

# *Market Flash*

**金融緩和でどうして株が上がるのか!?  
SPAC旋風～姿が見えないモンスター～**

2021.05



日本アルプス電子株式会社  
NIHON ALPS ELECTRONICS CO.,LTD.



## 金融緩和でどうして株が上がるのか!?

先日、所要である大手銀行の支店を訪れた。手続きの為にローカウンターに通されたのだが、手続きが終わって投資信託の話を持ち出された。「米国の金融緩和は2023年まで続くと言われていています。まだ株式市場は上がるのではないのでしょうか？」銀行の名誉のために申し添えるが、このような断定的な言い方では無かったが、今の株高は金融緩和が大きな要因で、それは2023年まで続くと言う主旨には変わりなかった。

「なぜ、金融緩和だと株が上がるの？」と少し意地悪な質問をしてみた。すると、「金融緩和→金余り→株高」という答えが返ってきた。「えっ！中央銀行がどんどんお金を刷って市中にばら撒くから株が上がるの？」と聞いてみたかったが、意地悪爺さんと思われると嫌なのでやめておいた。

さて、金融緩和だから株高になっている、と言うのはテレビでも良く聞かれることである。では何故金融緩和だと株が上がるのか？中央銀行が資金を供給して、金融機関が企業や個人に貸し出しを増やし、その資金が株式市場に流れているから株が上がると思っている人も多いのではないだろうか？もちろん、その面は一部はあるが、中央銀行が資金を供給したものが直接株式市場に流れ込んでいるわけではない。むしろ、間接的に株高を招いている要因が強い。

金融緩和のメカニズムを簡単に見てみる。

金融緩和とは、日銀が「通貨」(=「現金」+「預金」)を増やす政策である。(主に預金)

ただし、中央銀行が直接一般企業や個人に資金を供給するのではない。中央銀行が開設している預金口座は、銀行の預金(以下、「準備預金」という)と政府の預金(以下、「政府預金」という)であって、個人や一般企業(非金融機関)は中央銀行に口座を持つことができない。

したがって、中央銀行がまず金融機関の準備預金を増やし(中央銀行がお金を貸す、もしくは金融機関が保有する国債などを購入する)、金融機関が個人や一般企業の預金を増やす(金融機関が個人や一般企業にお金を貸す)という2段階となる。

結局、個人や一般企業まで預金がまわってくるかは、個人や一般企業がお金を借りたいと思い、それに対して金融機関がどれだけ貸出等を行うかに依存することになる。

では、金融緩和により企業や個人が実際に借入をして株式投資をしているのであろうか？

すこし統計的な数字を見てみよう。

お金に関する統計として最も用いられている統計が「マネタリーベース」と「マネーストック」がある。マネタリーベースというのは「日本銀行が世の中に直接的に供給するお金」のこと。具体的には、市中に出回っている現金と日銀当座預金の合計。

この数字は 2012年12月(第2次安倍政権が誕生した時)約132兆円、

2017年11月時点では約 473 兆円、

2020年4月約531兆円、2020年9月約645兆円

となっている(日銀 HP)。

一方、マネーストックというのは「金融部門から経済全体に供給されている通貨の総量」のこと。具体的には、一般法人、個人、地方公共団体などの通貨保有主体(金融機関・中央政府を除いた経済主体)が保有する通貨(現金通貨や預金通貨など)の残高を集計する。こちらは金融機関が民間の企業や個人に貸し出しをすることによってその残高は実際の現金の量よりも大きく拡大する(これを信用創造という)。

マネーストックの推移は、

2012年12月時点では約1,471兆円、

2017年11月では約 1,722 兆円、

2020年4月1843兆円、2020年9月約1953兆円(日銀 HP)。



## 金融緩和でどうして株が上がるのか!?

上記を見ると、2012年から2017年(アベノミクス)を比較すると、マネタリーベースが+358%なのに対して、マネーストックは117%しか増えていない。これは、金融緩和したお金が市中まで行き届いていないということです。アベノミクスの期間でよく言われていたことで、資金をジャブジャブにしても一般企業は設備投資よりも、将来のために備えるために資金を貯蓄に回していたために、金融機関の貸し出しも増えなかったのである。

ではコロナ禍ではどうか？

2017年対比で見ると、**マネタリーベースでは2020年4月112%、9月136%**

に対して、**マネーストックは、2020年4月106%、9月113%**となっている。

2012年→2017年の比較よりは、市中に資金が回っていることがわかる。これは、コロナ禍において緊急措置としての特別融資などが多く行われたためと思われる。もちろん、この資金が株式市場に回るほど余裕はないのである。

