

# 博士論文

## 不動産投資信託（REIT）買収・再編の比較考察 ——投信法と会社法の交錯

段 磊

## 目次

序章 問題の設定 .....	1
1 本稿の背景と目的 .....	1
1.1 J-REIT 制度発展の二段階 .....	1
1.2 企業買収・再編理論と不動産取引理論との交錯.....	3
2 本稿の考察対象 .....	6
3 本稿の問題意識 .....	7
4 本稿の方法論 .....	8
5 先行研究 .....	10
5.1 J-REIT の買収・再編関係の先行研究 .....	11
5.2 一般事業会社の買収・再編関係の先行研究.....	12
6 本稿の構成 .....	15
 第一章 日本法の現状と課題 .....	16
第一節 J-REIT の買収・再編についての基礎的考察 .....	16
第一款 不動産投資法人（会社型 J-REIT）の投信法上の仕組要件 .....	18
1 不動産投資法人のガバナンス .....	18
2 不動産投資法人の仕組み .....	24
3 不動産投資法人と証券投資信託との比較 .....	28
第二款 不動産投資法人（会社型 J-REIT）の税制上の導管性要件 .....	31
1 総論 .....	31
2 対象投資法人の要件 .....	32
3 対象事業年度の要件 .....	34
4 対象利益配当の要件 .....	39
第二節 J-REIT の買収・再編の現状及び法的構造 .....	40
第一款 総論 .....	40
第二款 一般事業会社による投資法人に対する買収・再編.....	42
1 友好的な買収・再編 .....	42
2 敵対的な買収・再編 .....	44
3 一般事業会社による投資法人に対する買収・再編の実例.....	48
第三款 投資法人による他の投資法人に対する買収・再編.....	52
1 友好的な買収・再編 .....	52
2 敵対的な買収・再編 .....	59

3 投資法人による他の投資法人に対する買収・再編の実例.....	61
第四款 投資法人による一般事業会社に対する買収・再編.....	66
第三節 J-REIT の買収・再編における特有の法的問題 .....	68
第一款 J-REIT の買収・再編における特殊性及び留意点 .....	68
1 J-REIT の買収・再編における仕組上の特殊性 .....	68
2 J-REIT の買収・再編における税制上の特殊性 .....	69
3 J-REIT の買収・再編における上場維持の特殊性 .....	73
4 J-REIT の買収・再編における情報管理の特殊性 .....	75
第二款 J-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性問題 .....	79
1 総論：問題の提起 .....	79
2 投資口公開買付価格の公正性確保 .....	86
3 新投資口第三者割当価格の公正性確保 .....	96
4 投資法人合併条件の公正性確保 .....	114
5 キャッシュ・アウト交付対価の公正性確保 .....	143
6 本款の議論の小括 .....	151
第三款 J-REIT の買収・再編における利益相反の問題 .....	158
1 総論 .....	158
2 J-REIT の日常経営における利益相反問題 .....	158
3 一般事業会社の買収・再編と同様の利益相反問題.....	160
4 J-REIT の買収・再編における特有の利益相反問題 .....	167
5 J-REIT の利益相反管理体制の現状 .....	171
6 J-REIT の買収・再編への対応の不十分 .....	196
第四款 J-REIT の敵対的買収及び防衛策の問題 .....	201
1 総論 .....	201
2 J-REIT に対する敵対的買収の動機及び可能性 .....	203
3 J-REIT の買収防衛策の必要性 .....	207
4 J-REIT における導入可能な買収防衛策 .....	220
5 本款の議論の小括 .....	228
第四節 本章の議論の総括と比較法的検討における着眼点.....	231
第一款 本章の議論の総括 .....	231
第二款 比較法的検討における着眼点 .....	235
第二章 US-REIT の買収・再編との比較法的考察 .....	238
第一節 US-REIT の買収・再編についての基礎的考察 .....	239

第一款 US-REIT の誕生 .....	240
第二款 US-REIT の発展の流れ .....	243
1 モーゲージ型からエクティ型への転換 .....	243
2 信託型から会社型への転換 .....	243
3 外部運用・管理型から内部運用・管理型への転換.....	245
4 REIT から UPREIT への転換.....	246
5 UPREIT と DOWNREIT との違いについて .....	248
第三款 US-REIT の現状に関する基礎的な考察 .....	252
1 総論 .....	252
2 信託型 REIT に関する基礎的な考察.....	254
3 US-REIT の仕組みに関する基礎的考察 .....	264
第四款 US-REIT の税制上の導管性要件 .....	271
1 組織要件 .....	271
2 収入要件 .....	274
3 資産要件 .....	274
4 配当要件 .....	275
5 宥恕規定 .....	276
第二節 US-REIT の買収・再編の方法及び特殊性 .....	278
第一款 アメリカの一般事業会社の買収・再編の法制度及び実現方法.....	279
1 アメリカの一般事業会社の買収・再編に関する現状及び法制度.....	279
2 アメリカの一般事業会社の買収・再編の実現方法.....	283
第二款 US-REIT の買収・再編の方法及び特殊性 .....	287
第一項 一般 REIT の買収・再編の方法.....	287
第二項 UPREIT の買収・再編の方法 .....	326
第三項 一般 REIT と UPREIT の買収・再編の方法.....	332
第三款 US-REIT の買収・再編における税制上の特殊性 .....	334
1 非同族会社要件（5/50 ルール）による特殊性 .....	334
2 持分保有要件による特殊性 .....	337
3 収入要件による特殊性 .....	338
第三節 US-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性問題 .....	340
第一款 US-REIT の公正性確保の枠組み .....	341
1 なぜ株主の最終的な判断権と同一レベルの保障措置が必要か.....	342
2 買収・再編の差止めの可能性及び内容 .....	346
3 株式買取請求権が利用されていない原因 .....	350
4 損害賠償責任の追及の可能性及び注意点 .....	359



5 小括 .....	363
第二款 アメリカの予備的差止命令に関する基礎的考察.....	365
1 アメリカの差止命令及びその分類 .....	365
2 予備的差止命令の法的性質及び機能 .....	366
3 アメリカ法の予備的差止命令が日本の会社法への影響.....	368
4 予備的差止命令の発令手続 .....	369
5 US-REIT の買収・再編における予備的差止命令の発令要件 .....	374
第三款 US-REIT の買収・再編における予備的差止命令の判例法理 .....	396
1 独立当事者間の買収・再編の場面 .....	396
3 敵対的買収の場面 .....	430
第四款 本節の議論の小括 .....	455
1 US-REIT の公正性確保の枠組みの特徴 .....	455
2 公正性の保障措置としての予備的差止命令 .....	456
3 会社法上の取締役の信託義務違反の判断基準.....	457
4 証券法上の情報開示義務違反の判断基準 .....	458
第四節 US-REIT の買収・再編における利益相反問題 .....	460
第一款 US-REIT の日常経営における利益相反問題 .....	460
1 US-REIT の日常経営における利益相反問題の分類 .....	460
2 US-REIT の利益相反管理体制 .....	462
3 US-REIT の利益相反管理体制のまとめ .....	476
第二款 US-REIT の買収・再編における利益相反問題 .....	480
1 US-REIT の買収・再編における利益相反問題の原因 .....	480
2 US-REIT の買収・再編における利益相反問題の対応策 .....	481
3 US-REIT の買収・再編における普通株主と種類株主との利益相反問題 .....	484
4 US-REIT の買収・再編における利益相反問題の判例法理 .....	488
第三款 UPREIT の仕組みにおける特有の利益相反問題 .....	538
1 OP の LP と REIT の株主との間の利益相反問題 .....	538
2 UPREIT の仕組みにおける利益相反問題の審査基準 .....	547
3 UPREIT の買収・再編における特有の利益相反問題の対応策.....	556
4 UPREIT の買収・再編における利益相反問題の判例法理.....	564
第四款 本節の議論の小括 .....	580
1 US-REIT の利益相反管理体制の役割及び限界 .....	580
2 US-REIT の買収・再編における利益相反問題及び対応策 .....	581
3 US-REIT の買収・再編における普通株主と種類株主との利益相反問題 .....	583
4 UPREIT の買収・再編における特有の利益相反問題 .....	585
5 US-REIT の買収・再編に関する裁判例の特徴 .....	587

第五節 US-REIT の敵対的買収及び防衛策の問題 .....	590
第一款 総論 .....	590
1 アメリカの敵対的買収及び防衛策の概要 .....	590
2 US-REIT に対する敵対的買収の現状 .....	592
第二款 買収防衛策としての所有制限及び超過株式条項.....	596
1 買収防衛策としての可能性 .....	596
2 買収防衛策としての不確定性 .....	597
3 所有制限及び超過株式条項の設定権限 .....	600
4 所有制限及び超過株式条項の免除要件 .....	611
第三款 所有制限及び超過株式条項とライツ・プランとの併用.....	615
1 所有制限及び超過株式条項とライツ・プランの関係.....	615
2 ライツ・プランと導管性要件との間の緊張関係.....	616
3 US-REIT のライツ・プランの効果及び関連事例 .....	621
4 防衛策の有効性の判断基準 .....	634
第四款 本節の議論の小括 .....	638
第六節 アメリカ法の総括 .....	641
第一款 US-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性の確保 .....	641
1 US-REIT の公正性確保の枠組み .....	641
2 企業価値評価の公正性の保障措置の比較 .....	642
3 US-REIT の買収・再編に対する予備的差止命令の発令要件 .....	643
第二款 US-REIT の買収・再編における利益相反問題の対応策 .....	647
1 US-REIT の日常経営における利益相反問題の対応策 .....	647
2 US-REIT の買収・再編における利益相反問題の対応策 .....	648
3 UPREIT の買収・再編における特有の利益相反問題の対応策.....	650
第三款 US-REIT の買収防衛策及びその有効性の判断基準 .....	652
1 US-REIT の買収防衛策の具体的な内容 .....	652
2 US-REIT の買収防衛策の有効性の判断基準 .....	653
第三章 J-REIT の買収・再編における解釈論・立法論の検討 .....	656
第一節 アメリカ法からの示唆 .....	657
第一款 REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性の確保.....	657
1 投資主（株主）の最終的な判断権の確保 .....	657
2 同一レベルの保障措置の付与 .....	658
第二款 REIT の買収・再編における利益相反問題の対応策.....	661

第三款 REIT の買収防衛策及びその有効性の審査基準.....	664
第二節 日本法の検討の前提 .....	666
第一款 US-REIT と J-REIT の異同 .....	666
1 REIT の仕組上の要件の違い.....	666
2 REIT の税制上の要件の違い.....	671
3 REIT の買収・再編の方法の違い.....	672
第二款 一般事業会社の買収・再編と J-REIT の買収・再編の異同 .....	675
1 J-REIT の買収・再編における仕組上の特殊性 .....	675
2 J-REIT の買収・再編における税制上の特殊性 .....	676
第三節 投資主の最終的な判断権の確保 .....	679
第一款 投資主の最終的な判断権を重視する必要性.....	679
第二款 大規模な新投資口第三者割当てに対する規制.....	683
1 規制方法の提案 .....	683
2 東京証券取引所の有価証券上場規程等の一部改正について .....	686
3 平成 26 年会社法改正について .....	689
第四節 同一レベルの保障措置の付与 .....	697
第一款 問題の設定 .....	697
第二款 買収・再編の差止めを通じた保障措置の適切性.....	699
1 他の保障措置の実効性についての評価 .....	699
2 差止めを通じた保障措置の利点及び問題点 .....	703
第三款 買収・再編の差止めを実現するための法律構成.....	707
1 平成 26 年会社法改正の内容及び影響 .....	707
2 新投資口第三者割当てによる J-REIT の買収に対する差止め .....	710
3 投資法人合併による J-REIT の再編に対する差止め .....	719
4 J-REIT のキャッシュ・アウトに対する差止め .....	738
5 公開買付けによる J-REIT の買収に対する差止め .....	749
第四款 小括 .....	760
第五節 J-REIT の買収・再編における利益相反問題の対応策 .....	763
第一款 総論 .....	763
第二款 J-REIT の買収・再編における善管注意義務・忠実義務違反の審査基準.....	764
1 裁判所の介入のレベルを考えるにあたっての考慮要素.....	764
2 J-REIT の買収・再編における審査基準の提案 .....	770
第三款 J-REIT の買収・再編における特有の利益相反問題の検討 .....	779
1 問題の設定 .....	779

2 内部運用・管理型の仕組みを導入する必要があるか.....	780
3 現行法に基づく解釈論による対応策 .....	783
第四款 小括 .....	788
第六節 J-REIT の買収防衛策及びその有効性の審査基準 .....	791
第一款 問題の設定 .....	791
第二款 J-REIT の買収防衛策の内容及び導入・発動の判断主体 .....	793
1 差別的な新投資口予約権の適法性の問題 .....	793
2 所有制限及び超過株式条項の導入の可能性 .....	794
3 J-REIT の買収防衛策の導入・発動の判断主体 .....	796
第三款 J-REIT の買収防衛策の有効性の審査基準 .....	801
1 防衛策の導入・発動の必要性の審査基準 .....	801
2 防衛策の導入・発動の相当性の審査基準 .....	804
第四款 新しい仕組みの設計に関する提案：争う手段と撤退機会の付与.....	809
1 投資主による判断権の行使（委任状争奪戦）で争う手段の付与.....	810
2 裁判所による介入で争う手段の付与 .....	812
第五款 小括 .....	815
結章 本稿の結論と残された課題 .....	818
1 本稿の結論 .....	818
1.1 日本法の問題 .....	818
1.2 アメリカ法からの示唆 .....	820
1.3 日本法への提言 .....	822
2 残された課題 .....	824
3 最後に .....	827
●判例索引 .....	828
●欧文判例索引 .....	830
別紙 1：J-REIT の基本状況 .....	840
別紙 2：US-REIT の基本状況 .....	848
別紙 3：US-REIT の買収・再編活動（2004 年-2014 年） .....	858
別紙 4：上場 US-REIT の買収・再編に関する訴訟（101 件） .....	868

