

# ダイレクトリスティングに関するNYSEの規則改正案

福本 葵

## 一、はじめに

二〇一八年四月三日、音楽配信サービスの Spotify Technology SA が、ダイレクトリスティングによってNYSEに上場した。通常のIPOでは、発行会社は引受証券会社と引受契約を締結する。引受証券会社は引受審査を行い、これが承認されると、公募価格を決定するために主たる機関投資家に対してロードショーを行う。そして、証券の発行に際し発行会社から買取引受または残

額引受を行う。

一方、ダイレクトリスティングでは、発行会社は証券会社と引受契約を締結しない。そのため、発行会社は引受手数料を節約することができる。また、IPOで設けられるロックアップ期間がない。ロックアップ期間とは、発行会社のインサイダー株主が株式売却を制限される期間である。この期間が設定されるのは、引受証券会社が需給のバランスを考慮して公募価格を設定しても、発行会社のインサイダーが大量に売却すれば、株価が大きく下落するからである。引受証券会社が介在

しないダイレクトリスティングでは、ロックアップ期間が設定されない。

Spotifyに続き<sup>(i)</sup>、二〇一九年六月二〇日、ビジネス対話アプリを提供するSlack Technologies Inc.が、ダイレクトリスティングによってNYSEに上場した。また、民間宿泊施設と利用者をつなぐサービスを提供しているAirbnb Inc.は二〇二〇年度中にNYSEに上場予定であると公表しているが、この上場にダイレクトリスティングを用いることを検討していると報道されている。<sup>(ii)</sup>

SpotifyもSlackも有名企業であり、上場前にファンド等から十分な資金を調達していた。<sup>(iii)</sup>しかし、本来、上場の主たる目的は資金調達である。現在のNYSEの上場規則は、保有する株式を売却するセカンダリーダイレクトリスティングは認められているが、ダイレクトリスティングによる資金調達（プライマリーダイレクトリスティン

グ）は認められていない。引受手数料が節約できるダイレクトリスティングによる資金調達が可能となれば、NYSEの上場企業数の増加が望めることになる。

そこで、二〇一九年一月二六日、NYSEはダイレクトリスティングによっても資金調達できるようにする規則改正提案をSECに提出した。しかし、二〇一九年二月六日、SECはこの提案を拒絶した。二〇一九年二月三日、NYSEはさらに改正提案修正第一版を提出した。<sup>(iv)</sup>この改正についてSECに寄せられたコメントレターのうち、the Council of Institutional Investors (CII)は、ダイレクトリスティングでは、不実の情報開示を規制する一九三三年証券法第一一条の損害賠償責任を発行会社に追及できない可能性があると指摘している。証券法第一一条による訴えを提起するには、原告が登録届出書に登録され

た証券を取得したことを「Trace（追跡）」しなければならぬが、ダイレクトリスティングによる上場では、これが困難であることが問題であると指摘している。

## 二、NYSEの規則改正提案

### (1) 二〇一八年の上場基準 Section 102.01B 規則改正（前回の規則改正、現行の規則）

今回の改正案を考察する前に、現行の上場規則について概観したい。今回も改正の対象となっている上場規則 Section 102.01B は、前回、Spotify がダイレクトリスティングによる上場を行う際に改正された。Spotify がダイレクトリスティングを行うためには、NYSE の上場マニュアル Section 102.01B の注 E、およびそれに関連する箇所を改正し、この改正を SEC が承認する必要

があった。そのため、NYSE はこの提案を SEC に提出し、二〇一八年二月二日、SEC はこれを承認した。

通常の IPO の場合、発行会社は、一九三三年証券法に基づく登録届出書 (S-1)、その後一九三四年証券取引所法に基づく登録届出書 (8-A) が必要となる。一方、NYSE の上場規則 102.01B 脚注 E は、この改正以前から普通株式が私募市場で取引されている会社が、一九三四年証券取引所法に基づく登録届出書を SEC に提出し、これが有効になった時点で NYSE に上場することを認めていた。つまり、この場合、新たな証券の発行はなされないで、発行市場を規制する一九三三年証券法に基づく届出書は必要とされてこなかった。しかし、Spotify と Slack に対しては特別に一九三三年証券法に基づく登録届出書 (F-1)、および、その後の一九三四年証券取引法

