

「不動産投資信託証券に係る上場制度の整備」に寄せられたパブリック・コメントの結果について

当取引所では、不動産投資信託証券に係る上場制度の整備について、その要綱を本年8月17日に公表し、8月31日までの間、広く意見の募集を行い、その結果、3件（個人1件、証券会社2件）のコメントが寄せられました。

本件に関してお寄せいただいた主なコメントの概要及びそれに対する当取引所の考え方は以下のとおりです。

コメントの概要	コメントに対する考え方
<p>1. 定義（不動産への投資に付随する権利等の取扱い）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>特定の不動産に付随する商標権、温泉権その他の権利等について東証が不動産とみなす際の判断基準が不明確であるため、不動産とみなすことのできる資産を限定列挙すべきである。</li> </ul>	<p>今般の改正は、不動産への擬似的な投資という特性が損なわれることがない範囲において、運用対象不動産の多様化に上場基準を対応させ、発行者の利便性を向上させることを目的としているため、不動産とみなすことのできる資産の範囲について「商標権、温泉権その他の資産」と例示列挙するにとどめる一方、当取引所が妥当性を判断することとしたものです。</p> <p>判断基準に関しては、例示されている商標権、温泉権を目安に、社会通念に照らして不動産に付随して取得・保有されていると判断される資産は不動産とみなすという考えですが、実務上この要件にあたるかどうか明確でないケースが実際に生じる可能性がある場合には、事前に当取引所に御相談いただければ、実際に不動産とみなした事例などを提供することで、実務上の支障が生じないよう透明性を確保してまいります。</p>
<p>2. 上場審査基準等（運用以外の資産の取扱い）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>投資法人が運用のために保有する資産以外の資産のうち、上場審査基準及び上場廃止基準の審査対象としないこととする資産についての東証の判断基準が不明確である。</li> </ul>	<p>今般の改正は、投資法人の適切な組織運営を逸脱しない範囲において、資産運用とは無関係な資産を保有する必要性が生じた場合の発行者の利便性を向上させることを目的としているため、保有することができる資産の範囲について「投資法人の商号に係る商標権等」と例示列挙するにとどめる一方、当取引所が妥当性を判断することとしたものです。</p> <p>判断基準につきましては、不動産に付随する権利等と同様に、事前に御相談いただくことなどにより、実務上の支障が生じないよう透明性を確保してまいります。</p>

3. 上場前の投資証券発行	
<ul style="list-style-type: none"> <li>株券における上場前の第三者割当等に関する規制では、特定の第三者の短期利得を防止することを目的に、株主割当による新株発行は規制対象とされていないため、不動産投資信託証券についてもこれと同様に、既存の投資主に対する投資証券の発行は規制の対象外とすべきである。</li> </ul>	<p>不動産投資信託証券に関して上場申請前に新投資証券を発行するケースとしては、投資法人が不動産の保有に特化したビークルに過ぎないため、投資法人への不動産拋出者など特定の者が上場に向けてのプロセスを見極めたうえで小額の出資で投資法人を設立し、その後当該特定の者が投資法人の不動産取得に伴う大規模な新投資証券の発行を引き受け、上場直前に売出しを実施して短期間で上場に至るのが一般的です。</p> <p>こうした投資法人の上場に至るプロセスや設立者をはじめとする既存の投資主に関する特徴は、一般事業会社における上場に至るプロセスや上場の可能性が明らかでない段階で出資していることの多い既存株主の位置付けと異なるものです。</p> <p>したがって、不動産投資信託証券に関して、既存の投資主が株主割当に相当する形態をとり上場前の新投資証券の発行を引き受ける場合であっても、第三者が新投資証券の発行を引き受ける場合であっても、短期間に利益を得る目的の度合いや実現性に実質的な差異は生じないものと考えられるため、規制の実効性を確保する意味から対象外とすることは適当ではないと考えます。</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>上場前の投資証券の発行に関する規制について、当該規制が無い前提で準備を進めている不動産投資信託証券の上場計画の支障とならないよう、改正の時期をパブリック・コメント締切の6か月経過後とすべきである。</li> </ul>	<p>投資法人の上場に関しては、一般的に上場申請から上場までの期間が短期であることや、上場に至る展開の見極めが容易であることから、本規制の実施時期を延期する措置は、駆け込み的な上場を促し、実質的に短期の利益獲得を当該延期中に集中させる結果を招きかねず、採用できません。</p> <p>ただし、施行日より前に投資証券の割当を受けた者に対して遡って継続保有義務を課すことは困難であるため、この場合については、施行日現在の保有者が同内容の義務を負うことで足りることとする経過措置を設けます。</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>上場前に投資証券を取得するのが、投資信託委託業者の親会社や関連会社であって、かつ、投資法人に拋出された不動産が、当該投資信託委託業者の親会社や関連</li> </ul>	<p>御指摘にある投資法人への不動産の拋出者などが実質的に不動産の拋出に伴って取得した投資証券を売却するようなケースを含めて、上場前に投資証券を取得している投資主が全て短期間で利益を得る目的を有しているとは考えておりません。</p>

会社によって長期間保有されていたものである場合には、当該投資証券を売り出したとしても、直ちに不公正な取引とは断定できないため、例外的に取り扱うべきである。

しかし、今回の規制を導入する目的は、上場前に特定の投資主が有利な投資機会を得ることで、一般投資者に不公平感を与えるような状況となることを防止することであり、不動産投資信託証券市場に対する投資者の信頼を高めるためには、ご指摘のケースについても、規制対象とする必要があると考えております。

以上