

REIT の IPO



天野 園子

森・濱田松本法律事務所
外国法共同事業
弁護士、パートナー



武内 香奈

森・濱田松本法律事務所
外国法共同事業
弁護士、パートナー

1. はじめに

不動産投資法人(REIT)を大別すると、公募の形態で投資口を発行し、東京証券取引所不動産投資信託証券市場等の取引所に上場する上場REITと、私募の形態で投資口を発行し上場を行わない私募REITの二つがある。

上場REITとなるためには、事業会社とは異なるREIT特有の上場要件を満たした上で取引所の上場審査を受け、上場承認を受ける必要がある。また、通常、かかる上場手続きと同時に公募増資が行われ、調達した資金で物件取得が行われる。さらに、その前提として、投資法人の設立・登録及びその運用を受託する資産運用会社の許認可取得等も必要となる。

上場REITの投資口は、私募REITの投資口と比較すると、個人投資家を含めた幅広い投資家

層による取得が可能である上、投資家にとっては通常の上場会社の株式に対する投資と同じように取引所での売却により資本回収が可能という前提で投資ができる金融商品となるため、多数の投資家から広く資金を集めることができるというメリットがある。2025年には約4年ぶりとなるREITの上場^{注1}もあり、今後も様々なプレイヤーにおいて上場REITの運用は検討され得る。そこで、本稿ではREITの新規上場(IPO)について改めて概説したい。

2. 手続きの概観

事業会社では設立後ただちに上場する例は多くはないが、REITの場合、投資法人設立後数か月で上場を行い、上場と同時に初めての物件取得を行うという例が多く見られる^{注2}。この場合、

注1

霞ヶ関ホテルリート投資法人による東京証券取引所不動産投資信託証券市場への上場(2025年8月13日)

注2

一方で、上場するのであれば投資法人設立直後でなければならないというわけではなく、私募REITとして運用を行い、一定期間後に上場することも可能である。私募REITは投資口の売却方法が限られるため、投資家の資本回収の手段として投資口の払戻しを可能とするオープン・エンド型で設立することが多いが、設立時点において一定期間私募REITとして運用した後の上場を見込んでいる場合には設立当初から投資口の払戻しが不可であるクローズド・エンド型とすることも考えられる。私募REITとして運用していた間に投資口を取得した投資主が上場後は投資口の保有継続を望まない場合には、投資口売出しの形で売却することも考えられる。

IPO準備と投資法人のセットアップが同時に進行することになる。

また、投資法人のセットアップ以前の段階として、通常、その運用を受託する資産運用会社のセットアップが必要になるが、既に許認可を有する資産運用会社に資産の運用を委託した上で上場を目指すケースもある。

本項目では、資産運用会社の設立・許認可取得から上場まで取り組む場合の流れを簡単に概説する。

(1) 資産運用会社の設立・許認可取得

REITの資産運用会社は、投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という。)199条に従い、①金融商品取引法(以下「金商法」という。)29条の投資運用業の登録、②宅地建物取引業法3条の免許、③宅地建物取引業法50条の2の認可(取引一任代理等の認可)^{注3}を受ける必要がある。REITの資産運用会社を新規に設立する場合、通常株式会社^{注4}として設立した後、法令若しくは監督指針又は監督官庁の求める一定の人的体制・社内体制の整備を進めることとなる。

(ア) 投資運用業の登録

投資運用業の登録に際しては、管轄財務局等に対して事前相談を行い、事前相談資料(概要書)の中で、業務内容・人的構成・社内体制を記載し、法令又は監督指針等が求める要件を充足していることを説明する必要がある。そのため、概要書提出時点において、役員、重要な使用人(投

資運用を行う部門を統括する者等、法令等を遵守させるための指導を統括する者)の候補者を選定している必要がある^{注5}。投資運用業においては、以下の通り、役員及び重要な使用人について画一的な基準は設けられておらず、想定される業務内容等に応じて個別具体的に判断されるものとされている。

役員・重要な使用人(投資運用責任者、コンプライアンス責任者)に求められる資質	
・金商法上の欠格事由に該当しないこと	
代表者に求められる資質	
・その経歴及び能力等に照らして、金融商品取引業者としての業務を公正かつ的確に遂行することができる十分な資質を有していること	
常勤役員に求められる資質	
・金商法等の関連諸規制や監督指針で示している経営管理の着眼点の内容を理解し、実行するに足る知識・経験、及び金融商品取引業の公正かつ的確な遂行に必要なコンプライアンス及びリスク管理に関する十分な知識・経験を有すること	
重要な使用人(投資運用責任者、コンプライアンス責任者)に求められる資質	
投資運用責任者	運用を行う資産に関する知識及び経験を有する者
コンプライアンス責任者	十分な知識及び経験を有する者

