジア企業のSPAC利用が低下する可能性もあるが、デカコーン企業にまで成長した企業にとっては、引き続き米国が魅力的な市場であることは変わらないだろう。そもそもIPOとは、単なる資金調達ではなく、上場を準備する過程で時間をかけて、社内の企業統治体制を整備することで上場企業としての陣容や経営陣の意識改革をするものである。こうした過程を急いだSPACを利用した上場企業には、課題を抱える可能性があることが懸念される。

こうしたSPACの課題に、国際金融センターとして競合しているシンガポール、香港、英国は、どのように対応するのであろうか。次項では、各国で最近公表されたSPAC制度から、その対策を見てみる。

図表4 SPAC利用の利点と課題

	利点	課題
新興企業	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ IPO までの期間やプロセスの短縮化</li> <li>・ 安価な手数料、手続きの簡素化</li> <li>・ 収益予想の開示が可能</li> <li>・ 高い評価額</li> <li>・ 上場によるステータス（資金調達のし易さ）</li> <li>・ 会社運営の長期的安定性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 過度な収益予想による黒字化の未達</li> <li>・ ガバナンス体制の不備</li> <li>・ 裏口上場リスク（評判リスク）</li> <li>・ 引受幹事会社の欠如</li> </ul>
スポンサー	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 上場前（プレ IPO）投資による効率性</li> <li>・ 資金調達のし易さ</li> <li>・ IPO プロセスの簡素化</li> <li>・ 交渉のし易さ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 投資資金の損失リスク（ファンドの運営費を超えた費用の持ち出し）</li> <li>・ 買収先未定のまま、期限到来による SPAC 清算</li> <li>・ 必ずしも買収先の成長性や収益性を考慮しない可能性（SPAC の合併買収を優先）</li> </ul>
PIPE 投資家	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 明確な出口戦略</li> <li>・ 投資期間の短縮化</li> <li>・ リターンの確実性</li> <li>・ 投資条件交渉が可能</li> <li>・ 選択可能な投資引き揚げ（償還 or 株式保持）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 買収先未定のまま、期限到来による償還の可能性（損失リスク）</li> <li>・ 持株の希薄化、および、その不確実性</li> </ul>
一般投資家	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ リターンの最大化の可能性（通常一般投資家が参加できない上場前の投資と同じ効果が可能）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 情報の非対称性（PIPE 投資家に比べ是弱な立場）</li> <li>・ 通常の IPO に比べ、投資損失リスク懸念</li> <li>・ スポンサーの選定能力に依存（専門性が低い可能性）</li> <li>・ 裏口上場リスク（事業の実態性）</li> <li>・ 持株の希薄化、および、その不確実性</li> </ul>
上場市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 新興企業の誘致のし易さ</li> <li>・ 商品の多様性</li> <li>・ 市場の活性化</li> <li>・ 国際競争力の強化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 新興企業の他市場への流出（機会損失）</li> <li>・ 国際競争力の低下</li> <li>・ 市場の規律のゆるみ</li> <li>・ ブームの終焉による株価の下落</li> </ul>

（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 3. 各国の SPAC 制度比較

#### （1）米国 SPAC ブームを受けて、シンガポールが SPAC 制度を解禁

米国でのブームを受けて、英国金融行為規制機構（FCA）による制度の見直し、欧州証券市場監督機構（ESMA）による開示ガイダンスの強化、シンガポールでの SPAC 制度解禁と、各国・地域の当局や取引所が自国での SPAC による上場誘致のために、制度の見直しや解禁に動いた。

まず、シンガポール取引所（SGX）では、2021年3月に SPAC 制度を整備するための上場規則案<sup>18</sup>が市中協議に付され、その高い返答率から関心の高さが伺われた。9月2日にその結果と改訂上場規則が公表され、9月3日から制度が解禁された。シンガポールで SPAC 制度が整備されたのは、国際金融センターとして、地域のユニコーン企業を誘致し、地域の富裕層に新興テック企業への投資機会を提供するためである。さらなる株式市場の活性化策として、9月17日には、シンガポール政府と政府系ファンドの Temasek が 15 億シンガポールドルの基金を設立し、レイターステージの企業や IPO に投資することを公

表した。

SGXのSPAC制度は、①米国で実施されているSPACのIPO時の調達資金の90%をエスクロー口座に預託し、被買収企業の評価額をエスクロー口座の80%以上とすることで、新興企業にとってのSPAC利用による資金調達ニーズとその簡便性を担保している。②米国では通常2年の買収・合併期間を、SGXでは条件付きで3年<sup>19</sup>まで自動延長可能とすることで、スポンサーの利便性を高めている。

