

日本版SPAC導入の意義とその課題 ～持続可能な成長産業の創出に向けて～

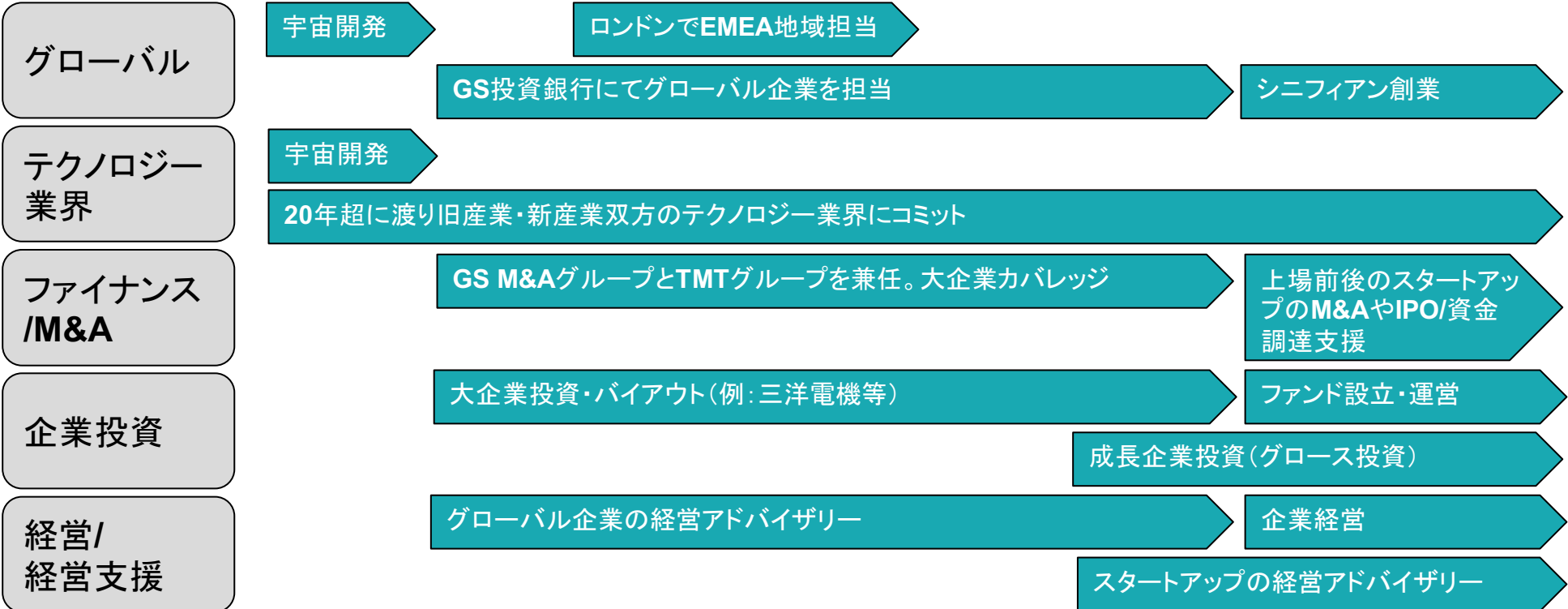
2021年11月1日

シニフィアン株式会社
共同代表 村上誠典

CONFIDENTIAL AND PROPRIETARY
Any use of this material without specific permission of Signifiant Inc. is strictly prohibited



- ゴールドマン・サックス(GS)東京・ロンドンの投資銀行部門に約15年勤務。ITテクノロジー業界責任者。TMTとM&Aの2グループを兼任、大型PE投資も複数実行
- 東京大学・同大学院では航空宇宙工学を専攻(自律制御・軌道工学)、超小型衛星開発・打ち上げ。宇宙科学研究所(現JAXA)で深宇宙探査機(はやぶさ等)の研究に従事
- 2017年シニフィアン創業、現在共同代表。2018年VC設立、2019年グロース・キャピタル(「THE FUND」)設立。現在各ファンドのパートナー(GP)を務める
- 経営者、投資家、アドバイザーの立場で上場・未上場成長企業の経営に従事
- 株式会社SHIFT/ベルフェイス株式会社社外取締役、SmarterHR他ボードオブザーバー
- 著書 サステナブル資本主義 5%の「考える消費」が社会を変える(祥伝社 2021年)



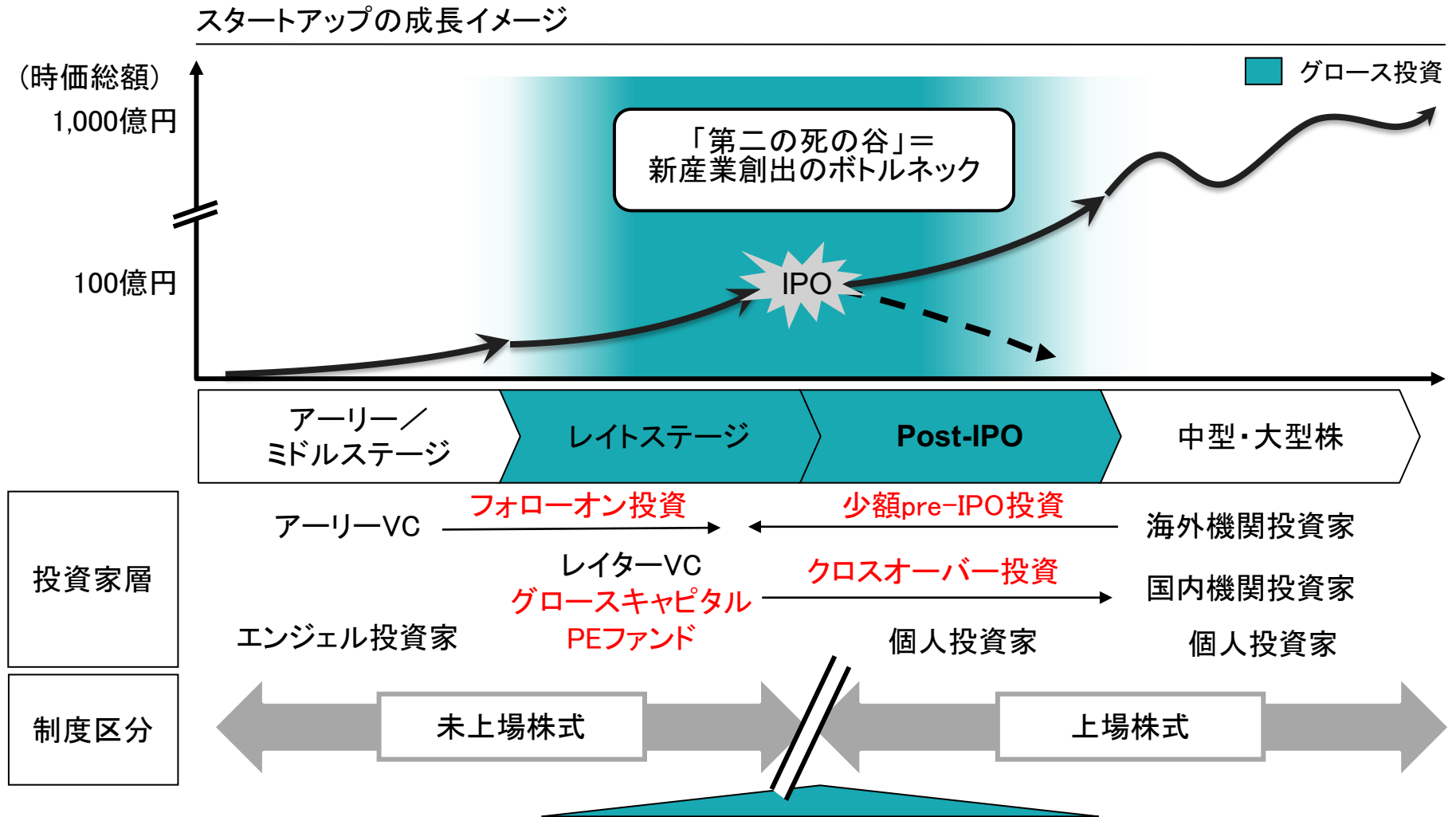
日本版SPAC検討の大義はスタートアップ発の「新産業創出」が主軸であると思料。
だからこそ、短期的ではなく長期的な視点で導入意義を検討する必要がある