では個人はどうだろうか？

2020年3月末個人金融資産残高1828兆円、株式158兆円、投資信託62兆円

**2020年12月末個人金融資産残高1948兆円、株式198兆円、投資信託77兆円**

2020年12月末の個人金融資産残高は、前年比54兆円増(2.9%増)の1948兆円となり、過去最高を大きく更新。四半期ベースで見ると、個人金融資産は前期末(9月末)比で45兆円増と3期連続で増加した。例年、一般的な賞与支給月を含む10-12月期は資金の流入が進むことから、今回も20兆円の純流入となった。さらに、世界的な金融緩和のもと、ワクチンの実用化や米追加経済対策成立などを受けて株価が上昇したことで、時価変動の影響がプラス25兆円(うち株式等がプラス19兆円、投資信託がプラス5兆円)発生し、資産残高を大きく押し上げた。

10-12月期の個人金融資産への資金流入について詳細を確認すると、賞与の支給といった季節要因などから現預金が純流入(積み増し)となり、現預金残高は1056兆円と過去最高を更新した。

2020年の株式市場への資金循環をみると、**2020年1-3月期の株価急落時に「上場株式」を約1.6兆円と大幅に買い越した一方、株価回復局面となった4-6月期と7-9月期にいずれも1,000億円超の売り越しとなった。10-12月期は株式等が2.4兆円の純流出(前年同期は1.9兆円の純流出)となった。**日本の個人投資家は、「株価下落局面で買い、株価が上昇したら売る」という逆張り投資を好む傾向にあり、新型コロナ危機時も逆張り投資の動きが強まったことがうかがえる。上場株式とは対照的に、「投資信託」は2020年1-3月期に資金が大幅に流出した後、4-6月期と7-9月期は資金流入となった。**10-12月期は0.7兆円の純流入(前年同期は0.1兆円の純流入)となった。**純流入は3四半期連続で、その金額は2015年4-6月期(2.7兆円)以来の高水準にあたる。株価同様、利益確定売りが発生したものの、流入額が上回ったとみられる。特に、国際株式型投資信託への流入が大きかった。



## 金融緩和でどうして株が上がるのか!?

このように、日銀の金融緩和により、日銀の当座預金残高は増えているものの、市中の金融機関の預金は同等には増えておらず、コロナ禍の特別融資による増加が中心のようである。また、個人についても**総額12兆円の特別給付金**の支給が貯蓄それも預貯金に回る資金の方が多く、株式市場に直接資金が回っていることよりも株式市場の上昇による資産増が顕著にみられた。ただ、一方で、**2020年の新規の証券口座開設数は350万件以上に上り、前年比1.7倍にもなった**。株式市場の上昇につられた素人投資家がたくさん誕生した結果である。その多くは、海外株式市場の上昇をみて国際株式型投資信託や米国株への投資を増やしたようである。

このように、金融緩和が直接株式市場の資金を送ったということは明確には言えないようだ。しかし、**この金融緩和は、実体的に個人金融資産を増加させている**。この心理的余裕は、投資心理としては大きく影響を及ぼすものではないだろうか。資金的に余裕ができると、株式保有に対する収益が少しでも良いと考える人が多くなっても不思議ではない。世の中の預金が多く、当面必要となるお金以上に資金があれば、予想収益が少なくても、預金として置いておくよりは儲けられる可能性のある株を持ちたいと考える人が相対的に増えると考えられる。

したがって、**通貨量と株価の関係は機械的に決まるわけではないが、通貨が多くなれば、経済全体としては高くても株を買う、という状況になりやすい**。この状況を指して「カネ余り」と言われることが多いと思われる。

さらに、特に日本においての特徴としては、日銀によるETFや国債の購入である。

日銀における量的緩和策として、銀行が保有する国債の購入やETFを直接買い付けることが株式市場の大きな支えになっていることは間違いない。

政府が国債を発行して個人や一般企業に給付金を与え、発行した国債を金融機関経由で中央銀行が買い取る場合も市中の通貨量を直接増やすことにつながる。

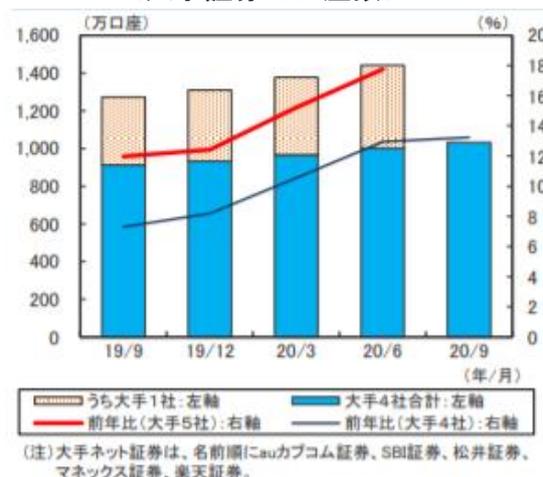
コロナ禍後の金融政策・財政政策では、こうした通貨量が増えやすい状況が発生したため、これまでより割高でも株を買っても良いという状態になりやすくなったと言える。