資産運用会社を新規に設立する場合、役職員の兼職やスポンサーからの出向により最小限の態勢でスタートしたいというニーズがあるが、少なくとも、コンプライアンス部門・担当者と、資産運用部門の兼務・兼職は認められていない(金商業者等向け監督指針VI-3-1-1(1)①ニ)。また、REITにおいては、資産運用会社の親会社(スポンサー)がREITに対して物件を拠出することが一般的であり、構造的に利益相反の恐れがあることを踏まえて、スポンサーからの兼職出向については慎重に検討すべきと考えられる^{注6}。

注3

取引一任代理等の認可は、投資法人が主として「不動産」に対して運用することを目的とする場合に必要となる(投信法199条2号)。もっとも、実務的には、主として現物不動産ではなく不動産信託受益権に対して運用することを目的とする場合も取引一任代理等の認可を取得する必要がある。

注4

投資運用業の登録のため、取締役会及び監査役、監査等委員会又は指名委員会等を設置した株式会社等である必要がある(金商法29条の4第1項5号イ)が、取締役会及び監査役設置会社として設立する場合が多い。

注5

概要書提出時点で資産運用会社が設立されていない場合等もあり得るため、資産運用会社において役員及び重要な使用人としての選任までは必要ない。

注6

スポンサーからREITに対して物件の売買を行うことが想定されている場合、スポンサーのフロント部門(物件の売買等を所管する部署)に所属する役員員に対して、資産運用会社内部における物件取得に関する検討状況や価格決定に関する情報が伝達されることがないよう留意する必要がある。

事前相談の期間は、概ね3～4か月程度とされているが(投資運用業等登録手続ガイドブック)、そもそものスキームや業務内容、人的構成、スポンサーとの利益相反の解決等の論点に応じ、実際の相談期間は会社毎に異なっている。

投資運用業の登録に係る標準処理期間は、2か月である。ただし、当該期間には、当該申請を補正するために要する期間、当該申請をした者が当該申請の内容を変更するために要する期間、当該申請をした者が当該申請に係る審査に必要と認められる資料を追加するために要する期間は含まないものとされており、事前相談の期間も含めると、6か月から1年程度見込んでおく必要があるものと思われる。

新規登録の場合とは異なり、既に登録を受けて私募ファンドの運用や助言を行っている金融商品取引業者が新たにREITの資産運用会社となる場合、変更登録(金商法31条4項)又は兼業承認(金商法35条4項)^{注7}等を行うこととなる。

この点、二以上の業務の種別(金商法29条の2第1項5号)に係る業務を行う場合には弊害防止措置を採る必要があり、利益相反行為防止のために適切な社内体制を構築する必要がある。異なる種別の業務間において不適切な情報共有がなされないよう部署や担当者を分けることや、運用等を受託するファンド・REITにおいて投資対象が競合する場合のローテーションルールの策定も上記弊害防止措置の一内容といえる。また、運用を受託するファンド・REIT間の取引を想定する場合、実質的に運用財産相互間取引(金商法42条の2第2号)の規制に抵触することがないように社内体制を含めて慎重に検討する必要がある。

注7

現物不動産に対する投資として運用を行うことは「特定投資運用行為」と定義されており(投信法223条の3)、投資運用業の登録申請書に上記特定投資運用行為を行う旨を記載することで、金商法35条4項の兼業承認を受けたものとみなされている。既に登録を受けていた私募ファンドの運用業者が新たに特定投資運用行為を行う場合、原則通り、兼業承認が必要となる。

(イ) 取引一任代理等の認可

投資運用業の事前相談手続きと並行して、取引一任代理等の認可取得のため、国交省に対する事前相談も進める必要がある。取引一任代理等の認可取得に際しては、①財産的要件(取引一任代理等を健全に遂行するに足りる財産的基礎を有すること、業務の収支の見込みが良好であり、公正を害するおそれがないこと)及び②組織要件(業務を公正かつ的確に遂行することができる知識及び経験を有すること)(宅地建物取引業法50条の2の3)の観点から審査がなされる。かかる審査項目については投資運用業の登録時の審査と実質的に重複する部分もあるが、各省庁の所管に応じて業者としての適正性が問われることとなる。なお、金商法上の重要な使用人とは異なり、取引一任代理等の認可取得のための重要な使用人(投資運用責任者)については、以下の通り、一定の知識・経験要件が求められる。