一方で、SPAC利用の課題として指摘された点を以下のように改善し、一般投資家保護を強化している。③新合併会社による、SPAC利用時の上場においても、SGXメインボードの上場要件<sup>20</sup>の1つである時価総額基準を米国より厳格にしている。新興企業IPOの現実的な規模を踏まえて、当初提案の3億シンガポールドル（約220百万米ドル）から1.5億シンガポールドル（約110百万米ドル）に引き下げられたが、それでもNASDAQの時価総額基準75百万米ドル（グローバルマーケット）、50百万米ドル（キャピタルマーケット）より厳格性を維持している。④SPACのIPO時に議決権の異なるデュアルクラスシェア構造を認めず、実質的なビジネスを行っていないSPACのスポンサーや関係者の議決権増加で、彼らの意向が買収・合併の決議に有利に働くことを制限している<sup>21</sup>。⑤新合併会社の財務状況・業績管理、取締役・経営陣の資質・特徴、法令遵守の履歴、事業に必要な免許の保持、利益相反などの情報を買収・合併時に公表することで、一般投資家への情報開示を強化している。

他方、当初の提案では、ワラントと普通株の分離を不可とすることで、普通株売却後もワラントを保持し、SPACの値上がり益を得ることを制限し、合併反対者のみに償還権行使を認める提案をすることで、株主間の公平性を高めていた。しかし、ワラントの分離不可は、機関投資家のSPAC投資への魅力を損なうとされ、この提案は断念された。但し、IPO時に発行されたワラントの転換が50%までに制限されることで投資家の希薄化懸念を緩和する措置をとっている。

SGXのSPAC制度は、課題であった公平性に欠ける投資家間の情報の非対称性や権利をやや緩和させる一方、スポンサーの利便性を高めることで、一般投資家保護と新興企業側の利便性のバランスにうまく配慮したものとなっている。これに対し、香港では、一般投資家保護に重きが置かれた制度が提案されている。次に、香港で提案されたSPAC制度とその背景について、考えてみたい。

## （2）香港の提案は、個人投資家保護を重視し、プロ投資家に限定

SGXがSPAC制度を解禁した2週間後の9月17日に、香港取引所（HKEx）は、SPAC制度を10月31日までの市中協議（Consultation Paper, “Special Purpose Acquisition Companies”）に付した。HKExは、SPAC制度を設立する理由として、①上場候補会社に、伝統的IPOに加えて、SPACスポンサー（香港ではプロモーターと呼ぶ）と並行して交渉するニーズがあること、②米国でのSPAC急増の中で、過去3年間にグレーターチャイナ及び東南アジア企業12社が含まれていたこと、③英国やシンガポールがSPAC制度の強化や解禁に動くなか、国際金融センターとしての香港の競争性を維持すること、などをその目的として挙げた。

