

スポティファイの行ったDirect Listing (直接上場)

福本 葵

1 はじめに

二〇一八年四月三日、音楽ストリーミング配信サービスのスポティファイがNYSEに上場した。スポティファイの上場は伝統的なIPOとは異なっていた。これは新たな株式の発行を伴わない、証券会社による売り出しも行わない方法で、一般的にDirect Listing (直接上場) と呼ばれている。

スポティファイはどのような会社であろうか。スポティファイの行ったDirect Listingとは如何なるものであるか。どこにも前例はないのか。スポティファイは何故にこのような上場を行ったのであろうか。

2 スポティファイとはどのような会社か

スポティファイは音楽ストリーミング配信サービスを行う会社である。同様のサービスを提供する競合他社には、アマゾンミュージック、グーグルプレイミュージック、アップルミュージックなどがある。同社は業界では最大手である。スポティファイは二〇〇六年スウェーデンで設立され、二〇〇八年サービスを開始した。二〇一八年二月二十八日現在、六一ヶ国で展開している。

二〇一七年一二期期の売上高は四〇億ユーロ (五二〇〇億円)、最終損益は一二億ユーロ (一五六〇億円) の赤字となっている。ちなみにスポティファイジャパンの場合、有料会員は月額九八〇円、アメリカにおいては

九・九九ドルである。同社は、有料会員七一〇〇万人を含む、一億五九〇〇万人の月間アクティブユーザー（MAU）がいる。

同社は企業評価額が一〇憶ドルを超える未上場企業、いわゆるユニコーン企業である。二〇一八年三月二三日には、ユニコーン企業であるドロップボックスが同じくNYSEに上場した。ユニコーン企業が、いつ、どの市場に上場するかは世界的な関心事になっている。

3 Direct Listingとは何か

(1) 上場のメリット・デメリット

一般的に言われている発行会社にとっての上場の主たるメリットは、①広く資金調達が可能となる、②知名度の向上によって、商品やサービスの認知度が向上し、販売の拡大に繋がりが、また、優秀な人材を確保することができるようになる、③自社株式をM&Aの対価として利用できるようになる、④従業員や役員に対する労働の報酬のストック・オプションとして利用できるようになる、などがあげられる。

一方、デメリットとしては、現経営陣にとっては、株式を公開することによって、株式保有構造が変化し、支配権が維持できなくなるリスクが生じる。また、上場やその後の情報開示のためのコストも大きい。アメリカでは私募市場が発達しており、コストも安い。公開市場はその流動性のみで優れているとする指摘もある。⁽¹⁾

一方、NYSEにとっては、また別のメリットがある。NYSEの新規上場は過去二〇年で五〇%以上減少している。規則変更をして、Direct Listingを認めることは、スポティファイのみの特例ではなく、他のユニコーン企業にもNYSEへの上場を促すための策であろう。ナスダックはこれまでもDirect Listingが可能であった。⁽²⁾

スポティファイの行ったDirect Listingの場合、一般的な上場のメリットのうち、①の資金調達は行われぬ。また、スポティファイは既に有名企業であるため、②の上場による知名度向上も目的ではないであろう。上場のデメリットに関しては、フェイスブックなど、多くのユニコーン企業が行っているように、スポティファイは創業者が一〇倍議決権株式を所有することによって支配権が維持できるような策を講じている。

(2) Direct Listingのメリット

① 引受手数料の節約

Direct Listingを定義した規則や法律はない。⁽³⁾ 一般的には上場の際に新規株式発行や売り出しをしないで証券取引所に上場することを指す。

証券会社は募集のみならず、売り出しなどの引受業務を担当しない。そのため、発行会社は発行にかかる費用のうち、引受手数料を節約することができる。

会計事務所プライスウォーターハウスクーパース(以下、PwC)によると、引受手数料は公募価格×発行株式数×手数料率によって算出され、手数料率は概ね六%から七%程度である。スポティファイは引受証券会社に對する引受手数料を数千万ドルが節約できたと予想されている。⁽⁴⁾ スポティファイはモルガン・スタンレー等を財務アドバイザーとして採用したが、登録届出書によると支払った費用は三五〇〇万ドルであるとされる。⁽⁵⁾

引受手数料はIPO関連手数料のうちもとても大きい。これらの引受手数料は、銀行のシンジケート団に分配される。これにはアクティブブックランナー、パッシブブックランナーおよびコ・マネージャーが含まれる。これらの銀行の数はIPOの大きさによる。一般的に、一、三社のアクティブブックランナーと〇から四社のパッ

