

野村証券
フィデューシャリー・マネジメント部
木須 貴司

SPAC～プライベートとパブリックをつなぐ新しい常識となるか

SPAC(Special Purpose Acquisition Companies) と呼ばれる新たな資金調達手段が脚光を浴びています。通常の上場手続きと比べると低コストかつ短期間で上場し、資金調達できるというメリットがある一方、過熱感に対する批判も多くあります。本稿ではSPACの概要と資産運用への影響について解説します。

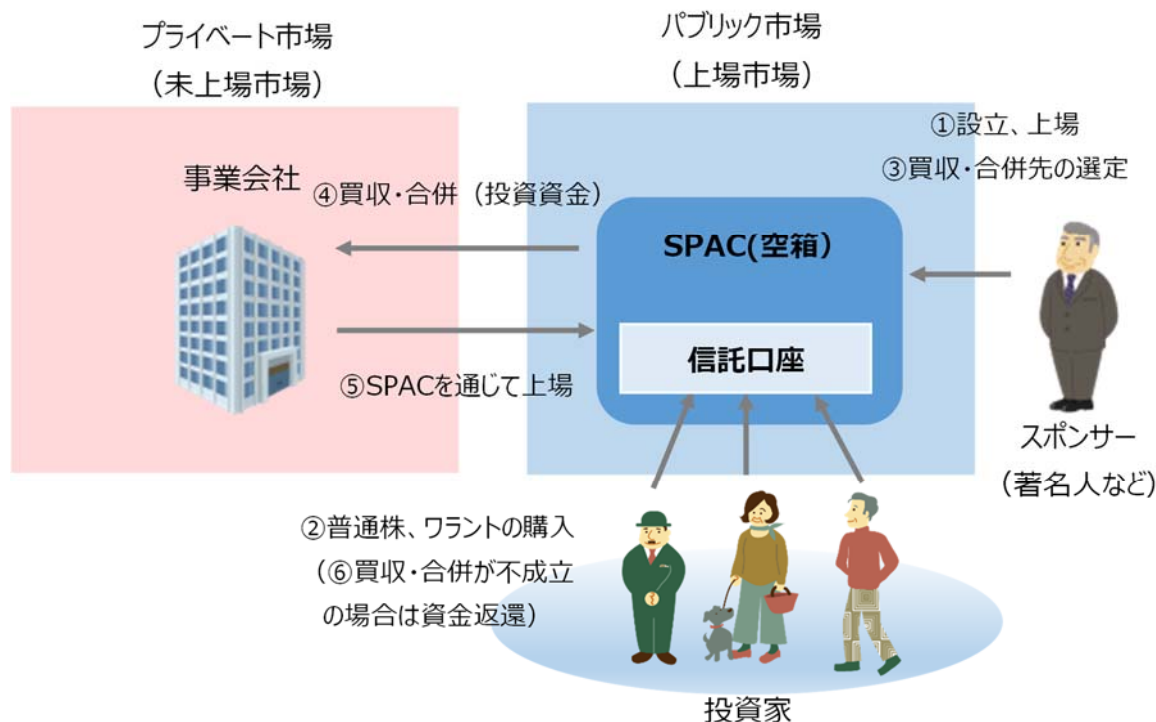
SPACとは

SPACとは、Special Purpose Acquisition Companies、特別目的買収会社の略称です。未上場の事業会社の買収、合併を目的としてスポンサーが設立し、IPOによって投資家から資金調達を行います。

IPOによって調達した資金の大部分は、信託され、買収・合併以外の目的では使えないように隔離されます。設立から一定期間内(通常1.5～2年)で買収、合併が行われない場合、投資家の資金は返還されます。

SPACが実体のない企業であるにもかかわらず

図表 1 SPAC の仕組み



(出所) 各種資料より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

ず、資金が集まる理由は、SPACの運営を担うスポンサーにあります。SPACのスポンサーは通常、未上場企業への投資経験が豊富なプライベートエクイティや著名人などで、投資家はスポンサーの目利き力を信用して資金を投じています。たとえば、ソフトバンクグループやアクティビスト投資家として有名なビル・アックマン氏などがSPACのスポンサーとなっています。ただ、最近では、スポーツ選手やセレブと言われる有名人がスポンサーとなるケースも出てきています。なお、米国証券取引委員会(SEC)は2021年3月にセレブがスポンサーとなっているSPACに対する注意文書を公表しています。

なぜSPACが大きく広がっているのか

SPACの上場件数は近年大きく増加しています。

図表2はSPACのIPO件数の推移です。2020年に大きく伸び、2021年は4月7日時点ですでに2020年を上回るペースで新規上場が行われています。2021年のSPACによる調達資金も1,000億ドルに迫る勢いとなっています。

SPAC自体は80年代よりある資金調達手段でしたが、2020年に大きく利用が伸びた背景には、

大幅な金融緩和、財政政策があると言われてい

ます。投資資金が市場に流入し、株価が上昇する中でSPACへ資金流入が進みました。また、投資アプリ、ロビンフットなどを通じて株式投資を行うZ世代、ミレニウム世代などの若年層の資金もSPACへ向かったとの指摘もあります。