その結果、HKExで提案されたSPAC制度は、図表5の通りであるが、その特徴として英米市場と大きく異なる点は、次の2点である。

図表 5 SPAC 制度比較

項目	香港 HKEx	シンガポール SGX メインボード	英国 LSE メインボード	米国 NYSE/NASDAQ
投資家の適合性	<ul style="list-style-type: none"> <li>・プロ投資家のみ</li> <li>・SPAC 株式とワラントの 75%以上をプロ投資家に割当（内、機関投資家 30%）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・制限なし</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・制限なし</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・制限なし</li> </ul>
ユニット取引	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株式とワラントを別々に取引可</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株式とワラントを別々に取引可</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株式とワラントを別々に取引可</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユニットホルダーの裁量、IPO から 52 日で別々に取引可</li> </ul>
希薄化防止の上限設定	<ul style="list-style-type: none"> <li>・スポンサー株式 20%（追加発行 10%まで）</li> <li>・ワラント全体の 30%以上の行使で発行禁止</li> <li>・スポンサーワラントの 10%以上の行使で発行禁止</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・スポンサー株式 20%</li> <li>・ワラントの転換は株式の 50%まで</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・SPAC 株式の償還の可能性のある普通株主を開示</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・規定なし</li> <li>・スポンサー株式 20%</li> </ul>
スポンサー	<ul style="list-style-type: none"> <li>・Type6(コーポレートファイナンス助言業) and/or</li> <li>・Type9(アセットマネジメント業)</li> <li>・スポンサー株式 10%以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・創業株主の実績と評判</li> <li>・経営陣の経験と能力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・規定なし</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・NYSE: 経験と実績</li> </ul>
SPACIPO 時の資金調達額	<ul style="list-style-type: none"> <li>・10 億香港ドル</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・特になし（時価総額 1.5 億 S ドル以上）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・1 億ポンド以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>NYSE American/NASDAQ: 5,000 万米ドル以上</li> <li>NASDAQ Global: 7,500 万米ドル</li> <li>NYSE: 1 億米ドル以上</li> </ul>
新合併会社の新規上場要件の適用	<ul style="list-style-type: none"> <li>・新規上場要件を充足のこと</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・新規上場要件を充足のこと</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・市場区分に応じた新規上場要件を充足のこと</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>NYSE: <ul style="list-style-type: none"> <li>・最低株価、時価総額、取引高などの新規上場要件を充足のこと</li> </ul> </li> <li>NASDAQ: <ul style="list-style-type: none"> <li>・市場区分に応じた新規上場要件を充足のこと</li> </ul> </li> </ul>
PIPE 投資家	<ul style="list-style-type: none"> <li>(a) 新合併会社の予想時価総額の 25%以上（or 予想時価総額 15 億香港ドル以上では 15%以上）</li> <li>(b) アセットマネジメント会社 1 社 or 1 ファンド以上（新合併会社の 5%以上保有）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・規定なし（但し、PIPE 投資家不在時には、独立財務アドバイザーを指名）<sup>22</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・規定なし</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・規定なし</li> </ul>
買収・合併 (De-SPAC) の株主決議	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株主総会での決議が条件</li> <li>・決議に反対する株主のみ SPAC 株式の償還可</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・SPAC 株主（SPAC 創業株主、経営陣を含む）の過半数の認可</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・SPAC 創業株主、SPAC スポンサー、取締役を除く株主の過半数の認可</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株式発行を伴う場合に株主決議が必須</li> <li>・SPAC スポンサーも決議可</li> </ul>
新合併会社の株式	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株主 100 名以上（通常は 300 名以上）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・浮動株数 12%~25%</li> <li>・株主 500 名以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・浮動株数 25%</li> <li>・最低株主数の要件なし</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>NYSE: <ul style="list-style-type: none"> <li>・株主 400 名以上、浮動株 1100 万</li> </ul> </li> <li>NASDAQ: <ul style="list-style-type: none"> <li>・株主 300 名以上、浮動株 1000 万以上</li> </ul> </li> </ul>

(出所) HKEx、SGX、LSE、NYSE、NASDAQ より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

①投資家をプロ投資家<sup>23</sup>に限定し、②スポンサーに資本市場の当局である香港証券先物委員会 (SFC) の資産運用業及び助言葉のライセンスを求めたことである。HKExは、米国でのSPAC制度には、投資家保護と情報開示基準に懸念があると指摘し、米国と違い、香港市場の参加者は個人投資家が多いことに配慮しなければならないとの見解を示した。新合併会社が上場市場で取引できるようになるまでは、SPAC取引は、プロ投資家に限定することを提案した。さらに、国際金融センターとしての香港の競争性を高めることは香港にとって重要な礎であり、米国のブームがSPACの供給過多によるものとし、香港ではスポンサーに資格要件を求め、厳格化することで、その点を解消するとした。

2018年のHKExの市場構造改革によりバイオテック企業のセカンダリー上場によるホームカミングが成功したことから、SPACでも米国市場から香港市場へのホームカミングを期待する思惑があるようだ。

### **(3) 英国では、SPAC 利用での上場プロセスで目論見書を要請**

英国では、FCAが、2021年4月にSPACに適用される上場規則の変更を提案し、概ね提案が受け入れられる形で、8月10日から同上場規則が発効された。大きく3点に変更された。①SPAC新規上場時の資金調達額が2億ポンドから1億ポンドに引き下げられた。SPACが新規上場時に調達した資金は、口座に預託され、買収資金として使用される。その預託資金が、買収金額の僅かな部分（例えば、買収金額の5分の1程度）となっている実態に即して、適切な規模にSPACの資金調達額が変更された<sup>24</sup>。②事業買収期間の2年間を、株主の承認なしに6カ月間延長可能とすることで、プロセスの利便性が改善された。買収・合併会社を公表し、手続きの終了のためのプロセスであることが条件である（12カ月の場合は株主同意が必要）。③買収合併プロセス (De-SPAC) において、これまで買収候補会社が推定されると市場でのSPAC取引が停止されていたが、速やかな開示を条件に、取引停止措置を取り除くこととした。さらに、英国市場で新たに取引されることになる新合併会社は、上場要件の審査に再申請をしなければならない。

