

## 米国 NYSE のダイレクト・リスティングにおける 投資銀行の役割

戸本 幸亮

はじめに

1. ダイレクト・リスティングとは
  - 1-1. “ユニコーン” がダイレクト・リスティングを選んだ背景
  - 1-2. ダイレクト・リスティングのリスク
  - 1-3. 小括
2. ダイレクト・リスティングのプロセスと財務アドバイザーの役割
  - 2-1. 登録届出書の提出と NYSE 規則の改訂
  - 2-2. 財務アドバイザーの役割
3. 投資家保護と財務アドバイザーの責任を巡る議論
  - 3-1. ゲートキーパー責任
  - 3-2. 登録届出書の虚偽記載に係る引受人らの民事責任—証券法11条
  - 3-3. 引受人の定義を巡る裁判例
  - 3-4. 財務アドバイザーが証券法上の引受人に該当するとの主張
  - 3-5. 財務アドバイザーにゲートキーパーとしてのインセンティブを与えるための提案
  - 3-6. 証券法11条訴訟の障壁
  - 3-7. 証券法上の登録届出書を必要とすることに反対する主張

結び

はじめに

伝統的な IPO (initial public offering) においては、証券取引所への新規上場時に、新株の募集・売出しが行われ、その際、通常は投資銀行が引受人 (underwriter) として関与し、機関投資家に対して発行体の戦略や成長性、財務状態などを説明するロードショー、投資家の株式に対する需要を積み上げるブックビルディングが行われる。

他方、近時の米国では2018年4月に音楽ストーリーミングの Spotify Technology S.A. (Spotify) が、翌年4月にコミュニケーション・ツールの Slack Technologies, Inc. (Slack) が募集・売出しを行わず、従って引受人が介在しない direct listing (ダイレクト・リスティング)<sup>1</sup>と呼ばれる方法でニューヨーク証券取引所 (NYSE) に上場したことが注目された<sup>2</sup>。さらに、Spotify、Slack が行った既存株主が株式を売却するのみの “Selling Shareholder Direct Floor Listing” に加えて、NYSE は株式上場時に新株発行により資金調達を

---

1 “direct listing” の訳語として「直接上場」が当てられることが多いが、新興市場や他市場を経由せずに東証本則市場に上場することも「直接上場」と呼ばれるため、これを区別する目的で、本稿では「ダイレクト・リスティング」と表記する。

NYSE でのダイレクト・リスティングを解説する邦語文献として、福本葵「スポティファイの行った Direct Listing (直接上場)」証研レポート1708号 (2018) 47頁。

2 NYSE へダイレクト・リスティングにより上場したのは Spotify が初めてであるが、NASDAQ ではそれ以前からダイレクト・リスティングによる上場が行われていた。Laura Anthony, *Going Public Without An IPO* (May 16, 2018) LAW 360, A LexisNexis.

行う “Primary Direct Floor Listing” を可能とする規則改訂も SEC に申請中である<sup>3</sup>。

ダイレクト・リスティングは引受人としての投資銀行を不要とする上場スキームとしても注目されたが<sup>4</sup>、NYSE の規則とそれに従った Spotify、Slack の事例をみると、ダイレクト・リスティングにおいても投資銀行は財務アドバイザーとして一定の役割を担っていることが窺える。さらに、ダイレクト・リスティングにおける財務アドバイザーは1933年証券法（Securities Act of 1933, 証券法）上の引受人に該当し、登録届出書に虚偽記載があった場合には財務アドバイザーは証券法11条により民事責任を負うとの主張も一部研究者からなされている。

本稿の構成として、まず「1. ダイレクト・リスティングとは」において、伝統的な IPO と比較しながら株式上場の手段としてのダイレクト・リスティングの特徴を、次に「2. ダイレクト・リスティングのプロセスと財務アドバイザーの役割」では NYSE の規則とそれに従ったダイレクト・リスティングにおける投資銀行の役割を概観する。そして「3. 投資家保護と財務アドバイザーの責任を巡る議論」では、ダイレクト・リスティングにおける投資銀行の証券法上の引受人への該当性等に係る議論や証券法11条訴訟の障壁など、ダイレクト・リスティングの投資家保護上の議論を分析する。

## 1. ダイレクト・リスティングとは

伝統的な IPO では、募集・売出しを行い、そこでは発行体や売出人から株式を取得して投資家に分売する、いわゆる確定引受け（firm commitment underwriting）を行う引受人としての投資銀行が介在する<sup>5</sup>。

他方、ダイレクト・リスティングでは募集も売出しも行わずに取引所に株式が上場されて取引が開始されるため、当然に投資銀行による株式の引受けも、機関投資家へのロードショーも、ブックビルディングも行われず、株価については公開価格（offering price）の代わりに参考価格（reference price）が示される。

ダイレクト・リスティングを選んだ理由として、Spotify は①売出しなしの上場（List Without Selling Shares）、②株主への流動性の提供（Liquidity for Shareholders）、③全て買い手と売り手への平等なアクセス（Equal Access to All Buyers and Sellers）、④徹底的な透明性（Radical Transparency）、⑤市場主導の価格決定（Market-Driven Price Discovery）をあげている<sup>6</sup>。

### 1-1. “ユニコーン” がダイレクト・リスティングを選んだ背景

評価額が10億ドルを超える巨大な未上場企業として“ユニコーン”と呼ばれた Spotify、Slack が、伝統的な IPO ではなく、ダイレクト・リスティングという手段によって株式上場することを選択した背景について、私募市場での資金調達が可能となった資本市場の変化や引受手数料、アンダープライシング（underpricing）、ロックアップ契約を回避する目的などがあると指摘されている<sup>7</sup>。

3 後記「2-1-3. ダイレクト・リスティングにおける資金調達等のための NYSE 規則改訂案」参照。

4 Michelle Castillo, *How Spotify's direct listing is different from an IPO* (CNBC, Apr. 3, 2018) <<https://www.cnbc.com/2018/04/03/how-does-spotify-direct-listing-work.html>>.

5 米国の IPO プロセスを解説する邦語文献として、辰巳憲一「米国の IPO と証券発行規制について」学習院大学経済論集43巻5号（2006）223頁。

6 Spotify の investor day 動画 “Why Direct list?” <<https://investors.spotify.com/events/investor-day-march-2018/default.aspx>>.

Spotify の法務アドバイザーを務めた Latham & Watkins LLP の弁護士らも、Spotify が株式上場のために Latham & Watkins LLP を訪問した際に望んでいたことは、①資金調達を行わず、ロックアップの制限もなしに既存株主へ流動性を提供すること、②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後すぐに売却できること、③最大限に透明があって市場主導の価格発見を可能にする上場プロセスを実施することだったとする。Marc D. Jaffe, Greg Rodgers, and Horacio Gutierrez, Latham & Watkins LLP, *Spotify Case Study: Structuring and Executing a Direct Listing* (Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, July 5, 2018) <<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/05/spotify-case-study-structuring-and-executing-a-direct-listing/>>.

NYSE はダイレクト・リスティングのベネフィットとして、①初期からの投資家のための流動性、②買収に際して株式を対価とできること、③ブランドの認知度、④比類ない NYSE ネットワークへのアクセス、⑤上場後に資金調達ができる能力を挙げる。<<https://www.nyse.com/direct-listing>>.

7 John C. Coffee Jr, *The Spotify Listing: Can an “Underwriter-less” IPO Attract Other Unicorns?* (CLS Blue Sky Blog, Jan 16, 2018) <<http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/01/16/the-spotify-listing-can-an-underwriter-less-ipo-attract-other-unicorns/>>; Cody L.

## 1-1-1. 資金調達

### 1-1-1-1. 私募市場の拡大

米国では IPO が件数、調達額ともに減少する一方<sup>8</sup>で私募市場は大きく拡大しており<sup>9</sup>、Spotify は26億ドル、Slack も14億ドルを私募市場で調達していたため<sup>10</sup>、上場時の資金調達が不要であったとされる。

米国の新興企業を取り巻く環境の変化として、規制緩和による私募市場の拡大、サーベンス・オックスリー法による内部統制関連規制等の上場会社に対する規制の強化<sup>11</sup>、巨大企業による新興企業の買収が IPO に代わる株主の利益実現の手段として大きく増加していること<sup>12</sup>などが指摘されている。

私募市場の拡大の背景について de Fontenay は、1982年の未登録の証券の適格投資家 (accredited investors) への勧誘を認めるレギュレーション D の制定、1990年のそれらの未登録証券を流通市場で取引することを認める規則144の制定、1996年の巨大なプライベートエクイティファンドの設立を認める投資会社法 (Investment Company Act) の改正、2012年の JOBS 法 (the Jumpstart Our Business Startups Act) 制定による規則144A 及びレギュレーション D の改正による私募市場での勧誘規制の緩和、レギュレーション A 改正による少額募集の拡大、1934年取引所法上の登録義務の緩和などの一連の規制緩和があったことを指摘し<sup>13</sup>、それと同時に公開市場がサーベンス・オックスリー法の施行などによる開示規制への違法コストの増加に直面したことで IPO が減少したと指摘する<sup>14</sup>。

### 1-1-1-2. 私募市場で資金調達が可能な環境下で株式を上場する目的

上述のように私募市場での資金調達が容易になり、調達機能において公開市場の一部を代替したとしても、私募市場は公開市場を完全に代替するには至っていないとされている<sup>15</sup>。特に流動性において、

---

Lipke, *Direct Listing: How Spotify Is Streaming on the NYSE and Why the SEC Should Press Play*, 12 J. Bus. Entrepreneurship & L. 149 (2019) at 169-174; Brent J. Horton, *Spotify's Direct Listing: Is It a Recipe for Gatekeeper Failure?*, 72 SMU L. Rev. 177 (2019) at 188-189; Benjamin Nickerson, *The Underlying Underwriter: An Analysis of the Spotify Direct Listing*, 86 U Chi. L. Rev. 985 (2019) at 1021.

8 NYSE と Nasdaq での IPO 件数が1996年572件のピークから、足元では少し持ち直した2018年でも113件と大きく水準が低下している。Jay R. Ritter, *Initial Public Offerings: Updated Statistics* (April 9, 2019) at 9. <<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2019/04/IPOs2018Statistics-1.pdf>>.

9 レギュレーション D 及びレギュレーション D/A による調達件数・調達額は、2009年の20,841件595億ドルから2017年41,668件1,849億ドルへと大きく増加した。Scott Bauguess, Rachita Gullapalli & Vladimir Ivanov, *Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2017*, SEC White Papers (August 1, 2018) at 9-11 <[https://www.sec.gov/dera/staff-papers/whitepapers/dera\\_white\\_paper\\_regulation\\_d\\_082018](https://www.sec.gov/dera/staff-papers/whitepapers/dera_white_paper_regulation_d_082018)>.

10 Spotify Funding Rounds, CRUNCHBASE <[https://www.crunchbase.com/organization/spotify/funding\\_rounds/funding\\_rounds\\_list](https://www.crunchbase.com/organization/spotify/funding_rounds/funding_rounds_list)>; Slack Funding Rounds CRUNCHBASE <[https://www.crunchbase.com/organization/slack/funding\\_rounds/funding\\_rounds\\_list](https://www.crunchbase.com/organization/slack/funding_rounds/funding_rounds_list)>.

11 Elisabeth de Fontenay, *The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company*, 68 Hastings L.J. 445, 447 (2017) at 461-472; John C. Coffee, Jr., *The Irrepressible Myth that SEC Overregulation Has Chilled IPOs* (CLS Blue Sky Blog, May 29, 2018) <<http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/05/29/the-irrepressible-myth-that-sec-overregulation-has-chilled-ipos>>.

12 Frank Partnoy, *The Death of the IPO* (The Atlantic, Nov 2018) <<http://perma.cc/M6T6-R7DW>>.

なお、米国の新興企業を取り巻く資本市場の変化を分析する邦語文献として、若園智明「米国における資本形成の変遷：公開市場と私募市場」証券経済研究107号（2019）1頁、岡田攻太＝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23巻1号（2019）43頁。

13 de Fontenay *supra* note 11, at 467-470.

