

## 変貌を遂げる米国の IPO —SPAC 及びダイレクト・リスティング—

神山 哲也、岡田 功太

### ■ 要 約 ■

1. 米国では特別目的買収会社（SPAC）の IPO が急増している。2020 年の米国 IPO 市場に占める SPAC の比率は、案件数・調達金額で半分ほどに達している。SPAC は、IPO を通じて資金調達し、IPO 後に特定される未公開の企業・事業の買収に当該資金を用いることを目的とした株式会社的一种である。
2. しかし、SPAC との合併を公表した電動トラック・メーカーのニコラによる虚偽開示の可能性が指摘されたことを契機に、米証券取引委員会（SEC）はスポンサー持分への監視強化の姿勢を示している。スポンサーは、買収が実現すれば自身の持分の価値上昇が見込めるため、ディールを遂行する強力なインセンティブを有しているためである。
3. 米国の IPO 市場においては、既存株主による旧株の売却のみを目的としたダイレクト・リスティングによる上場事例も散見される。スポティファイ、スラック、パラティア、Asana 等のユニコーン企業が、相次いで、ダイレクト・リスティングを実施している。
4. 更に、米国の証券取引所は、プライマリー・ダイレクト・リスティングの実現を目指している。これは、引受人を介さずに、発行体自らが新株を売り出す上場手法である。しかし、ダイレクト・リスティング及びプライマリー・ダイレクト・リスティングにおいては、十分な投資家保護が担保されているのか、議論の余地がある。
5. SPAC 及びダイレクト・リスティングは、米国の非上場市場の発展によってユニコーン企業が誕生し、伝統的な IPO 件数が減少するという市場構造の変化の中で台頭している。今後、日本において非上場市場の環境整備が行われた後、SPAC やダイレクト・リスティングのような上場手法の多様化へのニーズが生じる可能性も考えられ、その際、米国の事例は一つの先行事例となろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岩谷賢伸「米国における SPAC の活用を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2008 年冬号。
- ・岡田功太「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号（ウェブサイト版）。

## I はじめに

近年、米国の IPO 市場において、SPAC（Special Purpose Acquisition Company、特別目的買収会社）が注目を集めている。同市場に占める SPAC の比率は、過去 10 年間にわたって、案件数・調達金額で一貫して上昇傾向にあり、また、一部のユニコーン企業によるダイレクト・リスティングの上場事例も散見される。スポティファイが 2018 年 4 月、スラックが 2019 年 6 月、パランティア及び Asana が 2020 年 9 月に、相次いで、ダイレクト・リスティングを実施した。

これらは、伝統的な IPO とは異なる性質の上場である。SPAC は、IPO 時に事業としての実態がなく、IPO 後に未公開の企業・事業を買収する。ダイレクト・リスティングは、新株の発行による新たな資金調達を目的としているのではなく、創業者やベンチャーキャピタル等の既存株主による旧株の売却のみを目的としている。つまり、SPAC 及びダイレクト・リスティングは、米国の非上場市場の発展によってユニコーン企業が誕生し、伝統的な IPO 及び上場企業数が減少するという市場構造の変化の中で台頭していると言える<sup>1</sup>。

本稿では、SPAC 及びダイレクト・リスティングの仕組み、プレイヤー動向、規制当局のスタンス、法的な枠組みについて整理を図る。

## II SPAC

### 1. SPAC の仕組み

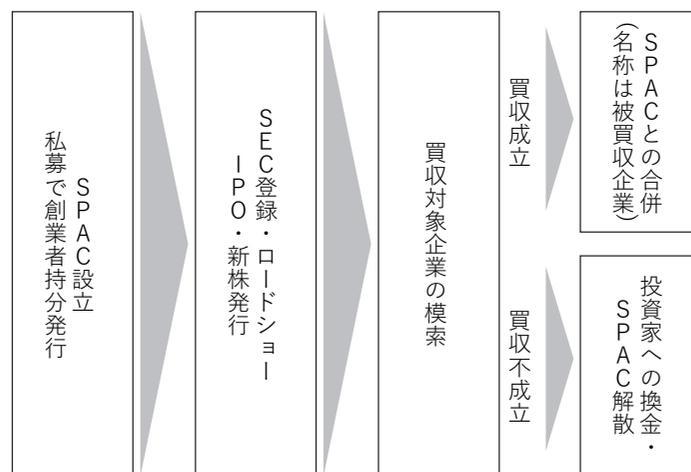
SPAC とは、IPO を通じて資金を調達し、IPO 後に特定される未公開の企業・事業の買収に当該資金を用いることを目的とした株式会社形態のビークルを指す。IPO 時には事業としての実態がなく、何を買収するのかは SPAC の初期出資者・運営者であるスポンサーに白紙委任されることから、規制上は「ブランク・チェック・カンパニー」と呼ばれる。

SPAC の基本的なプロセスは図表 1 の通りである。SPAC の IPO は通常の企業による IPO と同様、米証券取引委員会（SEC）への登録手続きを行った上で、投資家向けロードショーを行い、証券会社の引受プロセスを経る。IPO での調達資金は、買収に利用されるまで、もしくは投資家に返金されるまで、信託勘定に保管される。IPO で投資家に提供される証券は、1 株式と端数ワラント<sup>2</sup>からなる「ユニット」であり、1 ユニットあたり 10 ドルに設定されることが多い。IPO 後、普通株式とワラントは分離して売買することができるようになる。

<sup>1</sup> 米国の上場企業数は、過去 20 年間で半減している。詳細は、岡田功太「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号（ウェブサイト版）、岡田功太、下山貴史「米国の IPO 活性化及びスタートアップ企業への投資促進に係る政策—JOBS 法 3.0 を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2019 年夏号を参照。