なお、参考として、以下に欧州ESMAの声明を紹介するが、SPACへの投資によって想定される将来のシナリオを提示するように求めたことは注目される。ESMAは、欧州市場でのSPACの増加を受けて、2021年7月にSPACに関わる投資家保護と目論見書開示に関する声明を公表した。SPACのIPO時の目論見書に12項目（①リスク要因、②戦略と目的、③エスクロー口座と資金使途、④事務局、経営陣、監督体制の主要な業務と実績、⑤スポンサーの利益相反、⑥株式、ワラント、株主権利、⑦主要株主、⑧関係者取引、⑨重大な持分、⑩公募資金の情報、⑪発行体の経営陣、取締役会、5%保有予定者など主要な株主の投資意向、⑫公募価格の情報）に関する情報を含めるべきとし、将来の事業買収で起こりうるシナリオに応じた希薄化の状況などをできる限り開示するように要請し、透明性を高めるとした。その上で、ESMAは、欧州各国の規制当局の尽力によって、①事業買収後のスポンサーの将来の報酬とその役割、②スポンサー及び関係者の将来の株式持分、③買収後のガバナンス変更に関する情報、④SPAC株式の償還や上場廃止などスポンサーが被買収企業を選定できなかった場合に発生するシナリオ、などの開示が期待されるとした。

#### (4) IPO 市場の個人投資家参加度合いにより、異なる対策

海外では、IPO時の株式の割り当ては、約9割が機関投資家、残り1割を一般投資家が占めるのが慣行であるが、香港などでは個人投資家の人気が高い場合に、配分が多くなる傾向にある。個人投資家の参加率によってSPAC制度の投資家保護の対策姿勢に違いがみられる（図表6）。希薄化防止に制限を設けた香港・シンガポールに対し、英米は開示を強化することで投資家に注意喚起するに留まっている。また、通常のIPOでは開示されない新合併会社の業績見通しを4ヵ国全てで可能なのは、事業の成長性の説明に必要なとの判断からである。但し、財務会計上一貫した仮定の上に基づく適切なものを求めている。買収・合併後の関係者のロックアップは、通常1年程度で、香港・シンガポールは上場規則で規定しているのに対し、英米は特に規定はないが、慣行として行われている。

ここから見えてきたものは、各金融当局では、制度の使い勝手と投資家保護のバランスに腐心している点である。新興企業がSPACを利用する利便性はそのままに、SPAC上場時及び買収・合併時の情報開示を強化することで、透明性を高め、ボラティリティの軽減に努め、一般投資家がSPACや新合併会社への投資が適切に判断できるように配慮していると考えられる。

図表 6 主な課題対応別 SPAC 制度比較

項目	香港 HKEx (提案)	シンガポール SGX	英国 FCA	米国 SEC
当局の姿勢（個人投資家保護を重視）	✓			
プロ投資家限定	✓			
スポンサー資格要件	✓			
希薄化防止措置	✓	✓		
利益相反開示	✓	✓	✓	✓
買収・合併決議の関係者投票不可			✓	
買収・合併後の一般投資家の償還		✓	✓	
新合併会社の上場基準順守	✓	✓	✓	✓
新合併会社の業績見通し	✓	✓	✓	✓
関係者株のロックアップ規定	✓	✓		

(出所) 各種資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 4. おわりに

### (1) 日本市場では、SPAC制度へのニーズはあまりなかったが、市場区分再編で新たな機会

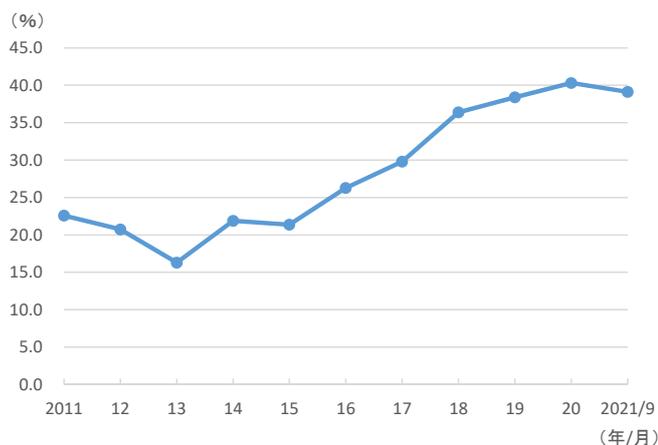
我が国においても、2021年6月に閣議決定された成長戦略の実行計画でSPAC利用が検討されている。これまで述べたように、米国でのSPAC利用には情報開示などの課題があり、こうした点を踏まえて、日本の議論では、我が国の資本市場の発展に資する制度となることを期待する。日本の場合は、対象