14 *Id.* at 463-464.

Partnoy は、レギュレーション D による財産要件等のために一般投資者は私募市場で新興企業に投資できず、また上場コストが高いため新興企業への投資の出口が大企業へのバイアウトになっている状況は、一般投資家の投資機会を奪っていると指摘する。Partnoy, *supra* note 12.

15 Rena S. Miller, Gray Shorter, *U.S. Initial Public Stock Offerings and the JOBS Act*, CRS Report for Congress (September 27, 2012) at 5-6 <<https://fas.org/sgp/crs/misc/R42427.pdf>> は、よく挙げられる株式上場のメリット、デメリットを次のように整理する。

株式上場のメリットとして、IPOに関連した資金調達ができること、自己株式を買収に活用できること、IPOによるデット・エクイティ・レシオが改善して好条件での借入が期待できること、流動性プレミアムにより未上場企業より高い株価とできる可能性があること、株式市場へのアクセスにより M&A を通した新しい人材の獲得などから新しい人材を惹きつけて外部のイノベーションを取り入れることができることをあげる。

他方、株式上場のデメリットとして、長期的な成長より短期的な業績を重視する市場の圧力にさらされてしまうこと、

NASDAQ Private Market のような幾つかの市場も、市場参加者は機関投資家に限られ、私募市場のセカンダリー・マーケットは、NYSE や NASDAQ のような証券取引所を代替できていないと評価されている<sup>16</sup>。

また、上場することで企業買収に際して自社の株式を対価とでき、自社株取得も容易に行うことができること<sup>17</sup>、私募市場で資金調達する場合は公開市場での調達と比較して流動性ディスカウントによって発行価格が20-30%割安となるとされ、私募市場での調達でブローカー、ディーラーの支援を受ける場合は、金融業規制機構 (FINRA) の報酬規制と低い流動性のため公募の場合より手数料が高いことなども株式上場の利点と考えられている<sup>18</sup>

### 1-1-1-3. ダイレクト・リスティングと資金調達

NYSE が株式上場時に新株発行による資金調達を行う “Primary Direct Floor Listing” を可能とする規則改訂を SEC に申請した際<sup>19</sup>、この改訂が実現した場合は資金需要のある多くの企業にとってもダイレクト・リスティングが株式上場の選択肢となると報道された<sup>20</sup>。もっとも、既存株主の売却によるダイレクト・リスティングであっても、資金需要がある企業にとって有用な選択肢となりえることが指摘されている<sup>21</sup>。

英国では従前より企業が新株発行せずに上場する “introduction” と、これにより上場して一定期間を置いたのちに公募増資によって資金調達を行う “two-stage offering” が多くの企業によって行われている<sup>22</sup>。Kecskés は two-stage offering の利点として、①上場の意思決定と資金調達の意思決定を分割できること、その結果として市場環境が悪い時期に上場しても、市場環境が改善したタイミングで迅速に資金調達ができること (マーケット・タイミング仮説)<sup>23</sup>、②アンダープライシングの回避 (コスト削減仮説)<sup>24</sup>をあげている。

### 1-1-2. 引受手数料

米国の引受手数料の料率について、2015年から2017年の IPO315件を対象に PwC が行った調査では、売出しも含めた総手取額 (gross proceeds) に対する引受手数料の割合は、総手取額 1 億ドル未満で6.5%、1 億ドルから2.5億ドルで6.6%、2.5億ドルから 5 億ドルで5.0%、5 億ドルから10億ドルで5.5%、10億ドル以上で4.9%だったとされる<sup>25</sup>。また、3.01億ドル以上の IPO における費用の平均は0.44億ドルで、そのうち、

創業者や内部者にとっては支配権を一定程度失ってしまうこと、敵対的買収にさらされるリスクがあること、IPO への着手は多額の費用がかかり、もし失敗すると無駄になること、強制開示 (mandatory disclosure) により発行体が開示したくないことも開示しなければならないこと、株主の存在により意思決定が規則に従ったもので柔軟性が少ないこと、研究によれば株式上場後は新しい研究プロジェクトを選択せず、主要な発明者は流出する傾向があることをあげる。

16 de Fontenay, *supra* note at 11, at 470-472. 米欧の私募発行された株式のセカンダリー・マーケットを分析した文献として、Diana Milanese, *The Rise of the Secondary Trading of Private Company Shares in the United States, Europe, and the United Kingdom: New Opportunities and Unique Challenges*, Stanford-Vienna TTLF Working Paper No. 46 (2019) <[https://www-cdn.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2019/11/milanesi\\_wp46\\_.pdf](https://www-cdn.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2019/11/milanesi_wp46_.pdf)>.

17 実際に Spotify は、上場から半年後の2018年11月に自社株取得の計画を公表している。Spotify Technology S.A., Form 6-K (Nov 5, 2018).

18 Laura Anthony, *Going Public Without An IPO* (LAW 360, May 16, 2018)

19 NYSE, Proposal to amend Chapter One of the Listed Company Manual to modify the provisions relating to direct listing (Nov. 26, 2019) <<https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/markets/nyse/rule-filings/filings/2019/SR-NYSE-2019-67.pdf>>. 1934年取引所法19条 (b) 項 (1) 号により NYSE の規則の改訂は SEC の承認が必要となる。

20 Ari Levy, *NYSE proposes allowing companies to raise fresh capital in direct listings* (CNBC, Nov. 26, 2019) <<https://www.cnbc.com/2019/11/26/nyse-proposes-allowing-companies-to-raise-capital-in-direct-listings.html>>.

21 François Derrien, Ambrus Kecskés, *The Initial Public Offerings of Listed Firms*, Journal of Finance, Vol. 62, No. 1, 447 (2007); Ambrus Kecskés, *Spotify's Direct Listing in the U.S. and Lessons from the UK* (CLS Blue Sky Blog, Mar. 1, 2018) <<http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/03/01/spotify-direct-listing-in-the-u-s-and-lessons-from-the-uk/>>.

22 François Derrien, Ambrus Kecskés, *Id.* at 447-448, 475-476.

23 *Id.* at 451. NYSE も自社のウェブサイトで、ダイレクト・リスティングの利点の一つとして、上場後に資金調達ができることを挙げている。

24 *Id.* アンダープライシングについては後記「1-1-3. アンダープライシング」参照。

25 PwC Deals, *Considering an IPO? Considering an IPO to fuel your company's future? Insight into the costs of going public and being public* (2017) at 13 <[https://www.pwc.com/hu/hu/szolgalattasok/konyvvizsgalat/szamviteli-tanacsadas/kiadvanyok/cost\\_of\\_an\\_ipo\\_2017.pdf](https://www.pwc.com/hu/hu/szolgalattasok/konyvvizsgalat/szamviteli-tanacsadas/kiadvanyok/cost_of_an_ipo_2017.pdf)>.

0.37億ドルが引受人への報酬だったともされる<sup>26</sup>。

他方のダイレクト・リスティングでの上場関連費用の総額とこのうちの財務アドバイザーへの報酬は、Spotify で0.45億ドルと0.35億ドル<sup>27</sup>、Slack で0.26億ドルと0.22億ドルであった<sup>28</sup>。

#### 上場関連費用の内訳

##### Spotify: EXPENSES OF REGISTRATION

SEC regulation fee	\$	55,357
Listing fee		320,000
Printing costs		875,000
Auditors' fees		1,848,900
Legal fees and expenses		5,544,965
Transfer agent and registration fees		73,806
Other adviser's fees		35,000,000
Miscellaneous fee and expenses		2,000,972
Total	\$	45,179,000

(Form F-1 amendment No.3 at 187)

##### Slack: OTHER EXPENSES OF ISSUANCE AND DISTRIBUTION.

SEC registration fee	\$	24,225
NYSE listing fee		320,000
Printing fees and expenses		230,000
Legal fees and expenses		2,500,000
Accounting fees and expenses		1,400,000
Custodian, transfer agent, and registrar fees		75,000
Other advisers' fees		22,060,000
Miscellaneous		99,186
Total	\$	26,708,301

(Form S-1 amendment No.3 at II-1)

通常の IPO での引受人への報酬は、募集・売出し額に対する料率で決まるため、募集・売出しを行わないダイレクト・リスティングでの財務アドバイザーへの報酬と直接比較することはできないものの、比較を試みたものもある。

J.P.Morgan の試算は、巨大資本のテクノロジー企業では平均して15-20%の株式を市場に提供していることを Spotify にあてはめて25-35百万株を引受けの対象と想定し、オープニング・プライス165.90ドルから募集・売出し総額を40-60億ドル、この額に照らして引受手数料を2%と仮定して、通常の IPO であれば引受手数料は0.8-1.2億ドルになるとする<sup>29</sup>。

また Lipke は、Spotify とその10日前に IPO した Dropbox Inc. (Dropbox) を下表のように比較して、総費用の売上高に対する割合と、総費用の時価総額に対する割合のいずれも、Dropbox より Spotify の方が低いとする<sup>30</sup>。

#### Lipke による費用の比較

	Spotify	Dropbox
時価総額（取引初日終値ベース）	\$26.5 billion	\$11.2 billion
売上高	\$4.9 billion	\$1.1 billion
引受手数料	-	\$33 million
直接帰属するその他の支払い	\$45.7 million	\$7 million
IPO /ダイレクト・リスティングに直接帰属する総費用	\$45.7 million	\$40 million
総費用の売上高に対する割合	0.93%	3.64%
総費用の時価総額に対する割合	0.02%	0.36%
公募価格と取引初日終値の差額に募集・売出し株式数を乗じて得た額	-	\$269.3 million

26 PwC Deals, *Considering an IPO? An Insight into the Costs post-JOBS Act* (2015) at 10.

27 Spotify Technology S.A., Amendment No. 3 to Form F-1 Registration Statement (Mar 23, 2018) at 187.

28 Slack Technologies, Inc., Amendment No. 3 to Form S-1 Registration Statement (May 31, 2019) at II -1. このうち、“Other advisor's fees” が財務アドバイザーの報酬にあたる。Horton, *supra* note 7, at 200.

29 J.P. Morgan, *Corporate Finance Advisory Trending Topics: A 1H 2018 Compendium* (Apr 16, 2018) at 14 <<https://perma.cc/X3L2-UW3T>>.

30 Lipke, *supra* note 7, at 170.

なお、ダイレクト・リスティングを論じる文脈では、IPO の引受手数料が高額であると強調されるが、他方で、自主規制機関である FINRA の規制により引受手数料の料率が硬直的なために小規模でリスクが高い企業の IPO の引受けは投資銀行にとって割が悪く、その結果として小規模企業の IPO 件数は少ないとして、これを解決するために引受手数料に係る規制を撤廃すべきとする主張もみられる。William K. Sjostrom, Jr., *The Untold Story of Underwriting Compensation Regulation*, 44 U.C. Davis Law. Rev. 625 (2010).