株価は、もちろん企業の期待収益が増えれば上がるが、投資家が求める株保有リスクに対する報酬の度合いが減少しても上昇する。つまり、資金的に余裕があり元が取れるまで長い期間かかったとしても許容することができる状況と言える。

同じ株価上昇でも企業の期待収益が増えているのか、投資家の要求報酬が減っているのかでも異なり、投資家の要求報酬は中央銀行の緩和策(市中の「通貨量」の多さ)によって少なくなるのである。(逆に言えば、リスク許容範囲が拡大する)

今の株式市場は、企業業績によって株価が買われる(後付けでよく理由付けはされるが)ことよりもこうした心理的に株保有リスクへの恐怖心が和らいでいることを肝に銘じておかなければならないのだろう。(ある意味バブル心理かもしれない)

＜大手証券の口座数＞



## SPAC旋風 ～姿が見えないモンスター～

金融緩和の株式市場に与える影響は、米国株式市場では日本より大きく影響しているようである。トランプ前大統領とバイデン大統領が決めたコロナの経済対策は、景気回復を期待する株式市場には十分な規模の予算であった。さらに、3回にわたる個人への給付金は、多くの個人投資家を生み出し、ある意味バブル化している。その証拠になったのが、ゲームストップ株を巡る「個人投資家」VS「ヘッジファンド」の攻防である。個人投資家が群れをなして買いまくったビデオゲーム小売りチェーンを展開する米ゲームストップの株価は1月28日、昨年来安値の約188倍の483ドルまで急騰。時価総額は336億ドル(約3兆5280億円)に達した。空売りを仕掛けていたヘッジファンドが、株価の上昇で買い戻しを余儀なくされ、それがさらに株価を押し上げる。「踏み上げ」と呼ばれる現象が急激かつ大規模に起きたためだ。米ヘッジファンド大手のメルビン・キャピタル・マネジメントは1月、年初時点の運用資産の53%に当たる約66億ドル(約6930億円)もの巨額の損失を被ったとされる。

個人投資家はオンライン掲示板「レディット」などで情報を交換・共有しながら、スマートフォン専門証券の「ロビンフッド」などを使って、ゲームストップ株に大量の買い注文を入れていたことでも話題を呼んだ。その後ゲームストップ株は急落し、結局誰が勝ったのかわからなくなったが、これも金融緩和が生んだバブル的現象ではなかっただろうか。

その米国株式市場で昨年から話題となっているものに「SPAC」がある。SPAC?これはまた姿の見えないモンスターである。

### <特別買収目的会社(SPAC)とは?>

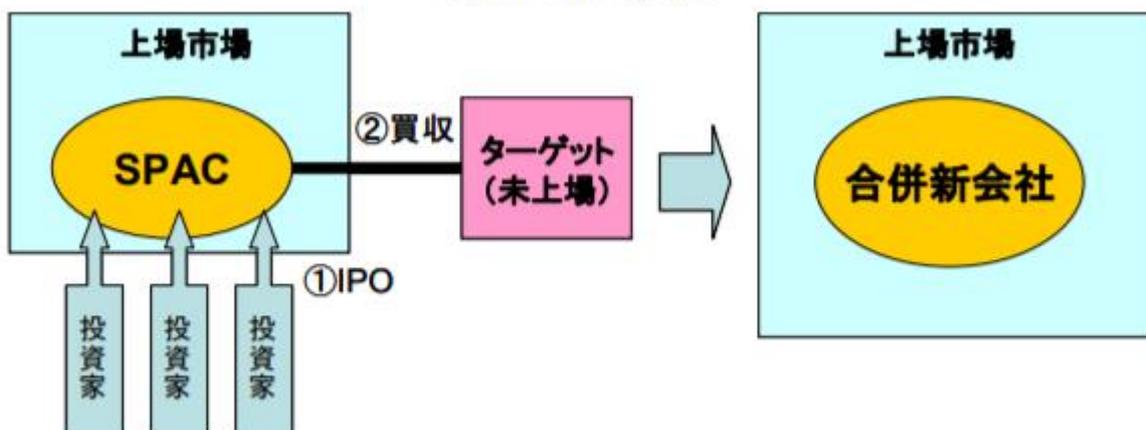
特別買収目的会社(SPAC)とは、未公開会社の買収を目的として設立される法人 **Special Purpose Acquisition Company** のこと。SPACは、上場した時点では、自らは事業を行っていないペーパーカンパニー。上場後に、株式市場から資金調達を行い2年以内に未公開会社の買収を行う。SPACの上場後に買収された未公開会社は、従来の上場のプロセスを行わずに上場することができる。