となるユニコーン企業は、前年比3社増加した<sup>25</sup>が、2021年6月には6社と、中国151社、インド34社にはるかに及ばず、日本より経済規模が小さいシンガポールやインドネシア（GoJek、Tokopedia合併前）の6社と同程度にとどまっている。日本では新興市場である東証マザーズへの上場のハードルが高くないことから、これまでは新興企業がユニコーン企業となることを待たずに、早期にIPOによる資金調達が可能であった。あえて米国上場を目指す新興企業も少なかったことから、日本でのSPAC利用のニーズはこれまではほとんどなく、2010年にSPAC利用を検討した際にも需要不足で見送られた経緯がある。加えて、SPACのスポンサーに適しているとされる資金調達力のある知名度の高いベンチャーキャピタルやリスクマネーを供給する投資家層不足も指摘されていた。マザーズ上場には、成長の果実を一般投資家に早期に配分してきたというメリットがあったが、今後は市場区分の変更により新たな機会が考えられるのではないだろうか。

2022年4月からの東証の新たな市場区分では、これまでの東証1・2部とマザーズ市場の上下関係から、プライム、スタンダード、グロース市場は、並列に位置することとなる。これまで東証マザーズから一部市場への市場変更は、時価総額40億円以上と、一部市場の時価総額基準250億円より大幅に低かった<sup>26</sup>。同ルートによる優遇措置がなくなるため、市場変更のハードルは高くなるとみられる。

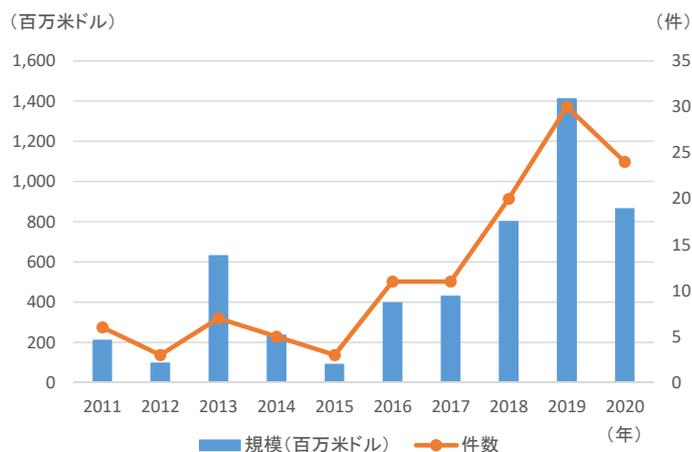
今後、早期にグロース市場に上場した企業が、プライム市場の規模にまで事業規模を一段と拡大させ市場変更をすることは以前より厳しくなると想定される。スタートアップ企業のなかには、未上場の状態でユニコーンになるまで事業規模を拡大させ、最初からプライム市場を目指す企業もでてくるのではないだろうか。こうした企業を支える元ベンチャー企業経営者等によるレイター投資家層も徐々に醸成されつつある。また、近年マザーズ市場での売買代金に占める海外投資家比率も約4割を占めるようになり（図表7）、日本の新興企業に投資する海外投資家やIPO前後をサポートするレイター投資（図表8）も増加傾向にあることから、SPAC制度を可能とする土壌も整ってきたのではないだろうか。SPAC制度を利用する日本の新興企業の創出が期待されるだろう。

図表7 東証マザーズの海外投資家比率



（出所）日本取引所グループより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表8 日本のPEにおけるレイター投資規模



（出所）日本PE協会等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## （２）新興テック企業の利便性を維持し、情報開示等により投資家保護を強化へ

世界の主要な株式市場が、SPAC制度の解禁に動いている現状を考慮すれば、日本に制度がないことで、他市場との競合に後れをとる可能性がある。SPAC利用には、過度な成長性を謳い、有名人を広告塔とし、一般投資家の人気を集めるなどで米国では情報開示の仕方に問題点があることや、投資家間に情報や権利において透明性や公平性にやや欠けることが指摘される。かつて裏口上場が横行していた香港の新興市場GEMでは、上場要件を引き揚げ、その防止を図ってきた結果、GEM市場への上場件数が低下していることは、規制と市場活性化のバランスがいかに難しいかを物語っている。

