

## 【別紙 2】

### 審査の結果の要旨

氏名 段 磊

本論文は、上場されている不動産投資信託（REIT）の買収・再編を対象に、一般の事業会社の買収・再編の場合の法規制と比較しつつ、①事業価値評価の公正性確保、②利益相反のコントロールおよび③敵対的買収・防衛策の許容性と限界の3点について検討するものである。

本論文は、全3章からなる。

「第1章 日本法の現状と課題」では、まず、J-REIT（日本の不動産投資法人）の買収・再編の法的手法は新投資口発行や合併等様々であるが、各手続における投資主の選択の自由の大小により、公正な価額の算定基準や制度上の保障措置について異なる取扱いがされていると指摘する。

しかし、第1に、現行の事業価値評価の公正性確保の枠組みについては、対象投資法人の役員による私的利益の追求を規制し、役員に対する規律付けを実現するという主観的な側面の整備が不十分であるとする。というのは、新投資口第三者割当てによるJ-REITの買収の場面においては投資主による判断権の行使の機会が与えられておらず、それ以外の場面については強圧性および取引保護条項等の問題により判断権が実質的に制限されるおそれがあるからであるとする。J-REITの買収・再編の差止め、買収・再編の無効、役員に対する損害賠償責任の追及および反対投資主の買取請求権の行使といった4つの介入の手段のいずれもが日本では十分に機能しているとは評価できないとする。

第2に、J-REITの日常経営における利益相反規制については、対象投資法人の内部における投資主の最終的な判断権の行使によるものと、裁判所による介入などの対象投資法人の外部の仕組みによるものがあるが、いずれも買収・再編における利益相反問題に対処するには不十分であるとする。さらに、外部運用・管理型の仕組みを採用しているJ-REITには、対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題のほか、資産運用会社の役員と投資法人の投資主との間の特有の利益相反問題もあるが、こうした特有の利益相反問題がまだ広く認識されていないとする。

第3に、敵対的買収に関しては、J-REITの敵対的買収の実例はこれまでないが、J-REITに対し敵対的買収を行う動機および可能性は十分に存在していることに鑑みるならば、買収防衛策を導入し、投資主の利益保護を促進する必要があると指摘する。平成25年改正投信法により新投資口予約権の発行が認められたため、J-REITは、上場会社のよ

うに、差別的な新投資口予約権の発行により事前警告型防衛策を採用することが可能になったが、①投資主平等の原則に抵触するおそれ、および②買収者に経済的損失を与えるおそれがあるという問題を解決する必要があるとする。

「第2章 US-REITの買収・再編との比較法的考察」では、上記3つの論点に関するアメリカ法における取扱いについて論じる。

第1に、アメリカでは、US-REIT（アメリカの不動産投資信託）の公正性確保の枠組みとして、対象会社の支配権の移転の有無を基準とし、支配権の移転を伴う買収・再編であれば、法的手法のいかんを問わず、その是非について株主が最終的に判断する権利が重視されているとする。さらに、支配権の移転を伴うUS-REITの買収・再編においては、①買収・再編の差止めの申立てという事前の予防手段、および②対象会社の取締役に対する損害賠償責任の追及という事後的な保障措置が、買収・再編の方法を問わず横断的に対象会社の株主に付与されているとする。

第2に、利益相反規制に関しては、アメリカ法で実現されている裁判所による介入を通じた対象会社の取締役に対する規律付けは、複数の審査基準、すなわち①経営判断原則、②中間的な基準および③完全な公正の基準を併用する点や、買収・再編の差止めを通じた保障措置を広く認める点に特徴があるとする。特に、後者については、対象会社の株主は、取締役の信認義務違反または情報開示義務違反を根拠として、予備的差止め命令を裁判所に申し立てることにより、①公開買付けの実施・続行の差止め、②合併または新株発行を承認するための株主総会の開催の差止め、③取引保護条項の実施の差止め、および④買収防衛策の実施の差止めを実現することができる点を指摘する。