シブブックランナーに八五から九〇%の引受手数料が支払われ、一から四社のコ・マネージャーが五%から一〇%を受け取るとされている。⁽⁶⁾

同じくPWCによると年間収益が一億ドル未満の場合、IPOの平均総費用は一一五〇万ドルであり、そのうち引受証券会社の費用は八四〇万ドルであった。⁽⁷⁾年間収入一〇億ドル以上の企業の場合、IPOの平均費用は二五〇万ドルで、そのうち引受証券会社の費用は一九七〇万ドルであった。引受証券会社の費用割合は総費用の七三%から七八・五%の範囲であった。⁽⁸⁾このように、引受手数料はIPOに関する手数料の大半を占めている。引受手数料がかからないDirect Listingは割安な方法であるといえる。

② スピーディな売却

i ロックアップ期間がない

Direct Listingでは上場の際して新株発行を行わない。既存の株主が所有する株式を売却するのみである。既存株主はどのような株主であっても全て、ロックアップ期間を待つことなく、上場と同時に直ちに売却することができる。

ロックアップ期間とは何であろうか。通常のIPOの場合、IPOの後、公開会社のインサイダー(役員、大株主、ベンチャーキャピタルなど)株主が株式売却を制限される期間がある。この期間をロックアップ期間という。一般的には九〇から一八〇日である。⁽⁹⁾

なぜロックアップ期間が設けられるのであろうか。それは、引受証券会社が需給バランスを考慮して公開価格を決定しても、インサイダーが持ち株を大量に売却すると株価が下落するからである。ロックアップ期間を定めたロックアップ条項は目論見書に記載される。

ロックアップ期間は引受証券会社との契約である。ロックアップを要求するのは、引受証券会社であり、Direct Listingの場合には引受証券会社が存在しないのでロックアップ期間もない。インサイダー株主も上場と同時に直ちに売却することができる。

Direct Listingの場合、引受会社が公開価格を調整しない。また、どのような株主がどのくらいの株式を売却するか、どのくらいの投資家が株式を購入しようとしているかも不透明である。

ii ロードショーは行われない

伝統的なIPOの場合、引受証券会社は機関投資家に対して、ロードショーを行う。ロードショーの初日よりも少なくとも一五日前にSECに対して申請書類が提出されなければならない。ブックビルディング方式の株価決定には、発行会社、引受証券会社、機関投資家の三社で行われ、個人投資家は関係なかった。このような決定の方法については、従来批判も多かった。

スポティファイの場合にはロードショーも行われなかった。スポティファイは三月一五日の投資家の日に説明会を開催した。その他、ロードショー類似の「投資家教育」やウェブサイトによる広報は行っている。スポティファイは他のユニコーン企業と同様に一般消費者にも有名な消費企業であり、また、Direct Listingという特殊な上場の方法を採用することによって、マスコミの注目を浴びた。スポティファイが投資家の日に行ったプレゼンテーションはいわゆるロードショーではなかったとされているが、このような諸事情も広報であるロードショーの必要がなかった要因でもあろう。

4 Direct Listingのための規則改正

(1) NYSEの規則改正

Direct Listing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。二〇一七年三月一三日、NYSEはこの提案を発表し、二〇一八年二月二日、SECはこの提案を承認した。

Direct Listingの場合、発行者は一九三四年の証券取引法に基づいて登録するためにSECにフォーム一〇を提出しなければならぬが、発行者が売却を行っていないため、一九三三年証券法に基づいてこれらの株式を登録する義務はない。

NYSEの上場規則102.01B脚注Eは、改正以前から普通株式を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る。

上場規則102.01Bの脚注Eは、「独立した第三者の評価額」および「証券取引所または登録ブローカーディーラー（私募市場）によって運営されている未登録（unregistered）証券の取引システムにおける普通株式の最新取引価格」の二つの評価がともに、公募株式の市場価値が少なくとも総額一億ドル以上であれば、これらの会社に上場を認める。

しかし、改正前の上場規則102.01Bの脚注Eは、IPOや一九三三年証券法による登録を行っていない場合の一九三四年証券取引法の登録の有効性について規定がなかった。つまり、Direct Listingができるかどうか明らかではなかった。