買収を目的とした企業なので、SPACは、「白地小切手会社」や「**ブランク・チェック・カンパニー**」とも呼ばれている。事業を持っていないため「空箱」にも例えられる。

SPACには、著名な経営者やベンチャーキャピタルなどの投資家が代表に就任し、代表個人の信用力と「上場後は将来有望な企業を買収する」という宣言により、市場から資金を調達し、未公開会社の買収を行う。

この上場時点では実体のない会社が9兆円もの資金を集めているのである。 **なぜ・・・!?**

図表1 SPACの仕組み



(出所) 野村資本市場研究所作成

## SPAC旋風 ～姿が見えないモンスター～

### <SPACの歴史>

1980年代、米国の株式店頭取引の規制はそれほど厳しい規制はなかった。そのため、相場操縦取引等の不正の温床になりやすく、ブランク・チェック・カンパニー（SPAC）もしばしばその道具として使われた。例えば、SPACを通じて資金調達して、自らもそこに投資する。その後、有望な買収候補のうわさを流すなどして株価を吊り上げさせ、株価が上がったところで自らは売り抜けるといった詐欺的行為が行われた。また、設立したSPACに、自らが投資する会社を高い価格で買収させるといった事件や、調達資金の私的流用なども見られた。これらの不正を受けて、多くの訴訟が提起されるとともに、1992年に米国証券取引委員会（SEC）が、SPACの規制を強化し、調達資金の預託の義務付けや、情報開示の充実などについて定めた。

その後、1993年に投資家保護の枠組みを改善した現在の姿に近いSPACをGKN証券のデイビッド・ナスバウム氏が開発し、数年のうちに10数件のIPOを手掛けた。だが、1990年代後半から2000年代初めにかけては、ITバブルによってIPO市場が非常に好調だったこともあり、数年前まで同手法はほとんど使われることはなくなった。

そのSPACの上場が2020年に大爆発したのである。

# SPAC Research

The premier resource for information on US-listed  
Special Purpose Acquisition Companies

Sign up for Free Trial

No credit card required

## US SPAC IPO Issuance

Year	Amount Raised (\$bn)	# IPOs	Average Size (\$mm)
2021	98.1	302	324.9
2020	83.4	248	336.1
2019	13.6	59	230.5
2018	10.8	46	233.7
2017	10.0	34	295.5
2016	3.5	13	269.2
2015	3.9	20	195.1
2014	1.8	12	145.8
2013	1.4	10	144.7

## Active SPAC Summary

Group	# of SPACs	Amount in Trust
Total Active	554	\$178,434,706,412
Announced business combinations	122	\$38,540,396,158
Seeking target	432	\$139,894,310,254
Pre-IPO	262	\$66,297,180,000*

## SPAC旋風 ～姿が見えないモンスター～

### <SPAC旋風>

上記のようにしばらく鳴りを潜めていたSPACだが、**2020年に急に大爆発**。2020年のSPACの新規上場数は、248件と急増。調達額は830億ドル(約9兆円)さらに、今年に入って3月時点ですでに昨年の件数を超えて急増(約10.5兆円)、米国株式市場に旋風を巻き起こしている。

実体も何もないSPACがなぜこれだけの資金を集められるのであろうか？金融緩和がなぜ株価を上げるのか以上に難解と感じる。

2020年にSPACが急増した背景には、やはり新型コロナウイルスが関係している。新型コロナの影響を受けて従来のIPOプロセスを進めることが困難になった一方で、各国の中央銀行の超緩和政策で、多くの機関投資家がカネ余りの状態となり、金や仮想通貨、ナスダックと同様にSPACのIPOにも過剰流動性が流入したものと考えられる。

### <SPACの規制>

かつて不正の温床だったSPACはその後厳しい規制が決められ、且つ投資家保護策も構築された。

SPACの投資家保護に関する主要な規定

- IPO後に調達した資金の9割以上を信託し、残りを運転資金として使用。
- 買収はIPOから12～18か月の間に買収をアナウンスして、24ヵ月以内に完了する必要がある。
- 買収に失敗した場合は、信託口座の資金を所定の利息を付けて償還する必要がある。もしうまく買収に成功したとしても、同様に償還を選択することができる。
- 買収企業の選定は20%以上の株主の同意が必要。