## 序章 問題の設定

### 1 本稿の背景と目的

#### 1.1 J-REIT 制度発展の二段階

本稿は、不動産投資信託の買収・再編について、一般事業会社の買収・再編との比較の視点から考察を試みるものである。不動産投資信託 (real estate investment trust、以下「REIT」という) とは、投資家から集めた資金をオフィスビルなどの収益不動産で運用し、賃貸収益や売却益などを配当金として投資家に分配する集団投資スキームである。このような集団投資スキームは 1960 年にアメリカで誕生し、1971 年にオーストラリアで制度化された。日本では、2001 年 3 月に、不動産投資信託 (以下「J-REIT」という) 市場が東京証券取引所 (以下「東証」という) に初めて開設された<sup>1</sup>。

REIT 制度は、株式会社のような事業法人の性格と証券投資信託のような集団投資スキーム (collective investment scheme) の性格を同時に備え、その誕生のおかげで、昔は大口の資金がないと投資できなかった不動産開発賃貸事業等に、一般の投資家が小口の資金を投資できるようになり、そして、もともと流動性が低かった不動産にも流動性を持たせることができるようになった。他方、不動産の開発及び賃貸等を行う業者にとっては、自己資金と銀行からの借入金のほか、REIT 制度を利用して証券市場から資金調達することができ、さらに、後述の導管性要件を満たせば法人税の免除も受けることができる。J-REIT は、新たな投資商品・資金調達手段・事業構造として、日本の不動産業界に活力を入れて大きな影響をもたらしている。これは J-REIT 制度の第一の意義であると思われる。その成果は、2001 年に発足してから 2007 年の金融危機までの 6 年間に、上場 J-REIT の規模が株式市場の成長率を遥かに上回るスピードで拡大してきたこと<sup>2</sup>に反映される。

---

<sup>1</sup> その後、韓国 香港 台湾などのアジア諸国で REIT 制度の創設が続き、さらにはヨーロッパでも 2003 年にフランス、ブルガリア、2007 年にイギリス、ドイツ、2008 年にはイタリアで導入された。2015 年 8 月現在 REIT 市場が存在する国 地域は 37 ヶ国に達している。See European Public Real Estate Association, *Global REIT Survey 2015* (2015.8)([http://www.epra.com/media/Epra\\_REIT\\_2015\\_GLOBAL\\_1442307110562.pdf](http://www.epra.com/media/Epra_REIT_2015_GLOBAL_1442307110562.pdf)). 不動産証券化協会『不動産証券化ハンドブック 2015』(不動産証券化協会・2015 年) 第 9 章も参照。

<sup>2</sup> J-REIT の投資口時価総数は、2007 年 5 月末時点で約 6.8 兆円に達し、同年 10 月には上場 J-REIT の数が

しかし、制度作り及び市場開設は、あくまでも J-REIT 制度発展の第一段階にすぎない。

2007 年春以降の不動産市況のピークアウト及びいわゆるサブプライム問題の顕在化と同時に J-REIT 市場もピークアウトし、さらには 2008 年 9 月のリーマン・ショック及び同年 10 月のニューシティ・レジデンス投資法人の民事再生手続開始の申立て等を契機として J-REIT の投資口価格は急落し、2009 年初頭には投資口時価総額は 2.2 兆円を割り込むまでになった。もっとも、J-REIT 市況の悪化の主たる要因については、J-REIT のファンダメンタルズの悪化という側面もあるにはあったが、鑑定評価額ベースで見れば、J-REIT 保有の不動産価額はそれほど下落しておらず、賃料水準及び稼働率も比較的高い水準で維持されていたため、決定的な要素とは考えられておらず、それよりむしろ、税制上の問題から利益の内部留保が原則としてできないという J-REIT の構造上の要因に端を発したリファイナンス問題の顕在化<sup>3</sup>と不動産不況下での体力の弱いスポンサー企業の破綻にあると分析されており、J-REIT の制度的な脆弱性が露呈した結果であったともいえる。

こうした事態を受け、日本政府及び日本銀行は、J-REIT の復活のための施策として、投資法人債の適格担保化、日本政策投資銀行による資金供給、不動産市場安定化ファンドの設立により資金調達の問題に歯止めをかけ、さらには銀行等保有株式取得機構による銀行保有の J-REIT 投資口の買取り及び日本銀行による J-REIT 投資口の買取りなどの施策により投資口の価格維持に努めたほか、税制改正により投資法人同士の合併を促進させた。民間サイドでも資産運用会社の買収によるスポンサー変更及び不動産投資法人の合併等を通じた J-REIT の再編が進められた<sup>4</sup>。つまり、今回の金融危機を契機として、J-REIT の買収・再編及び民事再生・破綻等の制度改善がようやく視野に入った。これらは、J-REIT 制度の発

---

42 になった。

<sup>3</sup> 実際、ニューシティ・レジデンス投資法人の倒産にしても資金調達不能に端を発した黒字倒産であった。

<sup>4</sup> 新家寛＝上野元編『REIT のすべて：新規組成・上場から倒産処理まで』（民事法研究会・2012 年）はしがき 1-2 頁。また、これらの施策により、2012 年 4 月時点では、上場 J-REIT 数こそ 33 に減少したものの、上場 J-REIT の信用力は大幅に回復し、J-REIT の投資口時価総額も約 3.2 兆円にまで回復した。

展が第二段階に入った証であろう。その後、上場 J-REIT 市場の回復は順調に進み、とりわけ 2012 年 4 月以後に投資法人の新規上場は相次いでおり、2015 年 9 月時点では、上場 J-REIT の数は 53 社に、投資口時価総額も約 9.73 兆円に達した。

## 1.2 企業買収・再編理論と不動産取引理論との交錯

金融危機を背景に行われた J-REIT の買収・再編は、まだ後ろ向きのものが多いと思われる。後ろ向きの買収・再編とは、単独での企業存続が難しくなり、コスト削減を主な目的として行うような買収・再編である。これに対して、①J-REIT 事業への参入<sup>5</sup>、②J-REIT の外部成長<sup>6</sup>、または③J-REIT 保有資産の取得等を主な目的とする買収・再編<sup>7</sup>が前向きの買収・再編といわれる。J-REIT が市場で生き残っていくためには優良不動産の取得による外部成長が必要不可欠であるが、近年の不動産市場における熾烈な競争を背景として、J-REIT が企図したとおりに優良不動産を取得することは容易ではない。このような状況の下、J-REIT が、外部成長手段として、他の J-REIT との間で買収・再編を行うことが検討に値する選択肢の 1 つとなってきた。企業買収・再編を通じて優良不動産の取得による外部成長を実現できるからである。

不動産取引は、もともと民法上の私人間取引として発展してきたが、不動産を取得するためには、民法や借地借家法等の私法以外に、多くの法律制度が関係する。その多くは、不動産関連問題を総合的な見地から調整するために作られた行政法規である。これらの行政法規は、通常、不動産の利用・取引に「外から」制限を加えるという形を採っている。所有者は、不動産を自由勝手に利用・取引をすることができず、不動産登記法、租税法、

---

<sup>5</sup> J-REIT 事業への参入には、新規参入の場合と他種リートへの参入の場合があり得る。前者は、一般の事業会社による J-REIT に対する買収・再編であるが、後者の例としては、オフィスリートを運営する J-REIT がレジデンスリートに参入する場合などである。

<sup>6</sup> 数百億円から数千億円規模の不動産ポートフォリオを有する J-REIT は、不動産ファンド、不動産会社又は海外 REIT 等にとって見れば魅力的な投資対象といえ、これらの不動産ファンド等による J-REIT の買収も想定される。

<sup>7</sup> 参入及び外部成長以外の買収目的は、資産を買収者の関係者に譲渡して運用する場合と、資産を処分して処分益を得ようとする場合が考えられる。

宅地建物取引業法、建築基準法及び土地区画整理法等の様々な行政法規の規制を受けなければならない<sup>8</sup>。また、不動産の特徴<sup>9</sup>により、不動産の価格は、他の一般の諸財産の価格とは異なる特徴を有し、不動産の現実の取引価格等は、取引等の必要に応じて個別的に形成されるのが通常であり、しかもそれは個別的な事情に左右されやすく、適正な価格を形成する市場を持つことが困難である。

これに対して、企業買収・再編（M&A: merger and acquisition）は、不動産取引とまったく異なり、商法上かつ法人間の制度として発展してきた。企業買収・再編の対象は、企業が有する資産ではなく、企業そのものであるため、企業の支配権を取得する者は、企業の資産をコントロールする権利を手に入れることができる。したがって、J-REIT は、優良不動産を有する他の J-REIT の投資口を取得し、または他の J-REIT と合併することにより、その不動産に直接手を触れない形で、実質的に不動産及び関連の人的資産等を取得できる。また、J-REIT は、証券化された不動産の特徴を持ち、特に上場投資法人の発行する投資口は証券取引所に上場されているので、実物不動産より価格評価の点で優位性を有する。もちろん、J-REIT の買収・再編は、その過程において、上記の不動産取引に係る行政法規の規制を完全に免れることができないが、時間的、手続的な面から総合的に考えれば、J-REIT の外部成長にとって不可欠な手段であることは否定できない。無論、J-REIT だけではなく、一般の不動産事業会社もその買収・再編により、同じような目的が達成できるが、J-REIT

---

<sup>8</sup> 不動産法研究会編『不動産取引：不動産ビジネスの基本書（第9版）』（有斐閣・1992年）はじめに1-2頁を参照。

<sup>9</sup> 不動産は、自然的特性として、地理的位置の固定性、不動性（非移動性）、永続性（不変性）、不増性、個別性（非同質性、非代替性）等を有し、固定的であって硬直的である。また、人文的特性として、用途の多様性（用途の競合、転換及び併存の可能性）、併合及び分割の可能性、社会的及び経済的位置の変異性等を有し、可変的であって伸縮的である。さらに、不動産は、他の不動産とともにある地域を構成し、その地域との間に、依存、補完等の関係に及びその地域内の他の不動産との間に協働、代替、競争等の関係にたつ。この地域は、他の地域と区別されるべき特性を有するとともに、他の地域との間に相互関係にたち、この相互関係を通じて、その社会的及び経済的位置を占めるものである。塩崎勤＝沢野順彦編『不動産取引の基礎知識（下巻）』（青林書院・1994年）453-454頁を参照。



は、不動産事業会社と比べて、税法上の導管性要件を満たすことにより法人税の優遇政策を受けることができる<sup>10</sup>。

企業買収・再編は、19世紀末から20世紀初頭にかけてアメリカで最初にブームが起きてからおおむね20年ごとに数回のブームを経て現在に至っている<sup>11</sup>。日本国内においても、企業買収・再編活動が近年に活発化している<sup>12</sup>。例えば、2006年には、企業買収取引の件数が過去最高の2,764件に達するとともに、1,250億ドルと金額も最高記録を更新した<sup>13</sup>。

しかし、企業買収・再編は、時として劇薬であり、企業価値を増加するのみならず経済社会全体にも良い影響を与える反面、企業価値を喪失させ、経済社会に悪い影響を与える場合もある<sup>14</sup>。また、一般事業会社の買収・再編については膨大な議論の蓄積があるのに対して、J-REITの買収・再編は従来ほとんど注目されてこなかったといっても過言ではない。市場環境の変化に伴い、これからJ-REITに関する買収・再編がますます増えていくことが想定されるなかで、J-REITの買収・再編における法的手続と法的問題を整理する重要性が

---

<sup>10</sup> J-REITと収益不動産へ投資する不動産事業会社との違いの1つは、法人税が免除されるということである。つまり、不動産事業会社が得た利益に対し、会社段階で法人税が課税された後、投資者の段階（株主への配当）でまた所得税を支払わなければならない。いわゆる二重課税である。これに対して、J-REITが一定の条件を満たせば、法人税が免除され、その税引前利益をほぼそのまま配当として投資主へ分配する。不動産事業会社の株主と比べてJ-REITの投資者はより高い配当を得ることができる。これは、J-REITの大きな魅力である。法人税を免除するため、J-REITが一定の条件を具備しなければならない。この条件は「導管性要件」と呼ばれる。

<sup>11</sup> 過去100年間にアメリカで起きた企業買収・再編ブームは5回あり、現在は第6次ブームとなっている。各ブームの詳細は、奈良輝久等編『M&A 法制の羅針盤：TOB、三角合併、金融商品取引法施行を踏まえたM&A手法と防衛策』（青林書院・2007年）5-7頁を参照。

<sup>12</sup> 1989年にはその数が年間1000件を突破して以来、一貫して1600件から1700件のハイ・ペースが維持されている。内閣府経済社会総合研究所『わが国企業のM&A活動の円滑な展開に向けて：M&A研究会報告』（2004年）13頁を参照。とりわけ2004年UFJを巡る三菱東京グループと三井住友グループとの争奪戦、2005年ライブドアによるニッポン放送の株買占めを契機として、従来は日本の風土になじまないとされてきた敵対的買収も、企業戦略の1つとして一般化するようになってきた。