<sup>2</sup> 例えば、1 株と 1/4 ワラントを組み合わせたユニットでは、行使可能な 1 ワラントを取得するには 4 ユニット購入する必要がある。

図表1 SPACの基本プロセス



(出所) 野村資本市場研究所作成

スポンサーは、IPO時に新規発行される株式の20%以上に相当する創業者保有分 (founder shares) をIPOに先立って私募の形態で購入する。通常は2.5万ドルといった僅少な額での購入となる<sup>3</sup>。また、多くの場合、デュアル・クラスの株式が発行される。例えば、IPOに参加する投資家に提供されるクラスAと、創業者持分として多議決権が付与されるクラスFといった具合である。この創業者持分が、スポンサーにとって、IPO後に買収を実現するインセンティブとなる。なお、スポンサーは、SPACの運営に係る継続的な報酬は受け取らない。

IPO後、SPACは買収対象の企業・事業を模索し、適切な買収対象が見つかった場合、条件の交渉をする。買収価格はSPACスポンサーと被買収企業・事業との間で決定されるため、伝統的なIPOにおける市場の需給をベースとした証券会社のブック・ビルディングとは企業価値算定の考え方が異なる。そのため、不確実性・ボラティリティの高い市場環境においては、SPACの方がディールの予見可能性が高まったり、足元の環境に左右されない安定的なプライシングがしやすいとされる。

SPACは、買収に際して、IPO時に調達した資金に加えて、PIPEs (公開企業による私募調達) や借入など追加の資金調達を実施することもある。前者について、事前に機関投資家とフォワード・パーチェス契約を締結する場合もある。また、SPACは原則として、買収について株主の承認を得る必要がある。買収の完了を以て、被買収企業は上場企業となる (De-SPACプロセスと呼ばれる)。他方、IPO後、一定期間 (通常は18~24か月) の間に買収を完了させられなければ、株式は償還され、信託勘定に保管された資金が投資家に返金されることになる。

De-SPACプロセスに際して、買収することとなった企業に納得できないなどの理由から、買収後の株式保有を望まない投資家がいることも想定される。ニューヨーク証券取引所 (NYSE) やNASDAQの規則では、買収が実現した場合、買収に反対した株主のみに

<sup>3</sup> 引受証券会社のグリーンシュエ・オプションの行使等により、IPO後の創業者持分の比率は調整される。

買取請求権を付与することが求められるが、実態として多くの SPAC は、すべての株主に対して、De-SPAC プロセスにおける買取請求権を与えている。IPO に参加した投資家にとっては、買取請求権を行使してイグジットした投資家への支払い、PIPEs 等による追加資金調達、被買取企業株主への株式交付など、希釈化要因も多い。

買収後、ほとんどの場合、SPAC は被買収企業の名称となる。被買収企業にとっては、通常の上場プロセスを経ずに上場企業のステータスを獲得することになる。但し、その後は、上場企業として、継続開示義務等の義務を負う。

## 2. SPAC の規制と SEC のスタンス

SPAC は規制上、ブランク・チェック・カンパニーとして扱われる。1933 年証券法に基づく SEC 規則 419 においてブランク・チェック・カンパニーは、①開発段階にある企業で特定の事業の計画・目的を持たなかったり、事業の目的が未特定の企業等の買収・合併であることを示したものであり、②ペニーストックを発行するもの、と定義される。SPAC は「事業の目的が未特定の企業等の買収・合併であることを示したもの」に該当する。IPO で調達した資金は 9 割以上を信託勘定等で保管することが求められ、運用は預金、MMF、政府債・政府保証債に限られる。その上で SPAC は、IPO から 18 か月以内に公正価値が同口座の 80% 以上に相当する買収を完了することが求められる。それまでに買収を完了できなかった場合、期限の延長を SEC に申し出るか（最大 36 か月まで延長可）、資金を投資家に返還することとされる。こうした SEC 規則に加え、買収が完了して被買収企業が上場企業となる際、上場先市場の上場規則の要件を満たす必要もある（後述）。

2020 年に入って SPAC が急拡大する中、ニコラ・コーポレーションの事案を契機に、SEC は SPAC への監視強化の姿勢を示している。ニコラは電動トラックのメーカーであり、2020 年 6 月、NASDAQ 上場の SPAC であるヴェクトル Q アクイジション・コープとの合併を発表した。その後、独立系リサーチ会社がニコラの虚偽開示についてレポートを発表し、同社の株価は急落した。この事案を受けて SEC のクレイトン委員長は、SPAC が伝統的な IPO に対して健全な競争を提供し得るものと評価する一方、適切な情報開示と透明性が前提になるとし、特に SPAC のスポンサーが IPO の前と後でどれだけエクイティ持分を保有していたかなど、スポンサーのインセンティブに注目しているという。前述の通り、スポンサーにとって、買収が実現すれば自身の創業者持分の価値上昇が見込めるため、仮に最良でなくともディールを遂行する強力なインセンティブがある。クレイトン委員長は 2020 年末までの辞任の意向を示しているが、次期バイデン政権で新たに就任する委員長のスタンス次第では、SPAC への監視が一層強まることも想定される。