ただし、企業が投資銀行に支払う費用の総額において IPO よりダイレクト・リスティングの方が少額であるとしても、通常 IPO では多数の投資銀行が引受人を務めるのに対し、ダイレクト・リスティングでは少数の投資銀行で財務アドバイザーを務めるため、この役割を獲得できた投資銀行にとっての手数料収入はさほど減っていないことも指摘されている<sup>31</sup>。

なお、引受手数料の支払方法として、IPO では通常スプレッド方式が採用されるが、ダイレクト・リスティングでは企業から財務アドバイザーに手数料が直接支払われるため、企業では非経常費用 (non-recurring costs) として損益計上されて純利益 (net proceeds) に反映されるという点でも相違がある<sup>32</sup>。

### 1-1-3. アンダープライシング

Spotify がダイレクト・リスティングを選んだ理由として、アンダープライシングを回避する目的も指摘されている<sup>33</sup>。

新規上場後の市場初値の公開価格に対する比率を初期収益率というが、多くの国で初期収益率は高くなる現象がみられる<sup>34</sup>。米国の IPO の加重平均初期収益率は1960年から2018年の13,134件で16.8%となっている<sup>35</sup>。この現象は「公開価格が低すぎる」とみることも、「初値が高すぎる」とみることもできそうだが、前者の観点から「アンダープライシング」と呼ばれている。

アンダープライシングが生じる原因については様々な仮説があり、情報の非対称性に着目した解釈 (逆選択仮説、情報獲得仮説、シグナリング仮説、利害対立仮説) や、発行体や引受人のリスク配分に着目した解釈 (リスク配分仮説)、制度的要因に着目した解釈 (訴訟回避仮説、安定操作仮説)、発行体の所有・支配構造に着目した解釈 (支配権維持仮説、エージェンシーコスト削減仮説)、行動ファイナンスに基づく解釈 (情報カスケード仮説、プロスペクト理論、投資家センチメント仮説)、価格決定方式 (ブックビルディング) に原因を求める解釈などが示されているが<sup>36</sup>、これらには何らかの形で引受というスキームにその原因を求めるものが多い。

ダイレクト・リスティングの文脈でアンダープライシングに言及する論考をみると、Lipke は Akerlof の「レモンの原理」を IPO に適用した Rock の逆選択仮説を紹介している<sup>37</sup>。逆選択仮説の下では、IPO しようとする企業の質について株式上場前は多数の投資家が情報劣位であるため、どの IPO も平均的な質を想定した水準に公開価格が設定され、その結果として質の高い企業の株式は割安に、質の低い企業の株式 (レモン) は割高に値付けされることとなる。このため情報優位にある投資家は割安な株式だけに投資しようとし、他方で情報劣位にある投資家は、自らが容易に取得できる株式は、情報優位の投資家が買おうとしなかったレモンである可能性が高いため株式を購入しようとしなくなるが、それでは市場が維持できないため、質に関係なくすべての IPO に情報劣位の投資家が入札し続けるように公開価格を低く抑えようとする結果、アンダープライシングが生じるというものである。他方、Ritter は、ブックビルディン

31 Lananh Nguyen, Crystal Tse, *Morgan Stanley, Goldman Make Their Own Direct-Listing Pitches* (Bloomberg, Oct. 5, 2019) <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-10-04/morgan-stanley-to-woo-startups-at-its-own-direct-listing-event>>, 記事は Spotify と Slack で財務アドバイザーを務めた Goldman Sachs と Morgan Stanley について、報酬プールを伝統的な IPO の場合より少数の投資銀行で分けるため多額の手数を得たとする。Dropbox の IPO での引受人は12社だったが、Spotify と Slack の財務アドバイザーはいずれも同じ顔ぶれの3社だった (Slack は、この他に準財務アドバイザー (associate financial advisor) 7社を起用)。Dropbox Inc. Amendment No.3 to Form S-1 Registration Statement (Mar. 21, 2018) at 185; Spotify, *supra* note 27, at 46; Slack, *supra* note 28, at 47.

32 Spotify Technology S.A., Form 20-F (Feb 12, 2019) at 46.

33 Nickerson, *supra* note 7, at 995.

Ritter も、ダイレクト・リスティングの大きな利点は、IPO における2つの大きなコスト—投資銀行に支払う直接的なコストと、上場後の取引価格より低い価格で株式を売る間接的なコスト—を低減することにある。Arman Tabatabai, *TechCrunch Conversations: Direct Listings* (TechCrunch, Jan 19, 2019) <<http://perma.cc/4T3W-6JST>>.

34 T. Loughran, J.R. Ritter, K. Rydgqvist, *Initial Public Offerings: International Insights*, 2 Pacific-Basin Fin. J. 3 (1994, updated March 6, 2019) at 3.

35 *Id.*

36 アンダープライシング現象に係る先行研究を紹介する邦語文献として、金子隆『IPOの経済分析—過小値付けの謎を解く—』(東洋経済新報社・2019) 51-92頁。

37 Lipke, *supra* note 7, at 156-157.

グによる価格決定がアンダープライシングの原因として、これを回避できるダイレクト・リスティングは発行体と株主の利益になるとする<sup>38</sup>。

なお、上場初日、Spotify は参考価格132.00ドルのところ開始価格 (opening price) は165.90ドル<sup>39</sup>と参考価格を25.7% 上回り、Slack も参考価格26.00ドルのところ、開始価格は38.50ドルと参考価格を48.1%上回った<sup>40</sup>。

#### 1-1-4. ロックアップ

ロックアップ (lock-up) とは、株式上場直後に株主が市場で大量に株式を売却することで需給が崩れて株価が大幅に下落することを防ぐために、発行体の創業者、役員、ベンチャーキャピタルなどの発行体の株主が引受人と契約を交わして、株式上場後一定期間、取引所で株式を売却することを禁止することをいう<sup>41</sup>。米国ではほとんどの IPO において、引受人は発行体の役職員や初期からの投資家とロックアップ契約を締結し、典型的には180日間のロックアップ期間が要求される。

他方、ダイレクト・リスティングでは Spotify、Slack とともに株式上場に伴うロックアップを設定していない。Spotify では全体の9.1%の株主 (Tencent Music Entertainment Group、Tencent Holdings Limited) のみ3年間売却しない旨のロックアップを上場と関係なく課されていたが、それ以外の90.9%の株主は上場初日から売買できた<sup>42</sup>。

#### 1-2. ダイレクト・リスティングのリスク

募集・売出しを行わないこと、引受人としての投資銀行が不在であることに関連したリスクとして、次の事項が認識されている<sup>43</sup>。

まず、通常の IPO であれば、一定の株数が募集・売出しによって市場に供給されるが、ダイレクト・リスティングでは既存の株主がどれだけ市場で売却するかが事前に決まっていないため、市場への供給が

38 Tabatabai, *supra* note 32.

Morgan Stanley も、決まった供給株数・価格レンジで販売を行う従来の IPO との比較にとどまらず、ダッチ・オークションを採用した Google の IPO と比較しても、価格のみならず供給株数にも制約がないダイレクト・リスティングは真のオークション・プロセスであるとする。Morgan Stanley, *What to Know about Direct Listing from a Banker* (Global Capital Markets Nov. 21, 2019) <<https://www.morganstanley.com/ideas/what-to-know-about-direct-listings-from-a-banker>>.

39 Spotify、Slack とともに開始価格は指定マーケットメーカー (designated market maker) である Citadel Securities, LLC が、売り注文と買い注文に基づいて決定した。

40 後述の杏林製薬のダイレクト・リスティングでも取引所が初めて示した気配値が1,500円のところ、上場日の終値は2,073円とこれを38.2%上回った。

日本証券新聞の記事は、東証が初めて示した気配値の決定方法を、同社の一株当たり純資産1,580円を参考にしたとみられるとする。日本証券新聞「個人パワー炸裂、杏林製薬、衝撃デビュー。」1999年4月9日一面。

41 米国のロックアップの機能について分析した論考として、Alon Brav, Paul A. Gompers, *The Role of Lockups in Initial Public Offerings*, 16 Rev Fin 1 (2003).

42 Lipke, *supra* note 7, at 167.

43 Spotify の登録届出書のリスク・ファクター「引受による IPO とダイレクト・リスティング との重要な相違」では、①引受人がいる IPO では引受人が行う安定操作取引が行われないため市場価格が大きく変動する可能性があること、②供給される株数が決まっていないために NYSE での株式の供給又は需要が不足する可能性があり、また、多数の株主が売却でき、その株主が短期間に売却することを選択した場合は市場価格に悪影響を及ぼす可能性があること、③引受人のいる IPO では発行者の幹部、取締役、および他のほとんどの株主は、上場後すぐに秩序ある取引を促進するために、引受会社と180日間の契約上のロックアップ契約を締結するのが慣例だが、本件では一部株主を除いてロックアップ契約等を交わしておらず株主はいつでも株式を売却できるため、市場に過剰に供給された結果、またその可能性があるという認識によって市場価格に悪影響を及ぼす可能性があること、④ロードショーを実施しない代わりに行う Investor Day がロードショーと同じ影響を投資家教育に与えるという保証はなく、その結果として当社の普通株式に関して効率的な価格発見ができない可能性や、上場直後の投資家の間で十分な需要がない可能性があり、結果として当社株式の公開価格がより不安定になる可能性があることを投資者のリスクとしてあげている。Spotify Form F-1, *supra* note 27, at 45-46. Slack の登録届出書も同様のリスクをあげる。Slack Form S-1, *supra* note 28, at 46-47.

なお、Coffee は、通常の IPO と比較したダイレクト・リスティングのリスクとして、ロックアップ期間が設けられないため売却により急速に株価が下がるリスク、財務アドバイザーが引受人に当たるとされて証券法上の責任を負うリスクなどを指摘していた。Coffee, *supra* note 7.

過少となる可能性がある。

また、通常の IPO であれば引受人と大株主らとのロックアップ契約で一定期間の売却を制限することによって過剰供給となることを避けるが、ダイレクト・リスティングではこれがないために大株主らが大量に売却することで過剰供給となり、結果として株価が下がるおそれもある。

さらに、通常の IPO であれば引受人は安定操作取引 (price stabilization) を行うが、ダイレクト・リスティングではこれが行われないことも、価格変動のリスクを高めるといえる。

加えて、通常の IPO であれば引受人と協力して機関投資家らを対象に行うロードショーを行わず、これに代わって投資家向けのプレゼンテーションである Investor Day をウェブ配信により行うが<sup>44</sup>、これがロードショーと同様の効果をあげられなかった場合には、投資家への情報提供と投資家からの関心の獲得が不十分になるといったリスクがあるとされる。

### 1-3. 小括

以上にあげたような特性から、ダイレクト・リスティングを選択できる企業は、すでに十分な資金があるため株式上場時の資金調達が必要ないことに加えて、流動性を維持できる十分な株式数と、上場後にアナリストのカバレッジを獲得できる知名度などを有する企業に限られると考えられている<sup>45</sup>。

他方、私募市場で十分な資金調達ができる状況で、株主数が2,000名を超えて継続開示義務が生じる見込みがある企業や<sup>46</sup>、流動性を求める株主からの要求により株式上場を検討する必要がある企業が、費用を抑えることができるダイレクト・リスティングによる株式上場を選択するケースは今後増えるであろうとも言われている<sup>47</sup>。

さらに、NYSE が SEC に申請した新株発行による資金調達を可能とし、株主数基準も緩和する規則改訂がなされれば、ダイレクト・リスティングを選択肢とできる企業はさらに増えることが見込めるとされる<sup>48</sup>。

また、投資銀行の立場から考えると、ダイレクト・リスティングは引受手数料収入が失われるというネガティブな側面が注目されがちであるが、引受けた株式の売れ残りリスクや安定操作取引で損失を被るリスク、引受人として証券訴訟のリスクを回避できること、収益源を多様化させている大手投資銀行は私募市場の投資家でもあるためにロックアップに拘束されない等のダイレクト・リスティングの利益を享受する立場でもあること<sup>49</sup>、財務アドバイザーを務める少数の投資銀行にとってはさほど収入が減少しない可能性もあることなどから、一部の大手投資銀行にとってはポジティブな側面があり得ることも見落としてはならないであろう。

44 Spotify、Slack とともに2時間超に亘るもので、CEO、CFO らのトップマネジメントがプレゼンテーションを行った。Investor day の様子は下記 URL から視聴できる。

Spotify (2018年3月、2時間2分53秒) <<https://investors.spotify.com/events/investor-day-march-2018/default.aspx>>;

Slack (2019年3月、2時間21分52秒) <<https://investor.slackhq.com/home/default.aspx>>.

Spotify ではリアルタイムで10,000人が視聴したとのことである。Jaffe, Rodgers, Gutierrez, Latham & Watkins LLP, *supra* note 6, at n 5.