<sup>13</sup> 宮島英昭「増加するM&Aをいかに読み解くか」宮島英昭編『日本のM&A』（東京経済新聞社・2007年）1-3頁。

<sup>14</sup> 落合誠一編『わが国M&Aの課題と展望』（商事法務・2006年）3頁。

高まっている。そこで本稿は、J-REIT の買収・再編における特有の法的問題に焦点を当てて、その解決策を模索することを目的とする。

## 2 本稿の考察対象

J-REIT の買収・再編に対して考察を行う前に、まず、「J-REIT」と「買収・再編」の外延を明らかにし、本稿の考察対象を明確する必要がある。J-REIT は、その根拠法の 1 つである「投資信託及び及び投資法人に関する法律」（以下「投信法」という）により、会社型（不動産投資法人）と信託型（不動産投資信託）という 2 つの種類があるが、信託型 J-REIT は日本の実務でほとんど利用されていない。そのような現況<sup>15</sup>に鑑みると、本稿は、主に会社型 J-REIT、すなわち不動産投資法人の買収・再編における法的問題を、考察の対象とすることとする。

信託型 J-REIT を考察の対象から除いたとしても、本稿が対象とする議論の射程は十分に広い。会社型 J-REIT の買収・再編を実現するための方法としては、投資口の取得、組織再編、事業譲渡など、様々なものが存在するからである。ただし、組織再編については、投信法上、その手法として、投資法人同士の吸収合併または新設合併に関する規定のみが設けられており、株式会社における株式移転、株式交換、会社分割に相当する制度は認められていない。事業譲渡については、投信法には株式会社における事業譲渡に対応する規定が設けられておらず、この形態はとりえないと解する見解がある<sup>16</sup>が、事業譲渡は認められるとする見解も示されている<sup>17</sup>。もっとも、J-REIT の事業譲渡は不可能というわけではないが、従業員も存在せず、ノウハウなどの無形財産と不動産ポートフォリオが有機的に一体となっているということも想定し難いため、結局のところは、投資法人の保有資産の譲渡

---

<sup>15</sup> 2015 年 9 月現在、東証で上場されているすべての J-REIT（53 社）は、いずれも会社型 J-REIT（不動産投資法人）である。

<sup>16</sup> 高橋壮介「不動産投資法人（REIT）の M&A：実現可能性の法的検討」金法 1828 号 26 頁。

<sup>17</sup> 田中俊平『J-REIT の M&A』についての法的問題点」RMJ87 号 40 頁。小田大輔ほか「座談会・REIT 倒産の影響とその後の処理」金法 1855 号 22 頁〔松下発言〕等。

及び債務の引受けを併せて行うこととなる<sup>18</sup>。したがって、本稿は、会社型 J-REIT の買収・再編を実現するための方法を、投資口の取得と投資法人の合併の 2 つに限定することとする。なお、投資口の取得の手法としては、投資口の公開買付けと新投資口第三者割当てという 2 つがある。

### 3 本稿の問題意識

平成 25 年に、J-REIT の根拠法である投信法が大幅に改正された。平成 25 年改正法は、J-REIT の資金調達の多様化、新投資口発行の差止請求権及び海外不動産の取得などの問題に対して、有効な対応策を出し、J-REIT の買収・再編を促進するものと考えられる。しかし、J-REIT の買収・再編においては、(1) 企業価値評価（すなわち買収・再編条件の公正性確保）の困難性、(2) 構造上の原因による利益相反の発生、(3) J-REIT に対する敵対的買収の困難性及び買収防衛策の不備といった問題が依然として残っている。そして、現在、これらの問題はますます先鋭化している傾向にあるが、それに対処するための日本法の解決策が極めて不足しているといっても過言ではない。

具体的には、(1) まず、J-REIT の買収・再編の場面において、対象投資法人の企業価値を正確に測定することは難しいが、買収・再編の当事者にとっての最大の関心事は、買収者が提示する買収・再編の条件が、企業価値に照らし公正な価額であることを確保すること（以下「公正性確保」という）にあると考えられる。しかし、J-REIT の買収・再編に関する現行の法制度は、対象投資法人の企業価値の公正性を確保するために、どのような仕組みを設けているのか、またこのような公正性確保の枠組みは有効に機能しているのか、などの点で疑問が残る。

(2) 次に、現行の利益相反管理体制は、J-REIT の日常経営における利益相反問題を想定し、外部サービス業者による資産運用行為の濫用を規制することを目的としているが、J-REIT の買収・再編の取引は基本的にその規制範囲に含まれていない。そうすると、J-REIT

---

<sup>18</sup> J-REIT の保有資産の全部譲渡の意義と手法については、新家・前掲注（4）543 頁以下を参照。

の買収・再編という非常時の場面では、いかなる方法で対象投資法人の役員と投資主との利益相反問題に対応すべきかが問題となる。また、外部運用・管理型の仕組みを採用している J-REIT の買収・再編の場面では、投資法人の役員と投資主との利益相反問題のほか、外部サービス業者の役員は、自社の利益または個人の私的利益を追求しながら、顧客である投資法人及びその投資主の利益を犠牲にする可能性が大いにある。しかし、こうした特有の利益相反問題はまだ広く認識されていないことから、現行法にはこの問題を規制する手段が乏しい。

(3) 現在までは、J-REIT に対する敵対的買収の実例がなく、また、買収防衛策を導入している J-REIT も見当たらない。それには様々な理由があるが、投信法に実効性のある防衛策を講じる手段が乏しいこと、J-REIT の導管性要件が敵対的買収の阻害要因になるため、買収防衛策を導入する必要性が低いことが、主な理由として挙げられる。しかし、J-REIT の敵対的買収の実現は困難であっても、また J-REIT の敵対的買収の実例は存在しなくても、J-REIT において敵対的買収の可能性及び買収防衛策導入のニーズが全くないとはいうわけではない。今後、J-REIT に対する敵対的買収の行われる動機やその実現可能性があるのか、また仮に十分な動機や可能性が存在するならば、J-REIT はどのような買収防衛策を導入できるのか、といった問題が顕在化すると予想される。

したがって、本稿では、J-REIT の買収・再編を考察するに際して、以上の 3 つの法的問題を意識しながら、その解決策を模索する上で参考となるような視点を提供することを目的に、議論を展開することとする。

#### 4 本稿の方法論

以上の 3 つの法的問題は、J-REIT は、投信法が規定する一般事業会社と異なる仕組みを採ること、また、法人税の優遇政策を受けるために多くの導管性要件を満たす必要があることに起因すると考えられる。現在は、このような仕組み及び導管性要件は、どのような特殊性を帯びているのか、そして、J-REIT の買収・再編にどのような影響を与えていくの

かなどが、しっかりと議論されていない状況にあるといわざるを得ない。よって、本稿の方法論の 1 つとして、J-REIT の仕組要件及び導管性要件に起因する特殊性に対する分析に重点を置く。

また、本稿のもう 1 つの方法論は、比較法的な視点の分析である。すなわち、本稿は、REIT 分野の先進国であるアメリカの REIT（以下「US-REIT」という）の買収・再編における法的問題及び判例を分析することにより、示唆を得ることで、上記の 3 つの法的問題の解決策について提言したい。アメリカの REIT 制度を比較対象とする理由は以下のとおりである。(1) 現在の REIT 市場規模から見れば、アメリカは世界一位である。アメリカにおける REIT 関連の法制度及び法改正は、国際的な注目を浴びている。(2) REIT の歴史から見れば、アメリカの市場は 1960 年代から発足したため、これまで蓄積されてきた REIT の買収・再編の実務経験が豊富で、関連の議論も豊富である。(3) 信託の伝統から見れば、アメリカは英米法圏の国として、信託の伝統が深い。信託の理念及び精神は、REIT を含む様々な分野に浸透している。(4) J-REIT とのつながりから見れば、J-REIT 設立当初、アメリカの制度を参考してつくられたという経緯がある。特に、アメリカ法は内部運用・管理型の仕組みを採っているため、J-REIT とは異なる視野から、J-REIT の買収・再編制度の改善のための示唆を得ることができると思われる。

なお、本稿でアメリカ法について言及する場合には、特に断りのない限りは、メリーランド州とデラウェア州の制定法及び判例法について取り上げる。その理由としては、まず、上場 US-REIT の大半がメリーランド・コーポレーション (Maryland Corporation) またはメリーランド REIT (Maryland REIT) の組織形態を採用しており、US-REIT にとって最も重要な準拠法がメリーランド会社及び団体法 (Maryland Code Corporations and Associations) であるからである<sup>19</sup>。次に、上場 US-REIT の 6 割以上 (約 64%) は、UPREIT または DOWNREIT

---

<sup>19</sup> 具体的には、会社型 REIT は、同法の第 1 章から第 7 章のメリーランド会社法を準拠法とするが、信託型 REIT は、第 8 章のメリーランド REIT 法を準拠法とする。メリーランド REIT 法とメリーランド会社法の関係としては、裁判所は、メリーランド REIT 法にも信託型 REIT の信託約款及び附属定款にも明確な規

の仕組みを採用している<sup>20</sup>ため、これらの US-REIT にとっては、デラウェア・リミテッド・パートナー法 (Delaware Limited Partnership Law) が重要な準拠法<sup>21</sup>であるからである。それに加えて、デラウェア州以外の各州会社法に対する影響力という観点からも、デラウェア会社法は、アメリカ法の分野におけるリーダー的存在として、他州の会社法の内容にも強い影響を与えており<sup>22</sup>、デラウェア州の裁判所で確立した企業買収・再編に関する基準・法理は、他州の法的な理論・実務に大きな影響を与えていると指摘されている<sup>23</sup>。

## 5 先行研究

以上より、本稿では、J-REIT の買収・再編における (1) 企業価値評価の公正性問題、(2) 利益相反の問題、及び (3) 敵対的買収及び防衛策の問題について、一般事業会社の買収・再編と比較しながら分析することとなるが、これらの問題について、これまで日本ではどのような議論が行われてきたのだろうか。議論の出発点を明らかにするためには、従来の学説において何が指摘され、何が議論されずにきたのかを確認する必要がある。

上述したとおり、J-REIT 制度は、2000 年 12 月の投信法改正がなれた後に発足した。2007 年の金融危機までの第一段階には、J-REIT の買収・再編が行われる需要がすくなく、そのような事例は 1 件もなかった。こうした背景には、J-REIT の買収・再編の全体像について論じた先行研究が存在するが、J-REIT の買収・再編における特有の法的問題に着目した論考はあまり見受けられない。一方、J-REIT の買収・再編ではないが、一般事業会社の買収・

---

定がない場合、メリーランド会社法を準用して紛争を解決することである。

<sup>20</sup> 本稿第二章の表 17「上場 US-REIT の詳細 (会社型と信託型の別)」と別紙 2「US-REIT の基本状況」を参照。

<sup>21</sup> 具体的には、UPREIT または DOWNREIT の仕組みにおけるオペレーティング・パートナーシップ (Operating Partnership) の半数以上は、デラウェア・リミテッド・パートナー法 (Delaware Limited Partnership Law) によって設立されたからである。

<sup>22</sup> 例えば、メリーランド会社法がデラウェア会社法から大きな影響を受けていることは事実である。

<sup>23</sup> See e.g. William H. Rehnquist, The Prominence of the Delaware Court of Chancery in the State-Federal Joint Venture of Providing Justice, The Business Lawyer, Vol. 48, No. 1, 351, 354(1992); Mullen v. Academy Life Insurance Corp., 705 F.2d 971, 973 n.3 (8th Cir. 1983).

再編における法的問題について論じた先行研究は多く、そのうち、本稿の 3 つの問題意識と最も関係しているものとしては、2012 年 12 月の田中亘の論考<sup>24</sup>、2013 年 2 月の白井正和の論考<sup>25</sup>、及び 2013 年 8 月の飯田秀総の論考<sup>26</sup>がある。ここでは、先行研究を J-REIT の買収・再編関係と一般事業会社の買収・再編関係に分けて紹介するとともに、本稿がこれらの先行研究からどのような示唆を受け、これらの先行研究からどのように議論を発展させようとするものであるかを明らかにしておきたい。

### 5.1 J-REIT の買収・再編関係の先行研究

J-REIT の買収・再編関係の先行研究の中の代表作としては、2011 年 3 月の辻河哲爾・西田良正の論考<sup>27</sup>と、2012 年 6 月の善家啓文の論考<sup>28</sup>が挙げられる。

辻河・西田は、その論考の中で、J-REIT の買収・再編制度の全体像について、投資口の取得と投資法人の合併という 2 つの手法に分けて明確な説明を示した<sup>29</sup>。とりわけ、J-REIT の仕組上の特殊性を考慮した上で、投資法人に対する買収・再編を行うとともに、その資産運用会社<sup>30</sup>に対する買収・再編が同時に進行する必要があることを論じた上で、資産運用会社の買収・再編の手法については、資産運用会社の株式取得または資産運用会社の交替を通じて行われることを提案した<sup>31</sup>。

また、善家啓文は、その論考において、J-REIT の買収・再編のニーズと特徴を確認した上で、投資法人に対する買収・再編の手法に分けて、すなわち投資法人の合併、保有資産

---

<sup>24</sup> 田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務・2012 年）を参照。

<sup>25</sup> 白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』（商事法務・2013 年）を参照。

<sup>26</sup> 飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』（商事法務・2013 年）を参照。

<sup>27</sup> 大串淳子ほか監修『不動産投資法人（REIT）の理論と実務』（弘文堂・2011 年）の第 4 章「不動産投資法人の再編」を参照。

<sup>28</sup> 新家・前掲注（4）の第 6 章「J-REIT の買収・事業再編」を参照。

<sup>29</sup> 大串・前掲（27）248 頁以下。

<sup>30</sup> 資産運用会社は、J-REIT の最も重要外部サービス業者であり、投資法人による不動産等の投資対象資産の購入・売却に関する投資判断、その他資産運用に関する一切の業務を担当している。

