

CFA 協会ブログ

No.521

2021 年 4 月 13 日

SPAC フィーバー：現在進行中の明らかに危険な兆候？

SPAC Fever: Clear and Present Danger?

[セバスチャン・カンドール \(Sebastien Canderle\)](#)

「国家は、個人のように、とがめられることもなく無鉄砲なギャンブラーになることはできません。(そのようなことをすれば) 遅かれ早かれ報いを受けることになります。」 - [チャールズ・マッケイ](#)

SPAC すなわち特別買収目的会社 (Special-Purpose Acquisition Companies) のスキームはウィルスのように拡散しました。[米国の新規株式公開 \(IPO\) 市場で、昨年 SPAC を通じた資金調達額の割合は 50% を占めました。この数値は 2019 年で 20%、2015 年で 10%未満でした。](#)

SPAC の 2020 年における資金調達額は過去 10 年間の調達額を上回っており、また今年の第 1 四半期の調達額は昨年 1 年間のそれを上回っています。

ブランクチェックカンパニー (白地小切手子会社) またはシェルカンパニー (ペーパーカンパニー) といった形態の企業体は、ファイナンスの歴史の中でさまざまな形で運営されてきました。それらは通常、景気サイクルの後退局面を除けば、一般的受けすることのないニッチな領域に過ぎませんでした。

現在も継続する市場の混乱が拍車をかけ、利回りを求める投資家はリスクを取り、手数料に飢えるディーラーメーカーは創造性を発揮するようになったのです。

パブリック資本市場の復活

この SPAC ブームに乗って、ベンチャーキャピタリスト (VC) が近年育成してきたユニコーン企業が表舞台に出てくることでしょう。[600 社以上の大企業群が、証券取引所への上場を計画しています。](#)

誰がこのような事態を予測できたことでしょうか。わずか 3 年前、専門家はパブリック資本市場がプライベート資本市場に比べて制約が厳しすぎるため、[数多くの上場企業が市場から退出すると予測していました。](#) ファンドマネージャーは、セカンダリーバイアウトを通じてポートフォリオ資産をシャッフルし、上場時期を設けずに急成長を遂げるスタートアップ企業への投資を行っています。

しかし、政策立案者が善意に満ちた政策を実施すると、強気相場が生まれ、市場のポテンシャルは最大限にまで引き出されてしまいます。1825 年に英政府は、1720 年の南海泡沫事件 (South Sea Bubble) を契機に可決した泡沫会社禁止法 (Bubble Act) を廃止しました。そしてこの廃止が、1840 年代半ばにイギリスを席捲した鉄道狂時代 (注：鉄道への投資バブル) を生み出す遠因となったのです。

この法律下では、新たな企業体の設立に厳しい制限が課されていました。この制限が撤廃され、誰もが

新たなベンチャー企業に投資できるようになりました。法律廃止から 20 年後、鉄道会社への投資を希望する個人投資家にとっては理想的な状況が生まれたのです。[そしてチャールズ・ダーウィンやブロンテ姉妹を含む多くの投資家が、1846 年と 1847 年のバブル崩壊により損失を被ることになりました。](#)

2008 年の世界不況以来、政府は規制当局に対し、経済を維持するために必要なあらゆる施策を実施するよう働きかけてきました。2015 年、米証券取引委員会（SEC）は、新興企業促進法（Jumpstart Our Business Startups（JOBS）Act）のタイトル III の施行に賛成票を投じました。2016 年 1 月以降、米国におけるスタートアップ企業への投資に、適格投資家の要件はなくなりました。

[その後、2020 年 6 月に、個人投資家には 401 \(k\) プランを通じてプライベートエクイティ（PE）ファンドに直接投資する権利が付与されました。従来、PE への投資は適格投資家だけに認められていた領域です。](#)