- 個人的見解としては、日本版SPACの実現に向けて法制度等の整備を進めるのは合理的であると考えている
- 但し、闇雲に他国で実施しているからやるというのではなく(※国際間の競争があるのは事実で他国との差を埋めることも十分な根拠の一つであるが)、日本版SPAC導入に関する懸念が複数指摘されていることを踏まえると、法制度をバランスよく整備することが長期的に持続可能な仕組みとして実効性を高めるためにも重要
- そのためにも日本版SPAC導入の「狙い」を明らかにしておく意義は極めて大きい
- 「狙い」においては、何を実現もしくは解消したいのかという観点に加えて、短期的また長期的に生じ得るリスクとリターンの期待値も一定程度想定していく意義があると思料
- 上記論点を考察する上で有用と考えられる個人的見解を本資料で示して参ります



- 上場前後の成長企業を取り巻く資金調達環境
- 日本版SPAC導入の意義とその課題

リスクマネーは上場前後での分断が課題であるものの、資金調達の選択肢は拡大



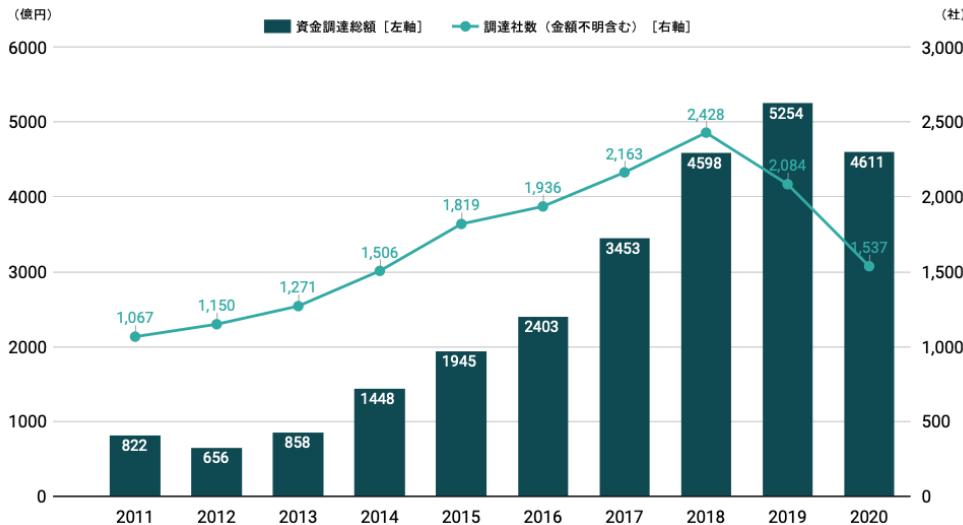
- 機関投資家のアセットオーナー(LP)において上場前後でアセットクラスの分断が生じていた
- 足元資金提供者の柔軟性の高い投資家がクロスオーバー投資を始めたり、 α 創出を狙い上場株機関投資家が一部資金を未上場スタートアップに振り向ける動きが急速に拡大し、**分断と資金供給量不足が急速に解消しつつある**

未上場スタートアップへの資金供給額は増加しているものの……

レイトステージにおける海外VC・機関投資家の投資が本格化する中、調達額の大型化がより一層顕著になっている

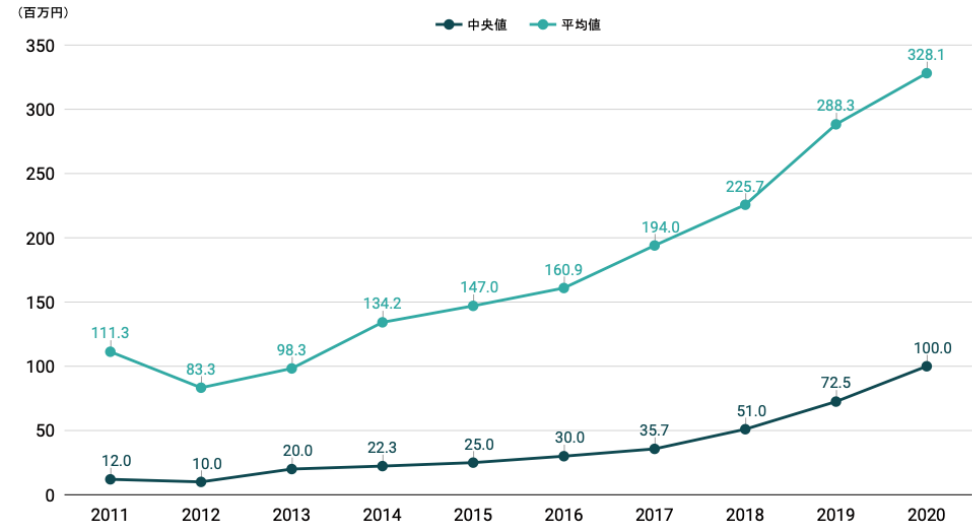
一方で選別も厳しくなっており、一部業界/一部の勝ち組企業への資金集中が起きているのも実態。広く産業創出や競争力確保に必要な資金が提供されているとは必ずしも言えない