<sup>31</sup> 大串・前掲（27）238-240 頁。

の全部譲渡、新投資口第三者割当て、投資口の公開買付け及びキャッシュ・アウトの場面ごとに、一般事業会社の買収・再編の手法を比較しながら、J-REIT の買収・再編制度の現状と留意点を明確に整理した。善家の論考は、J-REIT によるスポンサー交替の意義にも言及し、具体的な手法として資産運用会社の株式取得または資産運用会社の交替を挙げて、それぞれの手続きの概要と留意点を紹介した<sup>32</sup>。さらに、善家の論考は、J-REIT に対する敵対的買収と買収防衛策の現状を踏まえ、J-REIT に対する敵対的買収の手法と、J-REIT への買収防衛策の導入の可否を指摘している点でも示唆に富む<sup>33</sup>。

ただし、辻河・西田の論考も善家の論考も、J-REIT の仕組み、上場の手続、資金調達、買収・再編、事業再生・倒産処理、及び会計・税務などを包括的に解説する実務書の一章として書かれたものであるため、現行制度の分析や問題の提起にとどまっている。J-REIT の買収・再編における特有の法的問題に着目し、比較法などの視点から問題の解決に向けた具体的な検討・提案は行われていない。また、この2つの論考は、いずれも平成25年の投信法改正と平成26年の会社法改正の前に出版されたものであるため、最新の法改正の内容が反映されていない。

## 5.2 一般事業会社の買収・再編関係の先行研究

白井正和は、「友好的買収の場面における取締役に対する規律」と題した2013年2月の論考において、独立当事者間の友好的買収の場面を対象に、対象会社の株主と取締役との間には潜在的な利益相反問題が存在することを指摘した上で、対象会社の取締役に対するあるべき規律づけの仕組みについて論じた。対象会社の取締役の行為を規律するための仕組みとしては、対象会社の株主による最終的な判断権の行使を通じた仕組みと、裁判所による事後的な介入を通じた仕組みと考えられるが、白井の論考は、その実効性の観点から、これらの規律付けの現状と問題点を指摘した上で、デラウェア法の判例法理や学説上の議論から示唆を得ることで、指摘した問題点を克服するための解釈論・立法論に基づく提言

---

<sup>32</sup> 新家・前掲注(4) 523頁以下。

<sup>33</sup> 新家・前掲注(4) 601頁以下。



を行った<sup>34</sup>。白井の指摘と提言は、J-REIT の買収・再編、特に独立当事者間の友好的買収の場面に当てはまる点が多い。本稿は、同場面における利益相反問題や企業価値評価の公正性問題を検討するにあたって、白井の論考を手掛かりとして議論を展開する。

飯田秀総は、2013 年 8 月の論考において、買取価格の算定に際して、シナジー（合併から生じる利益）の分配が認められた結果、株式買取請求権には多くの機能や要素が盛り込まれたことを指摘した<sup>35</sup>。飯田の論考は、シナジー分配を認めたことの妥当性、ひいては株式買取請求権の実効性に対して疑問を提起し、デラウェア法の条文の変遷、判例の展開、学説の発展などを詳細に分析することで、株式買取請求権の本来の趣旨や機能を明らかにした上で、日本法の株式買取請求権制度を改善するための解釈論に基づく提言を行った<sup>36</sup>。J-REIT の買収・再編においても、対象投資法人の反対投資主による買取請求は、企業価値評価の公正性を確保するための保障措置として、中心的な役割を果たしていると考えられる<sup>37</sup>。飯田の指摘は、日本法上の買取請求権制度の現状と限界を検討している点において特に示唆に富む。本稿は、J-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性問題を取り扱う際に、飯田の論考に基づき、US-REIT の買収・再編の実務と理論を素材とした具体的な検討を行う。

田中亘の 2012 年 12 月の論考は、日本の上場会社を対象とする敵対的買収及びそれに対する防衛策に関する現行法の法規制や、ニッポン放送事件決定以来の判例法理について分析した上で、今後の適切な法規制のあり方について論じた。とりわけ、田中の論考は、日本の上場会社で普及されている事前警告型防衛策<sup>38</sup>について、その適法性に関する法的不明

---

<sup>34</sup> 白井・前掲注（25）449 頁以下。

<sup>35</sup> 株式買取請求権の主な機能としては、支配株主の忠実義務違反責任の代替、利益相反の要素の解消措置の動機付け、非効率的な組織再編を抑止するスクリーニング、公開買付けの強圧性の解消という 4 つの機能が挙げられている。飯田・前掲注（26）311-318 頁。

<sup>36</sup> 飯田・前掲注（26）321 頁以下。

<sup>37</sup> 本稿第一章第三節第二款 4.3.1 を参照。

<sup>38</sup> 特に、差別的な新株予約権を対抗措置とする事前警告型防衛策を指す。

確性と、それに起因する買収への萎縮効果を指摘した上で、この問題の対処策として、デラウェア法の防衛策（ライツ・プラン）に関する制度設計や判例法理などを参考しながら、「買収者に対して、損失を被る恐れがなく、防衛策について争う機会を与える必要がある」と提言し、それを可能にするような法解釈を提案した<sup>39</sup>。平成 25 年投信法改正により、新投資口予約権制度が認められたため、J-REIT は、上場会社の事前警告型防衛策における対抗措置として多く見られる新株予約権の無償割当てに相当する対抗措置を講じる余地が生じた。本稿は、J-REIT の買収防衛策を考察する際に、買収者に対して争う機会を与える必要性も視野に入れて、検討を進める。

ただし、以上のいずれの論考も、一般事業会社の買収・再編における個別的な法的問題を考察の対象としたものである。J-REIT の買収・再編における特有の法的問題の整理や、J-REIT の買収・再編と一般事業会社の買収・再編との区別等に踏み込んだ検討は行われていない。また、比較法的な視点に基づく考察では、いずれの論考も、デラウェア州の制定法、判例法理及び学説を主な対象としている。これは、アメリカの上場会社の買収・再編の実態に沿った取捨選択であるといえる<sup>40</sup>。しかし、前述したとおり、US-REIT（特に上場 REIT）の分野において最も広く使われる準拠法は、デラウェア法ではなく、メリーランド法である。よって、本稿は、US-REIT の買収・再編における法的問題を考察するにあたり、メリーランド法を主な対象とし、特にメリーランド法とデラウェア法との違いに着目して、具体的な検討を行う。

以上みてきたように、従来の論考は、善家の論考と白井の論考を中心に、J-REIT の買収・再編と一般事業会社の買収・再編を比較考察することが有益であるという課題を提示してきたものの、J-REIT の仕組及び税制上の特殊性に基づいて、J-REIT の買収・再編における特有の法的問題を認識・整理することや、その解決策を提案することについての具体的な

---

<sup>39</sup> 田中・前掲注（24）366-377 頁。

<sup>40</sup> 前掲注（22）と注（23）及びそれらに対応する本文を参照。

検討はほとんど行われてこなかった。そこで本稿は、US-REIT に関する制定法、判例法理及び学説を素材として、先行研究が提示してきた課題に答える形で具体的な分析を試みる。

## 6 本稿の構成

本稿の構成は次の通りである。まず、第一章では、J-REIT の買収・再編の現状とその問題点について記述する。そのうえで、第二章では、第一章で形成された問題意識を踏まえ、J-REIT の買収・再編における法的問題のあるべき解決策を模索するための手掛かりととして、US-REIT の買収・再編における法的問題の解決策の詳細について考察を行う。最後に、第三章では、アメリカ法から示唆を得ることで、J-REIT の買収・再編における法的問題のあるべき解決策の内容について、解釈論・立法論の両面から提言を行う。具体的には、J-REIT の買収・再編における（1）公正性確保の枠組みの改善、（2）対象投資法人の役員や資産運用会社の役員に対する規律付けのあり方、及び（3）敵対的買収や防衛策の仕組みの設計という3つに特に焦点を当てて、解釈論・立法論を試みる。

## 第一章 日本法の現状と課題

### 第一節 J-REIT の買収・再編についての基礎的考察

「不動産投資信託」または「不動産投資法人」の定義については、法律による規定がないが、自主規制機関である投資信託協会は、「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則」の中で、「この規則において『不動産投信等』とは、投資信託約款または投資法人規約において投資信託財産または投資法人の財産の総額の 1/2 を超える額を不動産等及び不動産等を主たる投資対象とする資産対応型証券等に対する投資として運用することを目的とする旨を規定している投資信託及び投資法人をいう」（3 条 1 項）と定義している。対象となる不動産等の詳細は同規則に定められているが、大きく分けて、実物不動産、不動産の賃借権、地上権などの「不動産等」と、それらの不動産への運用を目的とする優先出資証券、特定目的信託の受益証券等の「資産対応証券」が対象とされている<sup>41</sup>。

また、序章で述べたとおり、J-REIT は、株式会社のような事業法人の性格を備えており、その根拠法は、投信法及びその準用する会社法の関連規定等である。投信法は、平成 12 年 5 月に「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」から改正・名称変更された法律であり、同改正によって、従来、主として有価証券とされていた運用対象（特定資産）の範囲が不動産等へと拡大された<sup>42</sup>。一方、J-REIT は、証券投資信託のような集団投資スキームの性格も持っている。証券投資ファンドと不動産投資ファンドなどの集団投資スキームの課税については、その金融仲介機能（投資ヴィークルとして）の特殊な性格に照らして、また、その活用を促進するという政策的な意図を含めて、税制上の様々な「課税の特例」が設けられている<sup>43</sup>。例えば、投信法改正に伴う平成 12 年度税制改正は、「租税特別措置法」

---

<sup>41</sup> 田村威「投資信託基礎と実務（九訂）」（経済法令研究室・2012 年）186 頁。

<sup>42</sup> 金融審議会の第一部会において、集団投資スキームについて審議が行われ、資産運用型スキームである「旧投信法」を改正し、不動産を含めた幅広い投資運用が可能となる横断的法制とすることが適当であるとの結論に達し、1999 年 11 月 30 日、「集団投資スキームに関するワーキンググループ報告」が公開された。これを受けて、投信法が改正された。

<sup>43</sup> 田辺昇等『実務・不動産証券化』（商事法務・2003 年）57 頁。

（以下「措法」という）に第 67 条の 15（投資法人に係る課税の特例）と第 68 条の 3 の 3（特定投資信託に係る受託法人の課税の特例）を新設し、投資法人と投資信託のうち一定の要件を満たすものが支払う利益の配当の額については損金の額に算入することを認めた。税法により優遇されているために J-REIT の利用が促進されているといえる。これら税法は、J-REIT の利用・発展の促進を目的とするほか、実務に与える影響もきわめて大きいことから、事実上 J-REIT のあり方を規定する機能を果たしている。したがって、本節では、投信法と税法という 2 つの面から、会社型 J-REIT の仕組上及び税制上の要件について考察する。

## 第一款 不動産投資法人（会社型 J-REIT）の投信法上の仕組要件

会社型 J-REIT は、投資法人が、投資者に投資証券を発行するなどして調達した資金で複数の不動産を取得し、主に当該不動産の賃貸事業収益を投資主に配当金として分配する仕組みである（投信法 2 条 19 項）。

### 1 不動産投資法人のガバナンス

投資法人は、資産を主として特定資産に対する投資として運用することを目的として設立される社団であり、法人格を有しているものの、資産運用を超える権限を有しない。加えて、投資法人は、本店以外に営業所を設けたり従業員を雇用したりすることができず（投信法 63 条）、資産の運用や資産の保管などの業務は外部のサービス業者に委託することを義務付けられているため、資産の集合体としてのヴィークルであるとも言える（同法 117 条、198 条、208 条）。しかし、投資法人における資産運用状況の監視機能として投資主総会や役員会を設置して投資主ガバナンスを確保すること、投資主に株式会社の株主と同様の権利を付与することなど、投資信託制度にはない仕組みが施されている。

#### 1.1 投資主総会の特徴

(1) 投資主総会は、投資主の全員によって構成される投資法人の意思決定機関であり、投資主によるガバナンスの中心的な機関として位置付けられる。まず、法律及び規約に定める事項に限り決議ができ（投信法 89 条）、その権限が限定されている点は取締役会設置会社における株主総会のそれと同じである。また、投資主総会は、執行役員、監督役員及び会計監査人の選任・解任、規約の変更、資産運用委託契約の締結の承認・解約、解散、合併の承認などの重要事項についての意思決定権限を有している。一方、計算書類等の承認については、重要な事項であるものの、株式会社の場合と大きく異なり、役員会の承認事項とされ、投資主総会の決議事項とはされていない（同法 131 条 2 項）。これは、総会開催コストを削減するという投資法人特有の要請や、投資主の分散による総会招集の困難性が考慮されたためである<sup>44</sup>。その結果、決算期ごとの定時の投資主総会の定めはなく、実務

---

<sup>44</sup> 立法論としては、株式会社についてもアメリカ法のように計算書類の確定及び利益処分（損失処理）を

上は執行役員の任期に合わせて2年に1回の頻度で開催されている<sup>45</sup>。

次に、投資主が1投資口につき1議決権を有する点で株式会社と同様であるものの、投資主は株式会社における株主に比し経済的なリターンに着目した純粋な投資家としての要素が強いと考えられる点に鑑み、投資法人は、その規約において、投資主が投資主総会に出席せず、かつ議決権を行使しないときは、当該投資主はその投資主総会に提出された議案<sup>46</sup>について賛成するものとみなす旨を定めることができるものとされている（いわゆる「みなし賛成制度」。同法93条1項）。

