

経済産業省 経済産業政策局
産業組織課 御中

令和3年度 産業経済研究委託調査事業

諸外国におけるスタートアップへの新たなリスクマネー
供給手法の在り方に関する実態調査報告書
(SPACに関する調査報告書)

令和4年3月

PwCあらた有限責任監査法人

おことわり

本報告書は、経済産業省とPwCあらた有限責任監査法人との間で2021年10月25日に締結した「令和3年度産業経済研究委託調査事業（諸外国におけるスタートアップ等への新たなリスクマネー供給手法としてのSPACの在り方に関する実態調査）に関する委託契約書」に基づき作成されたものである。

PwCあらた有限責任監査法人は、本報告書が本件業務以外の目的により使用された場合、何らの契約上またはその他の責任を負わない。本報告書の内容は、受託期間において実施した作業を通じて入手した情報、仕様書および経済産業省からの指示に基づいてのみ作成されている。

PwCあらた有限責任監査法人の業務は、日本公認会計士協会およびその他関連団体によって制定された基準に従って監査、レビュー、証明、その他の保証をしたものではない。

目次

I. はじめに	1
1. 本報告書の背景および目的	1
2. 本報告書の内容	1
(1) 米国・英国におけるSPAC関連の制度に係る実態調査	1
(2) 米国におけるSPACに係る個別事例の調査	1
(3) 米国におけるSPACをめぐる市場の動向に係るデータの分析	2
(4) 諸外国における規制当局および市場の最新動向に係る調査	2
3. 本調査の担当者	2
II. SPAC制度の概要、世界での導入・利用動向	3
1. SPAC制度の概要	3
(1) SPACとは	3
(2) 米国のSPAC沿革	5
2. 世界での導入・利用動向	7
(1) SPAC制度を導入している国・地域	7
(2) 近年の米国・欧州市場におけるSPAC上場数・De-SPAC完了数	8
III. 各国のSPAC制度・動向	12
1. 米国	12
(1) SPACのIPO時及びDe-SPAC取引のスキーム	12
① SPACのIPO時の上場基準およびDe-SPAC取引における要求事項	12
② SPACのIPO時の規制当局・取引所による審査の程度およびその内容	24
③ SPACのIPO時の引受証券会社による審査の程度およびその内容	28
(2) De-SPAC完了時	31
① De-SPAC後（買収完了後）の上場維持基準	31
② De-SPAC時（買収時）の規制当局・取引所による審査の程度およびその内容	32
③ De-SPAC時（買収時）の証券会社による審査の程度およびその内容	36
(3) 開示	38
① SPACの上場時において必要とされる開示の具体的内容	38
② De-SPAC時において必要とされる開示の具体的内容	41
③ 上述の開示に関し虚偽記載があった場合の責任の所在および虚偽記載を抑制する仕組み	42
(4) SPACの経営陣・スポンサーに対する規律	44
(5) SPACに対する監査の内容	45
(6) その他	46
① ガバナンスに関して定められている規制など	46
② 内部統制に関して定められている規制など	46
(7) SPACに関連して発生した最近の問題事例	48
(8) 規制当局による制度変更や運用見直しの状況	49
2. 英国	50
(1) SPACのIPO時及びDe-SPAC取引のスキーム	50

① SPACのIPO時の上場基準およびDe-SPAC取引における要求事項	50
② SPACのIPO時の規制当局・取引所による審査の程度およびその内容	58
③ SPACのIPO時の引受証券会社による審査の程度およびその内容	59
(2) De-SPAC完了時	60
① De-SPAC後（買収完了後）の上場維持基準	60
② De-SPAC時（買収時）の規制当局・取引所による審査の程度およびその内容	61
③ De-SPAC時（買収時）の証券会社による審査の程度およびその内容	61
(3) 開示	62
① SPACの上場時において必要とされる開示の具体的内容	62
② De-SPAC時において必要とされる開示の具体的内容	65
③ 上述の開示に関し虚偽記載があった場合の責任の所在および虚偽記載を抑制する仕組み	67
(4) SPACの経営陣・スポンサーに対する規律	68
(5) SPACに対する監査の内容	68
(6) その他	69
① ガバナンスに関して定められている規制など	69
② 内部統制に関して定められている規制など	70
(7) SPACに関連して発生した最近の問題事例	71
(8) 規制当局による制度変更や運用見直しの状況	71
3. 2021年以前にSPAC制度を導入した諸外国における制度の説明	72
(1) ドイツ	72
① 市場概要	72
② SPAC制度の説明	73
(2) カナダ	77
① 市場概要	77
② SPAC制度の説明	77
③ CPC制度の説明	81
4. 2021年以降にSPAC上場制度を新規導入した諸外国における制度の説明	86
(1) シンガポール	86
① 市場概要	86
② SPAC制度の説明	86
③ 制度導入以降の市場動向	99
(2) 香港	102
① 市場の概要	102
② SPAC制度の説明	102
③ 制度導入以降の市場動向	112
IV. 米国におけるSPACに係る個別事例の調査	113
1. 個別事例調査の概要	113
2. 個別事例一覧	113
事例1: Churchill Capital Corp IV	114
事例2: Nebula Caravel Acquisition Corp	121

事例3: Act II Global Acquisition Corp	126
事例4: Mountain Crest Acquisition Corp	132
事例5: DD3 Acquisition Corp	137
事例6: Fusion Acquisition Corp	141
事例7: Alpha Healthcare Acquisition Corp	146
事例8: Haymaker Acquisition Corp II	151
事例9: GS Acquisition Holdings Corp	157
V. 米国におけるSPACをめぐる市場の動向に係るデータの分析	161
1. スポンサー属性に関する調査	161
2. ユニットの構成に関する調査	164
3. ターゲット企業の業種に関する調査	169
4. 買収時の対価構成に関する調査	173
5. SPACの償還請求の傾向	174
6. PIPEsに関する調査	176
7. SPACの上場日からDe-SPACの完了日までの期間（日数）	177
8. SPACのユニットの売買動向・リターン推移の分析	179
9. 米国のSPAC銘柄の平均的なパフォーマンスを示す指標と米国の代表的な株式指数インデックス指標との比較	187
10. De-SPAC後の業績予測に関する分析	189
VI. 参考	197
各国上場規程	197
VII. おわりに	198
【別添資料Ⅰ】第V章の主な分析の対象としたSPAC226件（2020年1月から2021年10月までにDe-SPACを行ったSPAC）のリスト	1
【別添資料Ⅱ】第V章 10. 「De-SPAC後の業績予測に関する分析」の対象としたSPAC50件のリスト	7
【別添資料Ⅲ】各国制度比較表	9
【別添資料Ⅳ】SPACへの規制等に関する米国規制当局公表資料一覧(2021年)	10
【別添資料Ⅴ】SPACへの規制等に関する英国規制当局公表資料一覧(2021年)	16
【別添資料Ⅵ】米国SPACのその他の事例	17
事例A: Fortress Value Acquisition Corp	17
事例B: Diamond Eagle Acquisition Corp	22
事例C: Social Capital Hedosophia Holdings Corp V	27
事例D: TKK Symphony Acquisition Corp	32
事例E: Sustainable Opportunities Acquisition Corp	37
事例F: Reinvent Technology Partners Z	42
事例G: KBL MERGER CORP. IV	47

I. はじめに

1. 本報告書の背景および目的

近年、米国では、Special Purpose Acquisition Company（特別買収目的会社、以下「SPAC」という）によるIPO（新規株式公開）が活発化しており、2020年にはSPACのIPO上場数が米国IPO上場数全体に占める割合が5割を超え存在感が高まっている¹。また、SPAC制度は米国のみならず、英国・フランスなど欧州をはじめとした海外の主要取引所でも導入されているところである。さらに、制度は導入されていたもののSPAC活用の件数が少なかった英国においては活用に向けた制度見直しが進められ、また2021年9月にシンガポール、2022年1月に香港などでもSPAC制度が正式に導入されている。

他方、米国における足元のSPACブームにおいて生じた諸課題について、規制当局である米国証券取引委員会(United States Securities and Exchange Commission、以下、「SEC」という)がSPACをめぐる動向を注視しており、投資家保護の観点から規制を強化する動きもみられる²。

こうした中、2021年に閣議決定された我が国の成長戦略実行計画において、「SPACを導入した場合に必要な制度整備について、米国をはじめとする海外の規制当局の対応やSPACをめぐる市場の動向、我が国の国際競争力の強化の視点を踏まえつつ、検討する」とされ、海外の動向を踏まえSPAC制度の検討を進める動きがある³。

2. 本報告書の内容

日本におけるSPAC制度の導入についての検討の動きを踏まえ、その検討に資するよう、本調査においては、米国・英国において既に導入されているSPAC関連の制度の在り方についての実態を調査し、SPAC制度の活用が進んでいる米国における個別事例や市場動向に係るデータを分析し、諸外国における規制当局および市場の最新動向を調査することを目的としている。

(1) 米国・英国におけるSPAC関連の制度に係る実態調査

我が国でSPAC制度を導入する場合に必要な制度整備を検討するに当たっての参考情報を収集する観点から、経済産業省経済産業政策局産業組織課（以下、「産業組織課」という。）と調査項目を協議の上決定し、米国および英国における現行のSPAC制度について詳細に調査を行った。

また、調査対象とする制度としては、法令のみならず、諸外国の上場規則をも含んでいる。調査方法としては、文献（現行規則などを含む）、ウェブサイト（規制当局のウェブサイトや企業の開示資料など）による調査・情報収集を主としながら、海外の実務家などへのヒアリング（オンライン）による調査・情報収集も行った。

(2) 米国におけるSPACに係る個別事例の調査

米国におけるSPACの状況について、(1)の実態調査および後述の(3)の分析では把握しきれない詳細な内容について把握するため、9件の個別事例の事例調査を行った。

また、事例調査対象については、産業組織課担当者と協議の上決定した。

¹ 「成長戦略実行計画」（2021年6月18日閣議決定）22頁 <https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/seicho/pdf/ap2021.pdf>

² SECのPublic Statementなどにおいて、SPACに関する声明を発出している。
<https://www.sec.gov/news/statements>

³ 「成長戦略実行計画」23頁 <https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/seicho/pdf/ap2021.pdf>

(3) 米国におけるSPACをめぐる市場の動向に係るデータの分析

SPAC活用状況や市場の動向についての基礎的な一次情報に加え、株式市場におけるパフォーマンスを定量的に把握する観点から、データの分析を行った。

なお、データ加工を施した分析結果は、図表で可視化し、本報告書において公表している。

(4) 諸外国における規制当局および市場の最新動向に係る調査

SPACの活用をめぐることは、諸外国においても制度変更や見直しの動きが進んでいることから、諸外国におけるSPAC制度の現状および課題などを調査するために、諸外国における規制当局の対応や市場の最新の動向に係る調査を行った。

3. 本調査の担当者

本調査のPwCあらた有限責任監査法人の体制は以下のとおりである。

業務責任者	パートナー	Wei	Ku
担当者	パートナー	澤山	宏行
担当者	パートナー	杉田	大輔
担当者	ディレクター	稲田	丈朗
担当者	シニアマネージャー	田野	雄一
担当者	シニアマネージャー	大平	亮
担当者	マネージャー	Jordan	Kitayama
担当者	シニアアソシエイト	Wenchun	Lee
など			

Ⅱ. SPAC制度の概要、世界での導入・利用動向

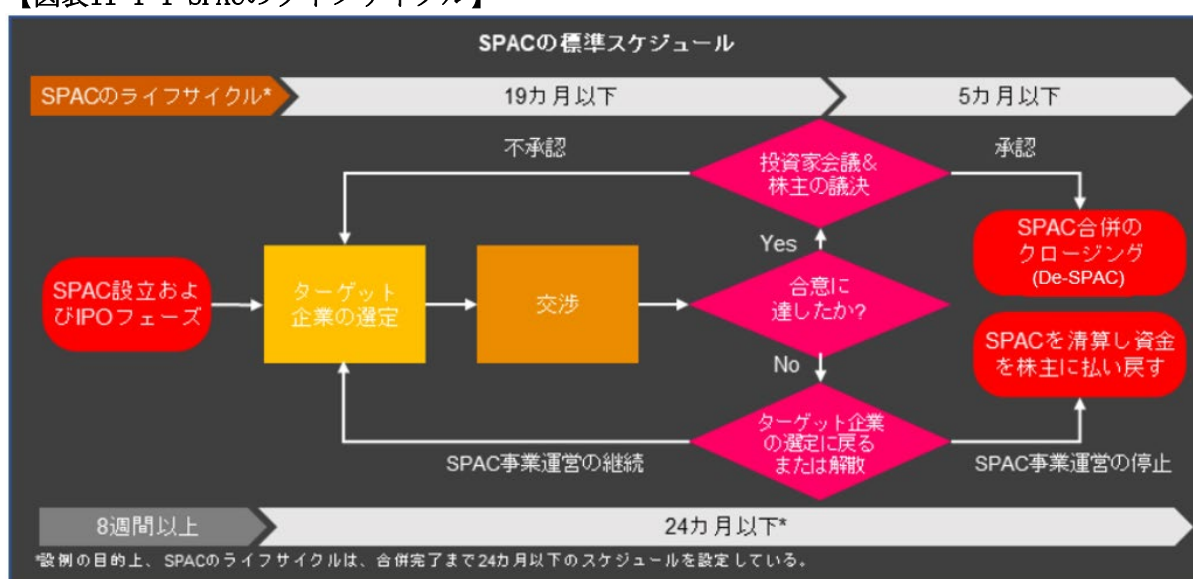
1. SPAC制度の概要

(1) SPACとは

SPACとは、通常の企業とは異なり買収のみを目的とし、設立直後に上場して資金を調達する特別目的会社のことを指す。

SPACは、非公開の事業会社である「ターゲット企業」を買収するために、新規株式公開（IPO）を通じた資金調達を行い、取引所に上場を申請し、上場会社となる。新規株式公開（IPO）後のSPACに買収された非公開会社は、実質的に自社のIPOを実施することなく上場企業になる。以下、近年最も注目を集めている米国の制度を念頭に、SPACの標準的な流れを説明する。

【図表II-1-1 SPACのライフサイクル】



● SPACの設立とSPACのIPO（通常2カ月以上）

SPACは、初期投資者（「スポンサー」を指す）の資金によって設立され、一定期間に不特定の1社以上の非公開会社（ターゲット企業）を買収する目的で設立される。SPACは買収のために新規株式公開（IPO）を通じた資金調達を行い、取引所に上場を申請し、上場会社となる。

● ターゲット企業の選定（通常19カ月以下）

基本的にターゲット企業の選定および買収完了までは18～24カ月の期間が定められることが多い。ターゲット企業の選定後、所定期間を買収取引を完了させる目標に向けて、デュー・ディリジェンスを実施し、ターゲット企業と合併契約についての交渉が行われる。

● De-SPAC（通常5カ月以下）

SPACは所定期間にターゲット企業の買収取引を行う、「De-SPAC」という手順を完了させる。買収後、ターゲット企業は公開企業（または公開企業の子会社）になる。SPACが期間中にターゲット企業を選定できない、あるいは合併が成立しなかった場合にはSPACは清算され、SPACのIPOで集められた資金は投資家に払い戻される。

● PIPEs (Private Investment in Public Equities、上場企業の私募増資の引受け)

PIPEsとは、SPACが私募でDe-SPAC買収取引用の資金を調達することを指す。
実務上、De-SPACのターゲット企業の選定後、De-SPACプロセスが正式に始まる前に、PIPEsという取引を実施することが多い。

投資家が償還権を積極的に行使する場合、SPACはIPOから調達した資金(後日De-SPACにおける買収対価に充当)を投資家に償還することによりDe-SPACにおいて買収対価の支払いに使用可能な資金に対する不確実性があり、このような不確実性を踏まえてDe-SPACに使用する資金が不足する懸念を緩和することがPIPEsを実施する主な理由である。

(2) 米国のSPAC沿革

SPAC制度導入の沿革は国によってもさまざまであるが、米国市場におけるSPACの沿革を説明する。

① ブランク・チェック・カンパニー (blank check company、白地小切手会社) からの経緯

SPACの歴史は、1980年代にOTC Bulletin Board⁴にてブランク・チェック・カンパニーの株式取引が開始されたことに始まる。1980年代当時の規制が緩かったため、将来の買収期待により株価を釣り上げて高値で個人投資家に株式を販売することにより、ブランク・チェック・カンパニーを用いた不正な証券詐欺が深刻な影響を及ぼしたことを受け、米国議会は1990年にSecurities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990 (PSRA法、以下、「ペニー・ストック改革法」⁵という)を制定し、可決した。

ペニー・ストック改革法では、「ブランク・チェック・カンパニー」は次のとおりに定義されている(ペニー・ストック改革法Sec. 508)

- (A) 確立した事業計画や事業目的を持たない企業または、
- (B) 他の会社などを合併したり、または、買収したりすることが事業計画・事業目的である企業。

また、ペニー・ストックの定義は、米国1934年証券取引法 (Securities Exchange Act of 1934) におけるsection 3(a) (51)⁶に定められている。ペニー・ストックとは、主として一般的に1株あたり5米ドル未満で取引される小さな会社の株式を指す。

ペニー・ストック改革法は、SECに関連規則を策定する権利を与えた。その後、SECはペニー・ストック改革法に基づいて、Rule 419⁷を制定・発表し、ブランク・チェック・カンパニーに関する詳細な要件を定め、ブランク・チェック・カンパニーとペニー・ストックを監督できるようになった。ブランク・チェック・カンパニーの定義と要件は以下のとおりである。

ブランク・チェック・カンパニーの定義

- (i) 確立した事業計画や事業目的を持たない企業、または、他の会社などを合併したりまたは買収したりすることが事業計画・事業目的である企業、かつ
- (ii) ペニー・ストックを発行している新興企業のことを指す。

ブランク・チェック・カンパニーの要件

- 調達資金は買収完了まで信託保管する必要がある
- 発行条件は開示する必要がある
- 買収取引に関する内容はSECに提出する必要がある
- 財務報告を作成し、SECに提出する必要がある

⁴ 米国における店頭(Over the counter、OTC)取引銘柄を取引する証券市場の一つである。現在、米国金融業規制機関(Financial Industry Regulatory Authority、FINRA)が管理・運営を行っている。

⁵ ペニー・ストック改革法

<https://www.govinfo.gov/content/pkg/STATUTE-104/pdf/STATUTE-104-Pg931.pdf>

⁶ 「17 CFR § 240.3a51-1 - Definition of “penny stock” .」

<https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.3a51-1>

⁷ 「17 CFR § 230.419 - Offerings by blank check companies.」

<https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.419>

② 現在のSPAC制度に至る構造

1990年代後半に起きたインターネット・バブル期にはテック企業が台頭し、ブランク・チェック・カンパニーの需要は急減したが、通常のIPOが難しい非公開企業に別の上場手段として、2003年にEarlyBird Capital Inc. がブランク・チェック・カンパニーの仕組みを使って、最初のSPACであるMillstream Acquisition Corporationを設立した。当初SPACを設立する際に、投資家の投資意欲を損なわないように、ブランク・チェック・カンパニーとしてのメリットを享受し、一方、Rule 419におけるブランク・チェック・カンパニーに対する制限である後述のデメリットを回避できるように設計した。

具体的には、SPACは株式発行する際に、全国的な取引所に上場し、純資産500万米ドル超として、ペニー・ストックの定義に当たらないように設定している。そして、ペニー・ストックを発行していないため、定義上「ブランク・チェック・カンパニー」に該当せず、Rule419におけるブランク・チェック・カンパニーに対する制限を回避することができた。

ペニー・ストックを発行しているブランク・チェック・カンパニーには以下のようなデメリットがある。

1. 証券（株式とワラント）は、企業買収が完了するまで上場できない。
「17 CFR § 240.3a51-1 - Definition of “penny stock”」(a) (2)に規定されているペニー・ストックの一つの要件は、全国的な取引所に上場されていないことである。よって、企業買収が完了するまで(ブランク・チェック・カンパニーの定義から外れるまで)、ブランク・チェック・カンパニーが発行している証券(ペニー・ストック)は上場できない。
2. 将来の見通しに関する情報開示のセーフハーバー(Safe harbor)という優遇措置が適用できない。
「15 U.S. Code § 78u-5 - Application of safe harbor for forward-looking statements」(b) (1) (C)⁸に規定されている、将来の見通しに関する情報開示のセーフハーバーの優遇措置は、ペニー・ストックを発行している会社には適用されないと明示されている。よって、ペニー・ストックを発行しているブランク・チェック・カンパニーには、セーフハーバー優遇措置が適用されない。

③ 2020年に米国資本市場で急増するSPAC

上述のとおり、SPACはかなり前から存在していたが、2020年以降現在に至る2年間にコロナ禍で米国資本市場の不安定性が強まるにつれて、SPACは再び脚光を浴び、特に米国資本市場において激増し、SPAC市場はかつてないほどの活況を呈した。

なお、米国SPACに関与したことがあるスポンサーや証券会社等⁹によれば、通常のIPOに比べて上場までの期間が短縮される点、買収条件についての高い柔軟性と確実性、成長性の高い企業の早期の発掘と投資が可能となる点、将来情報に関する開示が可能となっている点、経験豊富なスポンサーなどの未上場企業への関与がなされる点にSPACの利点があると考えているという意見があった。また、直近では、SECによる注意喚起や過熱化による資金調達の困難さ等もあったところだが、スポンサー経験者や証券会社等は今後、通常のIPOと並ぶ上場手段として定着するという考えの人が多く存在し、スポンサー経験者は引き続きSPACへの関与の意欲を有しているとのことである。

⁸ 「15 U.S. Code § 78u-5 - Application of safe harbor for forward-looking statements」<https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78u-5>

⁹ 米国のSPACスポンサー（組成者・マネジメントチーム）経験者や証券会社等への匿名でのヒアリングを行った結果に基づく記載であり、ヒアリング先の各個人の考えであることに留意されたい。以降、ヒアリング結果を踏まえた記載がある箇所は、その旨が分かるよう、「スポンサー経験者によれば、」といった記載を施している。

2. 世界での導入・利用動向

(1) SPAC制度を導入している国・地域

本報告書の調査時点(2022年3月)においてSPAC制度の導入が判明している国・地域は、以下のとおりである。なお、2021年以降に導入された国・地域については、括弧書きにおいて、導入時期を示している。

※日本語表記における50音順

【北米】

- ・アメリカ合衆国（本調査報告書では、「米国」という）
- ・カナダ

【欧州】

- ・イタリア共和国
- ・英国
- ・オランダ王国
- ・スイス連邦（2021年12月より）
- ・スウェーデン王国
- ・デンマーク王国
- ・ドイツ連邦共和国（本調査報告書では、「ドイツ」という）
- ・フィンランド共和国
- ・フランス共和国
- ・ベルギー王国
- ・ルクセンブルク大公国

【アジア】

- ・インド
- ・シンガポール共和国（本調査報告書では、「シンガポール」という）（2021年9月より）
- ・大韓民国
- ・香港（2022年1月より）
- ・マレーシア

【中東】

- ・イスラエル国
- ・アラブ首長国連邦

【アフリカ】

- ・エジプト・アラブ共和国（2021年11月より）
- ・南アフリカ共和国

(2) 近年の米国・欧州市場におけるSPAC上場数・De-SPAC完了数

近年の米国市場・英国を中心とした欧州市場それぞれのSPAC上場数・De-SPAC完了数について、以下のとおりである。

① 米国市場

2021年12月9日に、SEC 委員長Gary Gensler氏が講演した時に引用した文献におけるデータ¹⁰によると、SPACのIPO上場数について、2021年には610件(うち、NYSE¹¹ 181件、Nasdaq¹²429件)であり、2020年の245件に比べて、大幅に増加した。また、2021年における各四半期に上場したSPAC数は298件、64件、87件、161件であり、2021年4月にSECがワラントの会計処理について声明を出して以降は上場数が減少したが、2021年第四半期には徐々に回復する傾向が見受けられた。

また、De-SPAC完了数について、2021年には221件であり、2020年の92件に比べても同様に顕著に増加した。

¹⁰ SEC委員長Gary Gensler氏の講演資料

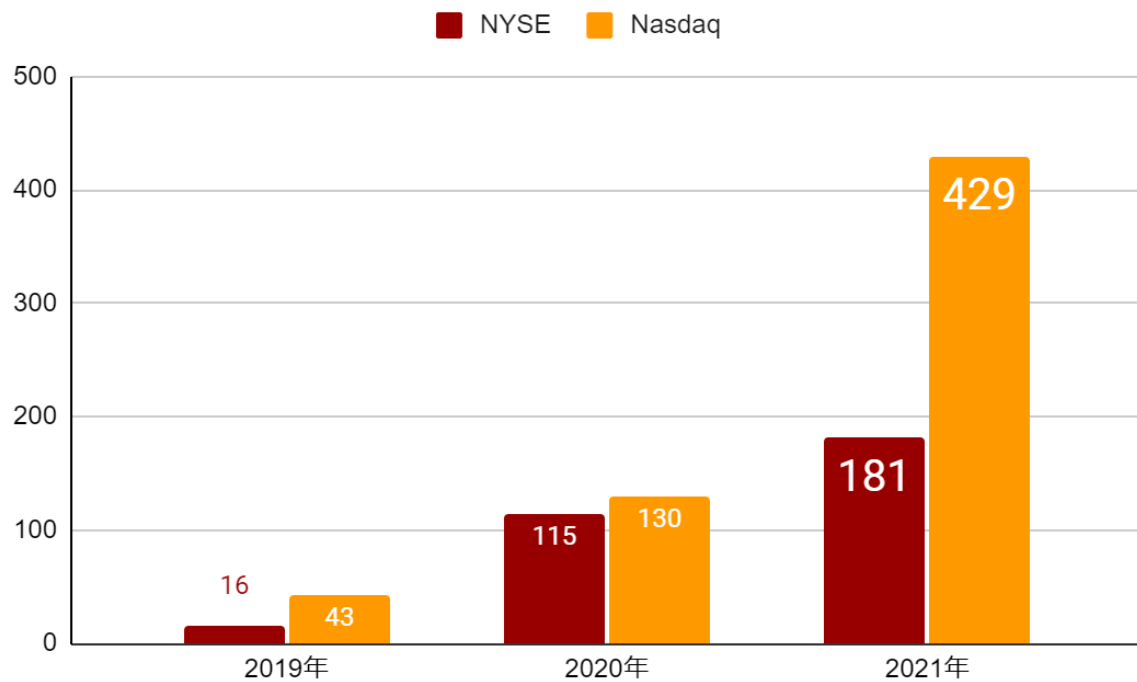
https://www.sec.gov/news/speech/gensler-healthy-markets-association-conference-120921#_ftn7

同講演の注記7におけるWhite & Case法律事務所の公表資料<https://www.whitecase.com/publications/insight/us-spacs-data-hub>.

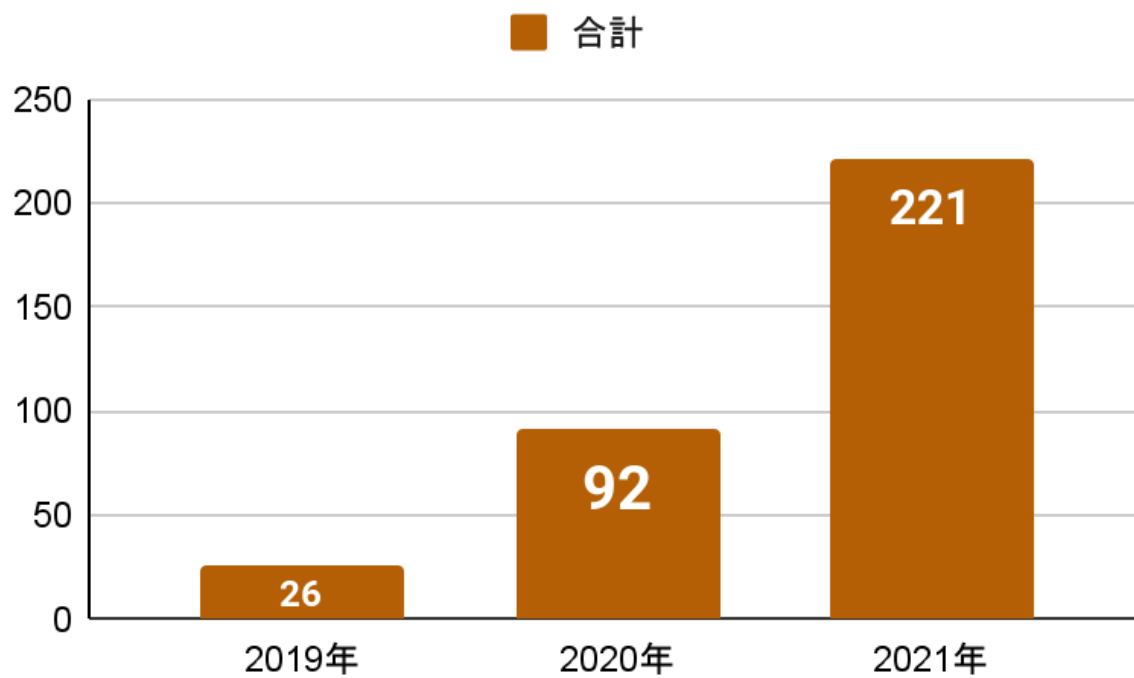
¹¹ 米国ニューヨーク証券取引所 (New York Stock Exchange、以下、「NYSE」という)。

¹² 米国ナスダック取引所 (National Association of Securities Dealers Automated Quotations、以下、「Nasdaq」という)。

【図表II-2-1 米国市場におけるSPAC上場数】



【図表II-2-2 米国市場におけるDe-SPAC完了数】

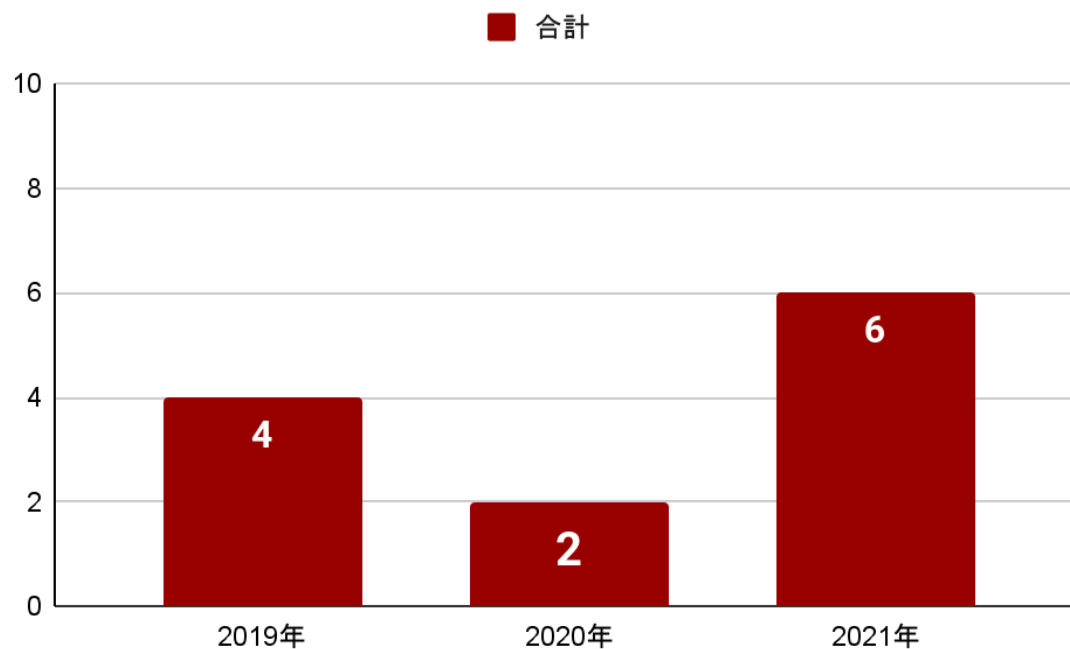


出典：White & Case法律事務所の公表資料のデータを基に作成

② 英国(欧州)市場

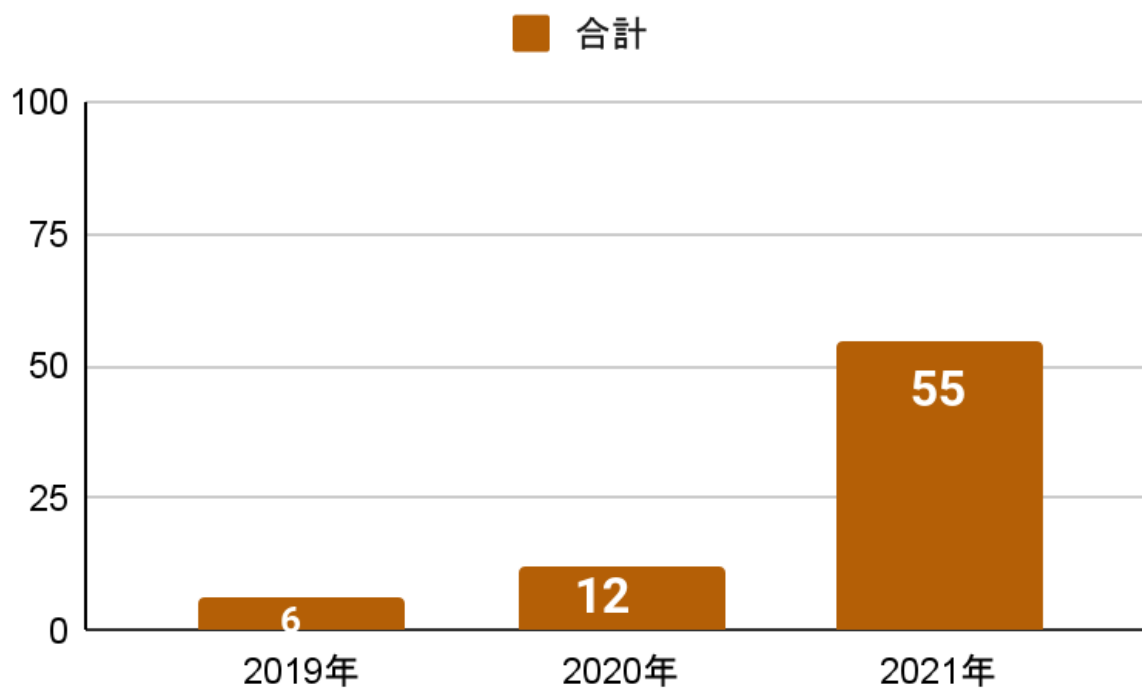
上述のSECの講演に引用した同法律事務所の公表資料によると、英国市場におけるSPACのIPO上場数について、2021年には6件であり、2020年の2件に比べて増加した。また、De-SPAC完了数について、英国市場における個別データの記載はないが、ターゲット企業が欧州市場に所属されているDe-SPAC完了数は、2021年には55件であり、2020年の12件に比べて増加した¹³。

【図表II-2-3 英国市場におけるSPAC上場数】



¹³ White & Case法律事務所の公表資料<https://www.whitecase.com/sites/default/files/2022-01/european-spac-and-de-spac-data-statistics-roundup-web.pdf>

【図表II-2-4 ターゲット企業が欧州市場に所属するDe-SPAC完了数】



出典：White & Case法律事務所の公表資料のデータを基に作成

Ⅲ. 各国のSPAC制度・動向

本章においては、近年SPACの活用が進んでいる米国、以前からSPACを導入していたものの米国ほど活用がなされていない英国を中心に、各国におけるSPACの制度・規制当局における対応や実務慣行等を解説する。先述のとおり、米国・英国以外の様々な国・地域でもSPACの導入は進められてきているものの、本章では、2021年以前から導入していた国であるドイツ・カナダ、2021年以降に導入された国であるシンガポール・香港の制度等についても概説している。

なお、各国のSPAC制度について比較した表は別添資料III参照。

1. 米国

(1) SPACのIPO時及びDe-SPAC取引のスキーム

① SPACのIPO時の上場基準およびDe-SPAC取引における要求事項

米国の主な証券取引所はNYSEとNasdaqである。NYSEよりも小規模な取引所であるアメリカ証券取引所（「American Stock Exchange」（2008年以前）、「NYSE American LLC」（2008年以降）、以下、「NYSE アメリカン」という）もSPAC上場制度を導入しているが、SPACが上場している主要市場はNYSEおよびNasdaqであるため、この主要な市場である2つの取引所（NYSEおよびNasdaq）の上場基準について焦点を当てている。なお、NYSE アメリカンのSPAC上場基準については、その概要を参考として示している。

SPACは上場基準が定める「買収会社」の定義を満たすため、各取引所の該当する上場基準がSPACに対して適用される。

● NYSEにおける要求事項

NYSEは米国のニューヨークにある世界最大の証券取引所である。NYSEには1つの取引市場しか存在しない。NYSE「Listed Company Manual」（以下、「NYSE上場規程」という）は上場会社の設立国に基づき、国内企業（Domestic Companies、NYSE上場規程102）と外国登録企業（Foreign Private Issuers、NYSE上場規程103）に区分され、それぞれ上場基準が定められている。

SPACに関する上場規程は、国内企業に適用するセクション「102.06 Minimum Numerical Standards - Acquisition Companies」に記載されている。外国登録企業は該当セクション「103.00 Foreign Private Issuers」に規定されているが、外国登録企業向けの上場基準に従うか、国内企業と同じ上場基準に従うかを選択することができる。そのため、国内企業でも外国登録企業でもSPACとしてNYSEに上場できるが、外国登録企業はSPACとしてNYSEに上場申請する場合、国内企業に関する上述のセクション「Acquisition Companies」（買収会社）の規定を適用するために、外国登録企業ではなく国内企業として上場申請する必要がある¹⁴。

¹⁴ NYSE上場規程「103.00 Foreign Private Issuers」規程は、SPACに限らず全上場会社に対して適用される。

「買収会社」の定義(NYSE上場規程102.06)¹⁵

「NYSEは、過去の運営実績がない会社（「買収会社」または「ACs」）の新規株式公開（IPO）を行う上場の適切性をケースバイケースで検討する。」

上場基準の詳細は、以下のとおりである。

SPACのIPO上場の特有の基準

証券発行における基準および規定

- 株主数・公開流通株式数に関する要件
株主数300名以上
公開流通株式数110万株以上
(外部者または一般株主の最低保有株式数についての特定の要件は設けられていない。)
- SPAC株式の最低発行価格要件
(1株当たり)4米ドル（実務上は1ユニット10米ドルで発行されることが多い）
- SPACによる最低資金調達規模に関する要件
最低資金調達規模に関するSPAC特有の要件はないが、上場基準一般において、以下のような最低時価総額が要求される。
1億米ドル（約100億円¹⁶）。
- 最低公開流通株式の時価総額に関する要件
8,000万米ドル(約80億円)以上。
- ワラント
上場規程にSPAC特有の規定はない。通常ワラントの上場基準が適用される。
以下の要点のとおり、多様なワラントの仕組みを米国SPACは実務上設計している。
 - 行使価格：実務上、11.5米ドルが多い。
 - 行使可能期間：通常、De-SPAC取引の完了時または提供日から12カ月後に行使可能である。De-SPAC取引が完了すると、De-SPAC取引の仕組みに応じて、SPACワラントは条件を変更せずに存続するか、または、取り消されて、存続会社が発行した同一条件のワラントに置き換えられる。SPACまたは存続会社の株価が特定の価格より高い場合、一般的には、「SPACワラントを行使しなければならない」という条件を設定することが通常である。
 - 行使期限日：通常、以下のいずれか早い日をワラントの行使期限日にする。
 - (a) DeSPAC取引の完了日から5年後の日
 - (b) SPACが定めるワラントの償還日De-SPAC買収期限に買収完了できず、清算された場合、SPACワラントは無価値になる。
 - 開示要求：上場規程に特に記載はなく、必須ではない。

SPACの上場時における取引に関する規定

- 投資家の適格性：制限なし。個人投資家もSPACの証券を購入することができる。

¹⁵ NYSE上場規程102.06

https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/document?treeNodeId=csh-da-filter!WKUS-TAL-DOCS-PHC-%7B0588BF4A-D3B5-4B91-94EA-BE9F17057DF0%7D--WKUS_TAL_5667%23teid-10

¹⁶ 本報告書全体を通じ、1米ドル約100円で換算している。

- プロ投資家の参加要件：上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。
- ユニット制度によるSPAC株式とSPACワラントの分離売買
 - ユニット制度：あり。SPACのIPO時にユニットを発行。
 - ユニットの構成要素：普通株式およびワラント。一部のSPACにおいて、ユニットの中にRight（日本語で「権利」の意）が含まれる例も存在する。SPACは、設定した仕組みに応じて、Rightにキャッシュレスエクササイズ(cashless exercise)¹⁷という仕組みを設けている。
 - SPAC株式とワラントの分離売買の可否：SPAC株式とワラントを分離して売買することが可能である。
 - 分離売買開始日：上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていないが、実務上、通常はIPOの52日¹⁸後にSPACユニットにおけるSPAC株式、SPACワラントはそれぞれ分離売買可能となる。よって、ターゲット企業の買収公表前に、分離を選択して売買することもあり得る。

SPACスポンサーと取締役

- スポンサーの定義：上場規程に明示はされていないが、SECの公表資料¹⁹によると「SPACを設立した経営陣」と定義されている。
- SPACスポンサー最低資本参加要件：上場規程上、特定の要件は設けられていない。
- SPACスポンサーの適格性：NYSEがスポンサーの適格性に関する審査を行う。なお、SPACのIPO時にスポンサーの経験・実績などが確認される(審査の要件の詳細は開示されていない)。また、ライセンス等スポンサーの資格（金融業の免許の必要性など）について規定はなく、求められていない。
- 創設株主や経営陣の構成変更がSPACの清算事由になることを定める規定の有無：上場規程には特に記載がなく、創設株主や経営陣の構成変更は、清算事由に該当しない。
- SPACの清算時の残余財産の分配に対するSPACのスポンサーの権利：SPACの清算時の残余財産分配に対するSPACのスポンサーの権利には制限がある。創設株主は、IPOの前に各自が所有する、またはIPOに関連して発生する私募で購入した、全ての株式(ワラントの転換による普通株式を含む)について、SPACの清算時の残余財産の分配に参加する権利を放棄する必要がある。

¹⁷ キャッシュレスエクササイズ(cashless exercise)の仕組みでは、投資家は、権利の行使時に、現金を支払わなくても、株式を取得することができる。例えば、SPACの株価が20.00米ドルの場合、権利11.50米ドルの行使価格は、権利ごとに0.575株を差し引くことによって支払われる(11.50米ドル/20.00米ドル)。よって、投資家は0.425株の形で8.50米ドル(20.00米ドル-11.50米ドル)の金銭的価値を受け取る。一方、SPACは、0.425株を発行し、現金を受領しない。

¹⁸ 主幹事証券会社が、発行会社などからグリーンシューオプション (Green Shoe Option) という株式を調達できる権利を付与されている。株式を調達するオーバーアロットメントにおいて、このオプションの行使可能期間は一般的に30日から45日に設定されている。主幹事証券会社が、この期間に市場で株式を調達することにより、SPACの市場取引価格を安定化させている。この期間が終わってから、ユニットを分離売買可能になることから、52日に設定されていると言われている。

¹⁹2021年5月25日SEC「What You Need to Know About SPACs - Updated Investor Bulletin」
「the management team that formed the SPAC, often referred to as the sponsor(s)」
<http://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-know-about-spacs-investor-bulletin>

SPACの上場後の継続義務・特有の基準

信託保管

- 調達資金の信託保管の要否：SPACは、IPOにより調達した資金の90%以上を信託保管する必要がある。
- 信託保管された資金の運用や運用収益、利息の取扱いなどの規定：上場規程に特に記載はなく、特段の制限はない。

スポンサー株式およびスポンサーワラント、または支配株主が保有するSPAC株式およびワラントについての譲渡および処分に関する制限

- 上場規程に特に記載はなく、特段の制限はない。ただし、実務上、SPACは、スポンサー株式およびスポンサーワラントの保有者と自主的に契約を締結し、以下のような譲渡および処分に関する制限を設けていることが多い。

○ スポンサー株式

- 契約上の譲渡制限を条件として、その再販売は、(特段の例外がない限り)1933年証券法に基づき登録されなければならない²⁰。
- ロックアップ(Lock up, 譲渡制限)はDe-SPAC取引の完了日から6カ月間から1年間として設定されることが多い。

○ スポンサーワラント

- 「制限付き証券」であるため、市場で転売できない。
- 契約上の制限条件として、一般的には、De-SPAC取引の完了後30日まで、譲渡または処分が制限される。

○ 支配株主が保有するSPAC株式およびワラントの譲渡および処分に関する制限：上場規程に特に記載はなく、特段の制限はない。

SPACのDe-SPAC取引の要求事項における特有の基準

存続会社の要件

- 株価：(1株当たり) 4米ドル、時価総額：1.5億米ドル(約150億円)以上。
少なくとも時価総額4,000万米ドル(約40億円)は、外部者(取締役、役員、発行済株式10%以上保有する大株主および彼らの関連当事者以外)が保有する必要がある。
- 裏口上場²¹に該当するかをNYSEが審査する。
- 推薦人²²の選任の要否：米国では推薦人の制度がないため、推薦人の選任は不要。

De-SPACターゲット企業の適格性およびPIPEsの要否

- ターゲット企業の種類および業種：上述した新規上場の要件が満たされる限り、De-SPACのターゲット企業の種類および業種などについての制限はない。
- PIPEsの要否：上場規程に特に記載がなく、PIPEsは必須ではない。

De-SPACのターゲット企業の規模

²⁰ Registration Under the Securities Act of 1933

<https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/registration-under-securities-act-1933>

²¹ NYSE上場規程703.08(E)によると、裏口上場とは、非上場企業が上場企業を買収し、実質的には非上場企業が支配しているにもかかわらず、上場審査を受けないまま、不適当な合併等による上場をすることを指す。

²² 推薦人とは、上場にあたり取引所に対して推薦書を提出する主幹事証券会社のことを指す。推薦人制度は、日本における上場推薦審査制度に相当する制度を指す。

- ターゲット企業の公正な市場価格が、信託保有する資金の80%以上でなければならない。
- 2社以上を買収する場合、公正な市場価格は、合計で信託保有する資金の80%以上であればよいとされている。

De-SPAC時の株式価値の希薄化防止の仕組み

- 上場規程上、スポンサーの報酬およびインセンティブに対する特段の制限はない。
- 米国における実務上の仕組み
 - スポンサー株式
 - 上場規程に特に記載はなく、特段の制限はないが、通常、IPO時にスポンサー株式はSPACの発行済株式総数の20%を占める（SPACスポンサーは、SPACのIPO前に、少額な金額を支払って（通常は2.5万米ドル）、スポンサー株式を取得する）。
 - DCS制度²³の活用
スポンサー株式はB種株式（普通株）として設定されて、De-SPAC時に転換比率1対1でSPAC株式に転換される。なお、IPO時に公募発行したのはA種株式（普通株）とされる。
 - スポンサーワラント
 - 購入価格&資金用途
スポンサーはSPACワラントの取得比率に応じて、私募でスポンサーワラントをそれぞれ1.00米ドルまたは1.50米ドルで購入可能である。
私募はIPOの公募期間終了と同時に終了する。この支払対価をIPOに関する管理費用や運転資金に充てる。
 - 一般的に、SPAC株式1株につき1/2のSPACワラントを取得する場合は1.00米ドルとする。また、SPAC株式1株につき3分の1（または3分の1未満）のSPACワラントを取得する場合は1.50米ドルとする。
 - スポンサー保有の株式に対する経済価値の希薄化防止の仕組み
SPACは、通常、スポンサーが保有している株式に対する経済価値の希薄化を防ぐためにSPACの上場時にスポンサー株式の割合に相当する存続会社株式の割合を受け取る権利をスポンサーに付与する。ただし、実務上、スポンサーとターゲット企業との交渉時に、スポンサーは、その権利を自ら放棄する場合が多い。
 - 開示要求：上場規程に特に記載はなく、必須ではない。

De-SPACのターゲット企業の買収取引に関する株主総会における株主投票

- 議決要件：上場規程上、株式発行がある場合のみ、De-SPACのターゲット企業の買収取引は株主決議をする必要がある（買収取引に関して株主の過半数の賛成が必要である）。ただし、実務上はDe-SPACのターゲット企業の買収取引は株主の決議を行う。また、上場規程上、過半数の独立取締役がターゲット企業の買収に同意する必要がある。
- 議決権制限の有無：上場規程に特に記載がなく、特段の制限はない（SPACの創設株主、スポンサーまたは取締役はターゲット企業の買収に対する議決権がある）。

²³ DCS制度は、デュアル・クラス・ストラクチャー(Dual Class Structure)ということを目指す。後述の「デュアル・クラス・ストラクチャー(Dual Class Structure)とは」の説明を参照。

- De-SPACに関する株主総会でターゲット企業の買収取引が否決された場合：上場規程のDe-SPACに関する要件によれば、De-SPACの期限内にターゲット企業の買収取引が完了していれば特に問題はなく、De-SPACの期限内に株主総会で買収が否決されたとしても、後日別の企業を買収し得ると考えられる。

De-SPAC時における株主の投票権および償還権の関連性

- De-SPAC時の株主総会における株主の投票権およびSPAC株式の償還権の関連性は、株主の承認の有無²⁴によって異なる。
 - 株主総会が開催される場合：上場規程に規定されている最低要件（minimum requirement）によると、反対した一般株主²⁵に償還権が与えられるに過ぎず、De-SPAC時の株主総会における株主の投票権とSPAC株主の償還権は一致しない。ただし、実務上は、上述の最低要件を超えて、SPACの定款または規約に、全ての一般株主にSPAC株式の償還権が与えられるという規定が含まれることが多いため、株主の投票権とSPAC株式の償還権は一致することが通常であると考えられる。償還権を行使した株主は、信託保管された金額（未払税金と運転資金を差し引いた金額）のうち、保有するSPAC株式数に応じて比例配分した金額の償還を受けられる。
 - 株主総会が開催されない場合：上場規程上、全ての株主に、SPAC株式の償還権が与えられる。償還権を行使した株主は、信託保管された金額（未払税金と運転資金を差し引いた金額）のうち、保有するSPAC株式数に応じて比例配分した金額の償還を受けられる。したがって、投票権と償還権は一致する。
- スポンサーが保有するSPAC株式の償還権の有無：株主総会が開催されない場合のみスポンサーにSPAC株式の償還権が付与される。

SPACの株主に償還可能な金額

- SPACの株主に償還可能な金額：SPACの株主は、De-SPAC取引に関する株主総会決議の時点における信託口座に保管されている金額（未払税金と運転資金を差し引いた金額）のうち、保有するSPAC株式数に応じて比例配分された金額に相当する現金の償還を要求する権利を有する。

²⁴ 株主総会を開催し、株主の承認が求められる場合は以下のいずれかの場合である。

1. 関連当事者(取引の対価として株式を発行する場合、当該取引に関連する取締役、役員、または実質的な株式保有者)がターゲット企業の5%以上(または合計10%以上)の権利を保有し、かつ現在や将来に発行予定の普通株、または普通株式に転換可能な有価証券の発行株数が発行前の発行済普通株式の5%、または当該発行証券が有する議決権が、発行前の流通株式における議決権の5%を超える可能性がある場合。
2. 発行時である（または発行時になる）普通株式の株数または議決権が、発行前(または普通株式に転換可能な有価証券が転換前)の発行済普通株式の株式数または議決権20%以上を占める場合。
3. 株式発行により、発行会社の支配権が変更される場合

De-SPACは、買収対価として株式発行に伴う、発行会社の支配権が変更されることが多い。

²⁵ 上場規程上、取締役、役員またはそれぞれの近親者、または発行済株式10%以上保有する株主を除いた株主のことを指す。

- 償還権の上限の設定の可否：De-SPACに対する株主総会が開催される場合は、SPAC株式の償還権に上限を設定することが可能である。償還権の上限は、少なくともSPACのIPO時発行した株式の10%である必要がある。
- 開示要求：上場規程に特に記載はなく、SPACが株主に償還可能な金額を開示することは必須ではない。

SPACの上場廃止および清算における特有の基準

De-SPACのターゲット企業の買収取引の期限

- De-SPAC取引の期限：IPO後36カ月以内（延長は認められない）。
SPACのIPO時の目論見書の開示によると、実務上、SPACは、De-SPAC取引の期限を24カ月間と自主的に設定していることが多い。
- De-SPAC取引の期限を延長する場合の規制当局および取引所の許可の要否：36カ月のDe-SPACのターゲット企業の買収期限は、延長が認められないため、SECや取引所の許可を求めることはできない。また、ターゲット企業の買収期限を自主的に24カ月以内に設定する場合、規制当局および取引所の許可は不要であり、さらに、最大12カ月まで延長することが可能である(24カ月+12カ月=合計36カ月)。

De-SPAC取引の期限までにDe-SPACが完了しなかった場合のSPACの上場廃止および清算

- 上場廃止：上場規程上、SPACの上場廃止が明示的に要求されている。
- 清算：上場規程上、SPACの清算が明示的に要求されている。

SPACの財務予測に関する開示における特有の基準

De-SPAC時の財務予測情報：SPACは、「(3) 開示」のセクションにおいて後述するセーフハーバー・ルール（Safe harbor Rule）を適用可能と解釈した上で、財務予測情報を任意に開示する。

● Nasdaqにおける要求事項

Nasdaqは、上場会社の規模に応じた、「Nasdaq Global Select Market」（以下、「NGS」という、Nasdaq 上場規程IM5300）、「Global Market」（以下、「NGM」という、Nasdaq 上場規程IM5400）および「Capital Market」（以下、「NCM」という、Nasdaq 上場規程IM5500）という3つの取引市場から構成される。

Nasdaq 上場規程5310(i)で明記されているとおり、買収会社がNGSに上場することは認められない²⁶。そのため、SPACがNasdaqに上場する際には、NGMかNCMが選択されることになる。

Nasdaqにおける要求事項は、「Listing Rules」（以下、「Nasdaq上場規程」という）が定める「IM-5101-2. Listing of Companies Whose Business Plan is to Complete One or More Acquisitions」に規定されている。

上場基準の詳細は、以下のとおりである。

²⁶ Nasdaq上場規程5310(i)

<https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/Nasdaq%205300%20Series>

「買収会社」の定義（Nasdaq上場規程IM-5101-2）²⁷

「新規株式公開（IPO）を完了し、特定の期間内に1つ以上の未特定の企業を合併または買収することが事業計画・事業目的である企業が、以下の上場要件を全て満たす場合、Nasdaqは当該企業の上場を認める。」

SPACのIPO上場の特有の基準

証券発行に関する基準および規定

- 株主数・公開流通株式数に関する要件
株主数：NGM市場400名以上、NCM市場300名以上
公開流通株式数：NGM市場110万株以上、NCM市場100万株以上。
（外部者または一般株主の最低保有株式数についての特定の要件は設けられていない。）
- SPAC株式の最低発行価格要件
（1株当たり）4米ドル。なお、実務上は1ユニット10米ドルで発行されることが多い。
- SPACによる最低資金調達規模に関する要件
最低資金調達規模に関するSPAC特有の要件はないが、上場基準一般において、以下のような最低時価総額が要求されている。
NGM市場：7,500万米ドル（約75億円）、NCM市場：5,000万米ドル（約50億円）。
- 最低公開流通株式の時価総額に関する要件
NGM市場：少なくとも時価総額2,000万米ドルである無制限の公開株式。
NCM市場：少なくとも時価総額1,500万米ドルである無制限の公開株式。
- ワラント
上場規程にSPAC特有の規定はなく、通常ワラントの上場基準が適用される。
また、実務上の仕組みはNYSEと同様のため、NYSEの該当セクションを参照。

上場における取引条件

NYSEと同様のため、NYSEの該当セクションを参照。

SPACスポンサーと取締役

- スポンサーの定義：NYSEと同様のため、NYSEの該当セクションを参照。
- SPACのスポンサーの最低資本参加要件：上場規程上、特定の要件は定められていない。
- SPACのスポンサーの適格性：上場規程には特に記載がなく、特段の要件は定められていない。また、ライセンス等スポンサーの資格（金融業の免許の必要性など）について規定はなく、ライセンス等の資格は求められていない。
- 創設株主や経営陣の構成変更がSPACの清算事由になることを定める規定の有無：上場規程に特に記載がなく、創設株主や経営陣の構成変更は、SPACの清算事由に該当しない。
- SPACの清算時の残余財産分配に対するSPACのスポンサーの権利：上場規程上、特段の制限はない。実務上、SPACとスポンサーは契約を通じて、SPACの清算時の残余財産分配にSPACのスポンサーが参加しないように制限する。

²⁷ Nasdaq上場規程IM-5101-2

<https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-5100-series>

SPACの上場後の継続義務および特有の基準

信託保管

NYSEと同様のため、NYSEの該当セクションを参照。

スポンサー株式とスポンサーワラント、または支配株主が保有するSPAC株式およびワラントの譲渡および処分に関する制限

NYSEと同様のため、NYSEの該当セクションを参照。

SPACのDe-SPAC取引の要求事項における特有の基準

存続会社の要件

- 存続会社には通常のIPOに適用される上場要件と同じ要件が適用される。
- 裏口上場に該当するかの審査：上場規程に特に記載はなく、特段の審査は実施されない。
- 推薦人の選任の可否：米国では推薦人制度がないため、推薦人の選任は不要である。

De-SPACのターゲット企業の適格性およびPIPEsの可否

- ターゲット企業の種類および業種：上述した新規上場の要件が満たされる限り、De-SPACのターゲット企業の種類および業種などについての制限はない。
- PIPEsの可否：上場規程に特に記載はなく、PIPEsは必須ではない。
また、実務上の仕組みはNYSEと同様のため、NYSEの該当セクションを参照。

De-SPACのターゲット企業の規模

- ターゲット企業の公正な市場価格が、信託保有する資金の80%以上でなければならない。
- SPACが2社以上を買収する場合、公正な市場価格は、合計で信託保管する資金の80%以上であればよいとされている。

De-SPAC時の株式価値の希薄化防止の仕組み

- 上場規程上、スポンサーの報酬およびインセンティブに対する特段の制限はない。
- 実務上の仕組み：NYSEと同様のため、NYSEの該当セクションを参照。
- 開示要求：上場規程に特に記載はなく、必須ではない。

De-SPAC取引に関する株主総会における株主投票

- 議決要件：NYSEと同様のため、NYSEの該当セクションを参照。
- 議決権の制限の有無：NYSEと同様のため、NYSEの該当セクションを参照。
- De-SPAC買収取引が否決された場合：
NYSEと同様のため、NYSEの該当セクションを参照。

De-SPACに関する株主総会における株主の投票権およびSPAC株式の償還権の関連性

- De-SPACに関する株主総会における株主の投票権およびSPAC株式の償還権の関連性：NYSEと同様のため、NYSEの該当セクションを参照。
- スポンサーが保有するSPAC株式およびワラントの償還権の有無：NYSEと同様のため、NYSEの該当セクションを参照。

株主に償還可能な金額

- 株主に償還可能な金額：NYSEと同様のため、NYSEの該当セクションを参照。

- SPAC株式の償還権の上限の設定の可否：NYSEと同様のため、NYSEの該当セクションを参照。
- 開示要求：上場規程に特に記載はなく、株主に償還可能な金額を開示することは必須ではない。

SPACの上場廃止および清算状況における特有の基準

De-SPAC取引の期限

- De-SPAC取引の期限：NYSEと同様のため、NYSEの該当セクションを参照。
- De-SPAC取引の期限を延長する場合における規制当局および取引所の許可の可否：NYSEと同様のため、NYSEの該当セクションを参照。

De-SPAC取引の期限までにDe-SPACが完了しなかった場合のSPACの上場廃止および清算

- 上場廃止：上場規程上、SPACの上場廃止が明示的に要求されている。
- 清算：上場規程上、SPACの清算は明示的に要求されないが、実務上、SPACは清算される。

SPACの財務予測に関する開示における特有の基準

De-SPAC時の財務予測情報：SPACは、「(3) 開示」のセクションにおいて後述するセーフハーバー・ルール (Safe harbor rule) を適用可能と解釈した上で、財務予測情報を任意に開示する。

● (参考) NYSE アメリカンにおける要求事項

2008年にNYSEにより買収されたNYSE アメリカンは、NYSEよりも小規模な取引所であり、上場取引所のもう1つの選択肢としてNYSEの厳格な上場および報告要件を満たすことができない中小企業により支持されている。

SPACは、NYSE American LLC Company Guide (以下、「NYSE アメリカン上場規程」という) に定める「買収会社」の定義を満たすため、NYSE アメリカンの該当する上場基準が適用され、NYSE アメリカンに上場することも可能である。

「買収会社」の定義(NYSE アメリカン上場規程Sec. 119)²⁸

「新規株式公開(IPO)を完了し、特定の期間内に1つ以上の未特定の企業を合併、または買収することが事業計画・事業目的である企業が、以下の上場要件を全て満たす場合、取引所は当該会社の上場を認める。」

NYSE アメリカンは、SPACのIPOに特有の定量的な上場基準を設定していないが、SPACがDe-SPAC時の買収を行うための継続的な責任(義務)の規定として、NYSEおよびNasdaqと類似の規定を設けている(NYSE アメリカン上場規程Sec. 119)

NYSE アメリカン上場規程Sec. 119. に規定されている、SPACに特有の規定の概要

- (a) IPOによる調達資金の90%以上を信託保管する必要がある。
- (b) IPO後36カ月以内に買収を完了すること、買収のターゲット企業の公正価値は信託資金の80%以上である必要がある。
- (c) 個々の買収取引については過半数の独立取締役が同意する必要がある。

²⁸ NYSE アメリカン上場規程Sec. 119

https://nyseamerican.wolterskluwer.cloud/company-guide/document?treeNodeId=csh-da-filer!WKUS-TAL-DOCS-PHC-%7BBF725D93-3685-43D1-B51C-FCDC5A4CF5C0%7D--WKUS_TAL_18737%23teid-14

- (d) 株主総会前に買収取引のために株主投票を行う場合、過半数の株主による同意する必要がある。
- (e) 株主総会を開催しない場合には買収が完了する前に、株主が保有している株式を償還する代わりに、それに対する信託保管口座にある総額のうち当該株主が保有しているSPAC株式数に比例配分した金額に相当する現金を受領する機会を全ての株主へ提供する必要がある。
- (f) De-SPAC時に、存続会社はIPO時の上場基準を満たす必要がある。なお、存続会社が当該基準を満たしていない場合には上場廃止となる。

また、NYSE アメリカン上場規程Sec. 119. (b) によると、買収のターゲット企業の公正価値は信託資金の80%以上である必要があるため、NYSEおよびNasdaqと同様に、NYSE アメリカンに上場するSPACは、ターゲット企業の買収を検討する際に、デュー・ディリジェンスの一環として、ターゲット企業の企業価値の評価を実施し、信託資金の公正価値の80%以上であるかを確認するものと考えられる。

(参考) SPACにおけるデュアル・クラス・ストラクチャーの活用 デュアル・クラス・ストラクチャー(Dual Class Structure)とは

デュアル・クラス・ストラクチャー(以下、「DCS」という)とは、企業が2種類の株式を発行し、それぞれ別の権利を付与する仕組みを指す。例えば、1種類の株式には(Class A stock、以下「A種株式」という)1株につき1個の議決権を付与し、もう1つの株式(Class B stock、以下「B種株式」という)については1株につき複数個の議決権を付与する、というような仕組みである。

通常、こうした仕組みを採用する上場会社においては、A種株式は資本市場で取引されるのに対し、B種株式は創業者を始めとする株式会社の現経営陣側が保有することが一般的である。

DCSを採用したIPO上場は、1980年代頃以降に主要取引所であるNYSEやNasdaqですでに認められている。2000年代以降、米国IT関連の新興企業において、創業者利益を確保したり、絶対的な経営主導権を把握したりするなどの趣旨で、DCSを活用し上場した事例がある。例えば、Nasdaqに上場したGoogle(現在、親会社であるAlphabet Inc.傘下、2004年)やFacebook(現Meta、2012年)などがある。2017年NYSEに上場したSnapは、3種類の株式の仕組み(Triple Class structure)を導入するなど、その他にも多くのIT関連の会社がDCSを採用し、上場を果たした。

SPACの一般的なDCSの仕組み

1. DCSを採用し、A種株式、B種株式の2種類の普通株式²⁹を発行する場合、SPACは、IPO前にB種株式をスポンサーに発行する。スポンサーは少額の金額(通常2.5万米ドル)を支払ってB種株式(通称、「スポンサー株式」)を取得する。

スポンサー株式の発行の上限の設定などに関する規定は上場規程に記載されていないが、スポンサー株式は、通常、SPACのIPO時の発行済株式総数の約20%を占めることが多い。

SPACは、後日、IPO時にA種株式を発行し、A種株式が資本市場で取引される。A種株式が資本市場で取引されるのに対して、B種株式はスポンサーを始めとする創設株主など株式会社の現経営陣側により継続的に保有される。

²⁹ 一般的に、米国では議決権の数が異なる場合でも、経済的な権利に差異がない株式(デフォルトの株式)をcommon stock(普通株式)と称する。日本の会社法では、法律上は種類株式に分類されるが、ここでは、主に米国の制度について説明しているため、便宜的に普通株式という通称を用いる。

2. IPO時からDe-SPACまでの間、スポンサー株式(B種株式)のみに、取締役を選任する議決権が付与されている。一般的に、株主の権利として、①利益配当請求権、②残余財産分配請求権、③株主総会における議決権などが挙げられるが、各SPACが発行する株式に関する設定と株主により保有される種類株式によって、各種類株式の株主の権利が異なる。例えば、スポンサー株式は、①と②の権利を有し、③の議決権については全ての株主(A種株式の株主およびB種株式の株主)にDe-SPACの買収取引に対する議決権があるが、IPO時からDe-SPACまでの間の取締役の選解任の議決権についてはスポンサー株式のみ(A種株式には議決権が付与されない)に付与されている、というような事例である。

SPACの性質上、SPACの重要な目標は、De-SPACの期限内になるべく早く買収取引を完了させることである。そのためDe-SPACまでの期間中に取締役会を安定的に運営させることが肝要で、取締役の選解任は想定されていない。上述したような種類株の設計によってスポンサーのみに取締役の選解任に対する議決権があり、取締役グループの組成、取締役会の安定性を確保かつ担保することが実務上、可能になる。

3. De-SPAC時に、スポンサー株式(B種株式)は公開市場で取引されているA種株式に自動的に転換される。

通常、De-SPACの買収対価の構成に株式が含まれる場合には、公開市場に取引されているA種株式が対象となる。

De-SPAC時に、スポンサー株式(B種株式)は1対1でA種株式に自動的に転換されて、SPACのA種株式は存続会社の普通株式に置き換えられる。De-SPAC完了後、上場会社の主体は、SPACではなく、存続会社になり、資本市場で取引される株式は存続会社の株式となる(De-SPAC時にスポンサー株式は自動的にA種株式に転換されるため、De-SPAC完了後、スポンサー株式は全て解消される)。

よって、De-SPAC買収取引における、ターゲット企業の株式への転換や、PIPEsによる新株の発行は、スポンサー株式の価値の希薄化効果を生じない。De-SPAC後、スポンサーは従来の持株比率に該当する経済価値を維持することが可能となる。

4. De-SPAC後、デュアル・クラス・ストラクチャーは継続的に存在する可能性がある。

会社により、理由はさまざまだが、De-SPAC後にもデュアル・クラス・ストラクチャー(DCS)を解消せず、継続的に保有することは可能である。

例えば、Nextdoor Holding Inc. (SPAC「Khosla Ventures Acquisition Co. II」の逆三角合併を通じて、2021年11月8日にNYSEに上場を果たした。以下、「New Nextdoor」という)は、De-SPAC後、社名を変更し、新しい定款を定めて、DCSの仕組みを継続的に保持している。通常のIPOの資本政策の考えと同じく、DCSの構造で存続会社の株主が単一の当事者によって、会社が緊密に保有・管理されていることに関連していると考えられる。

Nextdoor Holding Inc. の例

SPACのIPO時

2021年3月25日にKhosla Ventures Acquisition Co. IIが開示したIPOの登録届出書「DESCRIPTION OF SECURITIES」(137頁)によると、DCSの構造における、A種株式(IPO時に発行した株式)のほか、B種株式(議決権あり)およびK種株式(議決権なし)という2つのスポンサー株式という合計3つの種類株式がある。De-SPAC後、A種株式、B種株式およびK種株式は、各転換比率により、存続会社のA種株式に自動的に転換される³⁰。

De-SPAC時

³⁰ IPOの登録届出書

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001846069/000119312521094614/d255103d424b4.htm>

2021年7月6日にKhosla Ventures Acquisition Co. IIがファイリングしたDe-SPAC買収に関する開示書類であるForm 8-KおよびForm 8-KにおけるEx 99.3「Risk Factors of Nextdoor and KVSJ」によると、De-SPACの買収条件として、New Nextdoorは、経営陣と既存の株主に議決権を集中させるDCSを設計している。B種株式1株あたり10個の議決権を付与、A種株式1株あたり1個の議決権を付ける仕組みにより、B種株式を保有している執行役員、従業員、取締役および関連当事者ならびにその他の既存の株主が大部分の議決権を保有していることがリスク事項として開示されている³¹。

SPACが実務慣行上、DCSを採用する主な理由

米国の上場規程によると、DCSは必須要件ではないが、SPACがDCSを採用することが多い主な理由は以下のとおりと考えられる。

- DCSにより、スポンサーが安定的な経営基盤を持ち、SPACの日常業務やDe-SPAC買収取引を円滑に実施することが可能となる。
- スポンサーに付与される権利と他の株主に付与される株主の権利とを区別できる。

このようなDCSの仕組みの活用により、スポンサーが取締役会で安定的な経営基盤を持ち、De-SPACのターゲット企業を決定し、期限内に買収取引を成功させる可能性が高まると考えられる。

NYSEおよびNasdaqの上場規程における議決権に関する規定

「議決権」に関する規定は、NYSE上場規程「313.00, Voting Rights」およびNasdaq上場規程「5640. Voting Rights」に定められている。新たな株式を発行する際に、既に上場している普通株式の既存株主の議決権を削減または制限しない限りにおいては、NYSEやNasdaqのいずれにおいてもDCSの仕組みを導入することが認められる、よって、種類株式を発行することが認められ得る。

スポンサーのDCS制度活用により、一定程度の報酬を確保できることについての米国市場における考え方

米国市場以外に、投資家にとって魅力のあるグローバル企業を上場誘致するために、各国の取引所は近年にDCSの上場制度を続々導入した。（日本は2008年に導入し、2014年に初めて議決権の少ない株式のIPO事例「サイバーダイナミクス社」があった。2018年にシンガポール、香港はDCS上場制度を導入した）。

米国市場において現時点では、NYSEおよびNasdaqはSPACが採用しているDCS制度に対する特有の審査基準や、DCS制度の活用により、スポンサーがもらえる報酬の上制限などを設けていない。米国の資本市場における一貫している特徴である、マーケットメカニズムに任せて、投資家は投資判断を自分自身で行えるという考え方に基づいていると考えられる。

② SPACのIPO時の規制当局・取引所による審査の程度およびその内容

米国においては、SPACのIPOでは、通常のIPOと同じく、投資家への開示を徹底することに重点が置かれ、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と考えられる。よって、SPACが規制当局であるSECに提出し、審査を受ける登録届出書の内容がSPACのIPO時の審査の重点であると考えられる。

- SEC

³¹ Form 8-K「Item 1.01 Entry into a Material Definitive Agreement The Merger」
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001846069/000119312521208491/d189531d8k.htm>
Ex 99.3「Risk Factors of Nextdoor and KVSJ」
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1846069/000119312521208491/d189531dex993.htm>

○ SPACのIPO時の登録届出書(Form S-1、以下、「S-1」という)

SPACのIPO上場申請する時に、公募発行する予定のユニット、株式およびワラントを登録するため、SPACが非公開でSECにS-1登録届出書を提出する必要がある。

SPACのIPOの準備段階においては、証券会社がアドバイザーとして、SPACのIPOの準備の各段階を支援し、デュー・ディリジェンスを実施する。

SPACの上場申請書類の提出後、SECの審査コメントにより上場申請書類を修正しつつ、スポンサーは同時に引受シンジケート団における各引受証券会社を正式的に選任し、SPACが証券会社と「Underwriting Agreements」という引受契約を締結し、株式の発行および取引に関する事項を約定する。SPACは、最終的にSECの承認を得た時点で、速やかにS-1を公的に開示して、IPOによる上場を果たす。

通常、SPACは、「Emerging Growth Companies」（日本語では、「新興成長企業」の意）としてファイリングされるため、IPOの審査関連の規制が緩和されている。

Emerging Growth Companies(新興成長企業)とは

2012年に通過した米国法令「Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)」により、1933年証券法と1934年証券取引法が改正され、新たに「Emerging Growth Company」（新興成長企業）というカテゴリーが導入された。新興成長企業の市場内外での資金調達力を高め、公開企業となるタイミングを自ら決定することを認める内容となっている³²。

新興成長企業の維持条件

「Emerging Growth Companies」とは、直近事業年度で年間総売上高10.7億米ドル未満の企業をいい、次のうちの最も早く到来する日まで新興成長企業としての地位を維持することができる。

- 年間総売上高10.7億ドルを超えた事業年度の翌事業年度末
- IPOから5年経過した日が属する事業年度末
- 過去3年間で発行した社債（転換社債を除く）の発行額が10億米ドルを超えた日
- 証券取引法Rule 12b-2における「Large Accelerated Filer」³³という報告企業の対象になる日

新興成長企業に対するIPO関連の規制緩和

- 開示資料について
 - 開示義務などの緩和
新興成長企業は、役員報酬など重点事項の開示義務が緩和される。
 - 公開に必要な財務情報の削減
新興成長企業について、S-1に記載すべき財務情報は、過去2年間の財務情報で足りることになり、提供が必要な財務データは監査済の財務報告書に記載された期間のみでよいことになる。

³² SECが公表した新興成長企業(Emerging Growth Company)の説明資料
<https://www.sec.gov/smallbusiness/goingpublic/EGC>

³³ Large Accelerated FilerとはPublic Float（公開株）が7億米ドル以上を有する早期登録大規模報告企業を指す。
<https://www.sec.gov/corpfin/secg-accelerated-filer-and-large-accelerated-filer-definitions>

(通常企業の場合、過去3年間の財務情報、または過去5年間の財務データが要求される。)

○ 内部統制に関する監査証明書は不要

新興成長企業は、Sarbanes-Oxley Act (SOX法、サーベンス・オクスリー法) で求められている年次報告書 (Form 10-K) での内部統制に関する監査法人の証明書の提出は不要である。

(通常企業の場合、内部統制を整備して、運用する必要がある。また、内部統制は監査法人の監査を受けて、監査法人からの証明書が要求される。)

○ 特定の会計基準の変更について、適用延期が可能である。

● 対投資家側について

届出前後の適格機関投資家 (Qualified Institutional Buyers、Institutional Accredited Investors) とのコミュニケーション規制が緩和されており、届出の前後を問わず、適格機関投資家と適格投資家に対し、「test-the-water communications」という、株式募集に対する関心の有無についてヒアリングすることができる。

○ SECにおける審査

米国SPAC経験者へのヒアリングにより、SPACは実際には営業活動がないため、SECの審査期間は通常のIPOより短く、通常とは異なりSPACのスポンサーに関する事項に審査重点が置かれる。

- スポンサーの属性、構成
- スポンサーのSPACに対する潜在的な利益相反事項有無
- スポンサーが買収する予定の「業種」に関する専門知識、過去経験を有しているかどうか (IPOの時に、買収する予定のターゲット企業は特定不可。もし既に特定対象がある場合、別途SECの開示規定を適用する必要がある)
- スポンサーの買収取引に対する支配可能な議決権割合

○ 直近の動き

■ SEC委員長による「SPACに対する審査の強化」発言

2021年12月9日に、SEC 委員長であるGary Gensler氏がHealthy Markets Association³⁴に演説した時に、健全な資本市場の発展についてSPACに対する審査を強化すると発言した。

その後、当日Gary Gensler氏の演説内容³⁵はSECのホームページにも公表されているため、SEC当局の見解だと考えられる。

「投資家はSPACに投資する際、通常のIPOと同様の投資家保護を受けていないと思う」と述べて、市場に対して投資家保護に関する注意喚起を行った。また、投資家保護のギャップを埋め、情報の非対称性、利益相反、不正の可能性を減少させるために、SPACに関する開示、市場慣行状況、およびゲートキーパーの義務を審査重点事項とすることについて、Gary Gensler氏がSECのスタッフに提案を求めた。

³⁴ Healthy Markets Association (<https://healthymarkets.org/>)

株式や債券を購入して運用する側 (バイサイド) の非営利な組織であり、資本市場参加者、投資家を教育し、市場構造の改革を促進することを目指している。

³⁵ SEC委員長Gary Gensler氏の演説内容<https://www.sec.gov/news/speech/gensler-healthy-markets-association-conference-120921>

今後SECは、Gary Gensler氏が言及した以下の項目についてより厳しく審査することと考えられる。

➤ **開示義務の明確化**

- ◆ SPACにおける各段階で発生する可能性がある手数料、財務情報の予測、希薄化効果、利益相反状況。
- ◆ 投資家の投資意思決定時に、上述の開示をどのように受け取ることができるか。

➤ **市場慣行状況の考慮**

- ◆ De-SPAC時のターゲット企業に不適切な買収条件が付いていないかどうか。
- ◆ 今後、De-SPACを発表する時点で、より完全な情報を開示することが求められる可能性がある。

➤ **ゲートキーパー(取締役、役員、スポンサー、財務アドバイザー、会計士を含む)の責任義務の強化**

- ◆ ゲートキーパーと投資家との間のインセンティブの一致性。
- ◆ ゲートキーパーの責任義務の強化。

■ **「中国に関わりのあるSPACに対する開示資料の審査」の強化**

2021年12月に、SECのCorporation Finance部門は、「Sample Letter to China-Based Companies」³⁶を発表した。(1)中国に拠点を有するスポンサーや、(2)中国に重要拠点を構えるSPAC、(3)執行役員/または取締役の過半数が中国を拠点としている、(4)中国と重要な関係を有している、(5)検討中のDe-SPACのターゲット企業が中国企業であるなどの場合は、これらの状況に関する特定の開示を会社が果たしているかどうかを同部門が審査する。

列挙されている具体的な開示内容は以下のとおりである。

- SPACの業務に関連するリスク、およびSPACの契約に基づき投資家が権利を行使する際に、彼らに影響可能性がある課題。
- 中国の法律または規制が、中国の事業会社(De-SPACターゲット企業)とのDe-SPAC取引を完了するSPACの能力に与える可能性のある影響、または株主償還権を含むDe-SPAC取引に関連するキャッシュ・フローに与える影響。
- De-SPAC後、中国に本拠を置く企業への投資に関連するリスク。(このリスクには、その企業の事業または業種に対する中国政府の規制も含まれる。)

取引所による審査

NYSEおよびNasdaq取引所の上場規程、上場申請書類、または公表物などによる、SPACのIPO時の特有の主な審査項目は以下のとおりである。

● NYSE

○ NYSEの審査程度および内容

NYSE上場規程「102.06 Minimum Numerical Standards - Acquisition Companies」において、上述した定量的な上場基準以外に定性的な審査項目も定める。

³⁶ Sample Letter to China-Based Companies

https://www.sec.gov/corpfin/sample-letter-china-based-companies?utm_medium=email&utm_source=govdelivery#_ftnl

■ 状況に応じた個別的な審査(case-by-case) (NYSE上場規程102.06)における具体的な審査項目。

- 経営陣の経験および記録
- 買収会社強制解散前の企業結合完了までの所要時間
- 経営陣報酬の性質および内容
- 買収会社に対する経営陣の所有権、株式譲渡制限
- 信託した資金の割合は、企業結合の公正価値で表す必要がある
- 企業結合を承認するために必要な公開流通株式の議決率
- 買収会社が証券売却による調達資金の信託割合
- 投資家保護および公共利益などへ影響があるその他項目

○ NYSE上場申請書類

NYSEは、SPAC向けの特有の上場申請書類を設けていないため、SPACは通常のIPOと同じ上場申請書類³⁷を使用する。

● Nasdaq

○ Nasdaqの審査程度および内容

Nasdaqの上場規程にはSPAC特有の審査項目の公表は特にされていない。

○ Nasdaq上場申請書類

Nasdaq上場申請書類³⁸によると、SPAC向けの特有の上場申請書類を設けており、SPACのIPO時の上場申請書類には、以下のとおりの特有の項目があるため、SPAC向けの特有の審査項目³⁹だと考えられる。

- 上場規程IM-5101-2(a)により、IPOによる調達資金の90%以上の信託保管の有無
- 上場規程IM-5101-2(b)により、規定された期間内に企業結合を完了する予定の有無
- 企業結合について、会社の独立取締役の過半数によって承認される予定の有無
- 企業結合について、株主総会で普通株式の過半数によって承認される予定の有無
- 上場規程IM-5101-2(d)により、株主の株式転換権の保有の有無
- 会社が委任状を提出し、公開買付けに基づいて、全ての株主に償還権（比例配分で）を付与する予定の有無
- 信託保管ファンドを事業買収以外の目的で使用しない（自己株式の買戻しを含む）ことについての目論見書への記載の有無。なお、記載がない場合、他の許可された目的を説明する必要がある。⁴⁰
- ユニットの構成およびユニットの分離売買開始期間

③ SPACのIPO時の引受証券会社による審査の程度およびその内容

引受証券会社の任命

³⁷ NYSE上場申請書類 https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/Full_Application.pdf

³⁸ Nasdaq上場申請書類https://listingcenter.nasdaq.com/Forms_Preview.aspx

³⁹ SPACのIPO時の上場申請書類「Listing Application - Initial Public Offering for SPACs」<https://listingcenter.nasdaq.com/ViewPDF.aspx?setapp.aspx?Preview=IPO&Type=SPAC&AppType=1&Print=N&filenm=Listing%20Application%20-%20Initial%20Public%20Offering,%20Direct%20Listing%20or%20Distribution%20Spinoff>

⁴⁰ 「他の許可された目的」の具体的な内容については、当該上場申請書類に明示されていない。

SPACがSECからS-1の承認を得た後、株式発行、上場取引の準備を行う。上場準備にあたって、「Underwriting Agreements」という引受契約をSPACが証券会社と締結し、株式発行、上場取引に関する事項を約定する。

引受証券会社の任命の必要な手順は特に規定されていないが、実務上、開示された引受契約の署名者は会社の取締役会議長であることが一般的である。また、デュー・ディリジェンスの一環として、引受証券会社はオブザーバーとして、会社の取締役会に参加するので、引受証券会社の任命は、少なくとも取締役会で決議または報告されていると考えられる。

IPO時の引受証券会社の役割

● 一般的な引受証券会社の役割

米国では、SPACのIPOは通常のIPOと同じく、投資家への開示資料以外に、引受証券会社によるデュー・ディリジェンスを徹底することに重点が置かれている。なお、SPACスポンサー経験者や現地証券会社によれば、ユニットにおけるワラントの商品設計、スポンサーの適格性含めたSPACの構造、適切な開示の有無という点は重要性が高いと考えているとのことである。

また、通常のIPO時のような単なる引受業務を担う役割と比較して、引受証券会社はSPACに関するさまざまな役割を担う可能性があるため、SPACは引受証券会社のデュー・ディリジェンスを受ける以外に、引受証券会社との利益相反事項などの有無を確認し、適切な開示をする必要がある。

● SECの求める引受証券会社の役割

SECの要求により、引受証券会社はSPACに引受業務以外のサービスを提供する場合、自らの利害関係などを審査する必要がある

2020年12月22日、SECは「CF Disclosure Guidance : Topic No. 11」⁴¹を公表し、引受証券会社は引受業務以外のサービスを提供する場合、IPO書類およびDe-SPAC書類に引受証券会社に関する報酬や、利害関係などの開示を促している。

引受業務以外のサービスの事例については、アメリカ法曹協会(American Bar Association)において、2021年8月13日の記事⁴²に掲載のとおり、通常のIPO時と比較して、引受証券会社はSPACに関するさまざまな役割を担う可能性があり、De-SPAC買収先の仲介、De-SPAC取引に関する資本市場アドバイザー、財務アドバイザーなどがある。

よって、引受証券会社はSPACのIPO時およびDe-SPAC時に必ずデュー・ディリジェンス⁴³を実施し、重要性がある開示情報の正確性と網羅性、および買収先に関する財務状況を審査する。

また、上述のSECの「CF Disclosure Guidance : Topic No. 11」に応じて、引受証券会社は、SPACと引受証券会社自らに関する情報開示の適正性も審査する。

● FINRAの求める引受証券会社の役割

⁴¹ 「CF Disclosure Guidance : Topic No. 11」

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

⁴² American Bar Association 「A Bridge Over Troubled Waters: The Role of Due Diligence in Mitigating SPAC Litigation Risks」

https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2021/08/spac-litigation-risks/

⁴³ デュー・ディリジェンス開示についてのSECガイドライン :

「17 C.F.R. § 230.176 Circumstances affecting the determination of what constitutes reasonable investigation and reasonable grounds for belief under section 11 of the Securities Act.」

米国金融業規制機関Financial Industry Regulatory Authority(以下、「FINRA」という)は、米国において証券会社などの行動を監視・規制する組織であり、米国の証券仲介ブローカー業務を行う団体はFINRAに登録し、認定を受ける必要がある。

FINRAにおける引受証券会社のSPAC審査ガイダンス

2008年、FINRAは、「Regulatory Notice 08-54 Guidance on Special Purpose Acquisition Companies」を公表し、引受証券会社がSPACを審査する時のガイダンス⁴⁴を提供している。SPACのIPO時に引受証券会社の主な審査項目は以下のとおりである。

- SPACは特有のリスクがあるため、引受証券会社が必ず(投資家へ推薦する時に)適合性分析を実施しなければならない。
- 適合性分析の義務を果たすために、引受証券会社が必ずSPACを理解して、合理的な根拠を有する必要がある。よって、引受証券会社がSPACに特別な審査ガイドラインを定めて、検討する必要がある。
- 引受証券会社がSPACのマーケティング資料の正確性および中立性を確認する必要がある。なお、マーケティング資料を配布する時に、SPACの投資に関連する全てのリスクの公正な説明を提供する必要がある。

引受証券会社のSPACのIPO時の審査資料

2021年10月にFINRAが引受証券会社にSPAC引受に関する金融検査を実施した⁴⁵。FINRAから引受証券会社へSPACに関する依頼資料リスト第1項によると、引受証券会社がSPACのIPO時に以下の項目に係る資料を入手し、審査していると考えられる。

(iii) デュー・ディリジェンス

(iv) 適合性

(v) 利害関係

(vi) 私募取引

今回の金融検査の背景

2021年7月22日に、FINRA委員長Robert Cook氏は、Securities Industry and Financial Markets Association(証券会社、銀行、資産管理会社を代表する米国の業界団体である、以下、「SIFMA」という)の「Compliance and Legal Virtual Conference」というオンライン会議に出席した際に、SPACを利用し資金調達するという市場動向をFINRAが注視し、近いうちに金融検査を実施すると発言した⁴⁶。今回の金融検査の背景とし

⁴⁴ 2008年にSECがNYSE、NasdaqのSPAC上場制度の導入を承認した。

<https://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2008/34-57785.pdf>

<https://www.sec.gov/rules/sro/nasdaq/2008/34-58228.pdf>

上述の上場制度の導入の承認を踏まえて、FINRAが引受証券会社のSPAC審査ガイダンスを発表した。<https://www.finra.org/rules-guidance/notices/08-54>

⁴⁵ 2021年10月に、FINRAが「TARGETED EXAM LETTERS」を発表し、引受証券会社にSPAC引受に関する金融検査を実施した。

<https://www.finra.org/rules-guidance/guidance/targeted-examination-letters/special-purpose-acquisition-companies-spacs>

⁴⁶ Robert Cook氏の発言に関する関連記事<https://www.jdsupra.com/legalnews/finra-lives-up-to-its-name-announces-9233442/>

<https://www.sidley.com/ja/insights/newsupdates/2021/07/finra-announces-impending-special-purpose-acquisition-company-sweep>

<https://www.mintz.com/insights-center/viewpoints/2401/2021-07-26-spacs-and-scams-finra-announces-new-sweep-exams>

ては、2021年3月以降にSPACに対してSECが投資家への注意喚起などを行ったこととも関連し、規制当局によるSPACへの一連の金融規制監督の一環であると考えられる。

(2) De-SPAC完了時

① De-SPAC後（買収完了後）の上場維持基準

De-SPAC時の上場維持基準は、NYSE・Nasdaqにおいて、それぞれ以下のとおりである。

なお、De-SPACの手法としては、買い手が買収用子会社を設立し、その買収用子会社が消滅会社、ターゲット企業が存続会社となり、買収用子会社とターゲット企業が合併（吸収合併）するスキームである逆三角合併がとられることが多い。その他の手法によるDe-SPACの事例もあり、第IV章個別事例を参照。

● NYSE

- NYSE上場規程「802.01 Continued Listing Criteria-After Consummation of Business Combination(i)~(iv)」に定められている。
 - 株価(1株当たり)：4米ドル
 - 時価総額：1.5億米ドル
 - 公開流通株式の時価総額：4,000万米ドル
 - 株主数および公開流通株式数に関する基準は、通常のIPO時の上場基準102.01Aに準ずる
- NYSE上場規程102.06によると、買収のターゲット企業(1社以上)の公正価値は信託資金の80%以上を有する必要がある。

● Nasdaq

- 存続会社に対する上場維持基準は通常のIPO時の上場規程に準ずる。(Nasdaq上場規程IM-5101-2(d))
- 買収のターゲット企業(1社以上)の公正価値は信託資金の80%以上を有する必要がある。(Nasdaq上場規程IM-5101-2(b))

② De-SPAC時（買収時）の規制当局・取引所による審査の程度およびその内容

SPACはDe-SPACを実施する時に、以下の書類を作成、提出し、SECまたは取引所の審査を受ける必要がある。

● SECによる審査

○ De-SPAC買収取引を実施する前に、株主への買収承認を求めるための委任状(proxy statement)開示およびForm S-4 報告書を提出

■ 委任状(proxy statement)

SPACがターゲット企業を確定して、発表する時に今後De-SPAC買収取引を正式に実施するために、株主総会を開催して株主の承認を得る必要がある。また、株主総会を開催するために、委任状(proxy statement)を作成して、株主総会開催前にSECに提出して審査を受けて、審査完了後に株主へ配布する必要がある。

■ 委任状の重要な開示内容

委任状は総会当日に投票される議題などを記載し、公開が義務付けられた書類である。開示する内容や情報の妥当性または正確性により株主投票結果に影響を与えるため、SECは委任状の開示内容を審査する。

なお、SECの審査完了後に、株主総会を開催することが可能なので、

De-SPAC買収取引の所要時間を短縮するために、通常SPACは発表直後に速やかに委任状をSECに提出する。

委任状の重要な開示内容は主な以下のとおりである。

➤ 全般

提案されているターゲット企業や、買収取引の説明やガバナンスに関する事項。

➤ 財務情報

ターゲット企業の財務情報（過去の財務諸表、経営陣による議論と分析（Management discussion and analysis, MD&A）、合併の影響を示すプロフォーマの財務諸表など）。

SECの委任状規定における必要な財務開示情報⁴⁷によると、ターゲット企業の規模によって、ターゲット企業の2年または3年の監査済財務諸表および中間財務諸表を提出する必要がある。

もしターゲット企業の監査済財務諸表がない場合、委任状の提出のタイミング、株主総会開催の日程、またはDe-SPAC買収取引完了までの所要時間などが大幅に遅れる可能性があると考えられる。

➤ 内部統制情報

ターゲット企業は今まで非上場会社であるため、内部統制は重要な欠陥が存在する可能性がある。

⁴⁷ SECの委任状規定における必要な財務開示情報

(Financial Reporting Manual)

<https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240#240.14a-5>

「The requirement for acquirer and target financial statements in proxy statements depends on whose proxies are solicited and the nature of the consideration.

