

直接上場（ダイレクト・リスティング）について

佐賀 卓雄

はじめに

リーマン・ショック以降、アメリカ株式市場は様々な側面で変化の兆候を示している。資金調達
の面では、私募市場が公募市場を上回る金額を供給する一方、IPO（新規公開）の減少、M&A
による非公開会社化の増加、上場会社数の減少が
顕著である。また、起業から公開までの年数は一
九九九年には四年であったものが、二〇一九年
は一一年まで伸び、時価総額が十億ドルを越える

非上場企業、いわゆるユニコーンが増加して
る。

株式市場のプレーヤーをみると、私募市場を主
たる業務基盤とするプライベート・エクイティ
（PE）、ベンチャー・キャピタル（VC）、ヘッ
ジ・ファンド（HF）の各種ファンドが台頭し、
既存の大手投資銀行の業務を侵食し始めている。
こうした変化の中、引受証券会社を介在させな
い直接上場（ダイレクト・リスティング）が関心
を集めている。二〇一八年四月のスポットファイ
に続いて、スラックが二〇一九年六月にニュー

ヨーク証券取引所（NYSE）に直接上場した。これに続いて、エアビー・アンドビー、ドアッグシユなどのユニコーン企業が直接上場を検討しているともいわれ、この上場方式がどの程度広がるかについて注目を集めている。

しかし、直接上場はゲートキーパーの一つである引受証券会社を排除することになるために、投資家保護に関連して新たな規制問題を提起しており、上場規則の改正をめぐってSECとNYSEの調整が続いている。以下では、スポンジファイの直接上場を中心にそれが提起する規制上の問題を検討する。

一、新規公開（IPO）と直接上場 （ダイレクト・リスティング）

何時の時代でも、起業のための資金調達環境は

厳しい。自己資金や、親類や友人といった人間関係を別にすれば、アイデア一つを抛り所に、有力な人脈を探しながらエンジェル投資家やスタートアップ（シード段階）への投資を専門とするVCに売り込んでなにかの投資を引き出すのがほとんど唯一の資金調達方法である⁽¹⁾。だからこそ、知名度を高め、広く一般の投資家の資金を動員できるIPOはスタートアップにとって最大の経営目標である。

しかし、そうはいつても、近年の金融緩和を背景にVC投資などに流入する資金も増加し、スタートアップの段階を経てある程度実績を積んだ企業にとって以前と較べると格段に資金調達が楽になっているようである。

それでは、同じく公開市場での資金調達への途を開くIPOと直接上場は、実際にはどのような違いがあるのだろうか。まず、両者は上場方式の

直接上場（ダイレクト・リスティング）について

図表 1 伝統的な IPO と直接上場の比較

	IPO	純粋な直接上場	スポティファイの直接上場
目的	資金調達 流動性 M&A の容易化	流動性 M&A の容易化	流動性 M&A の容易化
必要な SEC への情報提供	33年証券法に基づく登録届出書 (S-1)、その後34年証券取引所法に基づく登録届出書 (8-A)	34年証券取引所法に基づく登録届出書 (フォーム 10)	33年証券法に基づく登録届出書 (F-1)、その後34年証券取引所法に基づく登録届出書 (8-A)
コミュニケーションの制限	待機期間 (quietあるいは waiting period) あり	制限なし	待機期間あり
必要な NYSE へのファイリング	上場の申請	上場の申請	上場の申請
投資銀行の役割	引受人	フィナンシャル・アドバイザー	フィナンシャル・アドバイザー
大会社の上場の場合の投資銀行への支払い	1億3050万ドル ¹ (大会社は平均して3,700万ドル) ²	不明	3,500万ドル

(注) 1. この金額は、スナップとフェイスブックが引受証券会社に支払った金額の平均
2. PwC Deals [2015] より

[出所] Horton [2019], 182ページ

違いであるから、上場の一般的な効果として、企業は一般の投資家からの資金を集めることができるようになる。また、企業の知名度が上がることで、売上げの増加や優秀な人材を雇用しやすくなる。さらに、自社株式を使って M&A を実行できるようにする。他方、上場により、株式保有構造が変化し、創業者にとっては経営に干渉される可能性が生じる。グーグル、フェイスブックなどのテック企業が複数議決権付き株式を利用して、いるのはその危険性を未然に防ぐことを目的としている。また、通常の IPO に必要なコスト、また上場維持に必要な情報開示コストも大きな負担になる。