に基づく登録届出書 (SPA) が要求された。<sup>(v)</sup>

また、この改正以前から、SECに登録していない株式を上場させるためには、時価総額が一億ドル以上かつ、私募市場で数か月以上の取引実績があることが要件とされていた。

そこで、二〇一八年の改正では評価要件の緩和が行われた。まず、第一に、NYSEに上場するのに適した十分に大きな会社の中には、公開前の私募市場で証券が頻繁に取引されていないものもある。そのため、改正後は、公募価格の市場価値が少なくとも二億五〇〇万ドル以上であることを示す最新の独立した第三者の評価が入手できれば、先に述べた私募市場の要件を満たさなくとも上場が認められることとした。Spotifyは、NYSEに上場する以前の私募市場における取引は十分とはいえなかった一方で、二億五〇〇万ドルの条件は満たしていた。もう一つの改正点は、公

開価格を決定するために、指定マーケットメーカーと協議する独立したファイナンシャル・アドバイザーを指名することであった。

## (2) Primary Direct Floor Listing のための上場基準 Section 102.01B 規則改正案 (第一修正案)

二〇一九年一月二六日、NYSEはSECに対し、上場基準の Section 102.01 改正提案を提出した。これは、ダイレクトリスティングによる資金調達 (プライマリーダイレクトリスティング) を認める規則改正案である。プライマリーダイレクトリスティングとは、引受証券会社による引受公募をせずに、登録届出書 (registration statement) が有効になった時点で、上場に際して株式を売却することを許可するものである。上場会社はNYSEの取引初日に株式を売却するこ

表 1 提出中の規則改正案（2019年12月13日提出修正第 1 案）

最近私募市場で取引された会社	流通市場のみ	<p>(a)独立した第三者の評価、および (b)私募市場の最新の取引価格、のいずれか低い方で示された「publicity share」の市場価値が少なくとも 1 億ドル以上である (Rule 102.01A (E))(現行と変更なし)</p> <p>・ 400名の株主と110万株の publicity share を公開 (以下、Distribution Requirements, 流通要件) (Rule 102.01A) (現行と変更なし)</p> <p>・ publicity share の市場価値が少なくとも 3 億5,000万ドルであることを実証した場合、流通要件を満たすため、90日間の猶予期間を設ける</p>
	資金調達を含む	<p>2つの選択肢が認められる:</p> <p>(1) 公開時少なくとも 1 億ドルの株式を売却する または</p> <p>(2) 公開時 1 億ドル未満の場合、以下の数値に基づいて計算される publicity share の価値が少なくとも 2 億5000万ドルでなければならない</p> <p>① (a) 独立した第三者の評価および (b) 私募市場における最新の取引価格のいずれか低い方に基づいて決定される上場直前の publicity share 市場価値 かつ</p> <p>②公開入札 (オープニングオークション) で販売された第一次株式の市場価値</p> <p>以下の場合には、流通要件を満たすための90日の猶予期間がある。</p> <p>(1) 企業は、株式公開の際、少なくとも 2 億5,000万ドルの株式を販売している または</p> <p>(2) 公開時で売却された株式の市場価値と上場直前の株式公開市場の市場価値の合計が、少なくとも 3 億5,000万ドル</p>

とができる。

規則改正案の詳細は、表 1 および表 2 のようになっていいる。四〇〇名以上の株主を要し、公開時に一〇万株以上の株式を公開しなければならぬという流通要件 (Distribution Requirements) は、プライマリーダイレクタリストティングにもセカンダリーダイレクタリストティングにも要求される (Section 102.01A の改正)。流通要件を満たすまでに設けられた九〇日間という猶予期間内に基準を満たせなかった発行会社は新たなコンプライアンス計画を提出する必要がある。また、六か月後の終わりまでに基準を満たしていない場合、発行会社は一時売買停止または上場廃止になる。