国内スタートアップ資金調達額・調達社数推移



注1) 各年の値は基準日時点までに観測されたものが対象
 注2) データの特性上、調査進行により過去含めて数値が変動する。調査進行による影響は金額が小さい案件ほど小さく、特に調達社数が変化しやすい
 出所) INITIAL (2021年1月25日時点)

1社あたりの資金調達額推移(平均値/中央値)

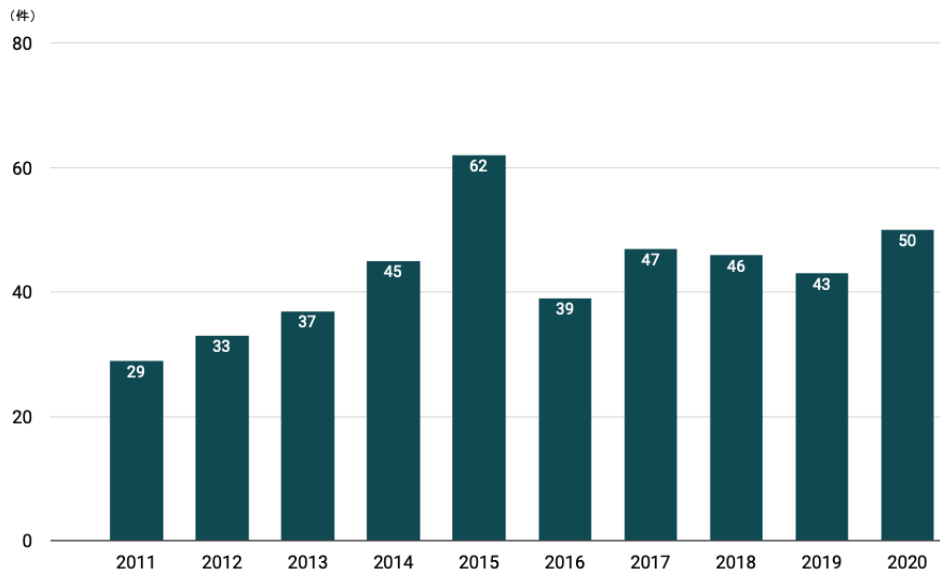


注1) 各年の値は基準日時点までに観測されたものが対象
 注2) データの特性上、調査進行により過去含めて数値が変動する。調査進行による影響は金額が小さい案件ほど小さく、特に調達社数が変化しやすい
 出所) INITIAL (2021年1月25日時点)

未上場スタートアップ投資のExitの選択肢はまだ乏しい状況……

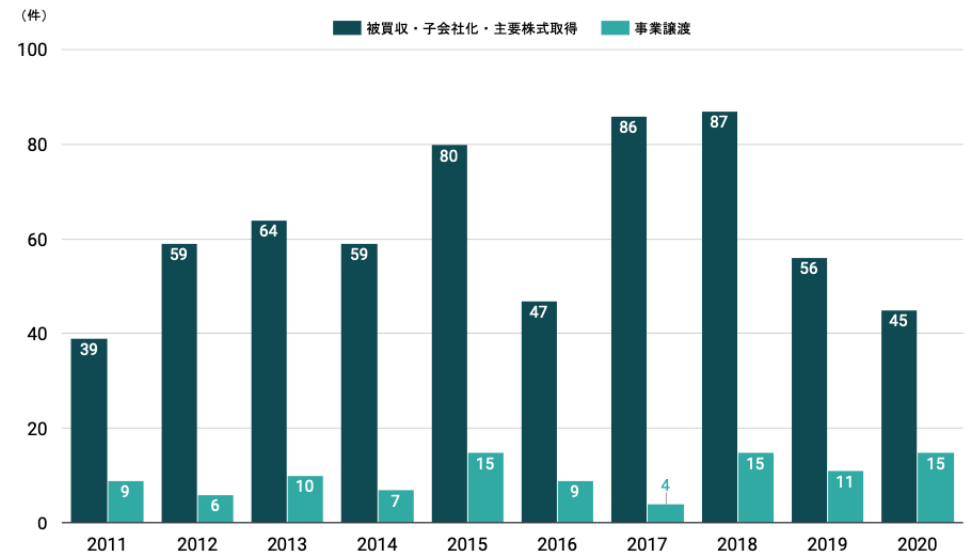
日本市場のExitはIPOが主流だが件数のキャップが近づいている状況。海外対比で顕著なのはM&AによるExitの少なさ。現状、国内市場のみを対象とした事業が大多数で、実質買い手候補は国内企業に限られる。国内大企業によるスタートアップ買収はごく少数に留まる

スタートアップの新規上場数推移



注1) テクニカル上場や替替えは含まず
 注2) スタートアップのIPOは、INITIALが定義するスタートアップに加えて、上場時の有価証券届出書において、VCからの資金調達を行っていることが判明した企業を集計対象としているため、過去の数値に変動がある
 出所) INITIAL (2021年1月25日時点)

スタートアップのM&A件数推移



注1) 被買収・子会社化は完全子会社化などにより、調査終了となったもののみを対象として集計
 注2) 事業譲渡は、事業譲渡後に、法人としての活動が確認出来ない、解散しているもののみを対象として集計
 注3) 被買収・子会社化、事業譲渡については、上場企業等の開示に基づくため、調査進行の影響を受けやすく、特に2020年の値については、今後変動する
 出所) INITIAL (2021年1月25日時点)

参考) 未上場スタートアップ投資のExitの状況

大型IPOも年々増加し、IPO初値時価総額が累計6,263億円に達する(v.s.2020年累計投資額4,611億円 v.s. 2012年累計投資額656億円)、一方M&Aは10億円を超えるExitが5件程度と小規模に留まり、Exitが事実上IPOに大きく依存しているのが実態