## 1.2 役員会の特徴

投資法人の役員会は、執行役員とその職務執行を監督する監督役員から構成されるが（投信法112条）、株式会社の取締役会は同じ立場の取締役のみから構成される点で異なる。役員会の権限は、投信法及び規約に定める権限を行使するほか<sup>47</sup>、執行役員の職務執行を監督し（同法114条1項）、執行役員の重要な職務執行に対して承認を行う（同法109条2項）。株式会社の取締役会の権限と比較すると、一定の類似性はあるものの、かなり異なっている。具体的には、まず業務執行に関する決定権限については、役員会は限定されているのに対して、取締役会は無限定で、特定の事項について決定権限の取締役への委任禁止という逆方向の縛りがかけられている（会社法362条4項）。

次に、構成員に対する監督権限であるが、役員会はその構成員の一部である執行役員の職務執行のみの監督にとどまるのに対して、取締役会のそれは構成員である取締役全員の職務執行に及んでいる点で異なる（同法362条2項2号）。これは、取締役会の監督権限に

---

ともに決議事項から外し、取締役会に移すべしとする意見が強く、会計監査人設置会社については既に前者が実現をみている（会社法439条）が、投資法人ではさらに一步先行した形となっている。竹中正直「投資法人の統治機構：株式会社との対比において」法学研究73巻12号150-151頁を参照。

<sup>45</sup> 新家・前掲注（4）48-49頁を参照。

<sup>46</sup> ただし、複数の議案が提出された場合に、相反する趣旨の議案があるときは、当該議案についてみなし賛成は通用されない。

<sup>47</sup> 規約における定めをもってとしても、投信法が投資主総会決議事項と定めている事項を役員会の専権事項にすることが認められていない。当該規約の定めは無効とされている（投信法89条2項）。

ついて業務執行の決定権限に基づく、ないしはこれと一体のものと解されていることが考慮されたものと考えられる。したがって、業務執行及び代表権限を有する執行役員のみを監督すればよいことになる。ただし、投資法人では、すべての実行行為を外部のサービス業者<sup>48</sup>に委任するので、監督権限はこれらにも及ぶと解される。また、この監督権限の行使は合議体としての役員会であるが、通常その対象となる執行役員は特別利害関係者となり決議に参加できないと解される（投信法 115 条・会社法 369 条 2 項）ので、この場合の決議は事実上監督役員のみで行われることが多いと考えられる。したがって、監督機能についてみれば、アメリカの取締役会における「監査委員会（audit committee）」と類似の性格を持つことになる点で注目される<sup>49</sup>。

さらに、役員会の権限事項の多くは取締役会のそれに類似しているが、先に述べた投資主総会の権限縮小により、配当議案に相当する金銭の分配にかかる計算書の承認（投信法 131 条 2 項）、さらに不適格な執行役員の解任（同法 114 条 2 項）という株式会社では株主総会の権限事項が含まれている点が異なる。しかも、役員会の役割の多くは業務執行の決定ではなく、執行役員の決定の承認であるため<sup>50</sup>、役員会は業務執行決定機関としてよりもその審査ないし監督機関としての色合いが濃い点が注目される。これもアメリカの取締役会の現在の姿に近い。これに対して、取締役会は業務執行の決定が主な権限であり、特に法定の重要事項の決定は取締役への委任が禁じられている<sup>51</sup>（会社法 362 条 4 項）。

### 1.3 執行役員の特徴

執行役員は、投資主総会で選任され（投信法 96 条 1 項）、投資法人の業務を執行し、投資法人を代表する（同法 109 条 1 項）。執行役員は株式会社における取締役に相当するもの

---

<sup>48</sup> 具体的には、資産運用会社、資産保管会社、一般事務受託者という 3 つのサービス業者を指す。その詳細は、本款「2 不動産投資法人の仕組み」を参照。

<sup>49</sup> 竹中・前掲注（44）153-154 頁を参照。

<sup>50</sup> 例えば、資産運用契約解除の申出に対する同意（投信法 250 条 2 項）、投資主総会の招集（同法 109 条 2 項 1 号）、合併契約の締結（同項 5 号）などである。

<sup>51</sup> 竹中・前掲注（44）154-155 頁を参照。



と位置づけられている。例えば、執行役員は取締役と同様に、投資法人に対して善管注意義務（同法 97 条・民法 644 条）及び忠実義務（同法 109 条 5 項、会社法 355 条）を負い、執行役員がその職務を行うについて悪意・重過失があったときは、これにより第三者に生じた損害を賠償する責任を負う（同法 115 条の 7 第 1 項）ほか、代表訴訟制度も存在する（同法 116 条、会社法 847 条）。ただし、すべての執行役員が当然に代表権を有する点（同法 109 条 1 項）が取締役会設置会社の取締役と異なる<sup>52</sup>。なお、執行役員の欠格事由（同法 98 条）は、取締役のそれ（会社法 331 条 1 項）と比べると、類似する点が多いが、全体的にみればより厳格であると評価できる<sup>53</sup>。これは、多数の投資主の出資からなる資産の運用という投資法人の事業の特殊性に基づく要請によるものであろう。

業務執行については、執行役員は自ら決定し執行することができ、対外的にも投資法人の代表者として執行行為を行い、その効果を投資法人に帰属させることができる。ただし、法定事項その他重要な業務執行については、役員会の承認を受けなければならない（同法 109 条 2 項）。これに対して、株式会社の取締役は取締役会の構成員として業務執行を決定するが、執行行為は代表取締役を選任して対内業務・対外業務ともにこれに一任し、さらに特定の対内業務についていわゆる業務担当取締役を選任しこれに委任するのが、解釈上認められている実務慣行である。また、業務執行の決定についても法定事項及び重要事項以外の事項については、解釈上代表取締役に委任でき、または当然に代表取締役に決定権があるとされている。したがって、執行役員の地位は株式会社の取締役一般と同様に役員会の構成員ではあるが、代表取締役の実態に近く、代表権が法律上その地位に与えられて

---

<sup>52</sup> 投信法 95 条により、投資法人は、1 人または 2 人以上の執行役員を設けることができる。また、役員会の招集権については、執行役員が 1 人の場合はその執行役員が、執行役員が 2 人以上の場合は各執行役員が有する。ただし、執行役員が 2 人以上の場合において、役員会を招集する執行役員を規約又は役員会で定めたときは、その執行役員が招集する（同法 113 条 1 項）。

<sup>53</sup> 例えば、禁錮以上の刑に処せられた者について、投信法では、外国の法令による刑も含まれ、期間経過の要件が 5 年（会社法は 2 年）に加重される（同法 98 条 4 号）。

いる点で取締役とも異なっている<sup>54</sup>。

#### 1.4 監督役員の特徴

監督役員は、執行役員の職務の執行を監督する権限を有する（同法 111 条 1 項）ため、株式会社における監査役に相当するものと位置づけて理解することもできる。しかし、投資法人においては、いわゆる外部運用・管理型の仕組みが採用されていること<sup>55</sup>に伴い、その調査権限は広範である。監督役員は、いつでも、執行役員のみならず、一般事務受託者、資産運用会社及び資産保管会社に対して投資法人の業務及び財産の状況に関する報告を求め、または必要な調査をすることができる（同法 111 条 2 項）。それどころか、監査役は取締役会の構成員ではないのに対し、監督役員は、役員会の構成員として、執行役員の重要な職務執行の承認、投資法人の計算書類等の承認（同法 131 条 2 項）、執行役員の解任<sup>56</sup>（同法 114 条 2 項）などに参加できるため、社外取締役の役割に近いと理解するほうが適切であると思われる。また、執行役員に対する監督役員の監督権限の実効性を担保するため、後述の役員会の過半数が監督役員となるように、監督役員の人数は執行役員よりも必ず 1 名多いことが求められる（同法 95 条 2 号）。さらに、監督役員の中立性の観点から、執行役員に比べて欠格事由が広く定められている。すなわち、執行役員、スポンサー及びスポンサー等と一定の関係のある者などとの兼職が禁止され（同法 100 条、投信法施行規則 164 条）、設立後に資産運用会社を交代させる場合においても、監督役員を役員・使用人とする者や監督役員と一定の関係がある者に対する資産運用業務の委託は禁止される<sup>57</sup>（同法 200

---

<sup>54</sup> 竹中・前掲注（44）155 頁を参照。

<sup>55</sup> 外部運用・管理型の仕組みの詳細は、本款「2 不動産投資法人の仕組み」を参照。

<sup>56</sup> この点は、投資法人の監督役員と株式会社の監査役との大きな違いである。すなわち、監査役または監査役会は取締役の解任権を有しないが、監督役員は事実上の執行役員解任権行使をその職務に活用できる。というのは、理論上は執行役員もその構成員として役員会が有する監督権限を分担し、相互に監督の義務と権限を有すると解されるが、通常は監督役員が執行役員の義務違反や職務懈怠などの解任事由を発見し、役員会招集請求権を行使して解任につなげるというプロセスを辿ると考えられるからである。竹中・前掲注（44）157 頁。

<sup>57</sup> つまり、投資法人と密接な関係にある者はもちろん、執行役員はかつてその職にあった者も含めて永遠

条、投信法施行規則 244 条)。

**表 1 上場 J-REIT (46 社) の役員会構成の概況<sup>58</sup>**

役員会の人数	執行役員の数	監督役員の数	上場 J-REIT	割合
3 人	1 人	2 人	37 社	80%
4 人	1 人	3 人	6 社	13.3%
5 人	2 人	3 人	3 社	6.7%

現在、上場 J-REIT の監督役員に選任されているものは、ほとんど弁護士、公認会計士、不動産鑑定士または大学教授などの外部専門家である。日本の取締役会には、株主に代わって内部者出身の取締役を監視することを期待されている社外取締役が少ない状況<sup>59</sup>に鑑みると、投信法が構築する不動産投資法人の役員会は、独立性・中立性において相当高いレベルに達していると考えられる。

**表 2 上場 J-REIT (46 社) の監督役員構成の概況<sup>60</sup>**

監督役員 (2 名)		監督役員 (3 名)	
弁護士+公認会計士	32 社 (70%)	弁護士+公認会計士+不動産 鑑定士	7 社 (15%)
弁護士+他投資法人の元役員	2 社	弁護士+公認会計士+コンサ ルタント	1 社
公認会計士+不動産鑑定士	1 社	弁護士+銀行役員+建設会社 役員	1 社
公認会計士+経済学部教授	1 社	—	—

に監督役員に就任できないという極めて厳しい中立性・独立性が求められている。新家・前掲注 (4) 50-51 頁を参照。

<sup>58</sup> 2014 年 6 月時点での上場 J-REIT (46 社) の公開資料によってまとめたものである。その詳細は、本稿の別紙 1「J-REIT の基本状況」を参照。

<sup>59</sup> 田中亘「企業価値研究会報告書の検討：デラウェアの影、そして影との戦い」商事法務 1851 号 4 頁、12 頁を参照。また、岩原紳作ほか (座談会)「上場会社をめぐるルール改正とわが国のコーポレート・ガバナンス [中]」商事法務 1879 号 16 頁、19 頁 [池田唯一発言] によれば、2009 年の時点では、東証一部上場企業の 56%、二部上場企業の 60%、マザーズ上場企業の 41%において、取締役会に社外取締役が 1 人もいないという現状がある。

<sup>60</sup> 2014 年 6 月時点での上場 J-REIT の公開資料によってまとめたものである。その詳細は、本稿の別紙 1「J-REIT の基本状況」を参照。

他社役員+元国土交通省運輸 審議会委員	1 社	—	—
------------------------	-----	---	---

## 2 不動産投資法人の仕組み

図 1 不動産投資法人の仕組み<sup>61</sup>

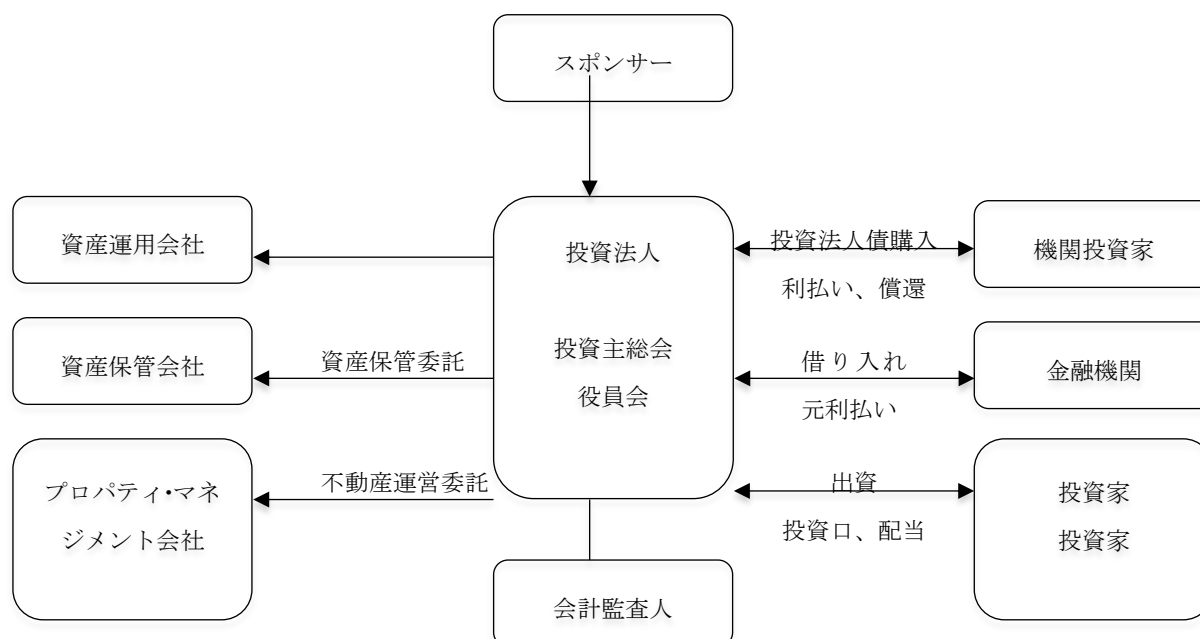


図 1 が示すように、不動産投資法人は、複数のサービス業者による高度で複雑な分業によって成立している集団投資スキームである。このような集団投資スキームにおいては、一般的には、以下の三種類のサービス業者が存在する。それらは仕組み業者（スポンサー）、投資運用業者（資産運用会社）及び資産管理業者（投資法人の資産を管理する者）である。