Financial statements of the target are required.

3years + interims if target is Other Reporting Company.

2 years + interims if target is Smaller Reporting Company.」(抜粋)

■ Form S-4 報告書(以下、「S-4」という)

De-SPAC買収取引が株式交換の形で実施され、SECに新規株式の登録が必要な場合、委任状および新規株式発行に関する目論見書が含まれているS-4をSECに提出する必要がある。

■ SECにおける直近の動き

De-SPAC買収取引に関するターゲット企業情報や買収条件、対価構成などに関する、該当書類に株主への十分または妥当な開示有無は、SECの審査重点になると考えられる。これに関連し、2021年以降、SPACブームにおける問題点は、SECにも認識され始めている。

直近でのSECのSPACへDe-SPAC時の規制強化および審査焦点に関する公式な声明や主な対応の一覧については、別添資料IV.を参照。

また、2021年3月10日に、投資家に向けての注意喚起(Investor Alert)、例えば、スポンサーに著名人がいるだけで、良い投資目標だという投資判断は決して良い考えではない、という投資知識強化)を、SECの「Investor Education and Advocacy」という部署が発表している⁴⁸。

なお、SPACスポンサー経験者によれば、SECは十分な開示の有無についての審査に加え、SPAC上場時ではFairness Opinionを取得していることが少ないため、企業価値評価方法などについての詳細な質問や、ターゲット企業の業種に関する詳細な質問(例えば、ヘルスケア業であれば、FDA承認を受けるために必要となる臨床試験の開示内容)を行ってくる場合があるとのことである。

○ De-SPAC買収取引完了後の4営業日以内にForm 8-K報告書(以下、「8-K」という)を提出

■ Form 10-K年次報告書と同等の情報開示

De-SPAC完了時、SPACおよびターゲット企業の双方の株主が存続会社の株主になる。De-SPAC完了後、4営業日以内に上場企業となっている存続会社はSECに「8-K」を提出する。

「8-K」にはForm 10-K⁴⁹の提出に必要な情報と同等の情報が含まれており、通常の「8-K」に比べて、より大量な開示情報や資料が含まれているため、「Super 8-K」と呼ばれる。

■ 当初委任状に含まれていなかった情報の開示

当初委任状に含まれていなかった重要項目(スポンサーなどSPACの関連当事者が保有していた譲渡・処分制限がある株式は今後市場で売却できるようになるなど)は、Rule144⁵⁰に基づいて、「Super 8-K」に必要な情報を公開する必要がある。

⁴⁸ Celebrity Involvement with SPACs - Investor Alert

「It is never a good idea to invest in a SPAC just because someone famous sponsors or invests in it or says it is a good investment.」(抜粋)

<https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alerts/celebrity>

⁴⁹ Form 10-Kとは、SECへの提出が義務付けられている企業活動の年次報告書のこと。日本の有価証券報告書に相当する。

⁵⁰ Rule144 Selling Restricted and Control Securities

<https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubsrule144htm.html>

1990年に制定、1933年証券法規則144Aに基づく法令である。

米国の私募証券市場で、適格機関投資家間の取引では証券の登録届出書をSECに提出する義務が免除され、私募証券の転売が回数制限なしに行える規則である。

■ 登録株式の追加情報の開示

多くSPACが採用しているDCSの構造において、SPAC上場時に、A種株式しか株式市場に公開取引されていない。(IPO申請時に「A種株式」の上場取引申請として、登録届出書を提出する)。

一方、スポンサーが保有しているB種株式はIPO申請時に登録されていないため、株式市場にて公開取引不可。

その後、De-SPACの時に、スポンサーが保有しているB種株式がこれから存続会社の株式(A種株式)に自動的に転換される。存続会社はSPACの上場会社の身分を引継ぎ、A種株式を登録し、公開市場で取引可能になる。よって、当時私募とみなされていたスポンサー株式はDe-SPAC後、株式転換による公開取引可能になるため、Rule144に基づいて、登録株式として追加情報開示する必要がある。(なお、実務的にはロックアップ契約をかけており、実際に取引可能となるのは、一定期間が経ってからとなることが多い。)

■ 「Super 8-K」における主な開示内容

本報告書Ⅲ. 1. (3) 参照。

● NYSEによる審査

NYSEによる審査の内容は以下のとおりである。

- 当該企業結合が当取引所と公共の利益のために最善を尽くすか。(NYSE上場規程 802. 01)
- 裏口上場(back door listing)に該当するか。
NYSEが、De-SPACの取引は裏口上場に該当するかどうかを審査する。該当する場合、当該上場会社の追加株式を上場することは拒否される。
(NYSE上場規程 703. 08)
- 買収取引情報の適時開示が適切か
買収取引に関する開示すべき情報(material news⁵¹)が、NYSEの取引開始前に開示完了していない場合、NYSEは市場秩序維持のため、一時的に取引を停止させることが可能。(NYSE上場規程 202. 06)

⁵¹ material news

NYSE上場規程「202.06 Procedure for Public Release of Information; Trading Halts」のセクションに、「material news」の開示は当局の判断によりとして言及したが、「material news」の詳しい定義は特に開示なし。

202.06(B)(中盤)「(B) Telephone Alert to the Exchange; Trading Halts …

When the Exchange believes it is necessary to request from an issuer information relating to: (i) material news;... (抜粋)

● Nasdaqによる審査

SPAC特有のDe-SPAC時の審査項目は特に開示はない。

ただし、NasdaqのSPAC特設ホームページ⁵²、上場申請書類⁵³におけるSPACの企業結合による支配権変更に関する申請書類⁵⁴によると、通常の申請書類に比べて、SPACのDe-SPAC時に特有の審査項目⁵⁵は以下のとおりと考えられる。

○ 取締役会の多様性⁵⁶

2020年12月、Nasdaqは投資家の信頼性を高めることを目的として、取締役会の多様性に関する新しい上場要件の追加提案をSECに提出し、同月にSECの同意を得た。

SPACは、上述したNasdaq上場規程IM-5101-2に記載されている買収会社であるため、De-SPAC買収取引が完了するまでこの提案の規定から免除されるが、De-SPACが完了すると、存続会社は次の規定を満たす必要がある。

- 1年以内に取締役会の多様性マトリックスを開示する
- 2年または2021年8月6日(本規定の発効日)から4年間(NGM市場)～5年間(NC M市場)の段階的な導入期間の残り期間(いずれか長い方)に、多様な取締役の目標を完全に満たす。または満たさない理由を説明する必要がある。

○ De-SPAC時の存続会社の申告書類

- De-SPAC後、存続会社の新たな外部法律顧問(Outside Legal Counsel)の連絡先を記載する必要がある。
- De-SPACに関する情報
 - 登録届出書の発効日
 - De-SPAC買収取引の完了予定日
 - ターゲット企業名
 - ターゲット企業のティッカーシンボル(該当する場合)
 - De-SPAC買収取引の条件
- (※) IPOによる調達資金の90%以上は信託保管の有無(上場規程IM-5101-2(a))
- (※) 規定された期間内に企業結合を完了する予定の有無(上場規程IM-5101-2(b))

⁵² SPAC特設ホームページ

<https://www.nasdaq.com/solutions/spac>

⁵³ Nasdaq上場申請書類

https://listingcenter.nasdaq.com/Forms_Preview.aspx

⁵⁴ 上場申請書類におけるSPAC企業結合に関する申請書類

Listing Application - Companies Conducting a Change of Control Combination for SPACs
<https://listingcenter.nasdaq.com/ViewPDF.aspx?setapp.aspx?Preview=REVMGR&AppType=6&Print=N&filenm=Listing%20Application%20-%20Companies%20Conducting%20a%20Change%20of%20Control%20Combination>

⁵⁵ SPACの企業結合による支配権変更に関する申請書類

「Listing Application - Companies Conducting a Change of Control Combination for SPACs」
<https://listingcenter.nasdaq.com/ViewPDF.aspx?setapp.aspx?Preview=REVMGR&Type=SPAC&AppType=6&Print=N&filenm=Listing%20Application%20-%20Companies%20Conducting%20a%20Change%20of%20Control%20Combination>

⁵⁶ 取締役会の多様性の要件説明

<https://listingcenter.nasdaq.com/assets/Board%20Diversity%20Disclosure%20Five%20Things.pdf>

- 買収取引のターゲット企業の公正価値が信託保有する資金の80%以上となっているかどうか。(上場規程IM-5101-2(b))
- (※)企業結合について、会社の独立取締役の過半数によって承認される予定の有無
- (※)企業結合について、株主総会で普通株式の過半数によって承認される予定の有無
- (※)株主の株式転換権の保有の有無(上場規程IM-5101-2(d))
- (※)会社が委任状を提出し、公開買付に基づいて、全ての株主に償還権(比例配分で)を付与する予定の有無
- (※)信託保管ファンドを事業買収以外の目的で使用しない(自己株式の買戻しを含む)ことについての目論見書への記載の有無。なお、記載がない場合、他の許可された目的を説明する必要がある

De-SPAC時の存続会社の申告書類に、SPAC上場申請時に提出する申請書類と同じ審査項目を記載している(上述の(※)の項目)。

SPAC上場申請時からDe-SPAC完了までの期間に、SPACが上場規程に定められている要件を継続的に満たす必要があるが、De-SPAC時に(De-SPAC未完了)提出する申告書類で当該要件をもう一度審査されることが考えられる。

なお、Nasdaqにおける市場への質疑応答の回答内容⁵⁷によると、SPACが以下の事項に該当する場合、De-SPAC完了前にNasdaqに報告し、該当する書類を提出する必要がある。上述の報告事項について、De-SPAC完了前にNasdaqの同意を得られない場合、Nasdaqは株式取引中止や上場廃止の措置をとることが可能である。

1. ターゲット企業の本社または重要な事業を展開している拠点がビジネスブックや記録および・または監査調書について外国人にアクセス制限を設ける秘密法がある国、または公開企業会計監視委員会(PCAOB)が監査人を自由に検査することができない国に設立する。
2. ターゲット企業の営業活動が米国連邦法または当該企業が事業を行っている法域の法律に違反する可能性がある。

一方、買収取引について情報の適時開示をNYSEと同じく求めている。(Nasdaq上場規程IM-5250-1)

③ De-SPAC時(買収時)の証券会社による審査の程度およびその内容

● SECによる証券会社への要求

SECが投資家に潜在的な利害関係をよりよく理解することに注意喚起を促す

2021年7月13日のReutersの記事によると、銀行がDe-SPAC取引で引受会社と財務アドバイザーの両方を務めている場合に、SECが投資家に潜在的な利害関係をよりよく理解するように注意喚起を促している。

当時、正式的な声明やコメントが公の場で発表されていなかったが、SECが投資家における潜在的な利害関係に関心を示しており、De-SPAC取引に携わっている銀行に対して利

⁵⁷ 市場への質疑応答の回答内容FAQ Identification Number 1733

「What other requirements may be applicable to a Special Purpose Acquisition Company ("SPAC") prior to closing a business combination?」 https://listingcenter.nasdaq.com/Material_Search.aspx?mcd=LQ

害関係の有無を金融検査している、との動きがメディア記事⁵⁸により判明した。その後、2021年12月に、SECが「CF Disclosure Guidance Topic No. 11」を発表した。

● FINRAによる証券会社への要求

引受証券会社のDe-SPACの買収取引に対する自らのインセンティブおよび利益相反事項の把握

FINRAのSPACガイドライン「Regulatory Notice 08-54 Guidance on Special Purpose Acquisition Companies」によると、De-SPAC買収を行う段階において、引受証券会社がクライアントにSPACの株式を推薦する際に、自らがSPACのスポンサーまたはアドバイザーとして受け取っているインセンティブおよび可能性がある全ての利益相反事項を開示する必要がある⁵⁹。

また、買収取引完了により公開会社になる証券会社(broker-dealer)を取得するような提案をしている募集の場合または買収取引の参加者に利益相反がある募集の場合に、FINRAのNASD Rule 2720の利益相反に関する規定に従って、独立の引受証券会社がデュー・ディリジェンスを実施する必要がある⁶⁰。

そのため、上述の規定に従うために、引受証券会社はDe-SPAC時に、デュー・ディリジェンスを実施し、自らのインセンティブおよび利益相反事項該当有無を把握する必要があると考えられる。

● SPAC自身のターゲット企業の審査

以下はSPACスポンサー経験者への聞き取りによるものであり、あくまで一例という点に留意する必要があるもの、以下の要点があるとのことである。

ターゲット企業のデュー・ディリジェンスにおいては、ビジネスモデルおよび業績の見通しが最も重視されており、例えばターゲット企業が小売業を運営している場合、ビジネスモデルにおいて不況に耐え得る力および今後の業績見通しを把握するために、消費者へのサーベイ、市場参加者へのサーベイ、市場調査などを行っている。また、ターゲット企業がヘルスケア業種である場合、ヘルスケアの専門知識がある専門家またはFDA(米国食品医薬品局(Food and Drug Administration))審査に詳しい専門家と提携し、ビジネスデュー・ディリジェンスも実施する場合がある。

デュー・ディリジェンスとしては、一般的にプライベート・エクイティが行う手順と類似しており、そうした経験を有する者がスポンサーになっていることがうかがえる。また、SPACスポンサーは少人数で運営しているため、ターゲット企業のデュー・ディリジェンスにおいては、上述のとおり、その業界の専門家をはじめ、各方面の専門家の協力を得て実施する必要がある。

⁵⁸ Reutersの記事：

「EXCLUSIVE U.S. SEC focuses on bank fee conflicts as it steps-up SPAC inquiry - sources」<https://www.reuters.com/business/exclusive-us-sec-focuses-bank-fee-conflicts-it-steps-up-spac-inquiry-sources-2021-07-13/>

金融検査に関するメディア記事：

「U.S. SEC focuses on bank fee conflicts as it steps-up SPAC inquiry, sources say」<https://www.cnbc.com/2021/07/13/us-sec-focuses-on-bank-fee-conflicts-as-it-steps-up-spac-inquiry.html>

⁵⁹ 「Regulatory Notice 08-54 Guidance on Special Purpose Acquisition Companies」<https://www.finra.org/rules-guidance/notices/08-54>

⁶⁰ 「Regulatory Notice 08-54 Guidance on Special Purpose Acquisition Companies」<https://www.finra.org/rules-guidance/notices/08-54>

(3) 開示

① SPACの上場時において必要とされる開示の具体的内容

1933年証券法(Securities Act of 1933)は米国における証券発行市場を規制する連邦法であり、公募を行う場合の証券の登録を義務付け、同法により届出書などの書類をSECに提出する必要がある。

届出書(Form S-1)は主に目論見書、およびその他必要開示から構成されており、米国連邦規則集のタイトル17(Code of Federal Regulations - Title 17. Commodity and Security Exchange)に基づいて開示が要求されている。

- Chapter II - Part 229 - レギュレーションS-K⁶¹ 財務諸表以外の定性的開示
- Chapter II - Part 210 - レギュレーションS-X⁶² 財務諸表を含む定量的開示

届出書は主に以下の3つのセクションから構成される。

- カバーページ
 - 発行者およびオファリングの基本的情報 - 発行者名、本籍地、住所、発行株式数、予定される発行日など
- 目論見書
 - ビジネスの詳細 - Regulation S-K Item 101-103 - ビジネスの詳細、将来の企業計画、競合および業界について、係争中および企図されている訴訟案件など
 - 証券 - Regulation S-K Item 201-202 - オファーされている証券の詳細および過去の発行についての詳細
 - 財務情報 - Regulation S-K Item 301-305 - 経営者による財務・経営分析(MD&A)。将来計画やそれに関連するコスト・ファイナンス方法、現状の売り上げ規模と過去の比較、流動性および資本リソースの説明など。
 - 経営陣と特定の証券保有者 - Regulation S-K Item 401-404 - 経営者、取締役の詳細(履歴、氏名、訴訟履歴)。Executive Compensation。5%以上の持分保有者。関係当事者取引。
 - その他 - Regulation S-K 501 - 512 - 価格決定、取引参加者と役割(スポンサー、発行者など)、Redemption Rightsを含むクラス別証券の情報(Basic terms of each class of securities offered)
- 財務情報を含む追加開示
 - 監査済み財務諸表 - Regulation S-X
 - 重要書類 - Regulation S-K Item 601

⁶¹eCFR Title 17 Chapter II Part 229 <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-229>

⁶² eCFR Title 17 Chapter II Part 210 <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-210>

定款、重要な契約書、法的意見など

現時点ではSPAC特有の特別な開示要求はなく、基本的には他の上場会社と同じ開示をする必要がある。

一方で近年のSPAC取引への関心の高まりを受けてSECによるSPACに対する規制強化への動きが活発になっている。以下は現時点で公表されているSECの主要な動きや情報発信である。

1. Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by SPACs - 2021年4月12日⁶³

米国会計基準においては株式で決済される契約(Contracts that may be settled in its own stock)については資本・資産・負債のいずれかとして分類される。SPAC取引で発行されるワラントがこれに該当し、多くのSPACはこのワラントを資本として分類していた。しかしこのステートメントでSECはSPAC取引で一般的な契約条件などをレビューした結果、場合によっては負債として分類されるのが妥当だという見解を示した。これによって多くのSPACが過去の財務諸表の修正を行っている。

2. Recommendations of the Investor Advisory Committee regarding Special Purpose Acquisition Companies - 2021年9月9日

2021年9月9日のミーティングでSECのInvestor Advisory Committee(IAC)⁶⁴がSPACに対する規律の厳格化を提言する推奨案のドラフトを承認した。現時点ではまだ正式な規則として策定されているわけではないものの、IACが発表した推奨案のドラフト⁶⁵は届出書への追加開示について言及している。ドラフトで検討されている追加開示-組成者についての開示強化案は以下のとおりである。

- 組成者の役割(適切性、専門性、資金拠出、利益相反を含む)
- 経済的利益(スポンサープロモートと株式希釈への影響)
- SPAC取引のスキームとタイムライン。さらにDe-SPAC時の株主決議に関する詳細
- ターゲット企業の選定に関する詳細
- ターゲット企業選定と買収価格決定のプレッシャーとリスク(Registration statementのRisk areaだけでなくものを含む)
- De-SPAC時のデュー・ディリジェンス詳細(ターゲットの会計方針、監査ヒストリー、GAAP v. Non GAAP pro forma number、監査委員会の構成)

3. Division of corporation finance securities and exchange commission SPAC - CF Disclosure guidance Topic no.11 - 2020年12月22日⁶⁶

⁶³ Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by SPACs <https://www.sec.gov/news/public-statement/accounting-reporting-warrants-issued-spacs>

⁶⁴ Investor Advisory Committeeとは2010年に制定されたドッド=フランクウォール街改革・消費者保護法(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)によって設立された組織である。証券市場の保全に寄与する事を主目的とし、証券規制・開示・投資家保護などの分野においてSECに提言を行う。

⁶⁵ Recommendations of the IAC regarding Special Purpose Acquisition Companies <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/20210909-spac-recommendation.pdf>

⁶⁶ Division of Corporation Finance - CF Disclosure Guidance: Topic No. 11 <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies>

SPAC組成者が買収先の選定から価格の合意まで一連のプロセスや交渉を取り仕切るため、その性質上潜在的な利益相反のリスクなどについての以下の点のような開示が重要になると指摘している。

- SPAC組成者がSPAC以外の会社に受託責任・契約責任などの義務
- 引受証券会社から上場以外のサービス提供を受けている可能性
- SPAC組成者と一般投資家の経済的観点からの差異
 - 発起人株と一般株式の契約面での違い
 - 買収を期間内に完了させるインセンティブ
- 追加融資が必要な場合の詳細
- ターゲット企業の選定を含む一連の買収協議のプロセス

4. Remarks Before the Healthy Markets Association Conference - 2021年12月9日⁶⁷

SEC委員長であるGary Gensler氏は12月9日にスピーチを行い、SPAC取引に対する懸念を表明した。これはGary Gensler氏の個人的な見解ではあるものの、今後SEC Staff Recommendationとして提言される事が予想されるところである。

証券取引として三つの原則が重要だとして（情報の非対称性・虚偽記載や誤解を招く情報・利益相反）、SPAC取引は通常IPOと比べ同程度の保護を提供していないと指摘している。

具体的には情報開示の明確化、Gate Keeperの責任に対する考慮などを指摘している。

上述以外のSECのアクションについてはⅡ.(1)①規制当局による制度変更や運用見直しの状況を参照。Agency Rule Listによれば⁶⁸SECによるSPACの規制改革案の提案が議題として取り上げられており、2022年4月を目途に何らかのアクションが取られる予定となっている。

最後に、SPAC特有ではないものの、他の上場会社でも認められているとおり、SPACも一部の要件を満たせば上述の新興成長企業(Emerging Growth Company)あるいはSmaller Reporting Company（以下SRC）⁶⁹として一部開示の簡素化が認められている。

⁶⁷ Remarks Before the Healthy Markets Association Conference - SEC Chair Gary Gensler
<https://www.sec.gov/news/speech/gensler-healthy-markets-association-conference-120921>

⁶⁸ SEC “Special Purpose Acquisition Companies Fall 2021” <https://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaViewRule?pubId=202110&RIN=3235-AM90>

⁶⁹ Smaller Reporting Companyとは小規模報告企業を指し、Public Float（公開株）が2.5億米ドル未満の企業、または年間収益が1億米ドル未満かつ日公開株または公開株が7億米ドル未満の企業と1933年証券法のRegulation S-Kで定義されている。小規模報告企業に該当する場合、企業は特定の軽減開示規定の利用ができる。

主な軽減開示規定

- 監査済みの財務諸表について、通常要求されている3年分ではなく2年分の開示のみでよいことが認められる。
- 役員報酬について、開示の簡略化が認められる。

https://www.sec.gov/smallbusiness/goingpublic/SRC?auHash=EgbHNB-hBkK_PuxhVPqD430mQjImU3h1KsREq5t5-Rw

② De-SPAC時において必要とされる開示の具体的内容

Form S-4・Proxy

1934年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934)は、米国における、証券の二次市場(流通市場)を規制する連邦法である。Form 10-KやForm 10-Qといった継続的な開示義務の他に、Form 8-Kといった財務状況に影響する事象が発生した場合にも、SECへの情報開示および提出が義務付けられている。

上場企業(SPACも含む)は、企業買収または合併(SPACの場合、De-SPAC)の際には通常プロキシ(合併に伴って新規株式を登録する場合はForm S-4)をSECへ提出する。Form S-4では、主に、以下の情報を開示する必要がある。

- ターゲットの年次財務諸表および四半期財務諸表
- プロフォーマ財務諸表
- 経営者による財務分析(Management Discussion and Analysis (MD&A))
- 定性的・定量的な市場リスク
- ターゲット企業の詳細
- リスク要因(Risk Factors)

なお、Form S-4での開示項目にSPAC特有の項目はなく、他の上場企業と同じ開示項目が要求されており、SEC財務報告マニュアル(SEC Financial Reporting Manual) 1140.5⁷⁰によれば、De-SPAC取引は、実質的にターゲット企業のIPOと同義であると認識されている。Form S-4などで開示されるターゲット企業の財務諸表は、公開企業会計監査委員会(PCAOB)基準に基づいて監査を行う必要がある。

追加的な開示の考慮

現時点では正式に法制化されておらず、あくまでもSECが公表した指針、コメントレターまたは助言に留まってはいるものの、Form S-4へのSECからのコメントにおいて、SECが利益相反に関する開示の一部訂正および追加を指示した事例がある。

コメントレターによる指摘例⁷¹

- 他の投資家が損害を被る場合でも組成者が利益を得る可能性はあるか否かの開示
- 買収が失敗した場合の組成者のリスクの定量化の開示
- 組成者は買収の成功にインセンティブを有しており、多少不利な買収でも買収を完了させる誘因がある旨の開示

Super 8-K

一般的なDe-SPACの場合には、通常Form 8-Kに加えて、財務諸表などのForm 10-Kで要求される開示も必要となる。この開示は、一般的には、Super 8-Kと呼ばれており、逆さ合併によるステータス変更の際に必要となる。Super 8-Kも通常Form 8-Kと同じで原因となる事象の発生(企業結合のクロージング)から4営業日以内の提出が義務付けられている。

⁷⁰ SEC Financial Reporting Manual <https://www.sec.gov/corpfin/cf-manual/topic-1>

⁷¹ 公表されている2021年7月2日付のSECコメントレター参照。これは2021年9月28日に企業統合を完了させたSPAC(dMY Technology Group, Inc. III)に対するものであるため全てのSPACに該当するコメントではなく、あくまで指摘例の一例として記載している。 <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001824920/000000000021008240/filename2.txt>

De-SPAC直後のSuper 8-K⁷²には主に以下の項目に関する開示がされることが多い。

- 重要な正式契約 (Material definitive agreement)
- SPACによる企業結合の詳細
- 会計監査人の変更
- 支配の移転
- シェル・カンパニーのステータスの変更 (Change in Shell Company Status)
- 財務諸表と添付資料 (Financial Statements and Exhibits)

SPACによる継続的な開示としては、通常の上場企業と同じく、毎年Form 10-K、毎四半期Form 10-Qの提出が必要である。

③ 上述の開示に関し虚偽記載があった場合の責任の所在および虚偽記載を抑制する仕組み

基本的にはSECの強制措置(enforcement action)が1933年証券法などの規制を施行する上での管理メカニズムとなる。1933年証券法 US Code Title 15 - Chapter 2A - 77t⁷³に記載されており、SECは、特定の会社による法令違反を認識した際に、法的措置を取ることが認められており、さらに、法令違反を犯した会社に対して民事罰を求めることができる。

一方で、SECは、投資家を代表して民事訴訟を提起することはできないが、以下に示す1933年証券法の特定のセクションにおいて、投資家による民事訴訟を認めている。

● 1933年証券法 - セクション 11 - 届出書の虚偽記載への民事責任⁷⁴

届出書に虚偽の記載があった場合、証券の購入者は、①届出書に署名した者、②発行者の取締役、③会計士を含む届出書の内容を証明した者、および④引受証券会社を訴えることができる。この民事訴訟を提起できる証券の購入者には、新規株式公開での株式の購入者だけではなく、二次市場で株式を購入した投資家も含まれる。

● 1933年証券法 - セクション 12 - 代理勧誘(proxy solicitation)から生じる民事責任⁷⁵

目論見書などを公表して証券を発行した者に対して、投資家保護を目的として、虚偽記載に関する責任を課す。直接規定で明記はされていないものの、裁判所の過去の判例を見ると、二次市場での購入者は同法が意図する投資家保護の対象外となる。

● 1933年証券法 - セクション 15 - 支配者の責任⁷⁶

⁷² PwC Viewpoint - Super 8-K https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/in_depths/2021/domestic_spac_mergers/domesticspacmergers/super8k.html

SEC Form 8-K <https://www.sec.gov/fast-answers/answersform8khtm.html>

⁷³ Injunctions and prosecution of offenses <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid:USC-prelim-title15-section77t&num=0&edition=prelim>

⁷⁴ Civil liabilities on account of false registration statement <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid:USC-prelim-title15-section77k&num=0&edition=prelim>

⁷⁵ Civil liabilities arising in connection with prospectuses and communications <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid:USC-prelim-title15-section77l&num=0&edition=prelim>

⁷⁶ Liability of controlling persons <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid:USC-prelim-title15-section77o&num=0&edition=prelim>

上述の77k/77l上での被告に対して支配を有する者に対して連帯責任を課す。

- 1933年証券法 - セクション 17 - 不正な州間取引⁷⁷
不正な証券の売買および虚偽記載などによる取引に対して責任を課す。

さらに、虚偽記載は、各州法によっても罰せられる可能性があり、例えば、Delaware州法上はDuty of Candorという誠実義務が発生する。Duty of Candorとは、会社法において経営者や取締役が株主に対して重要な事項を開示する必要がある善管注意義務(Fiduciary Duty)のことを指す。

善管注意義務 (Fiduciary Duty)は、以下のDuty of CareとDuty of Loyaltyからなる。

- Duty of Careとは、同じ立場にある賢明な人が選択するのと同程度度の注意を払うという正当な注意義務のことである。
- Duty of Loyaltyとは自分の利益を後回しにしてでも委託者に対する義務を果たす忠実義務である。経営者や取締役は株主に対して個人的に責任を負っているため、株主は経営者や取締役個人に対して損害賠償を請求し得る。

よって、スポンサーおよびターゲット企業だけでなく、SPACの組成者、ターゲット企業およびSPACの経営陣や取締役も別途、虚偽記載による責任を問われる可能性がある。

加えて、上述のとおり、1934年証券取引法は二次市場の規制をすると同時に、同法によってSECが証券法の市場監視機関として設立された。SECは、証券取引所および売買されている証券の監視や監督の任を担っており、証券法違反者には制裁を課することができる。

重度の違反に関してはSECまたは司法省が違反者に対して刑事責任を追及する権利を有する。

- 1934年証券取引法 - セクション 10(b) - 操作的・欺瞞的な措置⁷⁸
虚偽記載などの操作的・欺瞞的な行動に関して法的責任を課す。
- 1934年証券取引法 - セクション 9 株価の操作⁷⁹
投資家が株価の操作を行った者を提訴できる。
- 1934年証券取引法 - セクション 20 支配者の責任⁸⁰
同法での被告を支配している者に対して連帯責任を課す

私的証券訴訟改革法のセーフハーバー・ルール (PSLRA Safe Harbor Rule)

上述の米国上場基準に関する説明のとおり、現状多くのSPACは、1995年に制定された私的証券訴訟改革法 (Private Securities Litigation Reform Act) (以下、「PSLRA」という) のセ

⁷⁷ Fraudulent interstate transactions <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid:USC-prelim-title15-section77q&num=0&edition=prelim>

⁷⁸ Manipulative and deceptive devices <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid:USC-prelim-title15-section78j&num=0&edition=prelim>

⁷⁹ Manipulation of security prices <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid:USC-prelim-title15-section78i&num=0&edition=prelim>

⁸⁰ Liability of controlling persons and persons who aid and abet violations <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid:USC-prelim-title15-section78t&num=0&edition=prelim>

ーフハーバー・ルール (Safe Harbor Rule) ⁸¹を適用することで将来の見通しに関する記述の開示を行っている事例が多い。これは通常のIPOとSPAC取引との間の大きな差異となっており、SPACの利点の1つとして考えられている。

このため、一部の専門家は、De-SPAC取引について通常のIPOと比較すると、比較的緩い法的責任が適用されると主張している。これは主にセーフハーバー・ルールがDe-SPACに適用されるという前提のものであり、それによってSPACや組成者が将来の見通しに関する記述の間違いなどについて個人訴訟 (Private litigation) による責任を追及されないと考えられているためである。

一方、2021年4月に公表されたSECの企業財務部門のディレクター代理 (John Coates氏) のコメント⁸²によると、単純にSPAC取引が通常のIPOと比べて法的責任が限定されているというのは間違っており、場合によっては、SPAC取引の方がより厳格な法的責任を問われる可能性があることも示唆した。さらに、PSLRAのセーフハーバー・ルールに関しても、De-SPAC取引には適用されないという可能性もあると主張している。

PSLRAの例外として、1) ブランク・チェック・カンパニーである、2) ペニー・ストックを発行している、3) IPOに関連する届出書には適用されない、というものがある。

ペニー・ストックに関しては1934年証券取引法で定義されており、ブランク・チェック・カンパニーについてはSECのウェブサイトで定義されているため、1) と2) については比較的客観的に評価できると推察される。ただし、前出のSECの企業財務部門のディレクター代理であるJohn Coates氏は、1934年証券取引法ではIPOが定義されていないために、3) の検討が重要となってくるとの見解を示した。SPACのスポンサー (組成者) などからは、De-SPACはIPOに該当しないため、セーフハーバー・ルールが適用されるとの意見もある一方で、前出のJohn Coates氏はSPACとターゲット企業は実質別会社であり、De-SPACこそがターゲット企業を上場させるIPOに該当するという考え方もあるという旨のコメントをしている。

さらに、2021年5月に、米国議会 (House Financial Service Committee of Congress) は、SPAC全般に対しセーフハーバー・ルールが適用されなくなるという法案 (Draft legislation) を提出した。これにより、De-SPAC取引のすべてについて通常セーフハーバー・ルールが適用されることはないという潮流ができてくる。なお、セーフハーバー・ルールは民事訴訟 (Private Litigation) からの保護を確保するのみであり、SECが何らかの行動を取ることに 대해서는対象外となるため、いずれにせよDe-SPAC取引に際して見通しに関する記述を開示するに当たり慎重になる必要がある。

(4) SPACの経営陣・スポンサーに対する規律

SPACのIPOおよびDe-SPAC取引は、主に、取引所、引受証券会社、SEC、監査人からの規定や審査などにより規制されており、De-SPAC後の企業は、通常の上場企業に適用される規定に準拠する必要があるため、違反した場合には、上場廃止、民事訴訟、刑事訴訟などの罰則を課されるリスクを負っている。そのため、これらの規定が経営陣・スポンサー (組成者) に対する規律として機能する。具体的な規律としては、以下の項で取り上げた規制が挙げられる。

規制当局、取引所の上場基準・上場維持基準および審査については、III. 1. (1)、(2)を参照。

⁸¹ Application of safe harbor for forward-looking statements <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid:USC-prelim-title15-section78u-5&num=0&edition=prelim>

⁸² SPACs, IPOs and Liability Risk under the Security Laws <https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws>

引受証券会社による審査については、Ⅲ. 1. (1)③を参照。

開示要求については、Ⅲ. 1. (3)を参照。

会計監査については、Ⅲ. 1. (5)を参照。

上述の規律のほかに、スポンサー・経営陣に対する規律として、SPACとスポンサーの間で締結されるLetter Agreement（または、Sponsor Agreement）等がある。この契約は、ターゲット企業の買収決議に関連する項目や発起人株の取扱いなど、いくつかの条項が定められている。第Ⅳ章の「米国におけるSPACに係る個別事例の調査」でSECファイリング等に基づく調査を行った結果、主にスポンサー株の償還に対する制約、ロックアップ契約⁸³、アーンアウト条項⁸⁴、ベスティング条項⁸⁵、ターゲット企業の買収に関連するサービス提供への報酬についての制約等の条項がみられた。詳細については、第Ⅳ章の事例1から事例9を参照されたい。

また、SPACへの関与経験者からの回答によると、投資家保護の観点から、De-SPAC後の経営への関与（例えば、存続企業の取締役への就任）もスポンサー・経営陣に対する規律の1つとして挙げられた。ただし、De-SPAC後の経営への関与は、存続企業のニーズに左右され、一般的には、専門家として日常的な事業運営や助言などの範囲に留まることが多いように見受けられるとのコメントが得られた。

(5) SPACに対する監査の内容

米国のSPACに対する監査について、サンプルベースで数社を抽出し、調査した結果、監査報告書上、全て無限定適正意見が表明されていることを確認した。ただし、以下のとおり、無限定適正意見に継続企業の前提に係る追記情報が記載されている場合もある。

Kensington Capital Acquisition Corp.⁸⁶

監査人：Marcum LLP

無限定適正意見（なお、継続企業の前提に係る追記情報が記載されている）

※具体的には、上場による資金調達を行わない限り、運転資金の不足等に陥るリスクがあることについて記載されている。

GS Acquisition Holdings Corp.⁸⁷

監査人：PwC

無限定適正意見（なお、継続企業の前提に係る追記情報が記載されている）

※具体的には、上場による資金調達を行わない限り、運転資金の不足等に陥るリスクがあることについて記載されている。

Altimeter Growth Corp.⁸⁸

監査人：WithumSmith+Brown, PC

⁸³ ロックアップ契約とは、一般的に、クロージング後、一定期間の間に特定の株主が市場で株式を売却・譲渡することができないようにする契約を指す。

⁸⁴ アーンアウト条項とは、一般的に、クロージング後、一定の条件を達成した場合に追加の対価を得られる契約を指す。

⁸⁵ ベスティング条項とは、一般的に、一定の期間・条件が経過するまでの間、確定的にその権利を取得できない契約を指す。

⁸⁶ Kensington Capital Acquisition Corp. Form S-1 <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001811414/000156459020028794/cik1811414-s1.htm>

⁸⁷ GS Acquisition Holdings Corp Form S-1 <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001674101/000119312518167940/d586855ds1.htm>

⁸⁸ Altimeter Growth Corp. Form S-1 https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001823340/000114036120020275/nt10014830x2_s1.htm

FS only audit (無限定適正意見)

(6) その他

① ガバナンスに関して定められている規制など

NYSEおよびNasdaqの上場規程上、取締役の一部は独立取締役でなければならない⁸⁹。
また、SPACの取締役会は、通常のIPOに適用される規定に従う必要がある。

また、内部統制に関する規制であるSOX法でも以下のような規定が設けられている。

- 経営者が個人的に会社の財務情報・開示の正確性を証明する必要がある (personally certify the accuracy of financial reports)。
- 取締役・経営陣が遵守すべき倫理基準の策定が求められる (director and officer ethics)。
- 監査委員会の設置が求められる。なお、監査委員は独立取締役 (Independent member) でなければならない。
- 会社は、内部告発者 (Whistleblower) を保護する必要がある。
- 原則として、会社が取締役や経営陣に対して資金を貸し出すことを禁ずる。

② 内部統制に関して定められている規制など

一般的には、1934年証券取引所法やサーベンス・オクスレー法 (以下、「SOX」または「SOX法」という) などに基づき、他の公開会社と同じく財務報告に係る内部統制の有効性の評価を行い、かつ監査人による内部統制監査を受ける必要がある^{90 91}。

SPAC特有の規制はないものの、実質的には、多くのSPACは、Emerging Growth Company (「新興成長企業」の意) に該当するため、内部統制監査 (SOX 404b) を受ける必要がない。

- Securities Exchange Act of 1934 Section 13(b) (2) (B)
 - 発行者は、登録証券について、①実際の取引が反映された帳簿や記録を保持し、②承認された取引が財務報告に必要な精度で記録されていることを担保するだけの内部統制を設定する必要がある。
- Securities Exchange Act of 1934 Rules 13a-15(a)
 - 発行者は、証券を登録している場合、開示に関連する統制・管理プロセスを維持する必要がある。
 - 経営陣が開示に関連する統制の有効性評価を行う必要がある。
 - 経営陣が財務報告に係る内部統制の有効性評価を行う必要がある。
 - 財務報告に係る内部統制について変更があれば、経営陣はその影響について評価する必要がある。

⁸⁹ 取締役会の過半数取締役は独立取締役 (Independent directors) でなければならない (NYSE上場規程1. 303A. 01、Nasdaq上場規程IM5605 (b))。また、監査委員会 (Audit committee) (少なくとも3名以上) は独立取締役でなければならない (NYSE上場規程303A. 07、Nasdaq上場規程IM5605-4)。

⁹⁰ Financial Reporting and Auditing Considerations of Companies Merging with SPACs https://www.sec.gov/news/public-statement/munter-spac-20200331#_ftn16

⁹¹ <https://www.sec.gov/rules/final/33-8238.htm>

- Sarbanes-Oxley Act of 2002 Section 404 (SEC Rule)
 - 1934年証券取引法に従って情報開示を行っている会社について、年次財務報告書に財務報告に対する内部統制(ICFR: Internal Control over Financial Reporting)の報告書を含める必要がある。この報告書は、主に次の4点から構成される。
 - ICFRの構築に対する経営者の責任に関する声明
 - 経営者によるICFRの有効性の評価
 - ICFR評価に使用されたフレームワーク
 - 会計監査人による意見

(7) SPACに関連して発生した最近の問題事例

2021年に入ってから、SPAC取引に対するSECによる調査が活発となっており、SECが正式に公表するケース以外にも、SECからの調査をForm 8-Kなどで開示する企業なども一定数確認されている。本報告書執筆時点において、主だった問題事例として、Stable Road Acquisition Company、Arkazoo S.A. およびNikola Corporationなどが挙げられる。

Stable Road Acquisition Company⁹²

SECは、2021年7月13日のプレスリリースで、Stable Road Acquisition CompanyのDe-SPACに関連して、SPAC、スポンサー、スポンサーのCEO、ターゲット企業およびターゲット企業のCEOに対する罰則を公表した。

SECの主張では、主に以下の2点について言及している。

①ターゲット企業の技術開発についての結果を詐称

① ターゲット企業の創業者兼元CEOに対する国家安全保障上のリスクに関する開示不足

SECは、総額800万米ドル超の課徴金に加え、以下の改善策・罰則を公表している。本報告書執筆時点では、ターゲットCEO以外はSECと和解している。

- 800万米ドルの課徴金（SPAC 100万米ドル、スポンサーのCEO 4万米ドル、ターゲット企業 700万米ドル）
- 25万株の発行人株の没収
- PIPEs投資家のコミットメント破棄を認める
- ガバナンスの強化（独立取締役で構成する委員会の設置と企業内のコンプライアンスを促進するためのコンサルタントの2年にわたる登用） PIPEs

投資家は、SPAC株式の償還権を有しているため、継続して投資するか否かの判断は投資家に委ねられ、De-SPAC自体は差し止められなかった。このケースによってDe-SPACに関連して提出された書類に虚偽記載があった場合は、企業だけでなく経営陣にも責任の一端を負うリスクがあることが明確となった。

Akazoo S.A.⁹³

SECは、2021年10月27日のプレスリリースで、Akazoo S.A.（音楽ストリーミングを提供するギリシャの会社）が3,880万米ドルの和解金を支払うことで合意したことを発表した。

Akazoo S.A. は、元々2019年にDe-SPACを経てNasdaqへ上場しており、その際にSPACより約5,500万米ドルを得ていた。SECの主張では、同社はDe-SPACの際に3,800万人のユーザー、460万人の有料加入者、1.2億米ドルの売上があったとしていたが、実際には、実質的な有料加入者はおらず、売上もほとんどなかったことを指摘している。また、SECは、同社は2019年のDe-SPAC後にも売上をあげつつ、有料加入者を28%増加させたという同社の公表にも懐疑的である旨の指摘をしている。

⁹² <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-124>

⁹³ <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-216> <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2021/comp-pr2021-216.pdf>

Nasdaqは、2020年6月に、Akazoo社の株式とワラントを上場廃止にしている。2020年10月には、裁判所がSECによる同社の資産凍結の申立てを受理し、2021年4月に、同社は、SECの主張を否定も肯定もせずに、和解金の支払いに応じることを公表した。

Nikola Corporation(ニコラ)⁹⁴

SECは、2021年7月29日のプレスリリースで、Nikola社の創業者かつ元CEOであるTrevor R. Milton氏を提訴したと公表した。SECの主張では、Milton氏は、De-SPACと上場後の期間において同社のスポークスパーソンとしてメディアやソーシャルメディアに定期的に登場し、同社の技術、製品および能力に関して投資家に誤解を与える発言を繰り返した、としている。また、SECの主張では、Milton氏は、上場企業の役職者としての正しい情報を発信する義務があるとし、1933年証券法と1934年証券取引法の不正防止規定に違反したとしている。

SECは、2021年12月21日のプレスリリースで、ニコラ社が1.25億米ドルの和解金を支払うで合意したことを報告している。SECは、同年7月のSECによるプレスリリースで指摘したMilton氏の発言に加えて、同社が会社としてプロトタイプの給油時間、水素ステーションの建設コスト、水素生成の電力供給などに関して重要な事項を開示しなかったとしている。

同社は、SECの主張を否定も肯定もせずに和解金の支払いに合意した。

(8) 規制当局による制度変更や運用見直しの状況

米国の規制当局（SEC）

先述のとおり、2020年にSPAC市場が過熱してから、SECは、SPACの動向を注視しており、適切な規制を導入するべく検討が進められていると考えられる。米国の規制当局であるSECの一連の動きについては、別添資料IV. を参照されたい。

なお、米国SPAC経験者への質問に対する回答によれば、ターゲット企業の業績予測が合理的根拠を持った適切なものとは言いきれないSPACもあることは認識されており、そうしたSPACの不適切な業績予測開示の規制については賛成するコメントも得られた。また、SPACスポンサーについても、その適切性を担保するために、潜在的な利益相反機会や過去の業績・経験などについてのより多くの開示を行うようにしてもよい、という意見も多くみられた。他方、すでに数百ページにわたる開示をしているので、投資家保護の観点からは、現状で十分な開示がなされているというコメントもあった。

⁹⁴ <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-141>
<https://www.sec.gov/news/press-release/2021-267>

2. 英国

(1) SPACのIPO時及びDe-SPAC取引のスキーム

① SPACのIPO時の上場基準およびDe-SPAC取引における要求事項

英国の主な証券取引所はロンドン証券取引所(London Stock Exchange、以下、「LSE」という)であり、LSEは、主要市場であるMain Market(以下、「メイン市場」という)における「Premium Main Market」と「Standard Main Market」の2つの市場、新興企業向けの「High Growth Segment」と「Alternative Investment Market (以下、「AIM」という)」の2つの市場、合計4つの市場がある。

LSEへの上場申請時、上場市場により審査機関が異なる⁹⁵。

「Premium Main Market」と「High Growth Segment」の上場基準⁹⁶により、過去3年間の業績に関する資料を提供する必要があり、実績がないSPACは当該基準を満たさないため、実務的にこの2つ市場への上場は不可能であり、一般的にSPACがLSEで上場する際には、メイン市場のStandard Main MarketかAIMが選ばれることが多い。

(参考)AIM⁹⁷

新興企業向けのAIMの最大の特徴としては、Nominated Adviser⁹⁸と言われるアドバイザーはLSEから委託された立場で上場希望会社の実質的な審査を行う点にある。上場希望会社に対して、上場に向けての助言を与えながら、同時に、申請会社がAIMへの上場に相応しい会社であるかどうかの審査を行い、AIMに対して報告を行う。

申請会社がアドバイザー(Nomad adviser)を選任し、アドバイザーからの調査を受ける、申請書類(財務諸表など資料を含む)に不備がない限り、LSEは申請会社の上場申請に同意する。

また、AIM銘柄への投資はプロ投資家に限らず、個人投資家も参入可能である⁹⁹。

⁹⁵ LSEへ上場申請する時に、Main Market(以下、「メイン市場」という)の審査機関はFCAになる。Alternative Investment Market(以下、「AIM」という)の審査機関はLSEになる。LSEのホームページ「How to list equity: 3. Prepare Application」<https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/how-list-equity-listing-journey>

⁹⁶ 上場基準における「収益」(Revenue criteria)に関する規定：

1. 「Premium Main Market」：75% of business supported by revenue earning record of 3 years
2. 「High Growth Segment」：20% CAGR (年平均成長率) in revenues over 3 year period

<https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/compare-markets-listing-equity>

⁹⁷ 「A guide to AIM」

<https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/a-guide-to-aim.pdf>

⁹⁸ Nominated Adviser とは、通称「Nomad」で、LSEに委託され、上場希望会社の実質的な審査を行うアドバイザーを指す。

<https://www.lseg.com/areas-expertise/our-markets/london-stock-exchange/equities-markets/raising-equity-finance/aim/advisers>

⁹⁹ AIMの公表資料「A guide to AIM tax benefit」によると、AIM銘柄へ投資している個人投資家は、所得税の減額、キャピタルゲイン課税免除、相続税減免などの優遇税制が取られてお

AIMはIPOに対する定量的な上場基準を設けていない¹⁰⁰ため、以下LSEの主要な取引市場で、上場基準が一番厳しいメイン市場であり、SPAC上場可能なStandard Main Marketに関するSPAC上場基準を説明する。

メイン市場へ上場申請する際は、金融行為監督機構（Financial Conduct Authority、以下、「FCA」という）が定める上場基準を満たす必要がある。

SPACは上場基準に定める「シェル・カンパニー」の定義を満たすため、以下詳述する上場基準が適用されることとなる。

「シェル・カンパニー」定義(英国上場規程LR 5.6.5AR)¹⁰¹

「シェル・カンパニーとは、次のいずれに満たす発行会社のことを指す。

1. 主要資産は現金、または短期資産である。
2. 合併、または、買収することが事業計画・事業目的である。」

2021年に英国におけるSPAC上場制度改正の主な改正内容

2021年4月、FCAが「SPACに向けた上場規程改正」の意見募集 (CP21/10: Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Proposed changes to the Listing Rules) を発表し、4週間にわたるこの意見募集は、3月に発表されたHill上院議員による上場規則の見直しやその提言 (Lord Hill's Listing Review report) を受けたものである。

FCAの改正案の焦点としては、米国上場のSPACに適用される投資家保護措置 (Investor protection measures) の多くを英国の法体系に組み入れること (Changes to the Listing Rules) である。また、同時に投資家保護を行いつつ、適切な投資機会の提供を目的とし、その観点から規則の変更案の提案を行っていた。意見募集終了後、同年7月、FCAが「SPACに向けた上場規程改正」の意見募集結果および回答書 (PS21/10: Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Changes to the Listing Rules) を公表し、回答書に基づき、上場規程改正を実施し、改正後の新たな上場規程は2021年8月から適用されると正式に発表した¹⁰²。

り、AIMへの投資促進のインセンティブとなっている、ということなので、プロ投資家に限らず、個人投資家もAIMへの投資参加可能だと考えられる。

「A guide to AIM tax benefit」

<https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/aimuktaxguide.pdf>

¹⁰⁰ LSEホームページ「Raise finance—AIM」

https://www.londonstockexchange.com/resources/raise-finance-resources?tab=aim&accordionId=3-d11040e8-353c-4420-9703-2673ee65e32e&moduleId=block_content%3Af1c76a56-45e3-4ca1-8900-8a541b66af19

¹⁰¹ FCA Handbook Listing Rules (英国上場規程) LR 5.6.5AR

<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/5/6.html>

¹⁰² SPAC投資家保護に関する意見募集案

1. 意見募集書 (CP21/10: Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Proposed changes to the Listing Rules)

<https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp21-10.pdf>

意見募集時(CP 21/10)から上場規程(PS21/10)改正に際しての主な変更点(PS21/10 1.7は以下のとおりである。¹⁰³

- 最低資金調達総額：2億英ポンドから1億英ポンドに変更。
- 買収期限：一定要件を満たす場合(例えば買収に関する株主総会を招集したが株主の承認を待つ、または買収に関する株主承認がある買収の最終段階など)、通常2年間の買収期限(または一般株主の承認を得て延長された場合は3年間)を株主承認不要で、6カ月延長するオプションを導入する。
- 市場監督体制の見直し：SPACは潜在的なターゲット企業を検討し、発表する前に、または買収の関連情報が漏洩した際に、FCAが一時的に上場を停止させることができるという一時停止規定¹⁰⁴があるものの、その規定の適用を回避したい一定の要件を満たしたSPACが事前にその規定を適用しないことが分かる時期について、ターゲット企業発表前ではなく、SPACの上場認可時といったより早い時期で、SPACへ明確に提示できるように変更した。

改正に至る規制当局であるFCAの考え方

- 最低資金調達総額基準を引き下げる(PS21/10 2.9 Our response)
当初は投資家保護の観点から、より多くの機関投資家を確実に関与させるように、最低資金調達総額基準である2億英ポンドが提案されていたが、市場から寄せられた意見を考慮し、1億英ポンドで上述の意図を確保できるため、最低資金調達総額基準を引き下げるように修正された。また、最低資金調達総額に満たない場合でも、SPACは上場申請することが可能だが、提案されたターゲット企業に関する詳細な情報を市場に提供できない限り、従来のとおり「一時的に上場を停止させる」という推定規定が適用される。
- 買収期限の緩和(PS21/10 2.21 Our response)
当初は投資家保護を勘案し、2年間の買収期間(または株主の承認を得て延長された場合は3年間)が提案されていたが、実務上買収の手続きを完了させるために、12カ月未満の延長期間が必要である、と市場から寄せられた意見を考慮し、一定要件を満たす場合(例えば買収に関する株主総会を招集したが株主の承認を待つ、または買収に関する株主承認がある買収の最終段階など)、株主の追加承認不要で、6カ月延長するオプションを導入する。よって、買収に関する株主の承認を得て延長された場合、最大買収期間は42カ月(36カ月+6カ月)となる。
- 市場監督体制全般的な検討(PS21/10 3.)
投資家保護を勘案し、ターゲット企業を発表する時に「一時的な上場停止させる」という一時停止規定が採用されているが、この適用を回避できる場合もある。「ケースバイケースの承認を避けるべき」、「一時停止を回避できるかどうかについての不確実性が投資家を遠ざけてしまうことを懸念する」、といった意見を考慮し、SPACが事前にそ

2. 意見募集結果および回答書(PS21/10: Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Changes to the Listing Rules)

<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-10.pdf>

3. ヒル上院議員による上場規則の見直しやその提言(Lord Hill's Listing Review report)
(1. 意見募集書の第3.16項による) https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/966133/UK_Listing_Review_3_March.pdf

¹⁰³ PS21/10 1.7

<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-10.pdf>

¹⁰⁴ 一時停止規定とは、SPACが潜在的なターゲット企業を検討し、発表する前に、または買収の関連情報が漏洩した際に、反証がない限り、SPACの開示情報が不十分であるとFCAが推定し、SPACの上場を一時停止させるという投資家保護措置を指す。

(LR 5.6.6R) <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/5/?view=chapter>

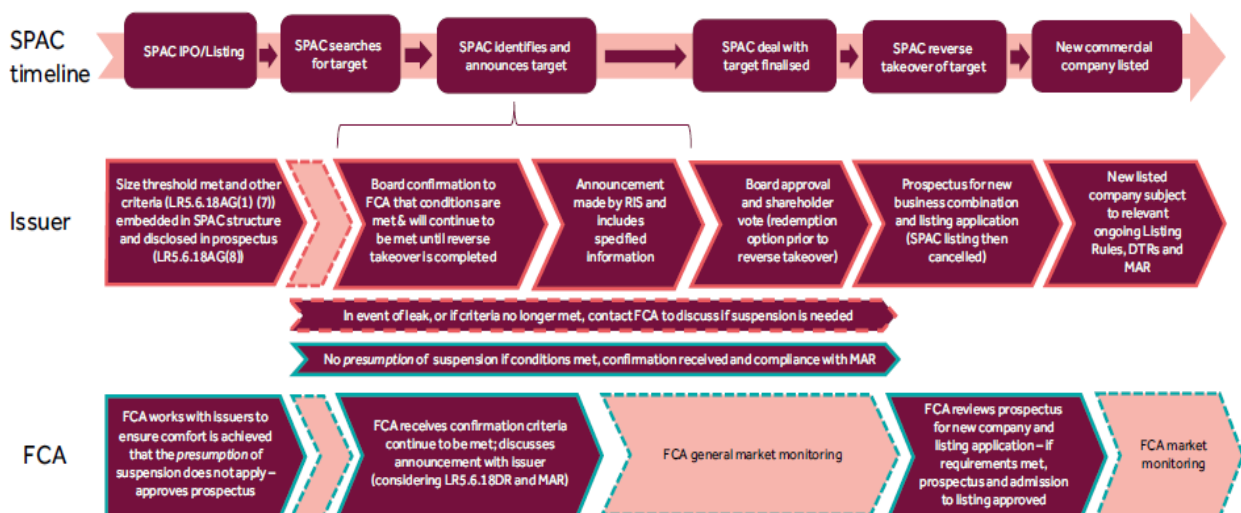
の規定を適用しないことが分かる時期について、ターゲット企業発表時ではなく、SPACの上場認可時といったより早い時期で、SPACへ明確に提示できるように変更した。

よって、SPACのライフサイクルにより、各段階にSPACからFCAへ要連絡時点、FCAの全体的な監督体制を明確にする。

【図表III-2-1】今後の監督体制フローチャート

(PS 21/10 3. Supervisory approach Figure 1. 「Overview of alternative approach to suspension and our supervisory approach」より引用)

Figure 1: Overview of alternative approach to suspension and our supervisory approach



また、2021年7月、FCAが「発行市場の活性化レビュー」の意見募集(CP21/21: Primary Markets Effectiveness Review)を発表し、主な発行市場の活性化を向上させるために、Premium Main MarketにDCSを導入(Standard Main Marketでは既にDCSを認めていた)、公開流通株式比率要件、最低時価総額要件などの改正を意見募集した。意見募集期間終了後、同年12月、FCAが「発行市場の活性化レビューに関する上場規程改正」の意見募集結果および回答書(PS21/22: Primary Market Effectiveness Review: Feedback and final changes to the Listing Rules)を公表し、回答書による上場規程改正を実施し、改正後の新たな上場規程は2021年12月3日から適用されると正式に発表した¹⁰⁵。

改正案の中で、SPACに関連する主な上場規程改正項目は、以下のとおりである。

1. 公開流通株式比率 (PS21/22 1.2)
外部者(取締役、5%以上保有する大株主および彼らの関連当事者以外)に保有される必要な公開流通株式比率を25%から10%に改正。
2. Premium Main MarketにDCSを導入 (PS21/22 「2 Dual class share structures」)

¹⁰⁵ 発行市場の活性化レビューに関する意見募集案

1. 意見募集書(CP21/21: Primary Markets Effectiveness Review)

<https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp21-21.pdf>

2. 意見募集結果および回答書(PS21/22: Primary Market Effectiveness Review: Feedback and final changes to the Listing Rules)

<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-22.pdf>

実務上、SPACはIPO時にPremium Main Marketに上場不可のため、既にDCSを認めるStandard Main MarketにDCS構造で上場することは特に問題なし。今回の上場規程改正により、De-SPAC完了後に、もし存続会社がStandard Main Marketから、Premium Main Market市場に変更する場合、DCSの一定条件を満たすと、Premium Main Marketに継続的にDCSを適用可能になる¹⁰⁶。

3. 最低時価総額要件 (PS21/22 3.15)

上場会社の最低時価総額要件は70万英ポンドから3,000万英ポンドに改正されたが、PS21/22 3.15の規定によると、制度移行期間として既に上場しているSPACには特有の猶予規定の適用が可能である。そのため、FCA PS21/22の発効日から2年以内にDe-SPAC完了する場合、存続会社の最低時価総額要件は従来の70万英ポンド規定を適用可能である。

¹⁰⁷。

上場基準の詳細について、以下のとおりである。

SPACのIPO上場の特有の基準

証券発行における基準および規定

● 株主数・公開流通株式数に関する要件

株主数または公開流通株式数に関する基準は上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。

ただし、通常のIPOと同様に、少なくとも発行済株式総数の10%¹⁰⁸は外部者¹⁰⁹(取締役、株式5%以上保有する大株主および彼らの関連当事者以外)に保有される必要がある。

● SPAC株式の最低発行価格要件 (1株当たり)

上場規程上、特定の要件は設けられていない。

実務上、IPO時の資金調達金額が3億英ポンド超であるSPACは1株10米ドルで発行されることが多い。

● SPACによる最低資金調達規模に関する要件：1億英ポンド (約150億円¹¹⁰)。

● 最低公開流通株式の時価総額に関する要件：上場規程上、特定の要件は設けられていない。

● ワラント

上場規程にSPAC特有の規定はない。通常ワラントの上場基準が適用される。

¹⁰⁶ Premium Main Marketに継続的にDCSを適用可能になる要件は、DCSにおける加重議決権がある種類株式は、以下の条件をいずれも満たすことである。(1) 最大加重議決権の比率は20対1。(2) 種類株式は取締役またはそのような取締役の財産の受益者のみが保有する(3) 加重議決権が行使可能場合は、加重議決権が保有している取締役の解任、または支配権変更がある買収への抑止のみである。

PS 21/22 2.4, 2.11 Our response <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-22.pdf>

¹⁰⁷ 上場会社の最低時価総額要件は70万英ポンドから3,000万英ポンドに改正された趣旨は、FCAの2018～2020年の統計資料によると、株価変動が大きい、かつ疑わしい取引のアラートを受けた上場企業の75%は時価総額3,000万英ポンド未満の企業である。よって、市場管理の観点から、FCAはメイン市場に上場可能対象がより大規模の時価総額を有する企業であるように修正した。PS 21/22 3.15 Our response <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-22.pdf>

¹⁰⁸ 2021/12月に、「発行市場の活性化レビューに関する上場規程改正」の意見募集結果および回答書(PS21/22: Primary Market Effectiveness Review: Feedback and final changes to the Listing)により、外部者が保有している最低公開流通株式数の基準は、25%から10%へ改正した。

<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-22.pdf>

¹⁰⁹ 英国上場規程における“held in public hands”についての定義はLR14.2.2 (3)に定められている。<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/14/2.html#D48>

¹¹⁰ 本報告書全体を通じ、1英ポンド約150円で換算している。

- 行使価格：上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。
- 行使可能期間：上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。
- 行使期限日：上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。
- 開示要求：ワラント条件などは目論見書に開示する必要がある。

SPACの上場時における取引に関する規定

- 投資家の適格性：制限なし。個人投資家も証券を購入可能。
- プロ投資家の参加要件：上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。
- 売買契約-ユニット制度によるSPAC株式とSPACワラントの分離売買
 - ユニット制度：ユニット制度検討中¹¹¹。
 - ユニットの構成要素：ユニット制度自体がなく、検討中。
 - 分離売買可否：現在は、ユニット制度は存在せず、SPACの株式とワラントはIPO上場日から分離売買されている。
 - 分離売買開始日：IPO日から。

SPACスポンサーと取締役

- スポンサーの定義：英国の上場規程LR5. 6. 18BR(3)¹¹²によると、シェル・カンパニーに現金出資、サービス提供、現物支援、または他の重大な貢献を提供する人と定義されている。
- SPACスポンサー最低資本参加要件：上場規程上、特定の要件は設けられていない。
- SPACスポンサーの適格性：上場規程には特に記載がなく、特段の要件は定められていない。
また、ライセンス等スポンサーの資格（金融業の免許の必要性など）について規定はなく、求められていない。
- 創設株主や経営陣の構成変更がSPACの清算事由になることを定める規定の有無：上場規程には特に記載がなく、清算事由に該当しない。
- SPACスポンサーの清算時の残余財産分配に関する資格：スポンサーに関する清算時の残余財産分配に対する権利には制限があり、清算時の残余財産分配には参加できない。

SPACの上場後の継続義務・特有の基準

信託保管

- 調達資金の信託保管要否：運転資金を除いて、IPOによる調達資金は全額に信託保管する必要がある。
- 信託保管された資金の運用や運用収益、利息の取扱いなどの規定：信託保管された資金用途は、買収資金や、株主の償還のみ。信託保管された資金の利息の取扱う等は上場規程に特に記載はなく、特段の制限はない。

スポンサー株式とスポンサーワラント、または支配株主についての譲渡・処分の制限

- 上場規程に特に記載はなく、特段の制限はない。ただし、実務上、以下のような仕組みを設けていることが多い。
 - スポンサー株式：実務上、SPACはスポンサー株式およびスポンサーワラントの所有者と自主的に契約を締結し、譲渡・処分の制限を設ける。

¹¹¹ 今回の制度見直しで見送られた背景：PS21/10 2.5 Our responseによると、ユニットについての属性、ユニットを発行する際に、自己株式に対する計算方法などをより詳しく検討する必要があるため、今回の制度見直しで見送られた。

PS21/10 2.5 Our response 「We may consider further communication on our approach to 'unit' structures in due course.」（抜粋）

¹¹² 英国の上場規程LR5. 6. 18BR(3) <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/5/6.html>

- スポンサーワラント：同上。
- 支配株主の譲渡・処分制限：上場規程に特に記載はなく、特段の制限はない。

SPACのDe-SPAC取引の要求事項における特有の基準

存続会社の要件

- De-SPAC後、存続会社は再上場申請する必要がある。
- 通常の上場要件が適用されるが、以下のとおり、移行期間における特有の規定がある：
2021年12月、上場会社の最低時価総額要件(70万英ポンドから3,000万英ポンドへ)改正されたが、既に上場しているSPACに対しては、移行期間における特有の規定がある(発効日から2年以内にDe-SPAC完了する場合、存続会社の最低時価総額要件は70万英ポンド。)¹¹³
- 推薦人選任要否：存続会社は市場変更したい場合(Standard main marketからPremium main marketへの場合)、Premium main market上場要件の一つである推薦人を選任する必要がある¹¹⁴。

De-SPACターゲット企業の適格性およびPIPEsの要否

- ターゲット企業の種類、業種：上述の新規上場要件が満たされる限り、DeSPACターゲット企業の種類、業種などについての制限なし。
- PIPEs要否：上場規程に特に記載はなく、必須ではない。

De-SPACターゲット企業の規模

- 上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。

De-SPAC時の株式価値希薄化防止の仕組み

- 上場規程に特に記載がなく、スポンサーの報酬・インセンティブに対する特段の制限はない。
- 英国における仕組み
 - スポンサー株式：上場規程に特に記載はなく、特段の制限はない。
 - スポンサーワラント：上場規程に特に記載はなく、特段の制限はない。
 - スポンサーが保有している株式に対する経済価値の希薄化防止の仕組み：スポンサー保有株式の希薄化防止ができる権利を付与する仕組みの可否については、上場規程に特に記載がなく、特段の制限はない。
 - 開示要求：SPAC株式の潜在的償還による希薄化効果についての事項は開示する必要がある。また、De-SPAC取引の開示資料の一部として、取締役、スポンサー、または創設株主が保有している株式に関する潜在的な希薄化効果についての重要な事項は全て開示する必要がある¹¹⁵。

De-SPAC取引に関する株主投票

- 議決要件：過半数の一般株主¹¹⁶が同意する必要がある。
- 議決権制限有無：制限あり。
SPACの創設株主、スポンサーまたは取締役は、買収に対する議決権がなし。

¹¹³ PS21/22 3.15 <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-22.pdf>

¹¹⁴ <https://www.fca.org.uk/markets/sponsor-regime/role-and-responsibilities-sponsor>

¹¹⁵ 英国上場規程LR 5.6.18. DR(2)(c) <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/5/6.html#D128561>

¹¹⁶ 英国上場規程LR 5.6.18 BR(2) 一般株主(public shareholders)とは創設株主、スポンサー、取締役以外の株主を指す。 <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/5/6.html#D128561>

- De-SPAC買収取引が否認された場合：上場規程のDe-SPACに関する要件によれば、買収期限内にDe-SPAC買収取引が完了していれば特に問題はなく、買収期限内に株主総会で買収が否認されたとしても、後日別の企業を買収することができると考えられる。

De-SPACにおける株主の投票権および償還権の関連性

- 投票権および償還権の関連性：一般株主全てに償還権が与えられる。
- スポンサー償還権の有無：償還権はない。

株主へ償還可能な金額

- 株主に償還可能な金額：SPACの株主は、De-SPAC取引に関する株主総会決議の時点における信託口座に保管されている金額（必要な運転資金を差し引いた金額）のうち、保有するSPAC株式数に応じて比例配分された金額に相当する現金の償還を要求する権利を有する。
- SPAC株式の償還権の上限の設定の可否：上場規程に特に記載がなく、特段の制限はない。
- 開示要求：上場規程に特に記載はなく、株主へ償還可能な金額の開示は必須ではない。

SPACの上場廃止・清算状況における特有の基準

De-SPAC取引の期限

- De-SPAC取引の期限：IPO後24カ月以内一般株主が承認する場合、最長12カ月間延長が可能(PS 21/10 2.21 Our response)¹¹⁷。
また、一定要件を満たす場合（例えば買収に関する株主総会を招集したが株主の承認を待つ、または買収に関する株主承認がある買収の最終段階など）、株主承認不要で、6カ月延長するオプションを導入している。よって、買収に関する株主の承認を得た場合、最大買収期間は42カ月(36カ月+6カ月)となる(PS 21/10 2.21 Our response)¹¹⁸。
- 延長する場合、規制当局・取引所の許可要否：FCAや取引所の許可は不要。

De-SPAC取引の期限までにDe-SPACが完了しなかった場合の上場廃止・清算

- 上場廃止：上場規程上、要求されない。
(ただし、後述のとおり、清算が明示的に要求されているため、実務上、上場廃止されることが考えられる)。
- 清算：上場規程上、明示的に要求されている。

SPACの財務予測に関する開示における特有の基準

De-SPAC時の財務予測情報：通常のIPO時の財務予測の開示規定に準ずる。

¹¹⁷ PS 21/10 2.21 Our responseによると、一般株主の承認のプロセスについては、詳しいプロセス、承認方法などを規定しない、市場実務に従うとのことである。

<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-10.pdf>

¹¹⁸ PS 21/10 2.21 Our responseによると、一定要件を満たす場合（例えば株主承認にあるところ、買収の最終段階など）、6カ月延長するオプション(株主承認不要)を導入する。よって、株主の承認を得た場合、最大買収期間は42カ月(36カ月+6カ月)となる。<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-10.pdf>

② SPACのIPO時の規制当局・取引所による審査の程度およびその内容

英国では、SPACのIPOは通常のIPOと同じく、投資家への開示を徹底することに重点が置かれている。

よって、SPACがFCAに提出し、FCAにおける上場審査管轄部署UK Listing Authority（以下、「UKLA」という）の審査を受ける登録届出書がSPACのIPO時の審査重点であると考えられる。

また、全ての投資者は自らデュー・ディリジェンスを実施する必要がある、機関投資家がSPACの経営陣と構成についてデュー・ディリジェンスを実施していることが投資提案のよりよい精査につながる可能性があり、共同投資する個人投資家にある程度の保証を与える、との実務状況はFCAも認識している¹¹⁹。

FCAの審査程度および内容

● 投資家保護のための十分な措置

米国にはない英国特有のルールとして、FCAはSPACが潜在的な買収ターゲット企業を発表する時に、投資家を保護するために、SPACの上場を一時的に停止させる、一時停止規定がある。ただし、以下のような投資家保護を確認できる要件を満たす場合、SPACの上場が一時停止規定は適用されない(LR 5.6.18AG)。

- SPACのIPO時の最低資金調達総額が少なくとも1億英ポンドである必要がある。
(ただし、最低資金調達総額を満たさない場合でも、SPACは上場申請可能ではある。その場合、SPACの上場が一時停止される可能性は残り、別途ターゲット企業に対する詳細開示の規定をSPACが満たす必要がある。¹²⁰)。
- 調達資金がターゲット企業の買収、株主への償還以外の目的で使用されないよう、信託保管されている必要がある。
- 買収期限は2年である(一定要件を満たした上で、延長可能)。
- 買収に関する取締役会(利害関係者を除く)の承認を得る必要がある。
- SPACの取締役が買収先と利害関係がある場合、取締役会は適切な独立したアドバイザーからのアドバイスが反映された「公正かつ合理的な」取引である旨の声明を公表する必要がある。
- ターゲット企業の買収提案には株主(創設株主、スポンサー、取締役を除く)の承認を得る必要がある。
- 株主へ償還権を付与する必要がある。
- IPO時、ターゲット企業の買収提案時、買収完了時に、それぞれ適切な開示を行う必要がある。

¹¹⁹ FCA PS21/10 2.9 (12頁) 2.9 Our response

「All investors are responsible for undertaking their own due diligence. However, institutional investors perform due diligence on a SPAC's management and structure, and this potentially leads to greater scrutiny of the investment proposition, giving co-investing individual investors some assurance.」(抜粋)

¹²⁰ FCA PS21/10 2.9 Our response

「Where a SPAC does not meet the size threshold, they can still apply for listing. However, they will not be able to use our alternative approach and the presumption of suspension will remain, unless they can provide detailed information about the proposed target to the market (ie using the existing approach under our rules and guidance).」(抜粋)

また、上述の基準を買収まで引き続き満たしているという証明書を、SPACの取締役会がFCAへ提出する必要がある、SPACのIPO時からDe-SPAC完了時までに、上述の投資家保護に関する要件を満たすかどうかをFCAが審査すると考えられる(LR 5.6.18CR)。

● 投資会社への該当の有無

FCA PS21/10のAppendix 2によると、SPACは「投資会社」(investment entity)に該当しないことを証明できる限り、LR14の一般上場(standard listing)規定により上場可能である。なお、投資会社とは、「投資リスクの分散または管理の観点から資産の投資・管理を目的としている会社」と定義されている¹²¹。

投資会社に該当する場合、投資会社に特有の上場規程を適用する必要があるため、SPACが上場申請する時に、FCAがSPACは投資会社に該当するかどうかを審査すると考えられる。なお、上述の定義を踏まえると、投資会社は資産の投資・管理を目的としている会社であるが、SPACはDe-SPAC買収の目的以外に、信託保管されている資金を投資の目的で運用できないため、投資会社に該当しないと一般的には考えられる。

LSEの上場審査・申請書類

LSEでは、SPAC特有の上場申請書類を設けていないため、SPACは通常のIPOと同じ上場申請書類を使用する¹²²。

③ SPACのIPO時の引受証券会社による審査の程度およびその内容

引受証券会社の任命

「Underwriting Agreements」という引受契約を発行会社、取締役、関係当事者である株主が証券会社と締結し、株式発行、取引に関する事項を約定する。ただし、取締役が締結する必要がある場合は、Premium Main Marketに上場申請する時のみである。実務上、メイン市場ではPremium Main Marketではなく、Standard Main MarketにしかSPACが上場申請できないため、SPACが引受契約を締結する時に、取締役会の承認は必要がないと考えられる。

IPO時の引受証券会社の役割

LSEのPremium Main Marketに上場申請する時に、推薦人(Sponsor)が必要とある。一般的に、発行会社は、推薦人(Sponsor)の選任も兼ねて、引受証券会社を任命することが多い(理由としては、単一の証券会社とのコミュニケーション、資料準備の容易化などである)。

ただし、SPACが上場可能なStandard Main Marketの場合、推薦人(Sponsor)の選任は不要であるため、Premium Main Marketに上場申請する際のような、推薦人と引受証券会社の選任を考慮することは不要と考えられる。

¹²¹ FCA PS21/10のAppendix 2

1. 「Eligibility for listing`...A cash shell or SPAC can list under LR 14 provided it is not an ‘investment entity’ as defined in the Listing Rules (LR 14.1.1R and Glossary).」(抜粋)
2. 投資会社(investment entity)の定義「(in LR) an entity whose primary object is investing and managing its assets with a view to spreading or otherwise managing investment risk.」<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/glossary/G2554.html>