2020年の主なスタートアップのIPO

企業名	事業内容	IPO年月日	IPOまでの年数	初値時価総額
ブレイド	CXプラットフォーム「KARTE」	2020-12-17	9.2	1178 億円
ウェルスナビ	国際分散投資ロボアドバイザー「WealthNavi」	2020-12-22	5.7	776 億円
ニューラルポケット	AI解析を用いた、サイネージ、ファッション事業	2020-08-20	2.6	703 億円
モダリス	ゲノム編集技術「CRISPR-Cas9」を用いた遺伝子治療薬開発	2020-08-03	4.6	685 億円
ヤプリ	クラウド型アプリ運営プラットフォーム「Yappli」	2020-12-22	7.9	611 億円
Speee	マーケティングDX総合支援サービス「PAAM」、不動産査定サービス「イエウール」	2020-07-10	12.6	502 億円
アイキューブドシステムズ	法人向けモバイルデバイス管理サービス「CLOMO」	2020-07-15	18.8	487 億円
トヨクモ	法人向け安否確認システム「安否確認サービス2」	2020-09-24	10.2	451 億円
Sun Asterisk	新規事業・プロダクト開発支援、IT人材プラットフォーム	2020-07-31	7.4	438 億円
ロコガイド	チラシ・買い物情報サービス「トクバイ」	2020-06-24	4.0	432 億円

注1) テクニカル上場や鞍替えは含まず

(出所) INITIAL (2021年1月25日時点)

出所: Japan Startup Finance 2020

2020年の主なスタートアップのM&A

企業名	事業内容	設立年月日	金額	買収先
xbs	Web およびアプリ領域における、開発・UI/UX デザイン・Web サイト制作	2010-03-31	17.0 億円	SHIFT
Modern Standard	高級賃貸サイト「Modern Standard」	2009-09-01	14.4 億円	GA technologies
アール・アンド・エー・シー	入金消込・債権管理自動化システム「Victory-ONEシリーズ」	2004-11-01	13.3 億円	マネーフォワード
アナグラム	運用型広告コンサルティング	2010-04-28	12.5 億円	フィードフォース
ミーカンパニー	医療機関、調剤薬局、介護事業所のオープンデータを統合したデータベース「SCUEL」	2010-12-03	10.5 億円	JMDC

注1) 買収金額は推測含む

注2) 完全子会社化などにより、調査終了となったもののみを対象として集計

注3) SHIFTによるxbsの買収は、グループ会社ナディアの買収金額を含む

(出所) INITIAL (2021年1月25日時点)



マザーズ上場後における資金調達余地は拡大傾向

世界中のカネ余り、スタートアップブームを背景に海外機関投資家のマネーが一気に日本の新興上場企業へ流入。時価総額500億円超の企業にとっては上場後の大型資金調達(例:海外オフリング/ABB)も現実的な選択肢になっており、上場する意義は高まっている

会社名	時価総額/上場年/PER			業種	上場(後)調達
メルカリ	8,333	2018	-	EC	IPO大型調達・借入
フリー	5,010	2019	-	SaaS	
JMDC	2,994	2019	134.3	HC	公募(新株発行)
Sansan	2,877	2019	-	SaaS	
レノバ	2,642	2017	144.4		社債
SHIFT	2,223	2017	100.1	通信IT	公募(新株発行)
BASE	2,142	2019	-	EC	公募(新株発行)
マネーフォワード	2,128	2017	-	SaaS	公募(新株発行)
弁護士ドットコム	2,124	2014	-	SaaS	
JTOWER	1,802	2019	-	通信IT	
そーせいグループ	1,587	2004	-	HC	公募(新株発行)
AI inside	1,558	2019	-	AI	
アンジェス	1,452	2002	-	HC	新株予約権
ラグスル	1,328	2018	-	EC	株式・CB
メドレー	1,252	2019	526.7	HC	公募(新株発行)
HENNGE	1,183	2019	612.8	SaaS	
ディーゲーピー	1,039	2017	-		
ユーザベース	1,027	2016	148.7	SaaS	公募(新株発行)
PKSHA Technology	997	2017	280.8	AI	公募(新株発行)
ジーエヌアイグループ	992	2007	120.9	HC	
JIG-SAW	916	2015	-	通信IT	
日本アセットマーケティング	899	2004	15.9		
ライフネット生命保険	866	2012	-	FinTech	公募(新株発行)
CYBERDYNE	852	2014	-	HC	株式・CB
ペリオス	851	2015	-	HC	株式・CB
マグアテ	847	2019	179.8	FinTech	公募(新株発行)
サンバイオ	799	2015	-	HC	公募(新株発行)
Jストリーム	684	2007	48.0		新株予約権
GA technologies	680	2018	59.4		
MTG	636	2018	70.3		IPO大型調達
セルソース	625	2019	175.1	HC	
ケアネット	524	2007	46.2		

*2021年3月16日終値。色は上場年

*緑は2017年以降にマザーズ上場し、東証一部鞍替えした企業

© Signifiant Inc. All Rights Reserved



1社から得られる巨大なリターンがエコシステムに与える影響は甚大。高成長を持続するためには、如何に先行投資を継続できるかが重要

	GAFAM5社合計*	新規上場144社合計**	参考) 日本上場企業計
売上高 / 成長率(%)	84兆円 / 20%	0.89兆円 / 21%	約500兆円 / 0%
営業利益 / 利益率(%)	18兆円 / 21%	0.02兆円 / 2.8%	約40兆円 / 8%
営業CF	23.7兆円	0.02兆円	約60兆円
投資CF 対営業CF / 対売上(%)	9.2兆円 / 39% / 11%	0.06兆円 / 280% / 7%	約52兆円 / 86% / 10%
FCF	14.5兆円	▲0.04兆円	約8兆円
時価総額 / 対営業CF	600兆円 / 25倍	2.5兆円 / 110倍	約600兆円 / 10倍

*過去3年間の平均値の合計。\$=107円。株価は2020/5/22

**2018年以降にマザーズに新規上場した144社の2018年度数値の合計値。株価は2020/4/13



米国の主なポストIPOスタートアップの上場後パフォーマンス

10社合計時価総額が1,000兆円を超えることも驚きではあるが、その99%の価値が上場後に生み出されたことは注目に値する。上場後も持続的に成長できるかが価値創出の鍵であり、日本版SPAC導入の際にも、上場後に成長が維持できるか否かという視点は極めて重要