### <SPACのメリット>

メリット1: **少額の資金で未公開株式への投資に参加できる**

SPACを活用することにより、少額の資金で未公開株式取引に参加できる。

さらに、未公開企業はSPACに買収された後は、上場企業となっているので、株式の途中売却も可能。

通常の未公開企業へ投資した場合は途中売却が難しいが、この点は魅力的。

メリット2: **投資家保護の規定があるため、投資を回収できる可能性が高い**

上記のようにSPACには、投資家保護の規定がある。そのため、投資したお金を回収できる可能性が高い。

万が一、SPACが未公開企業の買収に失敗した場合、投資した資金のほとんどが投資家に返還される。

### <SPACのデメリット>

デメリット1: **未公開企業の買収を短期間で完了する必要がある**

SPACには、「上場から24ヵ月以内に未公開企業を買収しなければいけない」というルールがある。

そのため、未公開企業の買収を短期間で完了する必要がある、場合によっては、未公開企業に「早く買収を完了しなければならぬだろう」と足元を見られて買収価格が高くなる恐れがある。

SPACには既存の事業がないため、良い条件で買収ができるかは、代表の能力に左右される。



## SPAC旋風 ～姿が見えないモンスター～

### デメリット2: 未公開企業への投資リスクがある

SPACは、未公開企業への投資リスクもある。

SPAC自体は上場をしても、買収する企業は未公開企業なので、簿外負債の有無やコンプライアンスの遵守など、経営状態を把握しておく必要がある。

2020年6月には、トラック事業の「ニコラ・モーター」が特別買収目的会社（SPAC）に買収され、ナスダックに上場し、一時期は93ドルもの株価がついたが、2020年9月には、「誇大広告」の話が持ち上がった際に株価は16ドルにまで急落し、投資家は未公開企業のリスクを体験することになった。

### <従来のIPOとの比較>

	従来のIPO	SPACのIPO
上場までの期間	長い	短い
上場審査の厳しさ	厳しい	簡素

SPACのIPOであれば、IPOプロセスを簡略化することができる。既存の事業がないので、投資家に対して事業リスクに関する説明を省くことができる点が大きい利点。IPOに必要なIPO登録明細書も最小限で済む。

SPACは、従来のIPOに比べて上場までの期間が短く、上場審査も簡素なことが特徴。

また、SPACは上場後に買収をすることで、従来のIPOでは上場が難しい業態でも、上場をさせやすいとされている。

例えば、ヴァージン・グループの創設者リチャード・ブランソン氏は、SPACを使って、2019年に宇宙旅行会社のヴァージン・ギャラクティック（Virgin Galactic）を上場させた。宇宙旅行会社の上場は、史上初となった。

### <現行IPOへの不満>

DropboxやTwitter、Uberなどへの出資で知られるベンチャーキャピタルのBenchmarkジェネラル・パートナー、Bill Gurley氏は、「伝統的な株式公開のやり方は構造的に壊れていて、シリコンバレーの創業者や従業員、投資家から毎年何千億円も奪い取っている」と断罪する。

いまのIPOは、ほかの金融商品と違って価格発見に市場アプローチを使っていないこと、アンダーライター（投資銀行）の顧客であるバイサイドの機関投資家だけが優先的にIPOの公募にアクセスできること、と問題を指摘している。

現行IPOでは上場に必要情報開示書類などを公開したら、「ロードショー」と呼ばれる機関投資家まわりをすることになる。そこで個別交渉を行い、IPO時の株価を決定する。問題は、ここに関わっている投資家の数が上場後に関わる一般投資家を含めた投資家の数に比べて極端に少ないこと、提示額の97%が買い注文を出すくらいの価格設定にするようアンダーライターにアドバイスされることだと、IPOのロードショーの現場経験を数多く踏んできたGurley氏は指摘している。買い注文は売り出す株式総数の30倍となるくらいが、ちょうど良いというのが通例となっているという。

「この価格で買いませんか？」というオファーに97%の買い手が応諾する。しかも供給量の30倍の申し込みがある。それを家や自動車の中古販売で考えてみれば、これがいかにおかしい話か分かるだろうと、そうGurley氏は指摘している。



## SPAC旋風 ～姿が見えないモンスター～

その結果何が起きているかと言えば、**IPO直後に株価が跳ね上がる「IPOポップ」**(pop:小さくパンツと弾けること)。Redpoint Ventures VPのJamin Ball氏はTwitter上で直近のIPO銘柄の初日騰落率として、nCino(+195%)、Agora(+153%)、Lemonade(+139%)、ZoomInfo(+62%)などを例に挙げて批判している。

**IPO直後に株価が跳ね上がるのだとしたら、逆に値付けが低すぎるといこと。**Gurley氏は2020年上半期のIPO銘柄は平均して31%も低い値付けがされていて(IPO初日に31%上がる)、この乖離は年々広がっていて、これは不当な富の移転ではないかと指摘している。

この31%の乖離に、一般的なIPO手数料の7%を加えた38%という数字が、創業者や従業員、VCから見た場合の現行IPOの本当のコストだとすれば、避けたくなるのも無理もないかもしれない。