¹²² LSEの上場申請書類 Form 1

<https://www.lseg.com/markets-products-and-services/our-markets/london-stock-exchange/exchange-traded-funds/listing-and-admissions>

米国と同じく成熟市場である英国では、SPACのIPOは通常のIPOと同じく、投資家への開示資料以外に、引受証券会社のデュー・ディリジェンスを徹底することに重点が置かれていると考えられる。

(2) De-SPAC完了時

① De-SPAC後（買収完了後）の上場維持基準

メイン市場

英国の上場規程では、De-SPACの取引は逆買収(Reverse takeovers)¹²³として取り扱われ、De-SPAC完了後にSPAC株式は取り消され、存続会社は新しい目論見書を提出し、上場を再申請する必要がある。なお、存続会社に対する上場維持基準は通常のIPO時の上場基準に準ずる。(LR 5.6.21R、LR5.6.23G)

なお、2021年12月にFCAはPS21/22¹²⁴を公表・正式に適用されたことにより、上場会社の最低時価総額要件は70万英ポンドから3,000万英ポンドに改正されたが、PS21/22 3.15の規定によると、移行期間においては、既に上場しているSPACには特有の猶予規定が適用可能(発効日から2年以内にDe-SPACまで完了する場合、存続会社の最低時価総額要件は70万英ポンドという従来の規定が適用可能)である。

また、上場規程にはSPAC特有の買収のターゲット企業の公正価値に対する項目は特に開示する必要はない。(米国上場基準のような、買収のターゲット企業の公正価値に関する要件の規定はない。)

(参考)AIM

AIM Rules for Companiesでも、De-SPACの取引は逆買収(Reverse takeovers)として扱う。De-SPACに関する上場維持基準を設けていないが、買収取引を行う前に、株主の承認を得る必要がある。(AIM Rules for Companies「Rule14-Reverse takeovers」¹²⁵)

買収取引に関する規定

英国上場規程における、シェル・カンパニーの買収取引に関する規定は、「LR 5.6 Reverse takeovers」の章に定められている。シェル・カンパニーの定義も、「LR 5.6 Reverse takeovers」の章における「LR 5.6.5AR」に明示されている。また、先述のとおり、De-SPAC買収時の「一時的に上場を停止させる」という一時停止規定を適用不要とするには、「LR 5.6.18 AG」の要件を満たす必要がある。

¹²³ 英国上場規程では、逆買収の定義は以下のとおりである。

発行企業または子会社による直接取得、発行企業の新しい持ち株会社による取得いずれかの方法により、事業、企業、または資産を取得する取引であり、以下の条件のいずれかを満たすものである。

(1) 取得対象のいずれかの比率が100%以上

(2) 実質的な事業の根本的な変更または発行企業の取締役または支配的議決権の変更

(なお、(2)に関連して、FCAでは、買収取引がその事業の戦略的方向性または性質をどの程度変えるか、買収取引完了後、その事業が異なる産業分野に属するかどうか、根本的に異なるサプライヤーやエンドユーザーを相手にする事業かどうか、という点が根本的な変更の指標になると考えている。)

¹²⁴PS21/22 <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-22.pdf>

¹²⁵https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/AIM%20Rules%20for%20Companies%20%2801012021%29_1.pdf

② De-SPAC時（買収時）の規制当局・取引所による審査の程度およびその内容

上述のとおり、SPACが潜在的な買収ターゲット企業を発表する時に、FCAは投資家を保護するために、SPACの上場を一時的に停止させることができる。ただし、投資家保護の要件を満たす場合、一時停止の規定が適用されない。

SPACが、LR5.6.18AGに定められた条件を満たし、LR 5.6.18CRに定められた書面による確認を提供した結果、FCAがSPACの上場が一時停止されるとの規定が適用されないことに同意した場合、「逆買収」において、以下の全ての項目を含めて必要な情報を公表する必要がある(LR5.6.18DR (2))。

- (a) ターゲット企業のビジネスの説明
- (b) ターゲット企業に関する全ての関連する公開情報へのハイパーリンク
- (c) 提案された買収取引の全ての重要な条件

これには、取締役、スポンサー、または創設株主が保有する証券、または取引の一部として発行または発行される予定の新しい証券による一般株主への予想される希薄化効果を含む。

- (d) 提案されている買収取引のスケジュール
- (e) ターゲット企業の評価

シェル・カンパニーの株式の上場への承認に関連して公開された目論見書に記載された将来のターゲット企業の選定および評価プロセスを参照し、ターゲット企業がシェル・カンパニーからどのように評価されたかを示す。

- (f) 投資家が適切な意思決定を行うために必要な情報

シェル・カンパニーの投資家が適切な意思決定を行うために必要な情報において、シェル・カンパニーがターゲット企業または提案された取引に関して認識している、または合理的に認識すべきその他の重要な詳細および情報を公表する。

③ De-SPAC時（買収時）の証券会社による審査の程度およびその内容

英国のSPAC制度において、投資家保護の観点から踏まえて、FCAは保守的な市場監督体制を設けている。

上述のとおり、SPACは潜在的なターゲット企業を検討し、発表する前にまたは買収の関連情報を漏洩する際に、FCAに速やかに連絡する必要がある。また、反証がない限り、SPACの開示情報が不十分であるとFCAが推定し、SPACの上場を一時停止させるという投資家保護措置を設けている。(LR 5.6.6R)

FCA PS21/10 1.14 (5頁)によると、SPACがいくつかの投資家保護の要件を満たす場合、上述のようなSPACの上場が一時停止されるという投資家保護措置は適用されない。そのうち、「SPACの取締役が買収先と利害関係がある場合、取締役会は適切な独立したアドバイザーからのアドバイスが反映された「公正かつ合理的な」声明を発表」という要件がある。

ただし、FCA PS21/10 2.38 (19頁)によると、アドバイザーの具体的な要件は例示されておらず、SPAC自身の状況を判断し、適宜、適切なアドバイザー対象を決定し、ターゲット企業の「公正かつ合理的な」声明を発表する必要がある。そのため、De-SPACに携わる証券会社はアドバイザーとして、ターゲット企業を審査・調査し、公正かつ合理的な結果をSPACに提示し、証券会社の結果を反映した声明をSPACが発表する必要があると考えられる。

(3) 開示

① SPACの上場時において必要とされる開示の具体的内容

上述のとおり、LSEでは4つのマーケットから構成されており¹²⁶、それぞれ上場基準や必要とされる開示に差異がある。実務上SPACはPremium Main MarketとHigh Growth Segment に上場申請を行う事ができないため、SPACがLSEで上場する際にはStandard Main MarketかAIMが選ばれる。

SPACによるStandard Marketへの上場

英国のStandard MarketはFCAの部門の一つであるUK Listing Authority（以下、「UKLA」という。）によって規制されている。

上場時の書類提出・開示要求は2000年金融サービス・市場法（Financial Services and Market Act of 2000）やFCAが発行しているListing Rules（以下、「LR」という。）、Prospectus Regulation Rule（以下PRR）などで定められている。セクションⅢ2(1)①の上場基準に記載されている開示要求以外には、SPAC特有ではなく、一般のIPOと同じ基準となっている。

FCAの審査プロセスでは以下の書類を提出し、情報開示をする必要がある（LR 3.3.2、3.3¹²⁷）

- 申請書（completed application）：発行者、証券、売出の概要
- 発行株式数の確認書(written confirmation)
- 目論見書・補足目論見書（PRR 2.1 / Article 6 and 7¹²⁸）
 - 注意喚起を含めた導入部
 - 証券の名前とISIN番号
 - 発行者の身元、連絡先、取引主体識別コード(Legal entity identifier)番号
 - 目論見書を承認した者(Competent authority)の身元、連絡先、目論見書の承認日
 - 注意喚起：サマリーは目論見書のイントロ（一部）として読まれるべきであり、投資の妥当性については投資家が目論見書を読んで決めるべきである。投資家は投資の全てあるいは一部を失う可能性があり、訴訟になった場合、原告が費用の一部負担などをする可能性があるという旨も記載。
 - 発行者の情報
 - 会社の本拠地および法律上の地位(Legal status)
 - 会社のビジネス情報
 - 大株主
 - マネージング・ディレクターの身元
 - 監査人
 - プロフォーマ財務諸表や監査意見の種類
 - 発行者のリスク評価
 - 証券の情報

¹²⁶ <https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/compare-markets-listing-equity>

¹²⁷ FCA LR 3.3 Shares <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/3/3.html>

¹²⁸ FCA PRR 2.1 General contents of prospectus <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PRR/2/?view=chapter>

- タイプとISIN
- 通貨、額面、発行数や株式に付随する権利

○ オファ어의情報

- オファ어의タイムテーブルや条件

一方でシェル・カンパニーが逆買収（SPAC取引を含む）を行う場合にはLR 5.1とLR5.6に準拠する必要があり、場合によっては追加の開示が必要になる可能性がある。

LR には上場差し止め（Suspending Listing¹²⁹）という規則が存在する。これは市場の保護を目的とした規則であり証券の上場が市場を乱す、または投資家を危険に晒すと判断された場合にはFCAが証券の上場を差し止める権限を有する。

LR5.1に記載されているとおり、FCAが上場を差し止める状況の例として上場規程に違反した場合や公開情報の不足などが挙げられている。さらにLR5.6¹³⁰によればシェル・カンパニーによるターゲットの逆買収が発表された時点¹³¹では一般的にターゲットの財務情報などを正確に評価するための公開情報が不足している場合が多いとされる。よってSPAC上場の際に差し止めを回避するには十分な投資家保護対策を導入し、かつ十分な情報公開を行っている必要がある。

LR5.6.10-5.6.18にいくつかの例示が記載されており、一般的には以下の要件のいずれかを満たさない場合にはFCAが上場を差し止める可能性が大きい（Presumption of Suspension）と考えられる。

- 5.6.10 - ターゲット企業が規制市場（Regulated Market¹³²）に上場している
- 5.6.12 - ターゲット企業がDisclosure Requirementsとは別の開示要求に従っているが、その開示要求がDisclosure Requirementsと近い
- 5.6.13 - シェル・カンパニーがPremium 市場に上場している
- 5.6.15 - ターゲット企業が他の開示要求に従っていない場合
過去三年の財務情報 - P&L, BS, SCFやシェル・カンパニーとターゲット企業の会計方針の差異
- 5.6.18 - 他（PS21/10の改定で要求されている事項。詳しくは”英国における制度変更（Policy Statement 21/10の＜主な変更内容＞”参照）

一般的なSPAC取引において、上場したシェル・カンパニー（SPAC）が非上場のターゲット企業を逆買収することが多い上、SPAC上場のタイミングではターゲット企業の選定を終えていない事から実務上SPAC取引で上場差し止めを回避するためには5.6.18に記載されている要求や追加開示を行う必要があると考えられる。

¹²⁹ FCA LR 5.1 Suspending listing <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/5/1.html#D26>

¹³⁰ FCA LR 5.6 Reverse takeovers <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/5/6.html>

¹³¹ LR5.6によれば “Generally, when a reverse takeover between a shell company and a target is announced or leaked” とあり、非公式に逆買収の情報がリークされた場合にも適用される。

¹³² 現時点でFCAが公表している規制市場はLSEも含めて6つ存在する。

<https://register.fca.org.uk/s/search?predefined=RM>

一方でFCAが直接公表していない市場でも、上述の6つの規制市場と規制や性質が近いと判断された場合には、LR5.6.10の要件を満たす可能性がある。

<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/glossary/G978.html>

英国における制度変更 (Policy Statement 21/10)

英国では2013年以降、2020年まで33ものSPACが上場し(Standard Main Market、AIMを含む)、それらのSPACのIPOによる調達資金額が累計で約20億英ポンドに達するも、FCAが従前、公表していた旧LR5.6では英国独自のルールである「一時的に上場を停止させる」(Presumption of Suspension)によって英国でSPACが上場するためのハードルが比較的高かった。しかし、米国でのSPAC上場の気運の高まりとそれに比例して散見される問題点から、英国でも投資家保護を強化しつつ、SPACに上場の柔軟性を与えるため規制改革が検討され、2021年8月にSPACの制度変更が行われた¹³³。

規制改革による主な変更内容は、以下のとおりである。

- SPAC上場時の手取り金が1億英ポンド以上であること
- De-SPACについて、SPACの株主総会において一般株主(Public Shareholder)の承認を得ること(発起人・スポンサー・取締役は株主総会決議に参加できない)
- 取締役においてDe-SPACについての承認を得ること
取締役のうち、以下のように、SPACとの利益相反がある者は、取締役会決議から除外される。
 - ターゲット企業の取締役を兼任している者
 - ターゲット企業の子会社の取締役を兼任している者
- De-SPACの際にSPAC株式の償還権をすべての株主へ付与すること
De-SPACについての賛否に関わらず、すべての株主にSPAC株式の償還権を付与
- SPACの上場で得た手取り金は信託保管されること
- De-SPACの期限(一般的には、2年。ただし、株主総会での決議を経れば、最長で3年)の導入
- 投資家に対する十分な開示がなされていること。従前からの開示要求に加えて、もし取締役やその関係者にSPACとの利益相反(Conflict of Interest)がある場合には、取締役名義でターゲット企業の買収が公正かつ合理的(Fair and Reasonable)であるという声明(statement)を公表する必要がある。

さらに、市場参加者の間では以下の点についても議論が交わされているものの、本報告書の執筆時点では、上述の改革法に関する追加的な改革は予定されていない。

- 発起人株の比率(初期の発起人株の持分を下げる)
- 償還権の上限設定
- 償還権を行使した投資家のワラント没収

(参考)SPACによるAIMへの上場

AIMは規制市場(Regulated Market)に該当しないため、公開での証券の募集や売出がない場合、目論見書は不要である。その代わり、SPACがAIMに登録するためには、AIM admission document¹³⁴という文書をロンドン証券取引所へ提出する必要がある。

AIMの上場ルール(AIM Rules for Companies)のSchedule 2によれば、AIM Admission Document(AIM加入申請書)においては、例外として列挙されている項目を除いて、目論見書のルール(Prospectus Rule)の別紙(Annex) 1、11および20¹³⁵に準拠した全ての項目について開示する必要がある。

¹³³ FCA Policy Statement 21/10 <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-10.pdf>

¹³⁴ AIM Rules for Companies 1 January 2021 https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/AIM%20Rules%20for%20Companies%20%2801012021%29_1.pdf

¹³⁵ Prospectus Regulation Rules Annex <https://www.fca.org.uk/markets/primary-markets/forms/new-prospectus-rules-cross-reference-lists>

- Annex 1：出資証券の登録(Registration document for equity securities)
リスク評価、発行者の情報、事業の概要、業務および財務レビュー、資本の状況、取締役および経営陣の情報、関連会社間取引、主要株主、財務情報
- Annex 11：証券に関する注記情報(Notes for equity securities or units issued by collective investment undertakings of the closed-end type)
証券の情報や発行者の規約、持分価値の希薄化、募集または売出の理由
- Annex 20：プロフォーマ情報(Pro forma information)

さらに、追加情報として以下の開示が要求されている。

- 投資家が資産と負債・財務状況・損益・見通し・証券の権利などを理解するために必要な事項
- 流動性・運転資金についての考察
- 取締役の経歴
- 投資方針（投資会社の場合）

② De-SPAC時において必要とされる開示の具体的内容

Standard Market上場企業の開示

英国におけるStandard Market上場企業に対する継続的な開示要求は、上場規程（Listing Rule）や開示指針および透明性に関するルール（Disclosure Guidance and Transparency Rules（以下、「DTR」という））によって定められている。

財務報告の開示がDTR 4¹³⁶ によって要求されており、主に以下の年次財務報告書と半期財務報告書を開示する必要がある。

- **年次財務報告書（Annual financial reports）（DTR 4.1）** 会計年度末から4カ月以内に年次財務報告書を提出する必要がある。年次財務報告書は、主に、以下の3つの項目から構成される。
 - 財務諸表（財務諸表は2006年会社法(Companies Act of 2006)に基づき会計監査を受ける必要がある）
 - 経営報告書(Management report):業績、経営状況、後発事象、研究開発活動、財務リスク管理方針（ヘッジ会計など）を含む、事業のレビューやリスクおよび不確実性に関する開示
 - 責任声明:取締役など証券の発行体の責任者が知る限りでは、財務諸表や経営報告書に記載されている情報は正しく適切であるという声明
- **半期財務報告書（Half yearly financial reports）（DTR 4.2）** 半期経過後、3カ月以内に半期財務報告書を提出する必要がある。半期財務報告書においても、年次財務報告書と同様に経営報告書と責任声明も併せて必要となる。
 - 半期財務諸表が監査またはレビューを受けている場合は監査報告書またはレビュー報告書を半期財務諸表に添付する必要がある。なお、監査・レビューを受けていない場合には、その旨を開示する必要がある。

¹³⁶ FCA DTR <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR/>

(参考)AIMでの開示

上述のとおりAIMはFCAによって規制されておらず、そのため、一般的には、開示指針および透明性に関するルール (Disclosure Guidance and Transparency Rules) は適用されない。そのため、開示などの要求事項は、別途公表されているAIMの上場ルール (AIM Rules for Company) ¹³⁷に基づいて行う必要がある。

AIMの上場ルール (AIM Rules for Company) に記載されている主な情報および開示要求は以下のとおりである。

- セクション11 株価に影響を与え得る情報の一般的な開示 (General disclosure of price sensitive information)
企業は、財務状態、企業活動、業績およびその見通しなどに変動があった場合に株価に影響を与えうる重要な事項について通知を行う必要がある (issue notification)。
- セクション 12 主要な取引 (Substantial transactions)
企業は、主要な取引について、クラステスト ¹³⁸で10%を超える取引については通知を行う必要がある。ただし、通常業務からの収益や固定資産の変動を伴わない資金調達 (raise finance which do not involve change in fixed asset) については通知の対象外とされている。
- セクション 13 関連当事者取引 (Related party transactions)
クラステストで5%を超える関連当事者取引については通知を行う必要がある。
- セクション 14 逆さ合併 (Reverse takeovers)
クラステストで100%を超える買収を行う場合または買収によって企業の事業および支配に根本的な変化が起こる場合は通知を行う必要がある。
- セクション 17 その他の情報に関する開示 (Disclosure for Miscellaneous information)
その他の重要事項 (大株主、取締役、AIMへの登録などに変更があった場合) を開示する必要がある。

さらに、財務情報についても一定の継続開示が要求される。

- セクション 18 半期報告書 (Half-yearly reports)
半期財務情報をLSEに提出する必要がある (比較貸借対照表 (BS), 比較損益計算書 (IS), 比較キャッシュ・フロー計算書を含む)。
- セクション 19 年次報告書 (Annual accounts)
会計年度の終わりから6カ月以内に年次の財務諸表を株主に提出する必要がある。
 - 英国およびEEA (欧州経済領域) の法人 (英国または欧州経済領域 (EEA) で設立された法人) は、国際会計基準 (International Accounting Standards (IAS)) に準拠して年次の財務諸表を作成する必要がある。

¹³⁷ AIM Rules for Companies 1 January 2021 https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/AIM%20Rules%20for%20Companies%20%2801012021%29_1.pdf

¹³⁸ クラステストとは、ある取引がその企業全体に対してどの程度の割合があるかを示すテストを指す。例えば、資産の買収・売却なのであれば、買収・売却額が企業の総資産に対してどの程度の比率なのか、ということを試算する。

その他の法人については、IAS、米国会計基準、カナダ会計基準、日本基準、オーストラリアIFRSなどの会計基準に準拠して財務諸表を作成することが認められている。

③ 上述の開示に関し虚偽記載があった場合の責任の所在および虚偽記載を抑制する仕組み

英国における虚偽記載に関連した責任の所在については、主に2000年金融サービス・市場法によって定められている。

- セクション 90：誤解を招く記載についての補償¹³⁹
上場規程などにより規定されている目論見書などの書類（Listing Particulars）に対して責任を負う者は、虚偽記載によって不利益を被った証券の購入者に対しての賠償責任を負う。
- 別紙10A（Schedule 10A）：公表された情報についての責任¹⁴⁰
証券の発行者は、虚偽記載（または不正な情報開示の遅延）のあった公開情報に基づき対象の証券を購入、保有または売却し、かつ不利益を被った者に対して、賠償責任を負う。

さらに、目論見書に関する規制（Prospectus Regulation）（PRR）5.3に基づき、発行者は目論見書について責任を負うこととされている。もし発行者が法人の場合、目論見書の発行時の取締役や外部の運営会社¹⁴¹の取締役も責任を負うこととなる。

¹³⁹ Compensation for statements in listing particulars or prospectus <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/part/VI/crossheading/compensation>

¹⁴⁰ Liability of issuers in connection with published information <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/schedule/10A>

¹⁴¹ 外部の運営会社(External Management Company)とは、PRR 5.3によって「発行者によって任命され、通常は役員（Officer）が行う業務を担っている会社」と定義されている。

(4) SPACの経営陣・スポンサーに対する規律

英国でもSPACのIPOおよびDe-SPAC取引は、取引所、引受証券会社、FCA(AIMへの上場の場合はLSE)および監査人からの審査などによって規制されており、De-SPAC後は、通常の上場企業に適用される規定に準拠する必要がある。具体的な規律としては、以下の項で述べた規制が挙げられる。

規制当局、取引所の上場基準・上場維持基準および審査については、Ⅲ. 2. (1)、(2)を参照。

引受証券会社による審査については、Ⅲ. 2. (1)③を参照。

開示要求については、Ⅲ. 2. (3)を参照。

会計監査については、Ⅲ. 2. (5)を参照。

このほか、SPACの上場時やDe-SPAC時に締結される契約や定款にスポンサーや経営陣に対する規律がいくつか記載されることが通常である。米国とは異なり、重要な契約などは通常公開されない一方で、重要な規律などは目論見書に要約して記載されることが多い。サンプルとして数社の目論見書を抽出して調査した結果、以下のような点が観察された。

- ターゲット企業の買収を完了させるには取締役会の承認を得る必要がある。ただし、ターゲット企業の取締役を兼任する取締役またはSPACと利益相反がある取締役は取締役会決議に参加できない。
- ターゲット企業の買収を完了させるには株主総会での承認を得る必要がある。ただし、スポンサー・取締役は株主総会決議に参加できない。
- 発起人株には信託保管されている資金に対しての権利が付与されない。さらに、ターゲット企業の買収を完了した場合でも、発起人株の償還はできない。
- 発起人株は、①ターゲット企業の買収完了後1年間または②ターゲット企業の買収後に株式の価格が12ユーロを超えた場合（ターゲット企業の買収から150日経過した後で任意の30取引日中の任意の20日において12ユーロを超えた時点）まで譲渡ができない。
- 一般のワラントおよびスポンサー・ワラントはターゲット企業の買収完了から30日後まで取引できない。

(5) SPACに対する監査の内容

英国のSPACに対する監査について、サンプルベースで数社を抽出し、調査した結果、監査報告書には全て無限定適正意見が表明されており、この調査の範囲内では、継続企業の前提に係る追記情報が記載されている例は見当たらないことを確認した。

Spinnaker Acquisitions plc¹⁴²

監査人：PKF Littlejohn LLP

無限定適正意見

Marwyn Acquisition Company(元Wilmcote Holdings)¹⁴³

監査人：Baker Tilly Channel Islands Limited

¹⁴² Spinnaker Acquisitions PLC Prospectus <https://xenon-notch-310617.nw.r.appspot.com/assets/pdf/prospectus.pdf>

¹⁴³ Marwyn Acquisition Company PLC Annual Report 2021
https://s22.q4cdn.com/829968558/files/doc_financials/annual/2021/MAC-PLC-21-Full-accounts-Final.pdf

無限定適正意見

なお、SPACの上場前のファイリングに掲載された財務諸表ではないものの、Marwyn Acquisition Companyの2021年6月期の財務諸表において、次のような監査上の主要な検討事項(Key Audit Matters)が記載されている。

- 財務諸表の開示のレビュー（監査人交代後の初年度の会計監査のため、会計方針の適切性を注意深く見る必要がある旨記載されている）
 - 経験豊富なスタッフによる多層にわたるレビュー
 - ソフトウェアを使ったアニュアルレポートの開示チェック（妥当性・網羅性）
- 内部統制の無効化リスク
 - 取締役の議事録レビュー
 - 仕訳テスト
 - 統制環境の理解・レビュー
- COVID-19の影響（継続企業の前提に関する予測についての検討）
 - 12カ月将来BSとキャッシュ・フローのレビュー
 - 感応度分析を含むキャッシュ・フローの予測の合理性の評価
- その他不正に関する手続きの実施
 - 経営者からのヒアリング
 - 請求書のレビュー
 - 開示されていない関係会社間取引のレビュー
 - 重要な勘定科目（主に金融資産と資本）に関する分析的手続の実施
 - 銀行取引残高確認書の入手、銀行残高の調整および支払いの処理に関連する内部統制のレビュー

(6) その他

① ガバナンスに関して定められている規制など

Standard Main Market

Standard Main Market上場企業はListing Rulesのガバナンスに関する要求事項の適用外ではあるものの、DTR¹⁴⁴で求められている一定の内部統制とリスク管理に関する開示や説明を行う必要がある。

- DTR7.1 ほぼ全ての企業に対して監査委員会の設立を義務付ける
 - 議長を含む取締役の過半数以上は独立取締役でなければならない
 - 監査委員会は財務報告、内部統制、リスク管理、外部監査および監査人などに対して責任を負う
- DTR7.2 企業統治の開示
 - コーポレート・ガバナンス・コードからの逸脱があった場合、その旨の明記と説明
 - 財務報告に係る内部統制とリスク管理
 - 経営陣や監督機関の構成
 - 経営陣や監督機関の多様性（年齢、性別、学歴など）の方針（もし当該方針が策定されていない場合はその理由）

¹⁴⁴ FCA DTR <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR/>

(参考)AIM上場企業のコーポレート・ガバナンス

なお、AIM上場企業にはDTRは適用されない。AIMの上場ルール (AIM Rules for Company) 26によると企業は以下の情報を会社のウェブサイト上で公表しなくてはならない。

- コーポレート・ガバナンス・コードとそのコードをどのように遵守しているかについての詳細。また、コーポレート・ガバナンス・コードからの逸脱があった場合、その旨と理由。なお、AIM上場企業は、この情報を年次でレビューする必要がある。

② 内部統制に関して定められている規制など

現在、米国のSOXの枠組みのような内部統制に関する規制は英国には存在しない。ただし、2021年3月に英国のビジネス・エネルギー・産業戦略省 (Department for Business, Energy and Industrial Strategy (BEIS)) が監査およびコーポレート・ガバナンスに関する協議文書 (Restoring trust in audit and corporate governance) を公表し、企業統治・監査・開示などの改革に着手した。BEISは、この協議文書の中で、内部統制制度の強化について言及している。

Standard Main Market上場の場合

Standard Main Market上場企業は、Disclosure Guidance and Transparency Rule 7.2によって求められているコーポレート・ガバナンス報告書 (Corporate Governance Statement) 上、財務報告に係る内部統制およびリスク管理のプロセスについての詳細を記載しなくてはならない。

一方で、Standard Main Market上場企業は、必須ではないものの、その多くの企業は、自主的にコーポレート・ガバナンス・コード (UK Corporate Governance Code) を適用している。

コーポレート・ガバナンス・コードによれば、取締役は監査委員会を設置する必要があり、また監査役のうち最低一人は、財務関連の実務経験を有することが必須とされている。

監査委員会は、主に、以下の事項に関する役割・責任を有する。

- 財務諸表のモニタリングおよび適正性
- 内部統制のレビュー
- 内部監査機能のモニタリング

また、年次報告書 (Annual Report) に以下の情報の記載が求められる。

- 財務諸表に関連する監査委員会の重要な考慮事項
- 内部監査人および外部監査人の独立性の評価手法
- もし内部監査機能が存在しない場合、その理由および外部監査への影響
- 会社のリスク管理と内部統制の評価に関する報告書

(参考)AIM上場企業の内部統制等

明確に定義されているわけではないものの、「AIM上場企業は、AIMの上場ルール (AIM Rules for companies) に準拠するに足る十分なプロセス、リソースおよび内部統制を整備しなくてはならない」こととされている。

(7) SPACに関連して発生した最近の問題事例

Nathaniel Rothchildが設立し、2010年に上場したVallar Plcは2011年にVallarはインドネシアで上場していた一般炭の生産をしている企業二社を買収し、Bumi Plcへ社名を変更した。2015年にFCAがAsia Resources Mineral Plc（2013年にBumi Plcから社名変更）に対する課徴金465万ユーロを発表¹⁴⁵。

FCAの公表によると、会社は関連会社取引を含む子会社BSの整合性の担保を取るために2012年の年次Financial Reportを期日以内に提出することができなかった。そのため、FCAは会社の関連会社取引の整理や統制について十分ではなく、規定で取り決められている投資家保護を担保できなかったとしている。

(8) 規制当局による制度変更や運用見直しの状況

英国規制当局FCA

先述のとおり、英国では以前からSPAC制度があったものの、その活用が十分になされていなかったことから、英国の規制当局であるFCAは、投資家保護に留意しつつ、活性化を図るための上場規則改正等に取り組んでいる。FCAの一連の動きについては、別添資料V.を参照されたい。

¹⁴⁵ <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/asia-resource-minerals-plc-formerly-bumi-plc-fined-%C2%A3465m-breaching-listing-rules>

3. 2021年以前にSPAC制度を導入した諸外国における制度の説明

この節では、米国・英国以外でSPACを導入した国として、ドイツおよびカナダのSPAC制度の概要を説明する。

(1) ドイツ

① 市場概要

ドイツの主な証券取引所は、ドイツ証券取引所グループ(Deutsche Börse Group)の傘下にある、フランクフルト証券取引所(Frankfurt Stock Exchange、(独)Frankfurter Wertpapierbörse、以下「FWB」という)である。

FWBは「規制市場」(Regulated Market)と「オープンマーケット」(旧Regulated unofficial Market、2005年以降「Open Market」という)という2つの市場があり、市場により審査機関は異なる¹⁴⁶。

規制市場

規制市場では、ドイツ金融規制当局が定める証券取引法((Securities Trading Act)とEU開示規程の遵守が求められる。規制市場では、ジェネラルスタンダード (General Standard) とプライムスタンダード (Prime Standard) の2つのサブセグメント(sub-segment)があり、SPACは、いずれのサブセグメントにも上場可能である。

オープンマーケット

オープンマーケットは、証券取引所によって規制される市場である。スケール (Scale) とクォテーションボード (Quotation Board) という2つのサブセグメント(sub-segment)がある。

管轄権に関する説明

ドイツの会社法 (Aktiengesetz) や関連規制では、資本市場でよく見られるSPACの設計(DCS、SPAC株式の償還権に関する制限の設定、De-SPAC期限内にターゲット企業の買収未了の場合におけるSPACの清算の要請等)は認められていない。そのため、FWBに上場しているSPACは、主にDCSの仕組みがあるルクセンブルクの会社法に基づいて設立され、上場する予定のA種株式の有価証券届出書を、ルクセンブルクの規制当局 (The Commission de Surveillance du Secteur Financier、以下「CSSF」とする)に提出する。規制当局の承認を受けると、EU内において、FWBの株式取引申請の承認を受けたとみなされるため、FWBの規制市場に上場を果たすことができる事例が多いように見受けられる。

White & Case法律事務所の公表資料によると、ドイツ市場におけるSPACのIPO数は、2020年に0件であったが、2021年に4件へと増加した。また、FWBにおけるSPACのIPO上場開示情報によると、この4件は、いずれもルクセンブルクの会社法に基づいて設立されたSPACである¹⁴⁷。

¹⁴⁶ FWB取引所

1. FWBの市場構成

<https://www.boerse-frankfurt.de/en/know-how/markets-and-segments/market-structure-of-frankfurt-stock-exchange>

2. FWBのSPAC制度の説明

<https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/primary-market/going-public/listing-trends/SPAC>

¹⁴⁷ White & Case法律事務所の公表資料<https://www.whitecase.com/sites/default/files/2022-01/european-spac-and-de-spac-data-statistics-roundup-web.pdf>

FWBにおけるSPACのIPO上場開示情報 <https://www.boerse-frankfurt.de/en/spacs>

② SPAC制度の説明

上述のとおりルクセンブルクの会社法に基づいて設立され、FWBに株式上場を果たしたSPACの上場規程の詳細は、以下のとおりである。

SPACのIPO上場の特有の基準

証券発行における基準および規定

- 株主数・公開流通株式数に関する要件
SPACに関する特有の基準が存在しないため、通常のIPO基準に準ずる。
株主数：100名以上、公開流通株式数：少なくとも1万株。
なお、少なくとも25%の株式は、EUまたはEEA (European Economic Area) の株主が保有する必要がある。
- SPAC株式の最低発行価格要件（1株当たり）
上場規程には、特に規定がなく、特段の要件は定められていない。しかし、実務上、SPAC株式は、1株当たり10.00ユーロで発行されることが多い。
- SPACによる最低資金調達規模に関する要件
SPACによる最低資金調達規模に関する特有の要件は存在しない。また、上場基準の一般的なルールにおいても、最低資金調達規模に関する要件は存在しないが、最低時価総額（1.25億ユーロ（約162.5億円¹⁴⁸⁾）に関する要求事項が設けられている）。
- 最低公開流通株式の時価総額に関する要件
上場規程には、特に規定がなく、特段の要件は定められていない。
- ワラント
上場規程には、SPACのワラントに関連する規定は特になく、特段の要件は定められていない。ただし、実務上、ワラントは、以下のように設計されることが多い。
 - 行使価格：11.50ユーロ
 - 行使可能期間：De-SPAC取引の完了時から30日後以降
 - 行使期限日：通常、以下のいずれか早い日をワラントの行使期限日とする。
 - (a) De-SPAC取引の完了日から5年後の日
 - (b) SPACが定めるワラントの償還日またはSPACの清算日。
 - 開示要求：上場規程上、ワラントに関連する開示要求に特になく、ワラントに関する開示は必須ではない。

SPACの上場時における取引に関する規定

- 投資家の適格性：制限はなく、個人投資家も証券を購入可能である。ただし、ESMAが公表した公式声明（Public Statement）によれば、SPAC株の販売時に、適合性原則に基づいた考慮が必要であるとされている¹⁴⁹。
- プロ投資家の参加要件：上場規程では、プロ投資家の参加要件に関する記載はなく、特段の要件は定められていない。
- ユニット制度によるSPAC株式とSPACワラントの分離売買
 - ユニット制度：ユニット制度があり、SPACのIPO時にユニットを発行する。
 - ユニットの構成要素：ユニットは、普通株式およびワラントから構成される。
 - SPAC株式とワラントの分離売買の可否：上場規程にSPAC株式とワラントの分離売買の可否に関する記載はなく、特段の要件は定められていない。
 - SPAC株式とワラントの分離売買開始日：上場規程にSPAC株式とワラントの分離売買開始日に関する記載はなく、特段の要件は定められていない。

¹⁴⁸ 本報告書全体を通じ、1ユーロ約130円で換算している。

¹⁴⁹ 2021年7月15日に、ESMAがPublic Statementを発出した。

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-384-5209_esma_public_statement_spacs.pdf

SPACスポンサーと取締役

- スポンサーの定義：スポンサーとは、FWBのSPAC紹介ホームページ¹⁵⁰によると、産業のベテラン、プライベート・エクイティのスポンサーまたは過去の実績を豊富に有する財務専門家で構成される経営陣であることが多い。
- SPACのスポンサーの最低資本参加要件：上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。
- SPACスポンサーの適格性：上場規程に特に記載はがなく、特段の要件は定められていない。
- 創設株主や経営陣の構成変更がSPACの清算事由になることを定める規定の有無：上場規程に特に記載がなく、創設株主や経営陣の構成変更はSPACの清算事由に該当しない。
- SPACの清算時の残余財産分配に対するスポンサーの権利：上場規程に特に記載がなく、特段の制限はない。実務上、SPACとスポンサーは契約を通じて、SPACの清算時の残余財産分配にスポンサーが参加しないように制限することが多い。

SPACの上場後の継続義務およびSPACの上場後に特有の基準

信託保管

- 調達資金の信託保管の要否：必要。FWBのウェブサイトのSPAC紹介ページにおいて、信託保管に必要なIPO調達資金の割合要件は明示されていない。しかし、実務上、IPO完了時に、一般的にIPOによる調達資金の100%が信託保管されることが多い。
- 信託保管された資金の運用や運用収益、利息の取扱いなどに関する規定
信託保管された資金の用途は、De-SPAC時のターゲット企業の買収およびSPACの株主への償還のみである。信託保管された資金の運用には、少なくともSPACの株主の過半数の賛成が必要である。

スポンサー株式とスポンサーワラント、または支配株主が保有するSPAC株式とワラントの譲渡・処分に関する制限

上場規程に特に記載はなく、特段の制限はない。実務上、SPACはスポンサー株式およびスポンサーワラントの保有者と自主的に契約を締結し、スポンサー株式およびスポンサーワラントの譲渡および処分に関する制限を設けることが多い。

- スポンサー株式：実務上、De-SPAC取引の完了日から1年間のロックアップ(Lock up, 譲渡制限)期間が設定されることが多い。
- スポンサーワラント：実務上、契約上の制限として、De-SPAC取引の完了時まで、スポンサーワラントの譲渡または処分が禁止されることが多い。
- 支配株主が保有するSPAC株式およびワラントの譲渡・処分に関する制限：上場規程に特に記載はなく、特段の制限はない。

SPACのDe-SPAC取引の要求事項における特有の基準

存続会社の要件

- 存続会社には、通常のIPOに適用される上場要件が適用される。
- 推薦人の選任の要否：上場規程に特に記載はなく、推薦人の選任は不要である。

De-SPACのターゲット企業の適格性およびPIPEsの要否

¹⁵⁰ FWBのSPAC紹介ホームページ「Initiators and management are considered key to the transaction's success. The management team is often composed of industry veterans, private equity sponsors or other financing experts with a track record(sponsors).」
<https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/primary-market/going-public/Special-Purpose-Acquisition-Companies-SPAC--2428042>

- ターゲット企業の種類および業種：上述の通常のIPOに適用される上場要件が満たされる限り、De-SPACのターゲット企業の種類および業種などについての制限はない。
- PIPEsの要否：上場規程に特に記載はなく、必須ではない。

De-SPACのターゲット企業の規模

- 上場規程に特に記載はなく、特段の要件は定められていない。

De-SPAC時の株式価値の希薄化防止の仕組み

De-SPAC時の株式価値の希薄化防止の仕組みに関して、上場規程に特に記載はなく、スポンサーの報酬およびインセンティブに関する特段の制限はない。しかし、実務上よくみられる仕組みは、以下のとおりである。

- スポンサー株式：上場規程に特に記載はなく、特段の制限はないが、実務上、IPO時にスポンサー株式はSPACの発行済株式の20%を占めることが多い（SPACのスポンサーは、SPACのIPO前に、少額な金額を支払って、スポンサー株式を取得する）
- スポンサーワラント：同上
- スポンサーが保有する株式の経済価値の希薄化防止の仕組み：スポンサーが保有する株式の価値の希薄化を防止することができる権利を付与する仕組みの可否については、上場規程に特に記載がなく、特段の制限はない。
- 開示要求：上場規程に特に記載はなく、De-SPAC時の株式価値の希薄化防止の仕組みに関する開示は必須ではない。

De-SPAC取引に関する株主投票

- 議決要件：De-SPAC取引に関して株主の過半数の賛成が必要である。
- 議決権の制限の有無：上場規程に特に記載がなく、特段の制限はない。SPACのスポンサーはDe-SPACの買収取引に関して株主総会で議決権を有する。）
- De-SPAのC買収取引が株主総会で否決された場合：上場規程のDe-SPACに関する要件によると、De-SPACの期限内に買収取引が完了していれば特に問題はなく、De-SPAC期限内に株主総会で買収が否決されたとしても、後日別のターゲット企業を買収し得ると考えられる。

De-SPAC取引に関する株主総会における株主の投票権およびSPAC株式の償還権の関連性

- 株主の投票権およびSPAC株式の償還権の関連性：株主には投票権およびSPAC株式の償還権が与えられる。株主がDe-SPAC取引に賛成するか、または、反対するかに関わらず、SPAC株式の償還権が与えられる。
- スポンサーが保有するSPAC株式の償還権の有無：スポンサーにもSPAC株式の償還権が与えられる。

株主に償還可能な金額

- 株主に償還可能な金額：信託保管された金額のうち、保有するSPAC株式数に比例配分した金額（信託保管口座に十分な分配可能準備金があり、それらが利用できる前提で、1株あたり10ユーロに累積利息を加えた総額）である。なお、米国の実務と同じく、株主は、SPAC株式を償還した場合でも、継続的にワラントを保有することができる。
- SPAC株式の償還権の上限の設定の可否：SPAC株式の償還権の上限の設定の可否については、上場規程に特に記載がなく、特段の制限はない（ただし、ルクセンブルク会社法において該当する要件があるかは本調査上、不明である）。
- 開示要求：上場規程に特に記載はなく、株主へ償還可能な金額の開示は必須ではない。

SPACの上場廃止・清算状況における特有の基準

De-SPAC取引の期限

- De-SPAC取引の期限：実務上、IPO後24カ月以内（契約が24カ月以内に締結されている場合、株主承認不要で、自動的に27カ月に延長される）とされる。
- De-SPAC取引の期限を延長する場合における規制当局および取引所の許可の要否：規制当局および取引所の許可は不要である。

De-SPACの期限までに買収取引が完了しなかった場合のSPACの上場廃止および清算

- 上場廃止：上場規程上、De-SPACの期限までに買収取引が完了しなかった場合にSPACの上場廃止を要求する規定は設けられていない(ただし、後述のとおり、SPACの清算が明示的に要求されているため、実務上、SPACは上場廃止されると考えられる。)
- 清算：上場規程上、SPACの清算が明示的に要求されている。

SPACの財務予測に関する開示における特有の基準

SPACの財務予測に関する開示は、通常のIPOに適用される財務予測の開示に関する規定に準ずる。De-SPAC取引の内容によって、ルクセンブルク規制当局(以下、「CSSF」という)が目論見書を承認する必要がある場合、財務予測情報はCSSFのレビューの対象となる。

(2) カナダ

① 市場概要

カナダの主な証券取引所は、以下の2つの取引所であり、いずれもTMXグループ(TMX Group, Inc)の傘下である¹⁵¹。

TSX (Toronto Stock Exchange、以下、「TSX」という)

TSXは、カナダ最大の証券取引所であり、SPAC制度を導入している。

TSXの最新版のSPACガイドライン(2019年3月27日に公表)によると、2015年から2019年3月まで、カナダ市場におけるSPACのIPO上場数は累計で8件である¹⁵²。

TSXV (TSX Venture Exchange、以下、「TSXV」という)

TSXVは、ベンチャー企業を中心に扱う取引所であり、SPACより小規模会社向けのキャピタル・プール・カンパニー (Capital Pool Company (以下、「CPC」という)) 制度を設けている。

カナダでは、ジュニア探鉱事業(junior mining industry)などが発達しているが、初期段階の採掘は一般的にリスクの高い投資であるため、資金調達が困難である。CPC制度は、このような小規模会社に最初の資金を調達する方法を提供していると考えられる。TSXVの最新版CPCガイドライン(2020年12月1日に公表)によると、CPC制度が導入されてから2020年9月30日まで、カナダ市場におけるCPCのIPO上場数は累計で2,600件超である¹⁵³。

管轄権に関する説明

TSXにおけるSPAC

TSXの公表資料によると、TSXへ上場することを希望する会社は、カナダの連邦または州の会社法に基づいてSPACを設立することが推奨されるが、カナダ以外の法律に基づいてSPACが設立された場合でも、SPACの受入可否については、TSXへ事前に予備的な意見を得ることが推奨される、としている。

TSXVにおけるCPC

TSXVの公表資料によると、CPCはSPACより小規模会社向けの上場制度であり、全ての管轄権に適用されるわけではないため、CPCの上場申請前に、TSXVへの確認の必要がある、としている。

② SPAC制度の説明

上場基準の詳細は、以下のとおりである。

¹⁵¹ TMXグループ

1. TMXグループの市場構成

<https://www.tsx.com/listings/listing-with-us/listing-guides/ways-to-list>

2. TSXのSPAC上場制度

<https://www.tsx.com/listings/listing-with-us/listing-guides/ways-to-list/special-purpose-acquisition-corporation-spac>

3. TSXVのCPC上場制度

<https://www.tsx.com/listings/listing-with-us/listing-guides/ways-to-list/capital-pool-company-cpc-program>

¹⁵² TSXの最新版のSPACガイドライン(2019年3月27日に公表) <https://www.tsx.com/resource/en/1359/tsx-spac-guide-2019-03-27-en.pdf>

¹⁵³ TSXVの最新版CPCガイドライン(2020年12月1日に公表) <https://www.tsx.com/resource/en/47>

SPACのIPO上場の特有の基準

証券発行における基準および規定

- 株主数・公開流通株式数に関する要件
株主数は50名以上必要であり、公開流通株式のうち、少なくとも100万株は外部者が保有する必要がある。
- SPAC株式の最低発行価格要件：(1株当たり)2カナダドル。
- SPACによる最低資金調達規模に関する要件：3,000万カナダドル(約27億円¹⁵⁴)。
また、SPACは、信託保管された金額の10%に相当する無担保ローンを除き、借入による資金調達(通常の短期取引または買掛金を除く)は不可¹⁵⁵。
- 最低公開流通株式の時価総額に関する要件：上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。
- ワラント
ワラントはユニット構成要素の一部分か、または株式に付加して発行可能。また、実務上は以下のように設計されることが多い。
 - 行使価格：実務上、11.5米ドルが多い。
 - 行使可能期間：実務上、De-SPAC取引の完了時。
 - 行使期限日：通常、以下のいずれか早い日をワラントの行使期限日にする
 - (a) SPACが定める償還日
 - (b) De-SPAC買収期限に買収完了できず、清算された日。De-SPAC買収期限までに買収完了できず、清算された場合、SPACのワラントは無価値となる。
 - 開示要求：上場規程に特に記載はなく、必須ではない。

SPACの上場時における取引に関する規定

- 投資家の適格性：制限なし。個人投資家も証券を購入可能。
- プロ投資家の参加要件：上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。
- 売買契約-ユニット制度によるSPAC株式とSPACワラントの分離売買。
 - ユニット制度：あり。SPACのIPO時にユニットを発行。
 - ユニットの構成要素：普通株式およびワラント。1つのユニットに2個までのワラントが含まれることができる。
 - 分離売買可否：上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。
 - 分離売買開始日：上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。

SPACスポンサーと取締役

- スポンサーの定義：TSX SPAC上場規程156によると、創設株主であるスポンサーグループを指す。

¹⁵⁴本報告書全体を通じ、1カナダドル約90円で換算している。

¹⁵⁵ TSX SPAC上場規程Sec. 1009. 「A SPAC is prohibited from obtaining any form of debt financing (except ordinary course short term trade or accounts payables) apart from unsecured loans for a maximum aggregate principal amount equal to 10% of the funds in escrow.」

<https://www.tsx.com/resource/en/1359/tsx-spac-guide-2019-03-27-en.pdf>

¹⁵⁶ TSX SPAC上場規程(3頁) 「What does it mean to sponsor a SPAC...A sponsor group of founding shareholders. The founding shareholders who form the sponsoring group should retain, on behalf of the SPAC, the necessary team of advisors at the earliest opportunity to assist in the IPO process and establish goals and deadlines.」 <https://www.tsx.com/resource/en/1359/tsx-spac-guide-2019-03-27-en.pdf>

- SPACスポンサー最低資本参加要件：IPO前に、創設株主はSPACのユニット、株式またはワラントを購入する必要がある、10%～20%の株式比率を有することが求められる。
当該出資状況はSPACの目論見書に開示する必要がある。
- SPACスポンサーの適格性：SPACのIPO時にスポンサーの経験・実績などは確認される。
加えて、IPO前にスポンサーはSPACの株式を購入する必要がある、当時の購入価格を踏まえた希薄化効果をTSXが確認する。
また、ライセンス等スポンサーの資格（金融業の免許の必要性など）について規定はなく、求められていない。
- 創設株主や経営陣の構成変更がSPACの清算事由になることを定める規定の有無：上場規程に特に記載がなく、清算事由に該当しない。
- SPACスポンサーの清算時の残余財産分配に関する資格
スポンサーに関する清算時の残余財産分配に対する権利には制限があり、清算時の残余財産分配には参加できない。

SPACの上場後の継続義務・特有の基準

信託保管

- 調達資金の信託保管要否
IPOによる調達資金の90%以上は信託保管する必要がある。
引受証券会社は、少なくともIPOにおける受取可能な手数料の50%をDe-SPAC完了まで受け取らず、信託保管されることに同意する必要がある。
- 信託保管された資金の運用や運用収益、利息の取扱いなどの規定
TSXに許可された投資項目のみに投資可能。信託保管の資金の運用による利息は、SPACの運営資金として使用可能。
SPACは、この資金の使途を、開示する必要がある。

スポンサー株式とスポンサーワラント、または支配株主についての譲渡・処分の制限

- 上場規程上、De-SPAC完了までスポンサー株式・スポンサーワラント共に譲渡・処分不可。
- 支配株主の譲渡・処分制限：上場規程に特に記載はなく、特段の制限はない。

SPACのDe-SPAC取引の要求事項における特有の基準

存続会社の要件

- 存続会社には、通常のIPOで適用される上場要件が適用される。
- 推薦人の選任の要否：上場規程に特に記載はなく、推薦人の選任は不要である。

De-SPACターゲット企業の適格性およびPIPEsの要否

- ターゲット企業の種類、業種：上述の新規上場要件が満たされる限り、De-SPACターゲット企業の種類、業種などについての制限はなし。
- PIPEs要否：上場規程に特に記載はなく、必須ではない。

De-SPACターゲット企業の規模

ターゲット企業の公正な市場価格が、信託保有する資金の80%以上でなければならない。
また、信託保有する資金には、引受手数料、未払税金、資金運用による収益を除くことができる、と明示されている。2社以上買収する場合、公正な市場価格は、合計で信託保有する資金の80%以上であれば良い。

De-SPAC時の株式価値希薄化防止の仕組み

- スポンサー株式：創設株主は、SPACの10%～20%の株式を保有することが求められる。
- スポンサーワラント：上場規程に特に記載はなく、特段の制限はない。

- スポンサーが保有している株式に対する経済価値の希薄化防止の仕組み：
IPO前にスポンサーはSPACの株式を購入し、一定程度(IPO最低資金調達規模3,000万カナダドルのうちの10%~20%)の資本参加をする必要がある。TSXが当時の購入価格と希薄化効果を確認することとなっている。
- 開示要求：スポンサーの出資状況について開示する必要がある。

De-SPAC取引に関する株主投票

- 議決要件
 - (i) 当該De-SPAC買収取引に利害関係がない取締役の過半数
 - (ii) その目的のために正式に招集された株主総会で過半数の株主が承認する必要がある。
株主総会を開催する場合、SPACは、De-SPAC取引の完了を前提として、結果として生じる財務予測に関する開示情報を作成し、事前に取引所に提出し、レビューを受けて承認を取得する必要がある。
- 議決権制限有無：利害関係がある取締役は議決権なし。
- De-SPAC買収取引が否認された場合：上場規程のDe-SPACに関する要件によれば、買収期限内にDe-SPAC買収取引が完了していれば特に問題はなく、買収期限内に株主総会で買収が否認されたとしても、後日別の企業を買収することができると考えられる。

De-SPACにおける株主の投票権および償還権の関連性

- 投票権および償還権の関連性：De-SPACの買収取引に反対する株主のみに償還権が与えられる。
- スポンサー償還権の有無：償還権なし。

株主に償還可能な金額

- 株主に償還可能な金額：信託保管された金額のうち、株主が保有するSPAC株式数に比例配分した金額に相当する現金(期限内にDe-SPACを完了できない場合、引受証券会社から預かり、信託保管されている引受手数料も償還可能な金額として、株主に償還)。
- 償還権上限の設定可否：設定可能。償還権上限は、少なくともSPACのIPO時に発行した株式の15%である必要はある。
- 開示要求：目論見書に適切な開示をする必要がある。

SPACの上場廃止・清算状況における特有の基準

De-SPAC取引の期限

- De-SPAC取引の期限：IPO後36カ月以内（延長不可）。De-SPAC取引が複数企業を買収により構成されている場合、それぞれの買収を同時に完了する必要がある。
- 延長する場合、規制当局・取引所の許可要否：延長不可のため、規制当局や取引所の許可は不要。

De-SPAC取引の期限までにDe-SPACが完了しなかった場合の上場廃止・清算

- 上場廃止：上場規程上、要求されない(ただし、後述のとおり、清算が明示的に要求されているため、実務上、上場廃止されると考えられる)。
- 清算：上場規程上、明示的に要求。

SPACの財務予測に関する開示における特有の基準

De-SPAC買収取引に際して株主総会を開催する場合、SPACはDe-SPAC取引の完了を前提として、結果として生じる財務予測に関する開示情報を作成し、事前に取引所に提出し、レビューを受けて承認を取得する必要がある。

③ CPC制度の説明

上場基準の詳細については、以下のとおりである。

CPCのIPO上場の特有の基準

証券発行における基準および規定

- 株主数・公開流通株式数に関する要件
株主数：150名以上(各株主は少なくとも1,000株を保有する必要がある)。公開流通株式：少なくとも50万株(そのうちの20%は外部者に保有される必要がある)。
- CPC株式の最低発行価格要件（1株当たり）：0.10カナダドル。
- CPCのIPOにおける最低・最大資金調達規模に関する要件
最低：20万カナダドル(約1,800万円)、最大：950万カナダドル(約8.5億円)。また、CPCにおける全体的な資金調達規模制限があり、IPO資金調達+シード資本で、最大1,000万カナダドル(約9億円)までとされている。
- 最低公開流通株式の時価総額に関する要件
上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。
- ストックオプション・ワラント
 - CPCがIPO時に発行可能な証券種類：
CPCは、現金調達のための普通株式、ストックオプション(付与対象の制限がある)、エージェント157オプションのみが発行可能。ワラント発行・DCS制度利用は不可。
 - 行使価格：上場規程上、ストックオプションはシード株価でプライシングは可能。(IPO発行価格より低い行使価格の設定も可能。)
 - 行使可能期間：上場規程上、エージェントオプションの行使可能期間：最大5年。
 - 行使期限日：
ストックオプション：上場規程上、以下のいずれか早い日を行使期限日にする。
(a) 当初付与された身分(取締役、役員、テクニカルコンサルタント)がなくなる時点から12カ月、あるいは、
(b) CPCが定める償還日158。
 - 開示要求：上場規程に特に記載はなく、必須ではない。

CPCの上場時における取引に関する規定

- 投資家の適格性：制限なし。個人投資家も証券を購入可能。
- プロ投資家の参加要件：上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。
- ユニット制度によるCPC株式などの発行
 - ユニット制度：CPCは、現金調達のための普通株式、ストックオプション(付与対象の制限がある)、エージェントオプションのみが発行可能。また、CPCは信託会社である場合、「ドラスト ユニット」(trust unit、信託会社である場合におけ

¹⁵⁷ エージェント (Agent) とは、適用される証券法に基づいて登録され、代理人として行動する人を指す。

CPCとベストエフォートエージェンシー契約を締結し、CPCに代わってIPO株式を提供および売却する。

¹⁵⁸ TSXV Policy 2.4 規程6.7 「The term of a CPC Stock Option must expire not later than 12 months after the optionee ceases to be a director, senior officer or technical consultant of the CPC, or of the Resulting Issuer, as the case may be, subject to any earlier expiry date of such CPC Stock Option.」

る証券発行単位)が発行可能。ユニット制度の有無は上場規程に明示されていない。

CPCのファンダー

- ファンダーの定義：CPC の紹介資料¹⁵⁹によると、CPCのファンダーとはCPCの取締役会および経営陣のことを指す。
- CPCシード資本の要件：IPO前における、CPCのシード資本要件がある
 - シード株式最低発行価格要件（1株当たり）：0.05カナダドルを超え、IPO価格の50%を超える必要がある。
 - シード株式の自己資本総額要件：
最低：10万カナダドル(約900万円)。
最大：100万カナダドル(約9,000万円)。
 - 取締役/経営陣の最低資本参加要件：以下のいずれか大きい方を満たす必要がある。
 - (i) 10万カナダドル(約900万円)。
 - (ii) 資金調達総額の5%。
 - 各取締役、経営陣の最低資本参加要件：5,000カナダドル(約45万円)。
- CPC取締役および経営陣の適格性：CPCのIPO時に取締役および経営陣の経験・実績などは確認される。過半数はカナダ、または米国の居住者、またはカナダの取引所に相当の制度における公開会社に取り締役や役員を就任した経験があることは必要がある。また、ライセンス等ファンダーの資格（金融業の免許の必要性など）について規定はなく、求められていない。
- 創設株主や経営陣の構成変更がSPACの清算事由になることを定める規定の有無：上場規程に特に記載がなく、清算事由に該当しない。
- CPCのファンダーの清算時の残余財産分配に関する資格：買収期限がないため、清算時の残余財産分配に関する資格は上場規程に特段の制限はない。（上場後24カ月以内にQT¹⁶⁰が完了しなくても、CPCのファンダーが保有しているシード株式は取消不要。）

CPCの上場後の継続義務・特有の基準

信託保管

- CPCの株式の信託保管要否：以下の株式を信託保管する必要がある。
 - IPO価格を下回る発行のシード株式
 - 非独立企業間当事者が取得したCPCの自己株式
 - CPCのストックオプション
 - IPO価格よりも低い行使価格でCPCストックオプションの行使により発行された株式
 - 適格な取引が完了するまで、CPCのファンダーの株式は信託保管する必要がある。ただし、IPO価格以上で取得した株式は信託保管の対象外になる。
- 信託保管された資金の運用や運用収益、利息の取扱いなどの規定
IPOによる調達資金は、適格な取引に直接関係しないものには使用できないという制限がある。（調達資金からCPCの運営資金に支出することは可能だが、上限は3,000カナダドル/月）である。
- 信託保管された株式の解除

¹⁵⁹ CPC紹介資料(4頁)「FORMATION OF CPC BOARD AND MANAGEMENT TEAM: (CPC Board and Management (“CPC Founders”))」(抜粋)

<https://www.tsx.com/resource/en/47>

¹⁶⁰ QTとは、「The Qualifying Transaction」の略称で、適格な企業買収取引ということを指す。SPAC制度でいうDe-SPACに当たるものである。

- 18カ月信託保管：「Final QT Exchange Bulletin」¹⁶¹公表時に25%、公表日から6、12、18カ月に25%ごとを信託解除する。
- CPCストックオプションおよびオプション株式：「Final QT Exchange Bulletin」公表時に信託解除する。(IPOの前に付与されたもので、IPO価格よりも低い行使価格で行使可能なものは除く)。

株式についての譲渡・処分の制限

- 法律上の要求事項がある場合を除き、上場規程上に定められている4カ月の最低保有期間の規定は、QTにおけるエージェントとプログループ(Pro group)¹⁶²に発行された株式が適用対象外となる。

CPCのQT取引の要求事項における特有の基準

存続会社の要件

- 存続会社は通常の上場要件が適用される。
- 存続会社がファイナンス会社であることは可能(買収企業がファイナンス分野であることは可能)。
- 推薦人選任要否：上場規程に特に記載はなく、推薦人選任不要。

QTターゲット企業の適格性およびPIPEsの要否

- ターゲット企業の種類、業種：
 - 上場時点では、CPCは非上場会社と買収に関する「原則的合意」(Agreement in Principle)が存在してはならない。
 - 買収取引についての株主承認を得る前に、TSXVへ資料を提出し、TSXVからの認可を得る必要がある。
 - ターゲット企業が石油・ガスまたは鉱業である場合、TSXVに提出する資料は一般会社と異なる開示規程を適用する必要がある。
- PIPEs要否：上場規程に特に記載はなく、必須ではない。
- ファインダー手数料(finder's fee)
 - QTのノン・アームズ・レングス・パーティー(Non-Arm's Length Party)¹⁶³は、CPCの関連当事者に該当しない場合、以下の条件を満たした上で、QTを完了する際に、QTに関連するファインダー手数料を受取可能：
 - 当該QTはノン・アームズ・レングスQTではない
 - 当該QTはTSXV Policy 2.4 規程Practice 14に規定されているCPCとTSXに上場している企業との間の買収取引ではない

¹⁶¹ 「Final QT Exchange Bulletin」：適格な取引を完了後、取引所が当該取引を最終承認することにより公表した揭示。

<https://www.tsx.com/resource/en/2479>

¹⁶² 「プログループ(Pro group)」：CPCの従業員、パートナー、取締役および経営陣など関連当事者を指す。<https://www.tsx.com/resource/en/418>

¹⁶³ 「ノン・アームズ・レングス・パーティー(Non-Arm's Length Party)」とは、(a) (i) 当該会社と関連している証券会社、取締役、役員、その他インサイダー、当該会社の管理者およびその関連当事者。または、(a) (ii) エンティティまたは当該エンティティの関連会社が上述の当該会社と同じ証券会社、取締役、役員、その他インサイダー、または管理者がいる場合、当該エンティティまたは当該エンティティの関連会社。または(b) 当該会社に関連している個人、当該個人の関連者、または当該個人が証券会社(Promoter)、役員、取締役、管理者を就任している会社を指す。<https://www.tsx.com/resource/en/418>

- ファインダー手数料は現金、株式またはワラント¹⁶⁴として支払う
- 当該QTを実施する際に、同時に資金調達が行われる場合、QTにおける利益に基づいてファインダー手数料を計算する時に、当該資金調達の金額は当該利益として含まれない
- 過半数の株主の承認必要がある。（ファインダーの手数料の受領者およびその関連当事者を除く）

QTターゲット企業の規模

- 上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。

取締役および経営陣の報酬・インセンティブを制限するように希薄化上限

- シート株式：上述の最低資本参加要件を参照。
- ストックオプション（取締役、シニア役員のみ）：取締役、シニア役員の一人当たりが付与可能なストックオプションは、付与日の発行済みCPCの普通株式の5%以下。
- また、上述のCPC会社関連当事者以外に、付与可能な対象者：技術コンサルタント全員に付与可能なストックオプションは、付与日の発行済みCPCの普通株式の2%以下。全ての適格な慈善団体に付与可能なストックオプションは、付与日の発行済みCPCの普通株式の1%以下。
- 開示要求：上場規程に特に記載はなく、必須ではない。

QT取引に関する株主投票

- 議決要件：株主総会、または書面による同意において、少数株主の過半数の賛成が必要である。

QTにおける株主の投票権および償還権の関連性

- 投票権および償還権の関連性：償還権は認められない。

株主に償還可能な金額

- 償還権は認められないため、株主に償還可能な金額がない。
- 償還権上限の設定可否：償還権は認められないため、償還権上限の設定不可。
- 開示要求：償還権は認められないため、特段の開示要求は求められていない。

CPCの上場廃止・清算状況における特有の基準

QT取引の期限

- QT取引の期限：特に期限なし。上場後24カ月以内にQTが完了しない場合でも、シード株式の取消不要。
- 延長する場合、規制当局・取引所の許可要否：QT取引の期限がないため、承認は不要である。

QT取引が完了しなかった場合の上場廃止・清算

QT取引の期限がないため、特段の該当要求事項なし。なお、上場維持基準を満たせない場合、上場廃止となる。

¹⁶⁴ワラントの発行は、QTを完了する際に可能になる。

(TSXV Policy 2.4 規程 9.3)<https://www.tsx.com/resource/en/2480>

CPCの財務予測に関する開示における特有の基準

事業計画（今後24カ月の予測と仮定を含む）をTSXVに提出する必要がある。また、テクノロジーまたはライフサイエンス業種に属し、研究開発がある場合、これまでに実施した研究開発の説明と研究開発作業進捗などを説明する必要がある。

4. 2021年以降にSPAC上場制度を新規導入した諸外国における制度の説明

この節では、2021年以降にSPACを導入した国として、シンガポールおよび香港のSPAC制度の概要を説明する。

(1) シンガポール

① 市場概要

シンガポールの主な証券取引所であるシンガポール取引所(Singapore Exchange、以下、「SGX」という)には、「Mainboard」と「Catalist」という2つの取引市場がある¹⁶⁵。「Mainboard」は主に通常企業向け、「Catalist」は主に新興企業向けの市場となっている。)。

2021年9月より、SGXは「SPACの上場フレームワーク案」(Proposed Listing Framework for Special Purpose Acquisition Companies)を公表し、SGX Main Board Listing Rules (以下、「SGX上場規程」という)を修正し、「Mainboard」にSPAC制度を正式に導入した¹⁶⁶。

SPAC制度の導入経緯

SGXがSPAC制度を導入する主な背景は以下のとおりである。

シンガポール国内の資本市場の低迷を解消するため、非公開企業のIPOにより国内資本市場を活性化させる。

近年、シンガポールでのIPOはかなり少なかった(過去5年間でIPOは約10社のみであった)。そのため、SGXが投資家保護およびコーポレート・ガバナンスの観点から考慮して、資本市場の活性化に重点を置く、シンガポール特有のSPAC上場制度を設計した。また、シンガポールは、国内のビジネスチャンスが限られている小さな国であるという現状を認識し、SPAC上場制度を通じて、シンガポールの資本市場の国際的な魅力を高めることができると考えた。

また、SGXを、シンガポールのみならず、アジア太平洋地域におけるASEAN地域における潜在的なM&Aの機会のための資金調達プラットフォームにすることを企図する。

② SPAC制度の説明

概要

2021年3月、SGXが「SPAC上場制度の導入についての協議文書(意見募集)」(Consultation Paper on Proposed Listing Framework for SPACs)を公表した。約4週間にわたるこの意見募集は、米国における現状のSPACの上場のフレームワークや実務を参考として、投資家保護の仕組みのより多くをとり入れることを主な目的として実施されている。SGXは、同年4月28日の意見募集の期限後、同年9月に、「SPAC上場制度の導入案への回答書」(Response Paper on

¹⁶⁵ SGXの市場構成

<https://www.sgx.com/securities/how-get-listed>

¹⁶⁶ SGXのSPAC制度の特設ページ

<https://www.sgx.com/research-education/securities-products#SPACs>

「In light of market developments, increased interest, and potential M&A opportunities in the Asia Pacific, SGX has launched the Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) Framework to introduce a new listing vehicle to the Singapore market.」

Proposed Listing Framework for SPACs) を公表し、改正後の新たな上場規程において、SPAC 上場制度を導入し、当該上場規程を2021年9月から適用することを正式に公表した¹⁶⁷。

SGXがウェブサイト上、公表しているSPAC上場制度の概要は、以下のとおりである。

- 最低時価総額の要件：1.5億シンガポールドル(約125億円¹⁶⁸)
- De-SPAC取引の期限：IPO後24カ月以内（一般株主による特別決議およびSGXによる許可が得られた場合、最長12カ月間の延長が可能）
- スポンサー株式の譲渡・処分の制限は上場規程に明示的に要求されている。IPOからDe-SPACまでの期間においては、スポンサー株式の譲渡または処分は認められない。De-SPAC後6カ月間は存続会社の株式の譲渡または処分は認められず、また、その株式のうち50%は、さらに6カ月の譲渡または処分が認められないという制限が設けられている
- SPACのスポンサーと取締役は、SPAC株式の時価総額のうち、2.5%～3.5%を保有する必要がある
- 独立取締役の50%超が取引を承認し、株主の50%超が賛成する場合、De-SPACの実行が可能となる
- ワラントは株式と分離して売買可能であり、IPOで発行されたワラントの普通株式への転換により株式価値の希薄率の上限が50%に制限されている
- 全ての独立株主（創設株主、経営陣およびそれぞれの関連当事者以外の株主を指す）はSPAC株式の償還権を有する。
- De-SPAC時の株式価値の希薄化防止の仕組み
スポンサーの報酬およびインセンティブの上限はIPOで発行された株式の20%に制限されている。

意見募集時の上場規程の改正案から最終的に公表された改正後の上場規程への主な変更点および改正に関する規制当局（SGX）の考え方

SGXが最終的に公表した改正後の上場規程には、意見募集で公表した上場規程の改正案からの変更点がいくつかある。

上場規程の改正に至る規制当局（SGX）の主な考え方は以下のとおりである。

- SPACのIPO時の最低時価総額基準の引下げ
SPACのIPO時の最低時価総額基準を3億シンガポールドルから1.5億シンガポールドルに変更する。
SGXは、当初、通常のIPOより高い時価総額基準(3億シンガポールドル)を提案していた。しかし、De-SPACのターゲット企業の企業価値は、通常、SPACのIPO時の3倍から8倍となり、SGXが提案していた3億シンガポールドルではターゲット企業が10億シンガポールドル以上程度の企業となることとなってしまう、そのような企業がアジアでは少ない、といった理由などからSGXが提案した3億シンガポールドルという基準額に対し、反

¹⁶⁷ SPAC上場制度を導入について

<https://www.sgx.com/regulation/public-consultations/20210331-consultation-paper-proposed-listing-framework-special>

1. 意見募集書(Consultation Paper on Proposed Listing Framework for SPACs)

<https://api2.sgx.com/sites/default/files/2021-03/Consultation%20Paper%20on%20Proposed%20Listing%20Framework%20for%20Special%20Purpose%20Acquisition%20Companies.pdf>

2. 意見募集書および回答書(Response Paper on Proposed Listing Framework for SPACs)

<https://api2.sgx.com/sites/default/files/2021-09/Response%20Paper%20on%20Proposed%20Listing%20Framework%20for%20Special%20Purpose%20Acquisition%20Companies.pdf>

3. SGXがSPAC上場制度を導入することを公表した際のプレスリリース

<https://www.sgx.com/media-centre/20210902-sgx-introduces-spac-listing-framework>

¹⁶⁸ 1シンガポールドル約83円として換算、以降、同様のレートで計算している。

対の意見が多く寄せられた。他方、ターゲット企業が引き続きMain Boardで上場し続けるため、その上場基準を満たす品質は保証する必要があるという意見もあった。SGXは、これらの意見を踏まえ、SPACのIPO時の時価総額基準を通常のIPOの時価総額基準(1.5億シンガポールドル)と一致させるように上場規程を改正した。

- De-SPACの期限の柔軟な設定

上場規程の改定案ではDe-SPACの期限がIPO後36カ月以内(延長不可)とされていたが、改正後の上場規程では「24カ月(条件を満たす場合、12カ月の延長が可能)(つまり、最大36カ月以内)」に変更されている。

SGXは、協議文書を公表した当初は、米国の規定(IPO後36カ月以内)に合致するようにDe-SPACの期限を設定することを予定していた。しかし、SGXは、市場から寄せられた意見および米国におけるSPAC関連の実務を考慮し、De-SPACの期限をIPO後24カ月以内へと短縮化した(ただし、一般株主による特別決議およびSGXによる許可が得られた場合、最長12カ月間の延長が可能とされる)。

- スポンサー株式の譲渡・処分の制限の明確化

米国の上場規程にスポンサー株式の譲渡および処分の制限に関する規定は特にないが、実務上は、スポンサー株式およびスポンサーワラントの所有者はSPACと自主的に契約を締結し、譲渡および処分の制限を設けることが通常である。

SGXは、米国におけるSPACの実務を鑑み、上場規程上、スポンサー株式の譲渡および処分に関する制限を明確化した。また、SGXは、De-SPAC後の存続会社の株式の譲渡および処分の制限を、通常のIPOの上場要件と整合するように明確化した。

- SPACのスポンサーと取締役の資本参加要件の変更(時価総額の比率に基づく要件への変更)

SGXは、当初、協議文書上、SPACのスポンサーと取締役の資本参加要件は確定的な金額として提案した。しかし、SPAC株式の時価総額の規模に応じて、時価総額の比率として、SPACスポンサーと取締役に資本参加を求めることは、SPACスポンサーと取締役であるSPAC主要経営者と、SPAC一般株主との間の利益の整合性をより確保できるという意見は市場から寄せられた。SGXがこれらの意見を考慮し、SPACのスポンサーと取締役の資本参加要件を、当初、協議文書で提案した確定的な金額ではなく、時価総額の比率に基づく要件へと修正した。

- De-SPACに関する取締役会決議の手続きの明確化

SGXは、当初、協議文書上、De-SPAC買収取引の議決には、取締役会決議における独立取締役の承認を特に求めることなく、株主総会での議決において創設株主、経営陣およびそれぞれの関連当事者が保有している株式には全て議決権を付与しないことを提案した。しかし、De-SPACの買収取引に賛成すると想定される関連当事者に議決権が付与されない場合、De-SPACの買収取引に関して株主総会での承認を得る不確実性が高まるという旨の市場から反対の意見が多かった。SGXは、これらの市場の意見を考慮し、De-SPACの買収取引の株主承認を得る確実性を向上させるために、米国におけるSPACのDe-SPACの買収取引に関する株主総会における議決権の制限に関連する実務(スポンサー株式には買収取引に対する議決権が付与されない。IPO後に取得した普通株式には議決権が付与される)に整合させるよう、上場規程を修正した。また、SGXは、独立取締役の機能を十分に発揮させるために、De-SPAC買収取引の議決に関する取締役会決議には、独立取締役の承認を得るが要求されるというDe-SPACに関する議決取締役会決議に関連する手続きをも明確に明確化した。

- ワラントによる株式価値の希薄化に関する制限の設定

SGXは、協議文書を公表した当初は、ワラントによる株式価値の希薄化に関する制限を明確に設定しなかった。しかし、投資家保護の観点から、スポンサー株式の発行可能な上限があるべきという市場から寄せられた意見が多かった。SGXは、これらの意見を考慮し、投資家保護の観点から、IPO時にSPACが発行したワラントから存続会社の普通株式への転換による株式価値の希薄化に関する制限を設定するよう上場規程を改定した。SGX

は、ワラントから存続会社の普通株式への転換による株式価値はSPACの上場後の資本金（スポンサー株式を含む）の50%以下にするように設定した。

- SPAC株式の償還権を付与する対象についての規制緩和

SGXは、協議文書を公表した当初は、De-SPACに関する株主総会決議に賛成した株主または当該決議に不投票の株主には、SPAC株式の償還権が与えられないものと提案していた。しかし、SGXは、この提案は米国のSPAC制度における規定より厳しいので、投資家を遠ざけてしまうことを懸念する旨の市場から反対の意見が多かったため、米国の実務慣行に整合するよう、SPACの全ての独立株主がSPAC株式の償還権を有するものとして設定した。

- スポンサー報酬による株式価値の希薄化に関する制限の設定

SGXは、協議文書を公表した当初は、スポンサー報酬による株式価値の希薄化に関する制限を設けないことを提案していた。しかし、SGXは、投資家の保護の観点から、米国の実務慣行に整合するよう、スポンサーの報酬およびインセンティブによる株式価値の希薄化を制限するために、スポンサーの報酬およびインセンティブの上限をIPOで発行された株式の20%に設定した。

SPACのIPO時の上場基準について

SGX上場規程¹⁶⁹に定められている、SPACに適用される主な上場基準は、以下のとおりである。

- SPACの定量的な上場基準

SGX上場規程 210(11) Part III SGX Mainboard Listings-Special Purpose Acquisition Company or SPAC (SPACのメインボードへの上場)

- SPACによる追加的な開示情報

SGX上場規程 625, 626 Part VI Additional Requirements For SPACs (SPACに関する追加的な要求事項)

- SPACの継続的な責任

SGX上場規程 754(3) Part XI SPACs-Continuing Listing Obligations (SPACの継続的な上場のための義務)

主な上場基準の内容については、以下のとおりである。

SPACのIPO上場特有の基準

証券発行における基準および規定

- 株主数・公開流通株式数に関する要件

発行済株式総数（自己株式を除く）の25%以上は、300名以上の一般株主¹⁷⁰（創設株主、取締役、経営陣、支配力がある株主およびこれらの者の関連当事者以外の株主を指す）が保有する必要がある。

- SPAC株式の最低発行価格要件（1株当たり）：5シンガポールドル。

- SPACによる最低資金調達規模に関する要件：最低資金調達規模に関する要件はないが、最低時価総額の要件がある：1.5億シンガポールドル（約125億円）。

- 最低公開流通株式の時価総額に関する要件：上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。

- ワラント

上場規程にSPACに対する追加的な要件が設けられている。その主な要件は、以下のとおりである。

¹⁶⁹ <http://rulebook.sgx.com/rulebook/mainboard-rules>。

<http://rulebook.sgx.com/rulebook/practice-note-64-requirements-special-purpose-acquisition-companies>。

¹⁷⁰ SGX public shareholders（一般株主）における“public”についての定義

<http://rulebook.sgx.com/rulebook/definitions-and-interpretation-0#definition-p>

- 行使価格：行使価格は、IPO時のSPAC株式の発行価格以上でなければならない。
- 行使可能な期間
 1. De-SPAC取引の完了前は行使できない。
 2. De-SPAC後に行使可能となる
 ワラントの保有者は、SPACの清算時または株主によるSPAC株式の償還時に、信託保管口座に保有されている資金の分配を受ける権利を有しない。
- 行使期限日

ワラントの行使期限日は、以下のいずれか早い日とされている。

 - (a) 目論見書に記載されている発行条件に基づく期限日
 - (b) De-SPACの期限までに買収を完了できない場合、De-SPACの期限日
- 開示要求

ワラントの条件などを目論見書で開示する必要がある。

- SPACのIPO時にDCS制度の利用は不可である。

SPACの上場時における取引に関する規定

- 投資家の適格性：制限なし。個人投資家も証券を購入可能である。
- プロ投資家の参加要件：上場規程に特に規定がなく、プロ投資家の参加に関して、特段の要件は定められていない。
- ユニット制度によるSPAC株式とワラントの分離売買
 - ユニット制度：あり。SPACのIPO時にユニットを発行。
 - ユニットの構成要素：普通株式およびワラント、または他の転換証券で構成されることが想定される。
 - 分離売買可否：分離売買が可能。IPO日から、ユニットとしての売買だけではなく、株式とワラントの分離売買が可能。
 - 分離売買開始日：上場規程に分離売買開始日に関連する規定がなく、分離売買開始日に関する要件は定められていない。2022年1月に上場したSPACの事例では、IPOの45日後にSPACのユニットを株式とワラントを分離して売買可能となることが登録届出書に記載されている。

SPACスポンサーと取締役

- スポンサーの定義：SGXの上場規程に含まれている用語集¹⁷¹によると、SPACを設立、資金を提供した者を指す。
- SPACのスポンサーと取締役の最低資本参加要件

SPAC株式の時価総額の規模に応じて、以下のような最低資本参加要件が定められている。

SPACのスポンサーと取締役は、

 - 時価総額が1.5億以上3億シンガポールドル未満の場合、その2.5%の株式
 - 時価総額が3億以上5億シンガポールドル未満の場合、その3.0%の株式
 - 時価総額が5億シンガポールドル以上の場合、その3.5%の株式

を保有する必要がある。
- SPACスポンサーの適格性：SGXがスポンサーの適格性に関する審査を行う。SPACのIPO時にスポンサーの経験・実績などが審査の対象となる。監査委員会、指名委員会および報酬委員会の機能を実行しているそれぞれの委員会における過半数の委員(当該委員会の委

¹⁷¹ SGXの上場規程における用語集(Definitions and Interpretation)「sponsor: person who founded and sponsored the establishment of a SPAC」<http://rulebook.sgx.com/rulebook/definitions-and-interpretation-0>

員長を含む)は、独立している必要がある。また、ライセンス等スポンサーの資格（金融業の免許の必要性など）について規定はなく、資格は求められていない。

- 創設株主や経営陣の構成変更がSPACの清算事由になることを定める規定の有無：ターゲット企業の買収完了前に、創設株主や経営陣における買収の成功に必須であるメンバーの構成変更がある場合、SPACの清算事由になるという規定がSGXの上場規程に含まれている。
- SPACの清算時の残余財産分配に対するスポンサーの権利：SPACの清算時の残余財産分配に対するスポンサーの権利には制限があり、SPACの清算時の残余財産分配にスポンサーは参加できない。

SPACの上場後の継続義務およびSPACに特有の基準

信託保管

- 調達資金の信託保管要否：IPOによる調達資金の90%以上を信託保管する必要がある。
- 信託保管した資金の運用や運用収益、利息の取扱いなどに関する規定
信託保管した資金はA-2¹⁷²相当の格付けの証券へ投資することが可能とされる。信託保管した資金の運用による収益は、SPACの運営資金として使用可能とされる。

スポンサー株式とスポンサーワラントの譲渡および処分に関する制限、ならびに支配株主が保有する株式およびワラントの譲渡および処分に関する制限

- 以下に示す制限が上場規程に明示的に規定されている。そのような株式およびワラントの譲渡および処分に関する制限に関する規定が設けられているが、その適用は一時的に停止されている。
- 当該規定の詳細
 - スポンサー株式
 - 上場日からDe-SPAC取引の完了まで：SPACの創設株主、経営陣およびそれぞれの関連当事者が保有する株式(直接保有だけでなく間接保有も含まれる)の移転および処分は制限されている。
 - De-SPAC取引完了後：SPACの創設株主、SPACの経営陣およびそれぞれの関連当事者が保有する株式権利(直接保有だけでなく間接保有を含む)は、De-SPAC 6カ月後に50%の株式は譲渡または処分が可能になり、残りの50%はさらに6カ月後に譲渡または処分が可能となる。
上述の制限の対象者以外に、存続会社の支配株主およびその関連当事者、De-SPAC後に5%以上資本金に該当する利益を保有する存続会社の執行取締役が保有する株式の譲渡または処分が制限される期間を、De-SPAC後の企業の収益の金額規模に応じて、6カ月から1年の範囲で設定する必要がある。
 - スポンサーワラント：スポンサー株式と同様の制限が課される。
 - 支配株主が保有する株式およびワラントの譲渡および処分に関する制限：上述のスポンサー株式と同様の制限が課される。

¹⁷² この格付けA-2の定義は、上場規程には明言されていないが、投資に関する内容などをSGXに提出し、SGXのレビューを受ける必要がある、と明言されている。

Response paper 2.98

<https://api2.sgx.com/sites/default/files/2021-09/Response%20Paper%20on%20Proposed%20Listing%20Framework%20for%20Special%20Purpose%20Acquisition%20Companies.pdf>

SPACのDe-SPAC取引特有の基準

存続会社の要件

- 存続会社には通常のIPOにおける上場要件が適用される。なお、通常のIPOにおける上場要件の1つである株主数における要件（500名以上）についても、存続会社に適用する必要がある。¹⁷³
- 推薦人選任要否：上場規程に推薦人の選任の要否に関する記載は特になく、推薦人の選任は不要である。ただし、SPACがDe-SPACに関する助言を求めるために、財務アドバイザーを選任する必要がある。
- また、SPACは、一定の場合（PIPEsがない場合、または、特殊な業種のターゲット企業を買収する場合）、適格かつ独立の鑑定人を選任する必要がある。