会社名	直近時価総額	IPO時価総額	IPO時期	上場後年数	時価総額倍率	時価総額増加額	時価総額IRR
Shopify	138 \$bn	1.3 \$bn	2015/5/21	6.0	109	137	119%
Facebook	869 \$bn	81.0 \$bn	2012/5/18	9.0	11	788	30%
Tesla	595 \$bn	1.7 \$bn	2010/6/29	10.9	350	593	71%
Google	1,547 \$bn	23.0 \$bn	2004/8/18	16.7	67	1,524	29%
Salesforce	199 \$bn	1.1 \$bn	2004/6/23	16.9	181	198	36%
Netflix	220 \$bn	0.3 \$bn	2002/5/23	19.0	709	219	41%
NVIDIA	356 \$bn	0.6 \$bn	1999/1/25	22.3	569	356	33%
Amazon	1,626 \$bn	0.4 \$bn	1997/5/15	24.0	3,712	1,626	41%
Microsoft	1,855 \$bn	0.8 \$bn	1986/3/13	35.2	2,387	1,854	25%
Apple	2,101 \$bn	0.8 \$bn	1980/12/12	40.4	2,729	2,100	22%
10社合計	9,505 \$bn	111 \$bn		17.9	86	9,394	34%
8社合計*	7,089 \$bn	7 \$bn		20.6	1,014	7,082	38%

*FacebookとGoogleを除く

**時価総額倍率と時価総額IRRは合計ではなく中央値



- 上場前後の成長企業を取り巻く資金調達環境
- 日本版SPAC導入の意義とその課題



全ステークホルダーにとってSPACは一定の意義がある。SPACでなければ実現できない意義とまでは言い切れないが、それを差し引いても十分な意義があると思料

スタートアップ
(会社・起業家)

- IPOの代替: IPOへの牽制機能を果たすことで、価格の納得性を高められる。結果としての成長に必要な資金調達額の最大化が実現
- レイトステージの代替: 未上場時の資金調達額(条件)の最大化

キャピタリスト

- ファンドの代替: 通常ファンドでは投資しづらい企業への投資を可能とする。投資家からの資金集めの手法の代替(※ヘッジファンドなど通常VCとは異なる投資家層からの資金調達)

未上場株投資家

- 未上場株への投資機会の提供: 一部VC等の投資家に限られている未上場株式(※目下リターンが最も高いアセットクラス)への投資機会を広く個人を含む一般投資家に提供(※米国SPACの主役はヘッジファンド)

上場株投資家

- 成長余地(とリスク)の高い上場株式への投資機会の提供: VCが享受している潜在リターンを流動性を確保した上で上場機関投資家が享受できる。ボラティリティが高くヘッジファンドにとっては魅力的な対象

二極化するスタートアップに分けて、SPACの取り組み意義を整理する必要

勝ち組「有望」スタートアップ

IPO時のオフリングサイズが300億円以上（※事実上ユニコーン企業）

- 優秀なCFOが存在
- 複数主幹事が当たり前
- IPO PoPの課題は小さい
- ロングオンリーを軸にしたIPO（コーナーストーン投資家、クロスオーバー投資家、親引け）