これまで述べたように、シンガポール、香港、英国のSPAC制度を概観し、SPACの問題点を踏まえて各国で強化したことは、一般投資家保護と情報開示である。日本のSPAC制度は、これらの点を踏まえて、一般投資家保護と新興企業の使い勝手とのバランスを考慮すべきであろう。IPO市場における個人投資家のシェアが大きいという点では、日本も香港と同様だが、過度に一般投資家保護に傾いた香港案では、日本の個人金融資産の資本市場のシェアを引き上げる「貯蓄から投資へ」の潮流のなかで、プロ投資家に限定すると一般投資家の投資機会を奪うことにもなりかねない。買収・合併決議の如何にかかわらず全ての投資家に償還権を付与することで、リスク軽減を図ることが可能ではないか。その上で、新合併会社の上場取引時に、情報開示を充実させた各国規則は参照に値するだろう<sup>27</sup>。即ち、投資家のリスク、希薄化のシナリオ、主要株主等の利益相反、業績見通しなどの情報を開示し、透明性を高めることが必要である。もちろん、米国でも是正されたように、過度に将来性を演出することは厳格に慎むべきである。

買収・合併を成功させるには、PIPE投資家の資金が鍵である。ワラントの分離問題は、リスクマネーを供給する機関投資家層が薄い日本市場において、インセンティブがなくなってしまえば、買収・合併プロセスが成立しない可能性があり、ワラント分離は認めるべきであろう。米国では、リスクマネーとして年金などの機関投資家の資金が約7割を占めるが、日本では年金資金などが極端に少ないと指摘される<sup>28</sup>。但し、前述のように、レイター投資家層が伸びてきており、その中でもCVC（コーポレートベンチャーキャピタル）の参加を期待したい<sup>29</sup>。むしろその方が、新合併会社の事業に $+α$ （アルファ）をもたらすことが可能であり、今後の企業価値の創出により、市場の活性化や持続可能性に繋がると期待される。クラブの創業者タン氏は、SPAC利用の理由として、長期的な事業パートナーとしてのスポンサーの存在を真っ先に挙げた<sup>30</sup>。クラブのケースでは、スポンサーのロックアップ期間が3年と通常の1年より長く設定され、スポンサーが新合併会社の成長を支援し、事業が軌道に乗るまで関与することとしている。こうした新興企業の成長性を支援する視点も我が国の制度を考える上でも大いに参考となろう。

## （３）東南アジアのデジタル経済の成長性を取り込み、新興企業の東証誘致を

最後に、東南アジアの新興企業の成長性を東証に取り込むために、こうした企業の資金調達に利便性を提供する1つの手段として、SPAC利用は大いに検討に値すると考えられる。

2021年8月6日に、インドネシアのユニコーン企業のブカラパック（Bukalapak）が、21.9兆ルピア（約15億米ドル）と過去最大のIPOで、IDXに上場した。IPO価格の850ルピアから初値は1,060ルピアと約

25%値上がりし、順調に取引が開始された。こうした新興テック企業の上場が続くことにより、東南アジアの株式市場が興隆することが期待される。一方日本でも、2021年6月、シンガポールのオムニ・プラス・システム・リミテッドがアジア企業で初めてJDR(日本預託証券)を用いて東証マザーズに上場した。アジアの新興企業が、政情が安定している日本の東証を上場市場として選択する可能性が高まっていると考えられる。日本での知名度向上を目指し、日本での事業展開を視野に入れる企業であれば、東証も現実的な選択肢となろう。

コロナ禍の巣ごもり消費で急速に立ち上がった東南アジアのデジタル経済は、今後も堅調に拡大し、2020年の1,170億米ドルから、今後5年間に約3倍に成長し、2025年には3,630億米ドルになると予想されている<sup>31</sup>。東南アジアでは、今や人口の75% (約4.4億人) が、オンラインに繋がっており、スマホの普及で手軽となったデジタルショッピング、eコマース市場の伸びが期待される。eコマースに伴い、これを支える金融サービスでは、決済や後払いサービスに加え、今後は個人投資家によるネット証券取引や資産運用サービスの普及も期待される。これには、各国で取り組んできたリアルタイムの365日のデジタル決済インフラシステムの整備が寄与し、システムには新興テック企業も接続が可能となっている<sup>32</sup>。さらに、東南アジアでは、国境を越えて決済システムを接続することも始まっている<sup>33</sup>。地域全体でデジタル経済に向けた決済システムの高度化が進行中である。東南アジアでは、こうしたデジタル経済でのマーケットシェア獲得に向けてサービスの囲い込みを図るために投資が必須となっている。そのために有利な条件で多くの資金を、迅速に調達する必要がある、SPAC利用が検討されているのである。