45 Horton, *supra* note 7, at 189, Lipke, *supra* note 7, at 169.

46 1934年取引所法12条 (g) 項により、総資産が1,000万ドルを超え、株主が2000名以上又は認定投資家以外の株主が500名以上の会社は取引所法上の登録義務が生じる。

47 Lipke, *supra* note 7, at 179-180.

Airbnb, Inc., DoorDash, Inc., Asana, Inc., GitLab Inc. がダイレクト・リスティングによる2020年中の株式上場を目指していると報道されている。Ari Levy, *The end of the traditional IPO: Airbnb, GitLab and others consider direct listings as banks begin to come around* (CNBC, Dec. 10, 2019) <<https://www.cnn.com/2019/12/10/airbnb-gitlab-considering-direct-listings-and-bankers-coming-around.html>>.

48 後記「2-1-3. 2019年のNYSE 規則改訂案」参照。

49 Goldman Sachs の2018年度末の private equity 投資残高は199億ドルで、2018年度の総収入 (total net revenue) 366億ドルに対して equity underwriting による収入は16億と4.5%を占めるに過ぎない。Goldman Sachs, 2018 Form 10-K (Feb. 25, 2019) at 52, 56, 64.

Leahy は、大手投資銀行は顧客に対して幅広いサービスを提供しており、引受業務単体の物差しで顧客との関係を考えていないとする。Joseph K. Leahy, *The Irrepressible Myths of BarChris*, 37 Del. J. Corp. L. 411 (2012) at 483.



## 2. ダイレクト・リスティングのプロセスと財務アドバイザーの役割

ダイレクト・リスティングは募集・売出しを伴わない上場プロセスであるため、上場基準の一つである時価総額を募集価格に基づいて示すことはできず、また上場時の取引を募集価格に基づいて開始することができないため、これを補完するプロセスが必要となる。

また、募集・売出しを伴わないものの、NYSE でのダイレクト・リスティングでは証券法上の届出書の提出も必要となる。本項では、ダイレクト・リスティングにおけるこれらのプロセスと、そこにおける財務アドバイザーとしての投資銀行の役割について概観する。

Spotify の Direct Listing のスケジュール

時期		内容
2017年	5月	キックオフ ミーティング
	7-11月	SEC との協議を含む、Direct Listing の準備
	12月18日	Form F-1 (confidential) 提出
2018年	1月31日	Form F-1 (Amendment No.2, confidential) 提出
	2月28日	Form F-1 提出
	3月14日	Form F-1 (Amendment No.2) 提出
	3月15日	Investor day 開催
	3月21日	Form 8-A 提出
	3月23日	Form F-1 (Amendment No.3) 提出
		効力発生日
	3月26日	issued guidance
	4月3日	最終目論見書 (Rule 424(b)(4)) 提出 NYSE 上場

(参考：Marc D. Jaffe, Greg Rodgers, and Horacio Gutierrez, Latham & Watkins LLP, *Spotify Case Study: Structuring and Executing a Direct Listing* n 2 (Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, July 5, 2018).

### 2-1. 登録届出書の提出と NYSE 規則の改訂

#### 2-1-1. 証券法上の登録届出書の提出義務

通常の IPO では、取引所に上場するための1934年取引所法 (Securities Exchange Act of 1934, 取引所法) に基づく登録届出書の提出に加えて、株式の募集・売出しを行うために証券法に基づく登録届出書 Form S-1を提出する<sup>50</sup>。

Coffee が指摘するように、ダイレクト・リスティングでは株式の募集・売出しを行わないために証券法上の登録届出書を提出する義務はないように思われるが<sup>51</sup>、Spotify も Slack も NYSE の規則改訂を受けて、取引所法上の登録届出書のみならず、証券法上の登録届出書も提出した。

#### 2-1-2. 2017年 NYSE 規則改訂

NYSE の上場規則は、ダイレクト・リスティングによる上場の手続きについて明確にしていなかったため、NYSE は2017年3月に上場規則の改訂を SEC に申請した。この改訂案の内容は、①会社が独立した評価機関から2.5億ドル以上の株式価値評価を得ていれば、私募市場での取引実績要件を免除すること、②公開価格を決定する指定マーケットメーカー (designated market maker) と協働する独立した財務アドバイザーを起用すること、③上場のための証券法上の登録届出書の提出の必要性を排除すること、の3点であった<sup>52</sup>。改訂案③は、取引所法上の登録届出書 (Form 10又は Form 20-F) の開示内容が証券法上の登

50 Spotify は外国法人 (ルクセンブルク籍) であるため、証券法上の登録届出書の様式は通常の新規公開に適用される Form S-1ではなく、Form F-1が適用された。

51 Coffee, *supra* note 7.

52 Notice of Filing of Proposed Rule Change to Amend Section 102.01 B, Exchange Act Release No. 34-80313, 2017 WL 1132113, 4

録届出書とほぼ同じであるために、発行体や株式に係る投資者への情報開示は十分との理由によるものであった<sup>53</sup>。

SEC は、改訂案①及び②は承認したが、私募発行で取得した既存株主が株式を売却するために証券法上の登録届出書が必要であるとして改訂案③を承認しなかったため<sup>54</sup>、NYSE は改訂案を修正して証券法上の登録届出書を必要とすることを規則化した<sup>55</sup>。この背景には、第 1 に、証券法上の登録届出書を要求することによって発行者は重大な虚偽表示に関する証券法11条の責任の対象とすること、第 2 に、証券法上の登録届出書を要求することによって SEC の承認前の証券法上の通信に関する規制も適用されること、さらに既存株主が規則144に定める継続保有義務を満了する以前に株式を売却してしまうことを避けるために、継続保有義務を課された株式を登録届出書に登録させようとするという目的もあったと指摘されている<sup>56</sup>。なお、取引所法上の登録届出書は、SEC に審査対象として選定された場合を除いて、提出から60日で自動的に効力が発生するが、証券法上の登録届出書は SEC の審査を受けて指摘事項に対応しなければ効力が発生しない<sup>57</sup>。

この変更された規則に従って、Spotify は証券法上の登録届出書を2017年12月18日に提出し<sup>58</sup>、NYSE に2018年4月3日に上場した。

### 2-1-3. ダイレクト・リスティングにおける資金調達等のための NYSE 規則改訂案

NYSE のダイレクト・リスティングには、① 資金調達ができないこと、② 上場前に400名以上の株主が必要という課題があったが、NYSE はこれを克服する上場規則の改訂案を2019年11月26日に SEC に申請した<sup>59</sup>。

(Mar. 27, 2017).

53 Letter from Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP to Brent J. Fields, Secretary, SEC (Oct. 12, 2017) <<https://www.sec.gov/comments/sr-nyse-2017-30/nyse201730-2638121-161267.pdf>>.

54 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Release No. 34-82627; File No. SR-NYSE-2017-30), at 3 n. 11 (“Amendment No. 3 revised the proposal to eliminate the proposed changes to Footnote (E) that would have allowed a company to list immediately upon effectiveness of an Exchange Act registration statement only, without any concurrent IPO or Securities Act of 1933 (“Securities Act”) registration.”). <<https://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2018/34-82627.pdf>>.

Andrew Brady, Phyllis Korff & Michael Zeidel, *New NYSE Rules for Non-IPO Listings*, (Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, Feb. 24, 2018) <<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/02/24/new-nyse-rules-for-non-ipo-listings/>>.

55 Nasdaq は Spotify 以前に11社をダイレクト・リスティングで上場させていたものの、ダイレクト・リスティングによる上場を規則化していなかった。NYSE が規則を改訂した後、Nasdaq も同様に証券法上の登録届出書の提出を必要とする規則改訂を行っている。Lipke, *supra* note 7, at 159.

56 Horton, *supra* note 7, at 193-194, SEC, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exch. LLC; Order Instituting Proceedings to Determine Whether to Approve or Disapprove A Proposed Rule Change, As Modified by Amendment No. 2, to Amend Section 102.01b of the NYSE Listed Co. Manual to Provide for the Listing of Companies That List Without A Prior Exch. Act Registration & That Are Not Listing in Connection with an Underwritten Initial Pub. Offering & Related Changes to Rules 15, 104, and 123D (Sept. 15, 2017) at 12-14 <<https://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2017/34-81640.pdf>>.

57 Lipke, *supra* note 7 at 161-162.

Lipke は、取引所法上の登録届出書と重要な内容が同じである証券法上の登録届出書の提出を求めた SEC の判断を批判する。Lipke, *supra* note 7, at 176-179.

他方、機関投資家側の業界団体である機関投資家評議会 (Council of Institutional Investors) は、証券法上の登録届出書の提出を必要とする NYSE 規則変更案の修正を歓迎しているようである。E-mail from Jeffrey P. Mahoney, Gen. Counsel, Council of Institutional Investors, to Brent J. Fields, SEC (Feb. 22, 2018) <<https://www.sec.gov/comments/sr-nyse-2017-30/nyse201730-3128154-161930.pdf>>.

58 なお、Spotify は発行済の普通株式の総数178,112,840株のうち55,731,480株と約31%の株式を登録届出書に登録している。株主は3類型に分かれ、第1類型は、約9%を保有する中国のソーシャルメディア企業 Tencent で、ダイレクト・リスティングとは無関係にロックアップ契約を締結しており、上場には参加できない株主である。第2類型は、60%程度を構成する1年以上保有する従業員ではない者からなる株主で、SEC Rule 144に基づいて登録することなく売却できる株主である。第3類型は31%を構成しており、(i) 従業員、(ii) 1年未満しか保有していない非従業員から構成される。Nickerson, *supra* note 7, at 999-1000.

59 NYSE, *supra* note 19; Davis Polk & Wardwell LLP, *NYSE Proposes Letting Companies Raise Funds in a Direct Listing* (Client Newsflash, Nov. 26, 2019) <[https://www.davispolk.com/files/2019-11-26\\_nyse\\_direct\\_listing\\_proposal.pdf](https://www.davispolk.com/files/2019-11-26_nyse_direct_listing_proposal.pdf)>.

この改訂案では、企業は公開取引オークション (opening trade auction) によって決定された価格で市場取引によって新株を売却することで資金調達を行う、Primary Direct Floor Listing ができるとする<sup>60</sup>。これには金額基準があり、11月26日申請の改訂案では最低でも2.5億ドル以上を調達することが要件とされた<sup>61</sup>。これにより資金需要がある企業にとってもダイレクト・リスティングが株式上場の選択肢になりえることに加えて、既存株主が売却せずとも市場に流動性を供給できるという利点も指摘されている<sup>62</sup>。

100株以上を保有する株主を400名以上必要とする上場基準についても、改訂案では一定の要件を満たせば上場日から90取引日が経過するまでに充足すれば足りるとするため<sup>63</sup>、上場前の株主数が400名に満たない企業であってもダイレクト・リスティングを選択しえることとなる。

この改訂案は12月6日にSECによって一旦却下されたが<sup>64</sup>、その直後の12月11日に、Primary Direct Floor Listing での調達額の下限を2.5億ドルから1億ドルに引下げる金額要件の修正を加えての再申請を行った<sup>65</sup>。

## 2-2. 財務アドバイザーの役割

2017年に改訂されたNYSEの上場規則は、ダイレクト・リスティングにおいては、私募市場で一定の取引実績がない場合は、経験と実証可能な能力 (demonstrable competence) がある独立した評価機関による株式価値評価を得る必要があるとしたが<sup>66</sup>、このため、かかる評価業務を財務アドバイザーが担ったほか、指定マーケットメーカーによる開始価格の設定を支援・助言する役割も財務アドバイザーが担った<sup>67</sup>。

これらに加えて、証券法上の登録届出書の作成に係るアドバイスと支援、SECへの登録と証券取引所への上場に関連した開示資料と投資家向けプレゼンテーション資料の作成も財務アドバイザーが行った<sup>68</sup>。

他方、財務アドバイザーは株式の勧誘や販売、投資家とのミーティングの支援、安定操作取引等を行わ

60 市場を通した透明なプロセスで形成された価格と市場での需要に応じた株式数で調達できる反面、企業が期待する価格で、期待する株式数が売却できるか、ひいては想定した金額が調達できるかどうか、引受けを伴う調達と比較すると不透明という面もある。

61 NYSE, *supra* note 19 at 3.

62 Latham & Watkins LLP の Greg Rodgers のコメント。Tom Zanki, *NYSE Wants To Let Cos. Rise Capital Via Direct Listings* (LAW 360, Nov. 26, 2019).