- ❑ 資金調達も超過需要を達成
- ❑ IPOも入念なサポートを得て、証券会社と適切な交渉ができる場合は、納得感の高いIPOが実施

新しい業界、類似企業が少ない業界においては、上場・未上場のギャップは以前大きく、資金調達・IPO価格の両面でSPAC等の介在価値は大きい

「小型IPO」に留まるその他スタートアップ

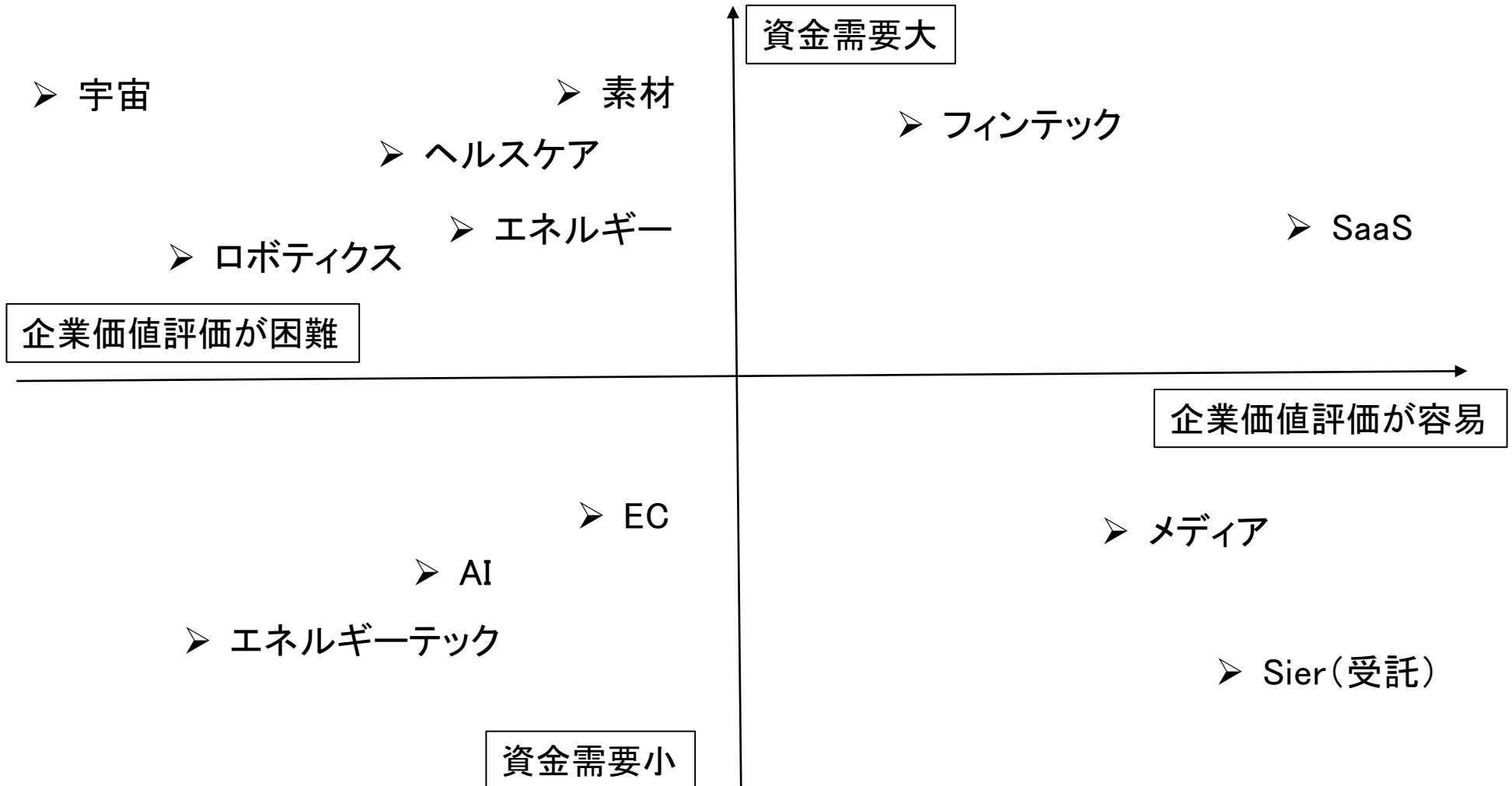
オフリングサイズが数十億円前半、時価総額100-200億円未満の大多数のIPO

- 優秀なCFOの採用が難しい
- 単独主幹事が主流
- IPO PoPの課題が大きい
- 個人投資家、ヘッジファンド等を中心としたIPOアロケーション、及びアフターマーケット

- ❑ 未上場時・IPOを通じて資金調達額は小さい
- ❑ IPOで証券会社に対する交渉力も小さく、納得感の低いIPOに陥ってしまう可能性が高い

IPOプロセスや価格に対する納得感を高める意味で、牽制機能としてSPAC等の介在価値がある
（※本質的な課題はIPOプロセスの納得感の醸成）

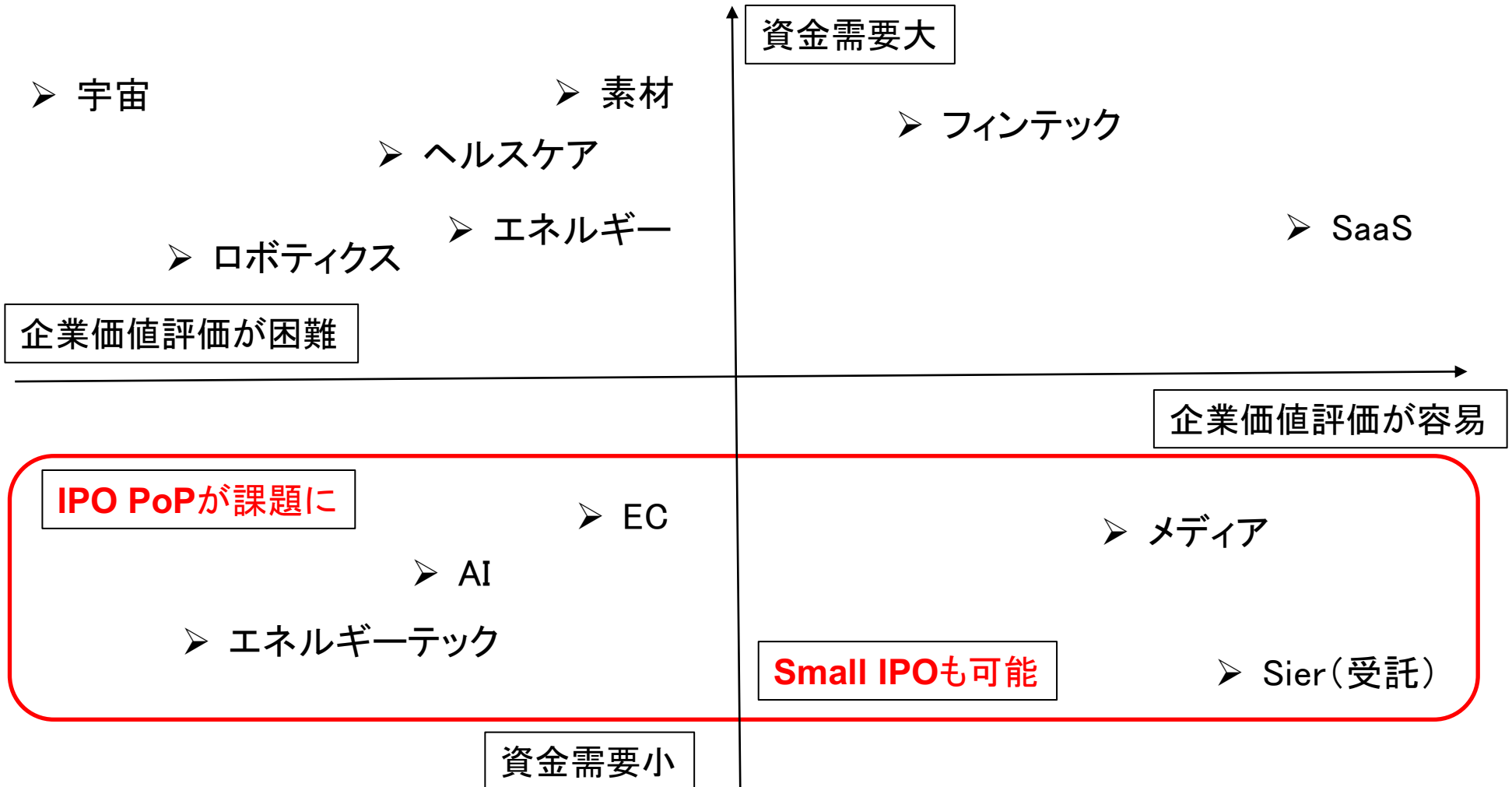
各領域ごとに勝ち組企業(IPO時の時価総額は大きく、資金調達も人気化)とその他企業(小型IPOに留まり、都度資金調達も簡単ではない)に二極化している





スタートアップは一様ではない上に、二極化も進行(※マッピングはイメージ)