まず、スポンサーは、投信法上の機関ではなく明確な定義もないが、投資主、資産運用会社の株主その他の投資法人の関係者であり、投資法人や資産運用会社のセットアップや運用資産の取得その他投資法人に係る資産運用等に主導的な立場で関与する者<sup>62</sup>である。不

<sup>61</sup> 不動産証券化協会・前掲注（1）47 頁を参照。

<sup>62</sup> 東証の上場審査等に関するガイドライン VIII3（2）においては、「新規上場申請銘柄の投資主、資産運用会社の株主その他の新規上場申請銘柄の関係者であって、運用資産の取得その他の新規上場申請銘柄に係る資産の運用等に主導的な立場で関与する者」と定義されている。

不動産投資法人の組成から運用の各段階において、実務上非常に重要な役割を担う。例えば、スポンサーやその関連企業は、投資法人に対して、優先的な物件の情報の提供、ウェアハウジング機能<sup>63</sup>の提供、不動産等の購入に関する優先交渉権の付与やマーケット・リサーチ・サービスの提供を行うことが多く、投資法人が投資対象資産を組み替えて外部成長するために重要な便益を提供することができる。なお、スポンサーの持つ有形無形の社会的信用力は、投資者の受ける印象や投資法人のリファイナンスに際して重要な要素となっている<sup>64</sup>。2014年6月現在、上場 J-REIT のスポンサーは、主に不動産系、金融系、商社系、鉄道系、小売系、外資系といった 6 種類からなり、そのうち不動産系のスポンサーが一番多く、ちょうど半数を占める。各種類の数と割合は、下表の示すとおりである。

表 3 上場 J-REIT のスポンサーの種類<sup>65</sup>

スポンサーの種類	上場 J-REIT	全体に占める割合
不動産系	23 社	50%
金融系	5 社	11%
商社系	6 社	13%
鉄道系	2 社	4%
小売系	1 社	2%
外資系	9 社	20%
合計	46 社	100%

資産運用会社とは、投資法人が前記のとおり純粋な投資ヴィークルとして位置付けられたため、投資法人から委託されてその資産運用にかかる業務を行う者であり、金融商品取引法（以下「金商法」という）上の金融商品取引業者である（同法 198 条 1 項）。資産運用会社は、投資法人による不動産等の投資対象資産の購入・売却に関する投資判断、その他資産運用に関する一切の業務を行う、投資法人スキームにおけるメインプレイヤーといえる。

<sup>63</sup> ウェアハウジング機能とは、投資法人の資産運用会社からの依頼により、将来における投資法人での不動産取得を目的として、取得及び一時的な所有を行い、一定の期間、投資法人以外への売却を行わず、投資法人からの取得の申し出があれば、これに応じることによって物件収益の安定化を図ることをいう。

<sup>64</sup> 新家・前掲注（4）41 頁。

<sup>65</sup> 2014 年 6 月時点での各上場 J-REIT の公開資料に基づいて整理してまとめたものである。

いわゆる「アセット・マネジメント会社」である（asset management、以下「AM 会社」ともいう）。その業務能力が投資法人の業績、つまり投資者の投資運用の成果に直結しており、その重要性ゆえに、金融商品取引業者としての登録制度や各種の行為規制などの規制を受ける。スポンサーが資産運用会社の株式を保有して支配し、また、資産運用会社の代表者が投資法人の代表者を兼任している場合も多い<sup>66</sup>。

最後に、不動産投資法人の資産管理業務について述べる。具体的な業務は、財務的な資産管理、不動産の運営管理及び一般事務の管理に分類できる<sup>67</sup>。その担い手はそれぞれ次に述べる通りである。

(1) 財務的な資産管理とは、投資法人が所有する不動産や不動産信託受益権に係る重要書類の保管、口座の管理等の業務をいう。このような業務を行う者は資産保管会社と呼ばれる。資産保管会社になることができるのは信託会社と金融商品取引業者である（投信法 208 条 2 項）が、これまで全ての上場 J-REIT の資産保管会社は 3 大信託銀行<sup>68</sup>が就任してきた。その詳細は、以下のとおりである。

表 4 上場 J-REIT の資産保管会社の概況<sup>69</sup>

資産保管会社	上場 J-REIT	全体に占める割合
三菱 UFJ 信託銀行	13 社	28%
三井住友信託銀行	26 社	57%

<sup>66</sup> 2014 年 6 月の時点で、投資法人の執行役員が資産運用会社の代表取締役役に兼任される上場 J-REIT は、あわせて 22 社がある。その詳細は、本稿の別紙 1「J-REIT の基本状況」を参照。

<sup>67</sup> 不動産シンジケーション協議会「海外不動産投資ファンドに学ぶ」（証券化プロセス研究会報告書・1999 年）70 頁。

<sup>68</sup> 前掲注 (42) の「集団投資スキームに関するワーキンググループ報告」では、資産保管会社について「コミングリスク（commingling risk）への対応や相互牽制の観点から、資産運用会社と資産保管会社は分離することが適当である。また、金銭や有価証券等の即時取得の対象となる資産については、コミングリスクに対応するため資産保管会社を一定の者に限定する必要がある。ただし、信託勘定については破綻の場合に独立性が法的に担保されているため、信託者運用型については信託銀行の外に更に資産保管会社の設置を義務付ける必要がない」との検討結果が報告されている。

<sup>69</sup> 2014 年 6 月時点での各上場 J-REIT の公開資料に基づいて整理してまとめたものである。

みずほ信託銀行	7 社	15%
合計	46 社	100%

(2) 不動産の運営管理とは、対象不動産から賃料収入等を得るための日々の運用管理をいう。この役割を担うのがプロパティ・マネジメント会社（property management、以下「PM 会社」という）である。すなわち、不動産投資法人の仕組みにおいて、資産運用会社が、アセット・マネジメントとして不動産ポートフォリオ全体の運用を担当するのに対して、個別の不動産について、その日常の維持管理を担当する PM 会社である<sup>70</sup>。

前述のとおり、J-REIT は、証券投資信託と同じような集団投資スキームの性格を備えているが、両者の投資対象が異なることから、投資先財産の違いを反映して、相違点も少なくない。両者の違いは、PM 会社の存否からその一斑を見ることができる。証券投資信託の場合、キャッシュ・フローを生み出すのは株や債券などの有価証券である。これらの有価証券の対象資産はまったく別の者（有価証券の発行者等）により運営管理されるため、証券投資信託の投資運用業者の主な役割は、どのような有価証券をいつ買うか、あるいはいつ売るかという投資判断に集中する。投資運用業者の外には PM 会社のような資産の運営管理業者が必要ではない。これに対し、J-REIT の投資対象となる不動産は、その収益性を維持するために、投資判断をするだけでは不十分であり、日々の維持管理が不可欠である。さらに、PM 会社には単にテナント管理や施設管理にとどまらず、マーケティングや不動産評価といった幅広い知識が要求される<sup>71</sup>。

(3) 一般事務の管理とは、投資法人の資産運用・管理以外の業務に係る事務をいう。投資法人は単なる不動産投資のヴィークルとして存在しているため、その資産運用・管理以

<sup>70</sup> 現在の担い手の多くはディベロッパー、不動産仲介会社、不動産メンテナンス管理会社、独立系の PM 会社などである。

<sup>71</sup> プロパティ・マネジメントと従来の賃貸ビル、賃貸住宅等の施設管理との最大の違いは、将来の売却を見据えた収益及び資産価値の成長戦略にある。すなわち、単に施設の機能を維持するだけでなく、市場原理のなかで他の物件との比較において、競争優位のポジションを獲得できるかが問われるのである。不動産証券化協会・前掲注（1）116 頁を参照。

外の業務についても、一般事務受託者に委託して行わせなければならない（同法 117 条）。一般事務の内容が多様であるため、通常、複数の一般事務受託者に分担して行なわせるのが一般的である。

一般事務の内容は、投資口及び投資法人債の発行事務と投資法人の機関運営事務等である（投信法施行規則 169 条 2 項）。一般事務受託者の資格については、投信法上は特に規定は設けられていない。投資口及び投資法人債の発行事務については証券会社に、投資法人の機関運営事務等については信託銀行に、それぞれに委託することが一般的であるが、資産運用会社に委託することもできる<sup>72</sup>。資産運用会社は、自ら一般事務を受託する場合、兼業の届出あるいは承認を得る必要がある。

### 3 不動産投資法人と証券投資信託との比較

不動産投資法人の仕組みの特徴及び買収・再編の動機を一層理解するためには、同じ集団投資スキームである証券投資信託との違いを整理する必要があると考えられる。日本の証券投資信託と不動産投資法人との決定的な違いは、証券の代替性と可分性、不動産の非代替性と不可分性に起因していると思われる<sup>73</sup>。

(1) 前述のとおり、証券投資信託については、購入した証券に対して手をかける必要はないが、不動産投資法人の場合、手をかけなければ、建物が荒廃し、空室率が高まり、収益性が著しく損なわれる。つまり、不動産投資法人については、ファンド・マネジメント業務やアセット・マネジメント (AM) 業務だけではなく、プロパティ・マネジメント (PM) 業務が必要であり、日常的に労働集約的なオペレーションが要求される。そのため、不動産投資法人の日常業務に対応するためには、パッシブな資産管理手段では十分とはいえず、企業経営のようなアクティブな資産運用が必要になるものと思われる<sup>74</sup>。しかも、不動産投

---

<sup>72</sup> 不動産証券化協会『不動産投資法人 (J-REIT) 設立と上場の手引き』(不動産証券化協会・2005 年) 8 頁。

<sup>73</sup> 石田尚己『不動産会社と REIT の M&A : 国際比較と J-REIT 版 M&A ルールの提言』(住宅新報社・2010) 38-39 頁。

<sup>74</sup> もちろん、かかるアクティブな資産運用は、不動産投資法人は自ら行うことが必要ではなく、外部の専門家への委託も認められるのである。



資法人の資産運用に要する能動性の度合いは、証券投資信託のそれより高いと評価できる。一方、不動産投資法人は、流動性が低い不動産を投資対象とするため、運用満期がないクローズド・エンドのファンドが主流である。したがって、不動産投資法人は、継続企業（ゴーイング・コンサーン、Going Concern）を前提とした株式会社に近い存在であるように思われる。

(2) このような投資対象の違いから、証券投資信託と不動産投資法人に対する買収・再編の動機に違いが出てくるのも当然であろう。つまり、証券ポートフォリオは複製可能であるため、わざわざ証券投資信託に対して買収・再編を行う必要がないのである。証券投資信託の買収・再編は、投資顧問業法に基づく登録を受けた資産運用会社の買収・再編によって実現される。そのメリットは、主に規模の経済性による投資運用コストの削減にある<sup>75</sup>。

これに対して、不動産ポートフォリオは複製できないため、不動産投資法人を買収・再編しようとする者が出現し、買収・再編が行なわれるのである。不動産投資法人の買収・再編は、以下に述べるように、買収側、被買収側のそれぞれが証券投資信託とやや異なる理由に基づき行われる。まず、買収側の動機としては、①個々に資産購入するよりは不動産投資法人ごと購入したほうが、効率が良いこと、②自らが有する非上場の不動産投資法人を合併させるなどして上場させたいことがある。次に、被買収側の動機としては、物件取得能力などに問題を抱え、成長性が確保できないという問題点を解消することが考えられる。さらに、両者に共通の動機としては、①流動性の観点から時価総額の大きい銘柄は

---

<sup>75</sup> 特に、実証研究により、パッシブ運用（インデックス運用）に対するアクティブ運用の優位性が否定されるようになってからは、コンピュータ制御による運用が主流となり、①システムの投資またはランニング・コストの削減効果を大きくするために、ファンドの規模を大きくしようとするインセンティブが業界が働いたこと、②独立系運用会社の運用資産に対するコストが高く、競争力が低下し淘汰されていったこと、③金融業界の再編の大きな流れの中で、大手金融機関傘下の資産運用会社の再編がもたらされたことによる。Kevin P. Quirk「成功する資産運用会社の経営：米国からの視点」証券アナリストジャーナル 42 巻 6 号 4-16 頁を参照。

ど機関投資家からの買いが入りやすい、②資産規模の増大に伴って資産総額に占める運用コストを減少させたいという2点がある<sup>76</sup>。

---

<sup>76</sup> 木浦尊之＝宮澤史江「米国 REIT 市場における M&A トレンド」不動産証券化ジャーナル 2006 年 11-12 月号 57 頁。

## 第二款 不動産投資法人（会社型 J-REIT）の税制上の導管性要件

### 1 総論

普通法人が支払う利益の配当及び中間配当の額（みなし配当の金額を含む。以下「利益の配当等」という）は資本等取引に該当し、法人の段階では損金の額に算入されない。これに対して、J-REIT に用いられる投資法人<sup>77</sup>または投資信託<sup>78</sup>については、導管性要件を満たせば、損金算入による法人税の減額または免除の特典を与えられる。この税法上の優遇措置は、不動産関連業者が J-REIT 制度を選択するモチベーションにつながると思われる。