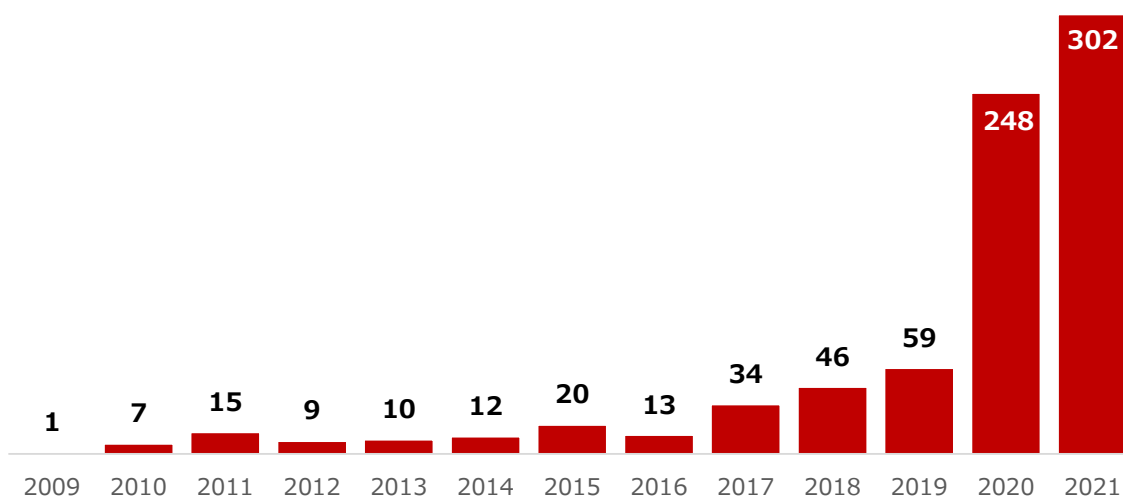
もちろん、SPACが投資家、および発行体両方にとってメリットがあるという点もこれらの要因の背景にあります。投資家にとっては今までプライベートエクイティなどを通じてしか投資できなかった未上場企業への投資を可能にしてくれます。また、未上場企業にとっても従来のIPOなどと比べてより短期間で低コスト(場合によってはよりよい条件で)資金調達できるというメリットがあります。

SPACに対する懸念

一方、SPACへの懸念の声は少なくありません。本稿では3点、しばしば指摘されるSPACの問題点を解説します。

まず、第一に価値の根拠が不確かであることです。あくまでSPACは将来、未上場企業を買収・合併する意思を示しているだけで、買収・合併先がどのような企業かは事前にはわかりませ

図表 2 SPAC の新規上場件数

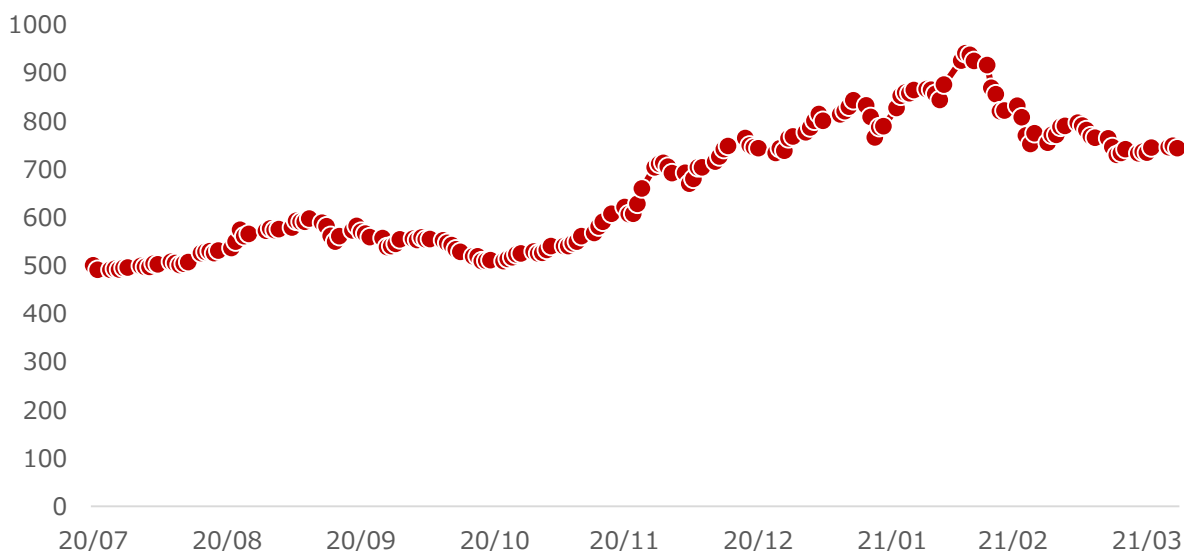


(注) 2021年は4月7日時点

(出所) SPACinsider より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

図表3 SPAC 指数の推移



(注) 利用指数は、IPOX SPAC Index

(出所) Bloomberg より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

ん(買収・合併は株主総会での承認を得る必要があるため、望ましい企業ではない場合は否決されることもありうる)。そのため、SPACの価値を合理的に算定するのは困難だと思われます。