そこで、改正後はIPOや証券法の登録がない場合の証券取引法の登録が認められることを明示した。つまり、条件を満たせば、Direct ListingがNYSEの裁量によって認められることが明記された。

二つ目の改正点は評価要件の緩和である。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を頻繁に取引し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。

スポティファイも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。

(2) 価格の決定方法

Direct Listingによる上場には引受証券会社が利用されない。発行会社と引受会社が発行価格を交渉で決めない場合、公開価格はどのように決定されるであろうか。発行者がある市場から別の市場へ株式の上場を変えるとき、通常、新しい市場での取引は旧市場の最後の取引価格で開始する。

NYSEは二〇一八年二月二日上場マニユアルを改正し、旧要件の代わりに、独立した財務顧問による最近の評価によるとしている。

IPOの場合、引受証券会社が需要と供給を調査する。そして、引受証券会社はIPOの際、需要が不十分な場合には、追加購入やカバード・ショートセルなどその他のオプションによって株価の下支えをしている。反対に株価が高騰した場合には、オーバリアロットメント(冷やし玉)によって株価の高騰を抑える。

一方、Direct Listingでは、引受証券会社がないので、このような株価の調整は行われない。スポティファイが二〇一八年二月二八日に提出した登録届出書においても上場直後の株価は急激に下落する可能性も示唆している。名簿上の株主やその他の既存株主がどの程度の株式を売却するか予測がつかない。ロックアップ期間もないために供給過剰となる可能性もあれば、反対の可能性もある。

Direct Listingでは引受証券会社はないが、財務アドバイザーが存在する。スポティファイの財務アドバイザーはモルガン・スタンレーおよびアレクサンダー・キャンビーである。財務アドバイザーは、上場の前に未公開市場での取引価格を参考に、参照価格を発表する。二〇一八年四月二日、モルガン・スタンレーはスポティファイの参照価格を一三二ドルと発表した。

5 スポティファイが行ったDirect Listing

(1) Form F-1登録届出書と上場初日

二〇一八年二月二八日、スポティファイはSECにForm F-1を提出した。SECによるとこの効力が発生するのは、三月二三日としている。Form F-1とは通常は外国企業がIPOまたは他の方法で最初のOfferingを行う際に提出が義務づけられる。日本の有価証券届出書に相当する。目論見書概要、リスク要因、予想収入、企業構造、財務および債務データ、税金などの重要な情報を提供することにより、投資家を保護することを目的とする。

登録届出書によると、スポティファイの売り上げは伸びているが赤字は拡大している。二〇一七年の営業損失は三七八万ユーロであった。その一方で、キャッシュフローは一〇九万ユーロと余裕があった。

また、株式は三七ドルから一三二ドルの間の価格で取引されていた。モルガン・スタンレーが提示した参照価

格の一三二ドルは直近の価格を反映している。

二〇一八年四月三日、スポティファイはNYSEに上場し、初値は一六五・九ドル、終値は一四九・〇一ドルであった。ティックーションボルは「SPOT」。時価総額は約二六五億ドル（約二・八兆円）となった。

(2) スポティファイがDirect Listingを行った個別事情

① 転換社債契約

登録届出書によるとスポティファイには二〇一六年には一一億ユーロ、二〇一七年には九億四千万ユーロの転換社債 (Convertible note) がある。転換社債の評価損は二〇一六年には二億四千五百万ユーロ、二〇一七年には五億二千四百万ユーロとなっていた。この転換社債で調達した資金が財務を圧迫していた。登録届出書には、この転換社債について詳細な記載がある (Form F-1 Description of Convertible Notes)。

転換社債は、ともにアメリカの投資ファンドであるTPG (テキサス・パシフィック・グループ) およびDragoneer (ドラゴニア・インベストメント・グループ) に対して、二〇一六年に発行した約一〇億ドルである。転換社債購入契約は二〇一六年三月二四日に締結され、四月一日にこれらのファンドに対し、転換社債が売却された。この転換社債の償還は二〇二一年であった。

転換社債は五%の利付債で発行され、この利息は二〇一八年四月以降半年ごとに一〇〇ベース・ポイントずつ増加する。

また、社債から株式への転換が発生するトリガーとなるイベントがあり、発行日から一二か月以内に特定の転換イベントが発生しなかったため、当初二〇%の転換ディスカウント率は二〇一七年四月一日に二五〇ベーシ