また、導管性要件に関する税法上の規定は、J-REIT の根拠規定とはいえないが、実務に圧倒的な影響を及ぼしていることは否定できない。具体的に、導管性要件のうちには、(1) 登録要件、ヴィークル要件及び業務委託要件のように、投信法に直接由来する規定があり、(2) 国内募集割合要件、借入限定要件及び会計期間要件のような、J-REIT の募集及び経営・管理業務を規制する規定もある。(3) さらに、投資口保有要件、非同族会社要件、90%超配当要件及び会社支配禁止要件等は、J-REIT 日常の経営・管理業務を規制するほか、J-REIT の買収・再編に決定的な影響を与えている<sup>79</sup>。J-REIT の買収・再編が完了したとしても、これら要件に抵触した場合には、導管性を喪失することにより、J-REIT の事業に著しい不利益が生じる。つまり、導管性要件を維持できるかどうかは、J-REIT の買収・再編の成否に深くかかわる。したがって、J-REIT の買収・再編についての基礎的考察を行う際には、仕組要件のほか、導管性要件も取り上げる必要があると考えられる。

---

<sup>77</sup> 投資法人のほかに、特定目的会社、特定目的信託及び特定投資信託がある。いわゆる「法定 4 ヴィークル」である。

<sup>78</sup> 投資信託のうち、証券投資信託及び公募国内投資信託（受益証券が公募により主として国内において募集される投資信託）以外のものを税法上の特定投資信託という。旧投信法では、投資信託は、原則として、受益者または委託者に法人税または所得税が課税され、受託者に法人税が課税されることはなかったが、旧投信法の改正により、特定投資信託という概念が新たに導入され、これに該当するものは原則として受託者たる内国法人に対して法人税が課税されるようになった。ただし、分配可能所得の 90%を超えて金銭を分配する等の一定要件を満たせば、その分配額を損金に算入できる。

<sup>79</sup> ここで挙げた各要件は、本款以下で詳細に検討する。

なお、J-REIT の導管性要件については、採用するヴィークルの違いによって 2 つのタイプがある。J-REIT の投資者に対して支払われる配当の額を税務上の損金の額に算入することができるタイプは「ペイ・スルー」と呼ばれる。これに対して、J-REIT 段階の法人税を完全に免除するタイプは「パス・スルー」といわれる。不動産投資法人は、「ペイ・スルー」のみを使用しているが、不動産投資信託は、公募と私募との違いによって、「パス・スルー」と「ペイ・スルー」の両方を使用している。序章で述べたとおり、本稿は不動産投資法人のみを考察の対象とするため、ここでは、不動産投資法人の導管性要件について検討を行う。

不動産投資法人はこの特典により、課税所得を非常に少額にすることができるため、法人税と投資主に対する所得税の二重課税を回避することが可能となる。不動産投資法人の導管性要件（配当損金算入要件）は、大きく分けると①対象投資法人の要件、②対象事業年度の要件及び③対象利益配当の要件の 3 つに大別される。それぞれの内容は以下のとおりである。

## 2 対象投資法人の要件

不動産投資法人である限りは、自動的に支払配当損金算入の対象となるわけではなく、以下の 4 つの要件のすべてを満たす必要がある（措法 67 条の 15 第 1 項 1 号）。

(1) 投信法 187 条の内閣総理大臣の登録を受けていること。これは投信法の規定に由来する登録要件である。

(2) その設立に際して発行した投資口（50 人以上の者を相手方として取得の申込みの勧誘を行った投資口）の発行価額の総額が 1 億円以上であるもの、または、事業年度終了の時に、その発行済投資口が 50 人以上の者によって所有されているもの（いわゆる投資口保有要件）、あるいは機関投資家のみによって所有されているものであること。これは投資法人の募集方法に関する規定である。不動産投資法人は、発行公募とプロ私募という 2 つの募集方法があるが、少人数私募の方法は採らない。プロ私募の場合の機関投資家につ

いては金商法上の適格機関投資家をベースにして定められている<sup>80</sup>が、税法上の機関投資家の範囲<sup>81</sup>は、金商法上の適格機関投資家の範囲<sup>82</sup>と完全には一致しない。すなわち、①株式会社企業再生支援機構、②一定の要件に該当するものとして金融長官に届出を行った特定目的会社<sup>83</sup>、③直近の有価証券残高が 10 億円以上であり、口座を開設した日から起算して 1 年を経過している個人のうち金融長官に届出を行った者等が含まれない。

(3) その発行をした投資口に係る募集が主として国内において行われるものであること。これは、国内募集割合要件と呼ばれ、具体的に投資法人の規約（投信法 67 条 1 項）において投資口の発行価額の総額のうちに国内において募集される投資口の発行価額の占める割合が 50%を超える旨の記載又は記録があるものとされる（措法施行令 39 条の 32 の 3 第 3 項）。かかる要件は、海外投資者からの投資を募るにあたり制約となる点で留意が必要である。なお、従前かかる要件について、その判定を投資口の発行ごとに行うべきか、投資法人が発行する投資口の総額に対して累積的に行うべきかが明確ではなかったが、平成 23 年度税制改正により累積的に判定すべきことが明確化された結果、従前よりも海外投資者からの投資をより柔軟に行うことができるようになった<sup>84</sup>。

(4) 会計期間<sup>85</sup>が 1 年を超えないものであること（措法施行令 39 条の 32 の 3 第 4 項）。これは会計期間要件である。現在の上場 J-REIT の会計期間は、ジャパン・ホテル・リート投資法人（1 年）を除き、いずれも 6 ヶ月である。

---

<sup>80</sup> 金商法 2 条 9 項に規定する金融商品取引業者（同法 28 条 1 項に規定する第一種金融商品取引業者のうち同条 8 項に規定する有価証券関連業に該当するものまたは同条 4 項に規定する投資運用業を行う者に限る）その他の財務省令で定めるものをいう（措法 67 条の 14 第 1 項 1 号ロ（2））。

<sup>81</sup> 詳細な要件は措法施行規則 22 条の 18 の 4 第 1 項に規定されている。

<sup>82</sup> 詳細な要件は金融商品取引法第 2 条に規定する定義に関する内閣府令第 10 条に規定されている。

<sup>83</sup> ただし、特定資産について一定の要件を満たすものについては、機関投資家に類するものとして別途規定される（措法施行令 39 条の 32 の 2 第 2 項）。詳細は下記の対象事業年度の要件（7）で取り扱うこととする。

<sup>84</sup> 新家・前掲注（4）424 頁。

<sup>85</sup> 法人税法 13 条 1 項に規定するものをいう。

### 3 対象事業年度の要件

上記の不動産投資法人のうち、次の要件のすべてを満たす事業年度に係る利益の配当が損金算入の対象となる（措法 67 条の 15 第 1 項 2 号）。

(1) 資産の運用以外の行為を営業としてすることができず、かつ、本店以外の営業所を設け、又は使用人を雇用することができないこと。これは、不動産投資法人のヴィークル要件である。

(2) その資産運用業務を投資信託委託業者（投信法 198 条 1 項）に委託していること。

(3) その資産保管業務を信託会社または信託銀行<sup>86</sup>、証券会社等<sup>87</sup>に委託していること。

(2) と (3) はあわせて業務委託要件と呼ばれる。

(4) 当該事業年度終了の時ににおいて同族会社に該当していないこと。投資法人が発行する投資口は株式とみなされるため（措法 67 条の 15 第 2 項）、投資法人であっても、法人税法上の同族会社に関する規定が適用される<sup>88</sup>。いわゆる非同族会社要件である。具体的には、1 投資主グループ（平成 20 年税制改正以前は 3 投資主グループ）により投資口総数の 50% 超の投資口を所有されていない必要がある<sup>89</sup>。上場 J-REIT においては、FC レジデンシャル投資法人が平成 19 年 10 月期決算において非同族会社要件に抵触し、投資法人段階で法人

---

<sup>86</sup> 不動産の運営管理に係る業務の委託対象である。

<sup>87</sup> 一般事務に係る業務の委託対象である。

<sup>88</sup> 法人税法 2 条 10 号により、「同族会社」とは、会社の株主等（その会社が自己の株式又は出資を有する場合のその会社を除く）の 3 人以下並びにこれらと政令で定める特殊の関係のある個人及び法人がその会社の発行済株式又は出資（その会社が有する自己の株式又は出資を除く）の総数又は総額の 50% を超える数又は金額の株式又は出資を有する場合その他政令で定める場合におけるその会社をいう。

<sup>89</sup> 措法施行令 39 条の 32 の 3 第 5 項により、「同族会社」とは、次に掲げるものをいう。①投資法人の投資主（その投資法人が自己の投資口を有する場合のその投資法人を除く。②において同じ）の 1 人並びにこれと法人税法第 2 条 10 号に規定する政令で定める特殊の関係のある個人及び法人（いわゆる「1 投資主グループ」）がその投資法人の投信法第 77 条の 2 第 1 項に規定する発行済投資口（その投資法人が有する自己の投資口を除く）の総数の 50% を超える数の投資口を有する場合における当該投資法人。②1 投資主グループがその投資法人の法人税法施行令 4 条 3 項 2 号イからニまでに掲げる議決権のいずれかにつきその総数（当該議決権を行使することができない投資主が有する当該議決権の数を除く）の 50% を超える数を有する場合における当該投資法人。

税が課税される事態が発生した。この事例では、平成 20 年税制改正前であったため、3 投資主グループの投資口所有割合が 50%超のとなったことにより課税された。

改正前の 3 投資主グループによる判定においては、資産運用会社やスポンサーの交代等を目的として多数の投資口を買い集めるような場合に、他の投資主グループの行動によって図らずも非同族会社要件に抵触してしまう可能性があったが、現行税制では 1 投資主グループによる判定となったことにより、自身の投資主グループの所有投資口数さえ注意すれば回避できることになったため、今後同様の事態が発生する可能性は低いと思われる<sup>90</sup>。

また、上場 J-REIT の投資口を集団投資信託等（年金）の信託財産として保有する場合には、信託銀行が投資主となり、上位投資主が少数の信託銀行等で占められる結果、同族会社に該当して導管性要件を満たさなくなることが考えられる<sup>91</sup>。この点につき、REIT 制度を持っているアメリカの場合、一定の信託につきルック・スルー・ルール (look through rule) を適用することが法令上明記されており<sup>92</sup>、非同族会社要件における人数カウントについては、実質受益者で検討される。ところが、日本の税制下で支配的と考えられる法律的帰属説<sup>93</sup>に基づく場合、実質受益者と見られないので、同族会社に該当する可能性があるといえ

---

<sup>90</sup> 稲葉孝史「J-REIT の組織再編への影響と留意点」経理情報 1215 号 61 頁。

<sup>91</sup> 東京国税局の平成 17 年 6 月 17 日の文書回答「信託財産を利用して匿名組合出資を行う場合における匿名組合員の数の判定について」によると、場面によっては信託銀行の先まで見て（ルック・スルーして、look through）法律関係を適用しているという事例がある。この問題は、不動産投資法人にも影響を与えると考えられていた。不動産投資法人の場合、上記の匿名組合員の人数カウントの問題ではないが、契約の本数は、実質的には、受益者の数を見ることと同じであるから、同族会社判定についても影響を与えることと考えられたのである。

<sup>92</sup> 内国歳入法（IRC）Section 542(a)(2), 856(h)(3)(A)。

<sup>93</sup> 税法上、実質課税の原則の意義については、従来から①法律的帰属説と②経済的帰属説という正反対の解釈がある。信託契約について①と②のどちらを採用しているかは、税法の立法者の立場からすれば、平成 12 年度税制改正で設けられた旧法人税法 7 の 2（特定信託の受託者である内国法人の特定信託に係る所得の課税）により、法律的帰属説を採用していると考えられる。杉本茂＝稲葉孝史「不動産証券化の税務」不動産証券化協会編『不動産証券化商品の組成と運用（下）』（不動産証券化協会・2013 年）205-206 頁を参照。

る。

(5) 当該事業年度に係る配当等の額の支払額が当該事業年度の「配当可能利益」の額として政令で定める金額<sup>94</sup>の90%に相当する金額を超えていること。いわゆる90%超配当要件である。平成21年税制改正では、税務上の所得と会計上の利益の乖離を原因とする導管性要件の破綻懸念<sup>95</sup>に対応するため、「配当可能所得」から「配当可能利益」に変更された。「配当可能所得」は税務上の概念により計算されるのに対し、「利益の配当の支払額」の限度は会計上の概念により計算される。つまり、そもそも税務と会計という概念の異なる指標に基づいて90%の判定を行うことから、税務と会計において取扱いが異なる事態が現実が発生してしまった場合には、その後、会計上の処理及び税務上の処理をいかに検討したとしても、配当可能所得の90%超を配当できない場合が生じる<sup>96</sup>。そこで、「配当可能所得」から「配当可能利益」へと変更された。

例えば、J-REIT 初の破綻事例となったニューシティ・レジデンス投資法人<sup>97</sup>は、平成20年8月期決算において、90%超配当要件を満たさなかったため課税が発生した。ニューシティ・レジデンス投資法人の平成20年8月期有価証券報告書によると、税引前当期純損失が

---

<sup>94</sup> 投信法136条に規定する利益の額として財務省令で定めるところにより計算した額をいう（措法施行令39条の32の3第6項）。

<sup>95</sup> 通常、会計上の利益は決算によって決まり、各種引当金などを費用計上するので保守的に算出される。一方、税務上の取得は事後の税務調査によって決まり、その認否によって会計上の利益を大幅に上回ることもあり得る。税法に従った所得計算と会計基準に従った利益計算に乖離が生じると、これを原因として導管性が破綻する可能性がある。石川卓弥「REIT 合併の促進に向け税務上の導管性要件見直しを提言する」金融財政事情 60 巻 1 号 91 頁を参照。