投資運用責任者に求められる資質

大規模な投資判断又は宅地若しくは建物の売買、交換、貸借及び管理に係る各判断に関する業務を的確に遂行することができる知識及び経験を有すること。

<知識要件> 公認不動産コンサルティングマスター、ビル経営管理士、ARES認定マスター、不動産鑑定士、不動産業務経験のある弁護士又は公認会計士 等

<経験要件> 数十億円以上の不動産に関する投資、取引又は管理に係る判断の経験があり、これらの判断に係る業務に登録申請の日前10年以内に2年以上従事し、各業務について適切な判断を行ってきたと認められること

(ウ) 自主規制機関への入会

法令上は、自主規制機関(現一般社団法人投資信託協会(投信協会)(2026年4月、資産運用業協会に統合予定))への加入は任意とされているものの、REITの上場要件の一つに「資産運用会社が投信協会の会員であること」が定められ

ているため、上場REITの資産運用会社は投信協会に加入し、その規則も遵守する必要がある。

金融商品取引業者は、営業を開始する前に、所定の苦情処理措置・紛争解決措置（ADR措置）を行うことが必要となるため（金商法37条の7）、投資運用業登録後、営業開始前に投信協会に加入することとなる。

(2) 投資法人の設立・登録

投資法人を設立するためには、設立企画人が、株式会社における定款に該当する規約を作成し、設立企画人は、所定の事項・書類を記載・添付し、管轄財務局長等に対して投資法人の設立に係る届出を行い、設立時発行投資口を引き受ける者の募集を行う。そして、設立時役員による所定の事項の調査を経て、設立の登記を行うことで投資法人が成立する。

設立された投資法人は、管轄財務局長等の登録を受けなければ、資産の運用として投信法に規定する行為ができないため、投信法に基づく登録の申請を速やかに行うこととなる。

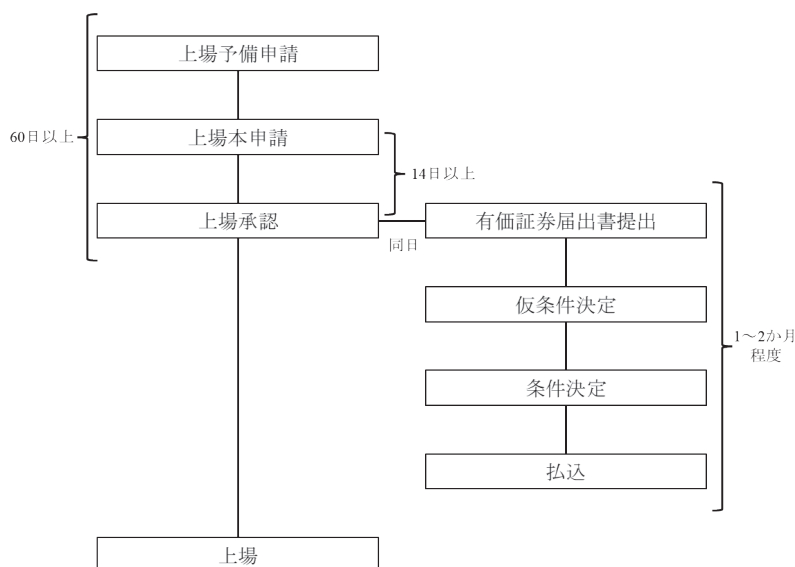
(3) 上場申請

本「(3) 上場申請」においては、

取引所のうち、株式会社東京証券取引所（以下「東証」という。）の不動産投資信託証券市場に上場しようとする場合の申請手続きを概説する。

証券会社^{注8}を通じて東証に事前相談を行った上で上場申請^{注9}を行うが、実務上は上場申請（本申請）に先立って予備申請が行われる。予備申請が行われれば、本申請の前に、上場基準^{注10}に適合する見込みがあるかどうかの審査が行われる^{注11}ため、上場承認までの期間の短縮が可能となる。

予備申請日は、上場承認予定日（新投資口の発行決議予定日）から起算して60日以上前の日とすることができるが、発行決議予定日の14日以上前の日に本申請を行い、当該日に予備申請日に提出した書類以外の上場申請書類を提出することになる^{注12}。