小規模投資家はゲームに公平に参加できるようになったのです。

スポンサーの SPAC に対するニーズ

際限なきマネーの創造が 10 年も続き、貯蓄口座や証券口座に巨額の余剰資金が眠ってきたことは、SPAC のスポンサーにとって幸運でした。

SPAC はその資金の一部を吸い上げることが出来ます。このスキームは、激しい競争に直面するファンドマネージャーにとって、明らかに素晴らしい手段です。[ヘッジファンドは資金の引き出しを経験してきましたし](#)、PE および VC は、（中には Fidelity や BlackRock といった強力で魅力的なブランドを持つ）

リミテッドパートナー（LP）がバイアウトファンドやスタートアップ企業に直接投資する様を目の当たりにしてきました。

オルタナティブ運用会社は、LP への営業という手間暇のかかるプロセスよりも簡便な資金調達手法を探し続けています。[PE 専門家であるアレック・ゴアズ（Alec Gores）とインパクト投資家のチャマス・パリハピティヤ（Chamath Palihapitiya）は、ここしばらく、プライベートファンドを用いる資金調達を行っておらず](#)、二人とも SPAC の狂信者となりました。プライベート資本による調達方法が大衆化されると、SPAC は投機筋や非適格の個人投資家が直接投資できる機会を提供する手段となったのです。

ブランクチェックカンパニーにはトラックレコードがないため、高額な監査済み、かつ弁護士によるチェック済みの財務報告は必要ありません。[さらに良い点として、従来の IPO とは異なり、SPAC は買収母体として将来の見通しに関する記述を行うことが可能になります。](#)創業 28 ヶ月のオンライン自動車ディーラーである Cazoo が SPAC との統合準備を行う際、[今年度の収益予想を 4 倍の 10 億ドルと発表しました。](#)[この内容は SPAC のスキームを活用する同社の権利の範疇と言えます。](#)

確かに事態は過熱しています。政府が後押しした 10 年に及ぶ経済成長の後、ポートフォリオに組み込まれた多くの企業は新しい株主を探し出さなければなりませんでした。それらの企業は WeWork のように業績の悪い企業や、Virgin Galactic のように非常に投機的なベンチャー企業である可能性がありますし、既存の投資家による資本引き上げが契約上履行される場合もあるでしょう。

パフォーマンス診断

スポンサー側に SPAC を活用する明確なメリットがある以上、パブリック資本市場の投資家は明らかに代償を支払うことになります。

一般的に SPAC 株主の約 4 分の 3 は、合併時に株式の買戻しに応じますが、多くの株主は買収後に株式を買い増すことができる権利を付与されたワラントを保有しています。必要調達額の不足分は通常、パブリックエクイティ (PIPE) プラットフォームを通じたプライベート投資によって賄われます。[例えば、Cazoo の SPAC では、別の PIPE スキームを介して半額の資金を調達しました。](#)

しかし、De-SPAC (買収完了) に先立って売り抜ける株主のほとんどは機関投資家です。一部はこの種の取引を定期的に行う投機的トレーダーであり、「[SPAC マフィア](#)」として知られています。そして、投資先が合併後に業績低迷に陥る事態に、小規模な投資家を取り残されることが頻繁に起こります。

Michael Klausner、Michael Ohlrogge、および Emily Ruan の調査によると、[SPAC スキームを活用した統合企業の価値は、平均すると 6 ヶ月後に 12% 減少し、1 年後に 35% 減少しました。](#)直近期間の SPAC を見ても事態は全く改善していません。3 月中旬までに、[2021 年に IPO されたブランクチェックカンパニーは、従来の上場企業が 28% のリターンを上げているのに対して、平均すると IPO 価格をわずか 1.7% 上回っているに過ぎません。](#)

株価のパフォーマンスが悪いことに加えて、契約上の取り決めがパブリック市場の投資家を不利な立場に追いやるのです。SEC が述べるように：

[「SPAC スポンサーは通常、IPO 時に投資した投資家やその後パブリック市場で投資した投資家よりも有利な条件で SPAC 株式を購入しています。」](#)