これは、起業家の立場からの見解かもしれない。純粋に投資家の立場から見れば、SPACのかなりの希薄化リスクは存在する。例えば、SPACのスポンサー(発起人)は、SPACのIPO収益の25%やワラントの権利、投資銀行の引受手数料などを勘案すれば、現行のIPOよりも高いコストを支払っていることになるという見解もある。

### <SPAC上場までの仕組み>

具体的にどのように組成され、どのような要件、手続等が必要か、2020年SPAC最大の大型案件と言われているQuantumScape社の事例を使ってみたい。

QuantumScapeは元々2010年にJagdeep Singh、Tim Holme、Fritz Prinzの3氏によってスタンフォード大学からスピンアウトして設立された全個体電池の開発会社。2012年にはフォルクスワーゲンが出資、2020年までに合計3億ドルを投資してきたと伝えられている。ビルゲイツが出資した会社として有名で、また同社の取締役にはテスラの前CTOで、現在バッテリーのリサイクル事業のベンチャーRedwood Materialsを率いているJ.B. Straubel氏も含まれていた。

QuantumScapeは2020年11月27日、SPACであるKensington Capital Acquisition Corp. (Kensington SPAC)に買収され、NYSEへの上場を果たした。Kensington SPACはKensington Capital Sponsor LLC という会社がスポンサーになって設立され、Justin Mirro氏という自動車業界を渡り歩いてきた投資家(かつてトヨタや伊藤忠にも籍を置いていたそうです)が率いているSPAC。Kensington SPACはQuantumScapeの買収と同時に社名をQuantumScapeに変更、現在は存続会社であるQuantumScapeがNYSEに上場しているという形に収まっている。

### SPAC上場までの足どり

**Kensington SPACの設立は2020年4月17日で、わずか25,000ドル(約2.5百万円)の現金を資本金(資本剰余金含む)として設立されたペーパーカンパニー。**このSPACは、北米の自動車及び自動車関連産業に投資することを目的とし投資家から資金を集め、**設立わずか2か月ほどの2020年6月30日にNYSEに上場、約2.3億ドルを調達した。**

上場にあたりSECに登録届出書を提出したのが2020年5月8日(SPAC設立後わずか3週間後)、6月25日はSECへの登録が完了し、6月30日にはNYSEへの上場完了というスピード上場を果たしている。

## SPAC旋風 ～姿が見えないモンスター～

### SPACが対象会社を買収するステップ

SPACは上場後に買収対象会社を選定し、交渉を行う。Kensington SPACの場合、上場から2か月後の2020年9月3日に、QuantumScapeと買収契約を締結したと報告した。SPACがIPOした時点では、「買収対象会社に関しては何ら決定しておらず、対象候補となる会社とも何ら重要な討議を行っていない」と公表していたことを鑑みると、こちらも驚きの速さ。

買収のスキームは、

- ① まず、Kensington SPACが完全子会社のペーパーカンパニー(Merger Sub)を組成。
- ② Merger SubとQuantumScapeが合併、QuantumScapeが存続会社となりKensington SPACの子会社となる。
- ③ 統合と同時に、QuantumScapeの株式はKensington SPACの株式と(合意された交換比率で)交換され、QuantumScapeの株主は自動的にKensington SPACの株主となる。
- ④ Kensington SPACが社名変更し、QuantumScapeとなる。

### SPACの資金調達の機動性を担保するPIPEの役割

SPACは上場における資金調達と同時にPIPE(Private Investment in public equity)により運転資金を調達する。

- ① 25,000ドル(約2.5百万円)の資金でKensington SPACが設立。
- ② Kensington SPACのIPOに際して、投資家から2.3億ドル(約230億円)を調達、全額が信託口座にて保全(M&A資金にのみ利用可、IPO後24か月の期限内にM&Aが成立しなければ投資家に返却)される。
- ③ IPOと同時に、Kensington SPACのスポンサーであるKensington Capital Sponsor LLCが6,575,000ドル(約6億575千万円)を追加出資。一般投資家から集めた資金はM&Aにのみ利用可能であるため、IPOの際に支払う投資銀行の手数料や、弁護士、会計士などの経費の支払いのために必要な資金を供給。
- ④ Kensington SPACがQuantumScapeを6.8億ドル(約680億円)で買収。SPACとして集めた資金は2.3億ドルであるため手元資金では不足する。そのためM&Aと同時にKensington SPACはPIPEインベスターとPIPEのアレンジを締結して、M&Aに必要な資金を追加で調達(5億ドル(約500億円))している。なお、PIPEとは、株式の募集・売出の際に、限定された投資家に募集・売出を行う私募の方式のことをいう。

このように、SPACの資金調達はIPO時に一般投資家から調達する分と、上場後M&Aを実行する際にPIPEを通じて調達する2段階式となっている。2020年にアメリカですべてのSPACが上場に際して調達した資金は、合計830億ドル(約9兆円)にのぼる。しかし、ここにPIPEインベスターから追加で供給される資金が実際のM&Aに際して使われることを考えれば、この先数年で途方もない金額がM&Aに使われていくことになる。米国資本市場のとてつもなく巨大な流動性には驚くばかりだ。もちろんすべてがうまくいくとは限らないが...