注 8

証券会社は、東証との事前相談の窓口になるのみならず、上場時に発行される新投資口の引受人という重要な役割を担う。上場にあたっては、証券会社による審査（引受審査）も行われ、証券会社はそのREITの投資口を引き受けてもよいかという点が様々な角度から検証される。

注 9

東証の有価証券上場規程（以下「上場規程」という。）1201条の2第1項1号

注 10

上場規程1205条及び1206条

注 11

上場規程1202条3項

注 12

東証がウェブサイトで公開している「REIT（投資証券）上場の手引き」（以下「上場の手引き」という。）「I 上場までのスケジュール概要 3 上場申請（又は予備申請）」参照。上場の手引きについては、規則改正等にあわせて随時更新されるが、本稿においては2026年2月2日時点の内容に基づき記載している。

予備申請の時点から上場基準に適合する見込みがあるかどうかの審査が行われるため、予備申請日において当該審査に必要な各種の書類^{注13}の提出が求められる。中でも、投資法人の登記事項証明書の提出が求められるため、投資法人の設立手続きのスケジュールとの関係で留意が必要である。また、上場承認日に開示される書類、具体的には金商法に基づき提出される有価証券届出書のドラフトと、東証に提出する不動産投資信託証券に係る発行者等の運用体制等に関する報告書(以下「運用体制報告書」という。)のドラフトの提出が求められる^{注14}。

予備申請後、通常、審査担当者から、有価証券届出書・運用体制報告書のドラフトをはじめとした上場申請書類に基づいて、運用会社における運用方針及び運用体制、開示体制に関する質問が行われる^{注15}。下記の上場審査に用いられる要件を満たすかを審査するための質問となるが、REITの運用において重要な課題とされているスポンサーとREITの間の不動産取引に伴う利益相反対策に関する考え方、投資法人の成長戦略、利益計画等を含む、多岐にわたる質問がなされるのが通常であり、通常2～3回程度繰り返される。また、投資法人の執行役員及び監督役員並びに資産運用会社の社長との面談も行われる。

上場審査において用いられる要件は形式要件と実質要件に分かれる。形式要件は上場規程1205条に列挙されており、ポートフォリオに占める不動産等の比率や、上場時の発行済口数の見込み等の投資口の流動性に関する事項、資産運用会社の投信協会への加入や投資口の払戻しを行わないこと(クローズド・エンド型であること)等がある。実質要件は上場規程1206条に列挙されており、情報開示の適正性、資産の運用等を健全に行うことができる状況にあるかどうか、収益分配の継続性^{注16}、公益又は投資家保護の観点から適切かどうかの観点から審査される。

予備申請後の審査に問題がない場合、発行決議予定日(上場承認予定日)の14日以上前の日に本申請を行う。本申請時には、予備申請のときにはドラフトの提出でもよいもの(運用資産に係る賃貸借契約書の写し等)も含め、様々な書類の提出が必要となるほか、上場時に取得する不動産等に係る売買契約書等の写しも上場承認日のおおよそ2週間前までに提出するように求められている^{注17}。本申請前後に提出する必要がある書類との関係で、不動産に関連する各種契約のスケジュールリングについても、通常の不動産取引と異なる取扱いが求められるため、売主、信託受託者、テナント等、関係者の理解を事前に得ることが重要である。

注 13

上場の手引き「II 上場申請書類について」によると、投資運用の意思決定、運用体制、適時開示、内部統制の仕組み等に関する投資法人及び資産運用会社の諸規程や、投資法人が保有・取得する不動産の鑑定評価書のドラフト等が挙げられている。

注 14

上場の手引き「II 上場申請書類について」によると、新規上場申請に係る宣誓書において、「上場申請において取引所に提出する書類に関し、必要となる内容を漏れなく記載しており、かつ、記載した内容はすべて真実であります。」と記載する必要があるため、上記の開示書類の内容が未確定の場合(時間の経過により新たに発生する事実等を除く。)には、原則として予備申請が受理されないとされている。したがって、開示書類のドラフトについては極力内容を確定させる必要がある。

注 15

上場の手引き「I 上場までのスケジュール概要 4 上場審査」参照。

注 16

上場後の各期の営業収益、営業利益、経常利益、当期純利益及び1口当たり分配金の予想(業績予想)の作成も重要な作業である。業績予想は上場後には適時開示され、投資家に対する重要な情報開示の一つとなる。

