

美國直接上市制度簡介

2018年4月，知名網路音樂串流商某S公司選擇「直接上市」(Direct Listing 或稱 Direct Public Offering，簡稱 DPO) 方式在紐約證券交易所(下稱 NYSE) 進入公開交易市場，成為 NYSE 第一家進行直接上市的公司，有別於進行傳統首次公開募股(下稱 IPO) 程序上市。次年，美國一款時下流行的辦公室團隊溝通軟體某S公司同樣在 NYSE 「直接上市」，遂引起國際間廣泛關注，是否「直接上市」更能因應現代公司需求，成為傳統 IPO 之外另一條進入公開市場之道路，值得探討。本文將簡介何謂直接上市制度，並根據該某S公司 DPO 上市時其法務團隊之說明一探公司選擇直接上市可能之誘因。

一、什麼是 DPO？

若欲在美國上市，傳統 IPO 過程中，公司應先向美國證券交易委員會(下稱 SEC) 申請註冊股票並經其嚴格之揭露審查後，方向欲上市之交易所如 NYSE 或納斯達克交易所(簡稱 NASDAQ) 申請上市，與此同時，在上述上市過程中公司通常聘請數家投資銀行擔任其承銷團以協助公司上市事務，例如承銷團¹及其法務會對公司進行盡職調查(Due Diligence)，並由其撰寫交給 SEC 之註冊聲明書、舉辦向投資人宣傳公司之路演²(Roadshow) 活動，藉由路演承銷商還能夠獲悉潛在投資人並訂定適當之發行價格，而後公司應發行新股給承銷商承銷，再由承銷商包銷或代銷給投資大眾，並以公司及承銷商團隊共同商討之上市價格上市，有時承銷商還須在上市後實行價格穩定之行動。而「直接上市」之特色係在傳統 IPO 架構上省略「承銷商」並將投資銀行降級為「財務顧問」，基此，最重要者乃公司不再需要發行新股給承銷商包銷或代銷，當公司完成 SEC 之註冊並符合交易所之直接上市規則完成上市申請後，上市首日原始股東(如早期投資人或員工) 持有之股票得直接在交易所買賣，實現流動性；此外，直接上市係由財務顧問協助公司撰擬註冊聲明書³、由公司舉行投資人會議進行宣傳，並且由公司及交易所指定之造市商擬定「參考價格(或價格區間)」，惟實際交易價格仍由市場決定。根據以上特點，一般而言認為直接上市較適合沒有融資需求且知名度高的公司。

¹ 公司通常聘請一家以上之投資銀行組成承銷團，避免單一家承銷商承擔過大之發行風險。

² 係承銷商於新股發行前為發行人舉辦之宣傳活動，目的在提高發行人公司之知名度、宣傳其產品或服務，提升投資人的興趣，同時承銷商將藉此活動探索發行價格、發行量及潛在投資人。

³ 應在註冊聲明書內註明該投資銀行非承銷商，而僅擔任公司之財務顧問，區別兩者職能，避免衍生法律問題。

本文之著作權屬台灣通商法律事務所所有，未經許可不得使用及轉載。

二、為什麼選擇 DPO？

1. 無融資需求

受益於近年私募、創投的蓬勃發展，除創造出多家獨角獸公司⁴外，許多新創公司未上市前亦已在私募階段獲得充足資金，不再需要透過發行新股上市融資，甚且，不發行新股還可以避免稀釋原有股東之股份。

2. 實現流動性

固然公司不須藉上市募集資金，然上市後公司原始股東之股票方能實現流動性換取現金，故仍有上市必要。

3. 不受閉鎖期（Lock-up period）限制

相較於傳統 IPO 原始股東須受 90 至 180 天之閉鎖期而言，透過直接上市規則上市之公司，其原始股東將不受閉鎖期限制，故能夠更迅速達成流動性，且避免原始股東錯過最佳交易時機蒙受損失。

4. 考量在未來併購他公司

獨角獸公司通常面對激烈的競爭，不是併購他公司就是被他公司收購，故公司選擇上市之一大目標係為未來併購他公司或被他公司收購所作之考量。

5. 降低上市成本

據統計一家公司上市時為聘請專業之投資銀行作為承銷商，需花費數千萬至一億美元，尤其是大型公司之上市案件，然而直接上市因不須承銷商，故其花費在聘請投資銀行作為財務顧問之成本平均為三千五百萬美元，顯見選擇直接上市之公司得以節省一筆龐大開銷。

6. 程序更加公開透明

直接上市中不再有承銷商訂定上市價格，僅由公司配合交易所約定之指定造市商（Designated Market Maker，簡稱 DMM）共同訂定參考價格（Reference price），並在上市前一日公布供原始股東及投資人參考，使股票價格完全由市場決定，令原始股東可以最真實的價格交易其股票。

我國現行法係採「強制新股承銷」，並未實行直接上市制度，然近年來我國高科技產業已有長足發展，並配合金管會近期發布扶植新創產業之政策，對照之下，似乎雷同於美國直接上市之發展背景，受美國新創科技公司青睞的直接上市制度，是否同樣會符合我國公司之需求引起其興趣，值得觀察。本文認為配合現代公司之需求，創造多元上市管道，有利於我國資本市場與國際接軌，是否需要引進或參考並制定相似概念之制度，值得思考。

⁴ 指成立不到 10 年但估值達 10 億美元以上，又未在股票市場上市的創業公司，其產業類別多為科、電子商務公司。