第二に未上場企業の価値の上昇です。市場環境が好調であることに加え、次々とSPACが上場したため、SPAC間で未上場企業の価格を吊り上げるような事例が生じていると言われております。その結果、当初の調達資金では資金が不足するケースが出てきています。

これに対応するため、SPACはPIPEs(私募増資)などを利用し、追加資金の調達を行っています。しかし、PIPEsの引受先である機関投資家が、最近の金利上昇やSPACの過熱を受けて、やや消極的になっているようです¹。

第三にSPACによって上場した企業の質の問題です。通常のIPOと違って、上場審査を回避し

ているため、必ずしも事業見通しの蓋然性や財務体質が健全ではないケースがあります。具体的な例としては燃料電池を利用したトラックを開発していたニコラ・コーポレーションがあげられます。SPACによって上場後に調査会社により、「詐欺」であると指摘され、株価は暴落、CEOは辞任しました²。

他に買収・合併後にスポンサーにSPAC上場企業の「ファウンダークラス」の種類株式が20%割り当てられることや、個人投資家の比率が高く、必ずしもSPACのガバナンスが有効的ではない可能性なども指摘されています。

実際、SPACの価格も足元では下落傾向にあります(図表3参照)。

資産運用への影響について

企業年金が投資しているような資産とSPACも無縁とは言い切れません。

¹ ビジネスインサイダー

<https://www.businessinsider.com/spac-institutional-investors-reduction-slowdown-pipe-funding-deals-private-investment-2021-4>

² 展示会などで示されたニコラOneは重力によって下り坂を下っていただけだとのこと

<https://hindenburesearch.com/nikola/>

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

図表4 SPACの上位株主の例(Apollo Strategic Growth Capital)

順位	株主名	属性	保有比率(%)
1	Apollo PRI HLDS	スポンサー関連	24.91
2	Adage Capital Management	ヘッジファンド	7.17
3	CPPIB	年金基金	6.53
4	Empyrean Capital Partners	ヘッジファンド	5.75
5	ミレニアムマネジメント	ヘッジファンド	5.34
6	Linden Advisors	ヘッジファンド	4.09
7	ハドソンベイ	ヘッジファンド	3.66
8	スカルプターキャピタル	ヘッジファンド	2.04
9	マーシャルウエイズ	ヘッジファンド	1.84
10	Weiss Asset Management	ヘッジファンド	1.72

(注) 2021年4月8日時点

(出所) Bloombergより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

まず、最も影響を受けている領域としてはプライベートエクイティです。昨年からSPACを使ったエグジットが増え始めています。現状は、SPACを利用することで、容易に投資を回収できるようになり、ファンドのIRRが向上するなどポジティブな影響の方が目立っています。

もちろん、すべてが順調というわけではありません。運用会社に出資するダイヤル・キャピタルのようにトラブルに直面した運用会社もあります。当社は、昨年12月、SPACを利用し、プライベートデットの運用会社であるOwl Rock Capitalとの合併を発表しましたが、それに対してダイヤル・キャピタルが出資している運用会社2社が合併差し止めの訴訟を提起しています(うち、Golub Capitalが提起していた訴訟に対してはダイヤル・キャピタルが勝訴)。

次にヘッジファンドもSPACの取引に関係しています。SPACのIPO時あるいはPIPEsによる資金調達の際に資金の出し手としてヘッジファンドがしばしば登場するためです。たとえば、図表4はプライベート資産運用会社のアポロキャピタルがスポンサーとなっているSPACの上位株主の一覧ですが、ヘッジファンドが高い比率を占めています。ヘッジファンドにとってもプライベート市場とパブリック市場の価格差は、ねらい目となっ

ており、SPACはその価格差により利益を得るための手段となりえます。

最後に上場株式市場への影響です。SPAC自体は基本的にはMSCIやS&Pなどの指数には含まれていないため、年金が投資する外国株式に直接的な影響はほとんどないと思われます。

ただし、SPACの上場が非常に早いスピードで進んでいるため、株式市場全体の希薄化などの間接的な影響が生じる可能性があります。また、SPACによって上場した企業が株式市場の動揺の要因となる可能性もあります。前述の通りSPACによって上場した企業の質は必ずしも良いとは限らないためです。

直接的な影響が現状は限定的とは言っても同じ株式市場の動きであるため、動向に留意が必要と思われます。

SPACはプライベートとパブリックをつなぐ新たな常識となるか

SPACに関する報道は、現時点ではネガティブなものが先行しています。しかし、これまでプライベート市場へのアクセスが限定的だった個人投資家へ間接的にプライベート市場への投資を可能にしている、といった優れた点もあります。過去、SPACを使った投資詐欺があったことから投

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

資保護を図るための仕組みも整備されています。
SPACがプライベートとパブリックをつなぐ新たな
常識となるかどうか、今後の動向に注目されます。

— 次号のお知らせ —

次号は

5月10日(月)

発行予定です。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合)、2,860円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、
野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル
TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981
Email: nenkin@jp.nomura.com

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。