### 三、CII のコメントレター

NYSE によって提出された修正第一案に関し

表2 提出中の規則改正案（2019年12月13日提出修正第1案）

最近私募市場で取引されていない会社	流通市場のみ	<p>少なくとも2億5,000万ドルの株式公開の市場価値を示す独立した第三者評価を提供しなければならない（Rule 102.01A（E））（現行と変更なし）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・400名の株主と110万株の publicity share を公開（以下、Distribution Requirements, 流通要件）（Rule 102.01A）（現行と変更なし）</li> <li>・publicity share の市場価値が少なくとも3億5,000万ドルであることを実証した場合、流通要件を満たすため、90日間の猶予期間を設ける</li> </ul>
	資金調達を含む	<p>2つの選択肢が認められる：</p> <p>（1）公開時少なくとも1億ドルの株式を売却する、 または</p> <p>（2）公開時1億ドル未満の場合、以下の数値に基づいて計算される publicity share の価値が少なくとも2億5000万ドルでなければならない。</p> <p>①（a）独立した第三者の評価および（b）私募市場における最新の取引価格のいずれか低い方に基づいて決定される上場直前の publicity share の市場価値かつ</p> <p>②公開入札（オープニングオークション）で販売された第一次株式の市場価値</p> <p>以下の場合には、流通要件を満たすための90日の猶予期間がある。</p> <p>（1）発行会社は、公開時、少なくとも2億5,000万ドルの株式を販売している または、</p> <p>（2）公開時、売却された株式の市場価値と上場直前の株式公開市場の市場価値の合計が少なくとも3億5,000万ドル</p>

て、SECはコメントレターを募集した。複数提出されたコメントレターのうち、二〇二〇年一月一六日に提出された the Council of Institutional Investors（機関投資家協会、以下、CII）のものは、プライマリーダイレクトリステイニングにおける主要な問題を取り上げている。

CIIは年金基金や従業員福利厚生基金の金融資産を運用する機関投資家が参加する非営利団体である。CIIは、「ダイレクトリステイニングは、必要な投資家保護をしながら、IPOよりも費用対効果の高い株式上場を検討している企業に開かれた選択肢であるとして、一般的には賛成である」としている<sup>(iv)</sup>。しかし、二〇一九年九月にカリフォルニアで提訴されたStackの株主代表訴訟に言及し、一九三三年証券法第一条に規定されている発行会社の損害賠償責任について、ダイレクトリステイニングは、通常のIPOよりも投資家

保護に関して、劣後する可能性があることも述べられている。つまり、仮に、一九三三年証券法第一一条の規定にある、「登録届出書に虚偽の陳述や重大な事実を書かないことよって生じる損害」について、発行会社の投資家に対する責任が制限されることになった場合、ダイレクトリスティングに賛成することはできないとしている。また、C I I は、「SEC がダイレクトリスティングの制度を承認する前に、追跡可能な株式のシステムを確立することを模索するための緊急かつ実質的な措置を講じる必要がある」と述べている。<sup>(iii)</sup>

#### 四、一九三三年証券法第一一条と

##### そのトレーディング

#### (1) 一九三三年証券法第一一条とは

C I I が懸念があったとした一九三三年証券法第

一一条の発行会社の損害賠償責任とは、いかなるものであろうか。

一九三三年証券法は、アメリカの発行市場を規制する連邦法である。一九三三年証券法の基本的な目的は、公募が行われる証券に関し、十分に信頼できる情報が与えられることを確保することに<sup>(iv)</sup>ある。証券の発行者は、SEC 規則およびフォームで定められた情報を記載した登録届出書を作成し、これを SEC に提出する。一九三三年証券法の五条は、証券が登録することなしに、公募されないことを目的としているが、登録届出書に記載された内容が完全かつ正確を確保するための規定が一九三三年証券法第一一条である。<sup>(v)</sup>

一九三三年証券法第一一条は「登録届出書の効力が発生している部分について、重要事項に関し真実と異なる記載が行われ、または登録届出書に記載しなければならぬ重要事項もしくはその記

載について誤解を避けるために必要な重要事項についての記載が省略されている場合には、当該証券を取得した者は、(その取得に際し、その者が真実と異なることまたは不開示があることを知っていたことが明らかにされない限り) 特定の者に対して訴訟を提起することができる。」と規定されており、<sup>(x)</sup>同条に規定する「特定の者」には、発行会社、発行会社役員、社外取締役、引受証券会社、会計士、弁護士、登録届出書に署名したすべての者、が含まれている。