東南アジアを含むアジアには、上場予備軍が控えており、取引所間での競合が厳しい。既に米国市場でのSPAC利用による上場プロセスに入っているアジア企業だけでも、10社程度ある (図表9)。こうした東南アジアのデジタル経済のダイナミズムや投資家の資金を取り込み、国際金融センターとしての東京を活性化する手段の1つとして、前述の留意点に十分配慮した上でSPAC制度を整備しておくことは日本にとって有益ではないだろうか。

図表9 SPACとの買収・合併プロセス進行中のアジア企業

ターゲット企業	所在地（事業地）	事業内容	市場	SPAC	公表月	評価額規模（M\$）
Okada Manila	フィリピン	統合型カジノリゾート	NASDAQ	26 Capital Acq	2021年10月	2,600
Agi Plus	ケイマン（中国・シンガポール）	ワークソリューションプロバイダー	NASDAQ	Golden bridge Acq	2021年10月	578
MC Hologram Inc.	ケイマン（中国）	ホログラムテクノロジー	NASDAQ	Golden Path Acq	2021年9月	450
DDC Enterprise	BVI（香港・上海）	Eコマース（食品）	NASDAQ	Ace Global	2021年8月	300
MultiMetaVerse	香港	モバイルゲーム・アニメ	NASDAQ	Model Performance Acq	2021年8月	300
Kredivo	インドネシア	後払い（BNPL）	NASDAQ	VPC Impact II	2021年8月	2,019
PropertyGuru	シンガポール	オンライン不動産	NYSE	Bridgetown 2	2021年7月	1,350
VIYI Algorithm	ケイマン（中国）	中央演算アルゴリズム	NASDAQ	Venus Acq	2021年6月	400
Grab	シンガポール	配車・食品デリバリー	NASDAQ	Altimeter Growth	2021年4月	31,265
JHD Holdings	ケイマン（中国）	Eコマース	NASDAQ	East Stone Acq	2021年2月	480

（出所）SEC、SPAC Research、報道などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

以上

<sup>1</sup> Google, Temasek, Bain & Company, "e-Conomy SEA2021", November 2021、東南アジアの6カ国（インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム）が対象

<sup>2</sup> 総務省統計局、家計調査ネットショッピング利用世帯の割合 (<https://www.stat.go.jp/info/today/162.html>)

<sup>3</sup> 2021年4月に、Grabは米国シリコンバレーのベンチャーキャピタルが運営し、米国ナスダック市場に上場しているSPACのアルティメーターグロースキャピタルと合併し、2021年第4四半期に米国上場を目指している。

<sup>4</sup> インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムの6カ国、Deloitte, "Southeast Asia IPO capital market, 2020 full Year Report"

<sup>5</sup> 江崎和子（2018）「議決権の異なる種類株式を巡る国際的な動向」みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2018年夏季 vol. 48

<sup>6</sup> 6月28日時点で15件のIPOが実施された。「タイ証取、IPO促進に奔走」日経ヴェリタス2021年7月25日

<sup>7</sup> 株式とワラントを分割し、株式を償還し、ワラントのみの保有も可能。一般的に、合併買収完了52日後、ワラントは1株に対し0.25株が割り当てられ、行使価格1株当たり11.50ドルを支払う。

<sup>8</sup> ロードショーを行う場合もある。

<sup>9</sup> 中国スタートアップ企業による米国上場志向はあるが、規制強化を見越して、既に米国上場している百度やアリババなどが香港取引所との重複上場を果たしたことも事実である。

<sup>10</sup> SPAC Analytics (<https://www.spacanalytics.com/>)

<sup>11</sup> Pricewaterhouse Coopers, Q3 2021 Capital markets Watch

<sup>12</sup> "Soaring Spac redemptions signal fall from favour", Financial Times, September 27, 2021

<sup>13</sup> 「米新興EV淘汰の波」日本経済新聞、2021年6月16日

<sup>14</sup> "safe harbor" for forward-looking statements in the Private Securities Litigation Reform Act of 1995

<sup>15</sup> <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies>

<sup>16</sup> <https://www.sec.gov/news/public-statement/accounting-reporting-warrants-issued-spacs>

通常、1ユニット（普通株式とワラント）で発行されたワラントは、財務諸表上資本として分類されてきたが、株主が受け取れる価値がない（もしくは減少する）ならば、負債として分類することを声明として公表。これにより、SPACがこれまで

で公表した財務諸表を遡って、公正価値を検討することが必要となり、新規のSPAC利用による上場プロセスが滞り、4-6月期の減少となった要因の1つとみられる。

<sup>17</sup> <https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws>

<sup>18</sup> Singapore Exchange, Consultation Paper, “Proposed Listing Framework for Special Purpose Acquisition Companies”, 31 March 2021