次に、IPO と直接上場の比較である。図表 1 は IPO、純粋な直接上場、そしてスポティファイの直接上場、の枠組みの比較をまとめたものである。⁽²⁾

上場には、SECへの登録届出書 (Registration Statement) の提出などの情報開示が必要である。重要な違いは、IPOの場合、引受人 (通常は証券会社) と引受契約を結び、情報開示書類の不備や遺漏がないように万全の注意を払うことが義務づけられる。これは引受人のデューデリジェンス義務といい、引受人の過失が認められた場合には民事責任が課せられる (一九三三年証券法第一一条)。これは監査人が会計情報、および内部統制報告書について監査証明を行うのと同じように、投資家の保護のための仕組みであり、両者はフィナンシャル・ゲートキーパーと呼ばれる。直接上場の場合、引受人の設置は義務づけられていない。このことから、二つの効果が生じる。一つは、IPOの費用の八〇%以上を占める引受手数料が不要なことである。もっとも、NYSEの規則ではフィナンシャル・アドバイザー (F

A) を設置することが義務づけられているが、その報酬は三分の一程度である。もう一つは、引受人の不在により、直接発行の場合、引受責任を負う仲介業者がいなくなり、投資家保護の面で大きく後退することである。⁽³⁾

また、引受人が不在であるから、引受人との間で結ばれる、一定の期間、株式の売却を制限されるロックアップ期間がなく、上場と同時に売却することができる。

さらに、新規の株式の売出しは行われなから、ロードショーは行われない。ただし、スパートファイの場合、ロードショーと内容的にはほとんど変わらない二時間のプレゼンテーションの「投資家の日」 (Investor Day) が開催された他、ウェブサイトでIR関係のビデオを配信した。

過去二〇年間に直接上場は一一件記録されているが、時価総額 (中位値) が五億三千万ドルの小

企業である⁽⁴⁾。これらの企業の目的は資本調達のス
ピードである。直接上場の場合でも、デューデリ
ジェンス手続きの完了、書類の作成、株式の購入
者の確保に六週間ぐらい必要であるが、IPOの
場合には、SECから必要な承認を得るためには
少なくとも三ヶ月、時には一年近い期間が必要
で、その間資金の調達はできない。

この直接発行の場合、上場を予定している企業
はまず私募（private offering）による株式発行を
行う。一件の私募ではIPOの場合と同じよう
に引受人に七%の手数を支払っている。スポ
ティファイのように潜在的な広範な顧客層を持ち
切迫した資金調達の必要性もない企業の場合に
は、私募の必要がないため引受手数料を節約でき
るのである。SECは二〇一四年のJOBSS法
で、新興成長企業（emerging growth compa-
ny）に対して二年間の内部統制報告書の提出の

免除、提出資料についてのSECとの間での非公
式の取扱い（confidential treatment）を認めた。
SECはこれらの企業に直接上場を認めるべきだ
という意見がある⁽⁵⁾。

二、 スポティファイの直接上場

二〇〇六年にスウェーデンで創業し、今回、N
YSEに直接上場した、音楽ストリーミング配信
サービスの最大手であるスポティファイ（Spotify
Technology S.A.）は、二〇一八年三月には、ヨー
ロッパのほとんどの国、南北アメリカ、アジア太
平洋地域の六一カ国に月間一億五七〇〇万人のア
クティブユーザー（うち、七一〇〇万人が有料会
員）（同社によると、これはアップル・ミュー
ジックの二倍という⁽⁶⁾）がいる。

これだけ順調に業務を拡大すると、その将来性

に期待して資金を集めることも容易である。同社の場合、創業から調達した資金は二七億ドルに達するが、クライナー・パークインズ、グーグル・ベンチャーズ、アクセル・パートナーズ、アンダーセン・ホロビッツといったVCの他、テクノロジークロスオーバー・ベンチャーズ(TCV)、タイガー・グローバル・マネジメント(PEFファーム)、ソニー・ミュージック、ゴールドマン・サックス、フィデリティなどが投資している。さらに、一〇億ドルの転換社債はTPG(P Eファーム)とドラゴナー・インベストメント(Dragonair Investment)、ヘッジファンド)、それにゴールドマンの顧客が購入している。

このように、かつては考えられなかった巨額の資金が私募市場で調達されている。VCに限っても、二〇一九年にVCは一万七七七社に一三五億ドルの投資を行っている(National Venture

Capital Association [2019], *Venture Monitor*

④)。従って、スポティファイは創業からの一〇年間、非上場企業に止まり必要な投資資金は私募で調達することに何の支障もなかったのである。

このことが、同社が新規資金の調達をともなわない直接上場という方法を選んだ最も大きな理由であろう。

次いで、二〇一九年六月に、二〇一四年創業で、ビジネスコラボレーション・ツールをサブスクリプション・モデルで展開しているスラック(Slack Technologies Inc.)がNYSEに直接上場した。