## SPAC旋風 ～姿が見えないモンスター～

## &lt;SPAC上場例&gt;

## ◆ スポーツ専門SPAC: RedBall Acquisition

ブームを象徴しているSPAC上場は、2020年7月28日にIPOを申請した「RedBall Acquisition」というスポーツビジネスに特化したSPACだ。規模が約520億円と大きく、PEファンドのRedBird Capital Partnersとタッグを組んだのは、映画「マネー・ボール」で知られるBilly Bean氏だったことが話題を呼んだ。元MLBのプロ野球選手であることよりも、18年間に及んだオークランド・アスレチックスGM時代のデータと統計分析に基づく卓越した球団運営で知られた人物（日本のテレビでも放映されている）。近年はヨーロッパでプロスポーツチームへの投資やアドバイザーを務める。RedBall Acquisitionはすでにフランスのサッカーチーム、トゥールーズFCの買収を決めている。

## ◆ Twitterの元CEOやFacebookのエンジニアリングヘッドもSPACへ

ベンチャーキャピタル、Social Capital創業者でビリオネアの投資家であるChamath Palihapitiya氏は次々とSPACを立ち上げている。最初に立ち上げたSPACでは2019年にVirgin Galacticを買収し、2020年9月には2つ目のSPACで不動産テックのOpendoorを買収により上場させている。Virgin Galacticは約470億円の資金を得て、時価総額が約2,400億円の初の宇宙観光の上場企業となった。Opendoorは約5,050億円の評価額で買収され、SPACスポンサーであるPalihapitiya氏とBlackRockからの分も含めて約1,070億円の資金を得た。

Palihapitiya氏は、さらに3つのSPACを立ち上げることを9月に表明している。SPACの4号が約370億円、5号が約680億円、6号が約1,050億円となっている。興味深いのは上記のスポーツ専門SPACのように、これらSPACのディレクターとしてNextdoor共同創業者で元CEOのNirav Tolia氏や、Twitter元CEOのDick Costolo氏、Facebookの元エンジニアリングヘッドのJay Parikh氏などを迎えていることだ。SPACのスポンサーは著名投資家や投資銀行、PEファンドになることが多いが、それぞれの業界の目利きをディレクターに据えているということが注目されている。

## ◆ 破格、約4,000億円のSPACを立ち上げたBill Ackman氏

規模の点で注目されたのは20代でヘッジファンドのPershing Square Capital Managementを立ち上げたビリオネアのBill Ackman氏のSPAC。「Pershing Square Tontine Holdings」と名付けられたSPACは2020年7月22日にIPOをして、約4,000億円（40億ドル）という史上最大規模のSPACとなった。Pershing Squareは追加で1,000億円の拠出もコミットして合計すると5,000億円規模になる。さらに注目されたのは、買収（SPAC解消）後のSPACスポンサー（この場合はPershing Square）のシェアをSPACで一般的な20%ではなく0%と、一切シェアを取らない形にしたこと。ほかにもPershing Square Tontineは一般的SPACと異なる点が多く、その意味でも注目されている。進化過程にあるSPACは、すでに競争が起こっていると見ることもできる。



## SPAC旋風 ～姿が見えないモンスター～

もっとも、SPACスポンサーのインセンティブや報酬については不透明で分かりにくい部分もあるということで、今もまだSPACという存在自体がSECによる調査が続けられている状態。

### ◆ EVブームとSPACの掛け算で、行きすぎた加熱も？

現在のSPACはかなり過熱状態にある。特に、EVブームに乗った一連のSPAC案件は、ちょっとした臭いほどに過熱気味だ。

EVトラックを開発するNikolaに始まり、EVメーカーのFiskerとLordstown Motors、EV車のサブスクサービスCanoo Holdingsなどが、次々とSPACによる上場を果たした。しかし、どれも量産開始や売上が立つ前に上場するなど前のめり。Fiskerは締結予定だったフォルクスワーゲンとの契約交渉が破談となったことを受けて株価が20%も下落するようなことが起こっており、Nikolaについては詐欺疑惑まで聞こえてきている。