## (2) Slack に対する株主代表訴訟

ＣＩＩがコメントレター内で述べたSlackに対する株主代表訴訟とは、二〇一九年、ダイレクトリスティングによってNYSEに上場したSlack Technologies, Inc.を被告とする株主代表訴訟である。原告株主は、この上場に必要とされていた

登録届出書に一九三三年証券法第一条に違反する不実記載があるとし、Slackの損害賠償責任を求めている。

この訴訟は、原告、Tyler Denneeを代表とする株主が、Slack Technologies, Inc.その関係者を被告とし、二〇一九年九月にカリフォルニア州北部地区連邦地方裁判所に提訴したものである(事件番号3:2019cv05857)<sup>(x)</sup>。被告Slack Technologies, Inc.は、デラウェア州の法律に基づき設立され、カリフォルニア州サンフランシスコに本店を置く会社である。SlackのクラスA普通株式は、「WORK」という名称でNYSEに上場した。

被告は当該会社の他、スチュワート・バタールワールド最高経営責任者その他である。

原告は、登録届出書および目論見書に従って、追跡可能なSlackの二〇一九年六月二〇日またはその後に取りを開始したクラスA普通株を購入ま

たは取得した個人および団体を代表する。

(3) 原告の主張

裁判の中で原告は、以下のように主張している。二〇一九年九月四日、Stack は二〇一九年第二四半期の業績を報告し、アナリストが予測したよりも大きな損失を予想した。このニュースにより、Stack の株価は一株当たり三・六九ドル、一・二%近く下落した。この訴訟の開始まじい Stack の株式は一株当たり二五・七二ドルという低価格で取引され、株式公開の一株当たり基準価格二六・〇〇ドルから大幅に低下した。

被告の提出した登録届出書は詳細には作成されず、その結果、重要な事実の虚偽の記載が含まれているか、誤解を招かないようにするために必要な事実が省略されており、その作成を管理する規則に従って作成されていなかった。被

告はいずれも合理的な調査を行っておらず、また、「登録届出書に記載された記述が真実であり、重要な事実を省略しておらず、誤解を招くような記述ではない」と信じるに足る合理的な根拠を有していなかった。

(4) 被告の主張とその背景

これに対し、被告の Stack は、ダイレクトリスティングで取引される証券は登録届出書まで追跡することができないため、一九三三年証券法第一条に基づく申し立てを主張する立場にある者はいないと主張している。

一九三三年証券法第一条の責任を追及する申し立てをするために、原告は登録届出書まで購入した証券を「Trace (追跡)」しなければならない。通常の IPO では、発行される前に株式を購入した人物を特定することができる。しかし、IPO

におけるロックアップ期間満了後や secondary offerings（分売）などの混合市場では、登録届出書で発行された株式かどうかを特定することが困難である。そこでは登録されている株式と登録されていない株式が混在している。ダイレクトリスティングにおいても、発行会社が発行し、登録届出書に登録されている株式も、既存株主が所有し、当該登録届出書には登録されていない株式も取引開始後、直ちに売却することができる。

これらの株式が追跡できない理由は、株式が DTC を通じた証券決済制度を利用して取引されているためである。この制度において株主は特定の株式を所有するのではなく、DTC によって所有される同一種類の株式の比例的持分を有するのみである。

DTC による預託制度においては、株式が DTC によって保有されている。すべての株主の証券

市場への公正かつ公平なアクセスを保証し、決済の効率性を促進するために、預託された株式は株主名義から証券会社名義である「ストリートネーム」へ名義書換をする必要がある。これは、取引の最初の瞬間から、登録済みおよび未登録の株式が DTC において混在している、互いに区別できない「代替可能な持分」で保有されていることを意味すると主張し、原告の一九三三年証券法一条の原告適格を否定した。<sup>44</sup>

#### (5) 誰が訴訟を提起することができるか

一九三三年証券法第一条によって訴えを提起できる者は、登録証券届出書によって登録された証券を取得したすべての者である。従って、発行会社が発行した株式を当初の買付者が流通市場において売却した場合でも、それを追跡することが可能な限り、流通市場での買い付け者にも第一次