上場に要する費用はIPOの規模によって異なるが、大規模なIPO(公募総額三億一〇〇万ドル以上)の場合の費用は図表2のようになる。総費用四、四〇〇万ドルのうち、約八三・四%、三、七〇〇万ドルが引受手数料である。引受手数料

図表 2 大規模 IPO の平均費用

SEC への登録料	200,000ドル
上場費用	250,000
印刷費	600,000
監査費用	1,700,000
法務費	3,100,000
口座振替・登録費	N/A
引受手数料	37,000,000
その他の費用	1,600,000
合 計	44,350,000

(注) PwC Deals [2015]

[出所] Horton [2019], p.185

料は公募総額の約二・三%も占めている。個別事例では、規模がスポティファイの三倍のフェイブックは一億七、六〇〇万ドル、約半分の規模のスナップ (Snap Inc.) は八、五〇〇万ドルの引受手数料をそれぞれ支払っている。⁽⁷⁾

このように、IPOに際しては引受手数料は大きな負担である。

それに対して、スポティファイの直接上場に要した費用は図表3のようになる。同社が仮に伝統的なIPOの方法を採った場合、時価総額は約二〇〇億ドルであるから、引受手数料をその七%とすれば約一三億ドルになる計算である。もつとも、同社ほど大規模なIPOであれば、引受証券会社と交渉の余地があるので、フェイブックの場合の引受手数料と同じ一・一%とすれば二億九〇〇万ドルになる計算である。⁽⁸⁾これと較べても、フィナンシャル・アドバイザーへの支払額三、五

図表3 スポティファイの直接上場費用の内訳

費用項目	金額(ドル)
SECへの登録料	55,357
上場費用	320,000
印刷費	875,000
監査費用	1,845,900
法務費	5,544,965
口座振替・登録費	73,806
その他のアドバイザー費用	35,000,000
その他の費用	2,000,972
合計	45,719,000

[出所] Spotify Technology S.A., Prospectus (Form 424B4), Mar.3, 2018

〇〇万ドルは大幅に安く大きな費用の節約になっていることが分かる。

ところで、NYSE規則では、それまで、SECに登録していない会社を上場させるためには、①時価総額が一億ドル以上、②私募市場において数ヶ月間の取引実績があること、という条件を満たす必要があった。これを緩和し上場を増やすために、NYSEは二〇一七年三月一三日に上場規則第一〇二・〇一Bの改正を提案し、翌年の二月二日にSECはこれを承認した。主要な改正点は以下の通りである。①独立した第三者からの評価が市場価値二億五〇〇万ドル以上であれば、私募市場での取引実績は必要ない、②公開価格を決定するために、指定マーケットメーカー(DMM, designated market maker)と協議する独立したフィナンシャル・アドバイザーを指名する、である。⁽⁹⁾しかし、NYSEが求めていた、上場に関わ

る証券法に基づく登録届出書の提出を必要としな
いという改正は引受責任に重要な関係を持つた
め、SECは認めなかった。

次に、公開価格についてである。スポティファ
イの発行済株数は一億七八一万二八四〇株であ
るが、その約九%は中国のソーシャルメディア会
社のテンセント（Tencent）が保有し、直接上場
の前に三年間のロックアップ契約を結んでいる。
約六〇%は一年以上保有する非従業員が保有し
ていた。これらの株主は、私募の規則一四四に基
づきSECへの登録以前でも売却することができ
た。残りの三一%は従業員と保有期間が一年未満
の非従業員が保有していたが、これらの株主は公
開市場で持株を売却する以外に流動化する方法が
なかった。従って、同社は三一%に相当する五五
七三万二四八〇株を登録目論見書に登録したので
ある。

引受証券会社がないため、公開価格は私募市場
での取引価格を参考にフィナンシャル・アドバイ
ザー（FA）とDMMが協議して決定することに
なっていた。この役割はFAの一社であるモルガ
ン・スタンレーとDMMのシタデル（Citadel Se-
curities）が行い、参照価格（reference price）
は一三三・〇〇ドルに決定した。上場初日の終値
は一四九・〇一ドル、取引株数は三〇五〇万株で
あった。⁽¹⁰⁾