63 株主数充足の基準時点を上場後90日以内とするための具体的な要件は、(i) 株主に加えて企業も株式を売却して資金調達する Primary Direct Floor Listing の場合は、公開オークションで会社が市場価格で2.5億ドル以上売却すること又は自由に取引できる株式 (freely tradable shares) の上場前の市場価格に公開オークションで企業が売却した株式の市場価格を加えた額が3.5億ドル以上であること、(ii) 株主のみが株式を売却する Selling Shareholder Direct Floor Listing の場合は、自由に取引できる株式の上場時の価格が3.5億ドル以上であること。この期間は改善計画を提出することで6ヶ月以内の範囲で延長され得る。

64 Ari Levy, *NYSE's proposal to allow for fundraising in direct listings rejected by SEC* (CNBC, Dec. 6, 2019) <<https://www.cnbc.com/2019/12/06/nyse-proposal-to-allow-fundraising-in-direct-listings-rejected-by-sec.html>>; Tom Zanki, *SEC Rejects NYSE's Plan To Expand Direct Listings* (LAW 360, Dec. 6, 2019).

65 Bharath Manjesh, Joshua Franklin, *NYSE files amended direct listings proposal* (Reuters Business News, Dec. 12, 2019); NYSE, *Proposal to amend Chapter One of the Listed Company Manual to modify the provisions relating to direct listing* (Dec. 11, 2019) at 4 <<https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/markets/nyse/rule-filings/filings/2019/SR-NYSE-2019-67,%20Re-file.pdf>>.

さらに、NYSEは規定の表現の曖昧さを修正した規則改訂案 (Amendment 1) を12月13日にSECへ提出している。<<https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/markets/nyse/rule-filings/filings/2019/SR-NYSE-2019-67,%20Am.1.pdf>>.

66 NYSE Listed Company Manual section 102.01B, footnote (E) <<https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual>>.

67 NYSE, Inc., Rules 104 (a) (2).

Spotify、Slackともに、Goldman Sachs、Morgan Stanley、Allen & Companyの3社を財務アドバイザーとして起用している。

Spotifyでは、NYSEの規則に従ってオープニング・プライスを設定するDMM (designated market maker) に協力する役割は、Morgan Stanley1社が担ったようである。Spotify Form F-1, *supra* note 27, at 46, 186; Slack Form S-1, *supra* note 28, at 47.

68 Letter from Josephine J. Tao, Assistant Dir., SEC Div. of Trading & Mkts, to Dana G. Fleischman, Latham & Watkins LLP (Mar. 23, 2018) (including appended Request Letter from Fleischman to Tao (Mar. 23, 2018)) at 9 <<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/mr-noaction/2018/spotify-technology-032318-regm.pdf>>.

ないことも、エンゲージメント・レターで明確にしており<sup>69</sup>、investors day にも登場しなかった<sup>70</sup>。

### 3. 投資家保護と財務アドバイザーの責任を巡る議論

SEC の二つの大きな政策目標は、投資家保護のために開示を要求することと、企業に過剰なコストを負担させることなく投資家からの調達による資本形成を促進することとされる<sup>71</sup>。ダイレクト・リスティングは、上場スキームとして企業のコストを抑えたものであるため、SEC の政策目標の一方に適っているといえるが、他方の投資家保護について、Horton と Nickerson は疑問を提示する。

Horton は、ゲートキーパーとして行動するインセンティブがない財務アドバイザーに依存するダイレクト・リスティングの危険性を指摘し、投資家保護のために、財務アドバイザーの利益と発行体の利益を一致させるべきこと、財務アドバイザーに証券法11条の下での民事責任にオプトインさせることでゲートキーパーとして行動するインセンティブを与えるべきことを主張する<sup>72</sup>。

Nickerson は証券法上の引受人 (statutory underwriter) への該当性に係る裁判例とゲートキーパー理論から、財務アドバイザーは証券法上の引受人に該当し、登録届出書等に虚偽記載があった場合に財務アドバイザーである投資銀行が民事責任を負うことで、投資家保護と SEC の政策目標の双方が達成されると主張する<sup>73</sup>。

#### 3-1. ゲートキーパー責任

Horton は、ダイレクト・リスティングではゲートキーパーとして証券法上の責任を負う引受人が存在せず、かつ財務アドバイザーは引受人と比べてゲートキーパーとして行動するインセンティブが低いことをあげて、ダイレクト・リスティングは開示の適正性の確保、ひいては投資家保護において問題があると指摘する<sup>74</sup>。引受人としての投資銀行がゲートキーパーとして機能する理由は、①引受人自身の評判資本 (reputation capital) を守るため、②契約上の責任を回避するため、③法令上の責任を回避するインセンティブがあるためとした上で、財務アドバイザーがゲートキーパーとして機能するためのインセンティブを十分に有しているかに疑問を呈する。

第1の評判資本について、通常の IPO における引受人は長期的な取引を持つ投資家との関係において、引受人が株式を引受けて投資家に対して積極的に販売した証券に問題があると引受人の評判資本が棄損されるために、証券法上の責任の有無に関わらず、評判資本の維持の目的でデュー・ディリジェンスを実施して、引受けの可否を判断するインセンティブがあるとする。他方、ダイレクト・リスティングにおける財務アドバイザーは投資家に対して積極的に株式を販売する立場になく、仮に財務アドバイザーをつとめた会社が何らかの理由で失敗したとしても、IPO の場合と比べると評判資本に与える影響は小さいとする<sup>75</sup>。

第2の契約上の責任については、ほとんどの IPO での引受契約において、引受人は市場価格が公募価

69 *Id.*

登録届出書でも、財務アドバイザーはNYSE 規則に基づく指定マーケットメーカーの開始価格決定への協力を除いて、投資家とのミーティングやその他の価格発見行為 (price discover activities) や販売活動には参加しないとする。Spotify Form F-1, *supra* note 27, at 171.

70 Jaffe, Rodgers, and Gutierrez, Latham & Watkins LLP, *supra* note 6.

71 15 USC § 77 b (b). SEC が公共の利益のために規則を制定する際、また何らかの判断をする際には、投資家保護に加えて、それが効率性や競争、資本形成を促進するかどうかを考慮しなければならないとされている。

72 Horton, *supra* note 7, at 210-212.

73 Nickerson, *supra* note 7, at 1014-1024.

Coffee も Spotify のダイレクト・リスティングが公表された当時から、財務アドバイザーが証券法上の引受人に当たると解釈されるリスクがあると指摘していた。Coffee, *supra* note 7

74 Horton, *supra* note 7, at 201-210.

75 *Id.* at 203-205. Horton は、IPO では引受人の社名が登録届出書の2頁目に大きく記載されるのに対して、Spotify の登録届出書では財務アドバイザーの1社である Goldman Sachs は181頁に1度社名が記載されるのみであり、多くの投資家は財務アドバイザーの役割を知らなかった可能性さえあると指摘する。

格を下回った場合に価格を安定させる目的で市場で株式を買付ける、安定操作取引を行う義務を負い、これに伴う損失が発生する可能性があるため、このトリガーを引きそうな確実性に欠けた企業の株式は引受けないとする。他方、ダイレクト・リスティングにおける財務アドバイザーは安定操作取引には参加しないために、確実性を欠いた企業との契約を回避するインセンティブを持たないことを指摘する<sup>76</sup>。

第3の法令上の責任については、IPOの引受人は登録届出書の虚偽記載に係る証券法11条の責任を負うため、これを回避する目的でデュー・ディリジェンスを実施することに加えて、投資者に損失をもたらす可能性がある企業の株式を引受けることを回避するインセンティブ（大抵の場合、損失が発生した後に重要な虚偽記載が発見されて証券法11条訴訟が提起される）を通して、問題のある企業が公開市場に参加することを妨げるゲートキーパーの役割を実現するとする。これに対して、ダイレクト・リスティングにおける財務アドバイザーが証券法上の引受人に当たらないとすると、証券法11条訴訟を回避するためのインセンティブを持たないこととなる<sup>77</sup>。

Horton と Nickerson は特に、第3の問題に着目し、財務アドバイザーが証券法11条の責任を負うことによって投資家保護などのSECの政策目的が実現されるべきだと主張する。

### 3-2. 登録届出書の虚偽記載に係る引受人らの民事責任規定—証券法11条

証券法11条は、登録届出書に虚偽記載がある場合に、引受人を含む一定の者に民事責任を課すことを定めている。我が国の金商法21条2項3号と同様に、証券法11条(b)項(3)号においてデュー・ディリジェンスの抗弁が定められているため、引受人らは注意義務を尽くしたことが証明できれば免責される<sup>78</sup>。

発行開示において期待される引受人の役割について、1973年のChris-Craft判決で裁判所は、「自主規制は連邦証券法の要である。私たちの自主規制システムにおいて、証券発行における単独の参加者のうち引受人ほど大きな信頼を置かれている者はいない。引受人は公表される資料の正確性を確認することにおいて最も信頼されている。なぜならば引受人は証券発行と発行者の評価についての専門家であり、そのようにするインセンティブを有しているからである。引受人は会社の営業状況を調査するプロセスに精通しており、そうするための広範な情報源を有している。引受人は証券発行において金銭的利害関係をしばしば有しているので、発行者の強みと弱みを調査する特別な動機を有している。将来の投資家は—関係者全員に知られている事実および特に引受人に知られている事実に基づいて—証券の健全性および登録届出書と目論見書の正確性を調査することを引受人に期待する」<sup>79</sup>と判示している。

<sup>76</sup> *Id.* at 205-206.

<sup>77</sup> *Id.* at 206-207.

<sup>78</sup> 証券法11条(b)項(3)号(デュー・ディリジェンスの抗弁)

(A) 登録届出書のうち、専門家の権威にもとづいて作成されたものでなく、専門家の報告または評価の副本または抜粋でもなく、かつ公式の文書または記述の権威にもとづいて作成されたものでもない部分に関して、正当な調査をしたのち、届出書の記載が真実であり、また当該届出書に記載しなくてはならない重要事項または誤解を避けるため必要な重要事項の省略が存しないということを、登録届出書の当該部分の効力が発生した時点において、信ずるに足る正当な根拠を有しており、かつそのように信じていたこと。

(B) 登録届出書のうち、その者の専門家としての権威のもとに作成され、または専門家としてのその者の報告書もしくは評価者の副本もしくは抜粋である部分に関して、(i) 正当な調査をした後、当該届出書における記載が真実であり、かつ記載しなければならない重要事項もしくはその記載について誤解を避けるため必要な重要事項についての省略が存しないということを、登録届出書の当該部分が効力を発生した時点において、信ずるに足る正当な根拠をもち、かつ、そのように信じていたこと、または、(ii) 登録届出書の当該部分が専門家としてのその者の記述を正確に表示せず、もしくは専門家としてのその者の報告書もしくは評価書の公正な副本もしくは抜粋でなかったこと。

(C) 登録届出書のうち、専門家（その者自身による場合を除く）の権威の下に作成され、または専門家（その者自身による場合を除く）の報告書もしくは評価書の副本もしくは抜粋である部分について、その登録届出書中の記載が真実でなかったこと、登録届出書に記載しなければならない重要事項もしくはその記載について誤解をさけるため必要な重要事項が省略されていたこと、または登録届出書の当該部分が専門家の述べているところを正当に表示していないかあるいは専門家の報告もしくは評価の正当な副本もしくは抜粋ではないことを、当該部分の効力が発生した時点において、信ずるに足る正当な根拠をもち、かつそのように信じていなかったこと。

<sup>79</sup> Chris-Craft Industries, Inc. v. Piper Aircraft Corp. 480 F.2d 341 (1973) at 370.

