

## ダイレクトリスティングについて

「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」（以下、実行計画）により日本市場の在り方も様々な角度で見直しが進んでいるが、資本市場への入り口となる上場制度については、公開価格設定プロセス等に係る見直しやSPAC（特別買収目的会社）などとともに企業が直接上場に取り組む「ダイレクトリスティング」の在り方が、東京証券取引所（以下、東証）や金融審議会において検討されている。

日本のダイレクトリスティング事例としては、1999年4月に東証に直接上昇した杏林製薬の事例があるが、IPOに伴う新株発行や売出しなどの証券会社の引受行為はなかった。しかし、同社は上場前から有価証券報告書を提出して、主幹事証券会社から提出された流通参考値段（1,500円）により上場日の基準値段が設定され、初値は3,000円だった。

現在の市場制度においても、プライム市場やスタンダード市場へのダイレクトリスティングは可能だが、グロース市場における上場では流動性確保の為に500単位以上の公募の実施が義務付けられている。また、通常のIPOとの違いについては、上場時の公募がないので証券会社の引受審査と有価証券届出書による開示はないものの、取引所の上場審査やその前提となる証券会社の上場適格性調査（推薦審査）や「Iの部」の開示は行われる。

ダイレクトリスティングの在り方の見直しは、市場制度のかなりテクニカルな部分を見直していくことが予想されるが、この課題の背景については、経済産業省の委託調査である「我が国事業会社とスタートアップによるオープンイノベーションを通じた産業競争力強化に関する調査研究」（野村総研）が参考になるので、そのポイントを取り上げたい。

まず米国における通常のIPOの代替手段として、SPACとともにダイレクトリスティングが取り上げられているが、そのメリットとしては、

- ① IPO時の引受がないので、証券会社に支払う引受手数料もなく上場時のコストが大きく削減できる。

- ② ロードショーや需要予測がないので、公開価格決定プロセスを上場会社主導で行うことができる。
- ③ 公開時に高値をつけた投資家が購入者になるため投資機会の公平性が確保される。
- ④ 上場直後の既存株主による売却に対して規制であるロックアップが無いので流動性向上や株価の安定性向上が期待できる。などが上げられている。

事例としては音楽配信サービスのSpotify（上場時の時価総額256億ドル）や企業向けクラウドサービスのSlack（同、195億ドル）が取り上げられているが、ダイレクトリスティング利用の条件としては④投資家が上場会社の事業内容や財務内容をある程度理解している必要があるため、発行体としての知名度が必要⑤上場前から大規模調達が可能であり、キャッシュフローも安定していたため、資金需要は限定的であることなどとしている。

日本においても通常のIPOではなく、ダイレクトリスティングが可能な企業が出てくることが期待されるが、そのために必要なことは上場前に企業がある程度の規模まで成長する必要がある。実行計画においては、成長企業が上場前にリスクマネーを調達しやすいように、公的資金による直接・間接の資金支援や個人のベンチャーキャピタルへの投資促進策、非上場株の取引環境整備などが上げられている。

ダイレクトリスティングやSPACについては、個々の議論の中ではその必要性が少し分かりにくいですが、米国では通常のIPOに対する代替上場スキームとして発達してきたことを考えると、日本において制度整備が実行されれば、下図のように現状のIPOプロセスに対する影響も出てくる可能性がある。

現在の証券会社でのIPO業務は、主幹事証券中心にIPOまで一貫して行われることが前提の支援だが、ダイレクトリスティングはIPO前提がないので、上場までの証券会社による市場誘導業務の分業が進み、広く関わる証券会社が増えることに期待したい。

### 現状のIPOプロセス概略とダイレクトリスティング活用の効果