De-SPACターゲット企業の適格性およびPIPEsの要否

- ターゲット企業の種類および業種：上場規程によると、一般の事業会社以外に、ライフサイエンス、鉱業、石油、天然ガス業の企業をターゲット企業とすることが可能であることが明示されている。
- PIPEs要否：上場規程上、PIPEsに関する要件はないが、PIPEsがない場合、SPACは、適格かつ独立の鑑定人の選任する必要があることが規定されている。PIPEsPIPEs

De-SPACターゲット企業の規模

- 上場規程上、ターゲット企業の公正な市場価格が、信託保有する資金の80%以上でなければならないという要件が規定されている。
- 最初のDe-SPAC買収取引は個別で上述の要件を満たす必要がある（上場規程上、「最初」という用語が明示されており、これはSPACが複数のターゲット企業を取得することもあり得るが、その最初の1社の買収について、上述の要件を満たす必要があるということを意味している）。

De-SPAC時の株式価値希薄化防止の仕組み

- 上場規程上、スポンサーの報酬およびインセンティブに対する制限が規定されている。具体的には、スポンサー株式およびスポンサーワラントに対する制限があり、この制限の詳細は以下のとおりである。
 - スポンサー株式：制限あり。
発行可能なスポンサー株式の上限数はIPO時発行済株式総数の20%という制限がある。
 - スポンサーワラント：制限あり。
IPO時にSPACが発行したワラントの普通株式への転換による株式価値の希薄化に関する制限があり、ワラントの行使により転換される普通株式の価値は、SPACの上場後の資本金（スポンサー株式を含む）の50%以下でなければならないという制限がある。
 - スポンサーが保有している株式に対する経済価値の希薄化防止の仕組み：
スポンサー保有株式の希薄化防止ができる権利を付与する仕組みの可否については、上場規程に特に記載がなく、特段の制限はない。
 - 開示要求：SPAC株式の潜在的償還による希薄化効果についての事項は開示する必要がある。

¹⁷³ 通常のIPOに比べて、SPAC上場時の株主数要件(300名以上)は緩和しているが、De-SPAC後の存続会社は通常のIPO上場要件における株主数要件(500名以上)を満たす必要がある、とSGXが強調した。(Response paper 2.38)

<https://api2.sgx.com/sites/default/files/2021-09/Response%20Paper%20on%20Proposed%20Listing%20Framework%20for%20Special%20Purpose%20Acquisition%20Companies.pdf>

De-SPAC取引に関する株主投票

- 議決要件：De-SPAC取引を承認するためには、株主総会にて普通決議（過半数の一般株主による同意）を経る必要がある。また、過半数の独立取締役がDe-SPAC取引に同意する必要がある。
- 議決権の制限の有無：SPACの創設株主、経営陣およびそれぞれの関連当事者が保有するスポンサー株式には、De-SPAC取引に対する議決権が付与されない。
- 株主総会でDe-SPAC取引が否決された場合：上場規程のDe-SPACに関する要件によれば、De-SPAC期限内に買収取引が完了していれば特に問題はなく、De-SPAC期限内に株主総会で買収が否決されたとしても、後日別のターゲット企業を買収し得ると考えられる。

De-SPAC取引に関する株主の議決権およびSPAC株式の償還権の関連性

- 株主の議決権およびSPAC株式の償還権の関連性：全ての独立株主（SPACの創設株主、経営陣およびそれぞれの関連当事者を除く）には、SPAC株式の償還権が与えられるが、SPACの創設株主、経営陣およびそれぞれの関連当事者には、SPAC株式の償還権は与えられない。
- スポンサー償還権の有無：SPACのスポンサーには、SPAC株式の償還権は与えられない。

株主に償還可能な金額

- 株主に償還可能な金額：SPACの株主は、De-SPAC取引に関する株主総会決議の時点における信託口座に保管されている金額のうち、保有するSPAC株式数に応じて比例配分された金額に相当する現金の償還を要求する権利を有する（前提として、De-SPACは制限内に完了する必要がある）。
- SPACの株主が有するSPAC株式の償還権に関する上限の設定可否：設定可能。
独立株主および関連当事者が有するSPAC株式の償還権に関する上限は、SPACがIPO時に発行した株式の10%以上でなければならない。
- 開示要求：SPACは、目論見書において、SPACの株主がSPAC株式の償還権を行使したときに償還可能な金額に関して適切に開示する必要がある。

SPACの上場廃止・清算状況における特有の基準

De-SPAC取引の期限

- De-SPAC取引の期限：IPO後24カ月以内（一般株主による特別決議およびSGXによる許可が得られた場合、最長12カ月間の延長が可能）。24カ月の期間内にDe-SPAC取引の契約を締結しているが、取引未了の場合は、株主決議およびSGXによる許可は不要であり、De-SPAC取引の期限を自動的に12カ月間延長することが可能である。
- De-SPAC取引の期限を延長する場合における規制当局・取引所の許可の要否：De-SPAC取引の期限を延長する場合、SGXの許可が必要である。

De-SPAC取引の期限までにDe-SPACが完了しなかった場合における上場廃止および清算

- 上場廃止：上場規程上、SPACの上場廃止が明示的に要求されている。
- 清算：上場規程上、SPACの清算が明示的に要求されている。

SPACの財務予測に関する開示における特有の基準

上場規程上、SPACの財務予測に関する開示は、通常のIPO時の財務予測の開示規定に準ずるものとされている。また、財務予測について、監査人および財務アドバイザーの意見証明書を添付する必要がある。

上述のとおり、SGXの上場規程におけるSPACに関連する要件は、以下のSPAC特有の要件を除いて、米国の現在のSPAC上場規程や実務を参考にしたこともあり、全般的に、米国のSPAC制度における要件と類似している。

- SPACのIPO時の創設株主および経営陣に対する最低資本参加に関する要件（SGX上場規程 210(11) (e)）

SPACの創設株主および経営陣は、SPACの時価総額に応じて、時価総額の2.5%-3.5%を有する必要がある。

- De-SPAC取引における財務アドバイザー¹⁷⁴、適格かつ独立の鑑定人¹⁷⁵の選任（SGX上場規程 210(11) (m) (v) (vi)）

SPACは、De-SPAC取引において、財務アドバイザーを選任する必要がある。また、外部機関投資家からの独立の資金がない場合、あるいは特定業種（鉱物、石油およびガス会社、または不動産投資・開発会社）のターゲット企業を買収する場合、適格かつ独立の鑑定人を選任する必要がある。

この財務アドバイザーおよび適格かつ独立の鑑定人の選任に関する規定は、SGX上場規程 210(11) (m) 「Business Combination」（企業結合）のセクションに含まれている。

また、上場規程では、財務アドバイザーおよび適格かつ独立の鑑定人の選任に関して上場時の具体的な要件として言及しておらず、また、上場時からみてDe-SPACにおける独

¹⁷⁴ 財務アドバイザー (financial adviser)

De-SPAC時、財務アドバイザーは、いわゆる「issue manager」（SGXが認定された証券仲介業者、銀行または上場申請の助言を提供している金融業者）を選任する必要がある。

財務アドバイザーの責任としては、シンガポール銀行協会（The Association of Banks in Singapore）が公表したデュー・ディリジェンス指針に従って、デュー・ディリジェンスを実施する必要がある。

SGX上場規程 210(11) (m) (v)

「The issuer must appoint a **financial adviser**, who is an **issue manager**, to advise on the business combination. The financial adviser is **expected to have regard to the due diligence guidelines** issued by The Association of Banks in Singapore **when conducting due diligence on the business combination.**」 (抜粋)

「issue manager」の定義

「broking members of the Exchange, banks or corporate finance firms accredited by the Exchange to **advise on listing applications for initial public offerings or listings by way of introduction, and includes financial advisers advising on reverse takeovers.**」

<http://rulebook.sgx.com/rulebook/definitions-and-interpretation-0#definition-i>

¹⁷⁵ 適格かつ独立鑑定人 (competent and independent valuer)

発行者は、(A) 外部機関投資家からの独立資金がない場合、または(B) 特定業種のターゲット企業を買収する場合、適格かつ独立の鑑定人の選任する必要がある。適格かつ独立の鑑定人からの鑑定報告書はDe-SPACの関連資料として、株主へ提出する必要がある。適格かつ独立の鑑定人に関する定義および鑑定人の責任は特に明示されていない。

SGX上場規程 210(11) (m) (vi)

「The issuer must appoint a **competent and independent valuer** to value the business(es) or asset(s) to be acquired under the business combination where (A) a placement or subscription for the issuer's equity securities by institutional and/or accredited investors, is not conducted in contemporaneous with the business combination; or (B) the business(es) or asset(s) to be acquired under the business combination involves a mineral, oil and gas company, or property investment/development company. A summary valuation report must be included in the shareholders' circular in relation to the business combination.」 (抜粋)

立した資金の調達の実質性や、ターゲット企業の業種は不明確であることが多いと思われるため、これらの専門家の選任は、SPACの上場時ではなく、De-SPACの際に行われるものと考えられる。

- SPACの創設株主、経営陣および関連当事者の報酬の上限は、IPO直後の発行済株式総数の20%に設定されている(SGX上場規程 210(11)(f))。

SPACのIPO時およびDe-SPAC時(買収時)のSGXによる特有の審査内容および開示要求

2021年9月3日、SGXはSPAC上場制度の発表に伴う、「Practice Note 6.4 Requirements for Special Purpose Acquisition Companies」(以下、「Practice Note 6.4」¹⁷⁶)というのを公表し、以下のとおり、SPACに対するIPO時からDe-SPAC時(買収時)までの審査重要項目および特有の開示要求を提示した。

- SPACの適格性の評価項目に関するガイダンス
 - 創設株主の実績と評判、経営陣の経験と専門知識
 - SPACの経営目標と戦略
 - 経営陣の報酬の性質と範囲
 - 創設株主、経営陣および関連当事者の資本参加の状況
 - 創設株主、経営陣の利益とその他の株主の利益との関係
 - 創設株主、経営陣、および関連当事者が受け取る報酬の割合
 - 清算分配の前にDe-SPACを完了するために許可された時間
 - 株主に影響を与える可能性のある株式価値の希薄化効果
 - De-SPACのターゲット企業の公正市場価値に対するSPACの信託保管の資金の割合
 - SPACの定款および重要な規程(シンガポールの一般事業会社における株主保護および清算時に株主が有する権利の比較、「シンガポールの倒産、再編および清算に関する法律」(Insolvency, Restructuring and Dissolution Act of Singapore (IRDA)の適用対象となるかどうかを含む)
 - 信託保管されていないIPOによる調達資金の使用
 - 信託保管契約
 - 投資家保護と公共の利益目標と一致しているその他のSGXの考慮要素
- IPOによる調達資金に関する信託保管の追加要件
 - 準拠法はシンガポール法
 - SGXの要求に応じて、機密情報またはその他の情報を開示する義務
 - 信託保管機関として、信託保管口座に関連して適切な会計記録およびその他の関連記録を保管し、信託保管資金の適切な保管および管理の確保のための適切な措置を講じる義務
 - 信託保管機関は、信託保管口座の清算前に辞任または停止を希望する場合、辞任の理由を記載した書面で3カ月前までにSGXに通知する必要がある。同様に、SPACは、信託保管機関の任命を終了することを希望する場合、SGXに書面で3カ月前までに通知し、終了の理由を記載する必要がある。辞任または停止の手続きは、上場規程210(11)(i)(iii)に従って実施する
- SPACの四半期開示資料の要求
 - 営業費用および金額に関する一般的な説明
 - 上位5位の営業費用項目および金額に関する詳細な説明、分析、ならびに議論
 - SPACの事業および財政状態に影響を及ぼす状況、または影響を与え得る状況の有無に関する取締役による声明

¹⁷⁶ Practice Note 6.4 Requirements for Special Purpose Acquisition Companies
<http://rulebook.sgx.com/rulebook/practice-note-64-requirements-special-purpose-acquisition-companies>

- 目的、戦略、状況、資本の変更を含む買収取引の方向性に関する取締役による説明
- 信託保管資金に関する許可された投資内容構成、戦略、市場リスクおよび信用リスクの説明
- 以下の項目に関する簡単な説明
 - 当初SPACのIPO時に開示された目論見書における調達資金の使途の開示と比較して、IPOによる調達資金における現状の運用状況の説明(信託保管されている資金と信託保管されていない資金のそれぞれの説明をする必要がある)。また、現状の運用状況と当初の開示と比較して、重大な乖離がある場合、当該乖離原因の説明。
 - 信託保管されている資金から生じる収益の状況
- De-SPAC前の重要な変更
 - 創設株主の支配権の変更
 - 経営陣の主要メンバーの辞任および（または）交代（任期満了による交代を含まない）
- 信託保管資金の取崩しが可能となる条件
 - De-SPACが承認され、許可された時間枠内に完了した場合、当初De-SPACが株主の承認を求め、投票を行う際に、償還請求を提出した株主への償還
 - 清算
 - IPOに関連して発行者が負担する管理費、一般的な運転費用および買収取引を完了するための関連費用の支払いに限り、信託保管資金の運用により得られた利息および収益の部分のみを信託保管口座から取崩し可能
 - その他の例外的な状況
- De-SPACに関する株主への通知での追加的な開示要求
 - ターゲット企業の金銭的な公正市場価値の集計額、および当該集計額が信託保管口座に保有されている金額(未払税金を差し引いた純額)に対する割合
 - 買収取引の対象となるターゲット企業、または資産がどのように選定され、評価され、および決定されたかの詳細説明
 - ターゲット企業の選択基準または要因が、IPO目論見書に開示された情報と一致するか
 - 当初SPACのIPO時に開示された目論見書における調達資金の使途の開示と比較して、IPOによる調達資金における現状の運用状況の説明(信託保管されている資金と信託保管されていない資金のそれぞれの説明をする必要がある)。また、現状の運用状況と当初の開示と比較して、重大な乖離がある場合、当該乖離原因の説明
 - Rules 1015(5)(a) と (b) の要求事項（実質的な買収または逆買収に関する要求事項）
 - 買収取引の評価に使用される評価方法（該当する場合）、およびそのような方法がIPOの目論見書に開示されている方法と一致しない場合の説明
 - 独立株主および関連当事者のSPAC株式の償還権の上限（該当する場合）
 - 適格かつ独立の鑑定人を選任していない場合、買収取引について独立した評価を取得する必要がある理由とそのような見解を形成した根拠に関する財務アドバイザーとSPACの取締役からの声明
 - 創設株主、取締役、存続会社の就任予定取締役、および財務アドバイザーによる責任声明
 - 追加の資金調達計画の詳細(重要な条件、使途を含む)
 - De-SPAC買収取引に関連する株主の議決権、SPAC株式の償還権および清算時に有する権利

- 既知の株式価値の希薄化要因に起因して生じる、株式価値の希薄化による株主への影響に関する重点的な開示
- SPACおよび（または）創設株主が他の株主とそれぞれ締結した付加議決権の取り決めまたは合意の関連条件（株主との取り決めまたは合意による影響を含む）
- 発行会社と創設株主、取締役または経営陣の間の潜在的な利益相反、ならびにそれらの関係者の間の潜在的な利益相反（発行会社が上述の個人または事業体と利害関係を有するターゲット企業の買収に検討する場合、潜在的な利益相反の対立に対処するための措置を含む）
- 財務アドバイザーおよび引受証券会社が、発行会社に追加的なサービス（例えば、潜在的なターゲット企業となりうる先の企業リストの提供）を提供する際における潜在的な利益相反に関する開示（例えば、追加的なサービス、手数料の金額、説明およびその支払いが条件付きで延期されているかどうかを含む）
- 買収取引完了の際に、創設株主、取締役、経営陣および関連当事者が受け取る利益と報酬の詳細
- 存続会社に対する、創設株主、取締役、経営陣および関連当事者の所有権および継続的な関係の詳細

De-SPAC時の上場維持基準について

De-SPAC時に、存続会社は通常のIPOに適用される上場基準を満たす必要がある。（SGX上場規程 210(11) (m) (vii)）

SPACの上場時において必要とされる開示の具体的内容

上述のPractice Note 6.4に従って記載される開示項目の他、SGX上場規程に従い、SPACは、SPAC株式の償還権を行使できる株式の上限の設定についての情報をIPO時の目論見書において開示する必要がある。（SGX上場規程 210(11) (m) (x) (B)）

De-SPAC時において必要とされる監査人の合意された手続

SPACは、上述のPractice Note 6.4に従って記載される開示項目の他、De-SPAC時に、目論見書に財務予測情報などが含まれている場合は、監査人から合意された手続（Agreed Upon Procedures）に類似する手続を実施した報告書を入手する必要がある。また、通常の上場企業による買収取引と同様に、De-SPAC取引ではこの報告書は公開されない。

開示の内容についての法的な責任

シンガポールにおけるSPACに対する特有の法的な責任（開示に関する虚偽内容についての記載があった場合の責任の所在、虚偽記載を抑止する仕組みなど）に関しては、通常の上場企業に適用される規定と同じ規定が適用される。

ガバナンスに関して、SPACに特有のものとして定められている規制など

SPACに対するガバナンス規制は通常の上場企業に適用される規定である2018年コーポレート・ガバナンス・コード「Code of Corporate Governance 2018」に準ずると考えられる。

通常の上場企業に適用される規定の中に、重点項目として、取締役会議長に対する独立性を要求する項目が含まれており、取締役会議長がCEOを兼任する場合など独立性が認められない際は、独立取締役が取締役会の過半数を占めなければならない¹⁷⁷。

¹⁷⁷ Board Matters, Provisions 2.2

Independent directors make up a majority of the Board where the Chairman is not independent *(Footnote 8).

*(Footnote 8)とは：「**The Chairman is not independent when (i)... (ii) he or she is also the CEO,**」 （抜粋）

<http://rulebook.sgx.com/rulebook/board-matters-1>

その他-SPAC上場制度導入以外での新興企業への支援

2021年9月に、シンガポール政府は、IPO前の企業の資金調達を支援するために、15億シンガポールドル(約1,250億円)規模のファンド「Anchor Fund @ 65」¹⁷⁸を立ち上げた。シンガポール政府は、SPACの上場制度の導入に伴い、今後、有望な高成長企業やリーダー企業の成長を促し、資本市場の活性化の支援を継続する予定である。

¹⁷⁸ Anchor Fund @ 65

<https://www.sgx.com/equitycapitalmarkets>

<https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/News/Media-Releases/2021/Annex-A-Factsheet-on-the-Initiatives.pdf>

③ 制度導入以降の市場動向

2022年1月に、シンガポールで設立された3つのSPAC(Vertex Technology Acquisition Corporation Ltd.、Pegasus Asia、Novo Tellus Alpha Acquisition)が2022年1月にIPOを申請し、いずれも当月内に上場を果たした。

それぞれの登録届出書に基づき、IPOの概要を説明する。

1. Vertex Technology Acquisition Corporation Ltd. (VTAC) (上場日：2022年1月20日)

項目	内容
SGXのプレスリリース	https://www.sgx.com/listing-ceremony/VTAC
登録届出書	https://eservices.mas.gov.sg/opera/Public/SD/ViewOfferDoc.aspx?shrID=b7de9067066941b8b8a6aa94e8821e90
スポンサー	シンガポールの政府系投資会社Temasek Holdings Pte. のVertex Venture Holdings
想定時価総額	2億シンガポールドル(約166億円) (なお、オーバーアロットメントオプションがすべて行使された場合、想定時価総額は2.118億シンガポールドル(約176億円)となる)
発行規模	
ユニット	4,000万ユニット(なお、オーバーアロットメントオプションがすべて行使された場合、4,236万ユニットとなる)
IPO時のスポンサーの投資ユニット	600万ユニット
コーナーストーントラシェ	2,220 万ユニット
オフアリング	1,180万ユニット (オーバーアロットメントオプション：236万ユニット)
プレースメントトラシェ	1,120万ユニット
公開募集	60万ユニット
ユニットの仕組み	
発行価格(1ユニット当たり)	5シンガポールドル
構成要素	1ユニットは、1普通株(上場日に発行)、0.3ワラント(上場日に発行)および0.2ワラント(De-SPAC時に発行)で構成される
ワラントの行使価格	5.75シンガポールドル
株式・ワラント分離売買可能の開始日	上場日の45日後
主なターゲット分野・業種・企業	サイバーセキュリティ、人工知能など
De-SPACの期限	24カ月 (SGXの許可の上で、12カ月の延長が可能)

出典：SGXファイリング

2. Pegasus Asia（上場日：2022年1月21日）

項目	内容
SGX のプレスリリース	https://www.sgx.com/listing-ceremony/pegasus
登録届出書	https://eservices.mas.gov.sg/opera/Public/SD/ViewOfferDoc.aspx?shrID=119a3715247147ca884665b2ffea9fd2
スポンサー	欧州の資産運用会社Tikehau Capital
想定時価総額	1.5億シンガポールドル(約125億円)
発行規模 ユニット 2,560万ユニット IPO時のスポンサーの投資ユニット 未開示 コーナーストーントラシェ 未開示 オファリング 未開示 プレースメントトラシェ 2,500万ユニット 公開募集 60万ユニット	
ユニットの仕組み 発行価格(1ユニット当たり) 5シンガポールドル 構成要素 1普通株(上場日に発行)および0.5ワラント(上場日に発行)で構成される ワラントの行使価格 5.75シンガポールドル 株式・ワラント分離売買可能の開始日 上場日の45日後	
主なターゲット分野・業種・企業	消費者向けテクノロジー、フィンテックなど
De-SPACの期限	24カ月（SGXの許可の上で、12カ月の延長が可能）

出典：SGXファイリング

3. Novo Tellus Alpha Acquisition (上場日：2022年1月27日)

項目	内容
SGX のプレスリリース	https://www.sgx.com/listing-ceremony/novotellus
登録届出書	https://eservices.mas.gov.sg/opera/Public/SD/ViewOfferDoc.aspx?shrID=d7251af3eb134db497a4c476e6afe811
スポンサー	Novo Tellus PE Fund 2, L.P.
想定時価総額	1.5億シンガポールドル(約125億円)
発行規模 ユニット 3,000万ユニット IPO時のスポンサーの投資ユニット 400万ユニット コーナーストーントラ ンシェ 1,600万ユニット オファリング 1,000万ユニット プレースメントトラ ンシェ 950万ユニット 公開募集 50万ユニット	
ユニットの仕組み 発行価格(1ユニット当 たり) 5シンガポールドル 構成要素 1普通株(上場日に発行)および0.5ワラント(上場日に発行)で構成される ワラントの行使価格 5.75シンガポールドル 株式・ワラント分離売 買可能の開始日 上場日の45日後	
主なターゲット分野・ 業種・企業	インド太平洋地域におけるIT分野をはじめとした産業全般など
De-SPACの期限	24カ月 (SGXの許可の上で、12カ月の延長が可能)

出典：SGXファイリング

(2) 香港

① 市場の概要

香港取引所(The Stock Exchange of Hong Kong Limited、以下、「HKEX」という)には、「Mainboard」と「Growth Enterprise Market (GEM)」の2つの取引市場がある。¹⁷⁹

2021年12月に、HKEXは、SPACに関する協議文書への結論「Consultation Conclusion Special Purpose Acquisition Companies (以下、「HKEX Consultation Conclusion」という)」を公表し、HKEX Main Board Listing Rules (以下、「HKEX上場規程」という)を修正し、2022年1月より、「Mainboard」にSPAC上場制度を正式に導入した。

SPAC上場制度の導入背景

SPACに関する協議文書(意見募集)のプレスリリース¹⁸⁰などによると、HKEXがSPAC上場制度を導入する背景は、世界の主要な資本市場の1つである香港が、中国および東南アジアの地域のより多くの企業がHKEXへの上場を求めるため、通常のIPOと異なる別の上場ルートを提供する、という点にあるとのことである。

② SPAC制度の説明

概要

2021年9月に、HKEXはSPAC上場制度案についての意見募集である「SPACに関する協議文書」(Consultation Paper Special Purpose Acquisition Companies、以下、「HKEX Consultation Paper」という)を公表し、45日間にわたる意見募集期間を設けた。この意見募集は、より多く投資家保護の仕組みを香港が予定しているSPAC制度に取り組む組みことを主な目的としている。同年12月、意見募集の結果、寄せられたコメントへの回答および最終上場規程改正案が含まれるSPACに関する協議文書への結論「HKEX Consultation Conclusion」を公表し、2022年1月から「Mainboard」にSPAC上場制度を正式に導入した。¹⁸¹

意見募集時の上場規程の改正案から最終的に公表された改正後の上場規程への主な変更点および改正に関する規制当局(HKEX)の考え方

HKEXによると、HKEXが最終的に公表した改正後の上場規程には、意見募集で公表した上場規程の改正案からの変更点がいくつかある。上場規程の改正に至る規制当局(HKEX)の考え方は以下のとおりである。

● 機関投資家である株主数の要件の引下げ

HKEXは、意見募集を公表した当初、SPACのIPO時における上場株主数の要件はプロ投資家75名以上、うち30名以上機関投資家が参加する必要があるとして提案したが、実務

¹⁷⁹ HKEXの市場構成

https://www.hkex.com.hk/Join-Our-Market/IPO/Listing-with-HKEX?sc_lang=en

¹⁸⁰ SPAC意見募集案のプレスリリース

https://www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2021/210917news?sc_lang=en

¹⁸¹ SPAC上場制度を導入について

1. 意見募集(Consultation Paper Special Purpose Acquisition Companies)

https://www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2021/210917news?sc_lang=en

2. 意見募集結果、回答書および最終上場規程改正案

(Consultation Conclusion Special Purpose Acquisition Companies)

https://www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2021/211217news?sc_lang=en

上、その数の機関投資家が参加することは実行可能でない場合があるといった意見が寄せられた点を考慮し、SPACのIPOには20名以上の機関投資家が参加する必要があると変更した。

● 取締役に関する資格要求の強化

HKEXは、意見募集を公表した当初、投資家保護の観点から、SPACの取締役会の過半数は、SPACのスポンサーにより構成されている必要があり、また、スポンサーの構成に重大な変更があつて、株主の承認を得られない場合、SPACの清算事由になると提案した。しかし、米国におけるSPACの実務慣行である、取締役会に過半数の外部独立取締役を任命することが香港市場では現実的には不可能であり、逆に、SPACのガバナンスに悪い影響を与える可能性があるため、取締役会の構成に関する規制の代わりに、取締役に関する資格要求を強化するように以下のとおり上場規程を修正した。

SPACの取締役会には、少なくとも2人は香港証券先物委員会に認可されている金融助言業または資産運用業に該当する必要がある（うち、1名以上はスポンサーである必要がある）。また、資格を有するスポンサー構成に重大な変更がある場合、SPACの継続については速やかに株主の承認を求める必要があるように修正した。

● SPAC株式の償還権が付与される対象についての規制緩和

HKEXは、意見募集を公表した当初、De-SPACに関する株主総会で賛成した株主および不投票の株主へのSPAC株式の償還権を付与しないことを提案した。しかし、株主はSPAC株式の償還権を得るために、株主総会において、株主が自らの意図に反してDe-SPACに関する議決において反対票を投票する可能性があり、かえって株主の見解を正確に反映されないおそれがあるといった市場から寄せられた意見および米国におけるSPACの実務を考慮し、HKEXは、最終的に公表した改正後の上場規程上、米国のSPACの実務慣行に整合するように、スポンサー以外の全ての株主はSPAC株式の償還権を有するとして設定した。また、上述の規制緩和の補正措置として、代わりにPIPEsの規制を強化するように修正した。（De-SPACのターゲット企業の時価総額に応じて、PIPEsからの投資金額に関する要件を修正した。）

● ワラントによる株式価値の希薄化に関する制限

HKEXは、意見募集を公表した当初、ワラントによる株式価値の希薄化に関する制限として、ワラントの転換による株式数はワラント発行時の発行済株式総数の30%を上限として設定することを提案した。また、HKEXは、ワラント（SPACのワラントおよびスポンサーワラント）対株式の転換率として、ワラントの行使時に3分の1以上の株式を受け取る権利を有するワラント割当てを禁止するという制限を設けることを提案した。しかし、HKEXは、これらの転換率は市場の取引条件によって決められるべきものであるという市場から寄せられた意見や、また、米国またはシンガポールはスポンサーワラントに対して制限を設けていないという市場から寄せられた意見を考慮し、かつ投資家の保護の観点を踏まえて、以下のように入場規程を改正した。

- ワラントの転換による株式数はSPACがワラント発行時の発行済株式総数の50%を上限として設定する。
- ワラントの発行価格に制限を設ける。
- スポンサーワラントの発行価格は、SPAC株式の発行価格の10%未満とすることを禁止する。また、SPACのワラントおよびスポンサーワラントの最低行使価格は、SPAC株式の発行価格より少なくとも15%高くする必要がある。
- ワラントの普通株式への転換による株式価値の希薄化効果を開示する必要がある。

SPACのIPO時の上場基準について

香港のSPAC上場制度では、米国、英国およびシンガポールにおけるSPAC上場制度に比べて、より厳しい規定を設定しており、主に以下のような投資家保護措置を設けている。

- SPACへの参入はプロ投資家に限定
- IPO時、一定程度の機関投資家の資本参加(20名以上でIPO時に発行した株式の75%以上を取得)が必要である
- 取締役のうち2名以上は、規制当局より認可されている金融業務従事者(金融助言業または資産運用業)を選任する必要がある(うち、1名以上はスポンサーである必要がある)
- スポンサー株式およびスポンサーワラントの保有者に制限(創設株主のみ保有が可能)がある
- 外部から独立したPIPEsを有する必要がある
- ワラントによる株式価値の希薄化に関する制限がある

上場基準の詳細は、以下のとおりである。

SPACのIPO上場に特有の要件および規定

証券発行に関する要件および規定

- 株主数・公開流通株式数に関する要件
株主数：プロ投資家75名以上(そのうち20名以上は機関投資家でなければならない)。
公開流通株式数：少なくとも発行済株式総数の25%および発行済ワラント総数の25%は一般株主¹⁸²(資金提供者および彼らの関連当事者以外)が保有する必要がある。また、一般株主における上位3位の一般株主が保有している株式数は発行済株式総数の50%を超えてはならない。
- SPAC株式の最低発行価格要件：(1株当たり)10香港ドル
- SPACによる最低資金調達規模に関する要件：10億香港ドル(約140億円¹⁸³)
- 最低公開流通株式の時価総額に関する要件：上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない
- ワラント
上場規程にSPACのワラントに関する追加的な要件がある。主な要件は、以下のとおりである。
 - 行使価格
 - 全てのワラント(SPACワラントおよびスポンサーワラント)の発行に際して、HKEXおよび株主の同意(普通決議)を得る必要がある
 - ワラントの最低行使価格は、SPAC株式の発行価格より少なくとも15%高くする必要がある
 - 行使可能な期間：De-SPAC取引の完了前は行使不能であり、De-SPAC取引の完了後にワラントを行使することが可能となる
 - 行使期限日：De-SPAC後1年以上かつ5年以内としなければならない
 - 開示要求：ワラントに関する条件などを目論見書において開示する必要がある

SPACの上場時における取引に関する規定

- 投資家の適格性：プロ投資家(機関投資家および個人プロ投資家を含む)のみ
- プロ投資家の参加：上述のとおり、プロ投資家の参加要件が定められている。
- ユニット制度におけるSPAC株式とSPACワラントの分離売買

¹⁸² 香港上場規程における“public”についての定義：8.24

<https://en-rules.hkex.com.hk/rulebook/824-0>

¹⁸³ 本報告書全体を通じ、1香港ドル約14円で換算している。

- ユニット制度：ユニット制度は、上場規程に明示されていない。HKEXの上場規程 18B.06¹⁸⁴によると、SPACのIPO時から株式とワラントを分離して売買する必要がある。また、ワラントに特別な措置を講じる可能性があることが明示されている¹⁸⁵。
- ユニットの構成要素：上場規程に明示されていない。
- SPAC株式とワラントの分離売買可否：SPAC株式とワラントを分離して売買する必要がある。
- SPAC株式とワラントの分離売買開始日：IPO日からSPAC株式とワラントを分離して売買可能である。

SPACスポンサーと取締役

- スポンサーの定義：HKEX意見募集結果書 Appx IV 1.01¹⁸⁶によると、SPACを設立した者またはSPACから発行したスポンサー株式を保有している者を指す。
- SPACのスポンサーの最低資本参加要件：上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。
- SPACスポンサーの適格性

HKEXがスポンサーの適格性に関して審査を行う。SPACのスポンサーに専門資格保有者が在籍することが要求されている。

 - 金融助言業または資産運用業である専門資格を有し、かつ10%以上の株式を保有するSPACのスポンサーが1人以上いる必要がある。
 - SPACの取締役会のうち、少なくとも2人は香港証券先物委員会に認可¹⁸⁷されているタイプ6(金融助言業)またはタイプ9(資産運用業)に該当する(資格を有する取締役1人を含む)必要がある。
 - 当該専門資格保有者は、個人スポンサーとしてSPACに参画する場合、当該スポンサーの取締役に必ず就任する必要がある。
- 創設株主や経営陣の構成変更がSPACの清算事由になることを定める規定の有無：スポンサーの構成に重大な変更がある場合、SPACの清算事由になる。「重大な変更がある」の定義は、以下の(a)または(b)のいずれかを指す。
 - (a) 株式50%以上を保有しているスポンサー(ただし、いずれのスポンサーも50%未満の場合、持株比率最上位の単一スポンサー)
 - (b) 必要な専門資格を保有しているスポンサー

また、上述の事由によりSPACが清算となる際における清算の議決についての規定は以下のとおりである。

 - SPACの清算に係る株主総会での議決要件は、特別決議(75%以上の賛成票を要する)が必要である。
 - SPACの一般株主にはSPAC株式の償還権がある。

¹⁸⁴ HKEX 上場規程 18B.06 「SPACs must apply to list SPAC Shares and SPAC Warrants **that trade separately from the date of initial listing onwards.**」

¹⁸⁵ ワラントのボラティリティリスク(the risks of extraordinary volatility in SPAC Warrants)を低減のために、HKEXが取引中に特別な措置(the Exchange's Volatility Control Mechanism (VCM))を講じることがある。

¹⁸⁶ HKEX Conclusion paper Appx 4 1.01 (88頁) 「SPAC promoter...a person who establishes a SPAC and/or beneficially owns Promoter Shares issued by a SPAC.」 [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/September-2021-Special-Purpose-Acquisition-Co/Conclusions-\(Dec-2021\)/cp202109cc.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/September-2021-Special-Purpose-Acquisition-Co/Conclusions-(Dec-2021)/cp202109cc.pdf?la=en)

¹⁸⁷ 香港証券先物委員会に認可制度
<https://www.sfc.hk/-/media/EN/assets/components/codes/files-current/web/guidelines/licensing-handbook/licensing-handbook.pdf>

- SPACに関連する重大な変更から1カ月以内に必要な株主の承認を得られない場合、SPACの清算の可否は株主投票で決定され、また、SPACの存続の可否についてHKEXの許可を得る必要がある。
- SPACの清算時の残余財産分配に対するスポンサーの権利：SPACの清算時の残余財産分配に対するスポンサーの権利には制限があり、SPACの清算時の残余財産分配にスポンサーは参加できない。

SPACの上場後の継続義務および特有の基準

信託保管

- IPOによる調達資金の信託保管の可否：SPACは、IPOによる調達資金の100%(スポンサー株式およびスポンサーワラントの発行により調達した資金を除く)を信託保管する必要がある。
- 信託保管された資金の運用や運用収益、利息の取扱いなどの規定
SPACは、信託保管した資金を次のような格付けに相当する証券へ投資することが可能である。
 - (a) S&P A-1
 - (b) Moody's P-1
 - (c) Fitch F1
 - (d) その他(HKEXが認める証券)
 信託保管の資金の運用により得られた収益は、SPACの運営資金として使用可能とされている。

スポンサー株式とスポンサーワラント、または支配株主が保有するSPAC株式およびワラントについての譲渡および処分に関する制限

- 上場規程に以下の規定が明示されている。
 - スポンサー株式とスポンサーワラントの保有者に関する制限：スポンサー株式およびスポンサーワラントを保有することができるのは、創設株主のみである。
 - スポンサー株式およびスポンサーワラントは上場に適格性がないとされているため、公開市場にて取引することはできない。
 - スポンサー株式の譲渡および処分に関する制限
 - 上場日からDeSPAC取引の完了まで：譲渡および処分が制限される。
 - DeSPAC取引完了後：1年間の譲渡制限を設定する必要がある。
 - スポンサーワラントの譲渡および処分に関する制限：スポンサー株式と同様。
 - 支配株主が保有するSPAC株式およびワラントの譲渡および処分に関する制限：De-SPAC後6カ月以内の譲渡および処分は禁止される。また、支配株主がDe-SPAC後12カ月以内にSPAC株式の譲渡および処分により、非支配株主となることは認められない。

SPACのDe-SPAC取引の要求事項における特有の基準

存続会社の要件

- 存続会社は通常のIPO時の上場要件が適用される。ただし、De-SPAC時に、公募発行なし、かつSPACはプロ投資家のみが投資可能のため、存続会社は上場時の株主数の要件が100名以上に緩和されている。(通常のIPOでの上場要件では株主数300名以上)。
- 推薦人選任可否：推薦人を選任する必要がある。

De-SPACターゲット企業の適格性およびPIPEsの可否

- ターゲット企業の種類および業種：投資会社をターゲット企業とすることは認められない旨が明示されている。

- PIPEs要否：外部から独立したPIPEsを有する必要がある。
PIPEsについての要件は以下のとおりである。
 - PIPEsの投資項目：必ず株式である必要があり、転換債券への投資は認められない。
 - PIPEsの投資金額：De-SPACのターゲット企業の時価総額の規模に応じて、PIPEsの投資金額がターゲット企業の時価総額を占める比率が変動する。
 - ターゲット企業の時価総額が20億香港ドル以下の場合：PIPEsの投資金額がターゲット企業の時価総額を占める比率は少なくとも25%
 - ターゲット企業の時価総額が20億香港ドル以上、50億香港ドル未満の場合：PIPEsの投資金額がターゲット企業の時価総額を占める比率は少なくとも15%
 - ターゲット企業の時価総額が50億香港ドル以上、70億香港ドル未満の場合：少なくとも10%
 - ターゲット企業の時価総額が70億香港ドル以上の場合：少なくとも7.5%
 - という要件がある。
- また、ターゲット企業の時価総額が100億香港ドルを超えた場合、HKEXが個別にPIPEsの金額を判断することとなる。
- PIPEsの重大な投資金額を有する必要がある：外部から独立したPIPEs投資の少なくとも50%は、少なくとも3社の機関投資家からのものでなければならない。また、これらの3社が自ら管理している資産管理価値の合計は少なくとも80億香港ドル(約1,120億円)である必要がある。

De-SPACターゲット企業の規模

- ターゲット企業の公正な市場価格が、信託保管する資金の80%以上でなければならない。
- 各々De-SPAC買収取引が上述の要件を満たす必要がある。

De-SPAC時の株式価値の希薄化防止の仕組み

- 上場規程上、スポンサーの報酬・インセンティブに対する制限がある。
- 制限の詳細
 - スポンサー株式：スポンサー株式の発行可能な上限はIPO時発行済株式数20%であり、スポンサー株式対普通株式の可能な転換率は1:1とされている。
 - スポンサーワラント：以下のような制限が設けられている。
 - 発行価格および行使価格に関する制限：スポンサーワラントの発行価格をSPAC株式の発行価格の10%未満とすることは禁止されている。SPACワラントおよびスポンサーワラントの最低行使価格は、SPAC株式の発行価格より少なくとも15%高くする必要がある。
 - 転換率に関する制限：ワラント行使後の株式数が、当初ワラントが発行された時点で発行されている株式数(スポンサー株式を含む)の50%以上となるワラントの割当ては禁止されている。
 - スポンサーが保有する株式に対する経済価値の希薄化防止の仕組み：認められていない。
 - 開示要求：SPACは、SPAC株式の潜在的な償還による株式価値の希薄化効果に関する事項を開示する必要がある。
- スポンサーの追加的な報酬について
SPACのIPO時にスポンサーへ追加的な報酬を付与することは認められない。ただし、De-SPAC時に、以下の条件を全て満たし、HKEXの許可を得た場合、スポンサーへ追加的な報酬を付与することは可能である。
 - スポンサー株式(追加的な報酬を含む)はSPACのIPO時発行済株式の30%以下である
 - 追加的な報酬は客観的な業績条件と連動する
 - SPACの株主の承認を得ている

- De-SPACのターゲット企業の買収決議に、スポンサーへの追加的な報酬の付与に関する決議も含む

De-SPAC取引に関する株主総会での株主投票

- 議決要件：株主総会で決議する必要がある（株主の書面決議は認められない）。
- 議決権に関する制限の有無
スポンサーおよび関連当事者は、ターゲット企業の買収取引に関する株主総会での議決権を有しない。ただし、SPACの支配株主(持株比率30%以上)および関連当事者は、De-SPAC取引により支配を失う場合、当該株主総会での議決権を付与される。
- De-SPACのターゲット企業の買収取引が株主総会で否決された場合：上場規程のDe-SPACに関する要件によれば、De-SPACの期限内にターゲット企業の買収取引が完了していれば特に問題はなく、De-SPAC期限内に株主総会で買収が否決されたとしても、後日別の企業を買収し得ると考えられる。

De-SPACに関する株主総会における株主の投票権およびSPAC株式の償還権の関連性

- De-SPACに関する株主総会における株主の投票権およびSPAC株式の償還権の関連性：スポンサー以外の全ての株主には償還権が与えられる。
- スポンサーが保有するSPAC株式の償還権の有無：スポンサーが保有するSPAC株式には償還権が付与されない。

SPACの株主へ償還可能な金額

- SPACの株主へ償還可能な金額：SPACの株主は、De-SPAC取引に関する株主総会決議の時点における信託口座に保管されている金額のうち、保有するSPAC株式数に応じて比例配分された金額に相当する現金の償還を要求する権利を有する
- SPAC株式の償還権の上限の設定の可否：SPAC株式の償還権の上限の設定の可否については、上場規程に特に記載がなく、特段の制限はない。
- 開示要求：SPACは、目論見書において、株主に償還可能な金額を適切に開示する必要がある。

SPACの上場廃止・清算における特有の基準

De-SPAC取引の期限

- De-SPAC取引の期限：De-SPAC取引の公表期限：IPO後24カ月以内。De-SPACの買収取引の完了期限：IPO後36カ月以内。
- これらの期限を延長する場合における規制当局および取引所の許可の要否：特殊な状況がある場合(HKEXが個別に認定する場合)、HKEXの許可を得た上で、期限を延長できるという例外条項が設けられている。

De-SPAC取引の期限までにDe-SPACが完了しなかった場合のSPACの上場廃止および清算

- 上場廃止：上場規程上、SPACの上場廃止が明示的に要求されている。
- 清算：上場規程上、SPACの清算が明示的に要求されている。

SPACの財務予測に関する開示に関する特有の基準

De-SPAC時の財務予測情報：通常のIPOによる上場時における財務予測の開示規定に準ずる。また、De-SPAC取引をマーケティングするために、PIPEs投資者に開示する財務予測情報に対しては、通常のIPOによる上場時における外部へのマーケティング資料に適用される規定と同じ規定が適用される。

2022年1月に、HKEXは、SPAC制度の正式導入の公表とともに、「HKEX GUIDANCE LETTER HKEX-GL113-22」(以下、「HKEX Guidance Letter」¹⁸⁸という)を公表し、SPACに対するIPO時からDe-SPAC時までの審査における重要項目および開示要求を示した。

SPACのIPO時およびDe-SPAC時のHKEXによる特有の審査の内容および開示要求

審査における重要項目

SPACのスポンサーの適格性(Guidance Letter A)

性格、経験、誠実さ(Character, experience and integrity)といった適格性に関する評価項目に関するガイダンス

● 資格(Guidance Letter A 7.)

SPACのスポンサーは、当局より認可されている金融業務従事者(金融助言業または資産運用業)を1名以上有する必要がある

● 経験(Guidance Letter A 8.)

職務上の役割(およびその経歴年数)、関与の程度、そして彼らが以前に設立したSPACの名称などに加えて、彼らが以前に設立したSPACにおける以下の項目が審査における重要項目である。

- IPO時の資金調達額
- De-SPACのターゲット企業に関する説明(規模および業種など)
- スポンサー株式の金額的規模および条件
- SPACのIPO日からDe-SPACまでに経過した期間
- De-SPAC時のターゲット企業の買収取引の一部としてのPIPEsの調達金額の規模
- De-SPAC買収取引の対象となったターゲット企業の概要(例えば、業種、地理的位置、市場シェア、過去の財務情報の概要および経営陣に関する説明を含む)
- De-SPACのターゲット企業の買収取引の条件(企業価値の評価額、買収条件、買収取引の関係者およびその他の重要な条件を含む)
- De-SPACのターゲット企業の買収取引に関連した、SPACの株主によるSPAC株式の償還割合
- De-SPACのターゲット企業の買収取引に反対したSPACの株主の割合
- 全てのSPACワラントの行使および存続会社における全てのスポンサー株式または全てのスポンサーワラントの転換に際して、SPAC株式を償還しないSPAC株主が保有するSPAC株式の価値に対する希薄化の効果
- De-SPAC後の存続会社の株式の時価総額
- De-SPAC後の存続会社のパフォーマンス指標(絶対的なパフォーマンスの指標および関連する指標と比較したパフォーマンスの比較結果)
- SPACの清算の事実の有無、またはSPAC投資者への資金の返還の事実の有無

● 資金の投資運用の経験

第三者の投資家に代わって投資の専門的管理を行った実績またはプロ投資家もしくは機関投資家への投資顧問サービスを提供した実績に関する説明(役割ごとに、以下の記述を含む)¹⁸⁹。

- 役割と責任

¹⁸⁸ HKEX GUIDANCE LETTER HKEX-GL113-22

https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/gl113-22.pdf

¹⁸⁹ Guidance Letter A. 8. (c) Investment Management Experience 「Any experience in the professional management of investments on behalf of third party investors and/ or provision of investment advisory services to professional/ institutional investors, including, for each role, a description of:…」(抜粋)

https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/gl113-22.pdf

- 投資の種類と投資先の地域
- ファンド規模
- ファンドの投資目的と投資方針
- 管理しているファンドの純資産価値、絶対的なパフォーマンス、また他に管理している主要なファンドや関連する指数と比較した相対的なパフォーマンス指標
- 他の関連する経験
 - 上場申請するSPACに関連する経験（例えば、潜在的なターゲット企業の業種における職務経験）、また、SPACのスポンサーとして、この経験をどのように活用するのかの説明。
- その他
 - 保有している資格(取得年および発行機関を含む)
 - De-SPACのターゲット企業について、SPACと直接的または間接的に競合するまたは競合する可能性のあるスポンサー自身のビジネス上の利益
 - 法律、ルールおよび規制に対する違反により、スポンサーの誠実性または能力に影響を与える事項
- 取引所の審査で有利に働く事項(Matters that the Exchange will view favourably)
 - スポンサーが以下の項目のいずれかの要件を満たす場合、HKEXが当該スポンサーを優れたスポンサーと見なす。
 - 3会計年度以上の継続期間にわたって、80億香港ドル以上の資産を管理したことがある
 - スポンサーの役員が、香港ハンセン指数または同等の指数(例えば、米国市場におけるthe S&P 500 (SPX)、NSDAQ-100 Index (NDX)、Dow Jones Industrial Average (DJI)、英国市場におけるFTSE 100 (UKX))に含まれる上場企業の上級管理職 (Chief Executive、Chief Operating Officer)など) である

開示要求

開示要求は、以下のとおりである。

SPACの上場時において必要とされる開示の具体的内容

「HKEX Guidance Letter」によると、SPACの上場申請時の開示書類は香港市場における Companies (Winding up and Miscellaneous Provisions) Ordinance (Cap. 32) (以下、「C(WUMP)0」という)の目論見書に関する要件に準拠する必要がある。また、開示の範囲について、適宜、法的助言を求めることが要求される(Guidance Letter C. 21)。

De-SPAC時(ターゲット企業の買収時)において必要とされる開示の具体的内容

「HKEX Guidance Letter」によると、De-SPAC取引は、通常のIPOと同等と見なされる。よって、C(WUMP)0の目論見書に関する要件を全て満たす必要がある。HKEXがDe-SPACに関する書類を精査(vet)する。

また、De-SPAC 時の開示資料である「De-SPACに関する公表」(De-SPAC Announcement) には、以下の項目も含める必要がある(Guidance Letter H.)。

- PIPEs投資家の説明およびその投資の主要な条件
- PIPEs投資家の身元(identity)および承諾された投資価額(amounts committed by)
- De-SPACのターゲット企業との交渉で決定された買収金額およびそのような金額が決定された根拠
- HKEX上場規程Rule 18B. 39の要件の充足を確認する取締役会の意見およびそのような意見の根拠
- HKEX上場規程Rule 18B. 29(1)の注記1に記載されるアーンアウト条項における重要な条件

SPAC銘柄の特有の表示方法

「HKEX Guidance Letter」によると、SPACはプロ投資家のみが取引できるようにするために、SPAC銘柄の付け方は通常のIPO時の上場会社と異なる(Guidance Letter D. 23)。

財務情報および会計に関する事項

「HKEX Guidance Letter」によると、重要な会計方針および経営者が会計方針を適用する過程で行った判断に関する注記事項は、以下のとおりである。

- 専門家との相談を推奨する(Guidance Letter F. 26)
SPACの取引(株式やワラントの発行など)から生じる複雑な領域の会計上の影響を評価するために、会計専門家(またはその他の専門家(アドバイザー))に相談することを推奨する。
- 重要な会計方針および経営者が会計方針を適用する過程で行った判断に関する適切な開示(Guidance Letter F. 27)
貸借対照表日以降に発生したSPACの取引や重要な事象に関する重要な会計方針および経営者が会計方針を適用する過程で行った判断が、財務諸表で認識される金額に重大な影響を及ぼす場合、または、SPACの上場申請書類に含まれる財務情報に関連する場合、該当する会計基準に従って財務報告書において開示する必要がある。特に、SPACの最初の上場申請書類では、これらの項目を、貸借対照表日以降に行われた取引の会計方針も含めて、開示する必要がある。
- プロフォーマ財務情報(具体的には、正味有形資産および負債)(Guidance Letter F. 28)
投資家が株式および金融商品の会計上の意味を理解できるように、適切な場合には、見積調整および注記により、SPACの当初上場から生じる潜在的な財務上の影響を説明するために、HKEX上場規程Rule 4.29に従って十分な情報を提供する必要がある(例えば、SPACが発行した、または発行する予定の、株式その他の金融商品による影響を含む)。
- 運転資本の十分性に関する声明(Guidance Letter F. 29)
HKEX上場規程Rule 8.21Aは、IPOの上場申請者に対して、上場書類に運転資本の明細書を作成することを要求している。この規定がSPACにも適用される。関連するキャッシュ・フローの予測は、De-SPAC取引前の営業費用をカバーするために必要な運転資本を重点に置く必要がある。また、キャッシュ・フローの予測からは、SPAC株式の償還の対象となるIPO調達金額のうちのSPAC株式の償還用の手取り金額、またはDe-SPAC取引に使用されると予想される金額を除外する必要がある。

③ 制度導入以降の市場動向

2022年1月にHKEXの2つのSPACがIPO上場申請した。以下では、それぞれの登録届出書に基づき、IPOの概要を説明する。なお、本調査の対象とした期間は2022年1月までであり、いずれも上場審査中であったため、IPOでの公募発行に関する情報は開示されていない。

1. Aquila Acquisition Corporation. (Aquila) (上場申請日：2022年1月17日)

項目	内容
HKEXのプレスリリース	https://www1.hkexnews.hk/app/appindex.html
登録届出書	https://www1.hkexnews.hk/app/sehk/2022/104142/2022011701014.htm
スポンサー	CMB International Asset Management LimitedとAAC Mgmt Holding Ltd
主なターゲット分野・業種・企業	アジア（特に中国）の新しい経済分野、特にグリーンエネルギー、ライフサイエンス、先端技術および製造業など
De-SPACの期限	24カ月（36カ月以内にDe-SPAC完了）

出典：HKEXファイリング

2. Trinity Acquisition Holdings Limited(Trinity) (上場申請日：2022年1月31日)

項目	内容
HKEXのプレスリリース	https://www1.hkexnews.hk/app/appindex.html
登録届出書	https://www1.hkexnews.hk/app/sehk/2022/104183/2022013100437.htm
スポンサー	中国企業家Li Ning氏(香港上場会社Viva ChinaのCEO)、LionRockおよびAstrapto
主なターゲット分野・業種・企業	中国の消費者市場に焦点を当てる。特に、中産階級の消費者ブランドやビジネスを開発し、成長の可能性が高いグローバルな消費者企業など
De-SPACの期限	24カ月（36カ月以内にDe-SPAC完了）

出典：HKEXファイリング

IV. 米国におけるSPACに係る個別事例の調査

1. 個別事例調査の概要

第IV章においては、個別事例を通じて、SPACの株主属性ごとの株式保有割合の内訳について調査を実施している。IPO前後、De-SPAC公表日直前、De-SPAC完了日直後および報告書執筆時点の直近という複数の時点における株主属性ごとの株式保有割合をみることで、その構成がどのように変化しているのかの調査を実施している。

また、SPACの上場、ターゲット企業の買収やスポンサー及び経営陣に関する定款などにおける規定や制度上求められているものとは別に、契約において投資家保護の観点から行われているSPAC独自の取組などについても、SECファイリングから把握可能な範囲で調査を実施している。

個別事例調査の対象企業は、企業分野、業種、海外企業の買収案件、De-SPAC後における株価の推移など複数の観点から、幅広い事例を選択する趣旨で抽出されている。

2. 個別事例一覧

それぞれの個別事例の対象としたSPAC名およびターゲット企業名については下表のとおりである。

事例	SPAC名	ターゲット企業名
1	Churchill Capital Corp IV	Atieva, Inc. (Lucid Morots)
2	Nebula Caravel Acquisition Corp	A Place for Rover, Inc.
3	Act II Global Acquisition Corp	Flavors Holdings Inc. ならびにその子会社であるMerisant CompanyおよびMAFCO Worldwide LLC
4	Mountain Crest Acquisition Corp	Playboy Enterprises, Inc.
5	DD3 Acquisition Corp	Betterware de Mexico SA de CV
6	Fusion Acquisition Corp	MoneyLion Inc.
7	Alpha Healthcare Acquisition Corp	Humacyte, Inc.
8	Haymaker Acquisition Corp II	ARKO Holdings Ltd
9	GS Acquisition Holdings Corp	Vertiv Co

事例1：Churchill Capital Corp IV

(1) IPO・De-SPACなどにおける主な情報

Churchill Capital Corp IVのIPOに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
スポンサー	Churchill Sponsor IV LLC
上場市場	NYSE (De-SPAC後はNasdaq)
IPO日	2020年7月30日
IPO価格 (1ユニット当たり)	\$10.00
IPO時の資金調達金額 (ユニットの公募による資金調達金額) (*1)	\$18億
De-SPACの期限	クロージングから24カ月
ユニットの構成	1株式 (A種普通株式) 1/5ワラント
ワラントの行使価格	\$11.50
スポンサープロモート	5,175万株
種類株の導入	有
スポンサー私募ワラント	3745万ワラント@\$1.00

*1: 目論見書上、引受証券会社がユニットを追加的に購入するオプションを行使することによる資金調達金額は、最大で\$2.7億となることが示されている。

出典: Rule 424(b)(4)に基づく目論見書 (2020年7月30日付ファイリング)

Churchill Capital Corp IVのDe-SPACに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
ターゲット企業 (業種)	Atieva, Inc. (Lucid Motors) (EV事業)
De-SPAC公表日	2021年2月22日
De-SPAC完了日	2021年7月23日
PIPEs発行価格	\$15.00
PIPEs発行総額	\$25億
主なロックアップの期間および対象者 (概要)	180日 (AyarおよびLucidの他の特定の既存の株主の場合) 18カ月 (SPACのスポンサー場合)¹⁹⁰

¹⁹⁰ 2021年6月14日付でファイリングされたForm S-4/Aによると、以下の英文のようなロックアップが設定されている。Ayar (Ayar Third Investment Company) は、サウジアラビア政府が100%出資するソブリン・ウェルス・ファンドであるPIF (Public Investment Fund) の関係会社であり、De-SPAC前のLucidの主要株主である。

Pursuant to the Investor Rights Agreement, certain parties agreed with Churchill not to sell, transfer, pledge or otherwise dispose of shares of Churchill's Class A common stock or certain warrants to purchase shares of Churchill's Class A common stock they receive in connection with the Transactions or otherwise beneficially own as of the Closing Date for the following time periods after the Closing Date:

- in the case of Ayar and certain other existing investors in Lucid, 180 days (the "Lucid Shareholder Lock-Up Period"); and
- in the case of the Sponsor, 18 months (the "Sponsor Lock-Up Period").

Additionally, following certain underwritten offerings of Churchill's equity securities, such parties will also agree to a customary market stand-off period not to exceed ninety (90) days.

項目	内容
PIPEs主要参加投資家	Public Investment Fund (PIF), BlackRock, Fidelity Management & Research LLC, Franklin Templeton, Neuberger Berman, Wellington Management, Winslow Capital Management, LLC
買収価額合計	\$117.5億
買収時の対価構成	株式のみ

出典：SECファイリング、買収価額合計のみDealogic、買収時の対価構成のみBloomberg

Lucid Motorsの概要

Lucid Motorsは、電気自動車（EV）のパフォーマンス、走行距離および効率性に新しい基準を設定し、ゼロエミッションの未来に全力を投入していることを顧客と投資家の両方にアピールしている。現在、世界をリードするEVレーシングシリーズの全ての車両に電力を供給しているバッテリー技術を含む、同社の差別化された独自のEV技術は、豊富に有する特許に支えられている。同社のEVテクノロジースイートは社内で開発されたもので、Lucid Airは、現在市場に出回っている全ての競合他社に先駆けて、1回の充電で500マイルを超える予測走行距離で卓越した効率性を実現している。

同社の成長は、事業を展開するコミュニティ（特に、同社が本社を置くカリフォルニア州、同社が車両製造施設をゼロから構築したアリゾナ州、および社内のEVパワートレイン製造施設）で引き続き利益をもたらすと見込まれる。さらに、同社は、カリフォルニア州とフロリダ州に直営店がすでにオープンしており、2021年まで米国全体に小売業とサービス業での実績を拡大し続ける予定である。同社は、プレスリリース日（2021年2月23日）現在米国で約2,000人を雇用しており、2022年末までに、国内で3,000人の従業員を追加的に雇用する予定である。

2007年に設立されたLucid Motorsは、カリフォルニア州ニューアークのシリコンバレーの中心部に本社を置いており、カリフォルニア州の先進的なイノベーション中心の事業環境から多大な恩恵を受けている。Churchill Capital Corp IVによる買収取引により、Lucid Motorsの直接販売モデルとスタジオおよびサービスセンターの場所の一層の拡張も支援される。プレスリリース日現在、Lucid Motorsは、全米に6つのスタジオを開設しており、追加のサイトを建設中である。2022年には欧州や中東、その後はアジア太平洋地域など、国際市場での販売拡大も計画されている。

Lucid Motorsの完成した製造施設では、生産の準備および拡張の準備が整っている。同社は、アリゾナ州カサグランデにおいて、すでに、北米で最初のグリーンフィールドEV製造施設となるAMP-1と呼ばれる最先端の施設でLucid Airの試作車を製造している。AMP-1からわずか数マイルのところに、同社のパワートレイン製造工場であるLPM-1がある。ここでは、同社がバッテリーパック、統合ドライブユニット、Wunderbox双方向充電器を製造しており、エネルギー回収技術に大きなチャンスをもたらしている。同社は、社内の技術および製造能力に加えて、LG Chem社との開発および供給契約を含む、バッテリーセルなどの主要材料のコアサプライヤーとの強力な関係を確立している。現在、同社のAMP-1施設では、年間34,000台の車両を生産可能であるが、今後数年間で合計3段階の拡張が計画されているため、この施設では年間約365,000台の車両を大規模に生産可能となるものと見込まれている。

（出典：2021年2月23日付Form 8-K Exhibit 99.1（プレスリリース））

SPACのIPO時からDe-SPAC後までの時点における投資家内訳（構成比）・株主構造

下表は、当該SPACのIPO時の目論見書の日付現在の普通株式の実質的な所有者に関する情報（IPO前後における普通株式の保有割合）を示している（Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2020年7月30日付ファイリング））。

株主	普通株式の保有割合（概算）	
	IPO前	IPO後
Churchill Sponsor IV LLC	100%	20%
Michael Klein氏（※）		

- ※ Michael Klein氏はChurchill Sponsor IV LLCを運営するM.Klein Associates, Inc.の唯一の株主であるため、Churchill Sponsor IV LLCが保有している株式は、実質的に同氏が保有していると考えられる。
- ※ Michael Klein氏は、実業家・起業家であり、自身のアドバイザリー会社であるM.Klein and Companyを創設する前には、Solomon Smith Barneyで投資部門を統率した経験を有し、また、Citiのグローバルバンキング部門のCEOを務めた経験も有する。

また、下表は、当該SPACのDe-SPAC後における保有機関タイプ別の普通株式の保有割合を示している（出典：Bloomberg）。

保有機関タイプ（※1）	De-SPAC 公表日直前 2021/2/21（※2）	De-SPAC 完了日直後 2021/7/25（※2）	直近 2022/2/20（※2）
ソブリン・ウェルス・ファンド	-	-	80.81%
ヘッジファンドマネージャー	55.73%	48.12%	0.9%
投資顧問業者	34.87%	17.84%	6.77%
仲介業	0.57%	15.96%	1.4%
プライベート・エクイティ	0.65%	14.39%	0.24%
銀行	0.76%	2.28%	0.42%
事業法人	-	0.83%	-
信託	-	0.33%	-
個人	-	-	3.29%
その他	0.03%	-	4.12%

※1 Bloomberg上、保有機関タイプの定義は公表されていないため、各タイプの詳細は不明である。よって、例えば、個人投資家が「個人」として集計されないのか、また、他の保有機関タイプに含まれているのかを把握できていない。

※2 Bloomberg上、保有割合の合計が100%にならない場合がある点について留意が必要である。保有割合の合計が100%にならない理由について、Bloombergのカスタマーサポートへ問い合わせたところ、企業の報告書データのほか、投信の報告書やSEC Form 13F報告書などさまざまなソースからデータを抽出しており、それらの公表されるタイミングにずれがあるため、合計しても100%になることはない旨の回答が得られた。

（3）SPACの上場・買収やスポンサー・経営陣に関する定款などにおける主な規定や制度上求められているものとは別に契約において投資家保護の観点から行われている主な取組など

以下は、当該SPACにおけるスポンサー契約の概要説明である。スポンサー契約をより正確に理解するためには、2021年2月23日付けのForm 8-KのExhibit 10.3「Amended and Restated Sponsor Agreement, dated as of February 22, 2021, by and among Churchill Capital Corp I V, Churchill Sponsor IV LLC, and the Insiders.」およびExhibit 10.1「Investor Rights Agreement, dated as of February 22, 2021, by and among Churchill Capital Corp IV, Ayar Third Investment Company, Churchill Sponsor IV LLC and the other parties named therein.」を参照されたい。

スポンサー契約（Sponsor agreement）

- De-SPACの買収決議およびその他SPACの株主に関連する事項が株主投票に諮られた場合、スポンサーは決議に賛成しなくてはならない。
- SPAC株式の償還に関連して、スポンサーは、A種普通株式またはB種普通株式を償還請求してはならない。
- スポンサーが保有する株式（スポンサー株式など）については、信託保管されている資金およびSPACの資産に対して権利を有しない。
- SPACの運営費用が上限である\$1.28億米ドルを超える場合、スポンサーは上限を超えた金額についていずれかの方法で補填しなければならない。
 - 現金での支払い
 - 発行人株・ワラントの処分（発行人株は1株\$10、ワラントは1ワラント\$1として取り扱われる）。ベスティング条項によって権利が確定した発行人株・ワラントから優先的

に処分する必要がある。

- ロックアップ期間
 - クロージングから18カ月間
- 主なベスティング条項¹⁹¹
 - クロージング時にスポンサーは一部の発行人株(51,750,000株のうち17,250,000株)とワラント(42,850,000ワラントのうち14,283,333ワラント)の権利を失い、ベスティング条項によって権利を再確定させる
 - 発行人株の51,750,000株のうち17,250,000株(約33%)を対象として、クロージングから5年以内に株価が\$20.00、\$25.00、\$30.00を達成した場合にそれぞれ5,750,000株付与される
 - 私募ワラント42,850,000ワラントのうち14,283,333ワラント(約33%)を対象として、クロージングから5年以内に株価が\$20.00、\$25.00、\$30.00を達成した場合にそれぞれ4,761,111ワラント付与される

(4) その他

SECによる調査

Lucid Group, Inc. と同業 (EV事業) のNikola Corporation、Lordstown Motors Corp. および Canoo Inc. は、公表情報によると、いずれもSECの調査対象に含まれ、Lucid Group, Inc. もSECの調査対象となった点には留意を要する。SECによるLucid Group, Inc. に対する調査に関して、公表情報より判明している事実は、以下のとおりである。

SECによるLucid Group, Inc. に対する調査

日付	調査の進行状況など
2021年12月3日 (金)	• Lucid Group, Inc. は、米国証券取引委員会 (SEC) から、SECによる調査に関連する特定の文書の作成を要求する召喚状を受領 - 会社の見解としてこの問題の範囲または結果についての確証はないものの、調査はChurchill Capital Corp. IVとAtieva, Inc. (Lucid Group, Inc)の間の企業結合、および当時開示された特定の予測と報告に関係しているようである。 • Lucid Group, Inc. は、SECのレビューに全面的に協力している旨を公表 (出典：2021年12月6日 (月) 付でファイリングされたForm 8-Kを基に記述)

なお、本報告書の執筆時点において、SECによる調査のその後の動向は公表されていない。Lucid Group, Inc. の株価は、同社がSECによる調査対象となった旨の公表を受けて、2021年12月6日 (月) 付で株価が、前営業日12月3日 (金) の終値\$47.27から、\$44.86 (12月6日終値) へ下落している (図表IV-2-1-1参照)。

¹⁹¹ ベスティング条項とは、一般的に、一定の期間・条件が経過するまでの間、確定的にその権利を取得できない契約を指す。

株価等の推移

【図表IV-2-1-1 (事例1) 株価と出来高の推移】



出典：Bloombergのデータを基に作成

2021年1月11日（月）にBloomberg社による「Lucid Motors Is in Talks to List Via Michael Klein SPAC」という表題の記事により、個人投資家であるMichael Klein氏がスポンサーを務める当SPACによるLucid Motorsの買収観測報道がなされている。同日付で当SPACの株価が、前営業日1月8日（金）の終値\$10.03から、\$13.20（1月11日終値）まで上昇している。その後、De-SPAC公表前であるにも関わらず、出来高を伴い、株価は2021年2月18日の終値ベースで\$58.05まで急上昇した。その後、De-SPAC完了前後は\$20～\$20で推移していたものの、2021年10月末以降、再び急騰した。

この個別事例は、本調査における他の個別事例と比較すると、De-SPACの正式公表の前に株価が大きく上昇したという点が特徴の1つである。

【図表IV-2-1-2 （事例1）ユニット価格、株価およびワラント価格の推移】



出典：Bloombergのデータを基に作成

事例2: Nebula Caravel Acquisition Corp

(1) IPO・De-SPACなどにおける主な情報

Nebula Caravel Acquisition CorpのIPOに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
スポンサー	Nebula Caravel Holdings, LLC
上場市場	Nasdaq
IPO日	2020年12月8日
IPO価格（1ユニット当たり）	\$10.00
IPO時の資金調達金額（ユニットの公募による資金調達金額）（*1）	\$2.5億
De-SPACの期限	クロージングから24カ月
ユニットの構成	1株式（A種普通株式） 1/5ワラント
ワラントの行使価格	\$11.50
スポンサープロモート	788万株
種類株の導入	有
スポンサー私募ワラント	483万ワラント@\$1.50

*1: 目論見書上、引受証券会社がユニットを追加的に購入するオプションを行使することによる資金調達金額は、最大でおよそ\$3750万となることが示されている。

出典: Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2020年12月9日付）

Nebula Caravel Acquisition CorpのDe-SPACに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
ターゲット企業	A Place for Rover, Inc.
De-SPAC公表日	2021年2月11日
De-SPAC完了日	2021年7月30日
PIPEs発行価格	\$10.00
PIPEs発行総額	\$5,000万
主なロックアップの期間および対象者（概要）	6カ月（SPAC、SPACのスポンサー、当該スポンサーの特定の関係会社、Roverの特定の株主） （注）詳細については、(3)で後述の「ロックアップ契約」参照。
PIPEs主要参加投資家	Nebula Caravel Holdings, LLC（SPACのスポンサー）および個人8名（2021年2月11日付のForm 8-Kに記載されたSponsor Support AgreementのSchedule I参照。下の(1)の表に記載されている経営陣8名と同じ）
買収価額合計	\$13.5億
買収時の対価構成	現金と株式

出典: SECファイリング、買収価額合計のみDealogic、買収時の対価構成のみBloomberg

A Place for Rover, Inc. の概要

A Place for Rover, Inc. は、2011年に設立され、ワシントン州シアトルに本社を置いている。同社は、友人や家族、隣人、犬小屋といった既存のペットケアよりも、ペットとその飼い主により優れたペットケアのオプションを提供する目的で設立された、ペットケアの世界最大のオンライン・マーケットプレイスである。ペットの宿泊や自宅でのペットの世話、犬のデイ

ケア、犬の散歩、立ち寄り訪問、グルーミングなどのサービスを提供するペットケアプロバイダーと、ペットの飼い主とを繋げている。何百万人ものペットの飼い主が同社でサービスを予約しており、北米と欧州に50万人以上のペットケアプロバイダーがおり、ペットの飼い主が、愛情のあるペットケアプロバイダーをオンラインで見つけ、予約し、支払い、レビューできるようにする、シンプルで使いやすいプラットフォームとモバイルアプリを構築している。これらの取組を通じて、ペットの飼い主にとっての障壁の多くを除去し、誰もがペットの無条件の愛を体験できるようにするという同社の使命を全うしている。

（出典：2021年2月11日付Form 8-K Exhibit 99.1（プレスリリース）に記載された同社に関する説明を参考に記述）

（2）SPACのIPO時からDe-SPAC後までの時点における投資家内訳（構成比）・株主構造

下表は、当該SPACのIPO時の目論見書の日付現在の普通株式の実質的な所有者に関する情報（IPO前後における普通株式の保有割合）を示している（Rule 424(b) (4)に基づく目論見書（2020年12月8日付））。

株主	普通株式の保有割合（概算）	
	IPO前	IPO後
Nebula Caravel Holdings, LLC	98.6%	19.7%
Adam H. Clammer氏（※）		
James H. Greene, Jr. 氏（※）		
David Kerko氏	1%未満	1%未満
Scott Wagner氏	1%未満	1%未満
Darren Thompson氏	1%未満	1%未満
Alexi A. Wellman氏	1%未満	1%未満
合計	100%	20%

※ Nebula Caravel Holdings, LLCの運営母体は、True Wind Capital IIである。Adam H. Clammer氏およびJames H. Greene, Jr.氏はTrue Wind Capital IIのGeneral Partner (GP)であるTrue Wind Capital GP II, LLCの経営陣である。したがって、Nebula Caravel Holdings, LLCが直接保有する株式を実質的に所有しているのは、両氏と考えられる。

※ Adam Clammer氏はMorgan StanleyでM&Aグループに在籍の後、KKRでグローバル・テクノロジー・グループを率いた経験を有する。同時期に複数の上場・非上場会社取締役として関与し、2015年にプライベート・エクイティ会社であるTrue Wind Capitalの創設メンバーとなる。

※ James Greene氏はBankers Trust CompanyでM&A業務に従事した後KKRでグローバル・テクノロジー・グループの創設メンバーとなる。上場・非上場会社の取締役を兼任した後Adam Clammer氏とともにTrue Wing Capitalの創設メンバーとなる。

また、下表は、当該SPACのDe-SPAC後における保有機関タイプ別の普通株式の保有割合を示している（出典：Bloomberg）。

保有機関タイプ（※1）	De-SPAC 公表日直前 2021/3/7（※2）	De-SPAC 完了日直後 2021/8/1（※2）	直近 2022/2/20（※2）
ヘッジファンドマネージャー	-	70.66%	21.36%
投資顧問業者	100%	18.56%	13.87%
プライベート・エクイティ	-	4.65%	9.46%
保険会社	-	0.3%	-
仲介業	-	0.29%	0.09%
信託	-	-	0.11%
ベンチャーキャピタル	-	-	42.83%

保有機関タイプ (※1)	De-SPAC 公表日直前 2021/3/7(※2)	De-SPAC 完了日直後 2021/8/1(※2)	直近 2022/2/20(※2)
個人	-	-	2.39%
その他	-	-	9.62%

※1 Bloomberg上、保有機関タイプの定義は公表されていないため、各タイプの詳細は不明である。よって、例えば、個人投資家が「個人」として集計されないのか、また、他の保有機関タイプに含まれているのかを把握できていない。

※2 Bloomberg上、保有割合の合計が100%にならない場合がある点について留意が必要である。保有割合の合計が100%にならない理由について、Bloombergのカスタマーサポートへ問い合わせたところ、企業の報告書データのほか、投信の報告書やSEC Form 13F報告書などさまざまなソースからデータを抽出しており、それらの公表されるタイミングにずれがあるため、合計しても100%になることはない旨の回答が得られた。

(3) SPACの上場・買収やスポンサー・経営陣に関する定款などにおける主な規定および制度上求められているものとは別に契約において投資家保護の観点から行われている主な取組など

以下は、当該SPACにおけるスポンサー契約の概要説明である。スポンサー契約をより正確に理解するためには、2021年2月10日付けのForm 8-KのExhibit 2.1「Business Combination Agreement, dated as of February 10, 2021.」、Exhibit 10.1「SPONSOR SUPPORT AGREEMENT」およびExhibit 10.6「FORM OF LOCK-UP AGREEMENT」を参照されたい。

スポンサー・サポート契約 (Sponsor Support Agreement)

- 各スポンサーは、スポンサー契約の締結日から企業結合日までの間、Nebula Caravel Acquisition Corp.の株主総会などにおいて、または、その他のいかなる場合であっても、Nebula Caravel Acquisition Corp.に関する事項などへの承認を得ることに同意するものとする。
- スポンサーの親会社および各スポンサーは、クロージング時点において、各スポンサーが親会社または親会社の子会社に対して運転資金の貸付を行っている場合、その貸付残高について、取消不能かつ無条件に合意するものとする。親会社は、クロージング時に、当該スポンサー当事者に対して、現金のみによって当該未払金を返済するものとし、当該スポンサー当事者は、当該返済の一部を親会社証券の形で行うことを要求しないものとする。
- スポンサーへの株式の付与および同株式の失効に関する条項
 - ①Nebula Caravel Acquisition Corp.の株主による株式の償還がない場合、または
 - ②スポンサーによるバックストップ引受契約 (Sponsor backstop subscription agreement) に従ってクロージング時にバックストップ株式が購入されていない場合、スポンサーは、次のように権利を確定し、没収の対象ではなくなる。
 - 対象株式 (B種普通株式のうち6,875,000株。以下同様。) の40% (すなわち、クロージング時点における全スポンサーの登録株式数2,750,000株) は、トリガーイベント1 (アーンアウト期間 (※) 中の任意の30取引日のうちの任意の20取引日において売買高加重平均価格 (VWAP) が\$12.00以上であること) が発生した時点で権利が確定する
 - 対象株式の40% (すなわち、クロージング時点における全スポンサーの登録株式数2,750,000株) は、トリガーイベント2 (アーンアウト期間中の任意の30取引日のうちの任意の20取引日において売買高加重平均価格 (VWAP) が\$14.00以上であること) が発生した時点で権利が確定する
 - 対象株式の20% (すなわち、クロージング時点における全スポンサー関係者

の登録株式数1,375,000株)は、トリガーイベント3(アーンアウト期間中の任意の30取引日のうちの任意の20取引日において売買高加重平均価格(VWAP)が\$16.00以上であること)が発生した時点で権利が確定する

※ アーンアウト期間: クロージング日から7年後の日までの期間

ロックアップ契約 (Lock-up Agreement)

- 企業結合のクロージング時に、Nebula Caravel Acquisition Corp.、スポンサー、スポンサーの特定の関係会社、およびローバーの特定の株主が、以下に関する株式譲渡制限を含むロックアップ契約を締結する。

- ロックアップ期間: 企業結合のクロージング日の6カ月後の応当日までの期間。その6カ月にわたり、任意の30取引日の期間内の20取引日超にわたって、新Roverの普通株式の出来高加重平均価格(VWAP)が16.00米ドル以上である場合(この場合が生じた日を「トリガーイベント3の発生日」という)、ロックアップ契約の対象である各株主が保有する株式の50%が、次の(i)と(ii)の遅い方の日付において、ロックアップから解放される。

(i) トリガーイベント3の発生日

(ii) De-SPAC完了から90日後

さらに、De-SPAC前のRoverの株主も、新Roverでの同様のロックアップの対象となる。

- 各スポンサーは、クロージング日において、当該スポンサーがクロージング時点で保有する登録済みの対象株式の全てが、権利確定および失効規定の対象となることに同意するものとする。各スポンサーは、権利確定する日以前に、当該スポンサーが保有する対象株式を直接または間接に譲渡しないことに同意するものとする

(4) その他

価格等の推移

【図表IV-2-2-1 (事例2) 株価と出来高の推移】

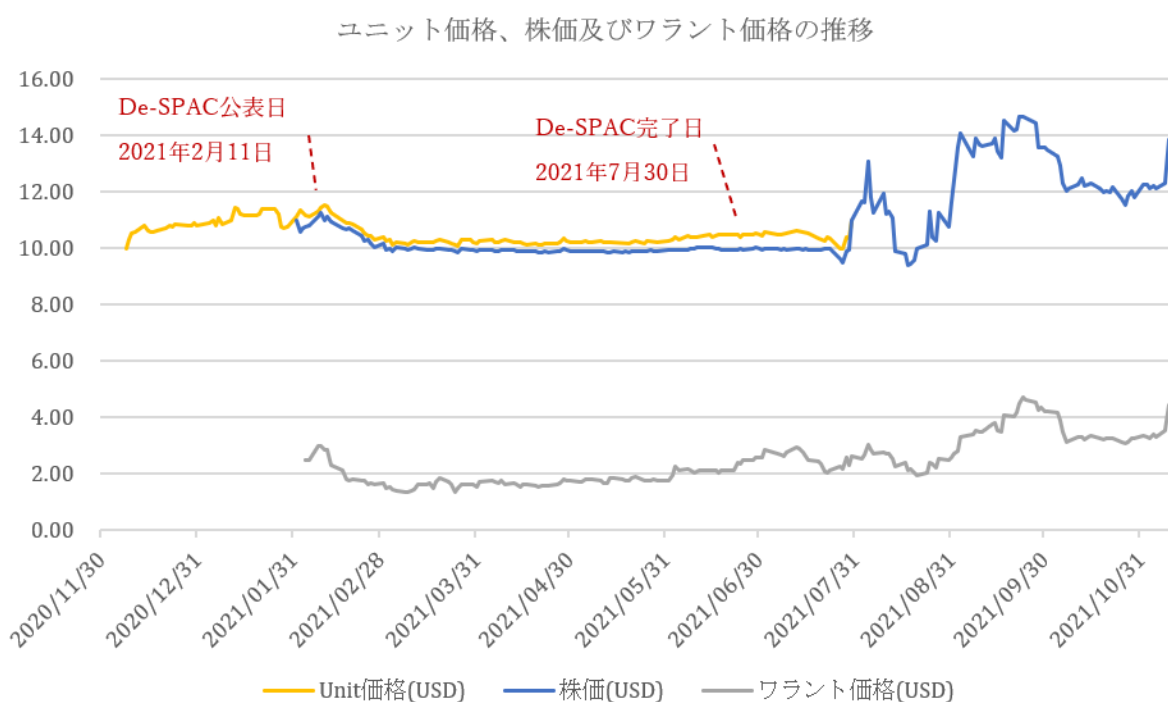


出典：Bloombergのデータを基に作成

図表IV-2-2-1にあるように、2021年7月21日に当SPACの株式の出来高が約500万株まで急増したものの、同日の終値は\$9.99となっている。その後、7月27日に、同株価は、終値ベースで\$9.51へ下落している。当SPACとターゲット企業との統合を決議するための株主総会が開催された7月28日に株価（終値）は、\$9.91まで戻している。その後、株価は、8月中旬に\$10.00を下回ることにはありながらも、\$10.00を超える水準を維持していたが、本報告書の執筆時点にかけて株価は下落トレンドにあった。2022年2月1日に、Petco Health and Wellness Company, Inc.