取得者と同様に訴権がある。

ところで、一定の適格要件を満たした発行会社  
が、一定期間に予定する募集または売出しについ  
て、登録届出書を提出していれば、その後の募集  
または売出しについては、比較的簡略な登録補完  
書類を提出することによって、追加的な募集また  
は売出しが可能である（一括登録制度）。このよ  
うな場合でも、一九三三年証券法第一条による  
救済を受ける場合には、不実の情報開示に直接か  
かわる証券発行から証券を取得したことを「trace  
(追跡)」することが必要となる。

伝統的な IPO の場合でも、上場株式の九〇  
パーセント以上が DTC に預託されていることが  
この「trace (追跡)」を困難にしていることが指  
摘されている。一九八四年の Kirkwood v Taylor  
判決では、初めて四つの追跡方法があげられた。  
この中で、DTC に預託されている証券の追跡方

法が Fungible-mass method である。<sup>66</sup>

DTC に預託された証券を保有する投資家は、  
特定の証券を所有するのではない。各証券会社  
は、顧客と証券会社との間の標準的な取り決めの  
下で、顧客の保有する株式を一度にまとめて保有  
する DTC の口座 (Fungible-mass) を持つてい  
る。顧客はこの Fungible-mass に対して、按分比  
率の株式を有している。Fungible-mass method  
とは、この Fungible-mass に対する顧客の保有割  
合を示すことで、追跡することができるとする考  
え方である。

Kirkwood 事件の概要は以下の通りである。一  
九八一年三月五日の募集の前にミネソカは約六  
九〇万株発行しており、そのうち二八〇万株が D  
TC に預託されていた。一九八一年三月五日に一  
三二万株の新株が発行され、そのすべてが DTC  
に預託された。

原告はDTCに預託されている証券のうち、少なくとも二五%以上が三月五日に発行されたものであるとし、原告は新旧両方の証券のうち、それに比例したDTCの証券を保有していると主張した。

しかし、被告は、原告が主張するFungible-mass理論を以下の理由で反対すると述べた。つまり、「仮に、購入者Aが一九八一年一月三日に五〇〇株の株式を購入し、ストリートネームでそれらを保持することを決定したとする。その日、ブローカーはAのために五〇〇株を購入し、DTCでのブローカーのアカウントに五〇〇株を預託する。その後の三月五日に、発行会社による新株募集が行われ、新株が発行される。しばらくして、Aのブローカーは、旧株と交換可能である新株を取得する。原告の理論では、Aは募集株式を購入する意図がなく、登録届出書と目論見書を参

照または依存せず、募集前に購入したにもかかわらず、Aは新株に対する比例持分の所有者になる。裁判所が何らかの方法で原告適格者を募集日以降に株式を保有する者に限定したとしても、募集日以降にストリートネームで株式を保有するすべての者が株式の比例持分を請求することが可能となる。発行者は、問題となった新株発行によって発行された株式の数よりもはるかに多くの責任を負う可能性がある。」と主張した。

裁判所は、「原告が第一条に基づいて訴訟の原因を述べる場合、(当該登録届書に基づく)新株を購入したと主張しなければならない。公開市場で購入した株式は登録届出書に従って発行された可能性があると主張または証明しているため、この要件を満たしていない。」と述べ、被告の主張に同意した。従って、Kirkwood事件で考え方が示されたものの、Fungible-mass methodは確

立されてはいない。

#### 四、おわりに

ダイレクトリスティングは引受手数料を節約できる上場であると、特にユニコーン企業をから注目されている。現行のNYSEの上場規則は、ダイレクトリスティングによる売却は認めているが、資金調達（プライマリーダイレクトリスティング）は認められていない。Spotify および Slack は上場前にファンドから十分資金調達を行っていたため、上場による資金調達の必要がなかったが、これまではこれらのように資金が潤沢な企業しかダイレクトリスティングによる上場ができなかった。ダイレクトリスティングによる資金調達が可能となれば、減少していたNYSEの上場企業数も増加が期待できる。

そこで二〇一九年十一月二六日、NYSEはSECに対し、ダイレクトリスティングによる資金調達を可能とする規則改正案をSECに提出した。この提案は即時に拒絶されたが、NYSEは二月一三日に修正第一案を提出した。この改正案は、具体的には、NYSEの上場規則を改正するもので、公開される株式の時価総額や株主数などの要件が追加または緩和されるものである。この改正案に対し、機関投資家の意見には賛否ある。発行会社が効率的な上場を選択できることに對しては賛成する一方で、投資家保護に欠けるのではないかという懸念も示されているところである。