### 3-3. 引受人の定義を巡る裁判例

伝統的に投資銀行が担ってきた、「証券を分売する目的で発行者から取得する者」という意味での引受人がダイレクト・リスティングに存在しないことは明らかである。しかしながら、証券法11条の被告となる引受人には広い当事者が該当し得るため、財務アドバイザーが引受人に該当するか否かは論点となりえる。

証券法2条(a)項(11)号は、引受人を3つの類型、即ち①公衆に分売(distribution)する目的をもって発行者から証券を購入する者、②証券の分売に関して発行者のために売付を勧誘し、または売り付ける者、③分売に参加(participate)する者と定義する。

我が国の金商法も有価証券の「引受け」そのものはある程度広い行為が対象となる可能性があるが<sup>80</sup>、金商法21条は被告となる元引受証券会社を、①有価証券を取得させることを目的として当該有価証券の全部又は一部を発行者又は所有者から取得することを内容とする契約(買取引受け。21条4項1号)、②有価証券の全部又は一部につき他にこれを取得する者がいない場合にその残部を発行者又は所有者から取得することを内容とする契約(残額引受け。同2号)、③ライツ・オフリングにおいてコミットメント行為をする契約(同3号)<sup>81</sup>を発行体又は売出人と締結した金融商品取引業者又は登録金融機関(金商法21条1項4号)、と限定的に定義していることと比較すると、米国の証券法11条の被告となる引受人は相当に幅広い主体が該当しえる。

#### 3-3-1. 第1類型「分売する目的で発行者から証券を購入する者」

第1類型には、投資家に販売するために発行体から有価証券を買い取る、確定引受けを行う投資銀行が該当する<sup>82</sup>。当然ながら、財務アドバイザーとして関与する投資銀行は、このタイプの引受人には該当しない。

#### 3-3-2. 第2類型「分売に関して発行者のために証券の売付を勧誘し、または売り付ける者」

第2類型には、発行体に代わって証券の売付けを勧誘するものが含まれる。投資銀行が自らは証券を購入せず、発行体が投資家へ証券を販売することを支援するベスト・エフォート型の引受けがこれに該当し、投資銀行はスプレッドではなくコミッションによって報酬を得る<sup>83</sup>。

このタイプの引受人への該当性に係るリーディング・ケースである1941年の Chinese Consolidated 判決<sup>84</sup>で

80 大越有人「有価証券の引受けの範囲」商事2211号(2019)123頁。

81 金商法21条4項3号は、ライツ・オフリングに係る制度整備の一環として2011年金商法改正で追加された。これを追加する必要性について、金融審議会「金融庁・開示制度ワーキング・グループ報告～新株予約権無償割当てによる増資(いわゆる「ライツ・オフリング」)に係る制度整備について～」(2011年1月19日公表) <<https://www.fsa.go.jp/news/22/singi/20110119-5.html>> は以下のように説明する。

「ライツ・オフリングでは、権利行使がなされなかった新株予約権について、発行者が取得条項に基づき取得した上で証券会社に売却し、当該証券会社が権利行使をして取得した株式を市場等で売却するというスキーム(以下「コミットメント型ライツ・オフリング」という)が考えられる。コミットメント型ライツ・オフリングでは、証券会社の権利行使により最終的に全ての新株予約権の行使が担保されているため、発行者にとってあらかじめ調達額を確定できるとのメリットがあるとされる。現行制度上、コミットメント型ライツ・オフリングにおける証券会社の行為は「有価証券の引受け」には該当しないと解される。すなわち、コミットメント型ライツ・オフリングでは、証券会社が取得する有価証券(新株予約権)と売却する有価証券(株式)が異なるため、総額引受け(金融商品取引法第2条第6項第1号)に該当しないこととなる。また、発行される新株予約権は株主に割り当てられるため、「他にこれを取得する者がいない場合」に当たらず、残額引受け(同項第2号)にも該当しないこととなる。しかしながら、コミットメントを行う証券会社の行為に着目すると、発行される新株予約権のうち既存株主を含む投資者が行使をしない分について、その取得及び行使を証券会社が予め約束することとなるため、「残額引受け」を行うことと行為態様やリスク負担の点で類似性を有すると考えられる。このため、コミットメントを行う証券会社の行為(未行使の新株予約権の取得及び行使)を「有価証券の引受け」と位置付けることにより、証券会社に対して必要な規制が課されるような枠組みを整備し、投資者保護を図ることが適当である」。

82 Louis Loss, Joel Seligman, Troy Paredes, *I Fundamentals of Securities Regulation* (Wolters Kluwer, 6th ed., 2011) at 100-109.

83 Edward F. Greene, *Determining the Responsibilities of Underwriters Distributing Securities within an Integrated Disclosure System*, 56 Notre Dame L Rev 755 (1981) at 762 n 35.

84 Securities and Exchange Commission v Chinese Consolidated Benevolent Association 120 F2d 738 (2d Cir 1941).

は、発行体と直接の契約がなく報酬も得ていない慈善団体が、有価証券の販売に必要な措置を講じた者として引受人に該当するとされた。

本件では、発行体である中国政府と契約関係がなく報酬の支払いも受けていない中国統合慈善協会 (Chinese Consolidated Benevolent Association) が、米国内の中国人のコミュニティーに対面や新聞広告を通じて中国の戦時国債を売り込み、集めた資金を証券と交換してメンバーに分配したことにかかり、この団体が引受人に該当するかどうか論点となった。裁判所は、「証券の分売に関連して発行者のために売る (sell for an issuer in connection with the distribution of any security)」には、通常、米国における未登録の証券の発行、分売につながるような継続的な勧誘 (solicitation) も含まれるべきであると判示し、証券の分売に必要なステップに従事する者も引受人に該当するとした<sup>85</sup>。被告は、証券法 4 条 (1) 項の「発行者、引受人またはディーラー以外」の者による募集・売出しの場合にあたるとして適用除外を主張したが、裁判所は継続的な勧誘により結果的に証券の分売を行えば、当事者の動機や発行体との関係を問わず、証券法 4 条 (1) 項は適用されないとした。

もっとも、Chinese Consolidated 判決で示された原則に従うのみでは、引受人の外縁は広くなりすぎるという問題があるように思える。そのためか、その後の裁判例ではこの原則は必ずしも字義通りに適用されおらず、結果として引受人への該当性の判断における不確実性の一つと指摘されている<sup>86</sup>。

1982年の Zicklin v. Breuer 判決<sup>87</sup>で原告は、株式を販売したブローカーの 1 社である Bankers Trust (被告) が募集に際してかなりの数の Basic Earth Science Systems, Inc. (BESS) 株式を購入し、分売の連鎖 (chain of distribution) において重要な鎖の輪として機能し、BESS 株式を顧客に売り込む目的でレポートを発行していたため、Bankers Trust は引受人に該当すると主張したが、裁判所は、これらの主張は証券法 11 条違反を構成しないとした。その理由として、Bankers Trust は単に商業銀行のいわゆるトラスト・アンド・エステート部門の業務として BESS 株式の売買を行っていただけであること、商業銀行が株式を自己で所有することや引受人を務めることはグラス・スティーガル法 (Glass-Steagall Act) 12 条で禁止されていること、Bankers Trust が投資顧問口座のアカウントマネージャーとして役務提供することは許可されていること、そのサービスの一環として特定の証券を説明・推奨するレポートを発行して顧客口座の株式を売買していること、Bankers Trust は自身の顧客との関係を維持しているのであって、BESS、マネージング・アンダーライターである John Muir & Co、また引受けそれ自体とは関係ないことを指摘した上で、民事責任を課するのであれば、原告は Bankers Trust の投資管理部門と証券の引受けの間の、何らかのより強い結びつき (some greater nexus) を立証しなければならないと判示した<sup>88</sup>。

### 3-3-3. 第 3 類型「分売に参加する者」

第 3 類型では「参加 (participates)」の解釈が論点となる<sup>89</sup>。この「参加」の典型は、分売において証券の取得を勧誘するディーラーであるが、ディーラーが、売捌人が得る通常の手数料またはスプレッドのみを得ている場合には、引受人の定義から除外される (SEC 規則 141)。また、分売の一定期間後に売れ残った証券を投資目的で引受けることも「参加」の定義から除外されるため、機関投資家が分売に際して売れ残った証券を買い受ける契約をしても引受人には該当しない (SEC 規則 142)。

裁判例には、公衆 (public) が証券の購入に際して参加者の専門知識に依存するかどうかに注目するものや、第 2 類型でみた Chinese Consolidated 判決のように参加者の行動が分売に必要だったかどうかを考慮するものなどがある<sup>90</sup>。

85 *Id.* at 741. 同旨の判断をした裁判例として、*In re Enron Corporation Securities, Derivative & "ERISA" Litigation v UBS PaineWebber, Inc.*, 238 F Supp 3d 799, 866 (SD Tex 2017), ("Statutory underwriters include any person who is 'engaged in steps necessary to the distribution of security issues.'").

86 マーク・I・スタインバーク『アメリカ証券法』(雄松堂出版・2008) 213頁。

87 *Zicklin v. Breuer*, 534 F. Supp. 745 (S.D.N.Y.1982).

88 *Id.* at 747.

89 Loss, Seligman, Paredes, *supra* note 82, at 471-474.

90 Nickerson, *supra* note 7, at 1017.

まず、公衆が登録届出書の評価において当事者の専門性に依存しているかどうかに着目する裁判例では、公衆が当事者の専門家に依存するのであれば、当事者が分売に参加していると考えて引受人に該当するとする。1980年の *Memorex Corp* 判決<sup>91</sup>では、裁判所は募集・売出しの対象となるワラント保有者である機関投資家が分売に参加したといえるか、ひいては証券法上の引受人に該当するかどうかについて検討した上で<sup>92</sup>、機関投資家は登録届出書をコントロールしておらず、公衆は投資の意思決定に際して機関投資家の専門性に依存していないため機関投資家は引受人には該当しないとした<sup>93</sup>。

また、参加者の役割が分売に必要なかどうかを判断基準とする裁判例として、1995年の *Raffensperger* 判決<sup>94</sup>で裁判所は、全米証券業協会 (NASD) の規則に基づいて起用した公認独立引受人 (qualified independent underwriter) が証券法上の引受人として証券法11条の責任を負うかどうかを検討した。子会社を通じて社債を発行する金融サービス業者の *Firstmark Corporation* は、NASD 規則に従って登録届出書のデュー・ディリジェンスを行い、募集のためにミニマム・イールドを推薦するための公認独立引受人として *Raffensperger, Hughes & Co.* (*Raffensperger*) を起用した。裁判所は、発行体の証券を購入していないから引受人には該当しないとの被告の主張を退けて、*Raffensperger* の行為は分売に必要であったため、当該参加者は分売に「参加」したとして、定義上の引受人に該当すると判示した。

他方、分売に関連する行為の「参加」への該当性について、より狭い解釈をとる裁判例もある。2011年の *Lehman Brothers* 住宅抵当証券訴訟判決<sup>95</sup>で裁判所は、住宅抵当証券の組成に関与した信用格付機関について、これらの行為は分売と関連しないために、格付機関は分売に「参加」しなかったと結論づけた。原告は、証券の格付けは証券の分売に必要な行為であるため格付機関は引受人と見做されると主張したが、裁判所は、「有価証券の分売を円滑にする (facilitate) サービスを提供する」事業体と「法で定められた分売に関連する行為に参加する」事業体を区別し、証券法上の引受人の定義には「有価証券の実際の分配に関連する」行為を行う者のみが含まれると判示した<sup>96</sup>。

### 3-4. 財務アドバイザーが証券法上の引受人に該当するとの主張

*Nickerson* は、財務アドバイザーはダイレクト・リスティングにおいて確定引受けも安定操作取引も行わないが、上場プロセスにおける広範な関与が証券法上の引受人とする十分な根拠になると主張する<sup>97</sup>。また、ダイレクト・リスティングにおける財務アドバイザーを証券法上の引受人としたとしても、投資銀行は売れ残りを抱えるリスクも、市場価格が下がって安定操作取引を行うリスクも負わないため、上場しようとする企業にとってのダイレクト・リスティングの費用は通常の IPO より抑えることができ、かつ、投資銀行の民事責任への警戒は投資家保護を確保し、SEC の政策目標と一致するとも主張する<sup>98</sup>。

その上で *Nickerson* は、証券法 2 条 (a) 項 (11) 号に定める引受人の定義の第 2 類型「引受人分売に関して発行者のために証券の売付を勧誘し、または売り付ける者」への該当性を *Chinese Consolidated* 判決に基づいて、第 3 類型の「分売に参加する者」への該当性を *Raffensperger* 判決と *Lehman Brothers* 住宅抵当証券訴訟判決に基づいて、以下のように検討して、財務アドバイザーは証券法上の引受人に該当すると主張する。

91 *McFarland v Memorex Corp.*, 493 F Supp. 631 (ND Cal 1980).