(Nasdaq上場のペット小売企業)社（以下、「Petco」という）より、RoverとPetcoとの間のパートナーシップ契約が締結された旨の公表がされている¹⁹²。このパートナーシップ契約により、Petcoの顧客がRoverのサービスへアクセスしやすくなるとのことである。

【図表IV-2-2-2 （事例2）ユニット価格、株価およびワラント価格の推移】



出典：Bloombergのデータを基に作成

¹⁹² <https://ir.petco.com/news-releases/news-release-details/petco-offer-pet-sitting-boarding-and-dog-walking-services>

事例3: Act II Global Acquisition Corp

(1) IPO・De-SPACなどにおける主な情報

Act II Global Acquisition CorpのIPOに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
スポンサー	Act II Global LLC
上場市場	Nasdaq
IPO日	2019年4月25日
IPO価格（1ユニット当たり）	\$10.00
IPO時の資金調達金額（ユニットの公募による資金調達金額）（*1）	\$2.61億
De-SPACの期限	クロージングから24カ月
ユニットの構成	1株式（A種普通株式） 1/2ワラント
ワラントの行使価格	\$11.50
スポンサープロモート	750万株
種類株の導入	有
スポンサー私募ワラント	675万ワラント@\$1.00

*1: 目論見書上、引受証券会社がユニットを追加的に購入するオプションを行使することによる資金調達金額は、最大で約\$0.39億となることが示されている。

出典: Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2019年4月29日付）

Act II Global Acquisition CorpのDe-SPACに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
ターゲット企業	Flavors Holdings Inc. ならびにその子会社であるMerisant Companyおよび MAFCO Worldwide LLC（複数企業買収事例）
De-SPAC公表日	2019年12月19日
De-SPAC完了日	2020年6月25日
PIPEs発行価格	\$10.00
PIPEs発行総額	\$750万
主なロックアップの期間および対象者（概要）	買収完了後1年（あるいは買収後150日に株価が\$12を超えた時点）（SPACのスポンサー） ※ロックアップの詳細については、(3)で後述している。
買収価額合計	\$4.69億
買収時の対価構成	現金と株式

出典: SECファイリング、買収価額合計のみDealogic、買収時の対価構成のみBloomberg

Merisant Companyの概要

Merisant Companyは、卓上用ノンカロリー甘味料および低カロリー甘味料の世界有数のメーカーである。同社は、90か国以上で、主力ブランドであるWholeEarth®、Equal®、Canderel®、PureVia®といった主力ブランドの製品のほか、いくつかの関連する消費者製品を販売している。同社は、小売、フードサービス、eコマースチャネルを介して製品を販売しているが原材料を製造・販売はしていない。Merisantの主力ブランドの概要は次のとおりである。

- Whole Earth: 主に、北米、オーストラリアおよびニュージーランドで販売されている、自然食品の市場セグメントで急成長している世界的な低カロリー甘味料ブランド。
- Equal: 主に、北米、アジア/太平洋地域および中南米で販売されている。

- Canderel: 主に、欧州、アフリカおよび中東で販売されている。
- Pure Via: 主に西欧州で販売されている、自然食品の市場セグメントで急成長しているグローバルな低カロリー甘味料ブランド。

1979年と1982年に、それぞれ、オリジナルのCanderel製品とEqual製品が発売されて以来、同社とその前身の会社は、消費者に日常使用する砂糖の高品質な代替品を提供している。砂糖の消費に関連する世界的な健康危機が拡大し続ける中、消費者は、砂糖や砂糖を含む製品の代替品に引き続き高い関心を示している。近年、同社は、ステビアと天然由来の糖アルコールから作られた新しい天然甘味料をWhole EarthブランドおよびPure Viaブランド（ならびにCanderelブランドおよびEqualブランド）で導入し、また、チョコレート、ジャム、グラノラ、シリアルバーなどの伝統的な砂糖を含んだ製品への代替品（低糖または無糖の製品）導入により、消費者の需要に応えている。これらの取組により、砂糖から離れる「Better for you」というムーブメントのリーダーとして同社の地位をより一層確立させた。

（出典：2019年12月19日付Form 8-K Exhibit 99.1（プレスリリース）および2020年5月13日付DEFM14Aに記載された上述の2社に関する説明を参考に記述）

MAFCO Worldwide LLCの概要

1850年に設立されたMAFCO Worldwide LLCは、150年以上にわたる、天然甘草製品の世界有数のメーカーである。同社の天然甘草製品の多くはMagnasweet®ブランドであり、食品、飲料、医薬品、菓子、化粧品、パーソナルケア、タバコ製品などの幅広い用途で使用されている。同社の製品は、フレーバーの強化、フレーバー/後味のマスキング、保湿、製品の口当たりの変更、肌を落ち着かせる特性など、さまざまなソリューションを顧客に提供している。

高度にカスタマイズされた優れた製品を確実に提供する同社の能力は、長期にわたる同社の歴史と長期的な顧客関係の中核となっている。2019年12月31日の時点で、400以上の顧客固有の甘草製品を販売しており、味覚的、化学的、物理的、微生物学的、規制上の仕様と基準を一貫して満たしている。この幅広く高品質な製品を提供する同社の能力は、原材料の調達および製造プロセスに関する豊富な知識と経験に裏打ちされている。

（出典：2019年12月19日付Form 8-K Exhibit 99.1（プレスリリース）および2020年5月13日付DEFM14Aに記載された上述の2社に関する説明を参考に記述）

(2) SPACのIPO時からDe-SPAC後までの時点における投資家内訳（構成比）・株主構造

下表は、当該SPACのIPO時の目論見書の日付現在の普通株式の実質的な所有者に関する情報（IPO前後における普通株式の保有割合）を示している（Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2019年4月29日付））。

株主	普通株式の保有割合（概算）	
	IPO前	IPO後
Act II Global LLC (※)	100.0%	20.0%
John Carroll 氏		

※ 当該SPACのCEOであるJohn Carroll氏は、スポンサーであるAct II Global LLCを支配しているため、同社が所有する株式の実質的な所有者と考えられる。

※ John Carroll氏は、H. J. Heinz CompanyやHain Celestialで経験を積んだコンシューマー製品のベテランであり、スナック事業・冷凍食品事業に関与した経験を有する。

また、下表は、当該SPACのDe-SPAC後における保有機関タイプ別の普通株式の保有割合を示している（出典：Bloomberg）。

保有機関タイプ（※1）	De-SPAC 公表日直前 2019/12/15（※2）	De-SPAC 完了日直後 2020/6/28（※2）	直近 2022/2/20（※2）
ヘッジファンドマネージャー	60.59%	60.28%	18.44%
投資顧問業者	7.51%	16.17%	68.48%
個人	-	10.99%	4.03%
年金ファンド	-	2.2%	0.83%
銀行	-	1.95%	-
仲介業	0.75%	0.08%	0.99%
ベンチャーキャピタル	-	-	0.77%
信託	-	-	0.8%
その他	23.32%	8.06%	4.42%

※1 Bloomberg上、保有機関タイプの定義は公表されていないため、各タイプの詳細は不明である。よって、例えば、個人投資家が「個人」として集計されないのか、また、他の保有機関タイプに含まれているのかを把握できていない。

※2 Bloomberg上、保有割合の合計が100%にならない場合がある点について留意が必要である。保有割合の合計が100%にならない理由について、Bloombergのカスタマーサポートへ問い合わせたところ、企業の報告書データのほか、投信の報告書やSEC Form 13F報告書などさまざまなソースからデータを抽出しており、それらの公表されるタイミングにずれがあるため、合計しても100%になることはない旨の回答が得られた。

(3) SPACの上場・買収やスポンサー・経営陣に関する定款などにおける主な規定および制度上求められているものとは別に契約において投資家保護の観点から行われている主な取組など

以下は、当該SPACにおけるスポンサー契約の概要

説明である。スポンサー契約をより正確に理解するためには、2019年4月25日付けのForm 8-KのExhibit 10.1「Letter Agreement」及び2020年6月15日付のForm 8-KのExhibit 10.1「Sponsor Support Agreement」を参照されたい。

Letter Agreement（SPACのIPO時）

- 各スポンサーは株主総会で買収決議が諮られた際には決議に賛成するものとする。
- 各スポンサーは信託預金に関して償還権利がないことに同意する。
- スポンサー株のロックアップ：各スポンサーはクロージングから1年間の間、または、クロージングから150日後、30取引日のうち20取引日において株価が\$12.00以上になるまで株式の譲渡を行ってはならない。ただし、クロージングから150日後、30取引日のうち20取引日において株価が\$12.00以上になった場合、スポンサー株はロックアップから解放される。
- スポンサーおよび親会社の取締役・経営陣は目論見書に開示されたものを除いては、返済・保証・報酬を受け取ってはならない。

Sponsor Support Agreement（De-SPAC時）

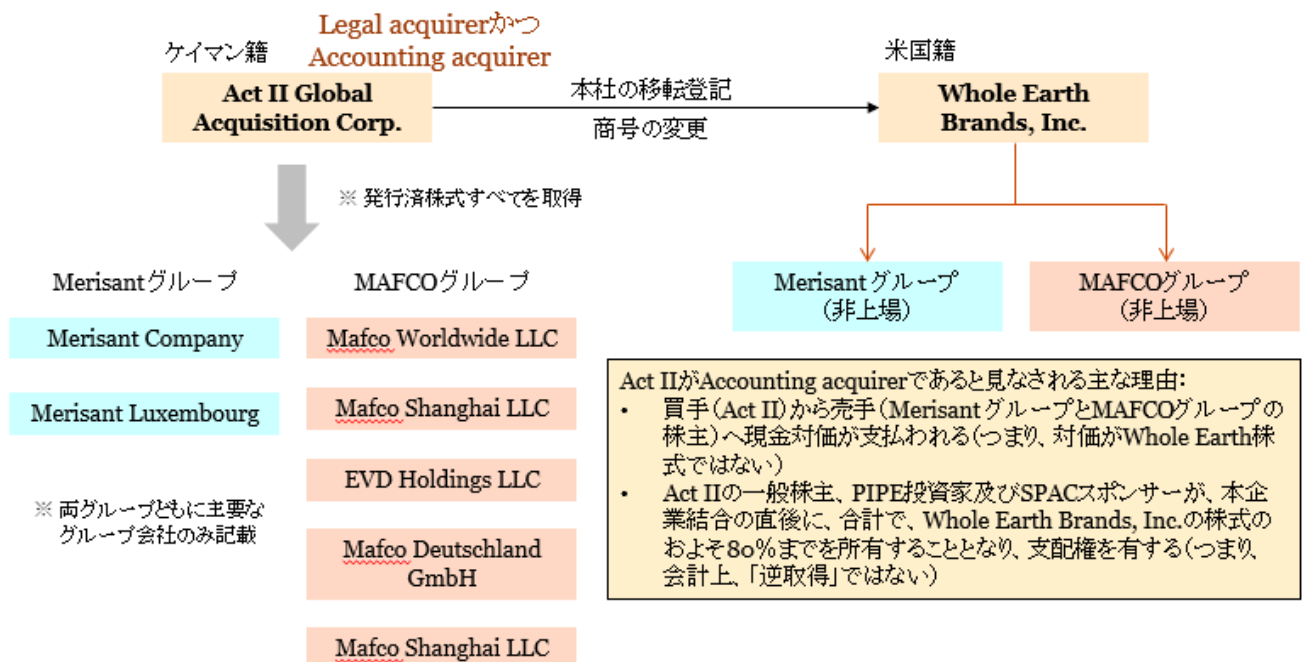
- 各スポンサーは株主総会でPurchase Agreementおよび関連する
- 議案については賛成するものとする。
- スポンサー株のうち3,000,000株はクロージング時に信託保管の対象となる。これらの株式は、アーンアウト期間中の任意の30取引日のうち任意の20取引日において株価が\$13.50以上になった時点で、信託からリリースされる。

(4) その他

本事例におけるDe-SPACのスキーム

一般的には、De-SPACのスキームとして、逆三角合併のスキームが用いられることが多いように見受けられるものの、本事例におけるDe-SPACのスキームは逆三角合併とは異なり、SPAC独自の本社の移転登記・商号変更を行い、ターゲット企業の発行済み株式を全て取得し、子会社化するという形式を取っている。本スキーム上、SPACが法津上の取得者（Legal acquirer）であり、会計上の取得者（Accounting acquirer）でもある。なお、本事例において、なぜこのようなスキームを採用したのかに関する説明は見受けられない。

【図表IV-2-3-1 （事例3）De-SPACのスキーム図】



出典：Act II Global Acquisition Corp. のSEC Form 425 （2019年12月23日付）を基に作成

価格等の推移

【図表IV-2-3-2 （事例3）株価と出来高の推移】



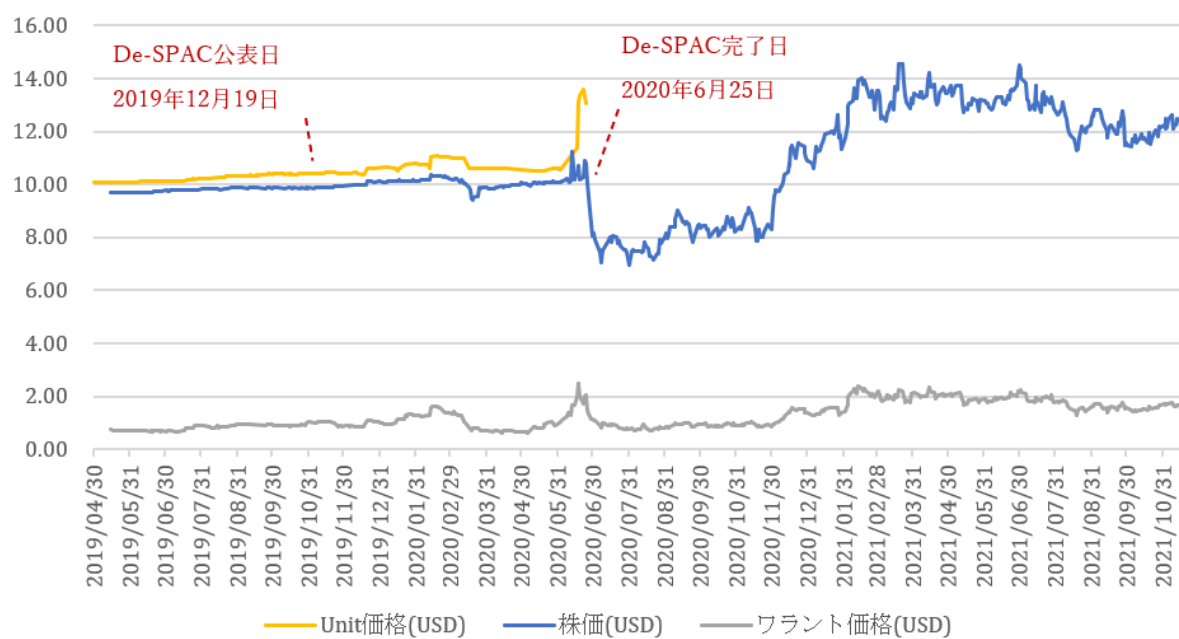
出典：Bloombergのデータを基に作成

上の図表にあるようにWhole Earth Brands社の株価はDe-SPAC直後に一時\$7.20程度まで下がったものの、そこから上昇基調に入り、本報告書執筆時点では\$10.70程度まで戻している。

なおWhole Earth Brands社は2020年11月10日に植物由来等の甘味料を製造しているSwerve, L.L.CとSwerve IP, L.L.C、2020年12月17日にWholesomeブランドで甘味料を展開しているWholesome Sweeteners Incorporatedの持ち株会社であるWSO Investments, Incの買収をそれぞれ発表している。

【図表IV-2-3-3 （事例3）ユニット価格、株価およびワラント価格の推移】

ユニット価格、株価及びワラント価格の推移



出典：Bloombergのデータを基に作成

事例4: Mountain Crest Acquisition Corp

(1) IPO・De-SPACなどにおける主な情報

Mountain Crest Acquisition CorpのIPOに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
スポンサー	Sunlight Global Investment LLC
上場市場	NYSE
IPO日	2020年6月4日
IPO価格（1ユニット当たり）	\$10.00
IPO時の資金調達金額（ユニットの公募による資金調達金額）（*1）	\$5,750万
De-SPACの期限	クロージングから12カ月
ユニットの構成	1株式（A種普通株式） 1 Right
スポンサープロモート	125万株

*1: 目論見書上、引受証券会社がユニットを追加的に購入するオプションを行使することによる資金調達金額は、最大で\$750万となることが示されている。

出典: Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2020年6月4日付）

Mountain Crest Acquisition CorpのDe-SPACに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
ターゲット企業	Playboy Enterprises, Inc.
De-SPAC公表日	2020年10月1日
De-SPAC完了日	2021年2月10日
PIPEs発行価格	\$10.00
PIPEs発行総額	\$5,000万
主なロックアップの期間および対象者（概要）	12カ月（PIPEs投資家およびSPACのスポンサー） ※詳細について脚注の「ロックアップに関する補足」参照
買収価額合計	\$3.81億
買収時の対価構成	株式のみ

（注）ロックアップに関する補足

ロックアップ期間は、次の(i)と(ii)のうち早い方の日に終了する。

(i) De-SPACのクロージングから12カ月後の日

(ii) De-SPACのクロージング後、清算、合併、株式交換等の取引を完了した日

ただし、De-SPAC後の連続した30取引日内の任意の20取引日中、普通株式の出来高加重平均価格（VWAP）が1株あたり14.00ドル以上の場合、ロックアップされた株式の50%がロックアップから解除される。

出典: SECファイリング、買収価額合計のみDealogic、買収時の対価構成のみBloomberg

Playboy Enterprises, Inc. の概要

1953年に設立されたPlayboy Enterprises, Inc. は、2011年に株式非公開化した後、Mountain Crest Acquisition Corpによる買収を通じて、2021年にNYSEへの再上場を果たしている。

Playboy Enterprises, Inc. は、世界で最大かつ最も有名なライフスタイルブランドの1つであり、180か国で当該ブランドに対する世界の消費者支出は30億ドルを超えている。同社は、ほぼ70年間にわたる画期的なメディア、エンターテインメント、ホスピタリティおよび社会的擁

護に基づいて現在の地位を構築し、4つの主要なカテゴリーにおいて、世界中の何百万もの消費者に対して製品とサービスを提供している。

- 下着などを含む健康/ウェルネス
- 世界中の人々のためのさまざまなアパレルとアクセサリ製品を含むスタイルとアパレル
- デジタルゲーム、ホスピタリティ、スピリッツなどのゲームとライフスタイル
- フレグランス、スキンケア、グルーミング、化粧品を含む美容とグルーミング

(2) SPACのIPO時からDe-SPAC後までの時点における投資家内訳（構成比）・株主構造

下表は、当該SPACのIPO時の目論見書の日付現在の普通株式の実質的な所有者に関する情報（IPO前後における普通株式の保有割合）を示している（Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2020年6月4日付））。

株主	普通株式の保有割合（概算）	
	IPO前	IPO後
Sunlight Global Investment LLC (※)	99.5%	23.4%
Suying Liu氏		
Dong Liu氏		
Nelson Haight氏	1%未満	1%未満
Todd Milbourn	1%未満	1%未満
Wenhua Zhang	1%未満	1%未満
	100%	23.5%

※ Suying Liu氏およびDong Liu氏がスポンサーであるSunlight Global Investment LLCを所有しており、SPAC株式に関して投票権および拒否権を有していると考えられる。

※ Suying Liu氏はJP Morgan Chaseで商業用不動産ローンに携わり、PE会社、ヘッジファンド、保険会社を顧客基盤としリレーションを構築する。その後Mansion Capital LLCでChief Strategistを経てHudson Capital Inc.でCorporate Strategy部門を率い、資産管理や不動産の分野に強みを有する。

また、下表は、当該SPACのDe-SPAC後における保有機関タイプ別の普通株式の保有割合を示している（出典：Bloomberg）。

保有機関タイプ(※1)	De-SPAC 公表日直前 2020/9/27(※2)	De-SPAC 完了日直後 2021/2/14(※2)	直近 2022/2/20(※2)
ヘッジファンドマネージャー	-	43.81%	11.38%
個人	0.25%	16.86%	9.97%
投資顧問業者	-	12.22%	17.61%
仲介業	-	0.46%	5.22%
ベンチャーキャピタル	-	-	40.33%
プライベート・エクイティ	-	-	5.11%
信託	-	-	0.81%
年金ファンド	-	-	-
その他	99.75%	26.65%	0.56%

※1 Bloomberg上、保有機関タイプの定義は公表されていないため、各タイプの詳細は不明である。よって、例えば、個人投資家が「個人」として集計されないのか、また、他の保有機関タイプに含まれているのかを把握できていない。

※2 Bloomberg上、保有割合の合計が100%にならない場合がある点について留意が必要である。保有割合の合計が100%にならない理由について、Bloombergのカスタマーサポートへ問い合わせたところ、企業の報告書データのほか、投信の報告書やSEC Form 13F報告書などさ

さまざまなソースからデータを抽出しており、それらの公表されるタイミングにずれがあるため、合計しても100%になることはない旨の回答が得られた。

(3) SPACの上場・買収やスポンサー・経営陣に関する定款などにおける規定や制度上求められているものとは別に契約において投資家保護の観点から行われている取組など

以下は、当該SPACにおけるスポンサー契約の概要説明である。スポンサー契約をより正確に理解するためには、2020年6月4日付けのForm 8-KのExhibit 10.1「Letter

Agreement」、「Stock Escrow Agreement」及び2021年2月10日付のForm 8-KのExhibit 10.3「Sponsor Support Agreement」を参照されたい。

Letter Agreement / Stock Escrow Agreement (SPACのIPO時)

- 各スポンサーは株主総会で買収決議が諮られた際には決議に賛成するものとする。
- 各スポンサーは信託預金に関して償還請求権を有しないことに同意する。
- 各スポンサーおよび関連当事者は買収に関連して報酬を受け取ってはならない。
- スポンサーを含む一部の当初の株主の株式はクロージング時に信託保管の対象となる。
 - 信託保管された株式の50%は、買収6カ月後に、または、買収後の任意の30取引日のうち任意の20取引日において株価が\$12.50を上回る場合に、リリースされる
 - 信託保管された株式の残りの50%は買収6カ月後にリリースされる

Support Agreement (De-SPAC時)

- スポンサーおよび親会社の取締役・経営陣は目論見書に開示されたものを除いては、返済・保証・報酬を受け取ってはならない。

Sponsor Support Agreement (De-SPAC時)

- 各スポンサーは株主総会でPurchase Agreementおよび関連する議案については賛成するものとする。
- スポンサー株のうち3,000,000株はクロージング時に信託保管の対象となる。これらの株式は、アーンアウト期間中の任意の30取引日のうち任意の20取引日において株価が\$13.50以上になった時点で、信託からリリースされる。

(4) その他

本事例のユニットに含まれる「Right」について

本事例のユニットは、1株式と1 Right (Rightとは日本語で「権利」の意) で構成され、ワラントがない代わりにRightが付与される点が特徴的である。このRightは、1つのRightにつき、De-SPAC時に1/10株が付与される権利である。このRightは、「MCACR」というtickerでNasdaqにおいて取引されていた。

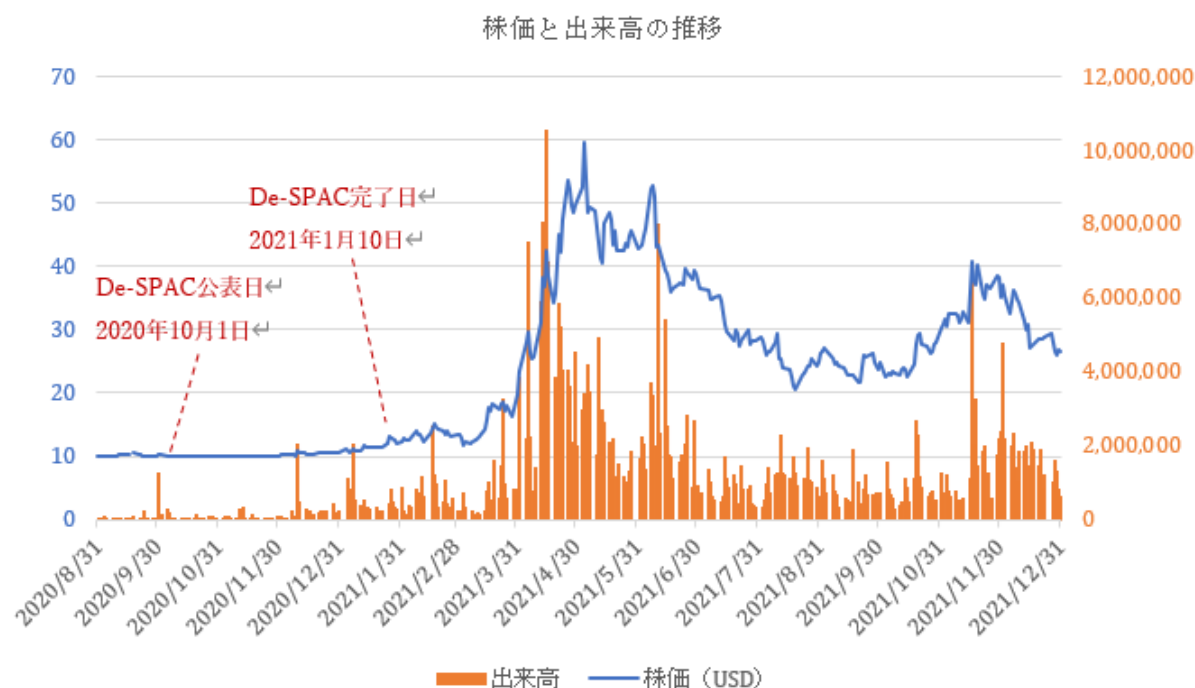
Rightに関する条項

当該SPACが企業結合において存続会社でない場合を除き、このRightの各保有者は、当該SPACの最初の企業結合完了時に普通株式の10分の1 (1/10) を自動的に受け取る。しかし、最初の企業結合の完了時に、当該SPACが存続会社ではない場合、権利の各保有者は、10分の1 (1/10) を受け取るために、保有するRightを自ら積極的に株式へ転換する必要がある。Rightの交換に関連して端株は発行されない。端株は、最も近い数の株式数に切り捨てられるか、(当該SPACが設立・登記された) デラウェア州の会社法の該当する規定に従って処理される。その結果、企業結合の終了時に全てのRightについて株式を受け取るには、10の倍数の数量のRightを保有する必要がある。必要な期間内に最初の企業結合を完了できず、株式を信託口座に保有されてい

る現金と交換した場合、Rightの保有者はそのような現金を受け取ることができず、Rightは失効し、無価値となる。

株価等の推移

【図表IV-2-4-1 （事例4） 株価と出来高の推移】



出典：Bloombergのデータを基に作成

図表IV-2-4-1にあるように、Playboy社の株価はDe-SPAC直後は好調であり、2021年4月30日には最高値である\$49.8にまで上昇した。一方でその後株価は下落基調になり、2021年11月19日に\$40台まで株価が戻ったものの、本報告書執筆時点では\$26台まで下げている。

直近のピークとなった2021年11月19日直前である2021年11月15日には会社が2021年第三四半期の業績を公表している。更に2021年の各四半期報告によればPlayboy社は2021年第一四半期には\$4270万の売上・\$500万の純損失、第二四半期には\$4990万の売上・\$890万の純損失、第三四半期には\$5840万の売上・\$770万の純損失を計上している。売上高は堅調に推移しているものの、赤字幅も増大を見せていることが特徴である。

【図表IV-2-4-2 （事例4）ユニット価格、株価およびRight価格の推移】



出典：Bloombergのデータを基に作成

事例5：DD3 Acquisition Corp

(1) IPO・De-SPACなどにおける主な情報

DD3 Acquisition CorpのIPOに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
スポンサー	DD3 Mex Acquisition Corp, S.A. de C.V.
上場市場	Nasdaq
IPO日	2018年10月10日
IPO価格（1ユニット当たり）	\$10.00
IPO時の資金調達金額（ユニットの公募による資金調達金額）（*1）	\$0.50億
De-SPACの期限	クロージングから18カ月
ユニットの構成	1株式（A種普通株式） 1ワラント
ワラントの行使価格	\$11.5
スポンサープロモート	125万株
スポンサー私募ユニット	22.5万ユニット@\$10

*1：目論見書上、引受証券会社がユニットを追加的に購入するオプションを行使することによる資金調達金額は、最大で\$0.075億となることが示されている。

出典：Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2018年10月12日付ファイリング）

DD3 Acquisition CorpのDe-SPACに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
ターゲット企業	Betterware de Mexico SA de CV
De-SPAC公表日	2019年8月5日
De-SPAC完了日	2020年3月13日
主なロックアップの期間および対象者（概要）	6カ月または12カ月（特定の個人または経営陣のうちの特定のメンバー） （注）ロックアップの詳細については脚注参照
買収価額合計	\$3.67億
買収時の対価構成	現金と株式

（注）ロックアップに関する補足

(i) De-SPACの完了時に存続会社の株式を保有する特定の個人および団体（「メンバー」）は、メンバーロックアップ契約を締結する。

(ii) 存続会社の経営陣は、経営陣ロックアップ契約を締結する。

これらのメンバーおよび経営陣は、クロージング後、6か月または12か月の期間にわたり保有する存続会社の株式を譲渡しないことに同意することを要する。

このほか、SPACの最初の株主は、特定の限定的な例外を除き、スポンサー株式の50%に関して、

(1) SPACの最初の企業結合完了日から1年後の日

(2) 30取引日の期間内の任意の20取引日において、SPACの普通株式の終値が1株あたり12.50ドル以上になる日

のいずれか早い日まで、スポンサー株式を譲渡または売却等をしてはならない。

さらに、DD3の最初の株主は、スポンサー株式の残りの50%に関して、SPACの最初の企業結合完了日から1年後の日まで譲渡または売却等をしてはならない。

DD3の最初の株主は、特定の限定的な例外を除き、DD3の最初の企業結合が完了するまで、非公開のユニット（または、その基礎となる証券）を譲渡または売却等してはならない。

出典：SECファイリング（ただし、買収価額合計のみDealogic、買収時の対価構成のみBloomberg）

Betterwareの概要

Betterwareは1995年に設立され、日用品、キッチン用品、雑貨、スマート家電など家庭向けの幅広い商品を販売する会社である。ビジネスインテリジェンスやデータ分析を販路の拡大および効率的なサプライチェーンの構築に活用することで、ロスタイムなしでの配達を強みとする。

(2) SPACのIPO時からDe-SPAC後までの時点における投資家内訳（構成比）・株主構造

下表は、当該SPACのIPO時の目論見書の日付現在の普通株式の実質的な所有者に関する情報（IPO前後における普通株式の保有割合）を示している（Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2018年10月12日付））。

株主	普通株式の保有割合（概算）	
	IPO前	IPO後
DD3 Mex Acquisition Corp	100%	22.7%
Martin M. Werner氏（※）		
Jorge Combe氏（※）		

※ Martin Werner氏とJorge Combe氏はスポンサーであるDD3 Mex Acquisition Corpの運営母体であるDD3 Capital Partners S.A. de C.V.の共同設立者にしてパートナーである。よってDD3 Mex Acquisition Corpが保有する株式を実質的に所有しているのは、両氏と考えられる。

※ Martin Werner氏はメキシコ財務省にて財務再編に携わった後、Goldman Sachsのメキシコ事務所を率いた。2016年にDD3 Capital Partnersの共同設立者となる。

※ Jorge Combe氏はMerrill Lynch、Goldman Sachsで中南米の企業をベースにM&A、エクイティオファリングなどの分野に強みを有する。Martin Werner氏とともにDD3 Capital Partners S.A. de C.V.の共同設立者となり、現在は同社パートナーである。

また、下表は、当該SPACのDe-SPAC後における保有機関タイプ別の普通株式の保有割合を示している（出典：Bloomberg）。

保有機関タイプ(※1)	De-SPAC 公表日直前 2019/7/28(※2)	De-SPAC 完了日直後 2020/3/15(※2)	直近 2022/2/20(※2)
ヘッジファンドマネージャー	44.24%	32.28%	4.07%
投資顧問業者	9.58%	25%	21.81%
仲介業	-	8.74%	0.11%
プライベート・エクイティ	-	-	-
銀行	2.28%	7.72%	0.25%
事業法人	-	-	-
信託	-	-	-
個人	-	-	-
その他	33.21%	19.81%	73.71%

※1 Bloomberg上、保有機関タイプの定義は公表されていないため、各タイプの詳細は不明である。よって、例えば、個人投資家が「個人」として集計されないのか、また、他の保有機関タイプに含まれているのかを把握できていない。

※2 Bloomberg上、保有割合の合計が100%にならない場合がある点について留意が必要である。保有割合の合計が100%にならない理由について、Bloombergのカスタマーサポートへ問い合わせたところ、企業の報告書データのほか、投信の報告書やSEC Form 13F報告書などさまざまなソースからデータを抽出しており、それらの公表されるタイミングにずれがあるため、合計しても100%になることはない旨の回答が得られた。

(3) SPACの上場・買収やスポンサー・経営陣に関する定款などにおける主な規定や制度上求められているものとは別に契約において投資家保護の観点から行われている主な取組など

以下は、当該SPACにおけるスポンサー契約の概要説明である。スポンサー契約をより正確に理解するためには、2018年10月16日付けのForm 8-KのExhibit 10.1「Letter

Agreement」およびExhibit 10.3「Stock Escrow Agreement」を参照されたい。

Letter Agreement / Stock Escrow Agreement (SPACのIPO時)

- 各スポンサーは株主総会で買収決議が諮られた際には決議に賛成するものとする。
- 各スポンサーは信託預金に関して償還権利がないことに同意する。
- 一定の例外を除いてスポンサーおよび親会社の取締役・経営陣は目論見書に開示されたものを除いては、返済・保証・報酬を受け取ってはならない。
- スポンサーを含む当初の株主の保有する株式はクロージング時に信託保管の対象となる。
 - 信託保管された株式の50%は買収一年後、または、買収後任意の30取引日のうち20取引日において株価が\$12.50を上回る場合にリリースされる。
 - 信託保管された株式の残りの50%は買収一年後にリリースされる。

(4) その他

株価等の推移

【図表IV-2-5-1 (事例5) 株価と出来高の推移】



出典：Bloombergのデータを基に作成

上の図表にあるようにBetterware社の株価はDe-SPAC後2021年7月までは上昇傾向にあった。2021年7月9日に\$48台と最高値をつけるものの、それから株価は下落し、本報告書執筆時点では\$20台まで下がっている。

2021年4月20日付のform 20-Fによると、Betterware社は2018年には23.16億ペソの売上・2.99億ペソの純利益、2019年には30.85億ペソの売上・4.72億ペソの純利益、2020年には72.6億ペソの売上・3.38億ペソの純利益と推移している。

【図表IV-2-5-2 （事例5）ユニット価格および株価の推移】



出典：Bloombergのデータを基に作成

事例6：Fusion Acquisition Corp

(1) IPO・De-SPACなどにおける主な情報

Fusion Acquisition CorpのIPOに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
スポンサー	Fusion Sponsor LLC
上場市場	NYSE
IPO日	2020年6月25日
IPO価格（1ユニット当たり）	\$10.00
IPO時の資金調達金額（ユニットの公募による資金調達金額）（*1）	\$ 3.05億
De-SPACの期限	クロージングから18カ月
ユニットの構成	1株式（A種普通株式） 1/2ワラント
ワラントの行使価格	\$11.50
スポンサープロモート	877万株
種類株の導入	有
スポンサー私募ワラント	810万ワラント@\$1.00

*1：目論見書上、引受証券会社がユニットを追加的に購入するオプションを行使することによる資金調達金額は、最大で\$0.4575億となることが示されている。

出典：Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2020年6月29日付ファイリング）

Fusion Acquisition CorpのDe-SPACに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
ターゲット企業	MoneyLion Inc.
De-SPAC公表日	2021年2月12日
De-SPAC完了日	2021年9月22日
PIPEs発行価格	\$10.00
PIPEs発行総額	\$2.5億
主なロックアップの期間および対象者（概要）	脚注（※）参照。対象者は、SPAC、同スポンサー、ターゲット企業及びSPACのそれぞれの経営陣である。
主要参加投資家	BlackRock and Apollo Global Management, Inc
買収価額合計	\$24億
買収時の対価構成	株式のみ

（※）ロックアップ期間

ロックアップ期間は、以下の(a)または(b)のうち、いずれか早いほうの日にちに終了する。

(a) 合併契約の発効日から180日後

(b) MoneyLionのA種普通株式の終値が、任意の30取引日の期間内のうち任意の20取引日について、1株あたり12.00ドル以上（株式分割、株式配当、再編、資本増強などがあれば、調整）となる日

出典：SECファイリング、買収価額合計のみDealogic、買収時の対価構成のみBloomberg

MoneyLion Inc. の概要

MoneyLion Inc. は、モバイルバンキングおよびファイナンシャル・メンバーシップ・プラットフォームである。2013年の創業以来、750万人の米国人ユーザーを有しており、モバイルバンキング、借入れ、投資ソリューションを提供するフルサービスのデジタル・プラットフォームを構築することで、ユーザーの信頼を獲得している。ユーザーは、単一のアプリから自らの経済生活のスナップショットを取得し、クレジットを構築および改善、日々の貯蓄を可能とするためのパーソナライズされたヒントやツールにアクセスすることができる。

MoneyLionは、ニューヨーク市に本社を置き、サンフランシスコ（カリフォルニア州）、ソルトレイクシティ（ユタ州）およびスーフォールズ（サウスダコタ州）ならびにマレーシアのクアラルンプールに支店を有する。また、2020 Forbes FinTech 50、Aite groupのbest digital Wealth Management Multiproduct offering、Finovate Award for Best Digital Bank 2019、Benzinga FinTech Awards（Innovation in Personal Finance 2019）、Webby Awards 2019 People's Voice Awardなどのさまざまな賞を獲得している。

MoneyLionのデータ駆動型デジタル金融プラットフォームは、メンバーが銀行取引、借入れ、貯蓄、投資、資産運用を全て1つのアプリで行うのに役立つ包括的なプロダクトへのアクセスを提供しており、これらのプロダクトは以下のものが含まれている。

- RoarMoney: メンバーが最大2日前に給与の支払いを受け、日々の支出を管理できる最新のモバイルバンキング。明示されていない手数料はなく、キャッシュバック報酬があり、また、強力なセキュリティ管理が提供される。
- Investing: ESGポートフォリオを含め、さまざまな投資オプションを備えたフル機能の自動投資ツール。これにより、メンバーは個人の嗜好に沿った投資戦略が可能となる。
- Instacash: メンバーは月額料金を払うことなく無利子で給与の前借りすることができるため、収入の短期的なタイミングのギャップを埋めるのに役立つ。これにより、高額な当座貸越手数料を負担することなく、期日どおりに請求書の支払いを行い、また、予期しない費用を支払うことができる。
- Credit Builder Plus: メンバーがクレジットを構築または再構築できるように設計されたプログラムである。このプログラムのメンバーの半数以上が、最初の60日間でクレジットスコアを60ポイント増加させている。

MoneyLionは、これらの補完的な一連の金融サービスアプリを提供することに加えて、メンバーの金融関連の意思決定をインテリジェントに導く自動アドバイスプラットフォームであるFinancial Heartbeatを駆使して、個人の金融資産管理への新しいアプローチを開拓している。Financial Heartbeatは、メンバーの財務状況を評価し、財務状況を改善するために実行するアクションと使用するプロダクトを決定するのに役立つアドバイスをパーソナライズして提供している。

（出典：2021年2月12日付Form 8-K Exhibit 99.1（プレスリリース）に記載された同社に関する説明を参考に記述）

(2) SPACのIPO時からDe-SPAC後までの時点における投資家内訳（構成比）・株主構造

下表は、当該SPACのIPO時の目論見書の日付現在の普通株式の実質的な所有者に関する情報

（IPO前後における普通株式の保有割合）を示している（出典：Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2020年6月29日付））。

株主	普通株式の保有割合（概算）	
	IPO前	IPO後
Fusion Sponsor LLC（※）	100%	20%
John James		

※ Fusion Sponsor LLCは、株主名簿上、当SPACの株式の所有者であり、当SPACの役員および取締役はいずれもFusion Sponsor LLCのメンバーである。John James氏は、Fusion Sponsor LLCの唯一の経営者である。同氏は、Fusion Sponsor LLCが所有する普通株式に関して議決権と投資の裁量権を保有している。同氏以外の当SPACの役員および取締役は、いずれも

Fusion Sponsor LLCが保有する株式の実質的所有者とはいえない。

- ※ John James氏は実業家、投資家、アセットマネージャーとして20年以上のキャリアを有する。Anglo-Suisse CapitalでM&A業務に従事した後、ファンドマネジメント会社であるBoka Groupの共同設立者となる。2010年以降はETF等の金融商品の設計に携わり、2015年に投資プラットフォームを提供するBetaSmartz社を共同設立する。

また、下表は、当該SPACのDe-SPAC後における保有機関タイプ別の普通株式の保有割合を示している（出典：Bloomberg）。

保有機関タイプ	De-SPAC 公表日直前 2021/2/7	De-SPAC 完了日直後 2021/9/26	直近 2022/2/20
ヘッジファンドマネージャー	42.31%	52.14%	7.25%
個人	30.19%	26.59%	33.2%
投資顧問業者	16.84%	12.26%	12.87%
銀行	3.55%	4.00%	0.04%
仲介業	0.91%	2.51%	0.61%
プライベート・エクイティ	-	1.30%	13.55%
信託	-	-	0.11%
その他	0.01%	0%	31.72%
保険会社	1.03%		0.64%

- ※1 Bloomberg上、保有機関タイプの定義は公表されていないため、各タイプの詳細は不明である。よって、例えば、個人投資家が「個人」として集計されないのか、また、他の保有機関タイプに含まれているのかを把握できていない。
- ※2 Bloomberg上、保有割合の合計が100%にならない場合がある点について留意が必要である。保有割合の合計が100%にならない理由について、Bloombergのカスタマーサポートへ問い合わせたところ、企業の報告書データのほか、投信の報告書やSEC Form 13F報告書などさまざまなソースからデータを抽出しており、それらの公表されるタイミングにずれがあるため、合計しても100%になることはない旨の回答が得られた。

(3) SPACの上場・買収やスポンサー・経営陣に関する定款などにおける主な規定や制度上求められているものとは別に契約において投資家保護の観点から行われている主な取組など

以下は、当該SPACにおけるスポンサー契約の概要説明である。スポンサー契約をより正確に理解するためには、2020年6月30日付けのForm 8-KのExhibit 10.1「Letter Agreement」、2021年9月28日のForm 8-KのExhibit 10.3「Sponsor Agreement」およびExhibit 2.1「Merger Agreement」を参照されたい。

Letter Agreement（SPACのIPO時）

- 各スポンサーは株主総会で買収決議が諮られた際には決議に賛成するものとする。
- 各スポンサーは信託預金に関して償還権利がないことに同意する。
- 各スポンサーはクロージングから180日間、発起人株式の譲渡を行ってはならない。
- 一定の例外を除いてスポンサーおよび親会社の取締役・経営陣は目論見書に開示されたものを除いては、返済・保証・報酬を受け取ってはならない。

Sponsor Agreement（De-SPAC時）

- 各スポンサーは買収完了後180日間、発起人株の譲渡を行ってはならない（または買収60日後、30取引日のうち20取引日において株価が\$12以上になるまで）。

Merger Agreement（De-SPAC時）

- アーンアウト条項の参加者は、全体で、買収完了後30取引日のうち任意の20取引日において株価が\$12.50以上になった時、合計7,500,000株の付与を受ける。各参加者は、7,500,000株のうち、自ら所有する株式の割合に比例する株式数の配分を受ける。
- アーンアウト条項の参加者は、全体で、買収完了後30取引日のうち任意の20取引日において株価が\$16.50以上になった時、合計10,000,000株の付与を受ける。各参加者は、7,500,000株のうち、自ら所有する株式の割合に比例する株式数の配分を受ける。

(4) その他

株価等の推移

【図表IV-2-6-1 (事例6) 株価と出来高の推移】



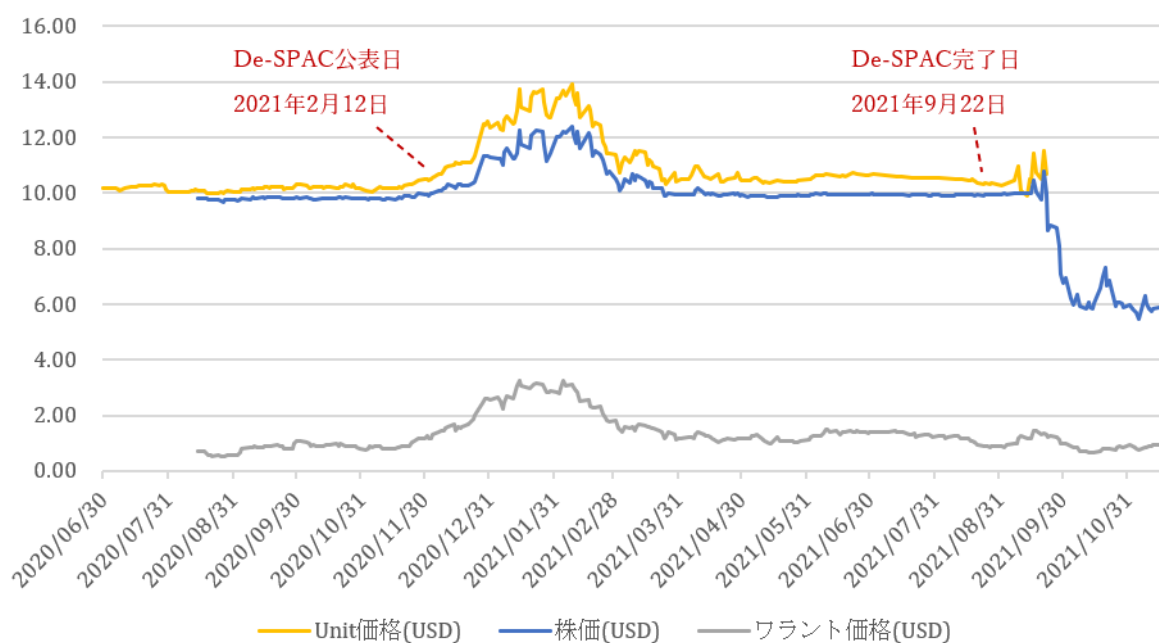
出典：Bloombergのデータを基に作成

上の図表にもある通りMoneyLion社の株価はDe-SPAC直後から下落基調にあり、本報告書執筆時点では\$2まで下げている。

2021年11月15日付のForm 10-Qによれば同社は2021年9月期に前年同期比で売り上げが二倍弱まで増加している。一方で2021年9月期・2021年9月期共に赤字を計上しており、赤字幅も増大していることが特徴となっている。

【図表IV-2-6-2 （事例6）ユニット価格、株価およびワラント価格の推移】

ユニット価格、株価及びワラント価格の推移



出典：Bloombergのデータを基に作成

事例7：Alpha Healthcare Acquisition Corp

(1) IPO・De-SPACなどにおける主な情報

Alpha Healthcare Acquisition CorpのIPOに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
スポンサー	AHAC Sponsor LLC
上場市場	Nasdaq
IPO日	2020年9月17日
IPO価格（1ユニット当たり）	\$10.00
IPO時の資金調達金額（*1）	\$1億
De-SPACの期限	クロージングから24カ月
ユニットの構成	1株式（A種普通株式） 1/2ワラント
ワラントの行使価格	\$11.50
スポンサープロモート	289万株
種類株の導入	有
スポンサー私募ユニット	36万ワラント@\$10

*1：目論見書上、引受証券会社がユニットを追加的に購入するオプションを行使することによる資金調達金額は、最大で\$0.15億となることが示されている。

出典：Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2020年9月18日付ファイリング）

Alpha Healthcare Acquisition CorpのDe-SPACに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
ターゲット企業	Humacyte, Inc.
De-SPAC公表日	2021年2月17日
De-SPAC完了日	2021年8月26日
PIPEs発行価格	\$10.00
PIPEs発行総額	\$1.75億
主なロックアップの期間および対象者（概要）	1年（SPAC、Humacyteの既存株主およびSPACの株主のうちの特定の者） （注）ロックアップの詳細については、(3)で後述している
買収価額合計	\$8億
買収時の対価構成	株式のみ

出典：SECファイリング、買収価額合計のみDealogic、買収時の対価構成のみBloomberg

Humacyte, Inc. の概要

Humacyte, Inc.（2004年に設立）は、患者の生活を改善し、医療行為を変革するように設計された、普遍的に移植可能な組織や臓器を提供する革新的なバイオテクノロジー・プラットフォームを開発している。同社は、さまざまな疾患、傷害、慢性疾患を治療するための無細胞組織を開発および製造しており、同社の最初の事業機会であるヒト無細胞血管（HAV）のポートフォリオは、プレスリリース日現在、血管外傷の修復、血液透析のための動静脈アクセス、末梢動脈疾患など、複数の血管アプリケーションを対象とした後期臨床試験中である。前臨床開発は、冠動脈バイパス移植、小児心臓手術、1型糖尿病の治療ならびに複数の新規細胞および組織への応用でも進行中である。同社のHAVは、FDA（米国食品医薬品局）の再生医療先端治療（RMAT）の迅速な審査指定を受けた最初の製品であり、米国国防長官による血管外傷の治療の優先指定を受けた。

同社の主なハイライト:

- 複数の潜在的な製品を有する臨床段階のバイオテクノロジー・プラットフォーム企業である
 - 普遍的に移植可能な製品
 - 市販可能な製品
 - 感染に対する耐性が高い製品
 - 再生治療および自己治療のための製品
- 以下への対処を含む、多くの人命を救う可能性のあるイノベーションを行っている
 - 血液透析
 - 1型糖尿病
 - 冠状動脈アクセスバイパスグラフト (CABG)
 - 血管の外傷
 - 末梢動脈疾患
- 重要な臨床的証拠を複数有する
- 広範な範囲の知的財産権を有する
- 承認された場合、同社の製品 (血管製品および非血管製品) が対象とする市場の推定総規模は1,500億ドル以上
- 承認された場合、同社の製品からの潜在的な年間ピーク売上高は120億ドル以上
- 規制当局 (FDA) からの優先指定を有する
- モジュール式に拡張の余地がある製造体制
- Fresenius Medical Care社からの1億5,000万ドルのエクイティ投資を含む、これまでの資金調達規模 (約4億8,000万ドル)

(出典: 2021年2月17日付Form 8-K Exhibit 99.1 (プレスリリース) に記載された同社に関する説明を参考に記述)

(2) SPACのIPO時からDe-SPAC後までの時点における投資家内訳 (構成比) ・株主構造

下表は、当該SPACのIPO時の目論見書の日付現在の普通株式の実質的な所有者に関する情報 (IPO前後における普通株式の保有割合) を示している (Rule 424(b) (4) に基づく目論見書 (2020年9月18日付))。

株主	普通株式の保有割合 (概算)	
	IPO前	IPO後
AHAC Sponsor LLC	96.5%	21.0%
Rajiv Shukla (※)		
Terrance L. Carlson	1%未満	1%未満
Brian Robertson	1%未満	1%未満
Bruce A. Springer	1%未満	1%未満
Kevin Xie	1%未満	1%未満
合計	100.0%	21.8%

※ Rajiv Shukla氏はスポンサーであるAHAC Sponsor LLCのCEO兼経営陣である。よってAHAC Sponsor LLCが保有する株式を実質的に保有しているのは同氏であると考えられる。

※ Rajiv Shukla氏はヘルスケア業界で投資や買収に20年以上の経験を有する。2001年からPfizerのシニアディレクターとして複数の買収案件に携わり、2013年にはPipavav Defence & Offshore Engineering CompanyのCEOとして就任する。その傍ら、主にバイオテック、製薬会社など複数の企業の取締役として関与した。本件以前にもSPAC取引に関与し、Alpha Capital CorpのCEOとしてDermTech, Incを2019年8月に買収した。

また、下表は、当該SPACのDe-SPAC後における保有機関タイプ別の普通株式の保有割合を示している（出典：Bloomberg）。

保有機関タイプ(※1)	De-SPAC 公表日直前 2021/2/14(※2)	De-SPAC 完了日直後 2021/8/29(※2)	直近 2022/2/20(※2)
個人	63.66%	13.18%	5.22%
ヘッジファンドマネージャー	25.82%	8.37%	6.01%
プライベート・エクイティ	-	4.92%	2.26%
投資顧問業者	9.31%	3.59%	8.2%
仲介業	0.41%	0.80%	0.58%
銀行	-	0%	-
信託	-	0%	0.2%
事業法人	-	-	27.85%
その他	0.31%	69.00%	49.28%

※1 Bloomberg上、保有機関タイプの定義は公表されていないため、各タイプの詳細は不明である。よって、例えば、個人投資家が「個人」として集計されないのか、また、他の保有機関タイプに含まれているのかを把握できていない。

※2 Bloomberg上、保有割合の合計が100%にならない場合がある点について留意が必要である。保有割合の合計が100%にならない理由について、Bloombergのカスタマーサポートへ問い合わせたところ、企業の報告書データのほか、投信の報告書やSEC Form 13F報告書などさまざまなソースからデータを抽出しており、それらの公表されるタイミングにずれがあるため、合計しても100%になることはない旨の回答が得られた。

(3) SPACの上場・買収やスポンサー・経営陣に関する定款などにおける主な規定や制度上求められているものとは別に契約において投資家保護の観点から行われている主な取組など

以下は、当該SPACにおけるスポンサー契約の概要説明である。スポンサー契約をより正確に理解するためには、2020年9月22日付のForm 8-K Exhibit 10.1「Letter Agreement」、2021年8月30日付のForm 8-KのExhibit 10.3「Lock-up Agreement」とExhibit 2/1「Merger Agreement」を参照されたい。

Letter Agreement (SPACのIPO時)

- 各スポンサーは株主総会で買収決議が諮られた際には決議に賛成するものとする。
- 各スポンサーは信託預金に関して償還権利がないことに同意する。
- 各スポンサーはクロージングから1年間の間、発起人株式の譲渡を行ってはならない、（またはクロージングから150日後、30取引日のうち20取引日において株価が\$12.00以上になるまで）。
- 一定の例外を除いてスポンサーおよび親会社の取締役・経営陣は目論見書に開示されたものを除いては、返済・保証・報酬を受け取ってはならない。

Lock-up Agreement (De-SPAC時)

- 株主はクロージングから1年間の間、株式の譲渡を行う事ができない。
 - De-SPACのクロージングから少なくとも180日後に30取引日のうち20取引日において新Humacyteの出来高加重平均価格（VWAP）が\$15.00以上になった時点で50%の株式がロックアップからリリースされる。ロックアップ契約の当事者がPIPEs投資で購入した株式にはロックアップは適用されない。

Merger Agreement (De-SPAC時)

- 株主は買収完了後30取引日のうち20取引日において株価が\$15、\$20以上になった時、それ

ぞれ7,500,000株の付与を受ける（計15,000,000株）。

(4) その他

株価等の推移

【図表IV-2-7-1 （事例7）株価と出来高の推移】



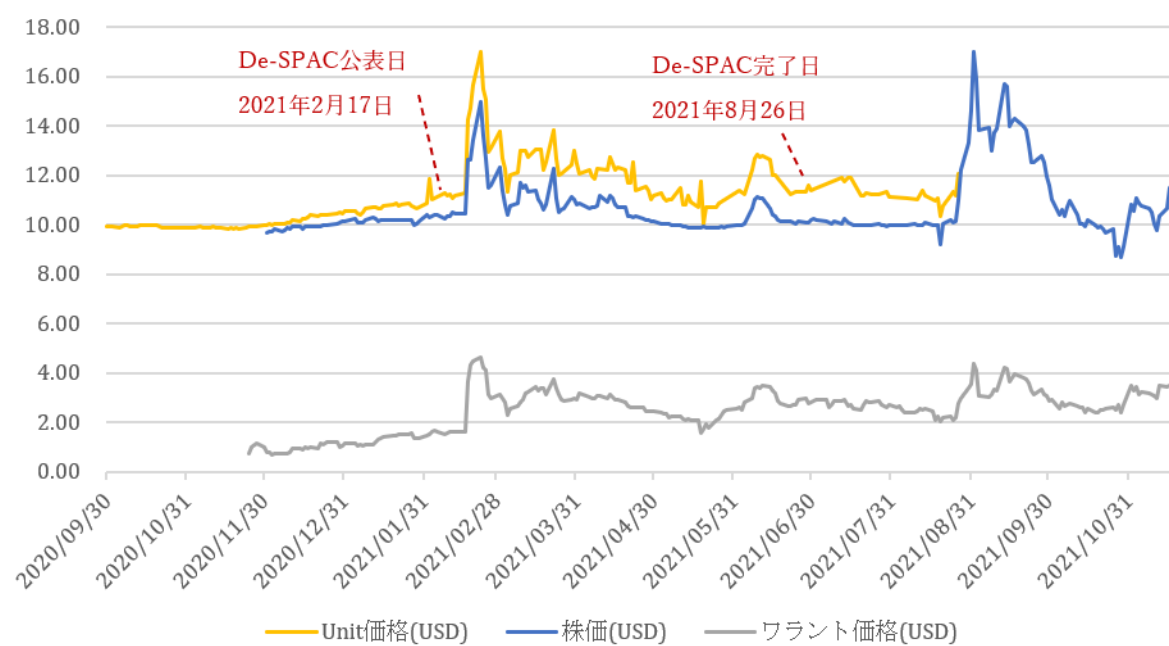
出典：Bloombergのデータを基に作成

上の図表にあるようにHumacyte社の株価はDe-SPAC後に上昇し、2021年9月1日には最高値となる\$16.99をつけた。しかし、その後から一貫して株価は下落を続け、本報告書執筆時には\$6付近まで下がっている。

2021年11月15日付のForm 10-Qによれば同社は、2020年9月期はおよそ\$140万、2021年9月期はおよそ\$110万の売上しか計上しておらず、現時点では未だ黒字化は達成できていない。

【図表IV-2-7-2 （事例7）ユニット価格、株価およびワラント価格の推移】

ユニット価格、株価及びワラント価格の推移



出典：Bloombergのデータを基に作成

事例8：Haymaker Acquisition Corp II

(1) IPO・De-SPACなどにおける主な情報

Haymaker Acquisition Corp IIのIPOに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
スポンサー(*1)	Haymaker Sponsor II LLC
上場市場(*1)	Nasdaq
IPO日	2019年6月6日
IPO価格（1ユニット当たり）	\$10.00
IPO時の資金調達金額(*1)	\$3.5億
De-SPACの期限(*2)	クロージングから24カ月
ユニットの構成	1株式（A種普通株式） 1/3ワラント
ワラントの行使価格	\$11.50
スポンサープロモート	862万
種類株の導入	有
スポンサー私募ワラント	600万ワラント@\$1.50

*1：目論見書上、引受証券会社がユニットを追加的に購入するオプションを行使することによる資金調達金額は、最大で\$5250万となることが示されている。

出典：Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2019年6月10日付）

Haymaker Acquisition Corp IIのDe-SPACに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
ターゲット企業	ARKO Holdings Ltd
公表日	2020年9月9日
De-SPAC完了日	2020年12月22日
PIPEs発行価格	\$10.00
PIPEs発行総額	\$1億
主なロックアップの期間および対象者（概要）	6カ月（SPAC、同スポンサー、SPACの経営陣、ターゲット企業（ARKO）、ARKO系列の特定の企業（GPM（後述の「ARKO」）の概要参照）など）およびその特定の経営陣、引受証券会社、メインバンク、主要なPIPE投資家（Harvestグループ、ARESグループ、MSDグループ）
買収価額合計	\$9.87億
買収時の対価構成	株式のみ

出典：SECファイリング、買収価額合計のみDealogic、買収時の対価構成のみBloomberg

ARKOの概要

Arkoは、米国のコンビニエンスストアチェーンを運営するGPM Investments社の支配株主であり、Haymakerとの企業結合の一環として、Arkoの株式は、イスラエルのTel-Aviv証券取引所から上場廃止された。ArkoはHaymakerとの企業結合の終了時点において、GPM Investments社への持分を除き、重要な独立した営業活動、収益や純資産を有しない。

バージニア州リッチモンドに本社を置くGPM Investments社は、2003年の設立時点で、169店舗を有しており、その後、Empire Petroleum Partnersの買収を通じて、33の州において、1,350の直営店と燃料を供給する1,580のディーラーサイトから構成される2,930店舗を有する米国で7番目に大きなコンビニエンスストアチェーンへと成長した。GPM Investments社は次の3

つのセグメントで運営されている：1. リテール、2. ホールセール（サードパーティのディーラーや委託販売業者への燃料の供給）、3. GPM Petroleum（GPMとその燃料販売子会社、卸売業者や大量購入者への燃料の供給）。

(2) SPACのIPO時からDe-SPAC後までの時点における投資家内訳（構成比）・株主構造

下表は、当該SPACのIPO時の目論見書の日付現在の普通株式の実質的な所有者に関する情報（IPO前後における普通株式の保有割合）を示している（Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2019年6月10日付））。

株主（敬称略）	普通株式の保有割合（概算）	
	IPO前	IPO後
Haymaker Sponsor II LLC（※）	100%	20%
Steven J. Heyer		
Andrew R. Heyer		
経営陣全員（上の計7名の個人）	100%	20%

※ Steven J. Heyer氏およびAndrew R. Heyer氏は、スポンサーであるHaymaker Sponsor II LLCの経営陣であり、同社が所有する普通株式に関して議決権および投資に関する裁量権を有しているため、同社が直接所有する株式を実質的に所有するのは両名であると考えられる。

また、下表は、当該SPACのDe-SPAC後における保有機関タイプ別の普通株式の保有割合を示している（出典：Bloomberg）。

保有機関タイプ（※1）	De-SPAC 公表日直後 2020/9/6（※2）	De-SPAC 完了日直後 2020/12/27（※2）	直近 2022/2/20（※2）
ヘッジファンドマネージャー	61.39%	48.98%	20.46%
投資顧問業者	24.26%	0.07%	31.33%
仲介業	0.12%	-	0.5%
プライベート・エクイティ	0.15%	-	1.61%
銀行	-	-	-
事業法人	-	-	-
信託	-	-	0.79%
個人	-	41.45%	27.43%
その他	-	9.5%	12.56%

※1 Bloomberg上、保有機関タイプの定義は公表されていないため、各タイプの詳細は不明である。よって、例えば、個人投資家が「個人」として集計されないのか、また、他の保有機関タイプに含まれているのかを把握できていない。

※2 Bloomberg上、保有割合の合計が100%にならない場合がある点について留意が必要である。保有割合の合計が100%にならない理由について、Bloombergのカスタマーサポートへ問い合わせたところ、企業の報告書データのほか、投信の報告書やSEC Form 13F報告書などさまざまなソースからデータを抽出しており、それらの公表されるタイミングにずれがあるため、合計しても100%になることはない旨の回答が得られた。

(3) SPACの上場・買収やスポンサー・経営陣に関する定款などにおける主な規定や制度上求められているものとは別に契約において投資家保護の観点から行われている主な取組など

以下は、当該SPACにおけるスポンサー契約の概要説明である。スポンサー契約をより正確に理解するためには、2019年6月12日付けのForm 8-K、2020年12月22日付のForm 8-Kを参照されたい。

Letter Agreement (SPACのIPO時)

- 各スポンサーは株主総会で買収決議が諮られた際には決議に賛成するものとする。
- 各スポンサーは信託預金に関して償還権利がないことに同意する。
- 各スポンサーはクロージングから一年間の間、株式の譲渡を行ってはならない、または、クロージングから150日後、30取引日のうち20取引日において株価が\$12.00以上になるまで
- スポンサー及び親会社の取締役・経営陣は目論見書に開示されたものを除いては、返済・保証・報酬を受け取ってはならない。

Form 8-K (De-SPAC時)

- スポンサーを含む特定の株主はクロージングから180日間は株式の譲渡・売却を行ってはならない。この条項は以前締結されたLetter Agreementに優先する。
- スポンサーは1,000,000株の発起人株と2,000,000ワラントをそれぞれ破棄する。一方で株価が\$13と\$15を超えた場合には、それぞれ2,000,000株を受け取る（計4,000,000株）。

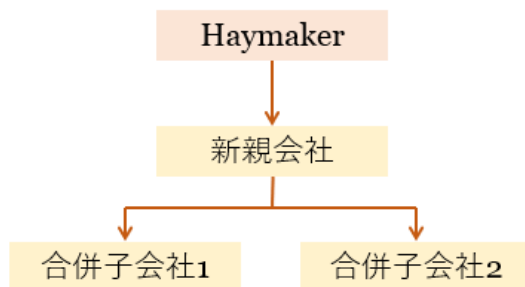
(4) その他

本事例におけるDe-SPACのスキーム

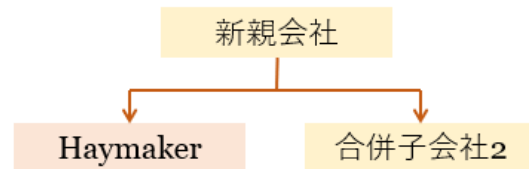
本事例におけるDe-SPACのスキームは逆三角合併とは異なる「Double Dummy Transaction」というスキームが採用されている。このスキームは、SPACの下に持株会社と2つの子会社を新たに設立し、うち一つの子会社とSPACが合併し、ターゲット企業がもう一方の子会社と合併し、最後に持株会社の下に新たな会社を設立し、持株会社に新会社の株式、新会社に持株会社からターゲット企業の株式を譲渡することでDe-SPACを完了させる形となっている。なお、本事例において、なぜこのようなスキームを採用したのかに関する説明は見受けられないが、本事例を含め、De-SPACのスキームは、実務上、税務面および会計面をはじめ、総合的に検討して決定されるものと考えられる。

【図表IV-2-8-1 事例8におけるDe-SPACのスキーム図】

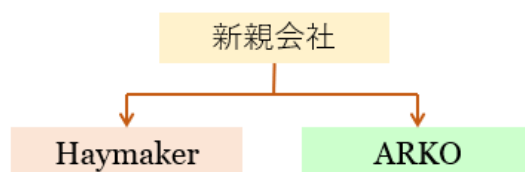
ステップ1: 新親会社、合併子会社1
および合併子会社2の設立



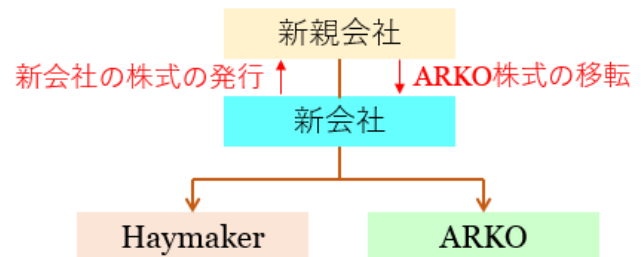
ステップ2 (1番目の合併): Haymaker
が合併子会社1へ吸収合併される



ステップ3 (2番目の合併): ARKOが
合併子会社2へ吸収合併される



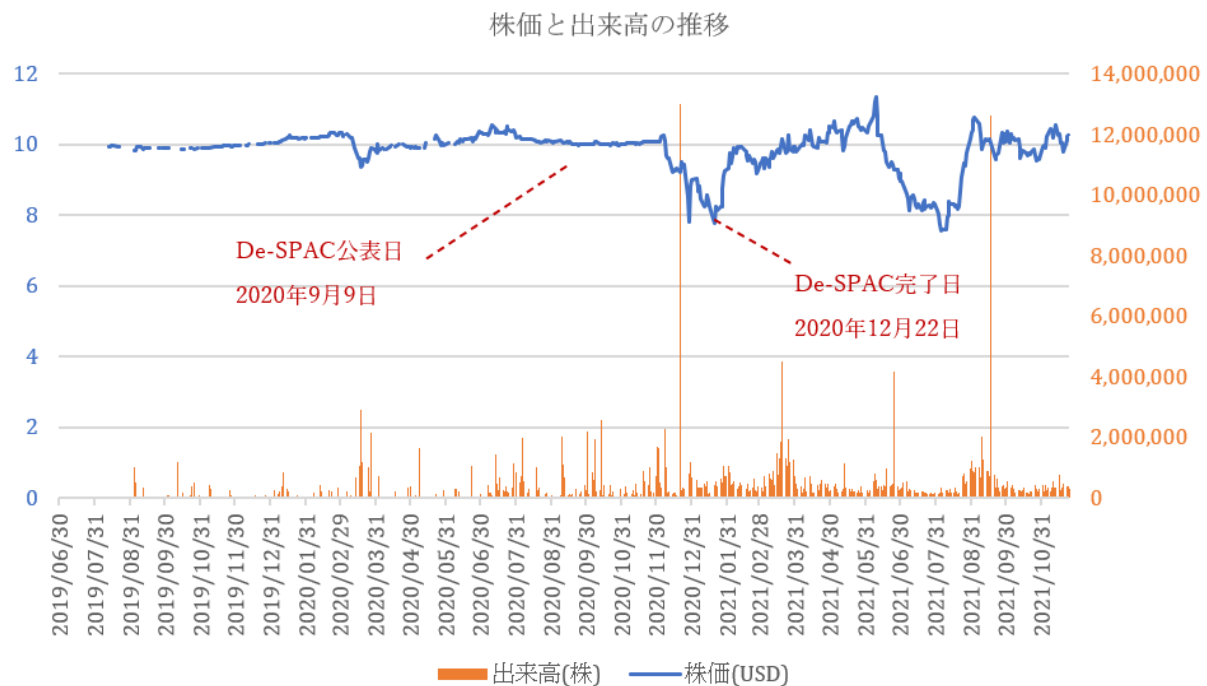
ステップ4: 新会社を設立し、ARKO
株式を新会社へ移転する



出典: SECファイリングを基に作成

株式等の推移

【図表IV-2-8-1 （事例8）株価と出来高の推移】



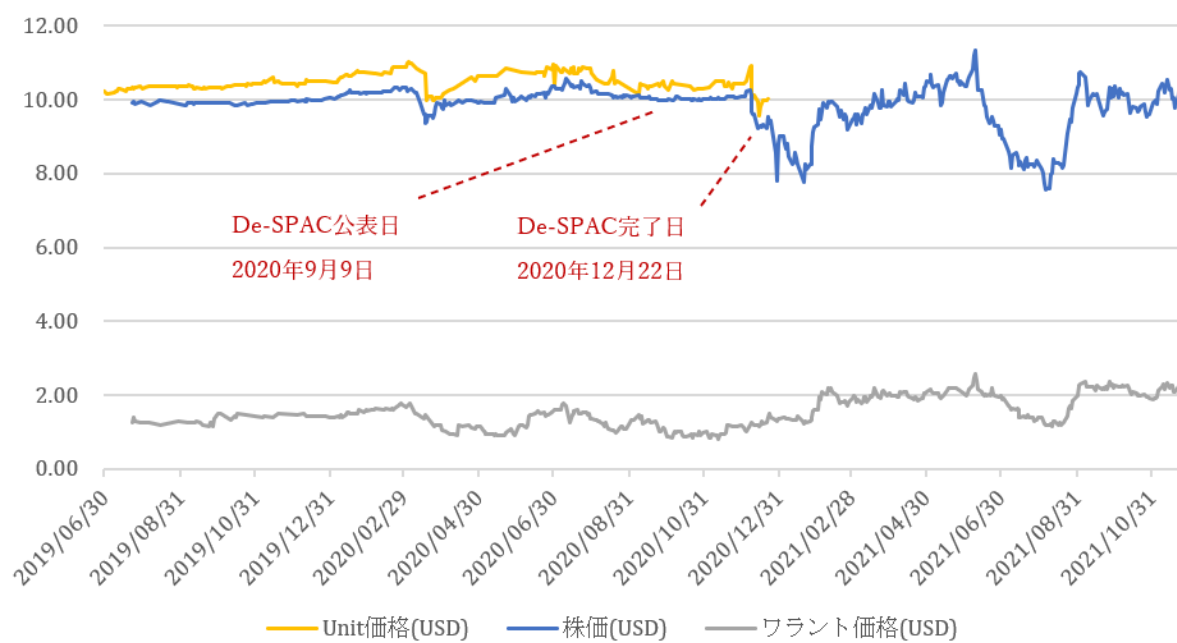
出典：Bloombergのデータを基に作成

上の図表にあるようにARKO社の株価は概ね\$10前後で推移している。2021年6月から7月の期間中には株価が下落したものの、2021年8月6日を底値に、再び\$10付近まで値を戻した。

同社は8月12日には2021年第二四半期の業績を公表しており、同日付のForm 10-Qによれば同社の2021年6月期は\$33.94億と前年比で売上が二倍弱となっている。なお、同社は2019年には当期純損失を計上したものの、2020年および2021年では当期純利益を確保している。

【図表IV-2-8-2 （事例8）ユニット価格、株価およびワラント価格の推移】

ユニット価格、株価及びワラント価格の推移



出典：Bloombergのデータを基に作成

事例9：GS Acquisition Holdings Corp

(1) IPO・De-SPACなどにおける主な情報

GS Acquisition Holdings CorpのIPOに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
スポンサー	GS DC Sponsor I LLC
上場市場	NYSE
IPO日	2018年6月8日
IPO価格（1ユニット当たり）	\$10.00
IPO時の資金調達金額（ユニットの公募による資金調達金額）（*1）	\$6億
De-SPACの期限	クローリングから24カ月
ユニットの構成	1株式（A種普通株式） 1/3ワラント
ワラントの行使価格	\$11.50
スポンサープロモート	1,725万株
種類株の導入	有
スポンサー私募ワラント	1,053万ワラント@\$1.50

*1：目論見書上、引受証券会社がユニットを追加的に購入するオプションを行使することによる資金調達金額は、最大でおよそ\$9000万となることが示されている。

出典：Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2018年6月7日付）

GS Acquisition Holdings CorpのDe-SPACに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
ターゲット企業	Vertiv Co
De-SPAC公表日	2019年12月10日
De-SPAC完了日	2020年2月7日
PIPEs発行価格	\$10.00
PIPEs発行総額	\$12.4億
主なロックアップの期間および対象者（概要）	12カ月（SPACの創立株主およびスポンサー）
主要参加投資家	Deutsche Bank AG, BlueCrest Capital Management Limited
買収価額合計	\$50.95億
買収時の対価構成	株式のみ

出典：SECファイリング、買収価額合計のみDealogic、買収時の対価構成のみBloomberg

Vertivの概要

Vertivの前身はEmerson ElectricのNetwork Power事業であり、2016年にPlatinum Equityが同事業を買収し、Vertivへとリブランディングされ、同社が設立された。2020年GS Acquisition Holdings Corpとの企業結合を経て、NYSEへの上場を果たす。同社は、現在2万人以上の従業員を抱え、130か国以上で事業を展開するITインフラの総合プロバイダーである。ITインフラの設計、製品提供、管理まで幅広いサービスをそれぞれのニーズに合った形でクライアントに提供することを強みとする。同社は65年以上の歴史を持ち、フォーチュン500のおよそ70%強の企業にサービスを提供するという幅広い顧客層を有する。

(出典：2019年12月10日のプレスリリース・同社ウェブサイトに記載された同社に関する説明を参考に記述)

(2) SPACのIPO時からDe-SPAC後までの時点における投資家内訳（構成比）・株主構造

下表は、当該SPACのIPO時の目論見書の日付現在の普通株式の実質的な所有者に関する情報（IPO前後における普通株式の保有割合）を示している（Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2018年6月7日付））。

株主	普通株式の保有割合（概算）	
	IPO前	IPO後
GS DC Sponsor I LLC	99.3%	19.9%
David M. Cote(※)		
James Albaugh	1%未満	1%未満
Roger Fradin	1%未満	1%未満
Steven Reinemund	1%未満	1%未満

※ GS DC Sponsor I LLCはGoldman Sachs Group, Incの関連会社である。David M. Cote氏はGoldman Sachs GroupのCEO兼取締役会会長である。したがってGS DC Sponsor I LLCが保有する株式を実質的に所有しているのは同氏と考えられる。

※ David Cote氏は米国の実業家であり、GEアプライアンスCEO、TRWのCOO、HoneywellのCEO、JP Morgan Chaseの取締役などの要職に就いた後2020年にVertivのExecutive Chairmanに就任する。

また、下表は、当該SPACのDe-SPAC後における保有機関タイプ別の普通株式の保有割合を示している（出典：Bloomberg）。

保有機関タイプ(※1)	De-SPAC 公表日直後 2019/12/8(※2)	De-SPAC完了日 直後 2020/2/9(※2)	直近 2022/2/20(※2)
ヘッジファンドマネージャー	72.28%	71.69%	7.68%
投資顧問業者	13.3%	15.77%	65.04%
仲介業	1.33%	0.74%	3.4%
プライベート・エクイティ	3.15%	2.83%	9.7%
銀行	0.68%	0.61%	2.19%
事業法人	-	-	-
信託	-	-	-
個人	0.52%	0.47%	0.82%
その他	-	5.34%	7.35%

※1 Bloomberg上、保有機関タイプの定義は公表されていないため、各タイプの詳細は不明である。よって、例えば、個人投資家が「個人」として集計されないのか、また、他の保有機関タイプに含まれているのかを把握できていない。

※2 Bloomberg上、保有割合の合計が100%にならない場合がある点について留意が必要である。保有割合の合計が100%にならない理由について、Bloombergのカスタマーサポートへ問い合わせたところ、企業の報告書データのほか、投信の報告書やSEC Form 13F報告書などさまざまなソースからデータを抽出しており、それらの公表されるタイミングにずれがあるため、合計しても100%になることはない旨の回答が得られた。

(3) SPACの上場・買収やスポンサー・経営陣に関する定款などにおける主な規定や制度上求められているものとは別に契約において投資家保護の観点から行われている主な取組など

以下は、当該SPACにおけるスポンサー契約の概要説明である。スポンサー契約をより正確に理解するためには、2018年6月13日付けのForm 8-KのExhibit 10.1 [Letter Agreement]を参照されたい。

Letter Agreement (SPACのIPO時)

- 各スポンサーは株主総会で買収決議が諮られた際には決議に賛成するものとする。
- 各スポンサーは信託預金に関して償還権利がないことに同意する。
- 各スポンサーはクロージングから1年間の間、発起人株式の譲渡を行ってはならない、(またはクロージングから150日経過した後の任意の30取引日のうち任意の20取引日において株価(終値)が\$12.00以上になるまで)。
- 一定の例外を除いてスポンサーおよび親会社の取締役・経営陣は目論見書に開示されたものを除いては、返済・保証・報酬を受け取ってはならない。

(4) その他

株価等の推移

【図表IV-2-9-1 (事例9) 株価と出来高の推移】

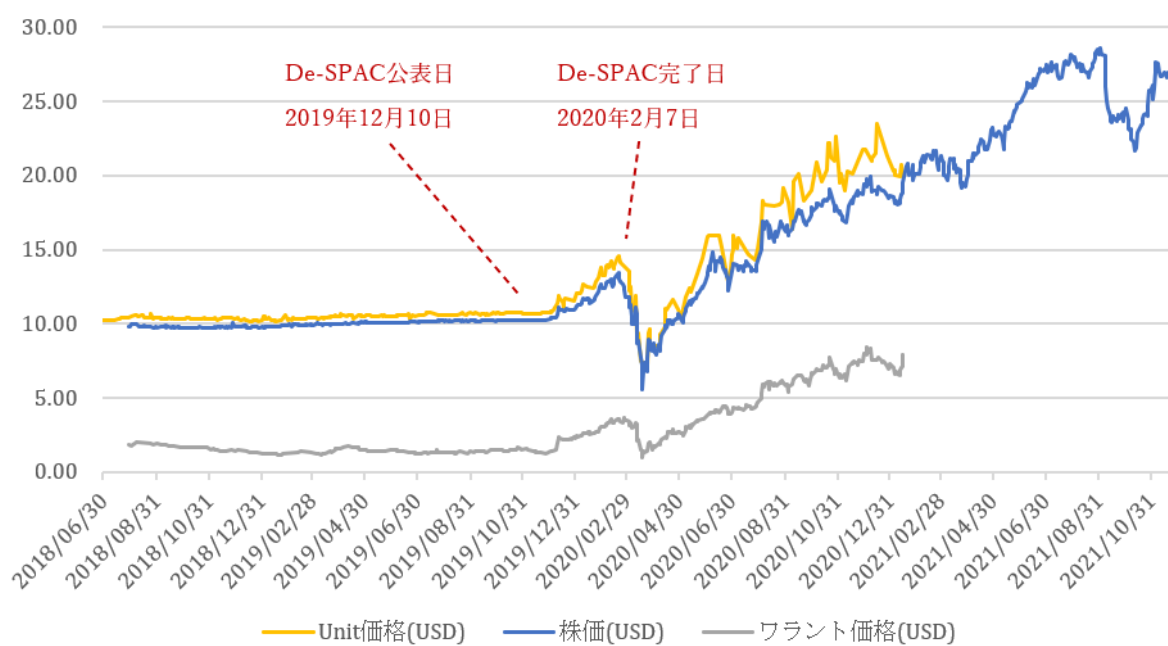


出典：Bloombergのデータを基に作成

上の図表にあるように、Vertiv社の株価はDe-SPAC直後一時\$7.3台まで下がったものの、そこから概ね上昇基調にあり本報告書執筆時点では\$25まで上がっている。未監査ではあるものの、2021年11月1日付のForm 10-Qによれば同社は2021年に黒字化を果たし、2021年9月期（3カ月・9カ月累計）で純利益を確保できている。

【図表IV-2-9-2 （事例9）ユニット価格、株価およびワラント価格の推移】

ユニット価格、株価及びワラント価格の推移



出典：Bloombergのデータを基に作成

V. 米国におけるSPACをめぐる市場の動向に係るデータの分析

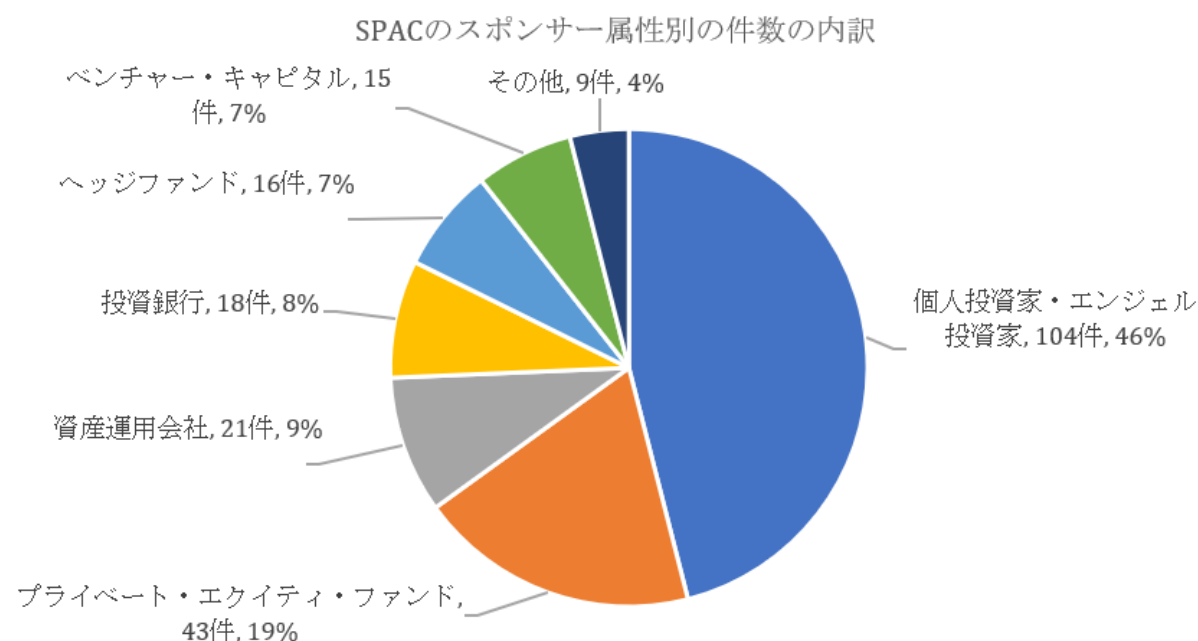
本章においては、2020年1月から2021年10月までに米国においてDe-SPACしたSPAC226件を母集団とした分析を中心として、いくつかのデータ分析を行っている。ただし、異なるサンプルを母集団としている場合については、母集団とした対象がわかるよう言及している。