三、SECのスタンス

SECは、創設以来、三つのミッションを掲げ
てきた。それは、①投資家保護、②公正で秩序
立った、効率的な市場の維持、③資本形成の促
進である（Investor Gov. The Role of SEC）。
このミッションに照らして、直接上場をどう評価

すべきであろうか。

まず、スポティファイの直接上場はSECに三年証券法と三四年証券取引所法の両者の登録届出書の提出が必要であることから、「純粋な直接上場」とはいえない（図表1を参照）。スポティファイもスラックも上場の際に資金調達は行っていないから、発行市場を規制している三三年証券法の登録義務を課することは整合的とはいえない。それにもかかわらず、SECが敢えて証券法の登録義務を課したのは投資家保護との関係である。

かつて、一九八四年に一括登録制度 (Shelf Registration) が導入された時に、やはり引受人のデューデリジェンス義務が問題になったことがあった¹⁴⁾。この制度は二年間にわたって合理的に発行が予想される額、発行方法、引受人をあらかじめSECに登録しておけば三四年証券取引所法に

基づく継続開示書類 (フォーム10-K、フォーム10-Qなど) への言及によって実際の発行にあたっての情報開示に代替させることができるようになったものである (参照方式)。これによって、SECへの届け出から短期間で発行が完了し、引受人はデューデリジェンスのための十分な時間がないため、投資家保護の面で問題があるのではないかということであった。

SECは当時、影響力を強めていた効率的市場理論に依拠して、一九八二年に発行開示 (三三年証券法) と継続開示 (三四年証券取引所法) を統合し (統合開示制度の導入)、証券発行の際の登録手続きを大幅に簡略化したのである。つまり、一定の要件を満たした企業は継続的に情報が開示され、市場で分析の対象にされているため、それらの情報は既に証券の価格に反映されているから、新規に証券を発行する際に改めて開示される

必要はないというのである。

SECが今回の直接発行に対して危惧している問題も基本的に同じであろう。しかし、一括登録制度の場合にはデューデリジェンスのための時間が短縮されたとはいえ、引受人がゲートキーパーとしての役割を果たしていたが、直接発行ではそもそも引受人が不在である。引受機能そのものを排除することは、投資家保護との関連を考えれば論理的に飛躍しているのではないのだろうか。そのような疑問を払拭できないのである。フィナンシャル・アドバイザー（FA）が指名されているが、募集には関わらない。引受責任を伴わないためFAに支払われる手数料も安いのである。

このような問題をはらんではいらぬものの、現実のIPOの市場をみれば、スポティファイヤスラック、あるいはエアビー・アンドビーのような知名度の高いユニコーンの方がよほどリスクが低

いともいえる¹²⁾。そもそもIPO市場においてアンダープライシングが問題になるのは、情報劣位に置かれた一般投資家を誘引するためには、価格のディスカウントが必要だという「情報の非対称性」の議論が有力である。少なからず「レモン」（不良銘柄）が混じっているIPO銘柄よりもよほど安心できるといふ訳である。

次に、公正で、秩序立った効率的市場という観点からは、情報開示が義務づけられ透明性が高まるから、一般的には安い費用での上場促進は望ましいのはいうまでもない。

同じように、資本形成の促進という観点からも、上場によって一般の投資家が投資しやすくなるから、直接上場は望ましいといえる。

終りに

ただし、以上の議論は直接上場の際に新たな資金調達をとまなわない場合に限られるであろう。これまでIPOによって上場を果たしていたものが、情報開示義務を課しながらも引受人不在で新規発行による資金調達を認めることは、一九三〇年代から営々と築き上げてきた証券規制の体系を等閑視しかねない危うさをはらむからである。具体的には、投資家保護の重要な柱であるゲートキーパーとしての引受人の役割をどうするのであるか。もはやそれが不要がないような市場環境の変化があったのであろうか。あるいは、それに代わる仕組みが検討されているのであろうか。現在までのところ、新たな投資家保護の枠組みについての検討は行われていない。

二〇一九年二月一日に、NYSEは資金調達をとまなう直接上場(Primary Direct Floor Listing)を認める上場会社規則の改正をSECに提案した。Nasdaqも同様の内容の規則改正提案を予定している¹³⁾。これはテック企業の上場誘致をめぐる取引所間競争の一環であるが、SECにはそのミッションに即した適切な判断が求められよう。

(注)

(1) スタートアップから上場に至る各段階は、かつてはシリーズA、シリーズB、シリーズCと呼ばれていたが、最近VCの投資判断の際の投資ラウンドの概念として、厳密な定義はないが、資金調達のシリーズA、シリーズB、シリーズCが用いられることが多い。それを経て、IPOということになるのであるが、ユニコーンの場合には、シリーズD、シリーズE、…と続く場合もある。