第3に、敵対的買収に関しては、ライツ・プランと所有制限および超過株式条項が併用される相当強力な防衛策が可能のため、US-REITにおいては敵対的買収が行われにくいと指摘する。特に所有制限・超過株式条項はUS-REITにしか見られない特有な条項であるとする。買収者は、防衛策に関して、①委任状争奪戦または書面同意の争奪等の株主総会における争い、および②防衛策の実施の差止めを裁判所に求めるという2つの手段が保障されているとする。他方、①と②のいずれにも買収者が敗れば、買収者は、買収を撤回すれば、防衛策の発動によって損失を被るおそれがないとする。

以上のアメリカ法の考察を踏まえて、「第3章 J-REITの買収・再編における解釈論・立法論の検討」において、上記3つの論点につき、日本法について具体的な解釈論・立法論上の提言を行う。

第1に、事業価値の公正性確保については、投資主の最終的な判断権を行使する機会を確保するという観点から、友好的買収に該当すると評価できるような支配権の移転を伴う新投資口の第三者割当てが行われる場面では、J-REITの税制上および仕組上の特徴に基づき、会社法の規律と異なり、支配権の移転に着目するのではなく、投資口の希釈化を基

準として、投資主総会の特別決議を要求する場合を定めるべきであるとする。また、アメリカ法のように法的手法の違いを問わず投資主には同一レベルの保障措置が認められるべきであるとして、裁判所による介入を通じた規律付けを実現するという観点から、新投資口の第三者割当て、投資法人の合併、投資口の併合によるキャッシュ・アウト、および公開買付けといった場面ごとに、**J-REIT**の買収・再編の差止めを実現する上で現在障害となっている問題を克服するための解釈論・立法論を検討する。たとえば、**MBO**を含む二段階買収や支配権の移転を伴う公開買付けの場面では、投資主による差止めを実現するために、①買収が実現された場合の法人税を、執行役員の違法行為差止請求権を利用する際の「投資法人の損害」と解すべきこと、②株主（投資主）が被る不利益のおそれを要件とした公開買付けに対する差止めの規定を金商法に定めるべきことを提案する。

第2に、**J-REIT**の買収・再編における利益相反問題に対処するという観点から、**J-REIT**の買収・再編における対象投資法人の役員の善管注意義務・忠実義務違反の有無を判断する際の審査基準について検討する。また、**J-REIT**の買収・再編における特有の利益相反問題を対象として、対象投資法人の資産運用会社の役員に対する規律付けを実現するため、資産運用会社の役員の対第三者責任が問題になることに鑑み、投資法人およびその投資主を「第三者」に包摂する解釈論を提案する。また、資産運用会社の役員には誠実公正義務があることに鑑み、資産運用会社の役員の誠実公正義務違反を差止事由の「法令違反」に包摂する解釈論を提案する。

第3に、差別的な新投資口予約権の発行を対抗措置とする事前警告型防衛策の利用を可能にするという観点からは、防衛策の有効性の審査基準を確認した上で、**J-REIT**の敵対的買収および防衛策の枠組みについて検討する。まず、防衛策の有効性の審査基準には必要性和相当性という2つの要件が含まれるとする。しかし、この2つの要件をクリアするための方法として従来採用されてきた買収者への損失の補償という方法には重大な欠陥があるとして、①委任状争奪戦による投資主による判断権の行使と②新投資口予約権発行の差止請求権を確保し、買収者は失敗した場合には撤退の機会を付与されるべきことを提案する。

以上が、本論文の要旨である。

本論文の意義および長所としては、次の点を挙げることができる。

第1に、本論文は、**J-REIT**の買収・再編というほとんど着目されてこなかった領域に着目し、それが活発に行われている米国法を参照することにより、①事業価値評価の公正性確保、②利益相反規制および③敵対的買収・防衛策の導入の可否と限界、の3点がポイントであるとして、それぞれの論点につき、日米の相違を浮き彫りにした上で、日本法への具体的な提言を行っており、テーマへの着眼と、比較法の取り上げ方がすぐれている。これまで**J-REIT**の買収・再編に対し注目が集まらなかった理由は、そもそも上場型の投