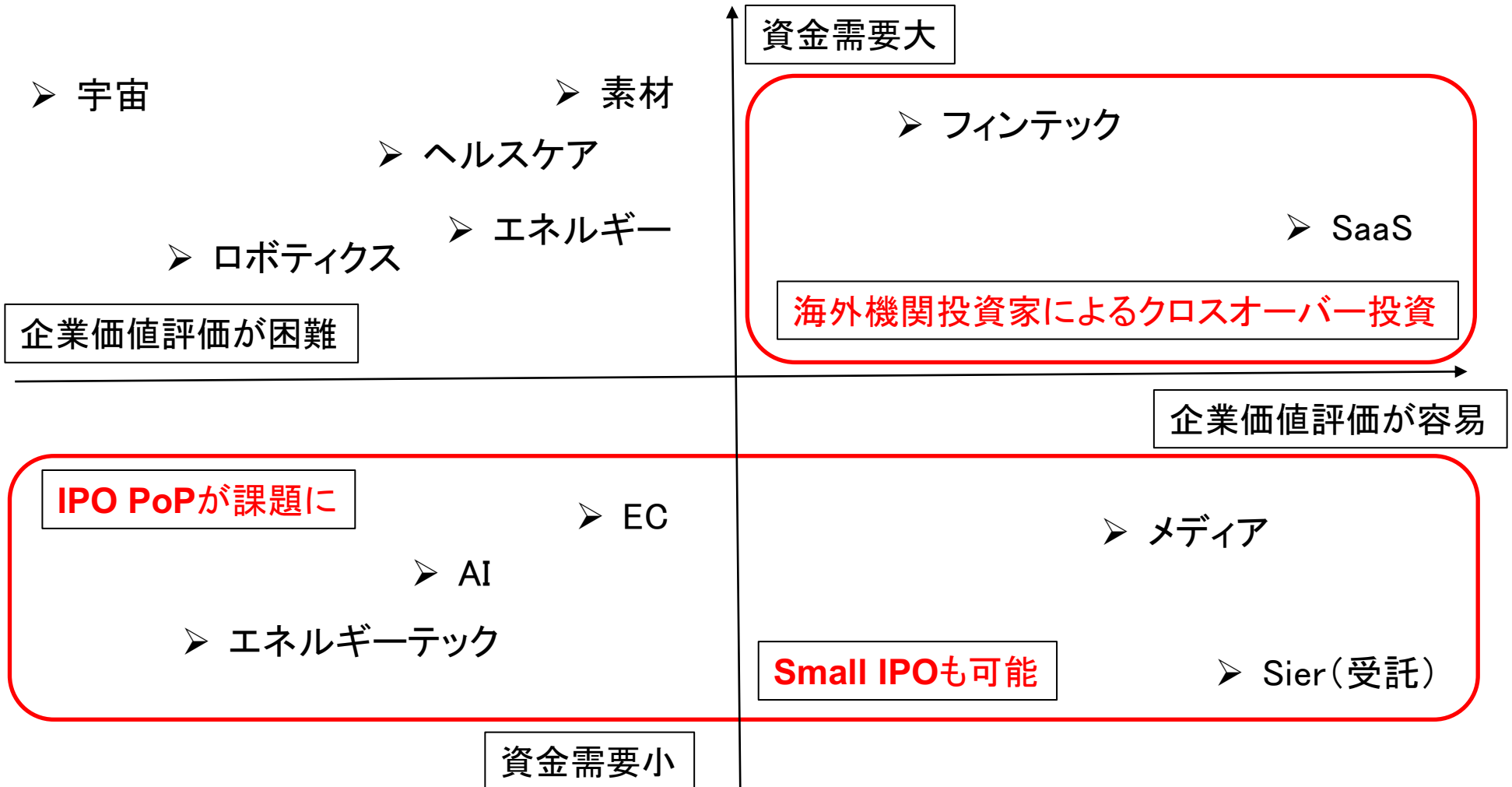
各領域ごとに勝ち組企業(IPO時の時価総額は大きく、資金調達も人気化)とその他企業(小型IPOに留まり、都度資金調達も簡単ではない)に二極化している





スタートアップは一様ではない上に、二極化も進行(※マッピングはイメージ)

各領域ごとに勝ち組企業(IPO時の時価総額は大きく、資金調達も人気化)とその他企業(小型IPOに留まり、都度資金調達も簡単ではない)に二極化している



スタートアップは一様ではない上に、二極化も進行(※マッピングはイメージ)

各領域ごとに勝ち組企業(IPO時の時価総額は大きく、資金調達も人気化)とその他企業(小型IPOに留まり、都度資金調達も簡単ではない)に二極化している

レイトステージの資金調達は引き続き課題

- 宇宙
- 素材
- ヘルスケア
- エネルギー
- ロボティクス

資金需要大

- フィンテック

- SaaS

海外機関投資家によるクロスオーバー投資

企業価値評価が困難

企業価値評価が容易

IPO PoPが課題に

- EC
- AI
- エネルギーテック

- メディア

Small IPOも可能

- Sier(受託)

資金需要小

大規模な資金調達が必要だが事業価値評価が難しいがIPOで特に不満が生じやすく、そういったケースを日本版SPACが補完していく可能性が高い

事業複雑性や事業リスクを織り込んだ事業価値評価の難しさ

- ✓ 日本のスタートアップ市場はまだまだ世界に比べて、IPOに関してはDX銘柄が主体
 - これはスタートアップの人材不足、資金供給機能の規模、日本のDXの遅れなどが関係
- ✓ 高度な技術や事業評価が難しい大型テック企業の成功事例はまだ日本では少ない
 - 一方で、世界ではテック企業への投資も大きい
 - **日本ではテック企業への投資は事業会社が担っている側面も大きい**
- ✓ そもそもの課題として、テック企業への投資を行うVCを増やしていく必要がある
 - **目利きができるキャピタルストは本当に存在しているのか**

◎事業価値評価が比較的容易な、コンプスが存在しやすい事業（SaaSなど）

- 規模によらずある一定の価格目線が創出され、納得感の高い価格形成機能を果たしうる

▲事業価値評価が難しい事業（宇宙、モビリティ、等）

- 類似比較企業が存在しない
- 事業性、テクノロジーなど複合要因で事業実態の把握が難しい



バリュエーションの高騰、成長性やリスクの高い事業が増えてきており、価格算定の難易度は向上。新規性の高い事業について投資家の理解が追いつかないケースも散見、結果、価格発見機能が正常に機能しないケースも想定される

①投資家による価格目線のばらつきは拡大傾向か

- あくまでも肌感覚だが、目下、かなりVCによる値付けはばらつきが生じている。昨今のテック系企業のIPOでも同様で、投資家による目線のばらつきは相当に大きいと感じる
- その要因としては、世界的なカネ余りを背景としたバリュエーションの高騰、未上場投資に多様な資金提供プレーヤーが参入していることが考えられる(※会社にとっては資本政策の選択肢も増えており望ましい方向性)

