



From the Corner of Wall Street

日本取引所グループ
ニューヨーク駐在員事務所 **後藤 潤一郎**

—連載（第25回）—

ダイレクト・リスティングとIPOタックス

■ 1. ダイレクト・リスティングとは

ダイレクト・リスティング^(注1)とは、上場時に証券会社による引受けを伴うオフERINGを行わずに、直接取引所に上場する手法である。過去、ダイレクト・リスティングは、外国企業の重複上場や小規模な会社の上場でのみ利用される日陰の存在であったが、2018年4月に、ユーザー数1億5,900万人を有する音楽ストリーミングサービス大手のSpotify（スポティファイ・上場時時価総額約2.8兆円）がNYSEへの上場において、更に、2019年6月に、ビジネス用チャット大手のSlack Technologies（スラック・上場時時価総額約2.1兆円）がNYSEへの上場において利用したことで、広く関心を集めることとなった。

■ 2. IPOタックス

ダイレクト・リスティングに高い関心が集まる背景には、SECのロバート・ジャクソン委員がIPOタックスと称した、IPO市場で長く続く、引受手数料及びIPOディスカウントに関する業界慣行に対する批判がある。ロバート・ジャクソン委員は、2018年4月に開催されたGreater Cleveland Middle Market Forumにおいて「ミドル・マーケットIPOタックス」と題した講演を行い、その中で、中規模のIPOの引受手数料が7%に固定されている慣行と、中規模企業のIPOディスカウント率が大企業よりも高い慣行の問題について指摘した。

■ 3. ダイレクト・リスティングの意味

スポティファイ及びスラックが行ったダイ



レクト・リスティングがどのような取引であるかを、IPOのメリットとデメリットの観点から考えてみる。

IPOのメリットとして一般的に、取引所が提供する①価格発見機能及び②流動性提供機能の享受、IPO時のオフリングによる③資金調達、その他間接的なメリットとしての④知名度・信用力の向上が挙げられるが、このうちダイレクト・リスティングは①、②及び④のメリットを享受する行為として考えられる。スポティファイを例にとると、同社は、上場前に24回の資金調達ラウンドを通じて28億ドルを調達し、また、既に営業キャッシュフローも黒字化されていたことから、上場時点では既に追加的な資金調達ニーズがなかったことがダイレクト・リスティングを選択した理由の一つとして考えられる。

一方、IPOのデメリットとしては、IPOタックスの支払い、つまり、①オフリング時の引受手数料が高いこと（前述のとおり、米国市場ではオフリング金額の7%が一般的）、及び②IPOディスカウントにより公正価格よりも低い評価額での新株発行を強いられることに伴う既存株主の持分の希薄化の拡大が挙げられる。加えて、③上場後のロックアップにより大株主が上場後しばらくの間（一般的には90日から180日）売却できないこともIPOのデメリットとして挙げられる。

この点に関しては、スポティファイやスラックは、ダイレクト・リスティングを選択することで、証券会社に対する引受手数料を支

払わず、既存株主の持分の希薄化を生じさせず、更に、ロックアップ期間なしに（注2）、上場直後からの大株主による株式の売却を可能とすることで、IPOのデメリットを避けることができたと言えるだろう。このように、ダイレクト・リスティングは、IPOのメリットの一つである資金調達を放棄する代わりに、IPOのデメリットである引受手数料の支払い、既存株主の持分の希薄化及び既存株主に対するロックアップを回避することが可能なスキームとなっている。

ただし、ダイレクト・リスティングに欠点がない訳ではない。一般的な新規上場会社は、投資家の間での知名度が低いため、伝統的なIPOでは、主幹事証券会社がアレンジするロードショーを通じて、エクイティー・ストーリーを投資家に理解してもらい、投資家の株式購入意欲を喚起してから上場を迎える。一方、ダイレクト・リスティングでは、ロードショーを行わないため、投資家にエクイティー・ストーリーを理解してもらうための特別な機会がないまま上場を迎えることとなる。そのため、現状では、ダイレクト・リスティングの利用は、既に知名度が高く、投資家に改めて事業内容を説明する必要のない一部の規模の大きい未上場会社に限られるものと見られている（注3）。また、ダイレクト・リスティングの場合、オフリングを通じた安定株主対策（長期保有の大手機関投資家に対する割当）が行われなかったことや、引受証券会社による上場直後の株価の安定操作が行われな



(図表1) スポティファイ及びスラックのダイレクト・リスティングに要した上場コスト

(単位：ドル)	スポティファイ	スラック
SEC登録手数料	55,357	24,115
NYSE上場料	320,000	320,000
印刷費用	875,000	230,000
弁護士費用	5,544,965	2,500,000
会計費用	1,848,900	1,400,000
カストディアン、トランスファー・エージェント及び登録費用	73,806	75,000
アドバイザー手数料	35,000,000	22,060,000
その他費用	2,000,972	99,186
合計	45,719,000	26,708,301