資信託という仕組みが運用型の投資スキームであり、投資家が分散することを念頭においてのものであり、投信法もそのような前提の下で立法されたからである。ところが、今後は、日本でも、**J-REIT** の買収・再編が活発になる時代が到来すると予測され、本論文の意義は大きい。

第2に、本論文は、特に米国法について、**US-REIT** の歴史、実態、判例、税制も含む法規制、利益相反に係る自主規制をきわめて詳細かつ重厚に調査しており、これまで日本にはこのような包括的研究は存在せず、資料的価値という観点からしても意義が大きい。

第3に、本論文は、米国法の検討に基づき、日本の法制の特徴として、**J-REIT** の買収・再編が投信法により規律されており、投信法の規律が会社法の規律と異なっている部分があることを指摘し、**J-REIT** の特殊性に留意しつつ、会社法上の規律と投信法の規律を比較している。この点についても、日本では従来研究が乏しく、学界に寄与するところが大きい。

第4に、本論文は、**J-REIT** の買収・再編における3つのポイント、すなわち、①事業価値評価の公正性確保、②利益相反規制および③敵対的買収・防衛策の導入の可否と限界について、日米法の比較、および日本法における投信法と会社法の規律の比較に基づいて検討しているため、軸が明確であり、かつ、最終的に日本法に対する具体的な解釈論および立法論の提言にいたっている。その際、たとえば、投資主の最終的な判断権を行使する機会を確保するという観点から、友好的買収に該当すると評価できるような支配権の移転を伴う新投資口の第三者割当てが行われる場面では、**J-REIT** の税制上および仕組上の特徴に基づき、平成26年改正会社法により導入された規律のように支配権の移転に着目するのではなく、投資口の希釈化を基準として投資主総会の特別決議を要求する場合を規定すべきであると主張するなど、投資法人と一般の会社の差異、投資法人の特殊性に着目した提言を行っている。

第5に、本論文は、検討の過程から、投信法に対する提言のみならず、一般の会社についても共通して妥当する問題点が指摘されている。たとえば、違法行為の差止めの規定の解釈論や、買収防衛策の許容性と限界等の議論は、会社法に対しても示唆的である。

他方、本論文にも問題点がないわけではない。

第1に、投資法人と一般の会社に対する規律の相違を丹念に描き出すことから出発しながら、おそらく、投資法人制度によらず、一般的な会社またはビジネストラストをヴィークルとする **US-REIT** に係るアメリカの議論に引きずられたせいか、第3章では、投資法人の特殊性について必ずしも十分に意識されず、投資法人の特殊性という観点が薄れている論述も見られ、会社一般についての議論との区別が判然としない部分がある。

第2に、第1に指摘した問題点の原因ともなっていると考えられる短所として、そもそも、日本では、**J-REIT** のヴィークルとして、会社とは異なる投資法人を構想し、会社法とは異なる規律を置いたのはなぜかについて、説明と分析が不足している。

第3に、比較法からの示唆として、アメリカ法が優れているという評価がされており、法制度の違い、とりわけ REIT のヴィークルが一般的な会社・ビジネストラストであるか、それとも特別法上の法人（投資法人）であるか、差止めに係る執行法・司法制度の差異等が捨象されている。そのため、具体的な提言の中には、必ずしも十分な説得力がないと思われるものもある。

第4に、本論文は、878頁にわたる長大な博士論文であり、詳細かつ重厚であるが、記述が内容的にやや冗長である。

しかし、以上のような問題点は、先に述べた本論文の意義および長所を大きく損なうものではない。

以上から、本論文は、その著者が自立した研究者としての高度な研究能力を有することを示すものであることはもとより、学界の発展に大きく貢献する特に優秀な論文であり、本論文は博士（法学）の学位を授与するにふさわしいと判定する。