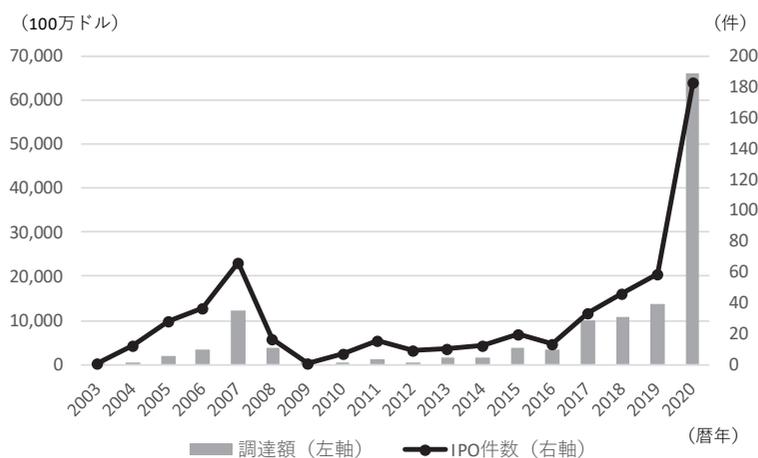
### 3. SPAC 市場拡大の経緯

SPACが登場したのは1980年代であるが<sup>4</sup>、足元、急激に存在感を増している（図表2）。米国 IPO 市場に占める SPAC の比率は、グローバル金融危機を経て一旦減少した後、ほぼ一貫して上昇傾向にあるが、特に 2020 年には案件数で 52%、調達金額で 47%を占めるに至っている<sup>5</sup>。

中長期的な SPAC 拡大の背景としては、①サーベンス・オクスリー法等の規制強化で伝統的 IPO のコストが高まったこと、②プライベート・エクイティ（PE）ファンドよりも短期で投資回収できること、③著名な経営者や金融プロフェッショナルがスポンサーとなる事例が増加して投資家の関心が高まっていること、などが挙げられよう。また、間接的には、クレイトン委員長体制の SEC におけるプライベート市場活性化の取り組みが奏功しつつあるということも考えられよう。

もっとも、足元の SPAC の急拡大は、それ自体が注目に値する。コロナ禍と SPAC 急拡大の関係は必ずしも明確ではないが、個人投資家の増加が関係している可能性が指摘されている。コロナ禍で自宅にいる時間が増える中、オンライン証券を中心に口座開設が急増しているのは、日・米・欧で共通してみられる現象となっている<sup>6</sup>。他方、スポンサーとしては、買取請求をしない、高いバリュエーションでも購入する、といった傾向があるとされる個人投資家に購入して欲しいというインセンティブがあるとの指摘もある<sup>7</sup>。このような需給の一致から、コロナ禍において SPAC の IPO が急増した可能性が考えられる。

図表2 米国における SPAC の IPO 件数と調達額推移



(注) 2020年の数字は11月19日時点。

(出所) SPAC Analytics より野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> SPAC の歴史については、岩谷賢伸「米国における SPAC の活用を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2008年冬号参照。

<sup>5</sup> SPAC Analytics、11月19日時点。

<sup>6</sup> 米国については、岡田功太「コロナ禍で加速する米国リテール証券業界のデジタル化」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号参照。

<sup>7</sup> “Spac IPOs hit record level,” *IR magazine*, August 10, 2020.

また、コロナ禍に伴うマーケットの混乱が続く中で、SPAC が上場市場にアクセスするルートとして非上場企業に選好されたとの指摘もある<sup>8</sup>。通常の IPO では時間もコストもかかる一方、SPAC ではプロセスとしては上場ではなく M&A であるため、スポンサーと協議の上、より柔軟にタイミングや価格を調整することができると考えられた可能性がある。

なお、SPAC の上場はロンドン証券取引所等でも見られるが、ほとんどが米国である。リフィニティブによると、2020 年初から同年 8 月 5 日までで SPAC のグローバルな調達額は 239 億ドルであり、うち 236 億ドルが米国市場での調達であった<sup>9</sup>。

## 4. SPAC を巡るプレイヤー動向

### 1) 証券会社と取引所

米法律事務所プロスカウア・ローズの報告書によると<sup>10</sup>、近年の SPAC は大型化しており、調査対象の 2016 年初から 2020 年 6 月末までの 95 件の SPAC のうち 3 億ドル以上の案件が 17 件に達したという。市場全体の規模と 1 案件当たりの規模の拡大は、事後的に生じる可能性のある M&A アドバイザリー等と合わせて、引受証券会社にとっての魅力的なビジネス領域になっている。実際、SPAC 引受に参加する証券会社は増えており、通常の IPO の引受ランキングとは異なる顔ぶれとなっている（図表 3）。例えば、クレディ・スイスが米国内の引受で上位に来るのはファースト・ボストン時代以来とされている。ジェフリーズやカンター・フィッツジェラルドも伝統的な IPO では最上位には登場しない顔ぶれである。また、SPAC が拡大し始めた 2017 年と比べた場合、金額・件数が 2020 年は桁が異なっていることもさることながら、現在の SPAC の原型を開発したとされるデイビッド・ナスバウム氏が会長を務めるアー

図表 3 米国における SPAC 引受リーゲテーブル

2017年				2020年			
順位	機関名	金額	件数	順位	機関名	金額	件数
1	クレディ・スイス	1,939.3	8	1	クレディ・スイス	12,380.7	38
2	シティグループ	1,360.2	8	2	シティグループ	9,348.3	36
3	ドイツ銀行	1,346.2	7	3	ゴールドマン・サックス	7,675.9	30
4	アーリーバードキャピタル	1,014.2	7	4	ジェフリーズ	5,240.0	21
5	キャンターフィッツジェラルド	930.0	4	5	UBS	4,539.6	18
6	ゴールドマン・サックス	870.3	5	6	キャンターフィッツジェラルド	4,430.4	17
7	JPモルガン・チェース	549.2	4	7	モルガン・スタンレー	4,181.1	20
8	BofAセキュリティーズ	230.0	1	8	ドイツ銀行	4,108.2	21
9	スタイフェル・ニコラウス	228.3	2	9	JPモルガン・チェース	3,272.2	15
10	コーウェン	215.6	2	10	BofAセキュリティーズ	3,079.6	16

(注) 金額の単位は 100 万ドル。2020 年 12 月 4 日時点。

(出所) SPAC Research より野村資本市場研究所作成

<sup>8</sup> Proskauer Rose, “SPAC IPO Study 2020,” August 4, 2020. 2016 年 1 月から 2020 年 6 月の SPAC 案件 95 件を対象とした調査。

<sup>9</sup> “The Spac race: Wall St banks jostle to get in on hot new trends,” *Financial Times*, August 11, 2020.