ス・ポイント増加し、その後、特定の転換イベントが発生するまで、半年ごとに二五〇ペーシス・ポイントずつ増加することになっていた。つまり、トリガーの転換イベントが発生しないと転換価格がどんどんと低下する仕組みとなっている。

転換社債には、転換社債を普通株式に転換する選択権を有する支配条項の変更もあった。満期日に、転換社債が転換または返済されていない場合は、元本に一〇%の年換算リターンを加えた金額を社債権者が受け取ることになる。

後述するテンセント取引と関連し、二〇一七年一二月に転換社債の一部は、転換契約に従い、転換社債三〇〇百万ドルが四八〇万株の普通株式に転換され、その後この株式はテンセントの関連会社に売却された。さらに、二〇一七年一二月の転換によって社債権者は一一〇百万ドルの転換社債と未払いの利息を合計一七五万四九六〇株の普通株式に転換した。二〇一八年一月、スポティファイは転換社債の残額を保有する社債権者との間で転換契約を締結した。これに伴い、転換社債残高六二八百万ドルと未収利息は九四三万一九六〇株に転換された。

資金調達のないスポティファイがNYSEへの上場を急いだのは、この転換社債契約のためであると考えられる。転換社債にはトリガー条項があり、転換イベントが発生しないと転換価格のディスカウント率が拡大することになっていた。上場はこの転換イベントであった。上場が遅れば遅れるほど、社債権者が多くの株式を取得することになる。社債権者に多くの株式が渡るよりもテンセントと契約し、テンセントとの提携を進め中国市場を開拓することが経営にとってプラスであると判断したと考えられる。

ただし、二〇一八年四月の上場時には、転換社債は既に株式に転換されていた。

② テンセント取引

二〇一七年二月一日、スポティファイとテンセントの音楽事業部であるテンセント・ミュージック・エンターテイメント(TME)は相互に株式を10%ずつ持ち合い、提携関係を強化することを発表した。テンセントは一九九八年に創業した中国最大のインターネット企業である。

スポティファイはテンセントと締結した契約を「テンセント取引」と呼んでいる。二〇一七年二月スポティファイとテンセントは、二つの別個の株式投資を完了した。最初の取引においては、(i) テンセント・ミュージック・エンターテイメント・グループ(TME)はスポティファイに対してTME株式を発行し、(ii) スポティファイは普通株式をTMEの関連会社に発行した。

二回目の取引では、テンセントの関連会社が市場においてスポティファイの普通株式を取得した。これらの取引に続いて、スポティファイはTMEの株式を少数保有しており、テンセントとTMEの両方がスポティファイの株式を少数保有している。

このような取引に関連して、TMEおよびテンセントの関連会社は、限られた例外を除きスポティファイの株式を二〇一七年二月一五日から三年間売却しないことに合意した。

③ 株式保有構造

Direct Listingの場合、新たな株式の発行は行われないが、既存の株主が株式を売却することによる株主構造の変化はありうる。

スポティファイは二種類の株式を発行することによって、支配権を維持している。一つはこの度上場される普通株式である。この株式には経済的利益および議決権の両方がある。もう一つは、Beneficiary Certificatesと

複数議決権株式である。創業者であるDaniel EkおよびMartin Lorentzonに対して、普通株式一つにつき一〇株発行された。この株式には経済的権利はない。この株式に付加的な議決権を設けることができる。今回は各々のBeneficiary Certificateに一つの議決権を付与した。つまり創業者は一〇倍の議決権を取得した。この株式は特定の例外を除き譲渡できない。普通株式とリンクされており、リンクされている普通株式が売却または譲渡された時は自動的にリンクが遮断される。創業者の二人がこの株式を持つことによって、二名で八〇%以上の議決権を有することになる。創業者が、普通株式（A株）の一〇倍の議決権を持つB株を保有するフェイスブックと同様、創業者の経営権や発言権が損なわれる可能性は少ないと思われる。

6 イギリスのイントロダクション

NYSEでは初の資金調達のない上場であるが、イギリスでは多くの企業が同様の上場を行っている。⁽¹⁰⁾このような上場方法をイギリスでは「イントロダクション」という。イントロダクションには二種類ある。いずれの場合にも上場と同時に新株を発行しないが、その後五年間新株発行しないものをPure introduction、五年以内には新株を発行するものをtwo-stage firm（二段階会社）⁽¹¹⁾という。ロンドン証券取引所によると一般に株式の二五%以上が既に公開されており、優れた多様性のある株式保有基盤を持つ会社がこの方法を採用することができる。例えば、既に別の法管轄下にある場合や既に上場されている別の市場からの分割上場による場合などがある。