1. スポンサー属性に関する調査

ここでは、本章の冒頭で述べた226社のSPACを母集団として、そのスポンサー（組成者）について、属性を6つの主な類型（個人投資家・エンジェル投資家（起業経験者を含む）、プライベート・エクイティ・ファンド、資産運用会社、投資銀行、ヘッジファンド、ベンチャーキャピタル）と「その他」に分類した（なお、図表V-1-1から図表V-1-3の分類の過程上、分析の実施担当者による主観が若干含まれている点には留意されたい）。SPACのスポンサー（組成者）は、SECのファイリング（例：Form S-1）上、1社であっても、実態として、組成に関与した者や企業は複数名・複数社存在する場合がある。そこで、このような場合には、最も持分が多い者または会社の属性を当該SPACのスポンサーの属性として分類を行っている。上述のとおり、分類を行った結果、SPAC226社のスポンサー属性の内訳は図表V-1-1のとおりである。

個人投資家・エンジェル投資家が104件（46%）で最も多い属性であり、プライベート・エクイティ・ファンドが43件（19%）で2番目に多い属性となっている。「その他」の9件の中には、例えば、不動産会社、持株会社などが含まれる。

【図表V-1-1： SPACのスポンサー属性別の件数の内訳】



出典：SECファイリングを基に作成

図表V-1-1においてSPACの件数ベースで行った集計について、IPO調達金額ベースで集計を行うと、SPACの属性別にどの程度のIPO調達金額になっているかを把握するため、追加で分析を実施した。SPACのスポンサー（組成者）の属性別のIPO調達金額内訳は図表V-1-2のとおりである。

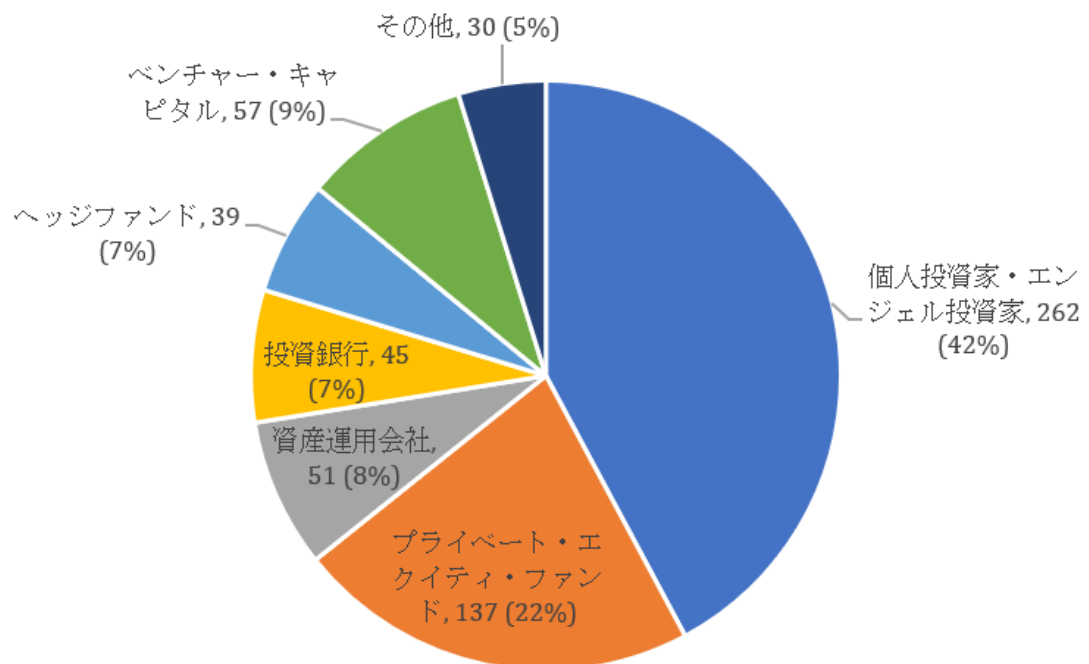
個人投資家・エンジェル投資家がスポンサー（組成者）であるSPACによる資金調達が最も多く、254.67億米ドル（42%）となっている。次に多いのが、プライベート・エクイティ・ファンドがスポンサー（組成者）であるSPACによる資金調達であり、131.45億米ドル（22%）となっている。

プライベート・エクイティ・ファンドが41件（19%）で2番目に多い属性となっている。

【図表V-1-2: SPACのスポンサー（組成者）の属性別のIPO調達金額内訳】

（単位：億米ドル）

SPACの筆頭スポンサー属性別のIPOによる調達金額

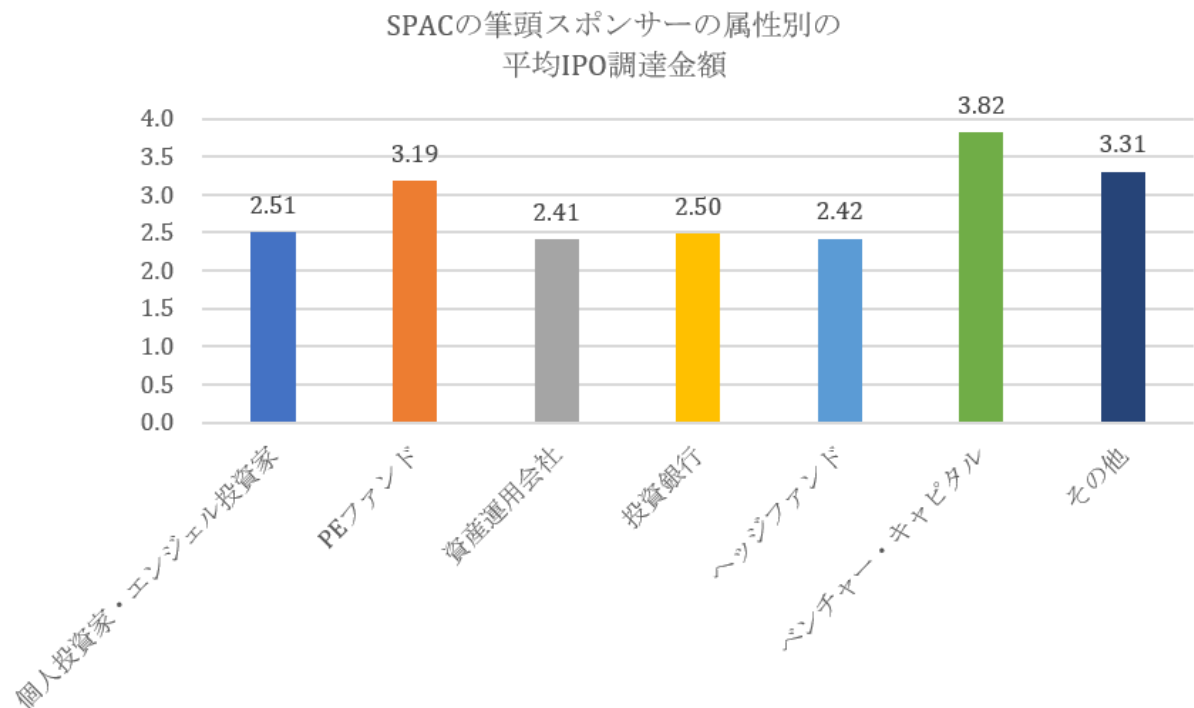


出典：SECファイリングを基に作成

図表V-1-1及び図表V-1-2の集計結果を利用して、SPACのスポンサー（組成者）の属性別の平均IPO調達金額を試算した結果は、図表V-1-3のとおりである。今回の分析対象とした226社のSPACを母集団として、SPACのスポンサー（組成者）の属性別の平均IPO調達金額をみると、ベンチャーキャピタル（15件）のIPO調達金額の平均値（3.82億米ドル）が最も高く、他と比べて突出していることがわかる。個人投資家・エンジェル投資家、資産運用会社、投資銀行またはヘッジファンドがスポンサー（組成者）のSPACについては、IPO調達金額の平均値がいずれも2.50億米ドル程度と試算された。

【図表V-1-3： SPACのスポンサー（組成者）の属性別の平均IPO調達金額】

（単位：億米ドル）



出典：SECファイリングを基に作成

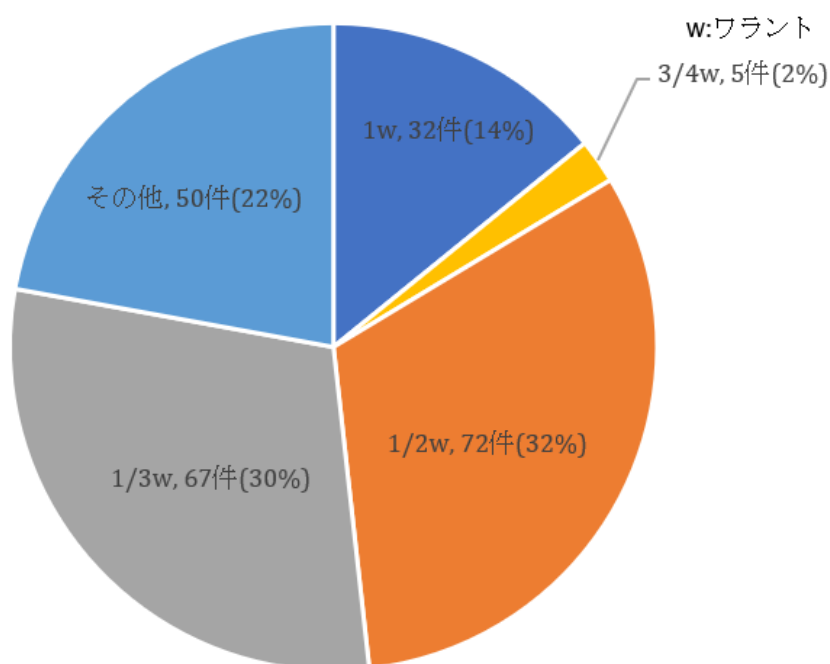
2. ユニットの構成に関する調査

2020年1月から2021年10月までにDe-SPACを行った226社のSPACを母集団として、SPACのユニットの構成についての調査を実施した。1ユニットに含まれるワラントの数量が1ワラント、1/2ワラント及び1/3ワラントの事例が上位であり、全体の約75%を占めることが判明した。

また、0ワラントのものは、投資家に引き渡される証券が、1株式のみという事例や、1株式とRight（Right（日本語では「権利」の意）とは、通常、複数のRightを保有していれば、De-SPACの完了時に、個別のSPACが指定する数量のRightと交換に1株式を受領することができる権利であることが多い）の組合せという事例がみられた。「その他」の事例50件の中には、1/4ワラント以下の事例が含まれる（その他のうち、件数が多い上位3パターンは、1/4ワラントは17件、1/5ワラントは11件、0ワラントが9件であった）。

【図表V-2-1 1ユニットに含まれるワラントの数量（件数ベース）

1ユニットに含まれるワラントの数量（件数ベース）



出典：SECファイリングを基に作成

なお、図表V-2-1と同じ母集団について、ワラントの付与率をスポンサーの属性別にみると、図表V-2-2のとおりである。この調査の範囲内で、個人投資家・エンジェル投資家がスポンサーの場合に1ユニット当たりの平均ワラント数が0.52wと最も高くなっている。一方、VCやヘッジファンドがスポンサーの場合、1ユニット当たりの平均ワラント数が、それぞれ0.29w、0.35wと他のスポンサー属性と比較して低くなっている。

【図表V-2-2 スポンサーの属性別のワラント付与率】

スポンサーの属性	1ユニット当たりの平均ワラント数(w)
個人投資家・エンジェル投資家	0.52w
資産運用会社	0.48w
投資銀行	0.59w
PEファンド	0.48w
ヘッジファンド	0.35w
VC	0.29w
その他	0.39w

出典：SECファイリングを基に作成

次に、2020年第4四半期以降、2021年12月7日（本分析の実施日）までにIPOを行ったことを把握できたSPAC（De-SPACが完了していないSPACを含む）554件のユニットに含まれるワラントの数量の推移を四半期ごとにIPO調達金額ベースで集計した結果が図表V-2-3である。2021年第4四半期については、本調査を実施した時期の影響により、四半期とはいえ3カ月に満たないことに留意されたい。

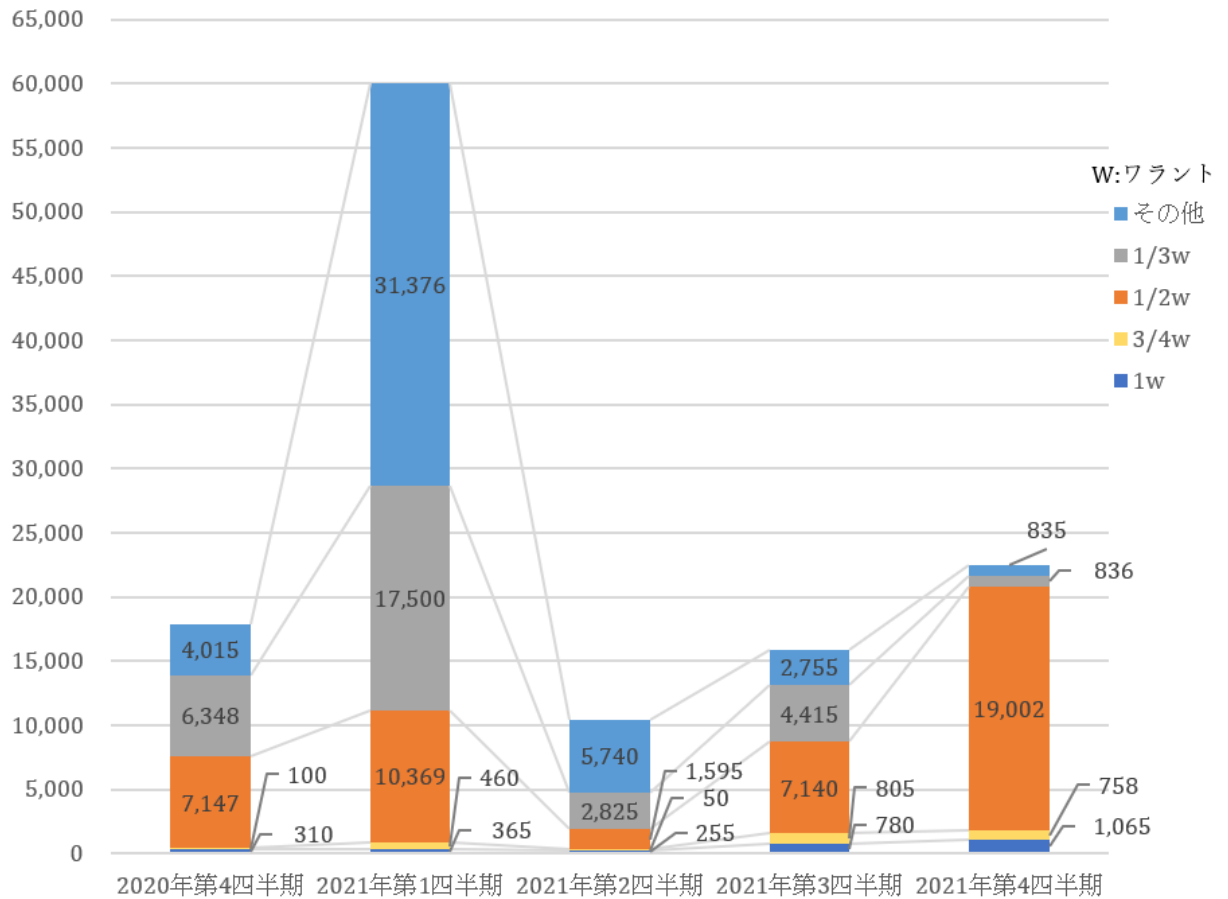
図表V-2-3からは、調査の対象範囲に含めた四半期の中では、IPO調達金額が最も多い2021年第1四半期においては、SPACのユニットに含まれるワラントの数量が1/2や1/3の数量のSPACがIPO調達金額ベースで半分に満たなかったことがわかる。

2021年第2四半期以降、ワラントの付与率の上昇の傾向がみられる。2021年の後半（第3四半期から第4四半期）にかけて、SPACのユニットに含まれるワラントの数量が1/2や1/3の数量のSPACがIPO調達金額ベースの割合で増加していることがわかる。2021年第4四半期には8割以上のSPACのIPOにおいて1ユニット中、1/2ワラントが付与されている。

この結果からは、2021年第1四半期をピークに、SPACにとって資金調達環境が悪化しており、以前と比べてワラントを多めに付与しないと資金調達が困難になっている状況が示唆される。

【図表V-2-3 ユニットの構成におけるワラントの内訳（IPO調達金額ベース）の推移】

ユニットの構成におけるワラントの内訳（IPO調達金額ベース）
の推移（2020年第4四半期以降のIPOを対象）



出典：SECファイリングを基に作成

（注1）図表中、「その他」に含まれるワラント数は、1/3w未満である（0wのケースも含む）。

（注2）2021年第4四半期は、2021年10月1日から2021年12月7日（本分析の実施日）までにIPOを行ったことを把握できた124件のみを対象としており、2021年12月31日までの3カ月分をカバーできていないことに留意が必要である。

(参考) Rightについて

本章において、主なデータ分析の対象とした226件のSPAC（2020年1月から2021年10月までにDe-SPACを行ったSPAC）の母集団のうち、ユニットにRightが含まれる事例には、以下のSPACが含まれる。

Andina Acquisition Corp III	Big Rock Partners Acquisition Corp
GigCapital2 Inc	GreenVision Acquisition Corp
HLL Acquisitions Corp	KBL Merger Corp IV
Longevity Acquisition Corp	Mountain Crest Acquisition Corp
Newborn Acquisition Corp	Orisun Acquisition Corp
Proficient Alpha Acquisition Corp	TKK Symphony Acquisition Corp
Tottenham Acquisition I Ltd	Wealthbridge Acquisition Ltd
8i Enterprises Acquisition Corp	Mountain Crest Acquisition Corp. I
	I

出典：SECファイリング

これらのSPACが発行したユニットに含まれるRightに限定すると、SECファイリングでの開示内容より、これらのSPACのRightに共通している事項として、次の点が挙げられる。

- 1 権利の各保有者は、当社の最初の企業結合が完了すると、普通株式1株の（例えば）10分の1（1/10）（注1）を受け取る。SPACが最初の企業結合の完了時に存続会社ではない場合、Rightの各保有者は、各Rightと交換にターゲット企業の普通株式を（追加的な対価を支払うことなく）受け取るために、そのRightを自ら積極的に当該普通株式への転換を申請する必要がある。
- 2 SPACが必要な期間内に最初の企業結合を完了できず、発行済み株式と交換に信託口座に保有されている資金を返還する場合、Rightの保有者はそのRightと交換にそのような資金を受け取ることはなく、Rightは無価値となり、失効する。
- 3 Rightの交換時に端株は発行されない（注2）。

（注1）GigCapital2 Incは、上で列挙した他のSPACと異なり、Rightとターゲット企業の普通株式の交換比率が、1個のRightと1/20の普通株式という交換比率となっている。

（注2）上で列挙した各SPACの開示からは、Rightの交換時に端株は発行されない点は共通するものの、端株の取扱いについては、複数の異なる事例がみられる。例えば、以下のような取扱いが挙げられる。

- 保有するRightの個数が10の倍数ではない場合の取扱いが明示されていない
- SPACは、最初の企業結合時に端株をどのように扱うかを決定し、そのような決定を、最初の企業結合を検討するために株主に送付する株主総会の招集通知（proxy material）に含めるという点のみをIPO時点の目論見書上、開示し、端株の取扱いを明確にしていない
- Rightの保有者に発行される株式数を最も近い整数に切り上げるか、その他の方法（ただし、IPO時点の目論見書の開示上、どのような方法であるかは不明であった）を遵守する
- Rightの保有者に発行される株式数を最も近い整数に切り捨てるか、SPACが設立された州（例：デラウェア州）の会社法の規定に従って対処する

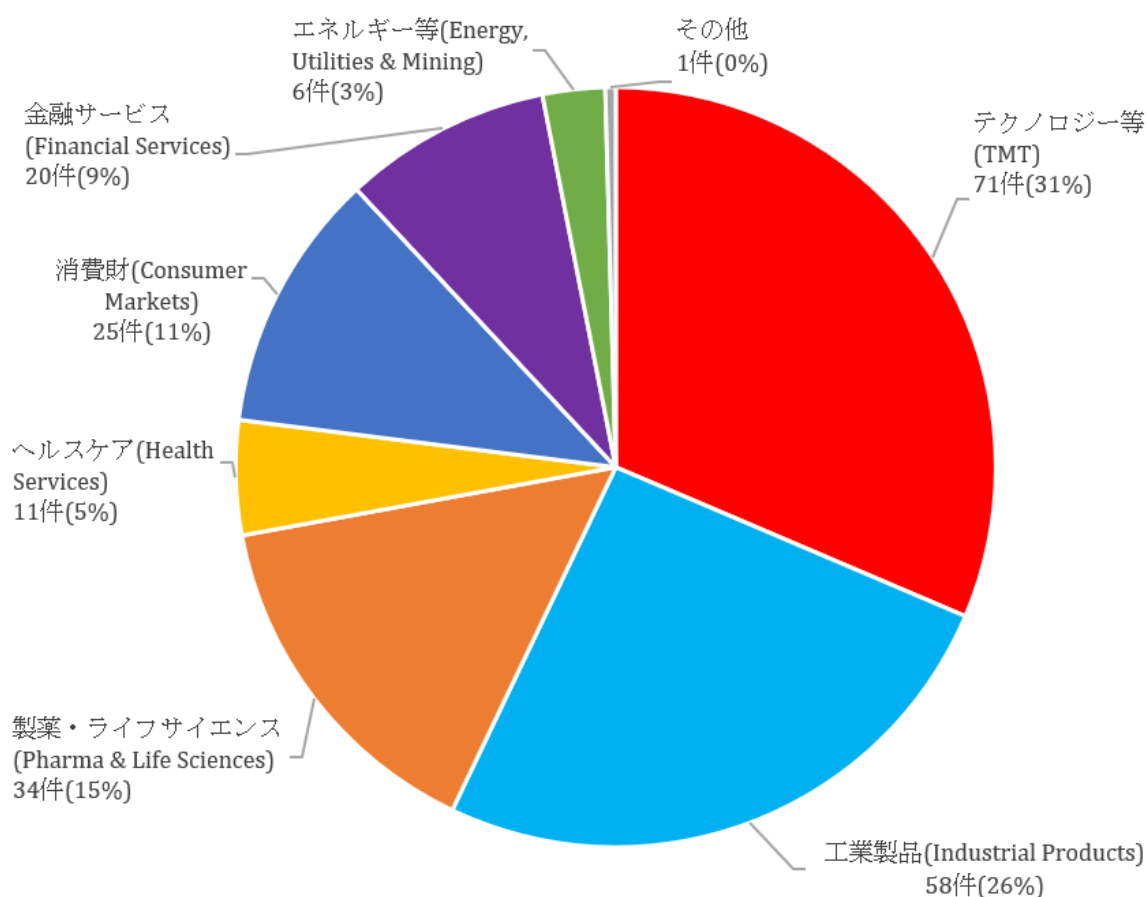
- Rightの保有者に発行される株式数を最も近い整数に切り下げるか、SPACが設立された州（例：デラウェア州）や地域（例：ケイマン諸島、英領バージン諸島）の法令の規定に従って対処する
- Rightの保有者に発行される株式数を最も近い整数に切り下げる（ただし、その際、端株に相当する分の現金の支払いの有無については言及されていない）。

3. ターゲット企業の業種に関する調査

2020年1月から2021年10月までにDe-SPACを行った226社のSPACを母集団として、SPACによるターゲット企業の業種の構成についての調査を実施した。SPACによるターゲット企業の業種については、SECファイリングの内容を基に、独自に分類を実施している。図表V-3-1で示したとおり、ターゲット企業の業種の上位3業種は、テクノロジー等（TMT）が67件（31%）、工業製品（Industrial products）が57件（26%）及び製薬・ライフサイエンス（Pharma & Life sciences）が32件（15%）となっている。

なお、図表V-7に示すS&P米国SPAC指数におけるヘルスケア業のウェイトは大きいものの、本調査ではヘルスケア業（Health services）の割合は約5%とそれほど大きくないことが判明した（なお、ヘルスケア業と製薬・ライフサイエンスとを合わせると、約20%を占める）。

【図表V-3-1 ターゲット企業の業種の内訳（件数ベース）】



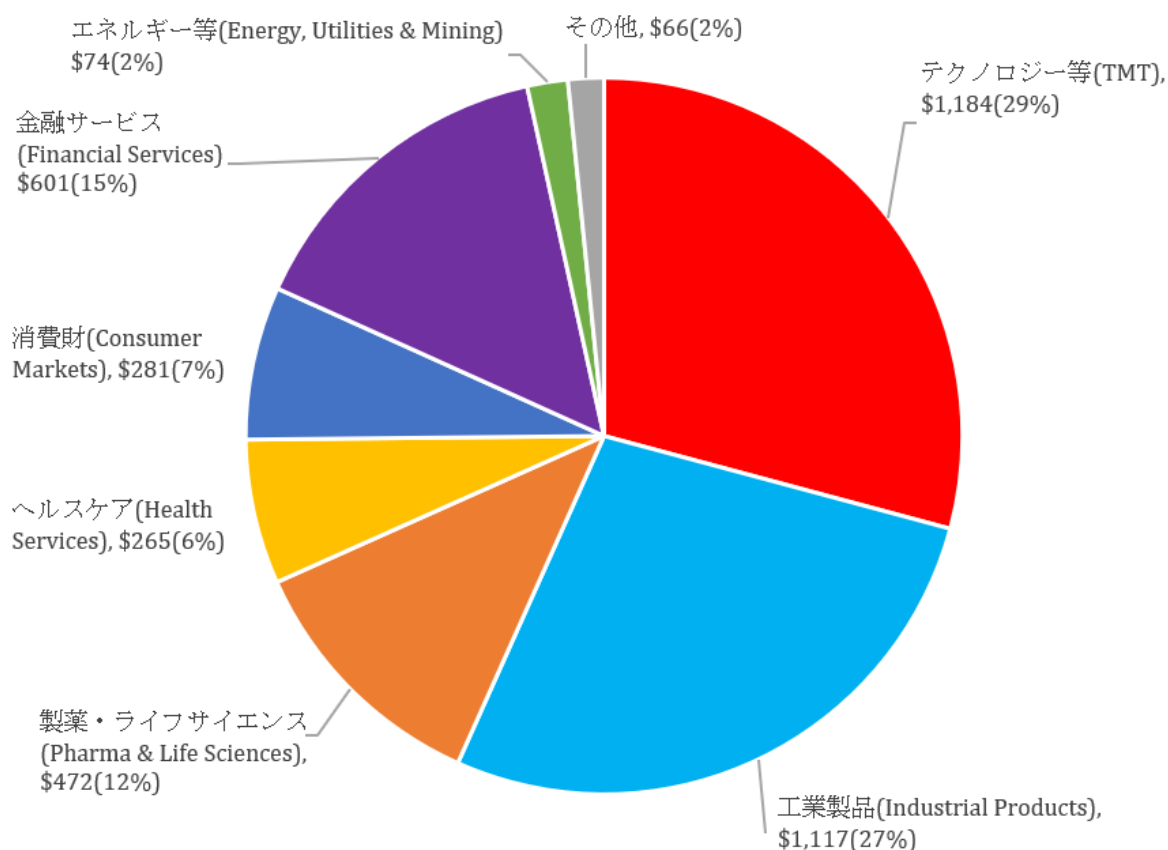
出典：SECファイリングの内容を基に独自にターゲット企業の業種の分類を実施して作成

図表V-3-1においてターゲット企業の業種の件数ベースで行った集計について、買収金額ベースで集計を行った場合、ターゲット企業の業種別にどの程度の買収価値の割合になるかを把握するため、追加で分析を実施した。ターゲット企業の業種別の買収価値の割合は、図表V-3-2のとおりである。

ターゲット企業の業種としては、テクノロジー等（TMT）（29%）、工業製品（Industrial products）（27%）および金融サービス（Financial services）（15%）の順に多い。

【図表V-3-2 ターゲット企業の業種別の内訳（買収価値ベース）】

（単位：億米ドル）



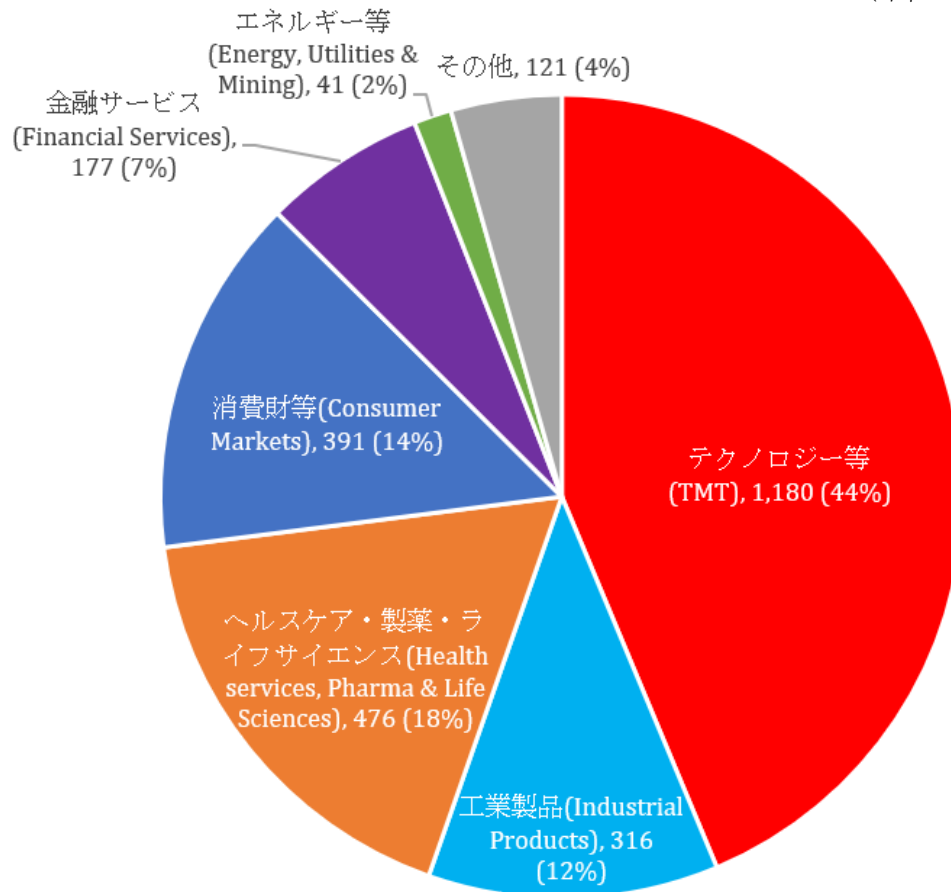
出典：SECファイリングの内容を基に独自にターゲット企業の業種の分類を実施して作成

また、SPACのターゲット企業の業種の分布に関する調査を行うに際しては、通常のIPO（SPAC以外のIPO）における業種の分布との比較が有用であると考えられるため、2020年から2021年までに通常のIPOを行った企業のうちから無作為に抽出した651件を母集団として、図表V-3-3のとおり、通常のIPOを行った企業の業種別の資金調達金額を集計した。

図表V-3-3で示すとおり、通常のIPOにおける上位3業種としては、1位のテクノロジー等（TMT）が44%、2位のヘルスケア・製薬・ライフサイエンス（Health services、Pharma & Life sciences）が18%、3位の消費財等（Consumer products）が14%となっている。業種別の資金調達金額ベースでみると、テクノロジー等（TMT）が最多である点が共通するほか、ヘルスケア（Health services）と製薬・ライフサイエンス（Pharma & Life sciences）を合算でみると、業種の上位にランクインするという点がSPACによるターゲット企業の業種の分布と類似しているように思われる。

【図表V-3-3 通常のIPOの業種別の資金調達金額の内訳（金額ベース）】

（単位：億米ドル）



出典について：

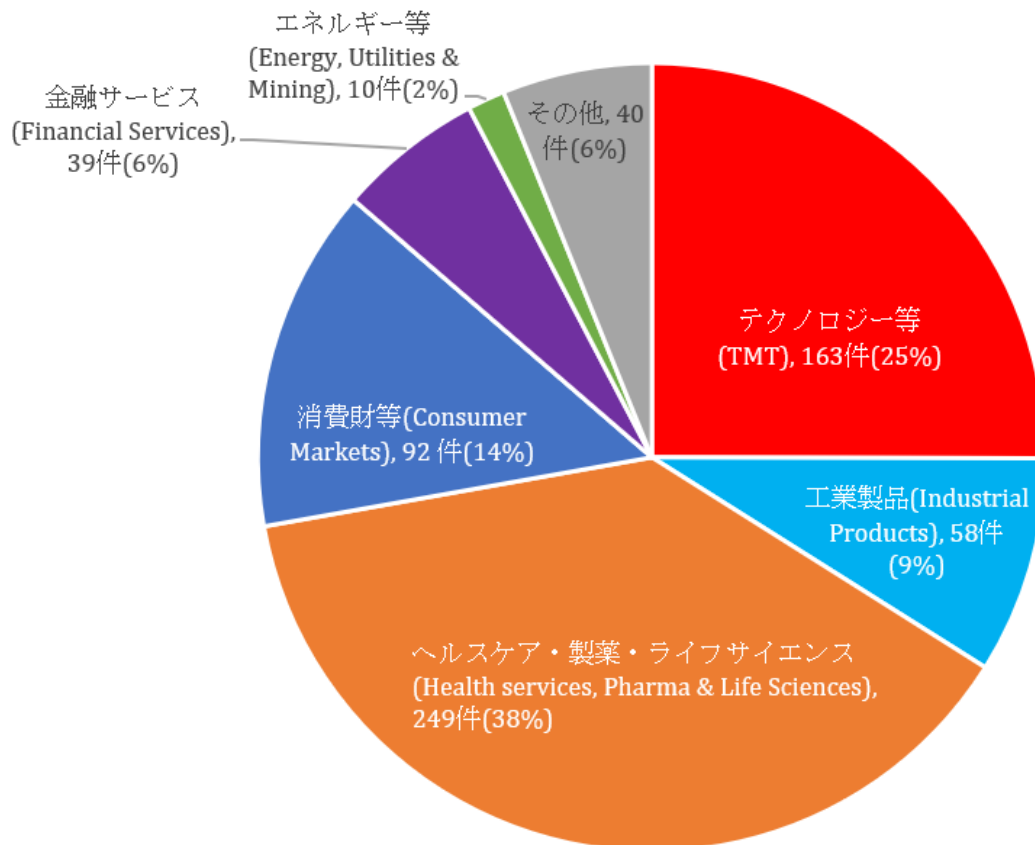
<https://stockanalysis.com/>に掲載されているIPOのデータ（2020年及び2021年分）からSPACのIPOを除外し、同ウェブサイトに掲載されているDeal size（IPO調達金額）を集計している。

業種について：

業種については、同ウェブサイトに掲載されているIndustry（業種）およびSector（セクター）の情報を参考にし、SECファイリングや各企業のウェブサイトの情報も加味して、独自に集計している。ヘルスケア（Health services）と製薬・ライフサイエンス（Pharma & Life Sciences）を区別するのが困難であったため、両業種を統合して集計している。

図表V-3-3において、通常のIPOを行った企業について、業種ごとのIPO調達金額を集計した結果に対して、業種ごとの件数を集計した結果は、図表V-3-4のとおりである。図表V-3-4で示すとおり、件数ベースでみると、ヘルスケア・製薬・ライフサイエンス（Health services, Pharma & Life sciences）が249件（38%）、テクノロジー等（TMT）が163件（25%）という順になっており、図表V-3-3の場合と1位と2位が入れ替わっている。このことから、テクノロジー等（TMT）におけるIPOによる平均資金調達額が、ヘルスケア・製薬・ライフサイエンス（Health services, Pharma & Life sciences）におけるIPO 1件当たりの平均資金調達額を上回っていることが示唆される。

【図表V-3-4 通常のIPOの業種別の件数の内訳】



出典について：

<https://stockanalysis.com/>に掲載されているIPOのデータ（2020年及び2021年分）からSPACのIPOを除外してIPOの件数を集計している。

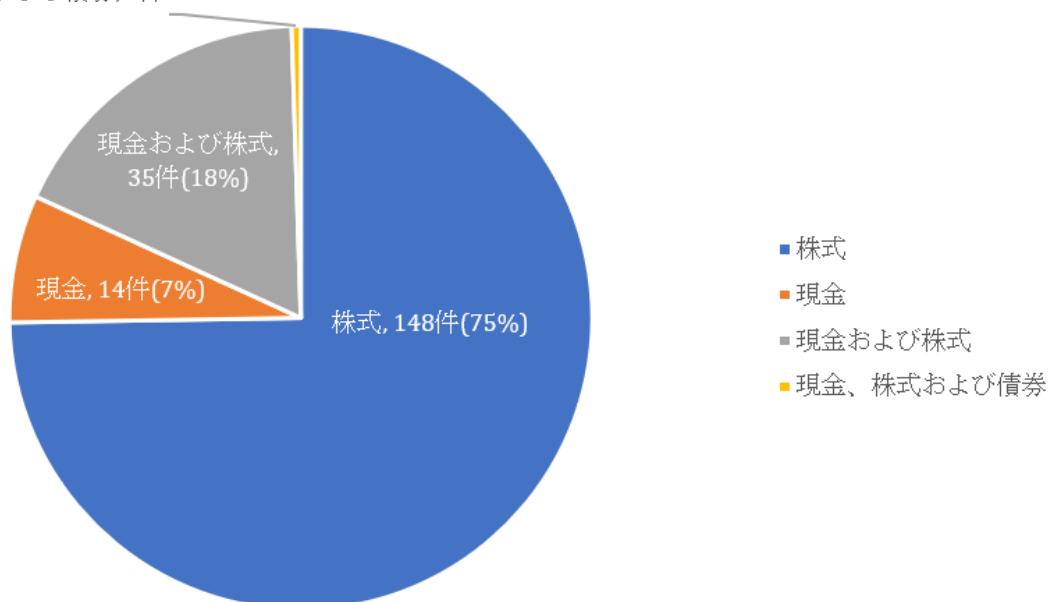
業種について：業種については、図表V-3-3と同様、同ウェブサイトに掲載されているIndustry（業種）およびSector（セクター）の情報を参考にしたうえで、SECファイリングや各企業のウェブサイトの情報も加味して、独自に集計している。ヘルスケア（Health services）と製薬・ライフサイエンス（Pharma & Life Sciences）を区別するのが困難であったため、両業種を統合して集計している。

4. 買収時の対価構成に関する調査

2020年1月から2021年10月までにDe-SPACを行った226社のSPACのうち、Bloombergで買収時の対価構成を把握可能な198件を母集団とした調査の範囲内では、買収時の対価構成として最も多い構成は「株式」(75%)となっている。また、現金と株式の両方を用いた混合対価も全体の18%程度を占めている。

【図表V-4 De-SPAC時の買収対価の構成】

現金、株式および債券, 1件
(1%)



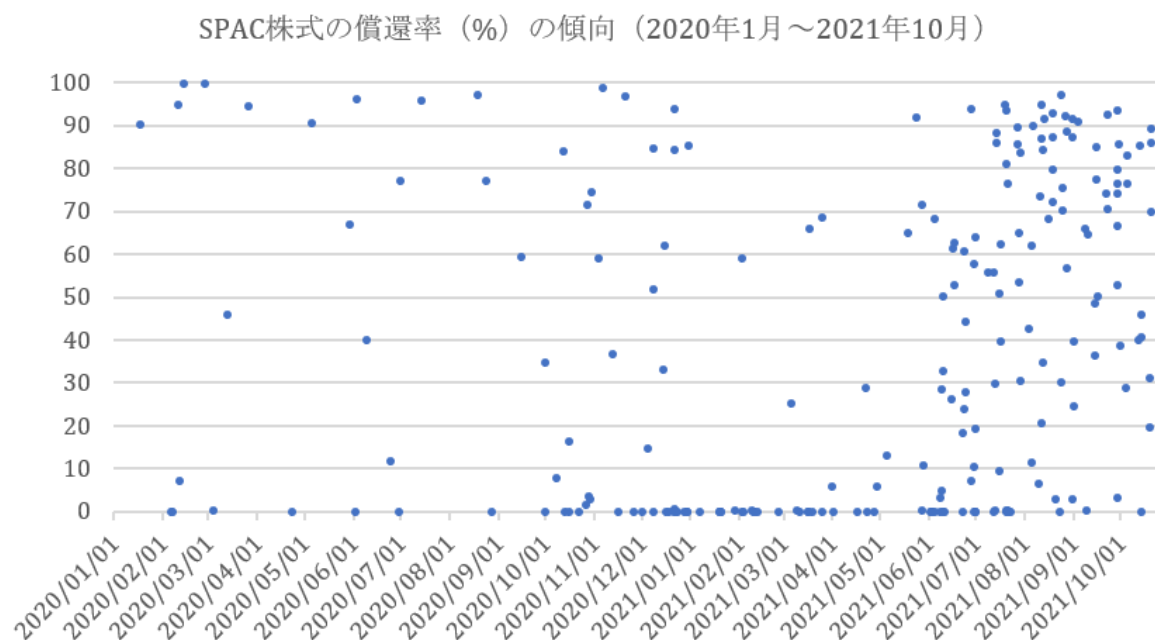
出典：Bloombergのデータを基に作成

5. SPACの償還請求の傾向

SECファイリングより、2020年1月から2021年10月までにDe-SPACの承認に関する最後の株主総会が開催された日付及びSPACの株式の償還率を把握（または試算）できた225のSPACを母集団として、SPACの償還請求の傾向の分析を行った。図表V-5-1において、横軸をDe-SPACの承認に関する最後の株主総会が開催された日付、縦軸をSPAC株式の償還率として、償還率（％）の分布を示している。

SPAC株式の償還請求の大まかな傾向は、以下のとおりである。調査対象の期間の範囲内では、図表V-5-2より、2020年第1四半期から第3四半期までは償還率の標準偏差が大きい傾向がみられ、図表V-5-1より、SPAC株式の償還率の高低の二極化の傾向がややみられる。この後、2020年第4四半期には、SPAC株式の償還率の中央値が2.9%にまで低下している（図表V-5-2参照）。2021年第1四半期および第2四半期においても、SPAC株式の償還率の中央値は低くなっており、それぞれ0.1%、11.9%という水準に留まっている（図表V-5-2参照）。図表V-5-1より、2021年第2四半期後半くらいから、SPAC株式の償還率が高まっているように見受けられ、また、図表V-5-2が示すように、標準偏差も上昇しており、SPAC株式の償還率のバラつきが大きくなっているようである。

【図表V-5-1 SPAC株式の償還率(%)の推移（散布図）】



出典：SECファイリングを基に作成

【図表V-5-2 SPAC株式の平均償還率(%)の四半期ごとの推移 (2020年～2021年第3四半期)】

	' 20 Q1	' 20 Q2	' 20 Q3	' 20 Q4	' 21 Q1	' 21 Q2	' 21 Q3	(参考) ' 21 10月
件数	10	9	7	40	24	44	78	16
単純平均	53.3%	42.5%	52.0%	28.8%	9.4%	25.1%	56.6%	59.7%
中央値	68.0%	40.0%	59.5%	2.9%	0.1%	11.9%	66.3%	73.1%
標準偏差	46.9%	38.4%	38.4%	36.6%	21.5%	28.4%	32.5%	28.7%

出典：SECファイリングを基に作成

6. PIPEsに関する調査

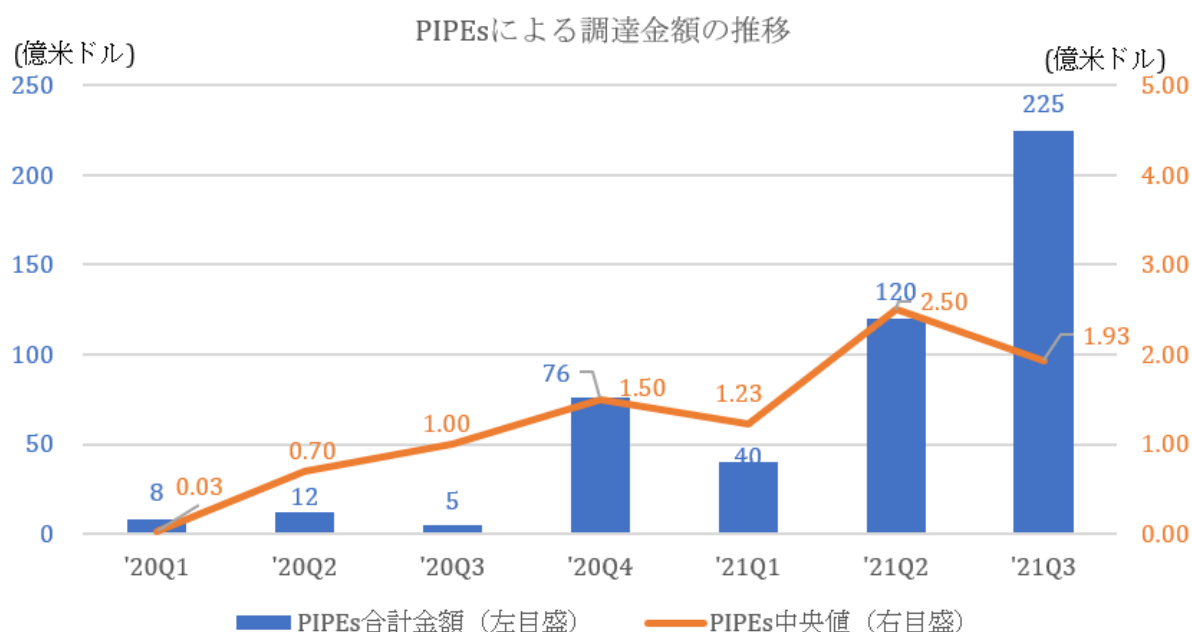
PIPEsとは、「Private Investments in Public Equities」の略称であり、株式の募集・売出の際に、特定の投資家に対して募集・売出を行う私募形式の資金調達のことをいう。

2020年1月から2021年10月までにDe-SPACを行った226社のSPACを母集団として、SECファイリングよりPIPEsの金額の推移について調査を行った。具体的には、SECファイリングに基づき、四半期ごとのDe-SPAC時のPIPEsの合計金額（縦棒グラフ：縦軸左の目盛）を把握したうえで、PIPEsの中央値（折れ線グラフ：縦軸右の目盛）を算出し、図表V-6のとおり、グラフ化を行った。当グラフにおいては、De-SPACの完了日時点においてPIPEsが実行されたものと簡便的に仮定して、PIPEsの金額を集計している。

2020年第3四半期までに比べて、2020年第4四半期以降、PIPEsによる調達金額が増加していることがわかる。調査の範囲内では、2021年第3四半期において、PIPEsによる調達金額が216億米ドルに達しており、PIPEsの件数も277件とピークを迎えている。

なお、図表V-2-3の結果より2021年第1四半期をピークに、SPACにとって資金調達環境が悪化している状況が示唆されたことや図表V-5-1の結果よりSPAC株式の償還率が2021年の後半にかけて高くなる傾向が見られる点と整合的に、De-SPAC時の買収対価に充てるためにPIPEsによる資金調達への依存度が高まっている状況が示唆されていると解釈できる余地もありそうである。

【図表V-6 PIPEsによる調達金額の推移】

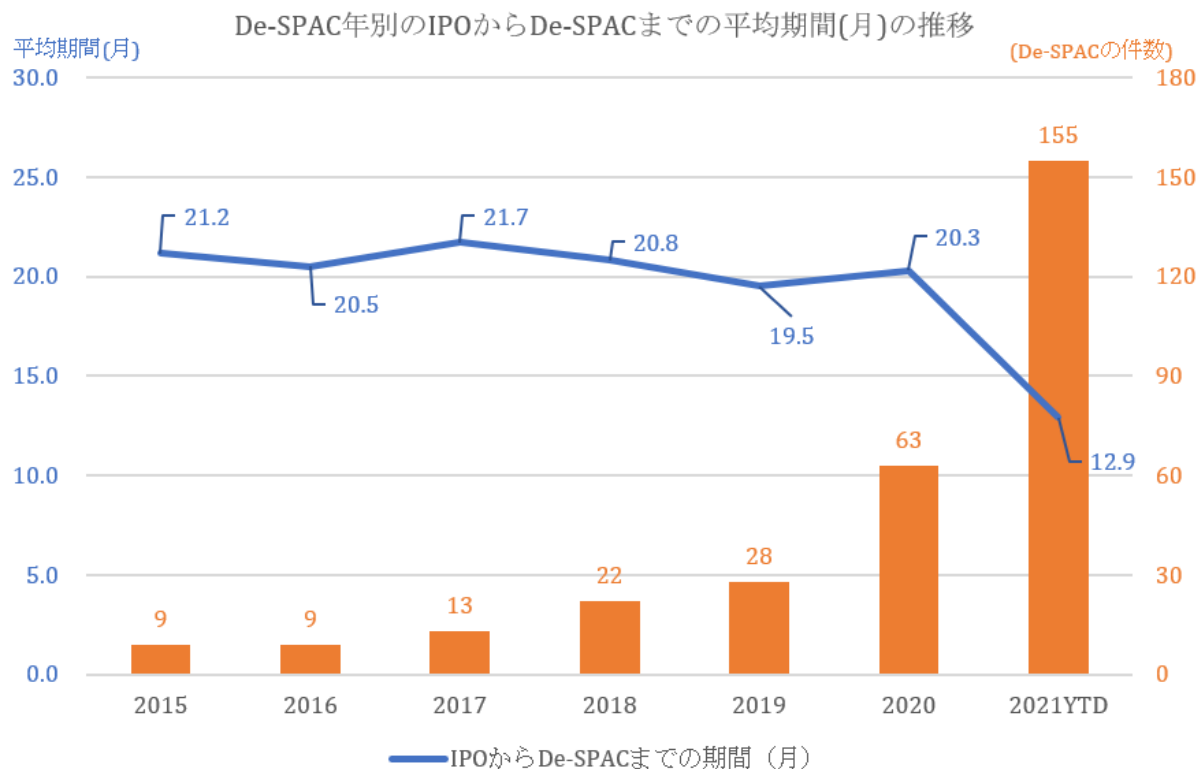


出典：SECファイリングを基に作成

7. SPACの上場日からDe-SPACの完了日までの期間（日数）

Dealogicのデータを基に2015年から2020年10月29日（データの収集日）までにDe-SPACを行ったSPAC299件を母集団として、暦年後のDe-SPACの件数およびIPOからDe-SPACまでの平均期間（月）の推移について調査した。2015年から2020年まではIPOからDe-SPACまでの平均期間が19.5月から21.7月の範囲で推移していたが、2021年には、IPOからDe-SPACまでの期間が12.9月へと大幅に短縮化していることがわかる。

【図表V-7-1 De-SPAC年別のIPOからDe-SPACまでの平均期間(月)の推移】



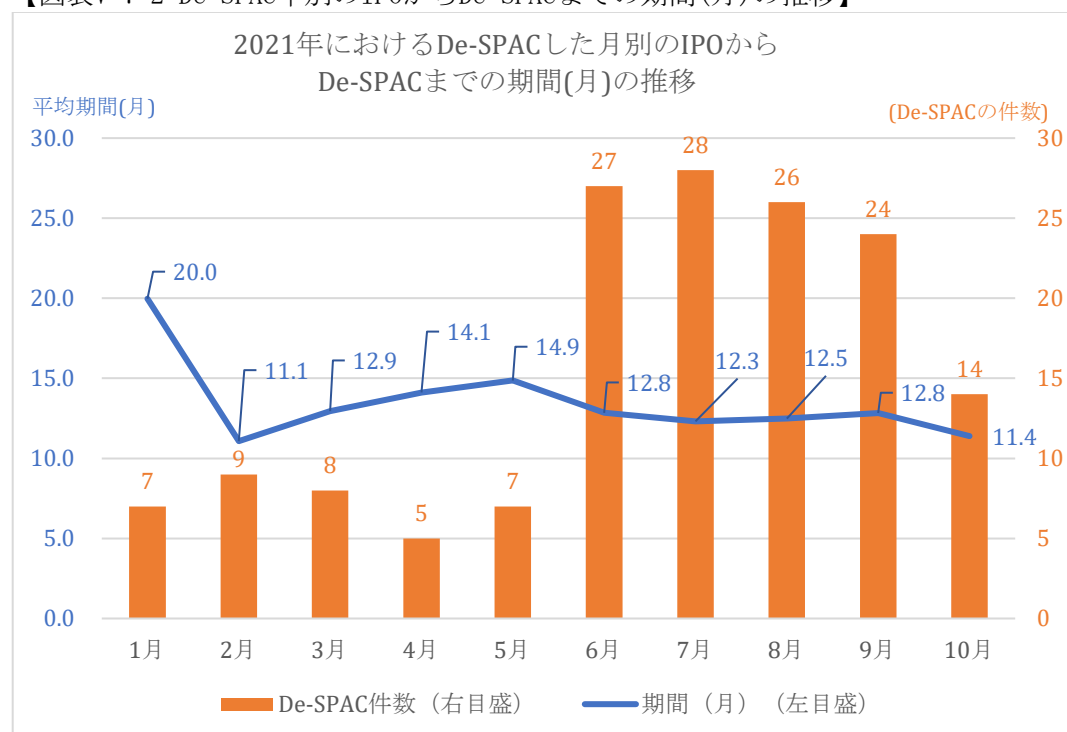
出典：Dealogicの2021年10月29日時点のデータを基に作成

（注1）Dealogicでカバーされていない情報については、SECファイリングにより補足している。

（注2）2021YTD（2021Year-To-Date）は、2021年1月から10月29日までを対象としている。

次に、図表V-7-1中、2021年1月から10月までにDe-SPACを行った155件のSPACを母集団として、2021年1月から10月までの各月ごとのDe-SPACの件数およびIPOからDe-SPACまでの期間の推移について調査を行った。その結果は、図表V-7-2に示したとおりである。2021年1月にDe-SPACを行った7件のSPACについては、IPOからDe-SPACまでの月数は平均20.0月であり、2020年における63件のSPACのIPOからDe-SPACまでの月数の平均である20.3月と近似している。2021年2月以降は、SPACのIPOからDe-SPACまでの月数の平均が急激に低下しており、11.1月から14.9月の範囲で推移している。

【図表V-7-2 De-SPAC年別のIPOからDe-SPACまでの期間(月)の推移】



出典: Dealogicの2021年10月29日時点のデータを基に作成

(注) Dealogicでカバーされていない情報については、SECファイリングにより補足している。

8. SPACのユニットの売買動向・リターン推移の分析

2020年1月から2021年10月までにDe-SPACを行った銘柄226件のうち、この調査では、Bloombergで価格データを取得できなかった4件とその他業種（1件）を除外した計221銘柄を母集団としている。なお、De-SPAC公表日のユニット価格がない場合、その直後で取得できた価格を使用、De-SPAC完了日のユニット価格がない場合、その直前で取得できた価格を使用している。このようにしてもDe-SPAC公表日またはDe-SPAC完了日のユニット価格を取得できなかった銘柄が上述の「Bloombergで価格データを取得できなかった4件」である。

各業種における個別銘柄のユニット価格のリターン率の単純平均（％）を、De-SPAC公表日およびDe-SPAC完了日の2時点で算定し、ユニット価格のリターン率（単純平均）の推移のグラフ化を図表V-8-1-1のとおり行った。

リターン率の算定に際してはユニット価格の増減のみを集計の対象としており、ユニット価格以外の要素をリターン率の試算上、考慮していない。

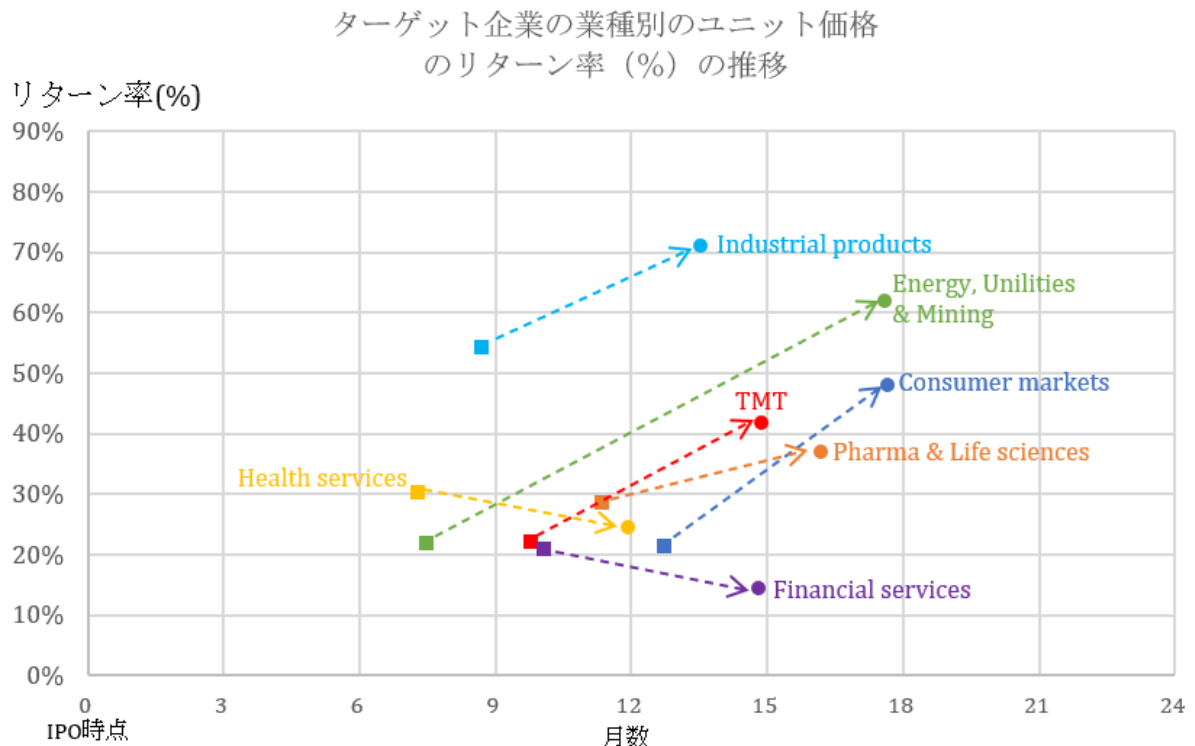
この調査の範囲内では、IPO時からDe-SPAC公表日まででユニット価格のリターン率の単純平均が最も高い業種およびIPO時からDe-SPAC完了日まででユニット価格のリターン率の単純平均が最も高い業種は、いずれも工業製品（Industrial products）（58銘柄の平均で、それぞれ+54.3%、+70.0%）であった。また、IPO時からDe-SPAC公表日までの期間およびIPO時からDe-SPAC完了日までの期間を考慮して、ユニット価格のリターン率を年率換算ベースで考えても、最も高い業種は工業製品（Industrial products）であることが図表V-8-1-1よりみてとれる。

この調査の範囲内では、IPO時からDe-SPAC公表日までの期間に限定して、ユニット価格のリターン率（年率換算）をみると、工業製品（Industrial products）の次に高いのが、ヘルスケア（Health services）とエネルギー等（Energy, Utilities & Mining）となっている。しかし、ヘルスケア（Health services）については、De-SPAC公表日からDe-SPAC完了日までのユニット価格のリターンが低くなることが図表V-8-1-1よりわかる。つまり、同図表中、ヘルスケア（Health services）については、矢印がやや右肩下がりとなっており、De-SPAC公表日からDe-SPAC完了日までの期間に限ると、ユニット価格の単純平均が低下する（リターン率がマイナス）ということを意味する。一方、エネルギー等（Energy, Utilities & Mining）については、De-SPAC公表日（IPO時点から平均で約7.5カ月）からDe-SPAC完了日（IPO時点から平均で約17.6カ月）までの期間（約10カ月）にかけて、大幅にユニット価格が上昇（+21.9%から+61.8%へ上昇）しているということがわかる。

この調査の範囲内では、製薬・ライフサイエンス（Pharma & Life sciences）、テクノロジー等（TMT）および消費財等（Consumer markets）の3業種については、De-SPAC公表日からDe-SPAC完了日にかけて、業種平均でユニット価格のリターン率が上昇している。これに対して、金融サービス（Financial services）については、ヘルスケア（Health services）と同様、De-SPAC公表日からDe-SPAC完了日にかけて、業種平均でユニット価格のリターン率が低下している。

(1) SPACのユニットの価格リターン（ターゲット企業の業種別）

【図表V-8-1-1 業種別の個別銘柄のユニット価格のリターン率（単純平均）の推移】



出典：Bloombergのデータを基に作成。

凡例

- ：De-SPAC公表日
- ：De-SPAC完了日

工業製品（Industrial products）（58銘柄）

De-SPAC完了日のユニット価格の上昇への寄与度が高い銘柄として、De-SPAC完了日のユニット価格のリターン率の単純平均である+70.9%（ユニット価格への換算で\$17.09）を+100.0%（ユニット価格への換算で\$10.00）以上上回るような上位の銘柄を抽出したところ、以下の8銘柄であった（SPAC名ではなく、ターゲット企業名で記載している）。特に、電気自動車（EV）向けを含めてバッテリー技術を事業ドメインとする企業が上位に多くみられる点が特徴的である。業種内の個別銘柄のリターン率の単純平均+70.9%に対し、標準偏差が104.8%と大きい点も特徴となっている。

- Hyliion Inc [バッテリー技術] +489.9%(\$58.99)
- Nikola Corp [乗用車/トラック] +395.5%(\$49.55)
- PureCycle Technologies LLC [化学]+301.5%(\$40.15)
- Romeo Systems, Inc. [バッテリー技術]+290.0%(\$39.00)
- Chargepoint [バッテリー技術]+264.1%(\$36.41)
- Stem, Inc. [バッテリー技術]+206.5%(\$30.65)
- Danimer Scientific [プラスチック製造]+192.1%(\$29.21)
- Arrival S.À R.L. [バッテリー技術]+179.9%(\$27.99)

エネルギー等 (Energy, Utilities & Mining) (6銘柄)

De-SPAC完了日のユニット価格の上昇への寄与度が高い銘柄として、De-SPAC完了日のユニット価格のリターン率の単純平均である+61.8% (ユニット価格への換算で\$16.18) を上回るような上位の銘柄を抽出したところ、以下の2銘柄であった (SPAC名ではなく、ターゲット企業名で記載している)。エネルギー等 (Energy, Utilities & Mining) は、6銘柄しかないため、残りの4銘柄に限ると、De-SPAC完了日時点のユニット価格は、\$8.48から\$11.13の範囲にあり、業種内でのユニット価格にバラつきがみられる点が特徴的である (リターン率の単純平均61.8%に対し、標準偏差は98.7%)。

[]内は主要な事業ドメインを、括弧内はDe-SPAC完了日時点の株価 (終値) をそれぞれ示している (次頁の工業製品業でも同様)。

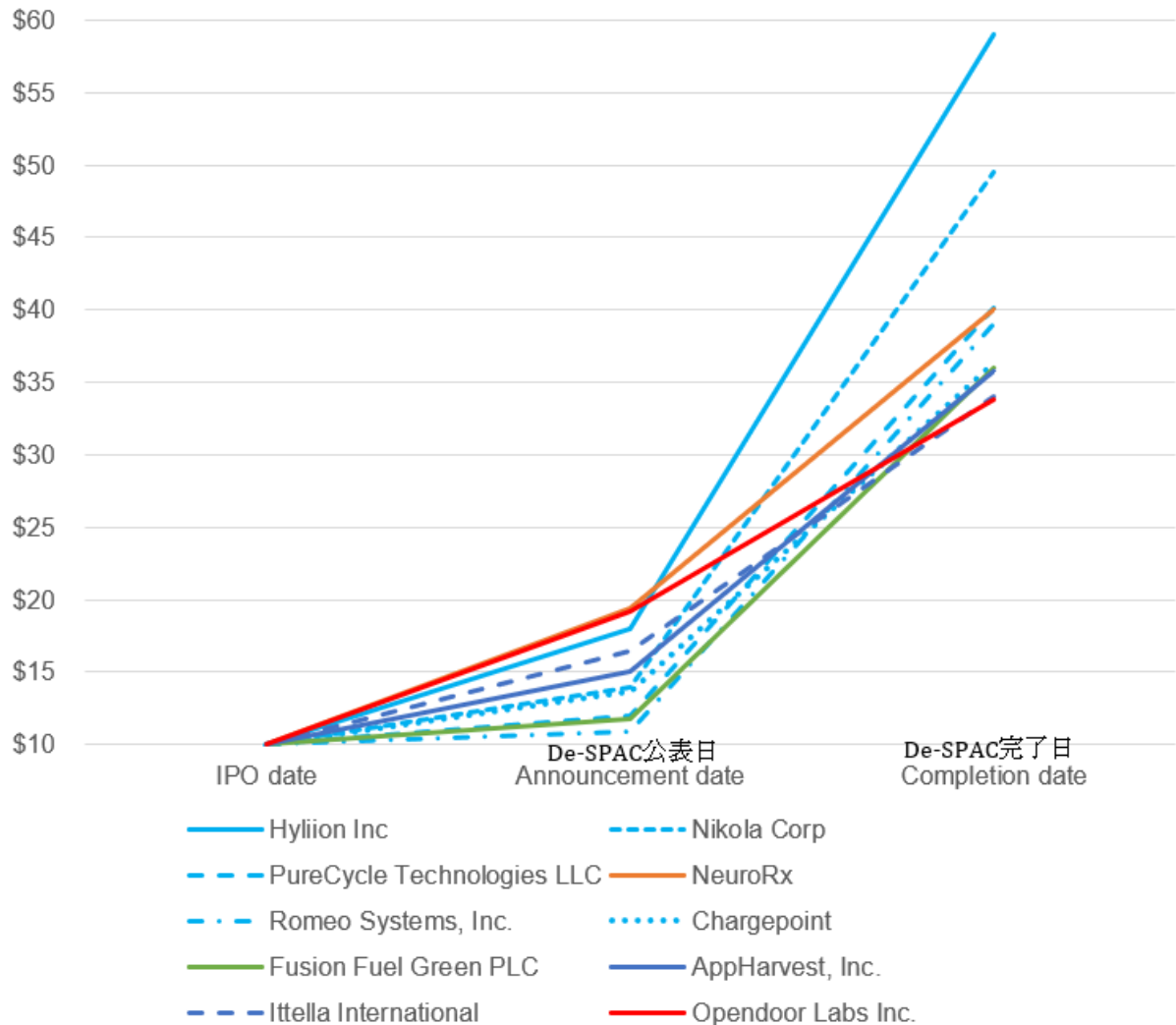
- Fusion Fuel Green PLC [クリーンエネルギー開発]+260.0%(\$36.00)
- Aria Energy LLC [再生可能天然ガス生産] +115.4%(\$21.54)

次に、De-SPAC完了日におけるSPACのユニット価格上位10銘柄を抽出 (図表V-8-1-2においてターゲット企業名 (または、その略称) で記載している) し、ユニット価格の推移について追加で分析を実施した。これらの抽出された10銘柄のユニット価格の推移は、図表V-8-1-2に示したとおりである。

De-SPAC完了日におけるユニット価格をみると、これらの10銘柄の中でも、Hyliion Inc の\$58.99とNikola Corpの\$49.55が特に高いことがわかる。

【図表V-8-1-2 De-SPAC完了日のSPACのユニット価格上位10銘柄のユニット価格の推移】

De-SPAC公表日のSPACのユニット価格上位10銘柄
のユニット価格の推移



出典：Bloombergのデータを基に作成

図表V-8-1-2のグラフ中、個別銘柄の線の色は、図表V-8-1-1におけるターゲット企業の業種ごとの色と同じにしている。ここで、上位10銘柄の業種の分布をみると、

1. 工業製品（Industrial products）（青色）：5件（うち、自動車(EVを含む)、バッテリー一技術関連銘柄が計4件）
 2. 消費財等（Consumer Markets）（青色）：2件
 3. 製薬・ライフサイエンス（Pharma & Life Sciences）（橙色）、エネルギー等（Energy, Utilities & Mining）（緑色）、テクノロジー等（TMT）（赤色）：各1件
- となっている。本分析の範囲内では、これらの上位10銘柄のユニット価格の値動きからは、De-SPAC公表日後にユニット価格の上昇幅が大きくなる傾向がみられる。De-SPAC公表日時点において、ターゲット企業名が一般に公表されることとなるため、その後、ターゲット企業の将来の収益性への期待等の要因を背景に、そのSPACのユニットに買いが多く集まることになる経済行動が示唆されているように考えられる。

また、これらの上位10銘柄については、1 ユニットに含まれるワラントが全銘柄平均(0.47w)と比較して、より多い(単純平均0.675w)という傾向がみられた。

1 ユニットに含まれるワラントの数量

1. 1ワラント: 4件 (うち、1件(Fusion)はさらに1 right)
2. 1/3ワラント: 3件
3. 1/2ワラント: 2件 (うち、1件(Neuro)はさらに1 right)
4. 3/4ワラント: 1件

なお、De-SPAC完了日時点のユニット価格が上位であっても、その後のリターンがよいとは限らない点には留意を要する(2022年1月25日時点において、SPAC Analytics¹⁹³の「Top performing SPACs」に含まれていたのは、この10銘柄のうち、Chargepointのみであった。

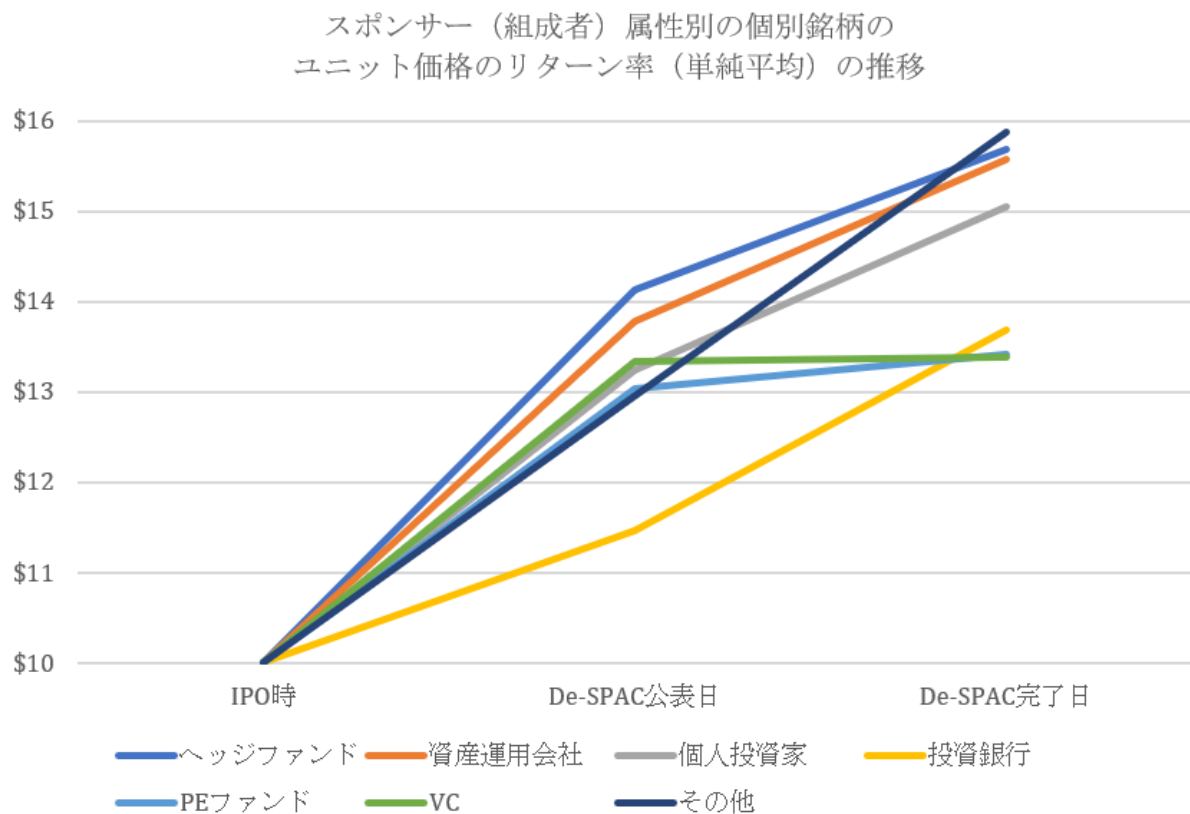
(2) SPACのユニットの価格リターン (スポンサーの属性別)

次に、Bloombergで価格データを取得できなかった4件を除外した計214件を母集団(2020年以降のDe-SPAC済み銘柄)として、スポンサーの属性別(個人投資家・エンジェル投資家、資産運用会社、投資銀行、ヘッジファンド(HF)、ベンチャーキャピタル(VC)、プライベート・エクイティ・ファンド(PEファンド)、その他)の平均ユニット価格の推移について分析を行った。スポンサーの属性別の平均ユニット価格の推移は、図表V-8-2-1のとおりである。

De-SPAC完了日時点における平均ユニット価格が高いスポンサー属性には、ヘッジファンド(平均\$15.99)や資産運用会社(平均\$15.83)が含まれている。

¹⁹³ <https://www.spacanalytics.com/>

【図表V-8-2-1 スポンサー（組成者）の属性別の個別銘柄のユニット価格のリターン率（単純平均）の推移】



出典：Bloombergのデータを基に作成

（注）De-SPAC完了日のユニット価格がない場合、その直前で取得できた価格を使用している。

本分析の範囲内では、ベンチャーキャピタル（VC）（緑色）及びPEファンド（水色）がスポンサー（組成者）の銘柄については、De-SPAC公表日時点の価格からDe-SPAC完了日時点の価格への上昇幅が小幅に留まる点が特徴的である。VCがスポンサー（組成者）のSPAC銘柄15件およびPEファンドがスポンサー（組成者）のSPAC銘柄41件のうち、それぞれ8件、18件について、De-SPAC公表日時点からDe-SPAC完了日時点にかけて、ユニット価格が下落したことが主な要因であると考えられる。図表V-2-2で示したとおり、VCがスポンサー（組成者）の銘柄については、付与されたワラントの単純平均が0.24wと最も少ない。このワラント付与が少ない事実がユニット価格へどの程度影響を与えているかまでは不明である。なお、ヘッジファンドがスポンサー（組成者）の銘柄については、0.32wと少ない部類であるものの、スポンサー（組成者）の属性別にみて、ユニット価格の平均価格が最も高いことと対照的であることからすると、De-SPAC公表日以降のユニット価格へ影響を与える要因としては、De-SPACのターゲット企業への期待などその他の要因も複数考えられる。実際、ヘッジファンドがスポンサー（組成者）であっても、ここでの集計対象としたSPAC14件のうち8件のユニット価格はDe-SPAC公表日からDe-SPAC完了日にかけて下落している。

(3) SPACのユニット及び株式の売買代金の期間別分析（スポンサーの属性別）

第IV章の個別事例調査で複数の事例をみた限りでは、De-SPAC公表日において、取引高が急増する傾向があるように見受けられる。

ここでは、

- IPOからDe-SPAC公表日の前日（前取引日）まで（以下、「Term 1」という）
 - De-SPAC公表日
 - De-SPAC公表日の翌日（翌取引日）からDe-SPAC完了日まで（以下、「Term 2」という）
- における1日当たりのユニット及び株式の売買代金の平均とIPO調達金額の平均の比率をスポンサーの属性ごとに算出し、その傾向について分析を行っている。

図表V-8-3-1より、De-SPAC公表日にユニットおよび株式の売買代金が増加する傾向にあること、また、同じTermでユニットと株式を比較すると、株式の方がより活発に取引されている（ただし、スポンサー属性がヘッジファンドのTerm 1を除く）ことがわかる。

また、「1日当たりのユニット売買代金（平均）÷IPO調達金額（平均）」の数値をTerm 1とTerm 2で比べると、どのスポンサー属性でもTerm 1の方が数値は大きくなっている。一方、「1日当たりの株式売買代金（平均）÷IPO調達金額（平均）」の数値をTerm 1とTerm 2で比べると、どのスポンサー属性でもTerm 2の方が数値は大きくなっている。このことから、時間の経過につれて、ユニットが株式とワラントとに区分されて取引されることが多くなることやワラントが行使されて株式へ転換されていることを示唆しているように思われる。

【図表V-8-3-1 SPACのユニットの売買代金の期間別分析（スポンサーの属性別）】

スポンサー の属性	IPO平均 調達金額 (億米ドル)	1日当たりのユニット売買代金 (平均) ÷ IPO平均調達金額			1日当たりの株式売買代金 (平均) ÷ IPO平均調達金額		
		Term 1	De-SPAC 公表日	Term 2	Term 1	De-SPAC 公表日	Term 2
個人投資家・ エンジェル投資家	2.51	70.3%	398.7%	12.7%	293.7%	6,421.7%	714.4%
プライベート エクイティ・ ファンド	3.19	19.3%	218.9%	5.3%	63.5%	2,185.5%	264.1%
資産運用会社	2.41	12.3%	115.7%	3.8%	27.4%	1,689.7%	174.1%
投資銀行	2.50	10.3%	65.6%	2.3%	18.8%	565.5%	48.1%
ヘッジファン ド	2.43	8.5%	79.1%	3.3%	7.4%	1,009.0%	100.3%
ベンチャー・ キャピタル	3.82	8.8%	99.3%	2.3%	24.1%	833.0%	62.4%
その他	3.31	4.0%	39.4%	1.4%	6.6%	533.8%	56.1%

出典：Bloombergのデータを基に作成

(4) SPACのユニット及び株式の売買代金の期間別分析（ターゲット企業の業種別）

ここでは、

- IPOからDe-SPAC公表日の前日（前取引日）まで（Term 1）
 - De-SPAC公表日
 - De-SPAC公表日の翌日（翌取引日）からDe-SPAC完了日まで（Term 2）
- における1日当たりのユニット及び株式の売買代金の平均とIPO調達金額の平均の比率をターゲット企業の業種別に算出し、その傾向について分析を行っている。

図表V-8-4-1より、ターゲット企業の業種の関わらず、De-SPAC公表日にユニットおよび株式の売買代金が増加する傾向にあること、また、同じTermでユニットと株式を比較すると、株式の方がより活発に取引されている（ただし、ターゲット企業の業種がOtherのTerm 1を除く）ことがわかる。

また、「1日当たりのユニット売買代金（平均）÷IPO調達金額（平均）」の数値をTerm 1とTerm 2で比べると、Energy, Utilities & Mining以外の業種では、Term 1の方が数値は大きくなっている。一方、「1日当たりの株式売買代金（平均）÷IPO調達金額（平均）」の数値をTerm 1とTerm 2で比べると、ターゲット企業のどの業種でもTerm 2の方が数値は大きくなっている。このことから、(3)と同様に、時間の経過につれて、ユニットが株式とワラントとに区分されて取引されることが多くなることやワラントが行使されて株式へ転換されていることを示唆しているように思われる。

【図表V-8-4-1 SPACのユニット及び株式の売買代金の期間別分析（ターゲット企業の業種別）】

ターゲット企業の業種	IPO平均調達金額 (億米ドル)	1日当たりのユニット売買代金 (平均) ÷ IPO平均調達金額			1日当たりの株式売買代金 (平均) ÷ IPO平均調達金額		
		Term 1	De-SPAC 公表日	Term 2	Term 1	De-SPAC 公表日	Term 2
Consumer Markets	2.34	12.3%	126.2%	3.1%	17.2%	728.3%	78.3%
Energy, Utilities & Mining	2.96	3.3%	27.6%	0.5%	9.1%	120.0%	15.8%
Financial Services	3.59	10.7%	97.1%	2.6%	19.7%	795.2%	94.0%
Health Services	3.84	6.7%	34.7%	1.7%	8.1%	550.1%	49.8%
Industrial Products	2.99	37.0%	324.8%	7.9%	264.8%	5,993.1%	707.3%
Pharma & Life Sciences	1.85	35.6%	152.3%	7.7%	36.0%	1,677.3%	111.1%
TMT	2.67	30.2%	270.2%	8.4%	58.1%	2,840.5%	283.0%

出典：Bloombergのデータを基に作成

9. 米国のSPAC銘柄の平均的なパフォーマンスを示す指標と米国の代表的な株式指数インデックス指標との比較

ここでは、米国の証券取引所に上場しているSPACの株式のパフォーマンスを示す指標と米国の代表的な株価指数の推移の比較を行った。米国の証券取引所に上場しているSPACの株式のパフォーマンスを示す指標として、

① S&P米国SPAC指数

② ISPAC

を採用している。両指標の概要は、以下のとおりである。両指標との比較対象とする米国の代表的な株価指数として、NASDAQ総合指数およびニューヨーク・ダウ（以下、「NYダウ」という）を採用している。

① S&P米国SPAC指数

S&P米国SPAC指数は、米国の証券取引所に上場しているSPACの普通株式30銘柄以上のパフォーマンスを測定するように設計されている。2022年2月28日時点の構成銘柄は129銘柄となっている。

当該指数の構築メソドロジーおよび基本情報などの詳細については、同指数を提供しているS&P Dow Jones Indices社のウェブサイトによると、転載が禁じられているため、同社のウェブサイト¹⁹⁴を参照されたい。

② ISPAC

ISPACの正式名称は、「The Indxx SPAC & NextGen IPO Index」であり、新規に米国で上場したSPACの株式やDe-SPAC後の米国株式のパフォーマンスを測定する、パッシブなルールベースの指数である。2022年3月7日時点の構成銘柄は395銘柄となっている。40%がSPAC銘柄、残り60%がDe-SPAC後の銘柄で構成される。

当該指数の構築メソドロジーおよび基本情報などの詳細については、同指数を提供しているIndxx社のウェブサイトによると、転載が禁じられているため、同社のウェブサイト¹⁹⁵を参照されたい。

図表V-9では、すべての指数を2020年4月30日時点で100であると仮定して、その後の取引日における各指数を2020年4月30日時点の同指数で除して得られた比率によりプロットし、グラフ化している。

S&P米国SPAC指数及びISPACは、2020年4月末から、途中で下落はあったものの、大まかには2021年2月中旬くらいまで、NASDAQ総合指数、NYダウおよびラッセル2000と比較して、上昇傾向が強くなっている。