Klausner、Ohlrogge、および Ruan は、同様の見立てをしています。

[「\(SPAC の\) スキームは、IPO から合併までの回りくどい 2 年間のプロセスをサポートするために構築されており、多額のコストを要し、不整合なインセンティブを生み出し、そして全体的に言えば SPAC 合併時に株式を保有する投資家に損失をもたらしていることが分かりました。」](#)

伝統的な IPO では、平均的に引受手数料と典型的な上場初日の「一時的な上昇」を含め、流入額全体の最大 27% をパブリック市場の投資家に負担させています。しかし、SPAC の費用の割合ははるかに高いものになっています。[これには「販促」、すなわちスポンサーに割り当てられた 20% の持ち分比率は含まれますが、比例配分投資、引受手数料、株式の償還に伴う希薄化といった項目は含まれていません。これらを含めれば、流入額の 50% 以上に積み上がる可能性があります。](#)

経済的なネガティブ要素を緩和するために、[スポンサーは、アンドレ・アガシ、ペイトン・マニング、シャキール・オニールなどの有名人による耳目を引く PR 活動や支持を取り付けて、投資家を魅了しました。](#)そのような行為は伝統的な手法です。金融業者は、過去に騙されやすい人々や無知な人々を巻き込んできた巧みな手法を再活用する傾向があります。

ジョン・ケネス・ガルブレイスは、彼の示唆に富む代表作『[The Great Crash 1929](#)』(邦訳：「大暴落 1929」)において、狂騒の 20 年代で人気を博した投機的チャネルである投資信託のスポンサーとして、いかに大学教授、有名経済学者、政治家、そして少なくとも 1 名の英国人の侯爵や大佐が名を連ねていたのかを詳しく説明しています。なお、彼は有名スポーツ選手については言及していません。

SPAC は高リスク

では、SPAC 投資家にとってのメリットは何なのでしょうか。

ビル・アックマン、KKR および他のベテラン専門家が取引に関与する事案でなければ、案件の筋を特定することは困難です。「[貧乏人向けのプライベートエクイティファンド](#)」という、金融市場の大衆化の意味も含めた表現すらはばかれる状況と言えます。なお、[SPAC 株主の 85%](#)を占めているのは大規模ファンドです。

そして、SPAC に関連するリスクは枚挙にいとまがありません。Clover Health を取り巻く不適切取引の疑いについて最近調査が行われている事実が物語るように、[パリハピティヤのような著名投資家でさえ、膨張する市場で謙虚になるべきです](#)。IPO とは異なり、ゴールドマンサックスの元 CEO であるロイド・ブランクファイン (Lloyd Blankfein) 氏は SPAC について次のように述べました。「(SPAC は) [多岐にわたる善管注意義務を負うことはありません。善管注意義務を負わなければ \(中略\) 過ちが起きることになるでしょう。](#)」

SEC は直接介入をせず、「[これらの企業は、概して投機的な事案に関与している](#)」と警告を発しました。

[更なるエビデンスとして、Joby Aviation や Archer Aviation のようなアーリーステージのプロジェクトを挙げることができます。これら 2 社の電動エアタクシー会社は 2021 年 2 月に SPAC 取引を発表し、それぞれ 66 億ドルと 38 億ドルの評価がついたのです。](#)収益実現前の未来のコンセプトに対する目の覚めるような評価を目の当たりにすると、ドットコムバブルとの比較をせざるを得ないでしょう。

さらに最悪とも言える点は、様々な局面で利益相反が生じる点です。スポンサーは、SPAC を活用して既存のポートフォリオに組み込まれた会社の 1 社を買収する際に、買い手、ブローカー、さらには売り手としての役割を果たすことになります。

それでも、これらのスポンサーは、引受手数料と取引組成コストをカバーするために、ごくわずかな金額をしぶしぶ拠出するに過ぎません。ターゲット企業を見つけられなかった場合や、合併後のパフォーマンスが期待外れになった場合でも、損失はほとんど生じません。失敗のリスクのほとんどは、パブリック市場の株主が負担することになります。