<sup>10</sup> 前掲脚注 8 報告書。

リーバードキャピタルやスタイフェル・ニコラウス、コーウェンといった中堅証券が上位から姿を消した点も注目される。伝統的な IPO の引受ランキング上位の大手証券会社が SPAC 事業を積極化させていることが見て取れる。

証券取引所も、SPAC をビジネス機会の一つとして重視するようになってきている。NYSE や NASDAQ は元々、買収実現前の SPAC 上場には消極的であり、上場市場で SPAC を取り扱っていたのは旧アメリカン証券取引所など一部に留まっていた。しかし、NASDAQ は 2010 年、SPAC に係る上場規則を改正し、従来は買収完了に先立って株主承認が義務付けられていたところ、SPAC 株主の持分に対する公開買付を行うことも規則上可能とした（テンダー・オファー・ストラクチャーと呼ばれる）<sup>11</sup>。NASDAQ がその後、SPAC の扱いを増やす中、NYSE も SPAC にビジネス機会を見出し、2017 年に初の SPAC 上場を認めた。規則変更としては、NASDAQ 同様のテンダー・オファー・ストラクチャーを導入したことに加え、上場に必要単位株（100 株=1 ラウンド・ロット）の保有者数を従来の 400 人から NASDAQ と同じ 300 人に引き下げた<sup>12</sup>。ここから NYSE における SPAC 上場が拡大し、ディールロジックによると、2020 年 10 月までの IPO 調達金額は、NASDAQ が 610 億ドルに対して NYSE が 660 億ドルであり、NYSE の約 3 分の 2 は SPAC 上場によるものとなっている<sup>13</sup>。

## 2) 著名経営者・ファンドマネージャーによる大型案件

### (1) パーシング・スクエアの SPAC

過去最大の SPAC 調達案件で、2020 年の SPAC ブームの象徴とも目されるのが、アクティビストとして知られるビル・アックマン率いるパーシング・スクエアがスポンサーを務めるパーシング・スクエア・トンチン・ホールディングスである<sup>14</sup>。2020 年 7 月に NYSE に上場し、その際、20 ドルのユニット（PSTH.U）を 2 億ユニット発行して、約 40 億ドルを調達した。また、パーシング・スクエアの 3 本のファンドによる 10 億ドル相当のフォワード・パーチェス契約に基づくコミットメントがあり、更に 20 億ドルの追加出資を受けるオプションもある。即ち、最大で 70 億ドルの買収を手掛けることができる SPAC である。なお、IPO の 52 日後から、株式（PSTH）とワラント（PSTH.WS）は分離して取引されるようになっている。

同 SPAC は規模以外でも特徴的な点がある。まず、スポンサーは、通常の 20% の創業者持分ではなく、IPO の 3 年後に公開価格を 20% 上回る 24 ドルで 5.95% の持分を取得できるワラントを 6,500 万ドルで購入している。また、投資家が購入するユニットのワラントは 1/9 ワラントとなっているが、同時に 2/9 ワラントも発行されており、

<sup>11</sup> 翌 2011 年、NYSE Amex も同様の規則改正を実施している。

<sup>12</sup> NYSE、NASDAQ とも、その後、単位株保有者の要件を更に 150 人に引き下げる規則改正を申請したが、SEC により却下されている。

<sup>13</sup> “NYSE wins back listing crown from Nasdaq after luring Spacs,” *Financial Times*, November 1, 2020.

<sup>14</sup> 厳密には、パーシング・スクエア・キャピタル・マネジメント L.P. が運用する 3 本の投資ファンドが保有するパーシング・スクエア TH スポンサー LLC がスポンサーとなっている。

企業買収時に償還される 1 株式ごとに 2/9 ワラントが比例按分で残った投資家に割り当てられる（トンチンという名称の由来である）。創業者持分による投資家持分の希釈化・利益相反への対応、企業買収時に投資家に株主として残るインセンティブ強化を図ったものと言える。

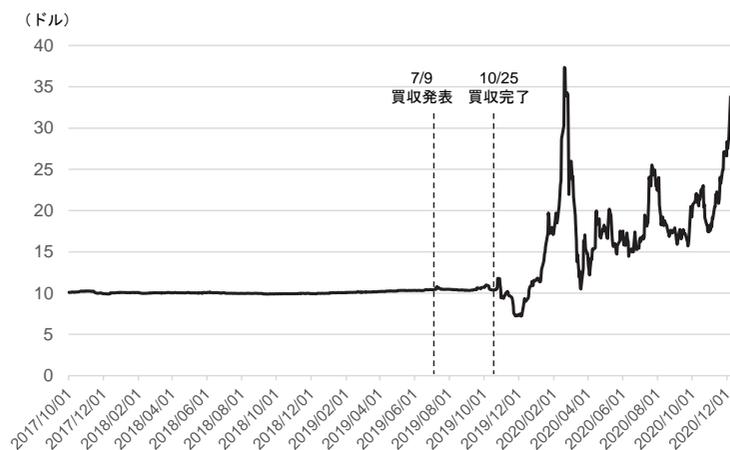
パーシング・スクエア・トンチン・ホールディングスは「成熟したユニコーン」等を買収することを目的としており、一時期、ブルームバーグやエアビーアンドビーの買収観測が報じられたこともあった（両社とも観測記事を否定している）。