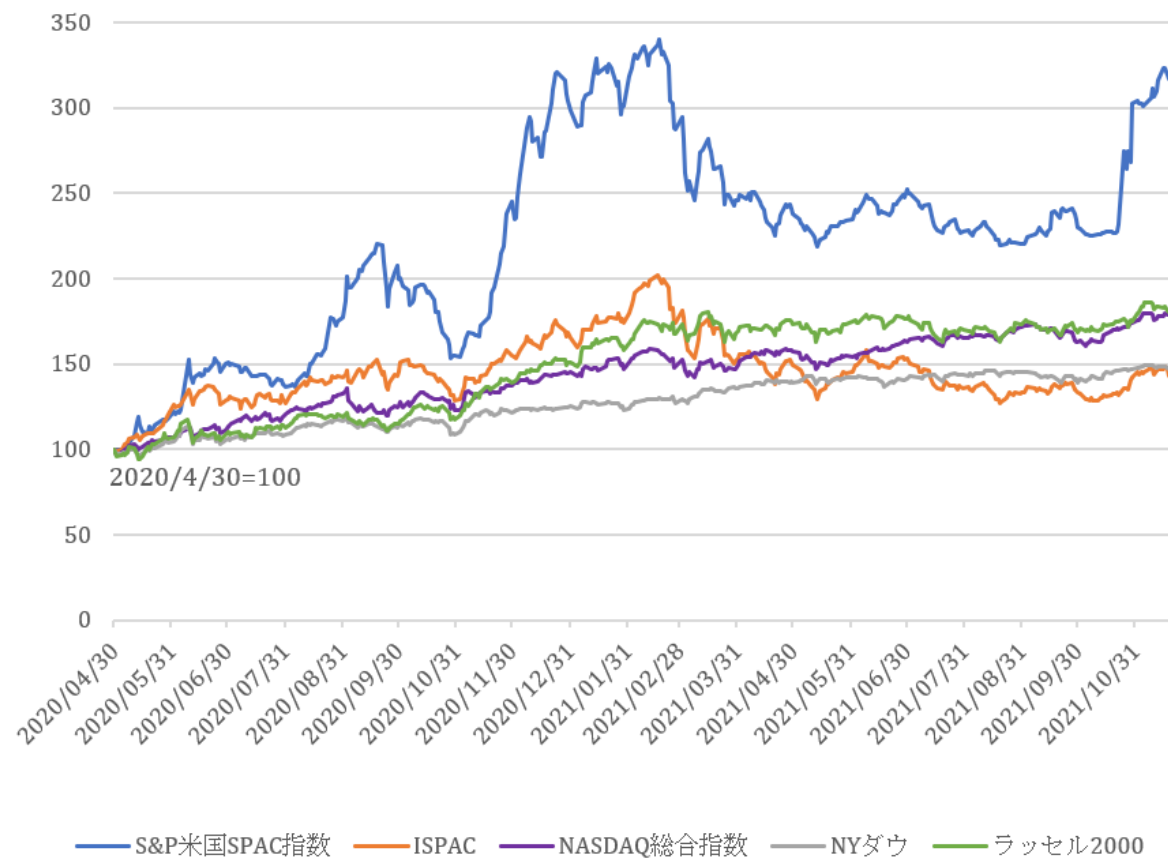
S&P米国SPAC指数及びISPACは、2021年2月中旬にピークを迎えた後、反落している。これはSECによる注意喚起等が影響した可能性があるものと考えられ、NASDAQ総合指数、NYダウおよびラッセル2000が緩やかな上昇トレンドにある点と対照的な結果となっている。

S&P米国SPAC指数及びISPACは、2021年4月くらいから同年10月下旬まで上下に動いているものの、一定の幅で推移し、その後、S&P米国SPAC指数は、2021年10月下旬以降、NASDAQ総合指数、NYダウおよびラッセル2000と比較すると上昇率が高くなっている一方、ISPACは、NASDAQ総合指数、NYダウおよびラッセル2000と整合的に動く結果となっている。

¹⁹⁴ <https://www.spglobal.com/spdji/jp/indices/strategy/sp-us-spac-index/#overview>

¹⁹⁵ <https://www.indxx.com/indices/thematic/indxx-spac--nextgen-ipo-index-tr>

【図表V-9 SPAC銘柄の平均的なパフォーマンスとインデックス指標との比較】



出典：Bloombergのデータを基に作成

10. De-SPAC後の業績予測に関する分析

2013年以降2021年10月までにDe-SPACを行ったSPAC145件のうち、50件（抽出したサンプルについては、別添資料II参照）¹⁹⁶を抽出し、Form S-4などのSECファイリングを閲覧し、De-SPAC後の業績予測（prospective financial information / projection）に関する開示情報の事例を収集した。この収集した開示情報について、以下の分析を行った。

- (1) 業績予測の開示での頻出項目の分析
- (2) 業績予測の開示項目数の分析
- (3) 業績予測の開示年数の分析
- (4) 業績予測と実績値の比較分析

- (1) 業績予測の開示での頻出項目の分析

サンプルとして抽出したSPACによるDe-SPACの公表時の業績予測の開示事例を閲覧し、どのような項目が開示されていることが多いのかについて分析を行った。開示頻出項目は、図表V-10-1のとおりである。本分析の範囲内では、開示項目として業績予測の開示に含められる頻度の高い項目は、（調整後）EBITDA（（Adjusted）EBITDA）および収益または売上高（Revenue）であった。

開示項目として、いくつかのnon-GAAP指標（一般に公正妥当と認められる会計原則による定めがない指標）が含まれている点が特徴の1つとして挙げられる。non-GAAP指標で開示頻度の高い項目には、（Adjusted）EBITDAや（Unlevered/Levered）Free cash flow（アンレバード・フリー・キャッシュ・フローまたはレバード・フリー・キャッシュ・フロー）が含まれる。

- （Adjusted）EBITDA・・・EBITDA（Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization）は、金利・税金・償却費控除前利益を意味する。EBITDAは、海外企業や同業他社の業績との比較・分析する際に用いられることが多い、企業の収益力を測る指標であるとされる。EBITDAには、いくつかの計算式があり、決まった計算式は存在しない。例えば、
$$\text{EBITDA} = \text{営業利益} + \text{減価償却費} \cdot \text{償却費}$$

という計算式が使われる。このEBITDAが、後述のような調整（adjust）が行われたうえで、開示されることが多い。
- （Unlevered/Levered）Free cash flow・・・Free cash flow（フリー・キャッシュ・フロー）とは、一般的には、企業が事業運営上、必要とする運転資本や資本的支出を超える営業キャッシュ・フローの金額のことを指す。フリー・キャッシュ・フローは、株主への配当、新規事業への投資など、企業が自由に使えるキャッシュ・フローであると考えることができる。Free cash flowには、いくつかの計算式があり、決まった計算式は存在しない。例えば、
$$\text{Unlevered free cash flow} = \text{税引後営業利益} + \text{非現金支出費用（減価償却費やのれんの償却費など）} - \text{設備投資} + \text{運転資本増加額}$$

という計算式が使われる。
このUnlevered free cash flow（アンレバード・フリー・キャッシュ・フロー）について、B/S有利子負債など資本構成の影響を考慮に入れた指標がLevered free cash flow（レバード・フリー・キャッシュ・フロー）である。例えば、

¹⁹⁶ 本章（第V章）では、2020年1月から2021年10月までにDe-SPACを行ったSPACを対象とした分析が多いものの、10. De-SPAC後の業績予測に関する分析では、(4)の業績予測と実績値の比較分析を行うため、2015年から2019年までにDe-SPACを行ったSPACについてもサンプル（30件）を無作為で抽出している。2020年から2021年までにDe-SPACを行ったSPAC20件のサンプルについても無作為で抽出している。

Levered free cash flow (レバード・フリー・キャッシュ・フロー) = 当期純利益 + 非現金支出費用 (減価償却費やのれんの償却費など) - 設備投資 + 運転資本増加額 + 正味有利子負債発行額 (返済額)
という計算式が使われる。

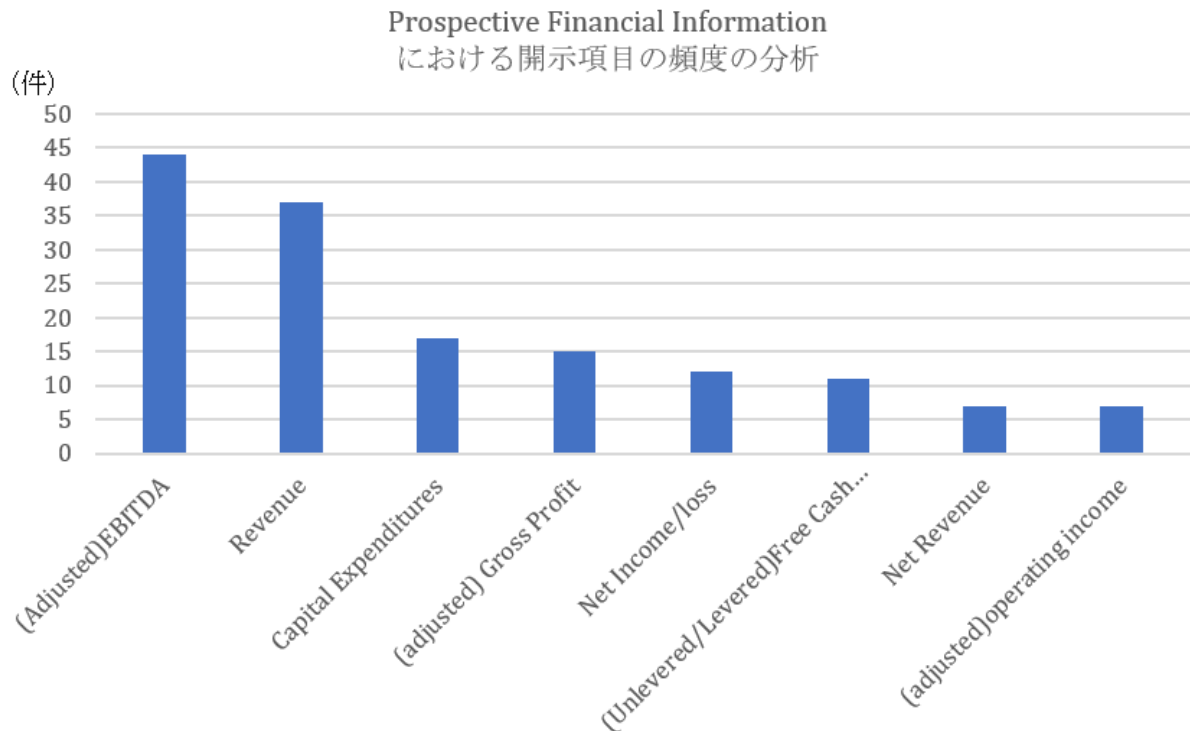
また、いくつかの会計上の数値が調整 (adjust) された上で開示されることも多い点も特徴である (例: adjusted gross profit (調整後売上総利益)、adjusted operating income (調整後営業利益))。このような調整が行われた上で開示がなされているのは、一般的には、期間比較 (数期間にわたる推移の比較) や他社 (特に同業他社) との比較などを行いやすくするためであると考えられる。考え得る調整としては、例えば、1回限りの非継続的な取引 (例えば、金額の大きな不動産の売却取引) に関わる損益の除外、特定の時点から断絶した取引や新規に発生した取引による影響の反映、会計方針の変更による影響の考慮が挙げられる。

- (Adjusted) gross profit・・・gross profitは、売上総利益のことを指す。売上総利益=売上高-売上原価として計算される。これに対して、上述のような調整が加えられた指標をAdjusted gross profit (調整後売上総利益) という。
- (Adjusted) operating income・・・operating incomeは、営業利益のことを指す。一般的には、営業利益=売上総利益 - 販売費および一般管理費として計算される。これに対して、城所津のような調整が加えられた指標をAdjusted operating income (調整後営業利益) という。

これ以外にも、業績予測の中で開示されることの多いnon-GAAP指標には、capital expenditure (資本的支出) が含まれる。略して、「CAPEX」 (キャペックス) と呼ばれることもある。

- capital expenditure・・・capital expenditure (資本的支出) は、一般的には、建物などの不動産や機械設備などの有形固定資産の価値を高めるためや耐用年数を延ばすための支出を指す。このcapital expenditureの中には、通常の維持管理や原状回復のための修繕費的な支出 (収益的支出) は含まれない。capital expenditureは、企業によっては「設備投資」に近い意味で使われることもある。開示資料の中でcapital expenditureの定義が記載されている場合、どのように定義されて使われているのかについて留意が必要である。

【図表V-10-1 De-SPAC公表時の予測財務情報の開示頻出項目の分析】



出典：SECファイリングを基に作成

(参考) 図表V-10-1で使用されている用語の抄訳

- adjusted EBITDA (調整後EBITDA)
- revenue (売上高、収益)
- capital expenditure (資本的支出)
- adjusted gross profit (調整後売上総利益)
- Net income / loss (当期純利益または当期純損失)
- (unlevered / levered) free cash flow (アンレバード・フリー・キャッシュ・フローまたはレバード・フリー・キャッシュ・フロー)
- net revenue (純売上高、純収益)
- adjusted operating income (調整後営業利益)

(2) 業績予測の開示項目数の分析

サンプルとして抽出したSPACによるDe-SPACの公表時の業績予測において、どのくらいの数の項目が実務上、開示されることが多いのかについて分析を行った。なお、業績予測の開示において表形式で開示されている項目数を集計しているため、文章形式で開示されている項目については、集計の対象に含めていない。これらの集計の結果は、図表V-10-2のとおりである。

本分析の範囲内では、業績予測の開示項目数として多かった順に、3項目が8件、2項目および8項目がそれぞれ5件となっており、業績予測の開示項目数の分布をみると、2項目から8項目の範囲での開示が多い（合計で32件（全体の64%））ことがわかる。

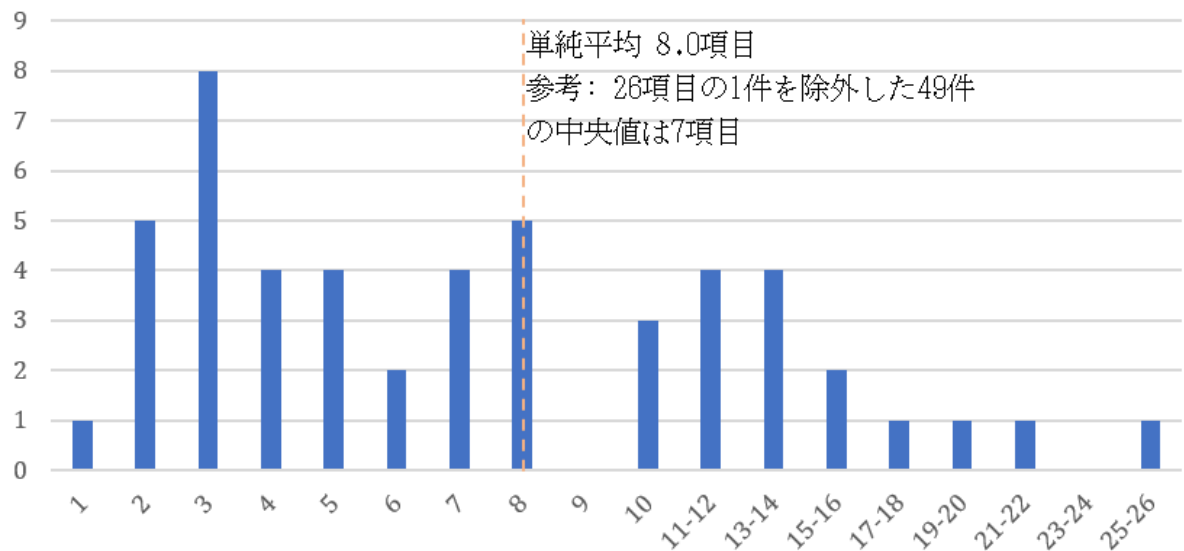
50件のサンプルの業績予測の開示項目数の単純平均は、約8.0項目と試算された。業績予測の開示の中で15項目以上の項目を開示しているSPACが計6件あり、これらが開示項目数の平均の上昇を主に牽引したものとする。なお、26項目を開示している1件を除外して、中央値を試算すると、中央値は7項目となっている。

なお、多くの項目を開示している事例になるほど、% Growth、% Marginといった成長率（%）や利益率（%）も業績予測の項目として含めることや段階利益（例えば、営業利益や当期純利益）からEBITDAやAdjusted EBITDAまでの調整項目についても開示項目として含めることが多くなるという傾向がみられる。また、このような多くの項目を開示している事例では、Capex（資本的支出）以外のキャッシュ・フロー項目についても開示項目として含めることが多くなる傾向がみられる点も特徴的である。

業績予測として3項目を開示しているSPACが8件あり、これら8件のSPACが開示項目している項目として、多かったのは、Adjusted EBITDAおよび（Total）Revenue（総売上高）がともに7件と突出しており、図表V-10-1と整合的な結果が得られた。

【図表V-10-2 De-SPAC公表時の予測財務情報の開示項目数の分布】

業績予測での開示項目数の分布



出典：SECファイリングを基に作成

(3) 業績予測の開示年数の分析

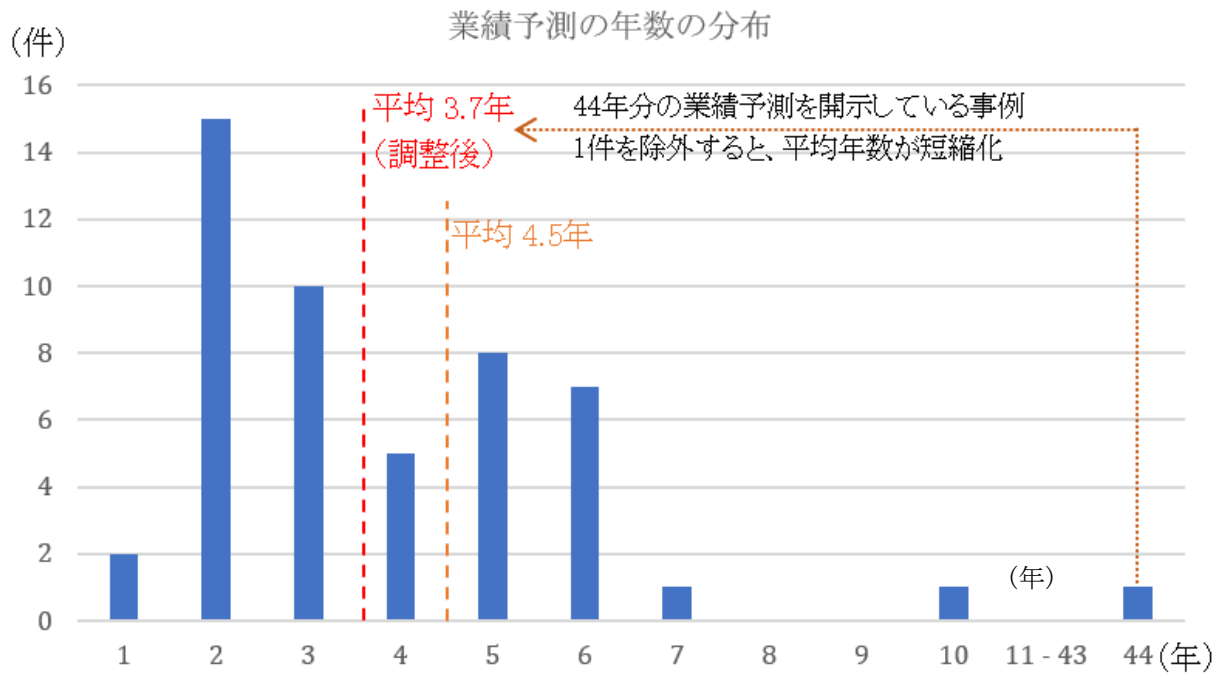
サンプルとして抽出したSPACによるDe-SPACの公表時の業績予測の年数を集計し、何年分の業績予測が開示されていることが多いのかについて分析を行った。分析の結果は、図表V-10-3のとおりである。

本分析の範囲内では、業績予測の年数として多かった順に、2年（15件）、3年（10件）、5年（8件）となっており、業績予測の開示年数の分布をみると、bimodal（二峰性）の傾向があることが示唆される。

50件のサンプルの業績予測の年数の単純平均は、約4.5年と試算された。ただし、44年分の業績予測を行っているSPACが1件（Harmony Merger Corp.¹⁹⁷）あったため、この1件を除外すると、上述の単純平均は、約3.7年と試算される。

¹⁹⁷ Harmony Merger Corpは、2017年6月29日付でファイリングしたSEC Form DEFM14A（以下のリンク先参照）において、ターゲット企業（NextDecade LLC）により提供された業績予測（Projections Furnished by NextDecade to Harmony）を開示している。https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1612720/000121390017007005/defm14a0617_harmonymerger.htm

【図表V-10-3 業績予測の開示年数の分布】



出典：Bloombergを基に作成

(4) 業績予測と実績値の比較分析

ここでは、図表V-10-1上、SPACによるDe-SPACの公表時の業績予測としてNet income/lossを開示項目としている12件のSPACが買収したターゲット企業を母集団として業績予測と実績値の比較分析を行う。これら12件のSPACによる業績予測の年数の単純平均は約3.8年となっている。この約3.8年という数値は、図表V-10-3で試算した結果と概ね整合的な結果であると考えられる。なお、図表V-10-4では、表現されていないものの、2021年にDe-SPACしたChurchill Capital Corp IV (EV事業のAtieva, Inc. (Lucid Motors)を買収)は、10年分の業績予測を開示している。

これらの11件のターゲット企業について、SPACがDe-SPAC前に開示した業績予測に対して、Form 10-KなどのSECファイリングより、実績値を確認し、業績予測の正確性の検証を実施した。その結果は、図表V-10-4のとおりである。この比較分析の範囲内では、実績値が業績予測を下回ることが多かったことが観察される。一方、2016年にSPACとの合併を通じてNasdaqへ上場したHostess Brands LLC (食品業)は、2017年12月期に、当期純利益 (Net income) が2.58億米ドルとなっており、De-SPAC時の予測である1.01億米ドルを約1.56億米ドルほど上回っている。

本分析のサンプルとした2020年と2021年にDe-SPACを行ったSPACについては、業績予測が数年にわたるため、2022年以降の業績予測については、本分析を実施した2022年3月の時点では、正確性の検証をできないため、図表V-10-4中、「TBD」と表示している。

【図表V-10-4 業績予測と実績値の比較分析】

(上段の単位：億米ドル)

De-SPAC後の企業名(業種) [SPAC名]De-SPAC年	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目
EveryWare Global Inc (Consumer markets業) [ROI Acquisition Corp] 2013年	△0.00 △202%	△0.00 △654%				
Pangaea Logistic Solutions, Ltd (Consumer markets業) [Quartet Merger Corp] 2014年	△0.45 △143%	△0.30 △69%	△0.48 △84%			
Blue Bird Corporation (Industrial products業) [Hennessy Capital Acquisition Corp] 2015年	△0.21 △89%	△0.14 △49%	△0.29 △81%	△0.11 △28%	△0.11 △27%	△0.21 △46%
China Lending Corporation (Financial services業) [DT Asia Investments Ltd] 2016年	△0.02 △13%	△0.14 △44%	△1.03 △213%	△1.57 △250%	△0.51 △68%	
Hostess Brands LLC (Consumer markets業) [Gores Holdings Inc] 2016年	△0.23 △31%	1.56 154%				
WKI Holding Company, Inc. (TMT業) [GP Investments Acquisition Corp] 2017年	0.55 51%	△0.88 △419%				
Playa Hotels & Resorts N.V. (Consumer markets業) [Live Oak Acquisition Corp] 2017年	△0.17 △45%	△0.50 △100%				
Organogenesis Inc (Pharma & Life Sciences業) [Avista Healthcare Public Acquisition Corp] 2018年	△0.04 △6%	△0.20 △103%				
OneSpaWorld LLC (Consumer markets業) [Haymaker Acquisition Corp] 2019年	△0.24 △96%	△0.67 △216%	△3.36 △700%			
Danimer Scientific, Inc. (Industrial Products業) [Live Oak Acquisition Corp] 2020年	△0.12 △405%	△0.91 △510%	TBD	TBD	TBD	TBD
United Shore Financial Services, LLC (Financial services業)	11.85 54%	△1.22 △7%	TBD			

De-SPAC後の企業名(業種) [SPAC名]De-SPAC年	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目
[Gores Holdings IV Inc] 2021年						
Atieva, Inc. ("Lucid Motors") (Industrial products 業) [Churchill Capital Corp I V] 2021年	△10.86 △73%	TBD	TBD	TBD	TBD	TBD

出典：SECファイリングを基に作成

(注) 1年目から6年目の列の数値の上段は業績予測からの乖離金額（単位：億米ドル）、下段（斜体）は業績予測からの乖離率（単位：%）を示している。

- 業績予測からの乖離金額＝実績値－予測値
- 業績予測からの乖離率＝業績予測からの乖離金額÷（業績予測値の絶対値）

として試算している。

VI. 参考

各国上場規程

米国 NYSE listing manuals	https://nyse.wolterskluwer.cloud/listed-company-manual
米国 Nasdaq listing rules	https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules
英国FCA Handbook	https://www.handbook.fca.org.uk/handbook
ドイツFWB SPAC上場制度	https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/primary-market/going-public/SPAC
カナダTSX SPAC上場制度	https://www.tsx.com/listings/listing-with-us/listing-guides/ways-to-list/special-purpose-acquisition-corporation-spac
カナダTSXV CPC上場制度	https://www.tsx.com/resource/en/2480
シンガポール SGX Mainboard Rules	http://rulebook.sgx.com/rulebook/mainboard-rules
香港 HKEX Main Board Listing Rules	https://en-rules.hkex.com.hk/rulebook/main-board-listing-rules

VII. おわりに

本調査を通じて、諸外国におけるSPACの実態について、それぞれ以下の観点からの示唆が得られたものとする。

(1) 米国・英国におけるSPAC関連の制度に係る実態調査

我が国では2021年に閣議決定された成長戦略実行計画において、「SPACを導入した場合に必要な制度整備について、米国をはじめとする海外の規制当局の対応やSPACをめぐる市場の動向、我が国の国際競争力の強化の視点を踏まえつつ、検討する」とされており、SPAC制度の導入の是非に関する議論が進められているところである。我が国におけるSPAC制度の検討に際しての参考情報を収集することを目的とし、米国および英国における現行のSPAC制度について詳細に調査を行った。本委託業務は、米国および英国の現行のSPAC制度の実態を把握し、今後、我が国における検討を進める上で、参考となる有益な情報を示すものである。

(2) 米国におけるSPACに係る個別事例の調査

本調査を通じて得た情報は、(1)および後述の(3)の分析では把握しきれないSPACの個別事例の詳細について把握した情報であり、米国におけるSPACの実態状況に係る有益な情報を含んでいる。

(3) 米国におけるSPACをめぐる市場の動向に係るデータの分析

本分析では、米国におけるSPACの活用状況や市場の動向についての基礎的な一次情報に加え、株式市場におけるパフォーマンスを定性的・定量的に把握し、データの分析を行い、さまざまな観点から有用な洞察を得ることができた。

(4) 諸外国における規制当局および市場の最新動向に係る調査

本調査を通じて得た情報は、諸外国における規制当局の対応や市場の最新の動向に係る調査を行い、諸外国におけるSPAC活用状況や市場の動向に係る実態について把握した情報であり、我が国における検討を進める上で、有用な参考資料である。

今後、我が国がSPAC制度を導入することとした場合に必要な制度の整備を検討するに際して、または、スタートアップ等への新たなリスクマネー供給手法を検討するに際して、米国や英国をはじめとする諸外国におけるSPAC制度の在り方の理解が重要であろう。

最後に、SPAC調査にご回答いただいたSPACの関連者の方々、インタビューにご協力いただいたSPACスポンサー等に所属するの方々、その他SPACに関連のある団体・組織等の方々に感謝の意を申し上げますとともに、本調査に協力していただいた産業組織課の方々にも謝意を申し上げます。

【別添資料Ⅰ】 第Ⅴ章の主な分析の対象としたSPAC226件（2020年1月から2021年10月までにDe-SPACを行ったSPAC） のリスト

第Ⅴ章の主な分析の対象としたSPAC226件（2020年1月から2021年10月までにDe-SPACを行ったSPAC）は、以下のとおりである。

2020年にDe-SPACを行ったSPAC（順不同）

- Mosaic Acquisition Corp
- GS Acquisition Holdings Corp
- Gores Holdings III Inc
- B Riley Principal Merger Corp
- Boxwood Merger Corp
- TTK Symphony Acquisition Corp
- ChaSerg Technology Acquisition Corp
- DD3 Acquisition Corp
- Tiberius Acquisition Corp
- EdtechX Holdings Acquisition Corp
- Pensare Acquisition Corp
- Diamond Eagle Acquisition Corp
- Wealthbridge Acquisition Ltd
- Mudrick Capital Acquisition Corp
- VectoIQ Acquisition Corp
- Nebula Acquisition Corp
- Proficient Alpha Acquisition Corp
- Act II Global Acquisition Corp
- Gordon Pointe Acquisition Corp
- ARYA Sciences Acquisition Corp
- Leo Holdings Corp
- Pure Acquisition Corporation
- Collier Creek Holdings
- Far Point Acquisition Corp
- Graf Industrial Corp
- Tortoise Acquisition Corp
- 8i Enterprises Acquisition Corp
- Churchill Capital Corp III
- Insurance Acquisition Corp
- Software Acquisition Group Inc
- Forum Merger II Corp
- FinTech Acquisition Corp III
- DiamondPeak Holdings Corp
- ARYA Sciences Acquisition Corp II
- Conyers Park II Acquisition Corp
- Healthcare Merger Corp
- Spartan Energy Acquisition Corp
- KBL Merger Corp IV
- Netfin Acquisition Corp

- B Riley Principal Merger Corp II
- CF Finance Acquisition Corp
- Fortress Value Acquisition Corp
- Orisun Acquisition Corp
- Legacy Acquisition Corporation
- Kensington Capital Acquisition Corp
- Gores Metropoulos Inc
- HL Acquisitions Corp
- Tenzing Acquisition Corp
- Trine Acquisition Corp
- Flying Eagle Acquisition Corp
- Opes Acquisition Corp
- Schultze Special Purpose Acquisition Corp
- Social Capital Hedosophia Holdings Corp II
- Hennessy Capital Acquisition Corp IV
- Haymaker Acquisition Corp II
- LifeSci Acquisition Corp
- Monocle Acquisition Corp
- Pivotal Investment Corp II
- PropTech Acquisition Corp
- RMG Acquisition Corp
- dMY Technology Group Inc
- Landcadia Holdings II Inc
- Live Oak Acquisition Corp
- Tottenham Acquisition I Ltd

2021年1月から10月にDe-SPACを行ったSPAC（順不同）

- LF Capital Acquisition Corp
- Social Capital Hedosophia Holdings Corp III
- Megalith Financial Acquisition Corp
- South Mountain Merger Corp
- Oaktree Acquisition Corp
- Acamar Partners Acquisition Corp
- Gores Holdings IV Inc
- Novus Capital Corp
- AMCI Acquisition Corp
- CC Neuberger Principal Holdings I
- FS Development Corp
- INSU Acquisition Corp II
- Mountain Crest Acquisition Corp
- Panacea Acquisition Corp
- Longview Acquisition Corp
- Switchback Energy Acquisition Corp
- CF Finance Acquisition Corp II
- Colonnade Acquisition Corp
- InterPrivate Acquisition Corp
- Roth CH Acquisition I Co

- Longevity Acquisition Corp
- Newborn Acquisition Corp
- CIIG Merger Corp
- Foley Trasimene Acquisition Corp II
- Replay Acquisition Corp
- Collective Growth Corp
- New Providence Acquisition Corp
- dMY Technology Group Inc II
- Star Peak Energy Transition Corp
- Vesper Healthcare Acquisition Corp
- GigCapital3 Inc
- Northern Genesis Acquisition Corp
- Experience Investment Corp
- Altimar Acquisition Corp
- Big Rock Partners Acquisition Corp
- Social Capital Hedosophia Holdings Corp V
- Northern Star Acquisition Corp
- Jaws Acquisition Corp
- Juniper Industrial Holdings Inc
- TS Innovation Acquisitions Corp
- Deerfield Healthcare Technology Acquisitions Corp
- ARYA Sciences Acquisition Corp III
- FinServ Acquisition Corp
- GigCapital2 Inc
- HighCape Capital Acquisition Corp
- Thunder Bridge Acquisition II Ltd
- Churchill Capital Corp II
- ArcLight Clean Transition Corp
- Silver Spike Acquisition Corp
- VG Acquisition Corp
- Fortress Value Acquisition Corp II
- Acies Acquisition Corp
- Crescent Acquisition Corp
- Hudson Executive Investment Corp
- FinTech Acquisition Corp IV
- Artius Acquisition Inc
- Forest Road Acquisition Corp
- Forum Merger III Corp
- FTAC Olympus Acquisition Corp
- Thoma Bravo Advantage
- Holicity Inc
- ION Acquisition Corp 1 Ltd
- Leisure Acquisition Corporation
- Therapeutics Acquisition Corp
- Apex Technology Acquisition Corp
- Climate Change Crisis Real Impact I Acquisition Corp
- Falcon Capital Acquisition Corp

- Foley Trasimene Acquisition Corp
- Alussa Energy Acquisition Corp
- Spartan Acquisition Corp II
- Aspirational Consumer Lifestyle Corp
- Landcadia Holdings III Inc
- one
- Rodgers Silicon Valley Acquisition Corp
- Sandbridge Acquisition Corp
- Decarbonization Plus Acquisition Corporation
- Empower Ltd
- GX Acquisition Corp
- NewHold Investment Corp
- Andina Acquisition Corp III
- Ascendant Digital Acquisition Corp
- FG New America Acquisition Corp
- Property Solutions Acquisition Corp
- Revolution Acceleration Acquisition Corp
- CM Life Sciences Inc
- Gores Holdings VI Inc
- 10X Capital Venture Acquisition Corp
- Churchill Capital Corp IV
- Tuscan Holdings Corp
- Capitol Investment Corp V
- Roth CH Acquisition II Co
- Starboard Value Acquisition Corp
- Nebula Caravel Acquisition Corp
- Dragoneer Growth Opportunities Corp
- Reinvent Technology Partners Z
- Gores Holdings V Inc
- BCTG Acquisition Corp
- Peridot Acquisition Corp
- Reinvent Technology Partners
- Consonance-HFW Acquisition Corp
- SC Health Corp
- Stable Road Acquisition Corp
- GreenVision Acquisition Corp
- Software Acquisition Group Inc II
- CF Finance Acquisition Corp III
- NavSight Holdings Inc
- New Beginnings Acquisition Corp
- NextGen Acquisition Corp
- LIV Capital Acquisition Corp
- RMG Acquisition Corp II
- Fifth Wall Acquisition Corp I
- Locust Walk Acquisition Corp
- Vector Acquisition Corp
- Alpha Healthcare Acquisition Corp

- Good Works Acquisition Corporation
- Tortoise Acquisition Corp II
- Ajax I
- Kismet Acquisition One Corp
- LGL Systems Acquisition Corp
- TWC Tech Holdings II Corp
- CM Life Sciences II Inc
- Chardan Healthcare Acquisition 2 Corp
- Genesis Park Acquisition Corp
- Centricus Acquisition Corp
- Blue Water Acquisition Corp
- Osprey Technology Acquisition Corp
- Qell Acquisition Corp
- Rice Acquisition Corp
- Sustainable Opportunities Acquisition Corp
- Atlas Crest Investment Corp
- D8 Holdings Corp
- Soaring Eagle Acquisition Corp
- TPG Pace Tech Opportunities Corp
- Fusion Acquisition Corp
- Amplitude Healthcare Acquisition Corp
- Rotor Acquisition Corp
- CA Healthcare Acquisition Corp
- Galileo Acquisition Corp
- JAWS Spitfire Acquisition Corp
- PTK Acquisition Corp
- Union Acquisition Corp II
- dMY Technology Group Inc III
- Montes Archimedes Acquisition Corp
- Star Peak Corp II
- Cerberus Telecom Acquisition Corp
- Kensington Capital Acquisition Corp II
- Industrial Tech Acquisitions Inc
- Lifesci Acquisition II Corp
- ACON S2 Acquisition Corp
- Marquee Raine Acquisition Corp
- VPC Impact Acquisition Holdings
- Horizon Acquisition Corp
- Legato Merger Corp
- Live Oak Acquisition Corp II
- BowX Acquisition Corp
- Ark Global Acquisition Corp
- GS Acquisition Holdings Corp II
- Seaport Global Acquisition Corporation
- Big Cypress Acquisition Corp
- Spartacus Acquisition Corporation
- Mountain Crest Acquisition Corp. II

- Trident Acquisition Corporation

【別添資料Ⅱ】第V章 10. 「De-SPAC後の業績予測に関する分析」の対象としたSPAC50件のリスト

第V章 10. 「De-SPAC後の業績予測に関する分析」の対象としたSPAC50件は、以下のとおりである。

2013年にDe-SPACを行ったSPAC

- ROI Acquisition Corp

2014年にDe-SPACを行ったSPAC

- Quartet Merger Corp

2015年にDe-SPACを行ったSPAC（順不同）

- Boulevard Acquisition Corp
- Hennessy Capital Acquisition Corp
- Capitol Acquisition Corp II
- HF2 Financial Management Inc

2016年にDe-SPACを行ったSPAC（順不同）

- Gores Holdings Inc
- FinTech Acquisition Corp
- FinTech Acquisition Corp
- DT Asia Investments Ltd
- Terrapin 3 Acquisition Corp
- WL Ross Holding Corp

2017年にDe-SPACを行ったSPAC（順不同）

- Capitol Acquisition Corp III
- Hennessy Capital Acquisition Corp II
- KLR Energy Acquisition Corp
- Pacific Special Acquisition Corp
- Capitol Acquisition Corp III
- Double Eagle Acquisition Corp
- Pace Holdings Corp
- E-Compass Acquisition Corp
- Harmony Merger Corp

2018年にDe-SPACを行ったSPAC（順不同）

- TPG Pace Energy Holdings Corp.
- Avista Healthcare Public Acquisition Corp
- Gores Holdings II Inc
- Forum Merger Corp
- M III Acquisition Corp
- Global Partner Acquisition Corp
- JM Global Holding Co

2019年にDe-SPACを行ったSPAC（順不同）

- Haymaker Acquisition Corp
- Churchill Capital Corp

2020年にDe-SPACを行ったSPAC（順不同）

- Live Oak Acquisition Corp
- Churchill Capital Corp III
- GS Acquisition Holdings Corp
- Spartan Energy Acquisition Corp

2021年にDe-SPACを行ったSPAC（順不同）

- Ark Global Acquisition Corp
- Gores Holdings IV Inc
- Soaring Eagle Acquisition Corp
- Altimar Acquisition Corp
- Churchill Capital Corp IV
- Thoma Bravo Advantage
- Gores Holdings V Inc
- Foley Trasimene Acquisition Corp
- Ajax I
- Social Capital Hedosophia Holdings Corp V
- Dragoneer Growth Opportunities Corp
- Reinvent Technology Partners Z
- CIIG Merger Corp
- Reinvent Technology Partners
- Vector Acquisition Corp
- Falcon Capital Acquisition Corp

【別添資料Ⅲ】 各国制度比較表

別紙Excelを参照。

【別添資料Ⅳ】 SPACへの規制等に関する米国規制当局公表資料一覧(2021年)

2021年3月以降に発表された、SPACに関する注意点および規制に関するSECの公表資料一覧。

日付	公表資料種類	内容	リンク
2021年3月10日	Investor Alert	「Celebrity Involvement with SPACs」 SPACのスポンサーが著名人にいる場合、投資家に向けての注意喚起。	https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alerts/celebrity
2021年3月31日	Statement	「Financial Reporting and Auditing Considerations of Companies Merging with SPACs」 SPACに関する財務報告及び会計上の検討事項。	https://www.sec.gov/news/public-statement/munter-spac-20200331
2021年3月31日	Announcement	「Staff Statement on Select Issues Pertaining to Special Purpose Acquisition Companies」 SPACに関連する特定の問題に関するSECのスタッフの声明。	https://www.sec.gov/corpfin/announcement/staff-statement-spac-2021-03-31
2021年4月8日	Statement	「SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws」 証券法におけるSPAC、IPO及び負債リスク事項について、SECのスタッフの声明。	https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws
2021年4月12日	Statement	「Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies (“SPACs”)」 SPACにおけるワラントの会計処理について、SECのスタッフの声明。	https://www.sec.gov/news/public-statement/accounting-reporting-warrants-issued-spacs
2021年5月25日	Investor Alerts and Bulletins	「What You Need to Know About SPACs - Updated Investor Bulletin」	https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-kno

日付	公表資料種類	内容	リンク
		SECが投資家向けにSPACの概要の説明を行った。	w-about-spacs-investor-bulletin
2021年5月26日	Testimony	「Testimony Before the Subcommittee on Financial Services and General Government, U.S. House Appropriations Committee」 4月にGary Gensler氏がSEC委員長に就任し、5月に国会に初めて出席する時に、SPACに対する規律強化を発言した。	https://www.sec.gov/news/testimony/gensler-2021-05-26
2021年6月11日	Press Release	「SEC Announces Annual Regulatory Agenda」 「The Division is considering recommending that the Commission propose rule amendments related to special purpose acquisition companies.」 SECが年度アジェンダを発表し、2022年4月でのSPACに関する規定改正見通しを提案した。	https://www.sec.gov/news/press-release/2021-99 https://www.reginfo.gov/public/do/eAGendaViewRule?pubId=202110&RIN=3235-AM90
2021年7月13日	Press Release	「SEC Charges SPAC, Sponsor, Merger Target, and CEOs for Misleading Disclosures Ahead of Proposed Business Combination」 SECがStable Road Acquisition CompanyのDe-SPACに関連してSPAC・スポンサー・スポンサーCEO・ターゲット・ターゲットCEOに対するペナルティを発表。	https://www.sec.gov/news/press-release/2021-124
2021年9月9日	Recommendation	「Recommendations of the Investor Advisory Committee regarding Special Purpose Acquisition Companies」 (Approved by the Investor Advisory Committee at the September 9, 2021 Meeting) SEC投資家諮問委員会は、SPAC開示の充実を求める提言案を承認した。	https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee.shtml Draft https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/draft-recommendation-of-the-iap-and-iao-subcommittees-on-spacs-

日付	公表資料種類	内容	リンク
			082621. pdf Approved https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/20210909-spac-recommendation.pdf
2021年9月14日	Testimony	「Testimony Before the United States Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs」 SEC委員長Gary Gensler 氏がスタッフにパブリックコメントのプロポーザルを準備するように要求した： 「Special Purpose Acquisition Companies, China, and 10b5-1 Plans …First, given the surge in special purpose acquisition companies (SPACs), I have asked staff for recommendations about enhancing disclosures in these investments. There are a lot of fees and potential conflicts inherent within SPAC structures, and investors should be given clear information so that they can better understand the costs and risks.」	https://www.sec.gov/news/testimony/gensler-2021-09-14
2021年9月27日	Statement	「Prepared Remarks Before the Small Business Capital Formation Advisory Committee」 SEC委員長Gary Gensler 氏がSPACに関する投資家保護強化を発表した： 「In that context, I’ d like to touch on one topic this Committee will discuss today: special purpose acquisition companies (SPACs)...As technology and markets evolve to challenge existing business models, it is important to think about how we	https://www.sec.gov/news/public-statement/gensler-sbcfac-2021-09-27

日付	公表資料種類	内容	リンク
		protect investors and facilitate capital formation.」(抜粋)	
2021年10 年13日	Speech	「Remarks at SEC Speaks 2021」 SECのEnforcement Division Directorである Gurbir Grewal 氏がSPACに関する規律強化の取組の施行結果を講演に言及した： 「Each day, however, the Enforcement Division’ s staff work tirelessly to enhance that trust and make clear that there is only one set of rules by prosecuting the bad actors who break them, without fear or favor. …including cases involving auditor misconduct, insider trading, bribery schemes, and misleading claims surrounding SPAC transactions」(抜粋)	https://www.sec.gov/news/speech/grewal-sec-speaks-101321#_ftn4
2021年10 年22日	Speech	「Inside Chicken: Remarks before Fordham Journal of Corporate and Financial Law Conference: “Here to Stay: Wrestling with the Future of the Quickly Maturing SPAC Market”」 SPACに対する良識ある実質的な規制の枠組みをSECが維持すること、また上場ルートにかかわらず、上場企業になることは、重要なコミットメントであるとの当局の考えを、SEC Commissioner Hester M. Peirce氏が講演に発表した： 「...the SEC should maintain a sensible substantive regulatory framework for SPACs. Most importantly, the SEC has a role in reminding companies considering going public through a SPAC that no matter the route you take to go public, being	https://www.sec.gov/news/speech/peirce-remarks-fordham-journal-102221#_ftnref40

日付	公表資料種類	内容	リンク
		a public company is a serious commitment. 」(抜粋)	
2021年11月18日	Press release	「SEC Announces Enforcement Results for FY 2021」 2021年度の施行結果のプレスリリースにおいて、SPACを「新たな脅威」として比喻し、また不正行為を行ったSPAC・ターゲット企業等に対する訴訟があることにも言及した： 「The new actions spanned the entire securities waterfront, including against emerging threats in the crypto and SPAC …brought an action against a special purpose acquisition company, its merger target, top executives, and others for alleged misconduct in a SPAC transaction.」(抜粋)	https://www.sec.gov/news/press-release/2021-238
2021年12月6日	Statement	「Statement on OCA’ s Continued Focus on High Quality Financial Reporting in a Complex Environment」 複雑な環境における高品質の財務報告に焦点を当てているOCA(Office of the Chief Accountant’ s)に関する声明に、SECのスタッフがSPACを言及した： 「Observations from Recent Accounting Consultations…including through IPOs and mergers with special purpose acquisition companies (“SPACs”)」(抜粋)	https://www.sec.gov/news/statement/munter-oca-2021-12-06
2021年12月9日	Speech	「Remarks Before the Healthy Markets Association Conference」 SEC 委員長Gary Gensler 氏がSPACに対する審査を強化する、と講演した。	https://www.sec.gov/news/speech/gensler-healthy-markets-association-conference-120921
2021年12月22日	Corporation Finance	「Special Purpose Acquisition Companies」 CF Disclosure Guidance Topic No. 11	https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose

日付	公表資料種類	内容	リンク
		IPO及びその後の企業結合取引に関連しているSPACの特定な開示に関する考慮事項に関する見解を提供しているガイダンスを、SECのDivision of Corporation Finance Securitiesが発表した。	-acquisition-companies
2021年12月	Corporation Finance	「Sample Letter to China-Based Companies」 中国に関わりのあるSPACに対する開示要求を強化する、とSECがSample Letterを発表した。	https://www.sec.gov/corpfin/sample-letter-china-based-companies?utm_medium=email&utm_source=govdelivery#_ftn1

出典：米国SECのウェブサイト (<https://www.sec.gov>)

【別添資料Ⅴ】 SPACへの規制等に関する英国規制当局公表資料一覧(2021年)

2021年4月以降に発表された、SPAC制度改正に関するFCAの公表資料一覧。

日付	公表資料種類	内容	リンク
2021年4月	Consultation Paper	「CP21/10: Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Proposed changes to the Listing Rules」 SPACに向ける上場規程改正の意見募集。	https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp21-10.pdf
2021年7月	Policy statement	「PS21/10: Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Changes to the Listing Rules」 SPACに向ける上場規程改正の意見募集結果及び回答書	https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-10.pdf
2021年7月	Consultation Paper	「CP21/21: Primary Markets Effectiveness Review」 発行市場の活性化レビューの意見募集	https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp21-21.pdf
2021年12月	Policy statement	「PS21/22: Primary Market Effectiveness Review: Feedback and final changes to the Listing Rules」 発行市場の活性化レビューの意見募集結果及び回答書	https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-22.pdf

出典: 英国FCAのウェブサイト (<https://www.fca.org.uk>)

【別添資料VI】 米国SPACのその他の事例

第IV章に記載した個別事例のほか、株価推移等に特徴が見られた複数の米国SPACの株主属性ごとの株式保有割合の内訳や直近までの株価および出来高の推移等の調査も行ったため、それらについて紹介する。なお、第IV章に記載した個別事例も含め、本別添資料に掲載する個別事例は、あくまで一例として挙げただけのものであり、これらを評価する意図を有していない。

事例A：Fortress Value Acquisition Corp

(1) IPO・De-SPACなどにおける主な情報

Fortress Value Acquisition CorpのIPOに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
スポンサー	Fortress Acquisition Sponsor LLC
上場市場	NYSE
IPO日	2020年4月29日
IPO価格（1ユニット当たり）	\$10.00
IPO時の資金調達金額（ユニットの公募による資金調達金額）（*1）	\$3億
De-SPACの期限	クロージングから24カ月
ユニットの構成	1株式（A種普通株式） 1/3ワラント
ワラントの行使価格	\$11.50
スポンサープロモート	8,625,000株
種類株の導入	有
スポンサー私募ワラント	5,333,333ワラント@\$1.50

*1：目論見書上、引受証券会社がユニットを追加的に購入するオプションを行使することによる資金調達金額は、最大で\$4500万と記載されている。

出典：Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2020年5月1日付）

Fortress Value Acquisition CorpのDe-SPACに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
ターゲット企業（業種）	MP Materials（鉱業）
De-SPAC公表日	2020年7月15日
De-SPAC完了日	2020年11月17日
PIPEs発行価格	\$10.00
PIPEs発行総額	\$2億

出典：SECファイリング

MP Materialsの概要

MP Materialsは、西半球でこの種の唯一の統合サイトであるマウンテンパス鉱山（カリフォルニア州）にあるレアアース採掘および処理施設の所有者および運営者である。同社は、200人以上の従業員を有し、世界のレアアース材料の約15%を生産している。これらのレアアース材料はスマートフォン、ドローン、電気自動車などの技術の開発に不可欠である。同社は、グリーン採掘および処理施設を運営しており、現在、レアアース精製を最低コストで行う生産者の1社である。同社は、米国のより堅牢で競争力のあるレアアース産業を支持する上で主導的な役割を果たしている。

（出典：2020年7月15日付Form 8-K Exhibit 99.1（プレスリリース）に記載された同社に関する説明を参考に記述）

（2）SPACのIPO時からDe-SPAC後までの時点における投資家内訳（構成比）・株主構造

下表は、当該SPACのIPO時の目論見書の日付現在の普通株式の実質的な所有者に関する情報（IPO前後における普通株式の保有割合）を示している（出典：Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2020年5月1日付））。

株主（敬称略）	普通株式の保有割合（概算）	
	IPO前	IPO後
Fortress Acquisition Sponsor LLC	99.7%	19.9%
Andrew A. McKnight (※)	-	-
Joshua A. Pack		
R. Edward Albert III	-	-
Daniel N. Bass	-	-
Micah B. Kaplan	-	-
Aaron F. Hood	1%未満	1%未満

※ 当SPACのCEOであるAndrew A. McKnight氏は、Fortress Investment Group LLCのクレジットファンド事業のマネージングパートナーである。同氏は、サンフランシスコを拠点としており、Fortress Investment Group LLCで流動性のあるクレジット投資戦略を率い、同社のクレジットファンド事業の投資委員会および経営委員会のメンバーでもある。同氏は、2017年から2020年までMosaic Acquisition Corp.の取締役を務めた。同氏は、2005年2月にFortress Investment Group LLCに入社する前は、Fir Tree Partnersのトレーダーであり、バリュースのヘッジファンドのためにハイイールド債、転換社債、銀行借入れ、デリバティブおよび株式の分析と取引を担当した。同氏は、Fir Treeへの加入前は、ゴールドマンサックスでディストレスト投資を担当した。

また、下表は、当該SPACのDe-SPAC後における保有機関タイプ別の普通株式の保有割合を示している（出典：Bloomberg）。

保有機関タイプ（※1）	De-SPAC 公表日直前 2020/7/12（※2）	De-SPAC 完了日直後 2020/11/22（※2）	直近 2022/2/20（※2）
ヘッジファンドマネージャー	22.47%	63.39%	41.48%
投資顧問業者	-	4.99%	27.05%
個人	-	20.02%	13.06%
プライベート・エクイティ	-	0.05%	2.90%
仲介業	-	0.22%	1.59%
銀行	-	0.01%	1.18%
信託	-	-	0.64%
年金ファンド	-	1.38%	0.49%
その他	77.53%	11.39%	11.39%

※1 Bloomberg上、保有機関タイプの定義は公表されていないため、各タイプの詳細は不明である。よって、例えば、個人投資家が「個人」として集計されないのか、また、他の保有機関タイプに含まれているのかを把握できていない。

※2 Bloomberg上、保有割合の合計が100%にならない場合がある点について留意が必要である。保有割合の合計が100%にならない理由について、Bloombergのカスタマーサポートへ問い合わせたところ、企業の報告書データのほか、投信の報告書やSEC Form 13F報告書などさまざまなソースからデータを抽出しており、それらの公表されるタイミングにずれがあるため、合計しても100%になることはほぼない旨の回答が得られた。

(3) その他

【図表A-1 (事例A) 株価と出来高の推移】



出典: Bloombergのデータを基に作成

図表A-1にあるように、MP Materials社の株価はDe-SPAC後、3カ月をかけて2.5倍(\$4.5)になっている。その後も株価は大きく乱高下することはない、本報告書執筆時点において株価は\$45台をキープしている。Form 10-Kによれば同社は2020年まで2期連続で赤字を計上していたが、2021年には黒字化に成功しており\$1.35億の純利益を生み出していた。2021年12月期の純利益に付随するように2021年12月期は営業キャッシュ・フローが\$1.01億のプラスとなっており、堅調に成長を続けていることが特徴となっている。

【図表A-2 （事例A）ユニット価格、株価およびワラント価格の推移】

ユニット価格、株価及びワラント価格の推移



出典：Bloombergのデータを基に作成

事例B: Diamond Eagle Acquisition Corp

(1) IPO・De-SPACなどにおける主な情報

Diamond Eagle Acquisition CorpのIPOに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
スポンサー	Eagle Equity Partners, LLC
上場市場	Nasdaq
IPO日	2019年4月29日
IPO価格（1ユニット当たり）	\$10.00
IPO時の資金調達金額 （ユニットの公募による資金調達金額）（*1）	\$3.50億
De-SPACの期限	クロージングから24カ月
ユニットの構成	1株式（A種普通株式） 1/3ワラント
ワラントの行使価格	\$11.50
スポンサープロモート	10,062,500株
種類株の導入	有
スポンサー私募ワラント	5,666,667ワラント@\$1.50

*1: 目論見書上、引受証券会社がユニットを追加的に購入するオプションを行使することによる資金調達金額は、最大で\$0.525億と記載されている。

出典: Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2019年5月1日付）

Diamond Eagle Acquisition CorpのDe-SPACに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
ターゲット企業（業種）	DraftKings Inc.（ソフトウェア業）
De-SPAC公表日	2019年12月23日
De-SPAC完了日	2020年4月23日
PIPEs発行価格	A種普通株式@\$10.00 (A種普通株式30,471,352株のほか、3,000,000ワラント@\$0.00)
PIPEs発行総額	\$4.13億 (内訳) - SPACのA種普通株式 \$3.047億 - DraftKingsの劣後転換社債 \$1.092億

※ 2019年12月16日以降、DraftKingsは、特定の投資家に対して、約\$1.092億の元本総額で劣後転換社債を発行した。転換社債の条件に従い、転換社債の未払いの元本および利息は、SPACによる買収（De-SPAC）の直前に、PIPEs投資家が支払った1株当たりの価格と等しい1株当たりの価格でSPACのA種普通株式に転換される。転換社債の転換により発行されるSPACのA種普通株式は、De-SPAC完了時に新しいDraftKingsのA種普通株式に転換される。

出典: SECファイリング

DraftKingsの概要

DraftKingsは、米国を拠点とするデジタル・スポーツ・エンターテインメント業およびゲーム業の会社であり、デイリー・ファンタジー・スポーツ、スポーツベッティング、規制されたゲームにわたるサービスで、スポーツファンの競争心を刺激するために設立された。Jason Robins、Matt KallishおよびPaul Libermanによって2011年に設立されたDraftKingsのデイリー・ファンタジー・スポーツ製品は、15の異なるスポーツカテゴリーで世界8か国において提供されている。2018年にサービス提供を開始したDraftKings Sportsbook (website) は、主要な国内外のスポーツにモバイルおよび小売りのベッティングを提供しており、現在、インディアナ州、アイオワ州、ミシシッピ州、ニュージャージー州、ニューヨーク州、ペンシルベニア州およびウェストバージニア州の規制に従って運営されている。DraftKingsは、NFLおよびPGAツアーの公式デイリー・ファンタジー・パートナーであり、MLBおよびNBAの公認ゲーミングオペレーターでもある。ボストンに本社を置くDraftKingsは、ラスベガス、ニュージャージー、ニューヨーク、サンフランシスコなど、全国にオフィスを構えている。

(出典：2019年12月23日付Form 8-K Exhibit 99.1 (プレスリリース) に記載された同社に関する説明を参考に記述)

(2) SPACのIPO時からDe-SPAC後までの時点における投資家内訳（構成比）・株主構造

下表は、当該SPACのIPO時の目論見書の日付現在の普通株式の実質的な所有者に関する情報（IPO前後における普通株式の保有割合）を示している（Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2019年5月1日付））。

株主（敬称略）	普通株式の保有割合（概算）	
	IPO前	IPO後
Eagle Equity Partners, LLC (※)	51.0%	10.2%
Jeff Sagansky (※)		
Eli Baker (※)		
Harry E. Sloan	49.0%	9.8%
合計	100.0%	20.0%

※ Eagle Equity Partners, LLC が株主名簿上の株式の所有者である。Sagansky氏およびBaker氏は、スポンサーであるEagle Equity Partners, LLCのメンバーかつ経営陣であるため、同社が所有する株式を実質的に保有し、当該株式に関して、議決権を行使し、投資に関する意思決定を行っているのは、両氏と考えられる。

※ Jeff Sagansky氏は1990年から2003年までの13年の間にCBS Entertainmentで社長、Sony Pictures Entertainmentで共同社長、Paxson Communications corporationでCEOを歴任した経験を有するメディア業界・エンターテインメント業界の専門家である。その後は2013年にGlobal Eagle Acquisition Corp、2015年にDouble Eagle Acquisition Corp、2019年にGlobal Eagle Acquisition CorpでそれぞれDe-SPACに関与した経験を有する。

また、下表は、当該SPACのDe-SPAC後における保有機関タイプ別の普通株式の保有割合を示している（出典：Bloomberg）。

保有機関タイプ(※1)	De-SPAC 公表日直前 2019/12/22(※2)	De-SPAC 完了日直後 2020/4/26(※2)	直近 2022/2/20(※2)
ヘッジファンドマネージャー	65.84%	57.34%	5.34%
投資顧問業者	18.31%	29.07%	59.85%
プライベート・エクイティ	8.06%	1.65%	4.18%
保険会社	-	0.14%	1.83%
仲介業	0.14%	1.88%	2.63%

保有機関タイプ(※1)	De-SPAC 公表日直前 2019/12/22(※2)	De-SPAC 完了日直後 2020/4/26(※2)	直近 2022/2/20(※2)
信託	-	-	-
ベンチャーキャピタル	-	-	2.48%
個人	-	-	10.15%
その他	-	-	6.08%

※1 Bloomberg上、保有機関タイプの定義は公表されていないため、各タイプの詳細は不明である。よって、例えば、個人投資家が「個人」として集計されないのか、また、他の保有機関タイプに含まれているのかを把握できていない。

※2 Bloomberg上、保有割合の合計が100%にならない場合がある点について留意が必要である。保有割合の合計が100%にならない理由について、Bloombergのカスタマーサポートへ問い合わせたところ、企業の報告書データのほか、投信の報告書やSEC Form 13F報告書などさまざまなソースからデータを抽出しており、それらの公表されるタイミングにずれがあるため、合計しても100%になることはほぼない旨の回答が得られた。

(3) その他

【表B-1 (事例B) 株価と出来高の推移】



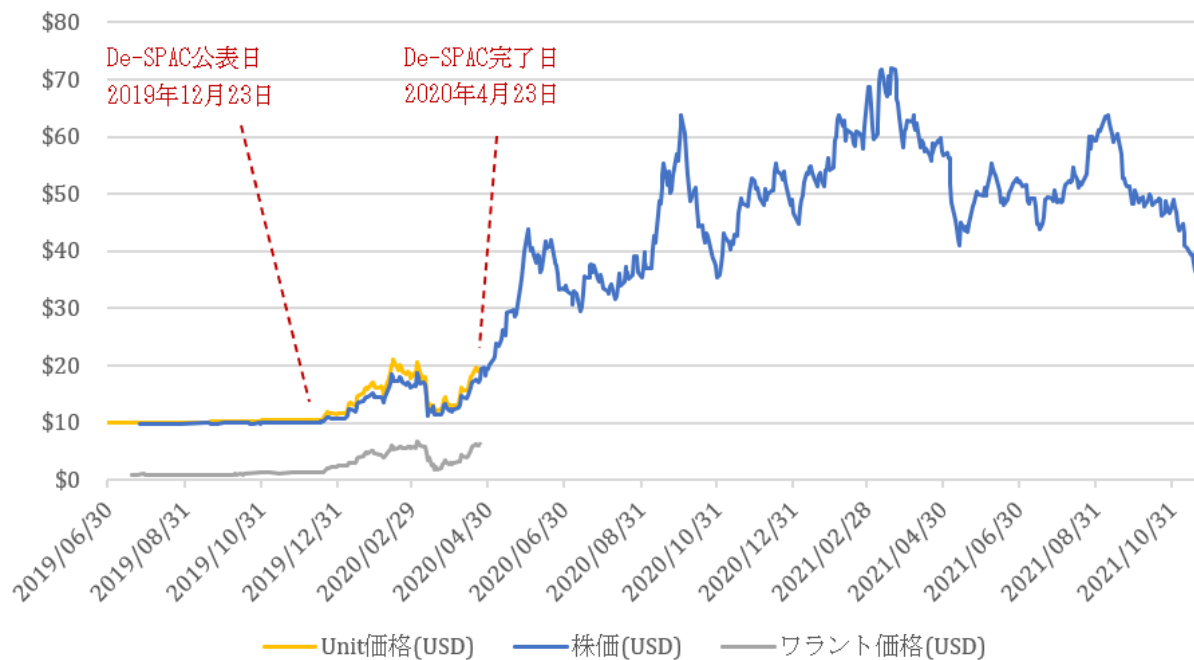
出典: Bloombergのデータを基に作成

図表B-1にもあるように、DraftKing社の株価はDe-SPAC以降概ね上昇傾向にあり、2021年3月にはピークである\$71台をつけていた。しかし2021年9月以降は下落基調にあり、本報告書執筆時点では\$27台まで下がっている。

同社は2018年に米最高裁が全米でスポーツ賭博の解禁を認める判決を出して以降、堅調に売上を伸ばしており、直近では2021年9月にワイオミング州・アリゾナ州に進出している。一方でBloomberg紙の記事”DraftKings Sinks as Forecast, customer Growth Disappoint”によれば同社の成長率や赤字幅がアナリストの期待値よりも低く、赤字企業に対する投資も以前と比べると厳しくなっていることが株価低迷の一因となっていると指摘されている。

【図表B-2 （事例B）ユニット価格、株価およびワラント価格の推移】

ユニット価格、株価及びワラント価格の推移



出典: Bloombergのデータを基に作成

事例C: Social Capital Hedosophia Holdings Corp V

(1) IPO・De-SPACなどにおける主な情報

Social Capital Hedosophia Holdings Corp VのIPOに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
スポンサー	SCH Sponsor V LLC
上場市場	NYSE
IPO日	2020年10月8日
IPO価格（1ユニット当たり）	\$10.00
IPO時の資金調達金額 （ユニットの公募による資金調達金額）（*1）	\$7.00億
De-SPACの期限	クロージングから24カ月
ユニットの構成	1株式（A種普通株式） 1/4ワラント
ワラントの行使価格	\$11.50
スポンサープロモート	20,125,000株
種類株の導入	有
スポンサー私募ワラント	8,000,000ワラント@\$2.00

*1: 目論見書上、引受証券会社がユニットを追加的に購入するオプションを行使することによる資金調達金額は、最大で\$1.05億と記載されている。

出典: Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2020年10月13日付ファイリング）

Social Capital Hedosophia Holdings Corp VのDe-SPACに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
ターゲット企業	SoFi Technologies, Inc.
De-SPAC公表日	2021年1月7日
De-SPAC完了日	2021年5月28日
PIPEs発行価格	\$10.00
PIPEs発行総額	\$12.25億
主なロックアップの期間および対象者	ターゲット企業、SPACのスポンサー、当該スポンサーの特定の主要所有者および特定のターゲット企業株式保有者は、クロージングから180日間のロックアップの対象となる。ただし、以下の(1)や(2)のように、クロージングから180日間経過する前にロックアップが解除される条件が付帯されている。 (1) ロックアップの対象株式の33%について、普通株式の最後に報告された売却価格が、クロージング後少なくとも30日後から始まる30取引日の期間内の任意の20取引日について、1株当たり12.50ドル以上になる日付において、ロックアップが解除される。 (2) (1)に加えて、ロックアップの対象株式のうち50%について、普通株式の最後に報告された売却価格が、クロージング後少なくとも30日後から始まる30取引日の期間内の任意の20取引日について、1株当たり15.00ドル以上に

項目	内容
	なる日付において、ロックアップが解除される。

出典：SECファイリング

SoFi Technologiesの概要

SoFi Technologies, Inc. は2011年に設立され、米国サンフランシスコに本社を置くFintech企業である。生活の中で生じる全ての重要な経済的意思決定を手助けすることを目的とし、個人のライフサイクルやニーズにあわせた総合的な金融プラットフォームを提供する。設立当初から教育ローンやローンの借り換えなどのサービスを提供していたが、現在では教育ローン、住宅ローン、個人ローン、クレジットカード、投資プラットフォーム、保険など多岐にわたり、350万人超の顧客を抱える。

(出典：2021年1月11日付Form S-4に記載された同社に関する情報を参考に記述)

(2) SPACのIPO時からDe-SPAC後までの時点における投資家内訳（構成比）・株主構造

下表は、当該SPACのIPO時の目論見書の日付現在の普通株式の実質的な所有者に関する情報（IPO前後における普通株式の保有割合）を示している（Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2020年10月13日付））。

株主（敬称略）	普通株式の保有割合（概算）	
	IPO前	IPO後
SCH Sponsor V LLC (※)	99.5%	19.9%
Chamath Palihapitiya		
Ian Osborne		
Jay Parikh	1%未満	1%未満
合計	100.0%	20.0%

※ 当SPACのスポンサーであるSCH Sponsor V LLCが株主名簿上、スポンサープロモートの所有者である。Palihapitiya氏およびOsborne氏が当該スポンサーに対する支配を共有するため、両氏が当該スポンサーの所有する株式の実質的な所有者と考えられる。

また、下表は、当該SPACのDe-SPAC後における保有機関タイプ別の普通株式の保有割合を示している（出典：Bloomberg）。

保有機関タイプ(※1)	De-SPAC 公表日直前 2021/1/3(※2)	De-SPAC 完了日直後 2021/5/30(※2)	直近 2022/2/20(※2)
ヘッジファンドマネージャー	98.67%	8.65%	8.58%
投資顧問業者	1.33%	58.32%	38.15%
個人	-	-	2.95%
年金ファンド	-	-	-
銀行	-	8%	3.44%
仲介業	-	24.15%	4.37%
ベンチャーキャピタル	-	-	-
信託	-	-	-
その他	-	-	34.3%
ソブリン・ウェルス・ファンド	-	-	3.89%
プライベート・エクイティ	-	-	2.33%
保険会社	-	-	0.9%

- ※1 Bloomberg上、保有機関タイプの定義は公表されていないため、各タイプの詳細は不明である。よって、例えば、個人投資家が「個人」として集計されないのか、また、他の保有機関タイプに含まれているのかを把握できていない。
- ※2 Bloomberg上、保有割合の合計が100%にならない場合がある点について留意が必要である。保有割合の合計が100%にならない理由について、Bloombergのカスタマーサポートへ問い合わせたところ、企業の報告書データのほか、投信の報告書やSEC Form 13F報告書などさまざまなソースからデータを抽出しており、それらの公表されるタイミングにずれがあるため、合計しても100%になることはほぼない旨の回答が得られた。

(3) その他

【図表C-1 (事例C) 株価と出来高の推移】



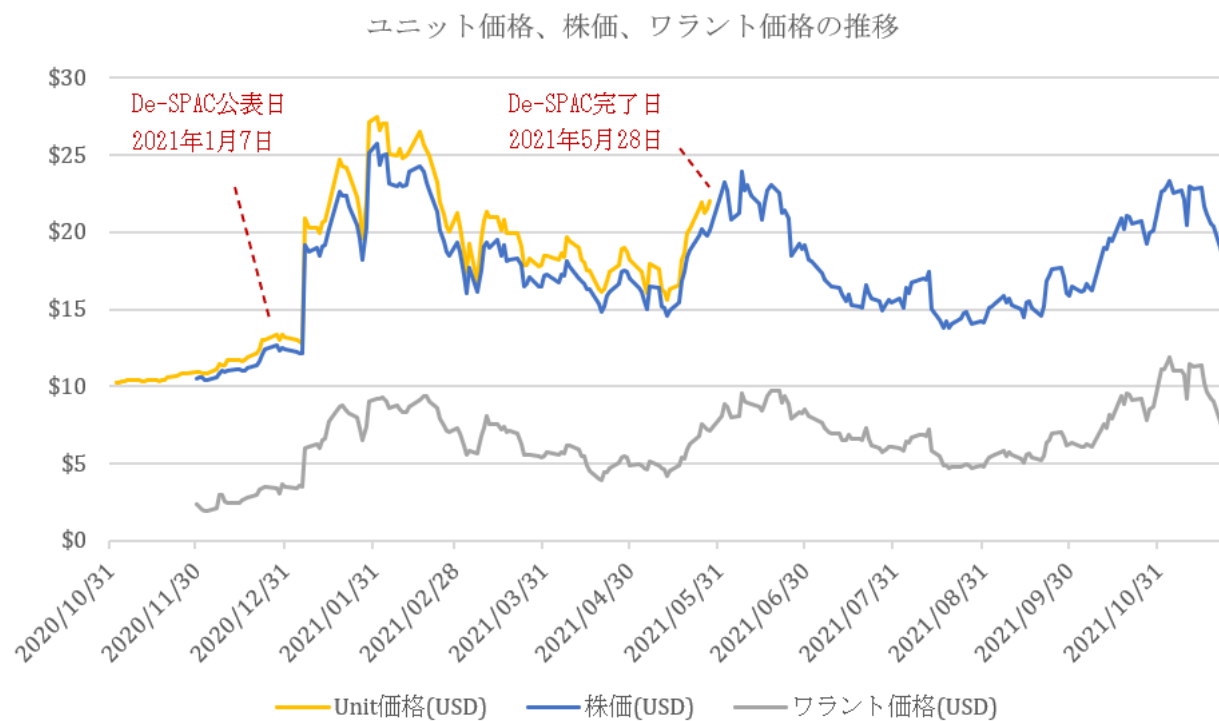
出典: Bloombergのデータを基に作成

図表C-1にあるようにSofi社の株価はDe-SPACが公表された2021年1月7日、De-SPACが完了した2021年5月28日直後にそれぞれ\$25/\$23付近まで上昇している。この点から、ターゲットの選定や買収契約の内容が投資家にポジティブに捉えられたのではないかと推察される。

一方でSofi社の株価はDe-SPAC以降2021年11月12日に\$23弱の値をつけた以外は概ね\$14 - \$16台で推移しており、本報告書執筆時点ではそこからさらに下降傾向にある。De-SPAC後のピークである2021年11月12日直後である2021年11月15日にSofi社は2021年第3四半期（2021年9月期）の業績を公表しており、これが2021年11月以降の株価下落に繋がった可能性がある。

2021年12月のNasdaq記事” Post 33% Decline, What’ s Next for SoFi Stock?” によれば同社のユーザーは昨年と比較して98%の成長を達成し、ウォールストリートの平均目標株価は\$25.6であるとしている。一方でヘッジファンドの一部が約310万株をポートフォリオから売却したとも報道されており、かつForm 10-Kによれば、同社は2019年以降、3期連続で赤字を計上している。

【図表C-2 （事例C）ユニット価格、株価およびワラント価格の推移】



出典: Bloombergのデータを基に作成

事例D: TTK Symphony Acquisition Corp

(1) IPO・De-SPACなどにおける主な情報

TTK Symphony Acquisition CorpのIPOに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
スポンサー	TTK Symphony Sponsor 1
上場市場	Nasdaq
IPO日	2018年8月16日
IPO価格（1ユニット当たり）	\$10.00
IPO時の資金調達金額（ユニットの公募による資金調達金額）（*1）	\$2.20億
De-SPACの期限	クロージングから12カ月
ユニットの構成	1株式（A種普通株式） 1 Right
スポンサープロモート	125万株

*1: 目論見書上、引受証券会社がユニットを追加的に購入するオプションを行使することによる資金調達金額は、最大で\$0.33億と記載されている。

出典: Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2018年8月17日付ファイリング）

TTK Symphony Acquisition CorpのDe-SPACに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
ターゲット企業	Glory Star New Media Group Limited
De-SPAC公表日	2019年9月6日
De-SPAC完了日	2020年2月15日
PIPEs発行価格	\$10.00
PIPEs発行総額	\$0.50億
買収価額合計	\$3.81億
主なロックアップの期間および対象者	12カ月（SPAC、SPACのスポンサー、ターゲット企業、特定の個人）

出典: SECファイリング

Glory Star New Media Group Limitedの概要

Glory Star Groupは、広告およびコンテンツ制作サービスを提供し、中国で主要なモバイルおよびオンライン広告、デジタルメディアならびにエンターテインメント事業を運営している。同社は、2018年にCHEERSアプリをリリースして以来、ユーザーがオンラインストア（e-Mall）、ビデオコンテンツ、ライブストリーミング、オンラインゲームにアクセスできるようにすることで、中国を代表するeコマースプラットフォームの1つになりつつある。Glory Star Groupオリジナルコンテンツの豊富なライブラリを活用してユーザーエンゲージメントを促進することにより、Glory Star Groupは、プラットフォーム内へ大規模に成長している視聴者層を引き付け、かつ、維持するエコシステムを構築した。

2019年6月30日の時点で、Glory Star Groupは、ショートビデオ、オンラインバラエティ番組、オンラインドラマ、ライブストリーミングおよびライフスタイル動画シリーズにより、累計42億回以

上の再生回数を達成したことを含め、約70,000分の独自の動画コンテンツをユーザーに配信している。

また、2019年8月30日の時点で、Glory Star GroupのCHEERSアプリのダウンロード数は5,000万を超えている。

出典：SEC Form SC T0-I/A（2020年1月3日付ファイリング）を基に記述

(2) SPACのIPO時からDe-SPAC後までの時点における投資家内訳（構成比）・株主構造

下表は、当該SPACのIPO時の目論見書の日付現在の普通株式の実質的な所有者に関する情報（IPO前後における普通株式の保有割合）を示している（Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2018年8月17日付ファイリング））。

株主	普通株式の保有割合（概算）	
	IPO前	IPO後
TKK Symphony Sponsor 1	87.29%	16.95%
Sing Wang (※)	95.19%	18.76%
Ian Lee	1%未満	1%未満
Ronald Issen	1%未満	1%未満
Joanne Ng	1.19%	1%未満
James Heimowitz	1%未満	1%未満
Stephen Markscheid	1%未満	1%未満
Zhe Zhang	1%未満	1%未満
合計	99.05%	19.64%

※ Sing Wang氏の株式保有割合は、同氏が個別に保有する株式分とスポンサーであるTKK Symphony Sponsor 1が保有する株式分を表している。同氏は、スポンサーの株式の100%を間接的に所有している。同氏は、Texas Kang Kai Capital Partnersの唯一の所有者であるChina Capital Advisors Corporationの唯一の所有者である。Texas Kang Kai Capital Partnersは、スポンサーの唯一のメンバーであるTKK Capital Holdingの株式持分の100%を所有しています。その結果、同氏は、スポンサーが所有する株式の実質的な所有者と考えられるため、当該株式に関して投票権および拒否権を有している。

Sing Wang氏は30年以上の間に渡って70超のプライベート・エクイティやベンチャーキャピタルの案件に関わり、メディア、テクノロジー、天然資源、ヘルスケア、コンシューマなどの幅広い業界に精通する。2011年から2013年にかけて香港取引所でListing Committeeのメンバーも務める。そのほかに米国や中国で上場している企業の取締役も歴任する。

（出典：Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2018年8月17日付ファイリング）に基づき記述）

また、下表は、当該SPACのDe-SPAC後における保有機関タイプ別の普通株式の保有割合を示している（出典：Bloomberg）。

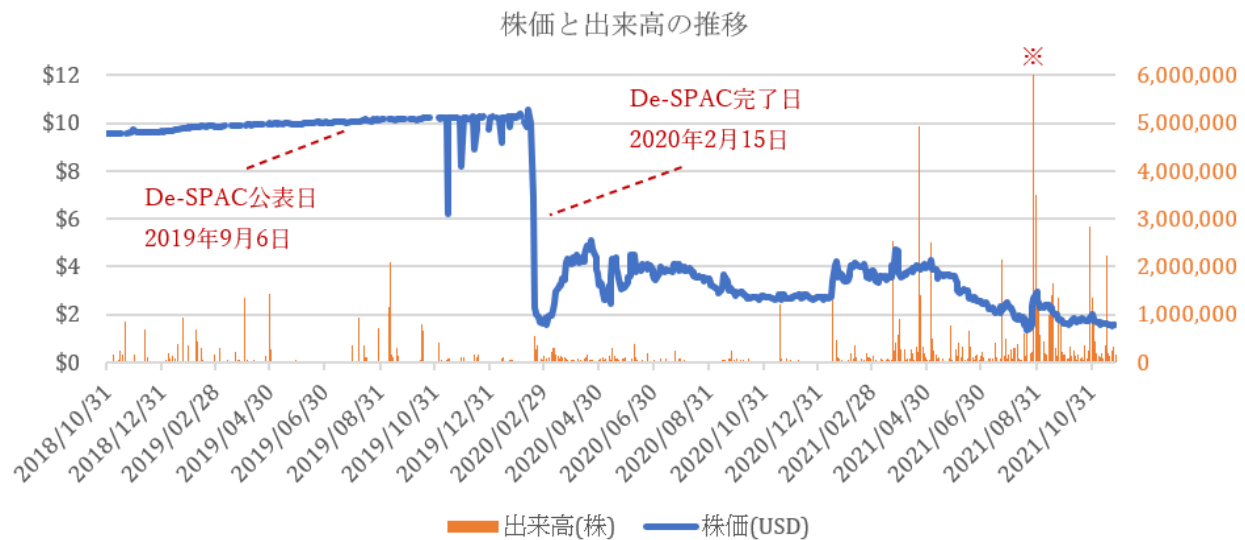
保有機関タイプ(※1)	De-SPAC 公表日直前 2019/9/1(※2)	De-SPAC 完了日直後 2020/2/16(※2)	直近 2022/2/20(※2)
ヘッジファンドマネージャー	45.08%	41.23%	13.81%
個人	22.36%	20.56%	64.98%
投資顧問業者	17.14%	17.49%	0.23%
仲介業	0.76%	2.58%	0.2%
ベンチャーキャピタル	—	—	—
プライベート・エクイティ	—	—	—
信託	—	—	—
年金ファンド	—	—	—
その他	—	—	20.78%

※1 Bloomberg上、保有機関タイプの定義は公表されていないため、各タイプの詳細は不明である。よって、例えば、個人投資家が「個人」として集計されないのか、また、他の保有機関タイプに含まれているのかを把握できていない。

※2 Bloomberg上、保有割合の合計が100%にならない場合がある点について留意が必要である。保有割合の合計が100%にならない理由について、Bloombergのカスタマーサポートへ問い合わせたところ、企業の報告書データのほか、投信の報告書やSEC Form 13F報告書などさまざまなソースからデータを抽出しており、それらの公表されるタイミングにずれがあるため、合計しても100%になることはほぼない旨の回答が得られた。

(3) その他

【図表D-1 (事例D) 株価と出来高の推移】



出典: Bloombergのデータを基に作成

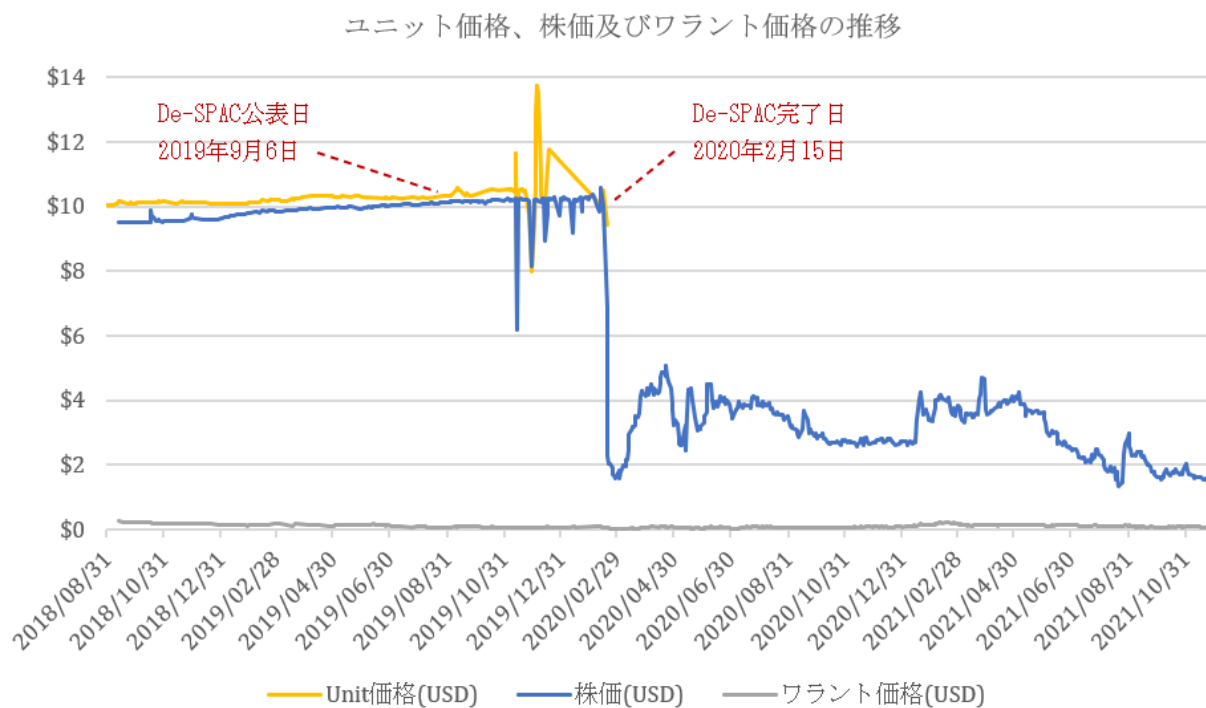
※データによると2021年8月26日の出来高は1.14億株とそれ以前の最高値である約690万株を大きく上回る値となっている。よって、上の図表D-1では同日の出来高を正確に表現できていない点に留意が必要である。