92 *Id.* at 644.

93 *Id.* at 646. 判決の中で裁判所は「引受人は、発行者の財政状態を評価することができる専門家としての自らを提供するため、責任を課される」と述べた。

94 *Harden v Raffensperger, Hughes & Co.*, 65 F3d 1392 (7th Cir 1995).

95 *Wyo. State Treasurer v. Moody's Investors Serv.* (In re *Lehman Bros. Mortgage-Backed Sec. Litig.*), 650 F3d 167 (2d Cir 2011).

96 *Id.* at 176.

97 *Nickerson*, *supra* note 7, at 1014–1024.

98 *Id.* at 1014–1024.



### 3-4-1. 第2類型「分売に関して発行者のために証券の売付を勧誘し、または売り付ける者」への該当性

財務アドバイザーの第2類型に基づく引受人該当性について Nickerson は、発行体と直接の契約がなく報酬も得ていない団体が有価証券の分売を実現するために継続的な行為を行っていることから有価証券の販売に必要な措置を講じた者として引受人に該当すると Chinese Consolidated 判決で裁判所が判断したことをあげて、財務アドバイザーが証券法上の登録届出書の作成に係る助言と支援、SEC へ登録と証券取引所への上場に関連した開示資料と投資家向けプレゼンテーション資料の作成などを行うこと<sup>99</sup>をもって引受人に該当する可能性があるとする。すなわち、証券法の目的は投資家が完全かつ正確な情報を入手できるようにすることであり、この目的の下で、開示資料の作成等を行った財務アドバイザーは、証券法上の登録届出書に虚偽記載があった場合に責任を負うと主張する。

### 3-4-2. 第3類型「分売に参加する者」への該当性

第3類型への該当性については、先述のとおり Raffensperger 判決と Lehman Brothers 住宅抵当証券訴訟判決にみるように判決の立場は分かれているが、Nickerson はいずれの立場の下でも財務アドバイザーは証券法上の引受人に該当すると主張する。

Raffensperger 判決で裁判所は、「参加」とは分売に必要な行為に従事することを意味すると判示した。この規範の下では、財務アドバイザーの行為は株式の上場、ひいては株主が取引所で株式を売却するために必要であるし、財務アドバイザーが作成において非常に重要な役割を果たした登録届出書は、SEC が開示政策を実現する媒体 (vehicle) であるため、作成当事者は責任を負い、従って財務アドバイザーは証券法上の引受人に該当するとする。そして、財務アドバイザーが、登録届出書や投資家向け資料の作成、独立した株式価値評価の提供および開始価格の決定のための指定マーケットメーカーへの協力など、ダイレクト・リスティングの複数のステップに関与することは、登録届出書の虚偽記載に対して民事責任を負うことを支持する材料になるとする<sup>100</sup>。

他方、Lehman Brothers 住宅抵当証券訴訟判決は、「参加」の意味を狭く解釈し、証券法上の引受人への該当性を分売に従事しているかどうかを判断基準として、すなわち有価証券の分売を促進するためのサービスを提供する者と、法的に定められた分売に関連する行為に参加する者とを区別した点で、Raffensperger 判決と異なる。しかし Nickerson は、証券の分売に必要な登録届出書の作成において専門家として重要な役割を果たす財務アドバイザーは証券の分売に必要不可欠であるために、住宅抵当証券の発行における格付機関よりも遥かに実際の証券の分売に近い役割にあるため、Lehman Brothers 住宅抵当証券訴訟判決の規範の下でも、財務アドバイザーは証券法上の引受人に該当すると主張する。

### 3-5. 財務アドバイザーにゲートキーパーとしてのインセンティブを与えるための提案

Horton は、Raffensperger 判決で登録届出書のデュー・ディリジェンスを行い、ミニマム・イールドを推奨した Raffensperger を引受人と判断した背景には、Raffensperger が引受人を自称していたこと<sup>101</sup>、FINRA の前身である NASD の規則では、Raffensperger が務めた公認独立引受人の役割が証券法11条を含む、証券法上の義務と責任を引受けるとされていたこと<sup>102</sup>があると指摘する。その上で、特に不確実性の高いハイテク企業がダイレクト・リスティングを目指すことから、ゲートキーパーの役割が通常の IPO 以上に求められること<sup>103</sup>などをあげて、財務アドバイザーが有効なゲートキーパーとなるためにインセンティブを与えるべきことを提案する。

99 Letter from Tao, SEC Div. of Trading & Mkts, to Dana G. Fleischman, Lathan & Watkins LLP, *supra* note 68, at 9.

100 Coffee も同様に、Raffensperger 判決を引用して、財務アドバイザーが引受人に当たることを避けることができるかどうかは疑問とする。Coffee, *supra* note 7.

101 Harden v Raffensperger, *supra* note 94, at 1396.

102 *Id.* at 1398.

103 Horton, *supra* note 7, at 211.

具体的には、①財務アドバイザーの報酬を株式の長期のパフォーマンスと連動させることなどによって、財務アドバイザーと企業の利益を一致させること、②財務アドバイザーに証券法上の引受人としての責任を引受けることに同意させるべきことを提案する<sup>104</sup>。

### 3-6. 証券法11条訴訟の障壁

Nickerson や Horton の主張は、財務アドバイザーとしての投資銀行が証券法上の引受人に該当するのであれば、証券法11条訴訟の被告となりえるためにゲートキーパーとしてのインセンティブが高まることを前提とする。しかしながら、ダイレクト・リスティングにおいてはトレーシング (tracing) の立証が困難なことから証券法11条によって民事責任を追及することに障壁があることも Nickerson によって指摘されている<sup>105</sup>。さらに、2019年9月に Slack に対して提起された証券法11条訴訟に対して請求棄却を求める Slack 側の主張は、ダイレクト・リスティングでは投資者はトレーシングが立証できないとすることに加え、証券法11条での損害算定の基礎となる公開価格が存在しないために損害も立証できないとするものであった。Slack の主張に従えば、ダイレクト・リスティング一般において証券法11条訴訟は成立しえないこととなる。

#### 3-6-1. トレーシングと Nickerson の指摘

ダイレクト・リスティングで株式を取得する投資者が証券法11条に基づく民事訴訟を提起しようとする場合、原告たる投資者は流通市場で取得した二次取得者であることが原告適格を立証する上での障壁となる。

我が国では、有価証券届出書に虚偽記載があった場合に金商法21条訴訟の原告として元引受証券会社へ損害賠償を請求できるのは、募集・売出しの一次取得者、すなわち証券会社から直接取得した投資者に限られ、流通市場で取得した二次取得者は原告適格を有しない<sup>106</sup>。他方、米国では流通市場で取得した投資者也保有する有価証券が虚偽記載のある証券法上の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、証券法11条の原告となることができ、これをトレーシングという<sup>107</sup>。

通常の IPO であれば引受人から直接取得した一次取得者は原告適格を容易に証明できるし、市場で取得した二次取得者も、大株主や会社関係者はロックアップ契約があるため、流通する株式が登録届出書に基づく募集・売出しによる株式のみであれば、トレーシングの立証に負担はない<sup>108</sup>。他方、ダイレクト・

104 *Id.* at 211-212.

105 Nickerson, *supra* note 7, at 1006-1007.

106 我が国では、流通市場で取得した投資者が有価証券届出書等の虚偽記載について元引受証券会社の民事責任を求めるには民法709条(不法行為)によるしかない。FOI 損害賠償請求事件東京地判平成28年12月20日判タ1442号136頁では「元引受証券会社は、有価証券届出書の提出義務を負う者又はその内容について何らかの保証を与える者ではなく、発行会社との間で元引受契約を締結するに際して行う引受審査の過程において、有価証券届出書の内容について審査する立場にある者にすぎないから、いわゆる流通市場において株式を取得する投資者に対し、有価証券届出書の内容を正確なものとするべき一般的な注意義務を負うと解することはできない」とし、「元引受証券会社は、発行会社が提出しようとしている有価証券届出書に虚偽の記載があることを知っていたか、あるいは容易に知り得たにもかかわらず、漫然とこれを放置し、発行会社において虚偽の記載がある有価証券届出書を提出することを許すなど、実質的に見て虚偽の記載がある有価証券届出書の提出に加担したと評価できるような場合に、いわゆる流通市場において株式を取得する投資者に対して不法行為責任を負うと解するのが相当である」と判示して、流通市場の投資者が元引受証券会社に不法行為に基づく損害賠償を請求できるのは、有価証券届出書の虚偽記載について元引受証券会社に故意または重過失があった場合に限るとした。私募で有価証券を販売した証券会社の民事責任を求めた那覇地判平成30年7月13日判時2409号76頁も同旨。もともと、Slack らに対する集団訴訟のように、発行体及びその役員らを対象とするのであれば、流通市場で取得した投資者也金商法21条の2、22条によって有価証券届出書の虚偽記載についての民事責任を追及することができる。

107 Joseph A. Grundfest, *Damages and Reliance Under Section 10 (b) of the Exchange Act*, 69 Bus. L. 307 (2014) at 332-333. トレーシングについて詳しく紹介した邦語文献として、朱翹楚「不実の企業情報開示と民事責任 - 日米比較研究に基づく考察」東京大学博士論文 (2017) 50-55頁 < [https://repository.dl.itc.u-tokyo.ac.jp/?action=pages\\_view\\_main&active\\_action=repository\\_view\\_main\\_item\\_detail&item\\_id=47806&item\\_no=1&page\\_id=28&block\\_id=31](https://repository.dl.itc.u-tokyo.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=47806&item_no=1&page_id=28&block_id=31) >.