イントロダクションの場合、引受手数料を払う必要はなく、広告の必要もほとんどない。

二段階会社の場合は、上場時には新株を発行せず、その後五年以内に時期を見計らって新株を発行する。この

ような方法を two-stage offering strategy (二段階公募売出方式) という。会社がこのような方法を選択するのは、上場時の評価の不確実性 (valuation uncertainty) を回避するためである。

7 おわりに

二〇一八年四月三日、スポティファイが伝統的な IPO とは異なる、Direct Listing という NYSE では初めての方法で上場した。NYSE はスポティファイの Direct Listing のために規則改正を行った。Direct Listing は上場の際に新株を発行しないため、新たな資金調達は行われぬ。そのため引受に関する費用のうち最も高いコストである引受証券会社に対する引受手数料を支払うことがない。また、ロックアップ期間もなく、スポティファイはロードショーも行わなかった。

ただし、例え安価な Direct Listing であれ、資金調達の必要のないスポティファイがなぜ上場しなければならなかったかという疑問は残る。これはおそらく二〇一六年に締結した転換社債契約のためであると考えられる。転換のトリガーとなる転換イベントの発生が遅れば遅れるほど転換価格がディスカウントされ、社債権者はより多くの株式を取得することになる。NYSE への上場はトリガーとなる転換イベントであった。スポティファイがファンドと締結した転換社債契約は非常に不利であるように見える。一方でテンセントとは提携を強め、株式の相互持合いも進めたかった。

Direct Listing はナスダックやイギリスでは従来から行われている方法であるが、あまり取り上げられてこなかった。スポティファイは有名なユニコーン企業の一つであり、また Direct Listing は NYSE 初であったため、マスコミは連日こぞってこのニュースを報道した。スポティファイはロードショーを行わなかったが、このような

報道には十分な宣伝効果があった。

既に有名な消費企業が多いその他のユニコーン企業が、安価で迅速な Direct Listings を検討する可能性は高いのではないかと考えられる。イギリスのイントロダクション方式での上場やナスダックの先例から学ぶものは大きいかもしれない。

注

- (1) John C. Coffee Jr, "The Spotify Listing: Can an "Underwriter-less" IPO Attract Other Unicorns?", January 16, 2018, <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/01/16/the-spotify-listing-can-an-underwriter-less-ipo-attract-other-unicorns/>
- (2) "Direct Listings: A more certain path to Nasdaq" White paper, 2010, Keating Investments
- (3) NYSE の Direct Listings を行った 6 社、Spotify が初めだったが、Nasdaq は 2010 年から 6 件の事例があるとされる。
- (4) Wall Street Journal "Spotify Kicks Off Its Unusual IPO" February 28, 2018
- (5) Cleary Gottlieb "Spotify's Direct Listing - A Look Under the Hood" April 17, 2018 <file:///D:/Spotify/spotify's-direct-listing-a-look-under-the-hood.pdf>
- (6) PwC "Considering an IPO to fuel your company's future? Insight into the costs of going public and being public" November 2017 https://www.pwc.com/hu/hu/szolgalatasok/konyvvizsgalat/szanyireli-tanacsadas/kiadvanyok/cost_of_an_ipo_2017.pdf
- (7) 二番目の法的費用は一四〇万ドルであり、大きな開きがある。
- (8) 二番目の法的費用は一七%から一〇・七%の間である。

- (9) 辰巳憲一「米国のIPOと証券発行規制について」『学習院大学経済論集』第四三巻第一号、二〇〇六年七月
- (10) Ambrus Kecskés "Spotify's Direct Listing in the U.S. and Lessons from the UK", March 18, 2018
<http://cisbluesky.law.columbia.edu/2018/03/01/spotify-s-direct-listing-in-the-u-s-and-lessons-from-the-uk/>
- (11) FRANÇOIS DERRIEN and AMBRUS KECSKÉS "The Initial Public Offerings of Listed Firms" THE JOURNAL OF FINANCE, VOL. LXII, NO. 1, FEBRUARY 2007

*本研究は平成三〇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。

(ふくもと あおい・客員研究員)