その点では、SPAC は PE の伝統に則っていることになります。SPAC のスポンサーは、20%の販促費用をかけて、価格上昇の恩恵をフルに享受することができ一方で、価格下落のリスクを外部に負担させることができます。SEC が説明しているように、スポンサーは「[\(パブリック市場の投資家\) にとって不利な条件で取引を完遂させるインセンティブを有している可能性があります。](#)」

バック・トゥ・ザ・フューチャー？

多くの SPAC は自然消滅するでしょう。ターゲット企業を見つけられない場合、通常は組成から 2 年以内に消滅します。しかし、もしそれらが上手く行ったらとすれば、大きく 2 つのトレンドが生まれるかもしれません。

まず金融市場では、わずかなレバレッジすらかけずに実行できる戦略はほとんどありません。つまり、債務のスパイスを加えなければイノベーションを完遂させることはできません。

金融エンジニアは、自らのノウハウをより多くの民

と共有したいと願うでしょう。上場企業はすでに、債務調達を伴う配当金の支払いと自社株買いを通じたリキャピタリゼーション（資本の再構築）を活用する PE の狂信的な思想を取り入れています。しかし、レバレッジを活用する余地はまだ残されています。

[PE ポートフォリオ企業の負債総資本比率の平均は70%ですが、これは同規模の上場企業の2倍です。](#)

SPAC 市場は歓迎される状況にあると言えます。

第二に、SPAC を「[貧乏人のためのプライベートエクイティ](#)」になぞらえる人々は、PE および VC ファンドが分散ポートフォリオであるのに対し、SPAC が通常単一資産からなる証券であることを理解していません。複数の資産を組み合わせたポートフォリオでさえ、あるセクターに絞って投資する傾向があります。それでは分散効果はほとんど働きません。財務的困窮と倒産のリスクを伴うレバレッジは、分散投資を行う場合にのみ合理的な手段となり得ます。

『[The Great Crash 1929](#)』で、ガルブレイスは投資信託に関与する利害関係者の範囲が広がる様子を説明しました。投資信託は、株主資本の 10%分を購入した専門業者が売り出し、残りの金額をパブリック市場から調達しました。ゴールドマンサックスのような投資信託のスポンサーは、1928 年 12 月にその名を冠した運用会社を立ち上げました。この最初のビークルを使用して他の投資信託を組成し、その後さらに別の投資信託を立ち上げることになります。このピラミッドを構築するブームは、1927 年以降、頂点に達しました。投資リターンを高めるために債券の形式を用いてレバレッジ比率を高めたのです。

同様の行為が 2000 年代初頭のサブプライムバブル下でも行われました。2 次証券化、3 次証券化された債務担保証券（CDO）の分散化ピラミッドが大流行したのです。これは特別目的事業体（SPV）が銀行

の帳簿資産から最も高リスクの住宅ローンを取り除くために用いられました。これら私募形式で設計されたスキームは、危険資産を外部の目から隠す意図がありました。SPAC は上場されているため、そのパフォーマンスはより把握しやすくなることでしょう。

過去 20 年の疎んじられた期間を経て、パブリック市場は再び隆盛を極めています。SPAC の熱狂が持ちこたえ続けるとすれば、それは狂騒の 20 年代の始まり、あるいは 21 世紀版の再来となる可能性があります。

今回はより幸せな結末が訪れることを願いたいものです。

この投稿を気に入られたら [Enterprising Investor](#) のご購入をお願いいたします。

（翻訳者：河野俊明、CFA）

英文オリジナル記事はこちら

<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/04/13/spac-fever-clear-and-present-danger/>

注）当記事は CFA 協会（CFA Institute）のブログ記事を日本 CFA 協会が翻訳したものです。日本語版および英語版で内容に相違が生じている場合には、英語版の内容が優先します。記事内容は執筆者の個人的見解であり、投資助言を意図するものではありません。

また、必ずしも CFA 協会または執筆者の雇用者の見方を反映しているわけではありません。