(出典) 会社開示資料から筆者作成。

いこと、更に、大株主のロックアップ期間が設定されていないことから、上場後の株価がボラタイルとなるリスクが指摘されている。

また、ダイレクト・リスティングは、引受手数料を支払わないため、低コストの上場手法とも言われているが、日本における上場コストとの比較では、必ずしも上場コストが安い訳ではない。ダイレクト・リスティングにより取引所に上場する場合、引受手数料の支払いは生じないものの、依然として証券会社に対するフィーの支払いは必要となる。届出書(F-1)によると、スポティファイは上場に係る助言を受けるために、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー及びアレン・アンド・カンパニーをフィナンシャル・アドバイザーとして採用し、35百万ドルを支払ったとのことである。更に、弁護士費用等を含む上場コストの総額は、約45.7百万ドル(約48.7億円)となった。スラックもスポティファイと同様、上場に係る助言を受けるために、ゴールドマン・サックス、モルガン・

スタンレー及びアレン・アンド・カンパニーをフィナンシャル・アドバイザーとして採用し、約22百万ドルをアドバイザー・フィーとして支払い、弁護士費用等を含む上場コストの総額は、約26.7百万ドル(約28.6億円)となった(図表1)。

4. NYSEのダイレクト・リスティングでの資金調達を認める規則改正案

NYSEは、2019年11月26日に、ダイレクト・リスティングの際に新株発行による資金調達を可能にする規則改正案をSECに提出した。NYSEは、12月6日に当初の提案を取下げたものの、12月11日に修正案をNYSEのホームページで公表し、12月20日にSECに正式に申請が受理され、パブリックコメントが開始された。

本改正案は、これまでのダイレクト・リスティングである「既存株主の売却によるダイ



レクト・フロア・リスティング (Selling Shareholder Direct Floor Listing)」に加えて、上場日のオープニング・オークションの価格で新規上場会社が新株を発行して売却する「プライマリー・ダイレクト・フロア・リスティング (Primary Direct Floor Listing)」を認めることを提案した。これにより、本提案が実現した場合、新規上場会社は、引受手数料を支払うことなく、上場日の初値で新株を発行し、資金調達を行うことが可能となる見込みである。

また、NYSEは、ダイレクト・リスティングで上場する場合の浮動株時価総額基準及び株主数基準の取り扱いに関して以下の提案を行っている。

- NYSEは、新規上場基準として浮動株時価総額2.5億ドルの基準を有しているが、プライマリー・ダイレクト・リスティングの場合、初値で発行される新株を浮動株時価総額として計算することを可能とする。
- NYSEは、新規上場基準として単位株主数（100株以上を保有する株主数）400人の基準を有しているが、①プライマリー・ダイレクト・リスティングで2.5億ドル以上の新株発行を行う場合、②プライマリー・ダイレクト・リスティングで新株及び浮動株の時価総額の合計が3.5億ドル以上となる場合、及び③既存株主の売却によるダイレクト・リスティングで浮動株時価総額が

3.5億ドル以上となる場合に、単位株主数400人の基準を上場後90営業日以内（流通基準順守期間）に満たせば足りるものとする（注4）。

NYSEのダイレクト・リスティングでの資金調達を認める規則改正案が認められた場合、上場時に資金調達を行うことができないという、ダイレクト・リスティングの最大の欠点が解消されるため、今後ダイレクト・リスティングがIPOの強力な代替手段となる可能性が高まるものと見られている。

■ 5. おわりに

2020年も、Airbnb、DoorDash、Robinhood、Snowflake Computing、Rubrik、Asanaなど数多くの会社がダイレクト・リスティングを計画していると報道されている。ダイレクト・リスティングの人気の高まりは、リスク・マネー提供機能の上場市場から未上場市場へのシフトや、上場市場の投資家と未上場市場の投資家の力関係の変化（注5）など、今日の証券市場に関する多くの示唆を与えている。NYSEの規則改正案の動向を含め、ダイレクト・リスティングに対する関心は今後も高まっていくものと思われる。

〔出典〕

- ・ <https://www.nyse.com/regulation/rule-filings>
- ・ <http://nasdaq.cchwallstreet.com/filings/>
- ・ <https://www.sec.gov/news/speech/jackson->



middle-market-ipo-tax

- (注1) 日本のメディアの報道では「直接上場」とも訳される。現在、上場時の新株発行による資金調達は、NYSE、Nasdaqのいずれにおいても認められていない。
- (注2) ロックアップ期間は、上場後の需給が崩れないよう引受証券会社、発行体及び大株主の間の契約で規定されるものであり、そもそも引受証券会社が存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存在しない。
- (注3) Nasdaqは2019年12月3日に、中小規模の会社が上場するNasdaq Global及びNasdaq Capital Markets (Nasdaqの下位2市場)でもダイレクト・リスティングを可能とする規則改正を行っている

ることから、Nasdaqは、中小規模の会社もダイレクト・リスティングのターゲットとして考えている模様。

- (注4) 90日経過時点で単位株主数400人の基準満たしていない場合、改善計画を提出することで、更に流通基準順守期間を、6か月を超えない範囲で延長することが認められる。6か月経過後に基準を満たしていない場合は、直ちに売買停止又は上場廃止の対象となる。
- (注5) IPOディスカウントやロックアップ期間は上場市場の投資家を保護するためのプラクティスであり、ダイレクト・リスティングの人気化は上場市場の投資家と未上場市場の投資家の力関係の変化として捉えることもできる。