図表D-1にあるようにGlory Star社の株価はDe-SPAC直後に\$1.7付近まで下がり、そこから2020年3月下旬に\$4.2付近まで持ち直し、2021年4月中旬には\$4.8まで上昇した。しかしそこから株価は徐々に下がり続け、直近は再度\$1付近まで下がっている。

特徴のひとつとして挙げられるのが2021年8月26日の出来高が1.16億と突出して大きかったこと、かつ株価も前日の8月25日には\$1.55であった\$2.34まで上昇していることである。8月26日に同社は機関投資家に約280万株（約\$1,000万相当）の株式とワラントをユニット当たり\$3.5で売却すると発表している。

この個別事例は、本調査におけるいくつかのほかの事例と同じように、De-SPAC直後に株価が大きく下落し、現在に至るまで株価が下落し続けているという点が特徴である。

【図表D-2 （事例D）ユニット価格、株価およびワラント価格の推移】



出典：Bloombergのデータを基に作成

事例E : Sustainable Opportunities Acquisition Corp

(1) IPO・De-SPACなどにおける主な情報

Sustainable Opportunities Acquisition CorpのIPOに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
スポンサー	Sustainable Opportunities Holdings LLC
上場市場	NYSE (De-SPAC完了後はNasdaq)
IPO日	2020年5月5日
IPO価格 (1ユニット当たり)	\$10.00
IPO時の資金調達金額 (ユニットの公募による資金調達金額) (*1)	\$3.00億
De-SPACの期限	クロージングから18カ月
ユニットの構成	1株式 (A種普通株式) 1/2ワラント
ワラントの行使価格	\$11.50
スポンサープロモート	8,625,000株
種類株の導入	有
スポンサー私募ワラント	9,500,000ワラント@\$1.00

*1: 目論見書上、引受証券会社がユニットを追加的に購入するオプションを行使することによる資金調達金額は、最大で\$0.45億と記載されている。

出典: Rule 424(b) (4)に基づく目論見書 (2020年5月6日付ファイリング)

Sustainable Opportunities Acquisition CorpのDe-SPACに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
ターゲット企業	DeepGreen Metals Inc. (現TMC THE METALS COMPANY INC.)
De-SPAC公表日	2021年3月4日
De-SPAC完了日	2021年9月15日
ロックアップの概要	次の①～③のうちもっとも早い日付まで発起人株式の譲渡、割当、売却が認められない。 - 最初の企業結合の完了から1年後 - 最初の企業結合の完了から少なくとも150日から始まる30取引日の期間内の任意の20取引日において、A種普通株式の終値が1株あたり\$12.00以上となる日 - 最初の企業結合後において清算、合併、株式交換またはその他の類似の取引があった日 (つまり、一般株主全員がA種普通株式と現金、証券またはその他の財産と交換する権利を有する結果となった日)

出典: SECファイリング

DeepGreenの概要

DeepGreen Metals Inc. は、カナダにおける、海底の多金属団塊からの影響の少ない電池金属の開発企業であり、（１）環境および社会への悪影響を可能な限り最小限に抑えてクリーンなエネルギー移行のために金属を供給し、（２）循環金属経済への移行を加速するという２つの使命を担っている。同社は、子会社を通じて国際海底機構によって規制されているナウル、キリバス、トンガ王国の政府が支援する太平洋のクラリオンクリップートンゾーンにある３つの多金属団塊契約地域の探査権および商業権を保有している。DeepGreen社は、固形廃棄物がほぼゼロの多金属団塊から金属を製造するプロセスを開発し、陸上の尾鉱ダムを不要なものとした。

出典：SEC Form 8-K（2021年3月4日付ファイリング）を基に記述

（２）SPACのIPO時からDe-SPAC後までの時点における投資家内訳（構成比）・株主構造

下表は、当該SPACのIPO時の目論見書の日付現在の普通株式の実質的な所有者に関する情報（IPO前後における普通株式の保有割合）を示している（Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2020年5月6日付ファイリング））。

株主（敬称略）	普通株式の保有割合（概算）	
	IPO前	IPO後
Sustainable Opportunities Holdings LLC（※）	99.0%	19.8%
Scott Leonard（※）		
Scott Honour（※）		
David Quiram	-	-
Rick Gaenzle	1%未満	1%未満
Isaac Barchas	1%未満	1%未満
Justin Kelly	1%未満	1%未満
合計	100.0%	20.0%

※ Scott Leonard氏およびScott Honour氏は、当SPACのスポンサーであるSustainable Opportunities Holdings LLCの経営陣であり、同社が所有する証券に関する議決権および拒否権を共有しているため、両氏が同社所有の株式の実質的な所有者と考えられる。

※ Scott Leonard氏は企業改革(Business Transformation)の分野で15年以上の経験を有する専門家である。McKinsey & Co. でマネジメントコンサルタント、テキサス運輸省でDeputy Chief Strategy & Administrative Officer、Hewlett Packard EnterpriseでシニアVPを経て2017年から2018年にかけてGenOn EnergyでCFO / Chief Restructuring Officerを務める。

※ Scott Honour氏はプライベート・エクイティ投資に30年以上の経験を持ち、現在は自身が2012年に共同設立したPE会社であるNorthern Pacific Groupでマネージングパートナーを務める。同氏はNorthern Pacific Groupを設立する前はUBS Investment Bankでマネージング・ディレクターを務めたり、上場・非上場会社で取締役を歴任したりした。

また、下表は、当該SPACのDe-SPAC後における保有機関タイプ別の普通株式の保有割合を示している（出典：Bloomberg）。

保有機関タイプ(※1)	De-SPAC 公表日直前 2021/2/28(※2)	De-SPAC 完了日直後 2021/9/19(※2)	直近 2022/2/20(※2)
ファミリーオフィス/信託	-	-	38.71%
ヘッジファンドマネージャー	39%	17.65%	1.74%
投資顧問業者	21.2%	6.28%	4.73%
仲介業	0.1%	1.27%	1.16%

保有機関タイプ(※1)	De-SPAC 公表日直前 2021/2/28(※2)	De-SPAC 完了日直後 2021/9/19(※2)	直近 2022/2/20(※2)
プライベート・エクイティ	-	-	-
銀行	2.05%	2.34%	0.06%
事業法人	-	-	-
個人	-	63.22%	15.68%
その他	35.3%	7.77%	37.91%

※1 Bloomberg上、保有機関タイプの定義は公表されていないため、各タイプの詳細は不明である。よって、例えば、個人投資家が「個人」として集計されないのか、また、他の保有機関タイプに含まれているのかを把握できていない。

※2 Bloomberg上、保有割合の合計が100%にならない場合がある点について留意が必要である。保有割合の合計が100%にならない理由について、Bloombergのカスタマーサポートへ問い合わせたところ、企業の報告書データのほか、投信の報告書やSEC Form 13F報告書などさまざまなソースからデータを抽出しており、それらの公表されるタイミングにずれがあるため、合計しても100%になることはほぼない旨の回答が得られた。

(3) その他

【図表E-1 (事例E) 株価と出来高の推移】



出典: Bloombergのデータを基に作成

図表E-1にあるようにTMH社の株価はDe-SPAC直後に\$5まで下がり、そこから一貫して下落を続けている。2021年9月15日付のForm 8-Kによれば、合併時に27,278,657もの株式が償還されたとある。これはSPACのIPO時に発行された株式のおよそ79%に相当する（引受証券会社が約450万ユニットのOver allotmentを全て行使した前提）。

さらには当初予定されていた私募を通じた資金調達\$3.30億のうち、\$2.20億が実施されなかったとも2021年9月15日付のForm 8-Kに記載されている。この一連の流れからTMH社からおよそ\$5億近い資金が流出（当初計画されていたとおりに資金調達ができなかった）ことになる。

償還率の高さや一部の私募が実行されなかった理由は明確になっていないものの、同社のビジネスに対する環境汚染のリスクが要因の一つになったのではないかと推察される。

【図表E-2 （事例E）ユニット価格、株価およびワラント価格の推移】



出典：Bloombergのデータを基に作成

事例F : Reinvent Technology Partners Z

(1) IPO・De-SPACなどにおける主な情報

Reinvent Technology Partners ZのIPOに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
スポンサー	Reinvent Sponsor Z LLC
上場市場	NYSE
IPO日	2020年11月18日
IPO価格（1ユニット当たり）	\$10.00
IPO時の資金調達金額 （ユニットの公募による資金調達金額）（*1）	\$ 2.00億
De-SPACの期限	クロージングから24カ月
ユニットの構成	1株式（A種普通株式） 1/5ワラント
ワラントの行使価格	\$11.50
スポンサープロモート	5,750,000株
種類株の導入	有
スポンサー私募ワラント	4,000,000ワラント@\$1.50

*1: 目論見書上、引受証券会社がユニットを追加的に購入するオプションを行使することによる資金調達金額は、最大で\$0.30億と記載されている。

出典: Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2020年11月20日付ファイリング）

Reinvent Technology Partners ZのDe-SPACに関する主な情報は下表のとおりである（出典: SECファイリング）。

項目	内容
ターゲット企業	Hippo Enterprises Inc.
De-SPAC公表日	2021年3月4日
De-SPAC完了日	2021年8月2日
PIPEs発行価格	\$10.00
PIPEs発行総額	\$5.50億
ロックアップの概要	次の①～③のうちもっとも早い日付まで発起人株式の譲渡、割当、売却が認められない。 1 最初の企業結合の完了から1年後 2 最初の企業結合の完了から少なくとも150日から始まる30取引日の期間内の任意の20取引日においてA種普通株式の終値が1株あたり\$12.00以上となる日 3 最初の企業結合後において清算、合併、株式交換、企業再編またはその他の類似の取引があった日（つまり、一般株主全員がA種普通株式と現金、証券またはその他の財産と交換する権利を有する結果となった日）

Hippo Enterprises Inc. の概要

Hippo Enterprises Inc. は、従来とは異なる種類のホームプロテクト企業であり、住宅所有者に新基準のケアとプロテクションを提供するために設立され、同社の目標は家をより安全で保護しやすくすることである。これにより、顧客は持ち家の負担を心配する時間を減らし、家とそこでの生活を楽しむ時間を増やすことができるとしている。同社は、リアルタイムデータ、スマートホームテクノロジーなどのホームサービスを活用して、統合的なホームプロテクションプラットフォームを構築した。

同社によると、最新のテクノロジーは\$1,050億の米国住宅保険業界を変革する機会を提供し、顧客のライフサイクル全体で進歩と効率化を可能とする。同社の考えでは、この市場には、2025年までにHippoのようなデジタルファーストの顧客中心の企業にとって、約1,400億ドルに達する大きなチャンスがあるとしている。

(出典：Rule 424(b)(3)に基づく目論見書（2021年7月9日付ファイリング）に記載された同社に関する説明を参考に記述)

(2) SPACのIPO時からDe-SPAC後までの時点における投資家内訳（構成比）・株主構造

下表は、当該SPACのIPO時の目論見書の日付現在の普通株式の実質的な所有者に関する情報（IPO前後における普通株式の保有割合）を示している（出典：Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2020年11月20日付ファイリング））。

株主	普通株式の保有割合（概算）	
	IPO前	IPO後
Reinvent Sponsor Z (※)	97.9%	19.5%
Reid Hoffman		
Mark Pincus		
Lee Linden	1%未満	1%未満
Linda Rottenberg	1%未満	1%未満
Julie Hanna	1%未満	1%未満
Byron Auguste	1%未満	1%未満
合計	100.0%	20.0%

- ※ Reid Hoffman氏とMark Pincus氏はスポンサーであるReinvent Sponsor Zの創設者であるため、Reinvent Sponsor Zが直接保有している株式を実質的に所有しているのは両氏であると考えられる。
- ※ Reid Hoffman氏は起業家・投資家であり1997年にSocialNetを設立した後、2000年にPaypalへ移りCOO・CEOなどを歴任した。その後2003年にLinkedInの共同設立者となり、同社のCEOや取締役を務める。現在はベンチャーキャピタル会社であるGreylockでパートナーを務めつつ、複数の上場・非上場会社の顧問や取締役に名を連ねる。Hoffman氏はソーシャルネットワーク、Eコマース、AIなどのテクノロジー関連にネットワークと強みを有する。
- ※ Mark Pincus氏はtribe.net、Support.comやZyngaなどを含む複数のネット起業の創設者である。一方でFacebook、Twitter、Airbnb、Xiaomi、Niantic、Snapなどいくつかのソフトウェア会社に投資の実績をもつエンジェル投資家としても活動している。現在はZyngaの取締役を務めながら、ハーバード大学やペンシルバニア大学など名だたるビジネススクールで定期的に講演を行っている。

また、下表は、当該SPACのDe-SPAC後における保有機関タイプ別の普通株式の保有割合を示している（出典：Bloomberg）。

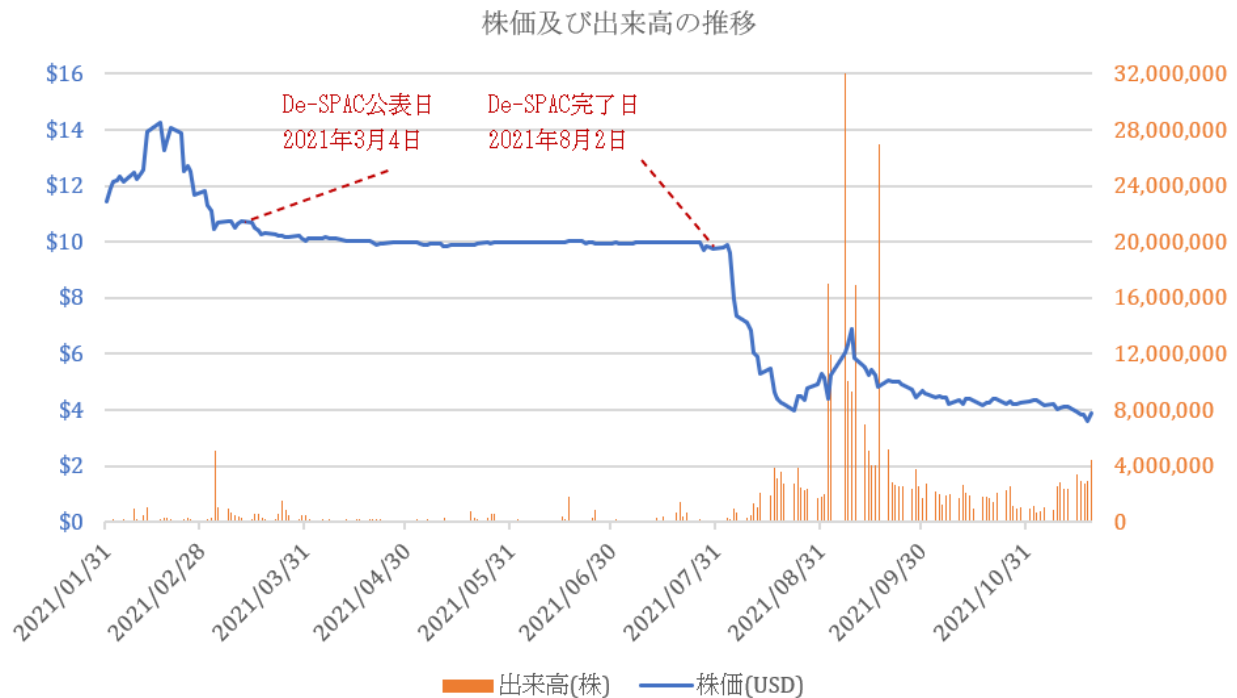
保有機関タイプ(※1)	De-SPAC 公表日直前 2021/2/28(※2)	De-SPAC 完了日直後 2021/8/8(※2)	直近 2022/2/20(※2)
ヘッジファンドマネージャー	-	17.69%	5.27%
個人	-	62.68%	12.5%
投資顧問業者	100%	8.74%	8.97%
銀行	-	-	-
仲介業	-	0.1%	0.46%
プライベート・エクイティ	-	0.28%	0.98%
信託	-	-	-
その他	-	9.63%	38.75%
保険会社	-	0.15%	17.04%
事業法人	-	-	8.09%
ベンチャーキャピタル	-	-	7.33%

※1 Bloomberg上、保有機関タイプの定義は公表されていないため、各タイプの詳細は不明である。よって、例えば、個人投資家が「個人」として集計されないのか、また、他の保有機関タイプに含まれているのかを把握できていない。

※2 Bloomberg上、保有割合の合計が100%にならない場合がある点について留意が必要である。保有割合の合計が100%にならない理由について、Bloombergのカスタマーサポートへ問い合わせたところ、企業の報告書データのほか、投信の報告書やSEC Form 13F報告書などさまざまなソースからデータを抽出しており、それらの公表されるタイミングにずれがあるため、合計しても100%になることはほばない旨の回答が得られた。

(3) その他

【図表F-1 (事例F) 株価と出来高の推移】



出典: Bloombergのデータを基に作成

図表F-1にあるようにHippo社の株価はDe-SPAC直後に\$4.20程度まで下がり、そこから一時上昇は見られたものの全体的に下落傾向にある。直近の株価は\$1強で推移している。2021年8月5日付のForm 8-Kによれば、合併時に19,261,380もの株式が償還されたとある。これはSPACのIPO時に発行された株式のおよそ84%に相当し（引受証券会社が300万ユニットのOverallotmentを全て行使した前提）、初期投資家がターゲット選定に魅力を感じない、あるいは買収契約（価格設定含む）に不満を感じている裏返しだと考えられる。

Forbes紙の報道「Why Hippo's Stock Has Fallen More Than 50% Since Going Public Through A SPAC」によればこの下落はHippo社がDe-SPACを通じて上場したタイミングが悪く、SPAC市場の過熱と2021年2月に米国全土を襲った大寒波により投資家がInsurtech企業の先行きに不安を感じていることが要因に含まれると推察されている。

【図表F-2 （事例F）ユニット価格、株価およびワラント価格の推移】



出典：Bloombergのデータを基に作成

事例G：KBL MERGER CORP. IV

(1) IPO・De-SPACなどにおける主な情報

KBL Merger Corp IVのIPOに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
スポンサー	KBL IV Sponsor LLC
上場市場	Nasdaq
IPO日	2017年6月1日
IPO価格（1ユニット当たり）	\$10.00
IPO時の資金調達金額 （ユニットの公募による資金調達金額）（*1）	\$1.00億
De-SPACの期限	クロージングから18カ月
ユニットの構成	1株式（A種普通株式） 1ワラント（\$5.75で1/2株を買うことができる1ワラント） 1 right（目論見書に記載された条件に従って、1/10株を受領する権利）
ワラントの行使価格	\$11.50
スポンサープロモート	2,875,000株

*1：目論見書上、引受証券会社がユニットを追加的に購入するオプションを行使することによる資金調達金額は、最大で\$0.15億と記載されている。

出典：Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2017年6月2日付ファイリング）

KBL MERGER CORP. IVのDe-SPACに関する主な情報は下表のとおりである。

項目	内容
ターゲット企業	CannBioRx Life Sciences Corp. (現180 Life Sciences Corp.)
De-SPAC公表日	2019年7月26日
De-SPAC完了日	2020年11月9日
PIPEs発行価格	\$10.00
PIPEs発行総額	\$1.75億
ロックアップの概要	ターゲット企業の特定の執行役員、取締役および株主（ターゲット企業の発行済株式の約90%を保有）は、以下の最も早い日付までターゲット企業の普通株式を譲渡、割当、売却することを認められない。 - 最初の企業結合の完了から1年後 - 最初の企業結合の完了から少なくとも150日から始まる30取引日の期間内の任意の20取引日において普通株式の終値が1株あたり\$12.00以上となる日 - 最初の企業結合後において清算、合併、株式交換、企業再編またはその他の類似の取引があった日（つまり、一般株主全員が普通株式と現金、証券またはその他の財産と交換する権利を有する結果となった日）

出典：SECファイリング

CannBioRx Life Sciences Corp. の概要

CannBioRx Life Sciences Corp. は、カリフォルニア州パロアルトに本社を置く製薬会社であり、革新的な研究と、必要に応じて併用療法を採用することにより、慢性疼痛、炎症、炎症性疾患、線維症における医療ニーズの治療法の開発に注力している。同社は、次の3つの製品開発プラットフォームを有する。

- ・ 線維症および抗腫瘍壊死因子（「TNF」）
- ・ 合成カンナビジオール（「CBD」）類似体（「SCA」）からなる医薬品
- ・ アルファ7ニコチン性アセチルコリン受容体（「 $\alpha 7$ nAChR」）

同社は、手のひらの線維性結合組織の発達に影響を与えるデュピュイトラン病の英国での第2b / 3相臨床試験の製品候補の1つを含め、いくつかの将来の製品候補を開発中である。同社は、バイオテクノロジーと製薬の分野で、世界をリードする数人の科学者により設立された。同社の世界的に有名な科学者であるSir Marc Feldmann教授、Lawrence Steinman教授およびRaphael Mechoulam教授は、創薬において豊富な経験と重要な成功を収めている。三者は、それぞれオックスフォード大学、スタンフォード大学およびエルサレムヘブライ大学の出身であり、経営陣は、初期段階のヘルスケア企業への資金提供と初期段階のヘルスケア企業の育成に豊富な経験を有する。

（出典：2019年11月12日付Form S-4に記載された同社に関する説明を参考に記述）

(2) SPACのIPO時からDe-SPAC後までの時点における投資家内訳（構成比）・株主構造

下表は、当該SPACのIPO時の目論見書の日付現在の普通株式の実質的な所有者に関する情報（IPO前後における普通株式の保有割合）を示している（Rule 424(b)(4)に基づく目論見書（2020年9月18日付））。

株主	普通株式の保有割合（概算）	
	IPO前	IPO後
KBL IV Sponsor LLC (※)	100.0%	22.0%
Marlene Krauss, M.D. (※)		
Joseph Williamson	-	1%未満
George Hornig	-	1%未満
Andrew Sherman	-	1%未満
Sherrill Neff	-	1%未満
合計	100.0%	22.0%

※ Marlene Krauss氏はスポンサーであるKBL IV Sponsor LLC唯一の経営者であるため、KBL IV Sponsor LLCが直接保有している株式を実質的に所有しているのは同氏であると考えられる。

また、下表は、当該SPACのDe-SPAC後における保有機関タイプ別の普通株式の保有割合を示している（出典：Bloomberg）。

保有機関タイプ(※1)	De-SPAC 公表日直前 2019/7/21(※2)	De-SPAC 完了日直後 2020/11/15(※2)	直近 2022/2/20(※2)
個人	-	10.38%	33.75%
ヘッジファンドマネージャー	51.36%	12.26%	3.74%
プライベート・エクイティ	-	-	-
投資顧問業者	13.72%	11.62%	16.23%
仲介業	6.96%	7.36%	3.84%
銀行	-	0.01%	1.08%

保有機関タイプ(※1)	De-SPAC 公表日直前 2019/7/21(※2)	De-SPAC 完了日直後 2020/11/15(※2)	直近 2022/2/20(※2)
信託	-	-	0.44%
事業法人	-	-	0.13%
その他	23.51%	53.38%	40.74%
保険会社	4.45%	-	0.02%

※1 Bloomberg上、保有機関タイプの定義は公表されていないため、各タイプの詳細は不明である。よって、例えば、個人投資家が「個人」として集計されないのか、また、他の保有機関タイプに含まれているのかを把握できていない。

※2 Bloomberg上、保有割合の合計が100%にならない場合がある点について留意が必要である。保有割合の合計が100%にならない理由について、Bloombergのカスタマーサポートへ問い合わせたところ、企業の報告書データのほか、投信の報告書やSEC Form 13F報告書などさまざまなソースからデータを抽出しており、それらの公表されるタイミングにずれがあるため、合計しても100%になることはほぼない旨の回答が得られた。

(3) その他

【図表G-1 (事例G) 株価と出来高の推移】

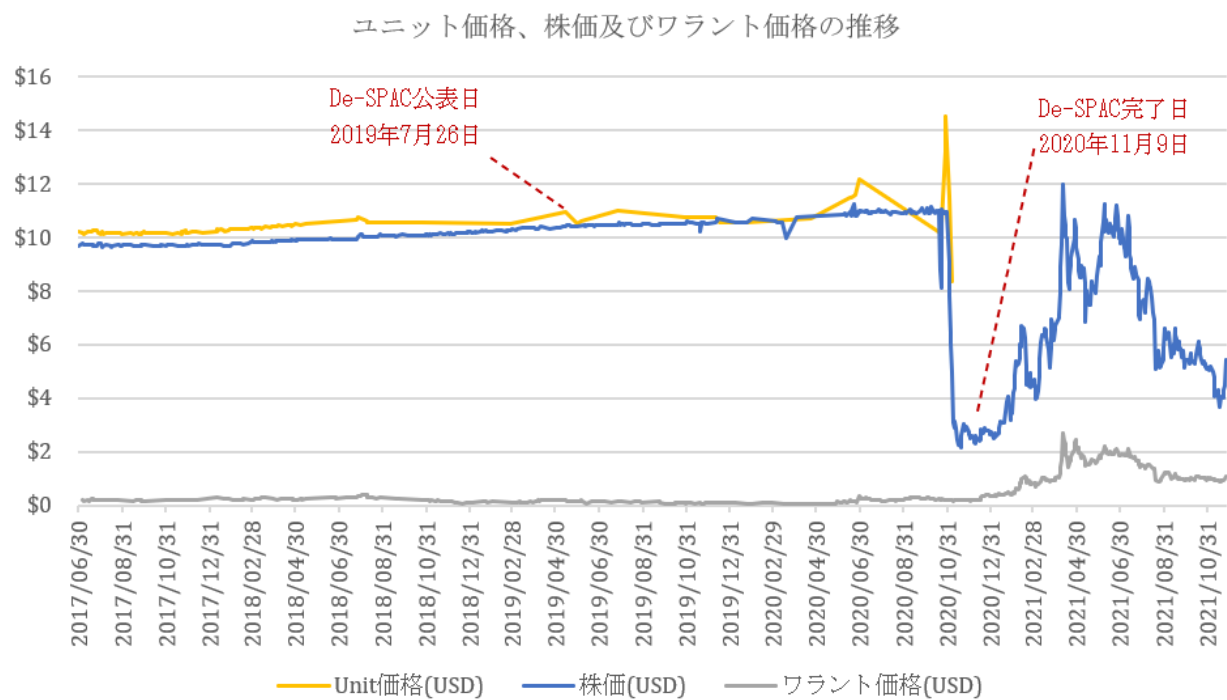


出典: Bloombergのデータを基に作成

図表G-1にあるように、2020年11月9日のDe-SPACまで株価は\$11.00を超えていたがDe-SPAC直後に株価が\$2.45まで下落している。2021年6月25日までおよそ半年をかけてDe-SPAC直前の株価を超える\$11.20程度まで戻すものの、その後再び下落傾向に入り、直近の株価は\$3.00前後で推移している。

株価の変動について複数の要因があると考えられるが、2021年2月19日に公表された\$0.117億の私募が2021年の株価上昇の一助と考えられる。一方で、De-SPAC直後と近年の株価下落について直接的な要因は見受けられないが、2021年の第一四半期には提出書類の期日遅れや監査委員会・独立取締役の要件を満たしていないなどのNasdaq規定の違反が公表され、2020年12月には過去の財務諸表の修正が発表されるなどのマイナス要因が影響したのではないかと推察される。

【図表G-2 （事例G）ユニット価格、株価およびワラント価格の推移】



出典：Bloombergのデータを基に作成

【別添資料Ⅲ】各国制度比較表

	米国 (NYSE, Nasdaq)	英国 (LSEのメイン市場)	ドイツ Frankfurt Stock Exchange	カナダ Toronto Stock Exchange (TSX)	シンガポール SGX (メインボード)	香港 (HKEX (メインボード))							
	主な内容	参照	主な内容	参照	主な内容	参照							
(A) (1)	SPACのIPO上場の特有の基準 （非公開行における基準および規定）												
	特注事項、公開調達方式 上場基準 100名以上、110万株以上 Nasdaq Nasdaq上場規程 5405(a)(2) (i)、 5505(a) (2) (i) 公開市場 300名以上、100万株以上 外部者または一般株主の最低保有株式数についての特定の要件は 設けられていない。	NYSE上場規程 102.06 Nasdaq上場規程 5405(a) (2) (i)、 5505(a) (2) (i) (注) 英国上場規程における“held in public hands”についての定 義は14.2.2 (3)に定められて、 https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/14/2.html#H48	上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。た だし、従来のIPOと同様に、少なくとも発行済株式総数の10%以上 外部者(非)取締役、株式3%以上保有する大株主および彼らの関連当 事者以外の株主を指す)に保有される必要がある。 (注) 英国上場規程における“held in public hands”についての定 義は14.2.2 (3)に定められて、 https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/14/2.html#H48	SPACに関する特有の基準がないので、下記のとおり、従来のIPO基 準に準ずる。 株主100名以上、少なくとも1万株。 また、少なくとも20%の株式は、EUまたはEEA(European Economic Area)の株主に保有される必要がある。	Factsheet (February 2019) P2 Free float	100名以上、少なくとも100万株は外部者に保有される必要があ る。	TSX SPAC上場規程 Sec. 1045. (注) 発行済株式総数(自己株式を除く)の25%以上は、300名以上の一般 株主(注1)(取締役、取締役、支配力がある株主および彼らの関連当 事者以外の株主を指す)が保有する必要がある。 (注) SGX 上場規程における“public shareholders”についての定義： http://rulebook.sgx.com/rulebook/definitions-and- interpretation#definition-p (注) SGX 上場規程における“public shareholders”についての定義： http://rulebook.sgx.com/rulebook/definitions-and- interpretation#definition-p また、当初の勧告ではシンガポール規程で設立されたSPAC のみ上場可能としていた。しかし、反対の意見が多かつた。 当初SPAC制度を導入した趣旨としては、より多くの社会 資本をシンガポールに集めることである。これを踏ま えて、SPACの設立国はシンガポールに限定しないよう修 正した。 上記のいずれも、米国の慣行に整合するように修正された ものである。	SGX上場規程 210(1)(c) ・ 最新意見募集(注)から最終上場前決定(注)への変更 (注)：株主数：300名以上、設立国はシンガポールに限ら (注)：株主数：300名以上、設立国はシンガポールに限ら ず(外国での設立も可能) 理由 市場から寄せられた意見を考慮し、SPACのIPO時に実効な 変更活動がなされたため、米国の規定(300名以上の株主を確保す るは困難である。 また、当初の勧告ではシンガポール規程で設立されたSPAC のみ上場可能としていた。しかし、反対の意見が多かつた。 当初SPAC制度を導入した趣旨としては、より多くの社会 資本をシンガポールに集めることである。これを踏ま えて、SPACの設立国はシンガポールに限定しないよう修 正した。 上記のいずれも、米国の慣行に整合するように修正された ものである。	HKEX上場規程 18B.05 「プロ投資家の参加要件」に参照。 注：株主数：200名以上、発行済株式総数の20%以上及び発行済株式総数の 20%は一般株主(注)(資金提供書および彼らの関連当事者以外の株 主を指す)に保有される必要がある。 注：一般株主における上記20%が所有している株式は全ての株式の 50%を超えてはならない。 (注) 香港上場規程における“the public”についての定義：8.24 https://www.hkex.com.hk/rulebook/18B.05				
	SPAC形式の最低発行価格要件（納付あり） 上場基準 (実際に11セント10米ドルで発行されることが多い)。	NYSE上場規程 102.06 Nasdaq上場規程 5405(a) (1)、 5505(a) (1) (a)	上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。 実際上、IPO時の資金調達金額の超過バンド幅であるSPACは19米 ドルで発行されることが多い。	—	上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。 実際上、10.00ユーロ。	Factsheet (February 2019) P2 Free value	2カナダドル	TSX SPAC上場規程 Sec. 1046.	3シンガポールドル。	SGX上場規程 210(1)(d)	・ 最新意見募集(注)から最終上場前決定(注)への変更 (注)：10シンガポールドル (注)：シンガポールドル 理由 市場から反対の意見が多かつたため、米国の規定(4米ドル に整合するように修正された。	10香港ドル。	HKEX上場規程 18B.07 米国のSPAC制度に照準する協定を参考にして、香港の SPAC制度に照準する協定を協定の基礎とする。 意見募集後、上記は修正なしで、最終上場規程となる。
	SPACによる最低資金調達規模に関する要件 上場基準 SPACによる最低資金調達規模に関するSPAC特有の要件はないが、上場基準一 般において、以下のような最低公開調達規模が要求される。 NYSE 100名以上、110万株以上 Nasdaq Nasdaq上場規程 5405(a)(2) (i)、 5505(a) (2) (i) 公開市場 300名以上、100万株以上 外部者または一般株主の最低保有株式数についての特定の要件は 設けられていない。	NYSE上場規程 102.06 Nasdaq上場規程 5405(a) (2) (i)、 5505(a) (2) (i) (注) 英国上場規程における“held in public hands”についての定 義は14.2.2 (3)に定められて、 https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/14/2.html#H48	上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。 実際上、IPO時の資金調達金額の超過バンド幅であるSPACは19米 ドルで発行されることが多い。	—	上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。 実際上、10.00ユーロ。	Factsheet (February 2019) P2 Free value	2カナダドル	TSX SPAC上場規程 Sec. 1045. (注) 発行済株式総数(自己株式を除く)の25%以上は、300名以上の一般 株主(注1)(取締役、取締役、支配力がある株主および彼らの関連当 事者以外の株主を指す)が保有する必要がある。 (注) SGX 上場規程における“public shareholders”についての定義： http://rulebook.sgx.com/rulebook/definitions-and- interpretation#definition-p (注) SGX 上場規程における“public shareholders”についての定義： http://rulebook.sgx.com/rulebook/definitions-and- interpretation#definition-p また、当初の勧告ではシンガポール規程で設立されたSPAC のみ上場可能としていた。しかし、反対の意見が多かつた。 当初SPAC制度を導入した趣旨としては、より多くの社会 資本をシンガポールに集めることである。これを踏ま えて、SPACの設立国はシンガポールに限定しないよう修 正した。 上記のいずれも、米国の慣行に整合するように修正された ものである。	SGX上場規程 210(1)(c) ・ 最新意見募集(注)から最終上場前決定(注)への変更 (注)：株主数：300名以上、設立国はシンガポールに限ら (注)：株主数：300名以上、設立国はシンガポールに限ら ず(外国での設立も可能) 理由 市場から寄せられた意見を考慮し、SPACのIPO時に実効な 変更活動がなされたため、米国の規定(300名以上の株主を確保す るは困難である。 また、当初の勧告ではシンガポール規程で設立されたSPAC のみ上場可能としていた。しかし、反対の意見が多かつた。 当初SPAC制度を導入した趣旨としては、より多くの社会 資本をシンガポールに集めることである。これを踏ま えて、SPACの設立国はシンガポールに限定しないよう修 正した。 上記のいずれも、米国の慣行に整合するように修正された ものである。	HKEX上場規程 18B.05 「プロ投資家の参加要件」に参照。 注：株主数：200名以上、発行済株式総数の20%以上及び発行済株式総数の 20%は一般株主(注)(資金提供書および彼らの関連当事者以外の株 主を指す)に保有される必要がある。 注：一般株主における上記20%が所有している株式は全ての株式の 50%を超えてはならない。 (注) 香港上場規程における“the public”についての定義：8.24 https://www.hkex.com.hk/rulebook/18B.05			
	最低公開調達方式の時価総額に関する要件 上場基準 SPACでは、以下のような最低公開調達方式の時価総額が要求 される。 NYSE 100名以上、110万株以上 Nasdaq Nasdaq上場規程 5405(a)(2) (i)、 5505(a) (2) (i) 公開市場 300名以上、100万株以上 外部者または一般株主の最低保有株式数についての特定の要件は 設けられていない。	NYSE上場規程 102.06 Nasdaq上場規程 5405(a) (2) (i)、 5505(a) (2) (i) (注) 英国上場規程における“held in public hands”についての定 義は14.2.2 (3)に定められて、 https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/14/2.html#H48	上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。 実際上、IPO時の資金調達金額の超過バンド幅であるSPACは19米 ドルで発行されることが多い。	—	上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。 実際上、10.00ユーロ。	Factsheet (February 2019) P2 Free value	2カナダドル	TSX SPAC上場規程 Sec. 1046.	3シンガポールドル。	SGX上場規程 210(1)(d)	・ 最新意見募集(注)から最終上場前決定(注)への変更 (注)：10シンガポールドル (注)：シンガポールドル 理由 市場から反対の意見が多かつたため、米国の規定(4米ドル に整合するように修正された。	10香港ドル(約140億円)。	HKEX上場規程 18B.08 「米国のSPAC制度に照準する協定を参考にして、香港の SPAC制度に照準する協定を協定の基礎とする。」 意見募集後、上記は修正なしで、最終上場規程となる。
	最低公開調達方式の時価総額に関する要件 上場基準 SPACでは、以下のような最低公開調達方式の時価総額が要求 される。 NYSE 100名以上、110万株以上 Nasdaq Nasdaq上場規程 5405(a)(2) (i)、 5505(a) (2) (i) 公開市場 300名以上、100万株以上 外部者または一般株主の最低保有株式数についての特定の要件は 設けられていない。	NYSE上場規程 102.06 Nasdaq上場規程 5405(a) (2) (i)、 5505(a) (2) (i) (注) 英国上場規程における“held in public hands”についての定 義は14.2.2 (3)に定められて、 https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/14/2.html#H48	上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。 実際上、IPO時の資金調達金額の超過バンド幅であるSPACは19米 ドルで発行されることが多い。	—	上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。 実際上、10.00ユーロ。	Factsheet (February 2019) P2 Free value	2カナダドル	TSX SPAC上場規程 Sec. 1046.	3シンガポールドル。	SGX上場規程 210(1)(d)	・ 最新意見募集(注)から最終上場前決定(注)への変更 (注)：10シンガポールドル (注)：シンガポールドル 理由 市場から反対の意見が多かつたため、米国の規定(4米ドル に整合するように修正された。	10香港ドル(約140億円)。	HKEX上場規程 18B.08 「米国のSPAC制度に照準する協定を参考にして、香港の SPAC制度に照準する協定を協定の基礎とする。」 意見募集後、上記は修正なしで、最終上場規程となる。

カナダ (CPC規則) TSX Venture Exchange (TSXV)	
主な内容	参照
(A) (1)	
CPCのIPO上場の特有の基準 （非公開行における基準および規定）	
SPACによる最低資金調達規模に関する要件	
NYSE 100名以上、110万株以上 Nasdaq Nasdaq上場規程 5405(a) (2) (i)、 5505(a) (2) (i) 公開市場 200名以上、180万株以上 外国または一般株主の最低保有株式数についての特定の要件は 設けられていない	NYSE上場規程 102.06 Nasdaq上場規程 5405(a) (2) (i)、 5505(a) (2) (i) https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/14/2.html#H48
上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。た だし、従来のIPOと同様に、少なくとも発行済株式総数の10%以上 部外(非)取締役、株式3%以上保有する大株主および彼らの関連当 事者以外の株主を指す)に保有される必要がある。 (注) 英国上場規程における“held in public hands”についての定 義は14.2.2 (3)に定められて https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/14/2.html#H48	英国上場規程 (UK 4.2.2 (3))
SPACに関する特有の基準がないので、下記のとおり、従来のIPO基 準に準ずる。 株主100名以上、少なくとも1万株。 また、少なくとも20%の株式は、EUまたはEEA(European Economic Area)の株主に保有される必要がある。	Factsheet (February 2019) P2 Free float
100名以上、少なくとも100万株は外部者に保有される必要があ る。	TSX SPAC上場規程 Sec. 1045.
発行済株式総数(自己株式を除く)の25%以上は、300名以上の一般 株主(注1)取締役、取締役、支配力がある株主および彼 らの関連当事者(注2)以外の株主を指す)が保有する必要がある。 (注) SGX 上場規程における“public shareholders”についての定義： http://mlbook.sgx.com/mlbook/definition-and- interpretation#definition-p (注) SGX 上場規程における“public shareholders”についての定義： http://mlbook.sgx.com/mlbook/definition-and- interpretation#definition-p また、当初の勧告ではシンガポール規程で設立されたSPAC のみ上場可能としていた。しかし、反対の意見が湧い た。当初SPAC制度を導入した趣旨としては、より多くの社 会資本をシンガポールに集めることである。これを踏ま えて、SPACの設立はシンガポールに限定しないよう修 正した。 上記のいずれも、米国の慣行に整合するように修正された ものである。	SGX上場規程 210(1)(1) (c)
・ 最新意見募集(注)から最終上場前決定(注)への変更 (注)：株主数：200名以上、設立国はシンガポールに限ら (注)：株主数：300名以上、設立国はシンガポールに限ら ず(外国での設立も可能) 理由 市場から寄せられた意見を考慮し、SPACのIPO時に実効な 変更活動がなされた。注：200名以上の株主を確保す るは困難である。 また、当初の勧告ではシンガポール規程で設立されたSPAC のみ上場可能としていた。しかし、反対の意見が湧い た。当初SPAC制度を導入した趣旨としては、より多くの社 会資本をシンガポールに集めることである。これを踏ま えて、SPACの設立はシンガポールに限定しないよう修 正した。 上記のいずれも、米国の慣行に整合するように修正された ものである。	HKEX上場規程 18B.05
「プロ投資家の参加要件」に参照。 注：株主数：200名以上、(そのうち20名以上機関投資家) 20%は一般株主(注) (資金提供書および彼らの関連当事者以外の株 主を指す)に保有される必要がある。 注：一般株主における上記20%が所有している株式は全ての株式の 50%を超えてはならない。 (注) 香港上場規程における“the public”についての定義：8.24 https://www.hkex.com.hk/mlbook/18B.05	
CPC形式の最低発行価格要件（納付あり）	
0.10カナダドル	TSX Policy 2.4 規 程 3.2(a)
CPCのIPOにおける最低・最大資金調達規模に関する要件	
最低：200万カナダドル(約130億円) 最大：500万カナダドル(約30億円) また、CPCにおける全体的な資金調達規模制限があり、IPO資金調 達(レシーブ)と資本(後送)で最大1,000万カナダドル(約60億円)までと されている。	TSX Policy 2.4 規 程 3.2(a) (b)
最低資金調達規模の時間制限に関する要件	
上場規程に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。	—

米国 (NYSE, Nasdaq)		英連 (LSEのメイン市場)		ドイツ Frankfurt Stock Exchange		カナダ Toronto Stock Exchange (TSX)		シンガポール (SGX マーケットボード)		香港 (HKEX マーケットボード)	
主な内容		主な内容		主な内容		主な内容		主な内容		主な内容	
ワラント		ワラントの上場基準		上場規則に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。		上場規則に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。		上場規則に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。		上場規則に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。	
上場規則にSPAC特有の規定はない。従来のワラントの上場基準が適用される。 以下の要点のとおり、米国SPACは実務上多様なワラントの仕組みを設計している。		上場規則にSPAC特有の規定はない。従来のワラントの上場基準が適用される。 NYSE上場規則 703.12 Nasdaq上場規則 5225		上場規則にSPAC特有の規定はない。ただし、実務上は下記のように設計されること多い。		上場規則にSPAC特有の規定はない。ただし、実務上は下記のように設計されること多い。		上場規則にSPACに等する追加要件がある。主な要件は以下のとおりである。		上場規則にSPACに等する追加要件がある。主な要件は以下のとおりである。	
- 行使価格 実務上、11.5米ドルが多い。 (SPACユニットのIPO価格10米ドルよりも高くなるよう設定されている。)		- 行使価格 上場規則に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。		- 行使価格 実務上、11.5ユーロが多い。		- 行使価格 実務上、11.5米ドルが多い。		- 行使価格 行使価格とSPAC株式のIPO発行価格		- 行使価格 行使価格とSPAC株式のIPO発行価格	
- 行使可能期間 通常、Bw-SPAC取引の完了時または最終日から3か月後に行使可能である。Bw-SPAC取引が完了すると、Bw-SPAC取引の仕組みに応じて、SPACワラントは条件を求ませずに存続するか、あるいは取り消されて、存続会社が発行した新株とワラントに置き換えられる。SPAC、存続会社の株価が特定の価格より高い場合、通常はSPACワラントを行使しなければならないという条件を設定する。		- 行使可能期間 上場規則に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。		- 行使可能期間 実務上、Bw-SPAC取引の完了時から30日後。		- 行使可能期間 実務上、Bw-SPAC取引の完了時。		- 行使可能期間 1. 行使可能期間 Bw-SPAC取引の完了前は行使不可。 2. ワラントの所有者は、SPACの清算時に、または株主による株式償還時に、償還権は現に保有されている資金の分配を受ける権利を有しない。		- 行使可能期間 1. 行使可能期間 Bw-SPAC取引の完了前は行使不可。 2. ワラントの所有者は、SPACの清算時に、または株主による株式償還時に、償還権は現に保有されている資金の分配を受ける権利を有しない。	
- 行使期限日 通常、以下のいずれか早い日をワラントの行使期限日とする。 (a) Bw-SPAC取引の完了日から6か月以内 (b) SPACが定めるワラントの償還日。 Bw-SPAC買収期限に買収完了できず、清算された場合、SPACワラントは無効になる。		- 行使期限日 上場規則に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。		- 行使期限日 通常、以下のいずれか早い日をワラントの行使期限日とする。 (a) Bw-SPAC取引の完了日から3か月以内 (b) SPACが定めるワラントの償還日、またはTSXの清算日。 Bw-SPAC買収期限に買収完了できず、清算された場合、SPACのワラントは無効になる。		- 行使期限日 通常、以下のいずれか早い日をワラントの行使期限日とする。 (a) SPACが定める償還日 (b) Bw-SPAC買収期限に買収完了できず、SPACが清算された日、なお、Bw-SPAC買収期限までに買収完了できず、清算された場合、SPACのワラントは無効になる。		- 行使期限日 以下のいずれか早い日をワラントの行使期限日とする。 (a) SPACが定める償還日 (b) Bw-SPAC買収期限に買収完了できない場合、Bw-SPACの買収期限日。 Bw-SPAC買収期限に買収完了できない場合、Bw-SPACの買収期限日。		- 行使期限日 以下のいずれか早い日をワラントの行使期限日とする。 (a) SPACが定める償還日 (b) Bw-SPAC買収期限に買収完了できない場合、Bw-SPACの買収期限日。 Bw-SPAC買収期限に買収完了できない場合、Bw-SPACの買収期限日。	
- 議決権 上場規則に特に記載はなく、必須ではない。		- 議決権 ワラント条件などは目録見書に開示する必要がある。		- 議決権 上場規則に特に記載はなく、必須ではない。		- 議決権 上場規則に特に記載はなく、必須ではない。		- 議決権 ワラント条件などは目録見書に開示する必要がある。		- 議決権 ワラント条件などは目録見書に開示する必要がある。	
CD SPACの上場時に影響する取引に関する規定											
投資家の制限		制限なし。 個人投資家も証券を購入可能。		制限なし。 個人投資家も証券を購入可能。ただし、IPOの発行したPublic Statementによれば、投資家の識別には適当な注意を払う必要があることとされている。		制限なし。 個人投資家も証券を購入可能。		制限なし。 個人投資家も証券を購入可能。		制限なし。 個人投資家も証券を購入可能。	
プロ投資家の参加要件											
売買制限-ネット制度によるSPAC株式とSPACワラントの分離売買											
- ネット制度 あり。 SPACのIPO時にユニットを発行。		NYSE上場規則 402.06 NYSE上場規則 703.12 (ワラント上場基準) Nasdaq上場規則 5225 (ワラント上場基準) 5406(d)		- ネット制度 あり。 SPACのIPO時にユニットを発行。		TSX SPAC上場規則 95 「Where units, including warrants, are issued in the IPO...」		- ネット制度 あり。 SPACのIPO時にユニットを発行。		SGX上場規則 210(11) (c) (3)	
- ネットの構成要素 普通株式およびワラント。 また、まれなケースだが、ユニットの中に権利(share) というものが含まれる場合も存在する。SPACは設定した仕組みに応じて、権利にキャッシュレスエクササイズ(cashless exercise)という仕組みを設けている。		- ネットの構成要素 普通株式およびワラント。 また、まれなケースだが、ユニットの中に権利(share) というものが含まれる場合も存在する。SPACは設定した仕組みに応じて、権利にキャッシュレスエクササイズ(cashless exercise)という仕組みを設けている。		- ネットの構成要素 普通株式およびワラント。 また、まれなケースだが、ユニットの中に権利(share) というものが含まれる場合も存在する。SPACは設定した仕組みに応じて、権利にキャッシュレスエクササイズ(cashless exercise)という仕組みを設けている。		- ネットの構成要素 普通株式およびワラント。 また、まれなケースだが、ユニットの中に権利(share) というものが含まれる場合も存在する。SPACは設定した仕組みに応じて、権利にキャッシュレスエクササイズ(cashless exercise)という仕組みを設けている。		- ネットの構成要素 普通株式およびワラント。 また、まれなケースだが、ユニットの中に権利(share) というものが含まれる場合も存在する。SPACは設定した仕組みに応じて、権利にキャッシュレスエクササイズ(cashless exercise)という仕組みを設けている。		- ネットの構成要素 普通株式およびワラント。 また、まれなケースだが、ユニットの中に権利(share) というものが含まれる場合も存在する。SPACは設定した仕組みに応じて、権利にキャッシュレスエクササイズ(cashless exercise)という仕組みを設けている。	
- 分離売買可否 通常は、ユニット制度は存在せず、SPACの株式とワラントはIPO上場日から分離売買されている。		- 分離売買可否 通常は、ユニット制度は存在せず、SPACの株式とワラントはIPO上場日から分離売買されている。		- 分離売買可否 通常は、ユニット制度は存在せず、SPACの株式とワラントはIPO上場日から分離売買されている。		- 分離売買可否 通常は、ユニット制度は存在せず、SPACの株式とワラントはIPO上場日から分離売買されている。		- 分離売買可否 通常は、ユニット制度は存在せず、SPACの株式とワラントはIPO上場日から分離売買されている。		- 分離売買可否 通常は、ユニット制度は存在せず、SPACの株式とワラントはIPO上場日から分離売買されている。	
- 分離売買開始日 上場規則に特に記載がなく、特段の要件は定められていないが、通常は、通常はIPOの5日前にSPACユニットにおけるSPAC株式、SPACワラントは、それぞれ分離売買可能になる。 上場規則に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。		- 分離売買開始日 上場規則に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。		- 分離売買開始日 上場規則に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。		- 分離売買開始日 上場規則に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。		- 分離売買開始日 上場規則に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。		- 分離売買開始日 上場規則に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。	

カナダ (CPC規則) TSX Venture Exchange (TSXV)	
主な内容	参照
ストックオプション・ワラント	
上場規則に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。 CPCは、証券市場のための普通株式、ストックオプション(付与対象の制限がある)、エージェントオプション(注)のみを発行可能。 ワラント発行・行使権限は、CPCに委任されている。 (注) エージェント(Agent) 譲渡される証券に基づいて登録され、代理人として行動する人を指す。 CPCは、ストックエグゼクティブエージェント契約を締結し、CPCに代わってIPO株式を提供および売却する。	TSX Policy 2.4 規則 3.2(c), 4.7
- 行使価格 上場規則上、エージェントオプションはシードラウンドでプライシングが可能。(IPO発行価格より低い行使価格の設定も可能。)	
- 行使可能期間 上場規則上、エージェントオプション行使可能な期間は最大5年である。	
- 行使期限日 上場規則上、以下のいずれか早い日をストックオプションの行使期限日とする。 (a) 当該証券が交付された身分(取締役、役員、アクティヴ・コンサルタント)がなくなる時点から12か月 (b) CPCが定める償還日	
- 議決権 上場規則に特に記載はなく、必須ではない。	
CD CPCの上場時に影響する取引に関する規定	
投資家の制限	
制限なし。 個人投資家も証券を購入可能。	
プロ投資家の参加要件	
上場規則に特に記載がなく、特段の要件は定められていない。	
売買制限-ネット制度によるCPC株式などの発行	
- ネット制度 CPCは、証券市場のための普通株式、ストックオプション(付与対象の制限がある)、エージェントオプション(注)のみを発行可能。 また、CPCは譲渡会社である場合、「ストック・ユニット」(Stock Unit)は、譲渡会社である場合における証券発行単位)が発行可能。 ただし、ユニット制度の有無は上場規則に明示されていない。	TSX Policy 2.4 規則 3.2(c)

[illegible]

カナダ (GPO承認) TSX Ventures Exchange (TSXV) 多伦多证券交易所		会社名
Q)	発行引の買収事項における特許の基準	
特許権の取得 特許権は権利と上場要件が適用される。 有税会社がファイナンス会社であることは可能。 (特許企業はファイナンス会社であることは可能)		GPC 2020/12 PPT F19 https://www.tsx.com/resource/en/2486/
--- 個人人選任同意 上場規則に特に記載はなく、推薦人選任は要。		
QTアワード金銭の適格性およびPTA規程 ---アワード企業の報酬--- 1. 報酬については、QTCの11条と第10条と第11条と第12条と第13条と第14条と第15条と第16条と第17条と第18条と第19条と第20条と第21条と第22条と第23条と第24条と第25条と第26条と第27条と第28条と第29条と第30条と第31条と第32条と第33条と第34条と第35条と第36条と第37条と第38条と第39条と第40条と第41条と第42条と第43条と第44条と第45条と第46条と第47条と第48条と第49条と第50条と第51条と第52条と第53条と第54条と第55条と第56条と第57条と第58条と第59条と第60条と第61条と第62条と第63条と第64条と第65条と第66条と第67条と第68条と第69条と第70条と第71条と第72条と第73条と第74条と第75条と第76条と第77条と第78条と第79条と第80条と第81条と第82条と第83条と第84条と第85条と第86条と第87条と第88条と第89条と第90条と第91条と第92条と第93条と第94条と第95条と第96条と第97条と第98条と第99条と第100条と第101条と第102条と第103条と第104条と第105条と第106条と第107条と第108条と第109条と第110条と第111条と第112条と第113条と第114条と第115条と第116条と第117条と第118条と第119条と第120条と第121条と第122条と第123条と第124条と第125条と第126条と第127条と第128条と第129条と第130条と第131条と第132条と第133条と第134条と第135条と第136条と第137条と第138条と第139条と第140条と第141条と第142条と第143条と第144条と第145条と第146条と第147条と第148条と第149条と第150条と第151条と第152条と第153条と第154条と第155条と第156条と第157条と第158条と第159条と第160条と第161条と第162条と第163条と第164条と第165条と第166条と第167条と第168条と第169条と第170条と第171条と第172条と第173条と第174条と第175条と第176条と第177条と第178条と第179条と第180条と第181条と第182条と第183条と第184条と第185条と第186条と第187条と第188条と第189条と第190条と第191条と第192条と第193条と第194条と第195条と第196条と第197条と第198条と第199条と第200条と第201条と第202条と第203条と第204条と第205条と第206条と第207条と第208条と第209条と第210条と第211条と第212条と第213条と第214条と第215条と第216条と第217条と第218条と第219条と第220条と第221条と第222条と第223条と第224条と第225条と第226条と第227条と第228条と第229条と第230条と第231条と第232条と第233条と第234条と第235条と第236条と第237条と第238条と第239条と第240条と第241条と第242条と第243条と第244条と第245条と第246条と第247条と第248条と第249条と第250条と第251条と第252条と第253条と第254条と第255条と第256条と第257条と第258条と第259条と第260条と第261条と第262条と第263条と第264条と第265条と第266条と第267条と第268条と第269条と第270条と第271条と第272条と第273条と第274条と第275条と第276条と第277条と第278条と第279条と第280条と第281条と第282条と第283条と第284条と第285条と第286条と第287条と第288条と第289条と第290条と第291条と第292条と第293条と第294条と第295条と第296条と第297条と第298条と第299条と第300条と第301条と第302条と第303条と第304条と第305条と第306条と第307条と第308条と第309条と第310条と第311条と第312条と第313条と第314条と第315条と第316条と第317条と第318条と第319条と第320条と第321条と第322条と第323条と第324条と第325条と第326条と第327条と第328条と第329条と第330条と第331条と第332条と第333条と第334条と第335条と第336条と第337条と第338条と第339条と第340条と第341条と第342条と第343条と第344条と第345条と第346条と第347条と第348条と第349条と第350条と第351条と第352条と第353条と第354条と第355条と第356条と第357条と第358条と第359条と第360条と第361条と第362条と第363条と第364条と第365条と第366条と第367条と第368条と第369条と第370条と第371条と第372条と第373条と第374条と第375条と第376条と第377条と第378条と第379条と第380条と第381条と第382条と第383条と第384条と第385条と第386条と第387条と第388条と第389条と第390条と第391条と第392条と第393条と第394条と第395条と第396条と第397条と第398条と第399条と第400条と第401条と第402条と第403条と第404条と第405条と第406条と第407条と第408条と第409条と第410条と第411条と第412条と第413条と第414条と第415条と第416条と第417条と第418条と第419条と第420条と第421条と第422条と第423条と第424条と第425条と第426条と第427条と第428条と第429条と第430条と第431条と第432条と第433条と第434条と第435条と第436条と第437条と第438条と第439条と第440条と第441条と第442条と第443条と第444条と第445条と第446条と第447条と第448条と第449条と第450条と第451条と第452条と第453条と第454条と第455条と第456条と第457条と第458条と第459条と第460条と第461条と第462条と第463条と第464条と第465条と第466条と第467条と第468条と第469条と第470条と第471条と第472条と第473条と第474条と第475条と第476条と第477条と第478条と第479条と第480条と第481条と第482条と第483条と第484条と第485条と第486条と第487条と第488条と第489条と第490条と第491条と第492条と第493条と第494条と第495条と第496条と第497条と第498条と第499条と第500条と第501条と第502条と第503条と第504条と第505条と第506条と第507条と第508条と第509条と第510条と第511条と第512条と第513条と第514条と第515条と第516条と第517条と第518条と第519条と第520条と第521条と第522条と第523条と第524条と第525条と第526条と第527条と第528条と第529条と第530条と第531条と第532条と第533条と第534条と第535条と第536条と第537条と第538条と第539条と第540条と第541条と第542条と第543条と第544条と第545条と第546条と第547条と第548条と第549条と第550条と第551条と第552条と第553条と第554条と第555条と第556条と第557条と第558条と第559条と第560条と第561条と第562条と第563条と第564条と第565条と第566条と第567条と第568条と第569条と第570条と第571条と第572条と第573条と第574条と第575条と第576条と第577条と第578条と第579条と第580条と第581条と第582条と第583条と第584条と第585条と第586条と第587条と第588条と第589条と第590条と第591条と第592条と第593条と第594条と第595条と第596条と第597条と第598条と第599条と第600条と第601条と第602条と第603条と第604条と第605条と第606条と第607条と第608条と第609条と第610条と第611条と第612条と第613条と第614条と第615条と第616条と第617条と第618条と第619条と第620条と第621条と第622条と第623条と第624条と第625条と第626条と第627条と第628条と第629条と第630条と第631条と第632条と第633条と第634条と第635条と第636条と第637条と第638条と第639条と第640条と第641条と第642条と第643条と第644条と第645条と第646条と第647条と第648条と第649条と第650条と第651条と第652条と第653条と第654条と第655条と第656条と第657条と第658条と第659条と第660条と第661条と第662条と第663条と第664条と第665条と第666条と第667条と第668条と第669条と第670条と第671条と第672条と第673条と第674条と第675条と第676条と第677条と第678条と第679条と第680条と第681条と第682条と第683条と第684条と第685条と第686条と第687条と第688条と第689条と第690条と第691条と第692条と第693条と第694条と第695条と第696条と第697条と第698条と第699条と第700条と第701条と第702条と第703条と第704条と第705条と第706条と第707条と第708条と第709条と第710条と第711条と第712条と第713条と第714条と第715条と第716条と第717条と第718条と第719条と第720条と第721条と第722条と第723条と第724条と第725条と第726条と第727条と第728条と第729条と第730条と第731条と第732条と第733条と第734条と第735条と第736条と第737条と第738条と第739条と第740条と第741条と第742条と第743条と第744条と第745条と第746条と第747条と第748条と第749条と第750条と第751条と第752条と第753条と第754条と第755条と第756条と第757条と第758条と第759条と第760条と第761条と第762条と第763条と第764条と第765条と第766条と第767条と第768条と第769条と第770条と第771条と第772条と第773条と第774条と第775条と第776条と第777条と第778条と第779条と第780条と第781条と第782条と第783条と第784条と第785条と第786条と第787条と第788条と第789条と第790条と第791条と第792条と第793条と第794条と第795条と第796条と第797条と第798条と第799条と第800条と第801条と第802条と第803条と第804条と第805条と第806条と第807条と第808条と第809条と第810条と第811条と第812条と第813条と第814条と第815条と第816条と第817条と第818条と第819条と第820条と第821条と第822条と第823条と第824条と第825条と第826条と第827条と第828条と第829条と第830条と第831条と第832条と第833条と第834条と第835条と第836条と第837条と第838条と第839条と第840条と第841条と第842条と第843条と第844条と第845条と第846条と第847条と第848条と第849条と第850条と第851条と第852条と第853条と第854条と第855条と第856条と第857条と第858条と第859条と第860条と第861条と第862条と第863条と第864条と第865条と第866条と第867条と第868条と第869条と第870条と第871条と第872条と第873条と第874条と第875条と第876条と第877条と第878条と第879条と第880条と第881条と第882条と第883条と第884条と第885条と第886条と第887条と第888条と第889条と第890条と第891条と第892条と第893条と第894条と第895条と第896条と第897条と第898条と第899条と第900条と第901条と第902条と第903条と第904条と第905条と第906条と第907条と第908条と第909条と第910条と第911条と第912条と第913条と第914条と第915条と第916条と第917条と第918条と第919条と第920条と第921条と第922条と第923条と第924条と第925条と第926条と第927条と第928条と第929条と第930条と第931条と第932条と第933条と第934条と第935条と第936条と第937条と第938条と第939条と第940条と第941条と第942条と第943条と第944条と第945条と第946条と第947条と第948条と第949条と第950条と第951条と第952条と第953条と第954条と第955条と第956条と第957条と第958条と第959条と第960条と第961条と第962条と第963条と第964条と第965条と第966条と第967条と第968条と第969条と第970条と第971条と第972条と第973条と第974条と第975条と第976条と第977条と第978条と第979条と第980条と第981条と第982条と第983条と第984条と第985条と第986条と第987条と第988条と第989条と第990条と第991条と第992条と第993条と第994条と第995条と第996条と第997条と第998条と第999条と第1000条と第1001条と第1002条と第1003条と第1004条と第1005条と第1006条と第1007条と第1008条と第1009条と第1010条と第1011条と第1012条と第1013条と第1014条と第1015条と第1016条と第1017条と第1018条と第1019条と第1020条と第1021条と第1022条と第1023条と第1024条と第1025条と第1026条と第1027条と第1028条と第1029条と第1030条と第1031条と第1032条と第1033条と第1034条と第1035条と第1036条と第1037条と第1038条と第1039条と第1040条と第1041条と第1042条と第1043条と第1044条と第1045条と第1046条と第1047条と第1048条と第1049条と第1050条と第1051条と第1052条と第1053条と第1054条と第1055条と第1056条と第1057条と第1058条と第1059条と第1060条と第1061条と第1062条と第1063条と第1064条と第1065条と第1066条と第1067条と第1068条と第1069条と第1070条と第1071条と第1072条と第1073条と第1074条と第1075条と第1076条と第1077条と第1078条と第1079条と第1080条と第1081条と第1082条と第1083条と第1084条と第1085条と第1086条と第1087条と第1088条と第1089条と第1090条と第1091条と第1092条と第1093条と第1094条と第1095条と第1096条と第1097条と第1098条と第1099条と第1100条と第1101条と第1102条と第1103条と第1104条と第1105条と第1106条と第1107条と第1108条と第1109条と第1110条と第1111条と第1112条と第1113条と第1114条と第1115条と第1116条と第1117条と第1118条と第1119条と第1120条と第1121条と第1122条と第1123条と第1124条と第1125条と第1126条と第1127条と第1128条と第1129条と第1130条と第1131条と第1132条と第1133条と第1134条と第1135条と第1136条と第1137条と第1138条と第1139条と第1140条と第1141条と第1142条と第1143条と第1144条と第1145条と第1146条と第1147条と第1148条と第1149条と第1150条と第1151条と第1152条と第1153条と第1154条と第1155条と第1156条と第1157条と第1158条と第1159条と第1160条と第1161条と第1162条と第1163条と第1164条と第1165条と第1166条と第1167条と第1168条と第1169条と第1170条と第1171条と第1172条と第1173条と第1174条と第1175条と第1176条と第1177条と第1178条と第1179条と第1180条と第1181条と第1182条と第1183条と第1184条と第1185条と第1186条と第1187条と第1188条と第1189条と第1190条と第1191条と第1192条と第1193条と第1194条と第1195条と第1196条と第1197条と第1198条と第1199条と第1200条と第1201条と第1202条と第1203条と第1204条と第1205条と第1206条と第1207条と第1208条と第1209条と第1210条と第1211条と第1212条と第1213条と第1214条と第1215条と第1216条と第1217条と第1218条と第1219条と第1220条と第1221条と第1222条と第1223条と第1224条と第1225条と第1226条と第1227条と第1228条と第1229条と第1230条と第1231条と第1232条と第1233条と第1234条と第1235条と第1236条と第1237条と第1238条と第1239条と第1240条と第1241条と第1242条と第1243条と第1244条と第1245条と第1246条と第1247条と第1248条と第1249条と第1250条と第1251条と第1252条と第1253条と第1254条と第1255条と第1256条と第1257条と第1258条と第1259条と第1260条と第1261条と第1262条と第1263条と第1264条と第1265条と第1266条と第1267条と第1268条と第1269条と第1270条と第1271条と第1272条と第1273条と第1274条と第1275条と第1276条と第1277条と第1278条と第1279条と第1280条と第1281条と第1282条と第1283条と第1284条と第1285条と第1286条と第1287条と第1288条と第1289条と第1290条と第1291条と第1292条と第1293条と第1294条と第1295条と第1296条と第1297条と第1298条と第1299条と第1300条と第1301条と第1302条と第1303条と第1304条と第1305条と第1306条と第1307条と第1308条と第1309条と第1310条と第1311条と第1312条と第1313条と第1314条と第1315条と第1316条と第1317条と第1318条と第1319条と第1320条と第1321条と第1322条と第1323条と第1324条と第1325条と第1326条と第1327条と第1328条と第1329条と第1330条と第1331条と第1332条と第1333条と第1334条と第1335条と第1336条と第1337条と第1338条と第1339条と第1340条と第1341条と第1342条と第1343条と第1344条と第1345条と第1346条と第1347条と第1348条と第1349条と第1350条と第1351条と第1352条と第1353条と第1354条と第1355条と第1356条と第1357条と第1358条と第1359条と第1360条と第1361条と第1362条と第1363条と第1364条と第1365条と第1366条と第1367条と第1368条と第1369条と第1370条と第1371条と第1372条と第1373条と第1374条と第1375条と第1376条と第1377条と第1378条と第1379条と第1380条と第1381条と第1382条と第1383条と第1384条と第1385条と第1386条と第1387条と第1388条と第1389条と第1390条と第1391条と第1392条と第1393条と第1394条と第1395条と第1396条と第1397条と第1398条と第1399条と第1400条と第1401条と第1402条と第1403条と第1404条と第1405条と第1406条と第1407条と第1408条と第1409条と第1410条と第1411条と第1412条と第1413条と第1414条と第1415条と第1416条と第1417条と第1418条と第1419条と第1420条と第1421条と第1422条と第1423条と第1424条と第1425条と第1426条と第1427条と第1428条と第1429条と第1430条と第1431条と第1432条と第1433条と第1434条と第1435条と第1436条と第1437条と第1438条と第1439条と第1440条と第1441条と第1442条と第1443条と第1444条と第1445条と第1446条と第1447条と第1448条と第1449条と第1450条と第1451条と第1452条と第1453条と第1454条と第1455条と第1456条と第1457条と第1458条と第1459条と第1460条と第1461条と第1462条と第1463条と第1464条と第1465条と第1466条と第1467条と第1468条と第1469条と第1470条と第1471条と第1472条と第1473条と第1474条と第1475条と第1476条と第1477条と第1478条と第1479条と第1480条と第1481条と第1482条と第1483条と第1484条と第1485条と第1486条と第1487条と第1488条と第1489条と第1490条と第1491条と第1492条と第1493条と第1494条と第1495条と第1496条と第1497条と第1498条と第1499条と第1500条と第1501条と第1502条と第1503条と第1504条と第1505条と第1506条と第1507条と第1508条と第1509条と第1510条と第1511条と第1512条と第1513条と第1514条と第1515条と第1516条と第1517条と第1518条と第1519条と第1520条と第1521条と第1522条と第1523条と第1524条と第1525条と第1526条と第1527条と第1528条と第1529条と第1530条と第1531条と第1532条と第1533条と第1534条と第1535条と第1536条と第1537条と第1538条と第1539条と第1540条と第1541条と第1542条と第1543条と第1544条と第1545条と第1546条と第1547条と第1548条と第1549条と第1550条と第1551条と第1552条と第1553条と第1554条と第1555条と第1556条と第1557条と第1558条と第1559条と第1560条と第1561条と第1562条と第1563条と第1564条と第1565条と第1566条と第1567条と第1568条と第1569条と第1570条と第1571条と第1572条と第1573条と第1574条と第1575条と第1576条と第1577条と第1578条と第1579条と第1580条と第1581条と第1582条と第1583条と第1584条と第1585条と第1586条と第1587条と第1588条と第1589条と第1590条と第1591条と第1592条と第1593条と第1594条と第1595条と第1596条と第1597条と第1598条と第1599条と第1600条と第1601条と第1602条と第1603条と第1604条と第1605条と第1606条と第1607条と第1608条と第1609条と第1610条と第1611条と第1612条と第1613条と第1614条と第1615条と第1616条と第1617条と第1618条と第1619条と第1620条と第1621条と第1622条と第1623条と第1624条と第1625条と第1626条と第1627条と第1628条と第1629条と第1630条と第1631条と第1632条と第1633条と第1634条と第1635条と第1636条と第1637条と第1638条と第1639条と第1640条と第1641条と第1642条と第1643条と第1644条と第1645条と第1646条と第1647条と第1648条と第1649条と第1650条と第1651条と第1652条と第1653条と第1654条と第1655条と第1656条と第1657条と第1658条と第1659条と第1660条と第1661条と第1662条と第1663条と第1664条と第1665条と第1666条と第1667条と第1668条と第1669条と第1670条と第1671条と第1672条と第1673条と第1674条と第1675条と第1676条と第1677条と第1678条と第1679条と第1680条と第1681条と第1682条と第1683条と第1684条と第1685条と第1686条と第1687条と第1688条と第1689条と第1690条と第1691条と第1692条と第1693条と第1694条と第1695条と第1696条と第1697条と第1698条と第1699条と第1700条と第1701条と第1702条と第1703条と第1704条と第1705条と第1706条と第1707条と第1708条と第1709条と第1710条と第1711条と第1712条と第1713条と第1714条と第1715条と第1716条と第1717条と第1718条と第1719条と第1720条と第1721条と第1722条と第1723条と第1724条と第1725条と第1726条と第1727条と第1728条と第1729条と第1730条と第1731条と第1732条と第1733条と第1734条と第1735条と第1736条と第1737条と第1738条と第1739条と第1740条と第1741条と第1742条と第1743条と第1744条と第1745条と第1746条と第1747条と第1748条と第1749条と第1750条と第1751条と第1752条と第1753条と第1754条と第1755条と第1756条と第1757条と第1758条と第1759条と第1760条と第1761条と第1762条と第1763条と第1764条と第1765条と第1766条と第1767条と第1768条と第1769条と第1770条と第1771条と第1772条と第1773条と第1774条と第1775条と第1776条と第1777条と第1778条と第1779条と第1780条と第1781条と第1782条と第1783条と第1784条と第1785条と第1786条と第1787条と第1788条と第1789条と第1790条と第1791条と第1792条と第1793条と第1794条と第1795条と第1796条と第1797条と第1798条と第1799条と第1800条と第1801条と第1802条と第1803条と第1804条と第1805条と第1806条と第1807条と第1808条と第1809条と第1810条と第1811条と第1812条と第1813条と第1814条と第1815条と第1816条と第1817条と第1818条と第1819条と第1820条と第1821条と第1822条と第1823条と第1824条と第1825条と第1826条と第1827条と第1828条と第1829条と第1830条と第1831条と第1832条と第1833条と第1834条と第1835条と第1836条と第1837条と第1838条と第1839条と第1840条と第1841条と第1842条と第1843条と第1844条と第1845条と第1846条と第1847条と第1848条と第1849条と第1850条と第1851条と第1852条と第1853条と第1854条と第1855条と第1856条と第1857条と第1858条と第1859条と第1860条と第1861条と第1862条と第1863条と第1864条と第1865条と第1866条と第1867条と第1868条と第1869条と第1870条と第1871条と第1872条と第1873条と第1874条と第1875条と第1876条と第1877条と第1878条と第1879条と第1880条と第1881条と第1882条と第1883条と第1884条と第1885条と第1886条と第1887条と第1888条と第1889条と第1890条と第1891条と第1892条と第1893条と第1894条		

米国 (NYSE, Nasdaq)		米国 (LSEのメイン市場)		ドイツ Frankfurt Stock Exchange		カナダ Toronto Stock Exchange (TSX)		シンガポール (SGX マインボード)		香港 (HKEX マインボード)	
主な内容		主な内容		主な内容		主な内容		主な内容		主な内容	
株主に償還可能な金額		株主に償還可能な金額		株主に償還可能な金額		株主に償還可能な金額		株主に償還可能な金額		株主に償還可能な金額	
SPACの株主は、De-SPAC取引に関する株主総会決議の時点における償還口座に保管されている金額（本払税金と運転資金を差し引いた金額）のうち、保有するSPAC株式に対して比例配分された金額に相当する現金の償還を要求する権利を有する。		SPACの株主は、De-SPAC取引に関する株主総会決議の時点における償還口座に保管されている金額（必要な運転資金を差し引いた金額）のうち、保有するSPAC株式に対して比例配分された金額に相当する現金の償還を要求する権利を有する。		SPACの株主は、De-SPAC取引に関する株主総会決議の時点における償還口座に保管されている金額（必要な運転資金を差し引いた金額）のうち、保有するSPAC株式に対して比例配分された金額に相当する現金の償還を要求する権利を有する。		SPACの株主は、De-SPAC取引に関する株主総会決議の時点における償還口座に保管されている金額（必要な運転資金を差し引いた金額）のうち、保有するSPAC株式に対して比例配分された金額に相当する現金の償還を要求する権利を有する。		SPACの株主は、De-SPAC取引に関する株主総会決議の時点における償還口座に保管されている金額（必要な運転資金を差し引いた金額）のうち、保有するSPAC株式に対して比例配分された金額に相当する現金の償還を要求する権利を有する。		SPACの株主は、De-SPAC取引に関する株主総会決議の時点における償還口座に保管されている金額（必要な運転資金を差し引いた金額）のうち、保有するSPAC株式に対して比例配分された金額に相当する現金の償還を要求する権利を有する。	
—償還性上限の設定可否 De-SPACに対する株主総会が開催される場合は、設定可能。 償還性上限は、少なくともSPACのIPO時発行した株式の10%である必要がある。		—償還性上限の設定可否 償還性上限の設定可否については、上場規程に特に記載がなく、特長の範囲はない。		—償還性上限の設定可否 償還性上限の設定可否については、上場規程に特に記載がなく、特長の範囲はない。 (ただし、ルクセンブルク会社法において該当する要件がある場合は本調査上、不明である。)		—償還性上限の設定可否 設定可能。償還性上限は、少なくともSPACのIPO時発行した株式の10%である必要がある。		—償還性上限の設定可否 設定可能。 償還性上限および関連当事者に対する償還性上限は少なくともSPACのIPO時発行した株式の10%である必要がある。		—償還性上限の設定可否 償還性上限の設定可否については、上場規程に特に記載がなく、特長の範囲はない。	
—開示要求 上場規程に特に記載はなく、株主へ償還可能な金額の開示は必須ではない。		—開示要求 上場規程に特に記載はなく、株主へ償還可能な金額の開示は必須ではない。		—開示要求 上場規程に特に記載はなく、株主へ償還可能な金額の開示は必須ではない。		—開示要求 目録見書に適切な開示をする必要がある。		—開示要求 目録見書に適切な開示をする必要がある。		—開示要求 目録見書に適切な開示をする必要がある。	
06 SPACの上場廃止・買戻状況における特長の基準		De-SPAC取引の期間 IPO後24か月以内（一般株主が承認する場合、最長24か月間延長が可能。)(3) Nasdaq上場規程 180101-2(b)		De-SPAC取引の期間 IPO後24か月以内（一般株主が承認する場合、最長24か月間延長が可能。)(3) Nasdaq上場規程 180101-2(b)		De-SPAC取引の期間 IPO後24か月以内（一般株主が承認する場合、最長24か月間延長が可能。)(3) Nasdaq上場規程 180101-2(b)		De-SPAC取引の期間 IPO後24か月以内（一般株主が承認する場合、最長24か月間延長が可能。)(3) Nasdaq上場規程 180101-2(b)		De-SPAC取引の期間 IPO後24か月以内（一般株主が承認する場合、最長24か月間延長が可能。)(3) Nasdaq上場規程 180101-2(b)	
—償還する場合の償還金額・取引所の許可の要否 —6か月の買戻期間は、延長不可のため、6か月の買戻期間の許可は不要。 また、買戻期間は自動的に24か月以内に設定する場合、増額市場・取引所の許可が不要で、さらに最大24か月を延長することは可能。（24か月+12か月合計36か月）		—償還する場合の償還金額・取引所の許可の要否 —6か月の買戻期間は、延長不可のため、6か月の買戻期間の許可は不要。 また、買戻期間は自動的に24か月以内に設定する場合、増額市場・取引所の許可が不要で、さらに最大24か月を延長することは可能。（24か月+12か月合計36か月）		—償還する場合の償還金額・取引所の許可の要否 —6か月の買戻期間は、延長不可のため、6か月の買戻期間の許可は不要。 また、買戻期間は自動的に24か月以内に設定する場合、増額市場・取引所の許可が不要で、さらに最大24か月を延長することは可能。（24か月+12か月合計36か月）		—償還する場合の償還金額・取引所の許可の要否 —6か月の買戻期間は、延長不可のため、6か月の買戻期間の許可は不要。 また、買戻期間は自動的に24か月以内に設定する場合、増額市場・取引所の許可が不要で、さらに最大24か月を延長することは可能。（24か月+12か月合計36か月）		—償還する場合の償還金額・取引所の許可の要否 —6か月の買戻期間は、延長不可のため、6か月の買戻期間の許可は不要。 また、買戻期間は自動的に24か月以内に設定する場合、増額市場・取引所の許可が不要で、さらに最大24か月を延長することは可能。（24か月+12か月合計36か月）		—償還する場合の償還金額・取引所の許可の要否 —6か月の買戻期間は、延長不可のため、6か月の買戻期間の許可は不要。 また、買戻期間は自動的に24か月以内に設定する場合、増額市場・取引所の許可が不要で、さらに最大24か月を延長することは可能。（24か月+12か月合計36か月）	
De-SPAC取引の期間までにDe-SPACが完了しなかった場合の上場廃止・買戻		De-SPAC取引の期間 IPO後24か月以内（一般株主が承認する場合、最長24か月間延長が可能。)(3) Nasdaq上場規程 180101-2(b)		De-SPAC取引の期間 IPO後24か月以内（一般株主が承認する場合、最長24か月間延長が可能。)(3) Nasdaq上場規程 180101-2(b)		De-SPAC取引の期間 IPO後24か月以内（一般株主が承認する場合、最長24か月間延長が可能。)(3) Nasdaq上場規程 180101-2(b)		De-SPAC取引の期間 IPO後24か月以内（一般株主が承認する場合、最長24か月間延長が可能。)(3) Nasdaq上場規程 180101-2(b)		De-SPAC取引の期間 IPO後24か月以内（一般株主が承認する場合、最長24か月間延長が可能。)(3) Nasdaq上場規程 180101-2(b)	
—上場廃止 NYSE およびNasdaqが上場規程上、明示的に要求。 —買戻 De-SPAC 上場規程上、明示的に要求。 Nasdaq 上場規程上、明示的に要求されないが、実務上は買戻される。		—上場廃止 上場規程上、明示的に要求されないが、実務上、上場廃止されることがある。 —買戻 上場規程上、明示的に要求。 (注) 連や小に償還保管されているIPO調達資金を一般株主（創設株主、スポンサー、取締役以外の株主を指す）へ返還する必要がある。		—上場廃止 上場規程上、明示的に要求されないが、後述のとおり、譲渡が明示的に要求されているため、実務上、上場廃止されることがある。 —買戻 上場規程上、明示的に要求。		—上場廃止 上場規程上、明示的に要求されないが、後述のとおり、譲渡が明示的に要求されているため、実務上、上場廃止されることがある。 —買戻 上場規程上、明示的に要求。		—上場廃止 上場規程上、明示的に要求。 —買戻 上場規程上、明示的に要求。		—上場廃止 上場規程上、明示的に要求。 —買戻 上場規程上、明示的に要求。	
07 財務予測に関する開示		財務予測に関する開示		財務予測に関する開示		財務予測に関する開示		財務予測に関する開示		財務予測に関する開示	
SPACは「Safe harbor」を適用可能と解釈した上で、財務予測開示を任意的に開示する。		SPACは「Safe harbor」を適用可能と解釈した上で、財務予測開示を任意的に開示する。		SPACは「Safe harbor」を適用可能と解釈した上で、財務予測開示を任意的に開示する。		SPACは「Safe harbor」を適用可能と解釈した上で、財務予測開示を任意的に開示する。		SPACは「Safe harbor」を適用可能と解釈した上で、財務予測開示を任意的に開示する。		SPACは「Safe harbor」を適用可能と解釈した上で、財務予測開示を任意的に開示する。	

カナダ (CPC規程) TSX Venture Exchange (TSXV)	
主な内容	歩調
株主に償還可能な金額	—
償還性は認められないため、株主に償還可能な金額がない。 —償還性上限の設定可否 償還性は認められないため、償還性上限の設定不可。 —開示要求 償還性は認められないため、特段の開示要求は求められていない。	—
06 上場廃止・買戻状況	
De-SPAC取引の期間	CPC 2020/12 PPT P14 特段の期間はない。 上場廃止は24か月以内にQTが完了しない場合としても、シード株式を返却(cancel)不要。
—償還する場合の償還金額・取引所の許可の要否 QT取引の期間がないため、増額市場や取引所の許可は不要。	
07 財務予測に関する開示	
財務予測開（今後24か月の予測と仮定を含む）をTSXVに提出する必要がある。また、財務予測開をウェブサイトにアップロードし、研究開発に関する財務予測開示については、従来の上場IPO時における外部へのマーケティング資料と同じ規定が適用される。	TSXV Policy 2.4 規定 11.3(i)