

## アメリカ「ダイレクトリスティング」制度の紹介

2018年4月、著名な音楽ストリーミングサービスA社は、「ダイレクトリスティング（Direct Listing 又は Direct Public Offering、又は「直接上場」）」方式を選択してニューヨーク証券取引所（以下、NYSE という）に上場し、従来の新規株式公開（以下、IPO という）とは異なる、NYSE で初めてのダイレクトリスティングによる上場企業となった。翌年、人気を博しているビジネス用メッセージングアプリのB社も同様に、NYSE に「ダイレクトリスティング」により上場した。「ダイレクトリスティング」は国際的に広く注目を集めているが、現代企業の需要に対応し、伝統的なIPOとは別の上場市場参入へのもう一つの道となり得るかどうかは、考察に値するところであろう。本稿では、ダイレクトリスティングがどういったものであるかを簡略に説明するとともに、上記A社の上場当時におけるリーガルチームの説明を基に、企業がダイレクトリスティングを選択するインセンティブを分析する。

### 1. ダイレクトリスティングとは

アメリカで上場する場合、従来の「IPO」方式では、企業は先ず米国証券取引委員会（以下、SEC という）へ株式登録を申請し、厳格な開示検査を経た後に、NYSE 又はナスダック証券取引所（NASDAQ）といった上場を希望する取引所へ上場の申請を行う。これと同時に、企業は通常、複数の投資銀行（アンダーライターと呼ばれる）を企業の引き受けシンジケート団として招聘し、引き受けシンジケート団が企業上場に関する事務を担当する。例えば、引受シンジケート団<sup>1</sup>及びそのリーガルチームは、企業のデューデリジェンスを行い、SEC への登録届出書を作成し、投資家に向けたアピールであるロードショー（投資家向け説明会）<sup>2</sup>を開催する。また、アンダーライターは、ロードショーを通じて、潜在的な投資家を把握し、適切な発行価格の設定をする。その後、アンダーライターは、企業が発行した新株の買取引受を行い、一般投資家にその全部又は一部の売り出しを行うほか、企業とアンダーライターが共同で協議した上場市場価格で上場するものとし、場合により、アンダーライターは上場後の価格安定操作を行う必要がある。

<sup>1</sup> 企業は通常、単一のアンダーライターが過度の新株引受のリスクを回避するため、複数の投資銀行をアンダーライターとして招聘して引受シンジケート団と呼ばれるグループを結成する。

<sup>2</sup> アンダーライターが新株発行前に、発行体（上場承認を受けた会社）のために行うプロモーションであり、発行体の企業の知名度を高め、その商品とサービスを宣伝し、投資家の関心を高めるために行うと共に、アンダーライターはこのプロモーションを通して、発行価格、発行量のヒアリング及び潜在的な投資家への勧誘を行う。

本 **Newsletter** は、法律の原則に基づいて説明するものであり、具体的な案件に対する法律意見を提供するものではありません。また、各案件により、その内容及び事実関連が異なり、考慮される面も異なるため、具体案件に対する法律意見のご相談は、弊所へお問合せ下さい。

本文の著作権は、台湾通商法律事務所により所有され、当所の書面許可なく、任意に使用してはならない。

これに対し、「ダイレクトリスティング」の特徴は、従来の IPO の仕組み構造における「アンダーライター」が省略されて、アンダーライターであった投資銀行が「財務顧問」に格下げされることにあり、企業が新株を発行し、アンダーライターがその全部又は一部を売り出す必要がなくなることが最も重要なポイントとなる。企業が SEC への登録を完了し、取引所のダイレクトリスティングの規則に準拠して上場申請を完了した後は、上場初日から、既存株主（初期の投資家又は社員）は持株を直接取引所で売買し、その流動性を確保することができる。また、ダイレクトリスティングでは、財務顧問は登録届出書<sup>3</sup>の起草に協力するが、企業が自ら投資家向け説明会を開催してその宣伝を行い、企業及び取引所の指定するマーケットメーカー（Designated Market Maker）が「参照価格（Reference price）」の設定をするものの、実際の取引価格は依然として市場が決定する。これらの特徴から、ダイレクトリスティングは、一般的に資金調達の必要がなく、且つ知名度が高い企業に比較的適していると言えよう。