## （2）ソーシャル・キャピタル・ヘドソフィアの SPAC

元フェイスブックのチャマト・パリハピティヤ氏は、SPAC スポンサーシップに特化した投資会社ソーシャル・キャピタル・ヘドソフィア・ホールディングスを設立し<sup>15</sup>、6つの SPAC を上場させている。それぞれの名称は、設立順に IPOA、IPOB、IPOC、IPOD、IPOE、IPOF となっている。このうち、IPOA は 2019 年 10 月、ヴァージン・グループのリチャード・ブランソン会長が設立した宇宙旅行ビジネス会社のヴァージン・ギャラクティックとの統合を完了した。統合後の社名はヴァージン・ギャラクティック・ホールディングスであり、NYSE に普通株（SPCE）、ユニット（SPCE.U）、ワラント（SPCE.W）を上場している。IPOA/SPCE の株価をみると、買収実現までの値動きは 70 セント程度の僅少なレンジに収まっており、買収後に大きく値動きしていることがわかる（図表 4）。これは、他の SPAC でもみられる傾向である。

他方、IPOB～IPOF は、現在買収対象を模索しているところである。いずれも 2020 年 3 月以降に設立・IPO したものであり、IPOA におけるヴァージン・ギャラクティ

図表 4 IPOA・SPCE 株価推移



（注） 2020 年 12 月 16 日時点。

（出所） Bloomberg より野村資本市場研究所作成

<sup>15</sup> 同社は投資会社のソーシャル・キャピタルとヘドソフィアのパートナーシップ。なお、パリハピティヤ氏はスラックの初期投資家でもある。

クの成功例を受けたものと考えられる。IPOBとIPOCはユニット、普通株、ワラントを、IPOD～IPOFはユニットを、NYSEに上場している。また、いずれもテクノロジー産業を買収のターゲットとしているが、IPOBは主に米国内、IPOCは主に米国外の企業の買収機会を模索するものである（IPOD～IPOFは地域を定めていない）。

### Ⅲ ダイレクト・リスティング

#### 1. ダイレクト・リスティングの概要

##### 1) NYSEによるダイレクト・リスティングの容認

ダイレクト・リスティングは、証券会社等の引受人が介在せず、新株を発行しない上場手法である。つまり、ダイレクト・リスティングは、新たな資金調達を目的とした上場ではなく、発行体の創業者やベンチャーキャピタル等の既存株主が、上場前に取得した旧株のみを流通市場で売却することを目的としている。そのため、ダイレクト・リスティングにおいては、ロックアップ期間は設定されず、既存株主は上場初日に旧株を売却できる。また、ダイレクト・リスティング実施時には、発行体による機関投資家へのロードショーも行われ<sup>16</sup>ない。すなわち、ダイレクト・リスティングを行う企業は、非上場市場において十分な資金を調達することに成功しており、既に知名度が高く、ユニコーン企業に分類されていることが多い。

NYSEは2018年2月に上場規則を改正し（2018年規則）、ダイレクト・リスティングを認めた<sup>17</sup>。従前、NYSEの規則は、①独立した第三者の評価と、②登録免除で募集された普通株の直近の取引価格の2つの基準において、発行体の「公に保有されている株式（publicly-held shares）」の市場価値が1億ドル以上であることが示されなければ、上場は認められなかった。ここで言う「公に保有されている株式」とは、発行体の取締役、執行役員、その近親者等以外の者が保有している発行体の株式を指す。

2018年規則は、上記の①及び②を改正し、発行体の「公に保有されている株式」の市場価値が2億5,000万ドル以上であることが証明され、かつ、上場初日の値付けを担う指定マーケット・メーカー<sup>18</sup>が、ファイナンシャル・アドバイザーと協議することで参照価格を決定する、という条件を満たせば上場を認めると規定した。つまり、

<sup>16</sup> ただし、インベスターデイと呼ばれる投資家向けのプレゼンテーションを行うことは認められている。ただし、インベスターデイに、ファイナンシャル・アドバイザーが参加することは原則として容認されていない。

<sup>17</sup> Release No. 34-82627; File No. SR-NYSE-2017-30, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Notice of Filing of Amendment No. 3 and Order Granting Accelerated Approval of Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 3, to Amend Section 102.01B of the NYSE Listed Company Manual to Provide for the Listing of Companies that List Without a Prior Exchange Act Registration and that Are Not Listing in Connection with an Underwritten Initial Public Offering and Related Changes to Rules 15, 104, and 123D.

<sup>18</sup> 米国最大級の指定マーケット・メーカーは、高頻度取引業者として著名なシタデル・セキュリティーズである。詳細は、岡田功太、杉山裕一「米国金融市場の構造変化の中で存在感を増すシタデル」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号を参照。

私募発行された発行体の非上場株式が、非上場株式取引プラットフォーム<sup>19</sup>等において売買された実績がなくても、ユニコーン企業のように巨大な市場価値があることを証明できれば、上場は承認されることとなった。また、発行体は、引受人を採用しなくても、ファイナンシャル・アドバイザーを指名すれば、上場できることが明らかになった。

SEC が、NYSE の 2018 年規則を承認した後に、スポティファイが 2018 年 4 月、スラックが 2019 年 6 月、パランティア及び Asana が 2020 年 9 月に、相次いでダイレクト・リスティングを実施した。