### eSportsのSPACでは失敗の事例も

ラスベガスでeSports会場の運営などを行っているAllied Esports Entertainmentと、ポーカー大会の老舗であるWorld Poker Tour (WPT) が2019年にBlackRidgeのSPACを通して、合併した形で上場した。eSports銘柄として注目を集めそうだったものの、存続銘柄であるAllied Esports Entertainmentの株価は低迷。2020年10月時点では買収実行時点の10ドルから1.38ドルにまで下落している。

このような過熱気味のSPACに対して、SECは監視の目を光らせている。そして、4月に入りSPACが上場に際して発行する投資家に対するインセンティブの一つであるワラントの会計基準をバランスシート上の資本から負債に変更する可能性があることを示唆したことにより、上場にブレーキがかかっている。

今後のSECの見解にも注目だが、もしSPACに急ブレーキがかかり、且つ、長期金利の上昇が同時に起こった場合は、米国株式市場には大きなインパクトを与えることになることに注意する必要があるだろう。

## <SPACのリスク>

### 1. 不十分な資産査定

通常のIPOでは、上場する企業に対して包括的な資産査定(デューデリジェンス)が規定通りに行われる。しかし資産査定には時間が掛かる。SPACの場合、創設者(スポンサー)は一般的に買収先を見つけるのに2年の期限が設けられている。このため資産査定はしばしば見て見ぬふりをされる。従来型のIPOでは不合格になるような経歴を持つ経営幹部や取締役会メンバーが入っていることがある。そしてスポンサーは、上場に適さない企業を拙速に買収する可能性がある。

### 2. 不正確な財務報告書

資産査定では財務報告書の不備が見つかることが多々ある。SPACによる上場は期間が切迫しているため、マネジャーの多くは企業の安定性に目を向けるより、素早く取引しやすい企業を見つけることに注力する。

標的となる企業はほぼすべて未公開企業であるため、過去の財務報告書は公開企業の基準を満たしていない。従来型のIPOと異なり、SECがこうした財務報告書を審査するのは買収後だ。従来型のIPOではSECが厳しい審査を行う。



## SPAC旋風 ～姿が見えないモンスター～

### 3. 虚偽記載と脱漏

SPACを通じて上場する未公開企業は経営についての審査も甘いため、当局への提出書類に虚偽記載が紛れ込んだり、投資家の見通しに影響しかねない重要な脱漏が発生したりする可能性がある。「将来予想に関する記述」という免責文言が入っているのはざらだ。買収する側の企業が既に上場しているため、こうした記述は最近まで従来型IPOの届け出書類と同様の審査を受けていなかった。

### 4. 経営実績の不在

上場を目指す企業は普通、成熟度を示す指標を満たしている。例えば売上高が1億ドル(かそれ以上)、実績が証明された経営陣、厳格に記録を保持する管理体制、財務健全化のための不良資産売却などだ。しかし買収の標的を見つけるための競争に追われるSPACは、それほど成熟していない段階の企業を狙うことが多い。

そのため一般投資家がリスクの高い、未成熟な企業に資金を投じてしまう恐れがある。米金融取引業規制機構(FINRA)は、SPACは上場手続きが速いため、長期的に存続可能な事業ではなく、一時の隆盛で終わりそうな「ホットな」セクターや事業モデルを引き付けている可能性がある」と指摘した。

### 5. 経営管理の不備

買収の標的となる企業は審査が甘く、未成熟であるため、経営管理が不十分な可能性がある。財務や会計の担当者の経験が浅ければ、有効な情報開示手続きや財務報告の管理を確立し、維持できない恐れがある。過失により不正確な財務報告や不正な支払い、さらにはサイバー絡みの不正行為すら起きるかもしれない。

### 6. 利益相反

SPACには利益相反の恐れが付きまとう。スポンサー、オフィサー、ディレクターはいずれもSPACのためだけには働かず、SPACの事業と競合する他の組織・団体に対して受託義務を負っているかもしれない。SPACの当初からの投資家は、買収標的企業と利害が対立する立場に身を置く戦略で利益を得るかもしれない。標的企業と合併し、買収手続きを完了する「de-SPAC」はアドバイザーやスポンサーに頼る部分が多いが、こうした人々には良い案件を手がけるよりも、どんな企業であれ案件をまとめる方向に動くインセンティブがある。

スポンサーはSPACの普通株をかなり割安に取得しているため、株主を踏みつけにして利益を得るかもしれない。FINRAは「引受業者とSPACのスポンサーは、SPACの買収標的とする可能性のある企業について重要な非公開情報を握り、そうした情報に基づいて取引を行う可能性がある」と警告を発している。

**前例になり世界的金融緩和、個人投資家の急増、仮想通貨の高騰、SPACの急増・・・**

**「これらはバブルではない！」と市場関係者は言う。**

**それこそバブルの始まりのように思えてならない。**