②限定的な開示資料による事業理解の限界

- 事業が複雑である場合、開示資料だけでは十分な事業理解が得られない場合もある。その場合は、未上場投資の方が長い時間をかけてより詳細に事業価値の見極めをすることが可能と言える
- バリュエーションの高騰により、価値算定スキルの重要性は高まっている。特に新規性の高い事業であれば尚更

③上場前に上場機関投資家と価格の目線合わせをする意義は高まっている(IM/コーナーストーン投資、等)

- しっかりと未上場で投資家と交渉しより納得感の高い合理的な価格がついていれば、それを前提にIPO時の価格交渉も会社にとって納得感があり、合理的なIPO価格になる可能性も高まる
- IPOプロセスはブックビルディングによる需要の最大化だけでは、価格の最大化が十分に果たせない場合もある。事業理解の深い特定投資家への重点配分を行うようなIPOプロセスの方が高い価格が実現できる可能性もある

- 事業評価の難しさという課題を日本版SPACが埋めてくれる期待はある一方で、**IPOプロセス自体がより柔軟かつ効率的になることで日本版SPACの相対的価値は低下していく可能性にも留意が必要**
- IPOプロセスの改善は不可欠であるものの、仮に**一定改善が進んでも課題解決手段としての役割は一定残ると思料**

全ステークホルダーにとってSPACは一定の意義を有する。SPACでなければ実現できない意義とまでは言い切れないが、現時点では十分な意義を有すると思料

IPO価格に不満
(小型IPO)

- 本質論としてはIPOプロセスにおける改善をすべき(※但し、規模の観点で複数主幹事が現実的でない場合、SPACの牽制機能は有効)
- DLも選択肢になり得るが、規模や知名度の観点で必ずしも向かない

IPO価格に不満
(大型IPO)

- 大規模IPOが可能な企業であれば、複数主幹事等、IPOプロセスや価格に対して牽制機能を果たす余地は大きい。それでもなおIPO価格に不満があるケースは、DLやSPACの存在意義は大きい

資金提供者が不足

- レイトステージに十分な資金提供者が存在しない場合、SPACによる資金調達機能は大きな魅力となる
- HFや個人投資家など未上場株投資家以外へのアクセスはメリット

事業価値評価
が難しい

- 投資家による価格目線にばらつきが大きい場合、IPOが会社が納得する価格発見機能を果たしきれない可能性がある
- SPACの方が価格発見機能の精度が高い可能性がある

複数のSPAC企業への投資全体でリスクリターンを考えれば、十分投資商品としては成立。結果、成長期の資金調達の代替手段としてイノベーションを促進可能

①長期的な投資家にとって魅力ある投資なのか

- SPAC運営者(組成者)は企業経営者とみなすべきであり、本来は長期的なステークホルダー価値の最大化を目指すべき役割
- ヘッジファンドが主体とするなら、長期的な資本を支える投資家が存在するのか。SPAC投資家にとっての成功はアフターパフォーマンスを含めた時間軸で見べき

②SPACかVCか

- 継続的リターンが認められれば、同領域に特化したファンド(VC)が設立されるのが筋
- スタートアップエコシステムが拡大したとはいえ、米国ですらリスクは高いが大きな資金需要があるスタートアップへの資金提供は十分に行きわたっているわけではない
- 1/1で投資リターンを出すのは簡単ではなく、ポートフォリオが組めるファンドの方が有利であり、専門/大型ファンドが設立されるとSPACの資金提供者としての優位性は低下
- 未上場株投資への投資機会が一部投資家に限定されているという問題は別途考える必要がある。ファンド(VC)への投資機会として提供するなど並行して検討が必要

③投資家保護は必要だが、投資家スクリーニングと並行した検討が必要か

- 多様な事業リスクを有した上場企業の株式リスクが一様とは到底言えない。有価証券のストラクチャーリスクに加え、事業リスクに応じた投資家スクリーニングの重要性が高まっている



未上場企業へ投資する投資家の投資行動の違い、また資金提供力の違いにより、常に短期的なプレミアムや資金提供の価値を重視する企業は存在する

①資金を活用してリターンを返せるか次第

- SPACを活用した資金調達実施後の経営による影響がその後の価値に大きな影響を与える(※成長の初期的段階であるが故に事業リスクが高い)
- 徐々に日本版SPAC全体の中期的な(相対)パフォーマンスが見えてくると、当然対象会社に提示できる価格目線が引き下がっていく関係にある

②SPACの競合はIPOや未上場での資金調達

- 資金調達手段が十分多様化、かつ大規模化していくこと、またIPOプロセスがより納得感の高いものにアップデートされていくことで、徐々にその優位性は失われていく可能性
- 但し、理論上は常にSPAC投資家(ヘッジファンド)がより強気な価格提示を行う可能性は排除されない。現在、海外機関投資家によるクロスオーバー投資は、純粋なアップライトのロング投資である。SPACはヘッジファンドによる流動性を考慮したボラティリティを含めた価値を提供していると考えられ、その分提示可能な価値が高いケースは想定される

③トレードオフが存在も、SPACは一部企業にとって有意義であるケースは存在

- 会社としては短期的なvaluationのプレミアムを享受するか、証券会社を介して価格の納得性を広く市場に広めることの中長期のメリットを享受するかとのトレードオフとなろう

導入の「狙い」を明らかにし、制度設計を考えるべき。資金調達の実選択肢の拡充や、IPOプロセスへの牽制機能の役割を果たす範囲で健全なプロセスを担保する

上場審査

- 求められる基準は満たすべき(※簡易化のメリットは小さい)
- プロセスの違いによるダブルスタンダードは合理性を欠く

期間短縮メリット

- 期間短縮はIPOプロセスの課題でもあり、審査基準を犠牲にするほどのニーズではない(※未上場資金調達ラウンドも相応に長期化)

投資家保護

- 持続可能な仕組みとするため必須要件。HFや個人が主たる投資家(※未上場株投資家と補完性あり)。購入可能な個人の選別は必要か

開示基準

- 上場後は組成者の信用度よりも事業パフォーマンスで株価が変動。高い事業リスクに応じたマザーズ上場以上の開示も適宜検討すべきか

他選択肢との比較

- SPACだけの議論では本質を見失うリスクがある。VCの資金提供機能の発展を踏まえつつ、IPOの高度化とDLの検討も並行して進めるべき

上場・未上場の分断

- SPACは上場と未上場を分断するのではなく、連続的俯瞰的に見て考えるべき問題(例:上場後の資金調達の選択肢も拡大している点も留意)