## 2) 公開価格と参照価格の適正性

ダイレクト・リスティング実施企業は、上場初日にどの程度の株数が売却可能であるのか、登録届出書において明記する<sup>20</sup>。ただし、それは、発行体の既存株主が、上場初日に、実際に売却する株数を意味しているわけではない。また、ダイレクト・リスティング実施時には、ブック・ビルディングが行われないことから、発行体の経営陣等は、自身の旧株について、どの程度の購入需要が流通市場にあるのか、事前に把握できるような機会も限定的である。あくまでも、ダイレクト・リスティングによる上場初日の株価は、市場の需給によって決まる。

これらは NYSE において、初のダイレクト・リスティングを実施したスポティファイの要望であった。同社は、資金調達を行わず、ロックアップ期間を設けないということ以外に、①全ての売り手と買い手に株式への自由なアクセスを与え、既存株主が市場価格で上場直後に売却できること、②透明性が高く市場主導の価格発見を可能とする上場プロセスを実施することを求めていた<sup>21</sup>。

つまり、伝統的な IPO の公開価格は、引受人が機関投資家の需要状況を確認し、機関投資家に対して分売することを前提としている。他方で、ダイレクト・リスティングにおいては、ファイナンシャル・アドバイザー及び指定マーケット・メーカーと協議して参照価格を公に提示するものの、あくまでも、機関投資家以外の投資家を含む、全ての市場参加者の需給が、現時点の価格の適正性を担保するという前提に立っている。

## 3) SEC によるノー・アクション・レターの発出

スポティファイが、ダイレクト・リスティングを実現するにあたって、取引制限期間の設定手法が課題であった。伝統的な IPO においては、一般的に、引受人が分売の

<sup>19</sup> 詳細は、岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み—自衛力認定投資家の規制緩和を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2020 年秋号、同「コロナ禍で注目を集める米国の株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』2020 年夏号を参照。

<sup>20</sup> 例えば、ダイレクト・リスティング実施企業が、上場前に他社から出資を受けており、ロックアップ契約を締結している場合は、上場初日に売却されないため、登録届出書に記載される売却可能な株数には含まれない。

<sup>21</sup> Latham & Watkins LLP, “Spotify Case Study: Structuring and Executing a Direct Listing,” July 5, 2018.

参加者となった時（公開価格決定の5営業日前）から、分売への参加終了時までの期間を取引制限期間とする。これはSECの1934年証券取引所法のレギュレーションMに基づく措置であり、引受人やその関係者等による相場操縦等の抑止が目的である。しかし、ダイレクト・リスティングにおいては、引受人は採用されず、分売は行われないことから、どの様な形で取引制限期間を設定すればレギュレーションMに抵触しないのか、不明瞭であった。

そこで、SECは2018年3月に、ノー・アクション・レターを発出し、NYSEにおいて指定マーケット・メーカーが参照価格を決定する5営業日前から、NYSEの流通市場で取引が開始された日までをダイレクト・リスティングにおける取引制限期間としている限りにおいては、レギュレーションMに基づく制裁は行わないことを明示した<sup>22</sup>。ここから、SECもダイレクト・リスティングの実現を後押ししたことが見て取れる。

#### 4) ファイナンシャル・アドバイザーが得る報酬

ダイレクト・リスティング実施企業は、NYSEの上場規則に基づいて、引受人ではなく、ファイナンシャル・アドバイザーを起用する。その役割は、同企業の株式価値評価、参照価格の設定に関する助言、登録届出書の作成、上場時の開示資料や投資家向けプレゼンテーション資料の作成等である。他方で、ファイナンシャル・アドバイザーは、株式の勧誘や販売、ロードショー等の投資家とのミーティングの支援、安定操作取引等を行わない。そのため、ファイナンシャル・アドバイザーが得る報酬は、伝統的なIPOにおける引受人よりも低いとされている。

しかし、ダイレクト・リスティングにおける証券会社1社あたりの報酬は、単純比較は困難であるが、必ずしもIPOより低いというわけではないという指摘もある<sup>23</sup>。これは、特に、大型IPOの場合、多数の証券会社が報酬を分割して得るためである。例えば、スポティファイの10日前にIPOを実施したドロップボックスは、12社の引受人を採用した。それに対して、スポティファイは、ダイレクト・リスティング実施時に、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、アレン・アンド・カンパニーの3社をファイナンシャル・アドバイザーとして起用し、約3,500万ドルの報酬を支払った。つまり、企業にとっては、IPOよりもダイレクト・リスティングの方が安価である場合が多いと言えるが、ファイナンシャル・アドバイザーを務める米大手証券会社にとっては、ダイレクト・リスティングの増加は、収益獲得機会の拡大を意味している。実際に、ゴールドマン・サックス及びシティ・グループは、ダイレクト・リスティングを促すNYSEの取り組みを支持している<sup>24</sup>。

なお、ダイレクト・リスティングにおける報酬は、企業からファイナンシャル・ア

<sup>22</sup> SEC, "Re: Spotify Technology S.A. TP File No. 18-10," March 23, 2018.

<sup>23</sup> "Morgan Stanley, Goldman Make Their Own Direct-Listing Pitches," *Bloomberg*, October 5th 2019.

<sup>24</sup> Goldman Sachs, "Re: File Number SR-NYSE-2019-67," February 7, 2020. Citigroup, "Re: File Number SR-NYSE-2019-67," February 26, 2020.