<sup>19</sup> カナダ (TSX 上場規則) 及びマレーシア (ブルサマレーシア上場規則) も、36 カ月。但し、SGX の場合は、既に合併会社との法的拘束力のある契約で合併手続きに時間がかかっている場合は自動的に 36 カ月となるが、それ以外の場合には、12 カ月の延長に株主の承認が必要とする

<sup>20</sup> 投資家 500 名以上 (25% 以上) 保有により流動性を提案している。

<sup>21</sup> IPO 時には SPAC は何の事業も行っていないため、買収合併時の決議にスポンサーの創業者や経営陣、関係者が関与すべきではないと考えて、デュアルクラスシェア (DCS) 構造を認めない。スポンサーには、これまでかけた被買収会社の探索費用を無駄にたくないとの思惑から合併終了に働くインセンティブが大きい。彼らの議決権を増加させないことが、同インセンティブの緩和となる。また、新合併会社が、DCS 構造を採用している場合にこれを制限するものではない。

<sup>22</sup> PIPE 投資家が果たしている評価額のチェック及びバランス機能の役割を独立財務アドバイザーに求めるもの

<sup>23</sup> 機関投資家と個人のプロ投資家を含む。個人のプロ投資家とは、(1) 800 万香港ドル以上のポートフォリオ資産を保有、(2) 4,000 万香港ドル以上の信託法人、(3) 800 万香港ドル以上のポートフォリオ、もしくは、4,000 万香港ドル以上の総資産をもつ法人もしくはパートナーシップ

<sup>24</sup> 資金調達額の引き下げの結果、買収・合併時の PIPE 投資家からの資金調達比率が拡大することになる。当局としては、独自にデューデリジェンスを行う機関投資家からの出資比率の増加は、個人投資家にとっても安心材料であり、投資家保護につながるものと考えが背景にある。

<sup>25</sup> 「世界のユニコーン企業、5 割増」日本経済新聞、2021 年 7 月 3 日

<sup>26</sup> このルートを通して比較的安易に市場変更が可能であり、多くの新興企業が東証 1 部に市場変更したこと、一部上場企業の約 3 割が時価総額基準 250 億円以下との調査結果もあり、市場の停滞を招いたとの問題意識があった。

<sup>27</sup> 米国においても事業合併時の目論見書として Form425 の登録が要請されている。

<sup>28</sup> 「ユニコーン育たぬ日本 投資家不在、外資頼み」日本経済新聞電子版 2021 年 8 月 8 日

<sup>29</sup> 日本経済新聞のアンケート調査によれば、投資予算枠が合計で 6,104 億円 (61 社) と VC の年間ファンド組成額 2,700 億円 (2016-20 年度平均ベンチャーエンタープライズセンター調べ) (「大企業、新興投資枠 6000 億円」日本経済新聞 2021 年 10 月 22 日)

<sup>30</sup> “3 reasons why Grab is going public with a SPAC vs. a traditional IPO”, Fortune, April 14, 2021

<sup>31</sup> Google, Temasek, Bain & Company, “e-Conomy SEA2021”, November 2021

<sup>32</sup> 例えば、マレーシアでは 2019 年より即時個人決済プラットフォーム (RPP) が開始され、これをベースとした PayNet (Payment Network Malaysia) に銀行 30 行超に加え、Grab や Fave (ディスカウント販売アプリ)、Touch’ nGo (道路料金徴収) なども接続されている。

<sup>33</sup> 2017 年シンガポール NETS、マレーシア PayNet、タイ ITMX、ベトナム Napas、インドネシア Rintis が、地域のリアルタイムのクロスボーダー決済インフラの構築に同意する合意書を締結した。まず、マレーシア PayNet とシンガポール NETS が、2019 年 11 月に、デビットカードでのリアルタイム決済を可能とし、次に QR コード決済もできるようになった。また、シンガポールの PayNow とタイの PromptPay も、リアルタイムでのクロスボーダー決済が、2021 年 4 月末から可能となった。両国のモバイル決済は、携帯番号と銀行口座が紐づいており、1,000 シンガポールドル、もしくは、25,000 バーツまでの少額を携帯電話番号のみで送金できる。これまで海外送金に 1、2 日かかっていたものが、数秒で完結することとなる。今後、PromptPay はミャンマー、カンボジアでも使用可能となる予定。ASEAN 財務大臣・中央銀行総裁会合による ASEAN Payment Connectivity の取り組みが徐々に結実しつつあり、今後他の ASEAN 諸国にも順次、接続が可能になると想定される。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償のみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。