108 *Petzschke v. Century Aluminum Co. (In re Century Aluminum Co. Sec. Litig.)*, 729 F.3d 1104 (9th Cir 2013) at 1106. 判決は、全ての株式が単一の登録届出書の下で、一度に発行されたのであれば、原告の株式は虚偽記載のある募集に直接トレースできると主張するだけで足りるとする。

リスティングの場合、一次取得者がいないのは当然として、ロックアップ契約を締結した株主はほぼおらず、Spotify でいえば登録届出書に登録されている株式は発行済株式総数の31%部分であって、登録されていない株式も市場で流通するため、トレーシングによる原告適格の立証は通常の IPO の場合の二次取得者と比較して一層困難となることを Nickerson は指摘していた<sup>109</sup>。

### 3-6-2. Slack への証券訴訟と訴え却下の申立て

2019年9月19日、Slack の株式を取得した投資者らが、サービスが停止した際の寛大なサービス・クレジット・ポリシーの業績へのインパクトについての投資家への開示が欠けていたなどとして、Slack 及びその役員らの民事責任を追及する証券法11条及び15条に基づく集団訴訟を提起した<sup>110</sup>。

これに対して Slack 側は、①原告はトレーシングを立証しておらず、また Spotify の株式の42%しか登録届出書に登録されておらず、原告が NYSE で購入した株式が登録届出書に登録されたものかどうかを知ることできないためにトレーシングの立証が不可能であること<sup>111</sup>、②登録届出書に虚偽記載があると主張に失敗していること<sup>112</sup>、③証券法11条での損害算定の基礎となる公開価格が存在しないために損害も立証できないこと<sup>113</sup>を理由として、同年11月8日に訴え却下の申立てを行った。

この Slack 側の主張は、従来のトレーシングに係る裁判例等と整合的ではあるが、ダイレクト・リスティングにおいて証券法11条訴訟は成立しえないとするものでもある。SEC がダイレクト・リスティングにおいても証券法上の登録届出書の提出を求めた理由の一つに証券法11条の責任の対象とする目的があったこと<sup>114</sup>からすると SEC の政策とは一致しないようにも思われ、仮に Slack 側が訴訟を免れた場合は証券法の合理的な修正が必要であろうとの指摘もなされている<sup>115</sup>。

### 3-6-3. 米国証券協会から SEC への書簡

2019年12月12日に米国証券協会 (ASA) の CEO が SEC 委員長に宛てた書簡では、ダイレクト・リスティングで資金調達ができる NYSE の規則改訂がなされた場合はダイレクト・リスティングを選択する企業が増えるであろうこと、確立された IPO のプロセスは最近でもユニコーンの脆弱性を上場前に発見したこと、ダイレクト・リスティングでは財務アドバイザーや取引所、支配株主、役員らが証券法上の民事責任を負うかは不透明であることなどをあげて、SEC はダイレクト・リスティングの拡大に慎重であるべきとした<sup>116</sup>。

109 Nickerson, *supra* note 7, at 1006–1007.

Century Aluminum 判決は、登録届出書に登録された株式以外の株式が市場で流通している場合は、トレーシングの立証は通常不可能であるとする。Id. at 1107.

110 Dennee v. Slack Technologies Inc. et al., case number 3:19-cv-05857, in the U.S. District Court for the Northern District of California. 本事件に係る記事として、Emilie Ruscoe, *Slack Moves To Exit Investor's Suit Over Direct Listing* (LAW 360, Nov. 12, 2019) Lexis Nexis; Emilie Ruscoe, *3 Firms Vie For Lead In Investors Slack Direct Listing* (LAW 360, Nov. 19, 2019) Lexis Nexis; *Investor Lacks Standing, Fails To State Securities Law Claim, Defendants Argue*, 18–5 Mealey's Emerg. Securities Litig. 24 (2019); Latham & Watkins, *Complex and Novel Section 11 Liability Issues of Direct Listings* (Corporate Counsel, Dec. 20, 2019).

111 Notice of Motion and Motion to Dismiss Class Action Complaint for Violation of Federal Securities Laws, Dennee v. Slack Technologies, Inc. et al., No. 3:19-cv-05857-SI (N.D. Cal. Nov. 8, 2019) at 7–9.

112 Id. at 9–14.

113 Id. at 15–16.

114 Horton, *supra* note 7, at 193.

115 Francis P. McConville, Charles Wood, *Slack's Direct Listing Tests Limits of Securities Act* (LAW 360, Dec. 10, 2019). Latham & Watkins は、トレーシングの要件により証券法11条による請求が困難な場合であっても、取引所法10条 (b) 項や SEC 規則10b-5による訴訟は可能であろうとする。Latham & Watkins LLP, *Complex and Novel Section 11 Liability Issues of Direct Listings* (Corporate Counsel, Dec. 20, 2019).

116 Letter from Christopher A. Iacovella, CEO of ASA, to Jay Clayton, Chairman of SEC (Dec. 12, 2019) <[https://static.wixstatic.com/ugd/d1d329\\_08f5d04d7ca44c4f93bac3ccfe6d9c08.pdf](https://static.wixstatic.com/ugd/d1d329_08f5d04d7ca44c4f93bac3ccfe6d9c08.pdf)>.

また Renaissance Capital も、Spotify と Slack の上場後の軟調な株価はダイレクト・リスティングが公開市場での投資家にとって bad deal であることを警告しているとし、従来の IPO は完璧ではないが、企業及びその株主と公開市場での新しい投資家の利益のバランスをとるための実績のある確かな方法であるとする。Renaissance Capital LLC, *Why Direct Listing Are Fake IPOs* (Nov. 22, 2019) <<https://www.renaissancecapital.com/IPO-Center/News/66166/Why-Direct-Listings-Are>>.

## [追記]

本稿脱稿後の2020年1月16日、NYSE 規則改訂に係る意見募集の中で、機関投資家評議会は、先述の証券訴訟での Slack 側の主張をあげて、SEC はダイレクト・リスティングを承認する前にトレーシングが可能なシステムを確立する措置を講じるべきであり、ダイレクト・リスティングにおいては虚偽記載の責任を追及できないのであれば、IPO の代替としてのダイレクト・リスティングを支持できない旨の見解を示した。機関投資家評議会は、ダイレクト・リスティングにおいて証券法上の登録届出書の提出を要求する2017年の SEC の判断を歓迎していた。前掲注 (57)。

E-mail from Jeffrey P. Mahoney, Gen. Counsel, Council of Institutional Investors, to Secretary, SEC (Jan. 16, 2020) <<https://www.sec.gov/comments/sr-nyse-2019-67/srnyse201967-6660338-203855.pdf>>.

### 3-7. 証券法上の登録届出書を必要とすることに反対する主張

以上に紹介したような投資家保護の観点からの議論に対して、主に効率性の観点から、ダイレクト・リスティングにおいて証券法上の登録届出書を必要とすること自体に反対する主張もなされている。

Lipke は、ダイレクト・リスティングで証券法上の登録届出書を提出しなければならないために、SEC レビューを受ける必要や、自由記載目論見書 (free-writing prospectus) の責任、沈黙期間の要件、証券法の責任などの負担が生じて企業のダイレクト・リスティングの利用を阻害すること、取引所法上の登録届出書 Form 10が必要な情報を提供しないのであれば様式を改訂して対応すべきことなどを主張して、証券法上の登録届出書を必要とした SEC の判断に異議を唱える<sup>117</sup>。

また McLaughlin は証券法と取引所法上の開示内容の重複を含む広範で複雑な開示規制は企業の過剰な負担であるとし、一定の要件を満たした継続開示会社は証券法上の登録届出書は不要とすべきと主張するが (虚偽記載に係る関係者の責任の追及は証券法11条でなくとも取引所法12条や SEC 規則10b-5で足りるとする)<sup>118</sup>、これもダイレクト・リスティングにおいて証券法上の登録届出書の提出を不要とする方向の立場といえよう。

## 結び

我が国でも、1999年4月に杏林製薬が募集・売出しを行わずに東証二部に新規上場したというダイレクト・リスティングの事例がある。同社がダイレクト・リスティングを選択した背景を日本取引所グループは、「創業家が株を保有していたが、市場を通じて放出したいという意思から上場した。一方で資金需要はなく、新株発行の必要がなかった」と説明する<sup>119</sup>。募集・売出しを行わないことから有価証券届出書を提出しなかったが、同社は株式上場以前から有価証券報告書を提出していたことに加えて<sup>120</sup>、取引所へ提出した「上場申請のための有価証券報告書」において投資判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項を

Fake-IPOs>.

117 Lipke, *supra* note 7, at 176-179.

118 Joseph McLaughlin, *The Future Of The 1933 Act* (LAW 360, June 21, 2017), Lexis Nexis.

岩井は、米国の証券規制について「2000年代を迎えるまでは、米国の IPO 市場は、諸外国に比べて厳しい開示基準や多様な投資家層を有するがゆえに、グローバルな市場間競争において優位な立場を保持してきたと考えられてきた。しかしながら、JOBS 法の成立や公聴会での議論も含めて、米国内における最近の問題意識は、こうした評価が既に時代遅れになってきているとの危機感を感じさせるものである」と指摘する。岩井浩一「JOBS 法の成立と米国 IPO 市場の今後の動向」野村資本市場クォーターリー16巻2号 (2012) 135頁。

他方、証券法上の登録届出書の提出を前提として財務アドバイザーが証券法上の引受人に当たると主張する Nickerson は、主張に伴うコストについて認識した上で、効率性のために投資家保護を犠牲にしてはならないとする。Nickerson, *supra* note 7, at 1024.

119 庄司容子「スラックが活用、直接上場とは？実は日本企業も実施例が」日経ビジネス電子版2019年6月21日 <<https://business.nikkei.com/atcl/gen/19/00002/062100474/>>

120 同社の1999年3月期の有価証券報告書をみると、1999年3月末時点の株主数は2,906名であることから、少なくとも株主数から未上場であっても有価証券報告書の提出義務が生じていたと同時に、上場基準の一つである株主数基準も充足していたと思われる。

記載する「事業の概況等に関する特別記載事項」も別途開示したようである<sup>121</sup>。

取引所の上場基準については、ダイレクト・リスティングと一般的な IPO で、株主数などの基準に違いはなく、上場審査に必要な書類のうち、公募売出席書などの新株発行に伴う書類がないだけのことである<sup>122</sup>。新規上場に当たって、事務幹事証券会社は取引所へ推薦書等を提出したと思われるが<sup>123</sup>、募集・売出しを行わなかったため当然に証券取引法上の責任を負う元引受証券会社は存在しなかった。

杏林製薬がダイレクト・リスティングを行った当時、有価証券届出書の提出の可否や、元引受証券会社は不在であったことについて、米国でなされたような議論は知る限り行われなかったようである。NYSE も SEC に規則改訂案を退けられる2017年時点まではダイレクト・リスティングに証券法上の登録届出書は不要と考えていたこと、NASDAQ では証券法上の登録届出書を提出することなく実際にダイレクト・リスティングでの新規上場を行わせていたことに照らすと、1999年当時の我が国でこうした議論がなかったことは当然といえよう。

もっとも、当時と比較して不実開示に係る民事責任への関心は相当に高まっているため、我が国でダイレクト・リスティングを推進しようとする場合は、米国での議論も参考となるであろう。また、何らかの理由によって我が国ではダイレクト・リスティングが推進されない可能性や、政策的に推進しても普及しない可能性もあるが<sup>124</sup>、そうであったとしてもダイレクト・リスティングにおける投資銀行のゲートキーパーとしての役割と責任を巡る米国での議論自体、我が国に示唆するところは少なくないと思われる。

（ビジネス科学研究科企業科学専攻企業法コース）

121 杏林製薬リリース「「事業の概況等に関する特別記載事項」について」1999年4月1日 <<https://www.kyorin-pharm.co.jp/news/1999/000383.shtml>>。

122 庄司・前掲注（119）。

東京証券取引所の有価証券上場規則をみると、特段ダイレクト・リスティングに対応した規則を設けているわけではないようにみえるため、他の取引所で既に上場している会社を募集・売出しを行わずに新規に東京証券取引所に上場する場合と同様のプロセスに拠ったものと思われる。

123 東京証券取引所 有価証券上場規程施行規則（1998年6月22日改訂）3条2項7号。推薦書は事務幹事証券会社から東証に宛てるもので、定型の記載内容は「当社は、上場申請会社であるXX（以下「同社」という。）の業績、経営者の識見及び将来の見通し等について十分調査を行いました。当社の現在までの調査によれば、同社は業績その他においてなんら不安のない優良な企業であり、同社株式が貴所に上場されたのちにおいても、証券市場の信用失墜を招くようなことをひき起こさないものと確信しておりますので、同社を貴所に推薦いたします。なお、当社は、今後、同社の業績の推移等をはあくし、なんらかの異常が認められた場合には、遅滞なく貴所に報告するとともに、同社株式が貴所に上場された場合には、同社が関係法令、貴所の諸規則及び上場契約などに違反しないよう指導します」とされていた。

124 例えば、米国のハイテク企業の上場で広く採用されている創業者らに複数議決権がある種類株式を付与するスキームは、我が国での採用は2014年に上場したサイバーダイン社の1社にとどまっているし、過去には米国を範に導入されたトラッキング・ストックも同様に2001年上場の1件にとどまった（現在は存在しない）。