注 17

上場の手引き「II 上場申請書類について」参照。

上場審査が終了すると東証ホームページを通じて上場承認の発表が行われる。

(4) 公募増資・物件取得

上場が承認され公表されると同時に、通常、投資口の公募増資が公表される。この際、金商法の開示規制にのっとり、EDINETを通じて有価証券届出書を提出することになる(金商法4条1項、5条5項・1項)^{注18}。有価証券届出書の記載事項は、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第4号の3様式に定められており(同府令10条1項3号)、同様式に含まれている詳細な記載上の注意に従う必要がある。

記載事項の中でも特に、投資法人が掲げる投資方針や成長戦略については、投資家に投資法人への投資の魅力を訴求するために重要なポイントであり、またその裏返しとして、当該投資法人の投資口に投資するにあたってのリスク(いわゆる「投資リスク」)についても十分な開示ができるよう慎重な検討が必要である。その他、金商法に基づく厳格な開示責任を負うという観点からは、公募増資により調達する資金で取得する物件の情報や、投資法人の運用体制等の詳細な説明を正確に記載する必要があるため、物件関連資料や投資法人・資産運用会社の規程類を精査し、適切な開示文案を作成することにも時間を要する。

また、公募増資により調達する資金で取得する不動産等については、有価証券届出書におい

て当該物件に固有のリスク(いわゆる「特記事項」)も含めて正確かつわかりやすく開示するために、事前のデューデリジェンスが必要となる。

上場REITの不動産デューデリジェンスにおいて留意が必要な点は多岐にわたるが、建築基準法・消防法等の違法性に問題があることが検出されるということがしばしば起こる。一般投資家を含む広い投資家層から資金を調達する上場リートにおいては、取得を検討する不動産等において違法性に問題があることが検出された場合には、売主に当該問題を是正させたのちに取得を行うのが原則であるとされている。また、投資法人が資産の運用以外の行為を営業としてすることができないと法令で定められている(投信法63条、いわゆる「他業禁止」)こととの関係で、従前のオーナーが締結していた契約をそのまま承継できなかつたり、投資法人が新たに締結しようとする契約の内容にも制約がある可能性がある点も留意が必要である。不動産の関係者(テナント等)に反社会的勢力の関係者がいないことのチェックも重要である。

有価証券届出書の提出後は投資家に対する勧誘が始まる。有価証券届出書提出時点では投資口の発行価格は未定とされた上で、投資口の価格算定を行う能力が高いと推定される機関投資家等の意見等を勘案して投資口の発行価格の仮条件が決定され、当該仮条件に基づいてブック・ビルディングが行われ、その結果を踏まえて仮条件の範囲内で発行価格が決定されるというの

注 18

金融商品取引法の規制により、有価証券届出書の提出前には投資口の取得の勧誘はできないこと(届出前勧誘規制)、REITの上場はスポンサーが上場企業である場合にはスポンサー側の株主に影響を及ぼし、インサイダー取引規制やフェア・ディスクロージャー・ルールの適用もありうることから、有価証券届出書の提出までの情報の管理は重要である。届出前勧誘規制の解釈として、金融庁「企業内容等の開示に関する留意事項について」(以下「開示ガイドライン」という。)の内容は、特定有価証券においても参照されるものとされている(金融庁「特定有価証券の内容等の開示に関する留意事項について」冒頭)が、開示ガイドラインB2-12③においては、一定のルールが示されていることが参考になる。

が通常の流れである。その後、払込期日に払込みがなされ、新投資口が発行された後、投資口が上場し、市場での売買が可能となる。

発行価格の総額から引受証券会社の手取金の

総額を控除した金額（発行価額の総額）が投資法人の手取金となり、当該手取金をもって不動産等の取得の決済が行われ、上場REITとしての資産の運用が始まる。

あまの そのこ

森・濱田松本法律事務所外国法共同事業。2005年慶應義塾大学卒業、2008年弁護士登録。J-REIT及び上場インフラファンドを中心に、投資法人の組成からIPO、上場後の公募増資・グローバルオファリング、資産取得、ガバナンス／コンプライアンス対応まで、証券会社での出向経験を踏まえて、資本市場実務とアセット実務を横断して一貫支援している。

たけうち かな

森・濱田松本法律事務所外国法共同事業。2009年東京大学法科大学院卒業、2010年弁護士登録、2019年南カリフォルニア大学ロースクール修了(LL.M.)。REITの組成、運営、資金調達、不動産取引、規制対応、M&A等に関する助言を幅広く行うほか、各種の不動産ファイナンス分野を取り扱う。近時は特に上場REITについて多彩な案件に主導的な立場で携わっている。