二〇一九年カリフォルニアで提訴されたSlackの株主代表訴訟で、被告はダイレクトリスティングによる一九三三年証券法第一一条の追跡が困難であるため、原告株主にはこの訴訟を提起する権

利がないと述べている。これまでも、アメリカの  
 保管振替制度であるDTCに預託されている証券  
 の一九三三年証券法第一条の「tracing（追  
 跡）」には、問題があり、原告は訴訟を提起する  
 ことができないとする判例も存在する。

ダイレクトリスティングによる資金調達が可能  
 となると、よりの「tracing（追跡）」が困難と  
 なることが予測されている。ダイレクトリスティ  
 ングではロックアップ期間がなく、既存株主が売  
 却した証券と発行会社が「登録届出書」によって  
 登録し、新規発行される証券とが混在することに  
 なるからである。CIIのコメントレターではこ  
 の点をSECが解決しなければならぬと述べて  
 いる。

SECが今回の修正提案に対し、どのような対  
 応をするのか注目されるところである。

\* 本研究は令和二年度日本学術振興会科学研究費  
 基盤研究（C）17K03496の助成を受けたもの  
 である。

(注)

(i) Airbnbニュース (<https://news.airbnb.com/airbnb-announces-intention-to-become-a-publicly-traded-company-during-2020/>)

(ii) ブルーンバーグニュース (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-10-01/airbnb-is-planning-for-direct-listing-instead-of-traditional-ipo>)

(iii) Spotifyは、ともにアメリカの投資ファンドであるTPAG（テキサス・パシフィック・グループ）およびDragonair（ドラゴニア・インベストメント・グループ）に対して、二〇一六年に約一〇億ドルの転換社債を発行してゐた。詳しくは、福本葵 [2018], pp. 55-57

(iv) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION  
 (Release No. 34-87821; File No. SR-NYSE-2019-67) <https://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2019/34-87821.pdf> 110110  
 年四月四日最終閲覧

(v) 佐賀卓雄 [2020] p. 111

ダイレクトリスティングに関する NYSE の規則改正案

- (v) Jeffrey P. Mahoney General Counsel the Council of Institutional Investors (<https://www.sec.gov/comments/sr-nyse-2019-67/srnyse201967-6660338-203855.pdf>)
- (vi) Id.
- (vii) 一九三三年証券法 法の目的 (<https://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf>)
- (ix) デービッド・L・ラトナー、トーマス・リー・ハーゼン、神崎克郎・川口恭弘監訳 [2003] pp.67-207
- (x) 『新外国証券関連法令集 証券法・証券取引所法』p.29
- (xi) Dennee v. Slack Technologies, Inc. et al., Northern District of California, cand.32019-cv-05857
- (xii) Id.
- (xiii) Kirkwood v. Taylor, 590 F. Supp. 1375 (D. Minn. 1984)

【参考文献】

- 『新外国証券関連法令集 証券法・証券取引所法』[二〇〇八]、公益財団法人日本証券経済研究所
- デービッド・L・ラトナー、トーマス・リー・ハーゼン、神崎克郎・川口恭弘監訳 [二〇〇三]【最新】米国証券規制法概説、商事法務
- 佐賀卓雄 [二〇二〇]「直接上場（ダイレクト・リスティング）について」、『証券レビュー』第六〇巻第二号、二月
- 朱翹楚 [二〇一五]「不実の企業情報開示と民事責任―日米比

較研究に基づく考察」([https://repository.dl.itc.u-tokyo.ac.jp/?action=repository\\_action\\_common\\_download&item\\_id=47806&item\\_no=1&attribute\\_id=14&file\\_no=1](https://repository.dl.itc.u-tokyo.ac.jp/?action=repository_action_common_download&item_id=47806&item_no=1&attribute_id=14&file_no=1))

福本葵 [二〇一八]「スボティブマインの行った Direct listing（直接上場）」『証研レポート』六月

（ふくもと あおい・帝塚山大学法学部教授  
当研究所客員研究員）