## 2. ダイレクトリスティングを選ぶ理由

### (1) 資金調達が不要であること

近年における私募、ベンチャーキャピタルの急速な発展の恩恵を受け、多数のユニコーン企業<sup>4</sup>を生み出したことに加え、数多くのスタートアップ企業が、上場前の私募の段階ですでに十分な資金を獲得している。このため、資金調達のために新株を発行して上場する必要がなくなっただけでなく、新株発行による既存株主の株式の稀薄化も回避することができる。

### (2) 流動性の確保

企業は上場による資金調達を必要とはしないものの、上場により、株式の流動性を確保することで、企業の既存株主は株式を現金に換金できることから、上場はなおも必要である。

### (3) ロックアップ期間（Lock-up period）の制限を受けないこと

伝統的な IPO では既存株主は 90 日から 180 日間のロックアップ期間の制限を受けなければならないことに比べ、ダイレクトリスティングの規定に沿って上場した企業の場合、既存株主にロックアップ期間の制限がない。このため、より迅速に流動性を確保することができ、既存株主がベストのタイミングを逃して損失を被ることを回避することができる。

<sup>3</sup> 登録届出書内には、派生する法的問題を回避するために、投資銀行はアンダーライターではなく、企業の財務顧問のみを担当していることを注記し、両者の職務を区別しなければならない。

<sup>4</sup> ユニコーン企業とは、評価額が 10 億ドル以上で、設立 10 年以内の未上場のベンチャー企業をいう。産業別としては、そのほとんどがテクノロジー、電子商取引企業である。

本 Newsletter は、法律の原則に基づいて説明するものであり、具体的な案件に対する法律意見を提供するものではありません。また、各案件により、その内容及び事実関連が異なり、考慮される面も異なるため、具体案件に対する法律意見のご相談は、弊所へお問合せ下さい。

本文の著作権は、台湾通商法律事務所により所有され、当所の書面許可なく、任意に使用してはならない。

(4) 将来的な M&A に対する考慮

ユニコーン企業は通常、他の企業を買収するか、又は買収されるかといった強烈な競争に直面している。このため、企業が株式上場する主な目的の一つとして、将来における他社の買収又は他社による買収を考慮に入れている。

(5) 上場コストの削減

統計によれば、一企業が上場時に専門家である投資銀行をアンダーライターとして招聘する場合、特に大企業の場合は、数千万から 1 億 US ドルのコストが必要であると言われている。しかし、ダイレクタリスティングではアンダーライターを必要とせず、投資銀行を財務顧問として招聘した場合のコストは平均 3500 万 US ドル程度であり、ダイレクタリスティングを選択することで、企業の上場コストを大幅に抑えることができることが明らかであろう。

(6) よりオープンで透明性のある手続

ダイレクタリスティングでは、上場価格を設定するアンダーライターがないため、企業は、取引所と合意し、指定したマーケットメーカーと共同で参照価格を設定して、あくまでも既存株主及び投資家の参考に供するために上場の前日に公布するのみである。これにより、株式価格は完全に市場によって決定されるため、既存株主は最も現実的な価格でその株式を取引することができる。

台湾の現行法では「強制新株引受」を採用しており、ダイレクタリスティングは未だ行われていない。しかし、近年、台湾のハイテク産業は十分な発展を遂げ、そして金融監督管理委員会が先般発布したスタートアップ企業育成のための政策とも合致しており、アメリカにおけるダイレクタリスティングの発展背景と類似しているように思われる。アメリカのスタートアップ・テクノロジー企業に好まれるダイレクタリスティングが、台湾の企業のニーズにも一致し、企業の関心を引くかどうかは、観察に値するところであろう。本稿では、現代企業の需要に応じて複数の株式上場の手段を作り出すことは、台湾の資本市場が国際基準に合わせるのに有利ではあるが、ダイレクタリスティング制度を導入し、又は参考にして類似概念の制度を定めるべきかどうかは、熟考の価値があると考えられる。

---

本 *Newsletter* は、法律の原則に基づいて説明するものであり、具体的な案件に対する法律意見を提供するものではありません。また、各案件により、その内容及び事実関連が異なり、考慮される面も異なるため、具体案件に対する法律意見のご相談は、弊所へお問合せ下さい。