ドバイザーに直接支払われるが、伝統的な IPO における引受人の報酬は、主に引受手数料やグロス・スプレッドである。グロス・スプレッドとは、引受人が新規公開する株式を発行体から購入する価格と、それを流通市場に売り出す価格の差である。

## 2. プライマリー・ダイレクト・リスティングの概要

### 1) 資金調達を伴うダイレクト・リスティング

NYSE は 2020 年 8 月に、再び上場規則を改正し（2020 年規則）、①発行済み株式を売却するダイレクト・リスティングを、「セリング・シェアホルダー・ダイレクト・フロー・リスティング」と規定し、②資金調達を伴う新たなダイレクト・リスティングを、「プライマリー・ダイレクト・フロー・リスティング」と規定した<sup>25</sup>。一般的に、前者をダイレクト・リスティング、後者をプライマリー・ダイレクト・リスティングと呼称する。プライマリー・ダイレクト・リスティングは、引受人を介さずに、発行体自らが新株を売り出すことを許容しているため、IPO と類似しているが、発行体にとって低コストであることもあり、企業の上場手法を大きく変化させる可能性を秘めている。

2020 年規則は、プライマリー・ダイレクト・リスティングについて、①上場初日のオープニング・オークションにおいて、1 億ドル以上の市場価値に相当する株式を売却する、または、②上場初日のオープニング・オークションで売却する株式の市場価値と、上場直前の「公に保有されている株式」の市場価値の合計値が、2 億 5,000 万ドル以上であると証明することが要件として規定された。そして、2020 年規則は、上記②における「市場価値」とは、発行体が登録届出書において規定した価格レンジの下限値を用いて算出される値であると規定した。

### 2) イシューアード・ダイレクト・オフリング・オーダーの導入

NYSE は、2020 年規則において、「イシューアード・ダイレクト・オフリング・オーダー（IDO オーダー）」という新たな発注タイプの導入を規定した。IDO オーダーは、プライマリー・ダイレクト・リスティング実施企業の値付けを担う指定マーケット・メーカーが、同企業株の売買のために、上場初日のオークションにおいてのみ活用する指値注文であり、①IDO オーダーの制限価格は、発行体が登録届出書において規定した価格レンジの下限値と同額とすること、②発行体によって発行される全ての株数（登録届出書に記載された値）を取り扱うこと、③原則としてキャンセルまたは修正されないこと等を要件としている。

ただし、プライマリー・ダイレクト・リスティングによる上場初日に、発行体が登

<sup>25</sup> Release No. 34-89684; File No. SR-NYSE-2019-67, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Order Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Amend Chapter One of the Listed Company Manual to Modify the Provisions Relating to Direct Listings.

録届出書において規定した価格レンジが高過ぎる等の理由で、取引需要が十分ではなく、指定マーケット・メーカーが値付けできなかつた場合、IDO オーダーはキャンセルされ、プライマリー・ダイレクト・リスティングは中止される。そのため、発行体は、ファイナンシャル・アドバイザー及び指定マーケット・メーカーと十分に協議し、プライマリー・ダイレクト・リスティングを実施するにあたって適正と考えられる価格レンジを設定する必要がある。

### 3. 明確化が求められるダイレクト・リスティングの法的な枠組み

#### 1) ゲートキーパーとしての引受人の責任

NYSE が、2020 年規則を SEC に申請した際、引受人の役割に注目が集まった。伝統的な IPO の引受人は、登録届出書の虚偽記載に係る 1933 年証券法第 11 条の責任を負うため、それを回避する目的で発行体のデュー・デリジェンスを実施し、虚偽記載等によって投資家に損失をもたらす可能性がある企業の株式引き受けを取り扱わないインセンティブを有している。すなわち、IPO の引受人とは、ゲートキーパーとしての役割を果たしている。

他方で、プライマリー・ダイレクト・リスティングにおけるファイナンシャル・アドバイザーは、新株を売り出すわけではないことから、ゲートキーパーとして活動するインセンティブは有していない。そのため、米国証券協会（American Securities Association）は 2019 年 12 月に、プライマリー・ダイレクト・リスティングは、1933 年証券法の理念である投資家保護を十分に考慮した形で設計されたものではないと述べた。すなわち、プライマリー・ダイレクト・リスティングは、公に株式を売り出す規制システムにおける抜け穴を利用したものであるという主張である<sup>26</sup>。

それに対して NYSE は、プライマリー・ダイレクト・リスティングにおいては、発行体の取締役、経営陣、独立監査人等が、IPO の引受人と同様に、虚偽記載等によって投資家に損失をもたらすような事態を回避しようとするインセンティブを有していることから、ゲートキーパーとしての責任を果たしており、投資家保護は十分に考慮されていると反論した<sup>27</sup>。SEC は 2020 年 8 月に、NYSE の主張を踏まえて、前述の通り、2020 年規則を承認した。

#### 2) トレーシングの実現可能性

機関投資家評議会（Council of Institutional Investors）は 2020 年 9 月、SEC に嘆願書を提出し、ダイレクト・リスティングにおけるトレーシングの実現可能性を問題視した<sup>28</sup>。トレーシングとは、流通市場で取得した投資家が保有する有価証券が、虚偽記

<sup>26</sup> American Securities Association, “Re: Investor Protection Concerns Related to Direct Listings,” December 12, 2019.

<sup>27</sup> NYSE, “Re: Securities Exchange Act Release No. 87821 (December 20, 2019). SR-NYSE-2019-67,” March 16, 2020.

<sup>28</sup> Council of Institutional Investors, “Re: file No. SR-NYSE-2019-67, Council of Institutional Investors, Petition for Review of an Order, Issued by Delegated Authority, and Brief in Opposition to Motion to List the Automatic Stay,” September 8, 2020.