(2) 「純粋な直接上場」については、Horton [2019], III B1, pp.190-91を参照されたい。(この)でのポイントは、売出しを

直接上場（ダイレクト・リスティング）について

- (3) これについては、「独自の直接上場」という評価になる。
- (4) 次に引受人の機能を果たしており、引受責任を負うべきであるという主張がある (Nickerson [2019])。なお、スポティファイおよびスラックのフィナンシャル・アドバイザーは、いずれもモルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、アレン・アンド・カンパニーの三社である。
- (5) Pozen *et al.* [2017]
- (6) 以下、スポティファイの事業の概況および資金調達については Sportify FormF-1 (Mar.23, 2018) および Lipke [2019], II・B, を参照されたい。なお、スポティファイがこの時期に上場に踏み切った背景については、福本「二〇一八」を参照されたい。
- (7) Horton [2019], p.85, なお、スナップの引受手数料率は二・五%であるが、これはその時点では時価総額が一〇億ドルを越えるテック企業の中では三番目に低い水準であった (Lipke [2019], p.153)。
- (8) McClane [2018]

- (9) Nickerson [2019], pp.1001-04, SEC [2018], *Release* No.34-82627, Cleary Gottlieb [2018]
- (10) Lipke [2019], pp.1667-68
- (11) Auerbach and Hayes [1986]: 佐合、入江、佐賀訳「二九八八」
- (12) Lipke [2019], pp.174-76
- (13) Gibson [2019]

【引用・参考文献】

- 佐賀卓雄「二〇一九」、『アメリカ株式市場における公募・私募の境界の曖昧化について』、『証券経済研究』第一〇八号、一二月
- 「二〇二〇」、『アメリカ株式市場の変貌とプライベーター・エクイティ (PE)』、『月刊 資本市場』、二月、掲載予定
- 福本 葵「二〇一八」、『スポティファイが行った Direct Listing (直接上場)』、『証券レポート』六月
- Auerbach J. and Hayes, III, S.L. [1986], *Investment Banking and Diligence*; 佐合絃一、入江恭平、佐賀卓雄「一九八八」、『投資銀行業の変貌』同文館
- Chen Hsuan-Chi and Ritter J.R. [2000], "The Seven Percent

Solution”, *The Journal of Finance*, Vol.LX, No.3, June

Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP [2018], “Sportify’s Direct Listing-A Look under the Hood”, *Alert Memorandum*, Apr.17

Coffee, Jr.J.c. [2018], “The Sportify Listing: Can an ‘Underwrite-less’ IPO Attract Other Unicorns ?” *The CLS Blue Sky Blog*, Jan.16

Gibson Dunn [2019], *A Current Guide to Direct Listings*, Dec.13

Grabar N., et al., [2018], “A Look under the Hood of Sportify’s Direct Listing”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, Apl.26

Horton B.J.[2019], “Sportify’s Direct Listing: Is It a Recipe for Gatekeeper Failure?”, *SMU Law Review*, Vol.72, Issue 1

Jaffe M.D. et al. [2018], “Sportify Case Study: Structuring and Executing Direct Listing”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, July 5

Keating Investments [2010], “Direct Listings: A More Certain Path to Nasdaq”, *White Paper*

Latham & Watkins capital Markets Practice [2018], “Sportify Case Study: Structuring and Executing a Direct Listing.”

Client Alert Commentary, No.2333, June 21

Lipke C.L. [2019], “Direct Listing: How Sportify Is Streaming on the NYSE and Why the SEC Should Press Play”, *The Journal of Business, Entrepreneurship & the Law*, Vol.12, Issue 1, May

McClane J.R. [2018], *Sportify IPO This Week May Upend How Startups Raise Capital: Guest Post*, Business Law Prof.Blog, Apr.2

Nickerson B.J. [2019], “The Underlying Underwriter: An Analysis of the Sportify Direct Listing”, 86 *The Univ. of Chicago Law Review*, 985, June

Partigan J. [2018], “Direct Listing under the NYSE’s Sportify Rule”, Nixon Peabody LLP, *Securities Law Alert*, Aug.27

Pozen R. et al., [2017] “Opinion:Here’s How a Hot Company can Go Public without an IPO”, *MarketWatch*, Dec.7

PWC Deals [2017], *Considering an IPO to Fuel your Company’s Future ?; Insight into the costs of Going Public and Being Public*, Nov. (each year)

(作成 大かす・当研究所主任研究員)