載のある登録届出書によって発行された有価証券であることが立証できれば、1933年証券法第 11 条に基づく訴訟における原告適格が認められるというものである。

伝統的な IPO の場合、トレーシングは比較的容易である。引受人から有価証券を直接取得した一次取得者は、登録届出書に登録されて発行された有価証券を保有しているため、原告適格を証明できるし、流通市場で株式を取得した二次取得者も、発行体の会社関係者が上場前に取得した旧株（登録届出書に登録されていない発行済み株式）についてはロックアップ期間中に売却されることはないため、トレーシングの立証の負担は限定的である。

他方で、ダイレクト・リスティングの場合、ロックアップ期間は設けられておらず、上場初日から、登録届出書に登録されて売却された株式と、そうでない株式が、同時に流通する可能性が高い。上場時のスポティファイを例に挙げると、同社の発行済み株式のうち、①約 9%はテンセント、②約 60%は 1 年以上保有する非従業員、③約 31%は保有期間が 1 年未満の非従業員と従業員（創業者を含む）が保有していた。このうち、同社が、ダイレクト・リスティング実施時に SEC に登録したのは上記③のみであった。上記①はスポティファイとテンセントの間でロックアップ契約が締結されており、上記②は規則 144<sup>29</sup>に基づいて SEC 登録以前でも売却可能であったためである。

つまり、スポティファイの上場初日には、上記②及び③の株主が持分を売却する可能性があり、②は登録されていないことから、トレーシングの立証は困難であった。そのため、ダイレクト・リスティング実施企業が登録届出書において虚偽の記載をしていた場合においても、損害賠償請求をすることは困難となり、十分な投資家保護が担保されているのか疑念が生じた。SEC は、この嘆願書を受けて、一旦、承認した 2020 年規則を事後的に保留した。

### 3) 1933 年証券取引法第 11 条訴訟の成立

実は、前述の機関投資家評議会の主張は、ダイレクト・リスティング実施企業であるスラック及びその経営陣に対する集団訴訟を参照している。スラックは上場後の 2019 年 9 月に、アナリスト予想を大幅に上回る損失を公表した。そこで、スラックの株主は、同社が登録届出書において、サービスを停止した際の業績への影響を詳細に開示していなかったとして、1933 年証券取引法第 11 条に基づいて、カリフォルニア州北部地区連邦地方裁判所に提訴した。それに対して、スラックは、ダイレクト・リスティング実施時に、登録届出書を提出することで市場に売却可能とした株式は、同社の発行済み株式総数の約 42%であり、残りの株式の一部は規則 144 に基づいて上場初日に売却可能であったことから、原告はトレーシングが困難であり、原告不適格で

<sup>29</sup> 転売制限付きの有価証券の売却要件を定める規定。詳細は、齋藤芳充、吉川浩史「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号を参照。

あると主張した。カリフォルニア州北部地区連邦地方裁判所は2020年4月に、スラックの主張を認め、原告の訴えを却下した<sup>30</sup>。

つまり、ダイレクト・リスティングにおいて、1933年証券取引法第11条に基づく訴訟は成立し得ないという司法判断が下されたことで、プライマリー・ダイレクト・リスティングにおいて、投資家保護は十分に考慮されているというNYSEの主張に疑義が生じた。しかし、SECは現在、プライマリー・ダイレクト・リスティングのみを停止し、ダイレクト・リスティングについては継続を許容しており、整理が必要となった。実際に、SECのアリソン・ヘレン・リー委員は2020年10月、ダイレクト・リスティング（及びプライマリー・ダイレクト・リスティング）のトレーシングに係る法的な枠組みについて精査中であると述べた<sup>31</sup>。

その後、SECは2020年12月に、トレーシングの問題は必ずしもプライマリー・ダイレクト・リスティング固有の問題とは言えないなどとして、2020年規則が1933年証券取引法における投資家保護に反するところはないとする命令を発出した<sup>32</sup>。これにより、NYSEにおけるプライマリー・ダイレクト・リスティングが可能となった。今後、米国において、引受人が介在しない上場が普及していくのか、注目される。

## IV おわりに

SPAC及びダイレクト・リスティング、プライマリー・ダイレクト・リスティングを巡っては、米国においても未だ議論のあるところである。本文でも触れたが、例えばSPACについては、IPO投資家持分の希釈化の問題、SPACスポンサーのインセンティブと利益相反の問題等が指摘されている。足元のコロナ禍という特異な経済・市場環境下で急増しているが、それが永続的なものであるかは不明である。また、プライマリー・ダイレクト・リスティングについては、未だ実例もない。今後、米国において、これらの手法がどれだけ定着・普及していくかは、注目されるところである。

他方、日本においては、前提となる資本市場の発展段階が米国と異なっている。即ち、米国のように非上場市場が発展してユニコーン企業が次々に出現している状況ではなく、また、IPO・上場会社数が減少しているような状況にあるわけでもない。むしろ、上場を主目的とする「上場ゴール」思考の下で、必ずしも上場企業としての準備のできていない企業の上場が多いとの指摘もある。

そうした中、日本では、金融庁金融審議会市場制度ワーキング・グループや日本証券業協会の非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会などにおいて、非上場市

<sup>30</sup> Dennee v. Slack Technologies Inc., No. 19-cv-05857-SI (N.D. Cal. Apr. 21, 2020).

<sup>31</sup> Commissioner Allison Herren Lee, “Investing in the Public Option: Promoting Growth in Our Public Markets Remarks at The SEC Speaks in 2020,” October 8, 2020.

<sup>32</sup> Release No. 34-90768; File No. SR-NYSE-2019-67, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Order Setting Aside Action by Delegated Authority and Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Amend Chapter One of the Listed Company Manual to Modify the Provisions Relating to Direct Listings.

場の活性化に向けた取り組みが議論されている。今後、日本において非上場市場の環境整備が行われ、非上場市場の厚みが増した暁には、上場手法の多様化へのニーズが生じる可能性は考えられよう。その際、米国における SPAC やダイレクト・リスティングを巡る議論・動向は、一つの先行事例になるものと思われる。