<sup>96</sup> 笠井晃太郎「ヴィークルの導管性確保への影響と留意点」経理情報 1215 号 57 頁を参照。

<sup>97</sup> ニューシティ・レジデンス投資法人は、2008 年 10 月 9 日に東京地方裁判所に民事再生法の手続きを申請し保全命令が出たことを発表し、J-REIT で初めて経営破綻をした。再生手続きに入ったことに伴い、東証の有価証券上場規程により2008年10月10日から整理銘柄に指定され、11月10日に上場が廃止された。また、2010年4月1日に、ビ・ライフ投資法人と合併したことにより、民事再生は終了した。合併の形式はビ・ライフ投資法人がニューシティ・レジデンス投資法人を吸収合併する方式で、ビ・ライフ投資法人は存続、ニューシティ・レジデンス投資法人は解散となる。



約 48 億 8000 万円計上されているにもかかわらず、法人税、住民税及び事業税が約 8 億 7000 万円計上されていた。これは、取得予定であった物件に係る売買契約解除に伴う解約金の発生に備えた多額の引当金と、保有物件に係る減損損失が会計上計上されたためであった。これらは会計基準に従って会計上計上されるべきものであるが、税務上は一般的には損金算入できないことが多い性質のものであり、その結果、会計上は損失が発生して利益配当ができない一方、税務上は課税所得が生じ、多額の納税が発生したのである。当時、ニューシティ・レジデンス投資法人は民事再生手続中であり、通常は配当できない<sup>98</sup>のであるが、仮に民事再生手続開始を申し立てていなかったとしても、このような決算状況では 90% 超の利益配当ができず、同様に投資法人段階での課税が発生したであろう<sup>99</sup>。

(6) 他の法人の発行済株式総数又は出資総額（当該他の法人が有する自己の株式又は出資を除く）の 50% 以上を有していないこと。いわゆる会社支配禁止要件である。この要件について注目すべきは、平成 25 年投信法改正に伴い、「他の法人」から、その投資法人につき海外不動産の取得等を行うことができない場合におけるその投資法人に代わって専らその海外不動産の取得等を行うことを目的とする法人が除外されたことである。

平成 25 年投信法改正により、会社支配禁止の趣旨を維持しつつ、海外不動産投資を促進する上で必要性が認められる場合に限り、例外的に過半議決権保有制限の緩和が行われた。投資法人が海外不動産の取得等のみを目的とした海外の特別目的会社の株式等を取得した場合には、その取得が実質的にその投資法人が海外にある不動産を取得する場合と同視できるものとして一定の要件を満たす場合に限り、会社支配禁止要件に抵触しないこととされた<sup>100</sup>。

(7) 投資法人が機関投資家以外の者から借入れを行っていないこと。これは借入限定要件と呼ばれる。事業年度対象要件を満たすためには、機関投資家に対して特定社債を発行

---

<sup>98</sup> ただし、2 期連続で配当できない場合には上場廃止になる。

<sup>99</sup> 稲葉・前掲注（90）62 頁。

<sup>100</sup> 財務省「平成 25 年度税制改正の解説」531 頁。

したり、機関投資家から特定目的借入を行う必要がある場合があり、スキーム上機関投資家は非常に重要なプレーヤーとなっている。投資法人や投資事業有限責任組合<sup>101</sup>は、金商法上の適格機関投資家に該当し、税務上も機関投資家に該当するが、平成 21 年税制改正までは特定目的会社は該当しなかったため、特定目的会社から特定社債または特定目的借入による資金調達をすることによって事業年度対象要件を満たすスキームを組成することはできなかった。

平成 21 年税制改正では、「原資産を不動産とする特定目的会社が発行する特定社債、特定目的借入等を証券化する特定目的会社を機関投資家として判定を行う」こととされた。つまり、一定の要件を満たす特定目的会社については、一定の要件を判定する場合において、税務上の機関投資家として取り扱われることとなり、当該特定目的会社から特定社債または特定目的借入によって資金調達を行うことにより事業年度対象要件の一部を満たすことが可能となることから、これまでは税務上の制約から組成できなかったスキームを組成することが可能となった<sup>102</sup>。

(8) 当該事業年度終了の時ににおいて有する有価証券、不動産、不動産の賃借権、地上権、約束手形及び金銭債権等の資産の帳簿価額が、その時ににおいて有する総資産の帳簿価額の 50%を超えていること。これはいわゆる「資産要件」である。

---

<sup>101</sup> 上場 J-REIT に対する投資法人債の償還資金等の供給を目的として、平成 21 年 9 月に不動産市場安定化ファンドが組成された。不動産市場安定化ファンドは投資事業有限責任組合契約に関する法律（LPS 法）に基づく投資事業有限責任組合として組成されており、投資事業有限責任組合が金銭信託受益権を保有し、金銭信託受益権の信託財産である金銭を不動産投資法人に貸付ける形態を採っている。不動産投資法人が導管性を有するヴィークルとして機能するためには、借入れは機関投資家からのみでなければならないが、不動産市場安定化ファンドについては、受益者等課税信託である金銭信託から不動産投資法人に貸付けが行われ、当該信託の受益者が投資事業有限責任組合であり、投資事業有限責任組合は機関投資家に含まれること（措法施行規則 22 条の 18 の 4 第 1 項 1 号）から、税務上の導管性要件についても配慮されたものとなっている。不動産証券化協会・前掲注（93）228 頁を参照。

<sup>102</sup> ただし、機関投資家として取り扱われる特定目的自身も配当損金算入要件を満たすためには、当該目的会社についても機関投資家に社債を発行したり、機関投資家から特定目的借入を行う必要が生じることとなるため、その点については留意が必要となる。笠井・前掲注（96）59-60 頁を参照。

#### 4 対象利益配当の要件

投資法人は、投資主に対し、計算書類等の役員会による承認（投信法 131 条）を受けた金銭の分配に係る計算書に基づき、利益の額を超えて金銭の分配をすることができる（同法 137 条 1 項）。90%超配当要件を計算するに際しては、この利益超過分配の額を考慮しなければならない。そのため、利益超過分配があるかどうかによって、損金算入対象となる利益配当額の計算方法は異なる。具体的な計算方法については、措法施行令 39 条の 32 の 3 第 7 項に規定しているが、表 5 のようにまとめられる。

表 5 不動産投資法人の 90%超配当要件の計算式

	A.利益超過分配がない場合	B.利益超過分配がある場合
配当等の額の支払額 (分子)	配当等の額の支払額（みなし配当及び配当見合いの合併交付金を含む）	投信法 137 条 1 項の規定による金銭の分配額
A.税務上の配当可能利益の額 B.配当可能額の金額 (分母)	税引前当期純利益金額 —前期繰越損失 —負ののれん発生益 —特別損失に計上された一定の減損損失額×70%または 80% —買換特例圧縮積立金個別控除額の合計額 +控除済み負ののれん発生益 +取崩額に対応する買換特例圧縮積立金個別控除額	税引前当期純利益金額 —前期繰越損失 —負ののれん発生益 —特別損失に計上された一定の減損損失額×80%または 70% —買換特例圧縮積立金個別控除額の合計額 +控除済み負ののれん発生益 +取崩額に対応する買換特例圧縮積立金個別控除額 +利益超過分配金額 —出資総額戻入金

## 第二節 J-REIT の買収・再編の現状及び法的構造

### 第一款 総論

2015 年 9 月末までに、一般事業会社が投資法人を買収・再編する事例が 14 件あり、投資法人が他の投資法人を買収・再編する事例が 10 件あった<sup>103</sup>。J-REIT の買収・再編には、対象投資法人の役員会、資産運用会社またはスポンサーの同意を得られる買収（いわゆる「友好的買収」）と同意を得られない買収（いわゆる「敵対的買収」）が考えられ、いずれであるかにより、取り得る方法は大きく異なってくる。

また、株式会社の買収・再編と比較すると、J-REIT の買収・再編は、投資法人を支配しただけでは完成しない場合がほとんどである点に注意が必要である。すなわち、投信法は、投資法人につき、別法人である資産運用会社に対して保有する資産の運用にかかる業務を委託しなければならないとしているため、実際に投資法人の資産運用を行う資産運用会社を支配しない限り、不動産投資法人を完全に支配できないことに注意しなければならない。したがって、これまで実際に行われた不動産投資法人の買収・再編の手法は、大きく分けると、①新スポンサーが旧スポンサーから資産運用会社の株式を取得し、資産運用会社の支配権を取得する手法、および②不動産投資法人同士を合併させる手法である。

①は、投資法人そのものには手をつけることなく、スポンサーの交替を行う手法である。この手法においては、投資法人の新スポンサーになろうとする企業は、旧スポンサーから資産運用会社の株式の譲渡を受けることになる。新スポンサーとなった企業は、投資法人や資産運用会社に対して役員を派遣したり、物件供給や物件取得のサポート等を行うことにより、投資法人を支援し、あるいはその運営に携わる。②は、投資法人同士の合併を意味し、その意味で投資法人レベルの再編である。また、これまで実際に行われたことはないが、理論的には、③（投資法人の合併を伴うことなく）資産運用会社自体を新スポンサー側の資産運用会社に交替させる手法、④既存投資法人の保有資産を新スポンサー側の投資法人または SPC に全部譲渡する手法、⑤投資法人の投資主のキャッシュ・アウトによる

---

<sup>103</sup> 詳細は下記の表 6 と表 8 を参照。

再編も考えられる<sup>104</sup>。

本節においては、友好的買収と敵対的買収とに分け、事例のあった（1）一般事業会社による投資法人の買収・再編と（2）投資法人による他の投資法人の買収・再編に関する具体的な方法及びその留意点を検討する。その後、現在まで事例がない（3）投資法人による一般事業会社の買収・再編の可能性及びその方法についても触れたい。

---

<sup>104</sup> 新家寛・前掲注（4）483-484 頁。

## 第二款 一般事業会社による投資法人に対する買収・再編

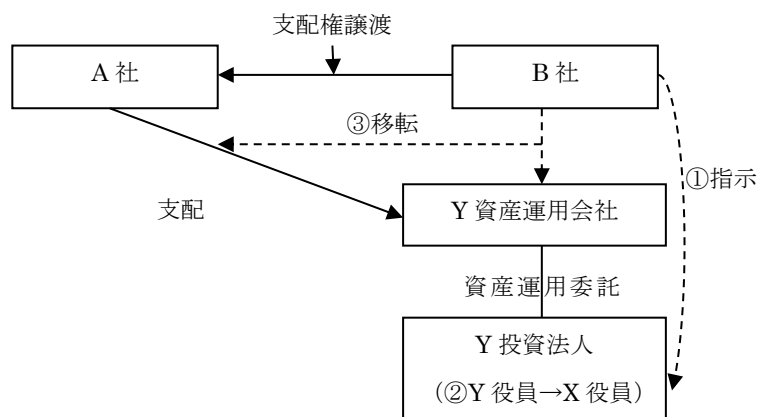
まず、一般事業会社（A 社）が、既存の不動産投資法人（スポンサーを B 社とする Y 投資法人及び Y 資産運用会社）に対する買収・再編（事例 1）について、検討する。

### 1 友好的な買収・再編

A 社と B 社の間に A 社が B 社の不動産投資法人事業を譲り受ける旨の合意が存する、友好的な買収・再編である場合、その実現は比較的容易であると考えられる。すなわち、事例 1 の友好的な買収・再編の実現に必要な Y 投資法人及び Y 資産運用会社の支配権につき、原則、以下の手順で比較的容易に取得できるであろう<sup>105</sup>。

- ① B 社の協力を得て、Y 投資法人の執行役員及び監督役員（以下「役員」という）をして、投資主総会招集及び同総会における役員交替の議案提出を行わせる。
- ② 同総会においてみなし賛成制度を利用して現役員の解任決議及び A 社が指名する役員の選任決議を行う。
- ③ A 社は、B 社から Y 資産運用会社の発行済株式の過半数の譲渡を受ける。

図 2 一般事業会社による友好的な買収・再編



この手順には、主に Y 投資法人役員の交替と Y 資産運用会社の株式取得という二段階がある。それぞれの法的手続の留意点は以下のとおりである。

<sup>105</sup> 高橋壮介「不動産投資法人（REIT）の M&A：実現可能性の法的検討」金法 1828 号 30-31 頁。

## 1.1 投資法人役員の交替

不動産投資法人の役員の選任及び解任は、投資主総会の普通決議事項である（投信法 106 条 1 項、104 条 1 項）。投信法上、決算書類等や金銭の分配に係る計算書の承認は役員会の承認事項であるため（投信法 131 条 2 項）、投資法人の事業年度ごとに投資主総会が開催されるわけではない。通常、投資主総会は、執行役員の任期満了（最長 2 年、投信法 99 条）に合わせて、2 年に一度開催される。A 社が Y 投資法人の役員の同意を得て友好的に買収を進める場合には、執行役員の任期満了前であっても、執行役員が役員会の承認を得て投資主総会を招集し（投信法 90 条 1 項、109 条 2 項 2 号）、役員変更の議案を当該投資主総会上程することになる。

## 1.2 資産運用会社の株式取得

資産運用会社は株式会社であるので（投資法 9 条 2 項、金商法 29 条の 4 第 1 項 5 号）、A 社が Y 資産運用会社の経営権を取得するためには、その支配株式を取得する必要がある。もともと、通常、資産運用会社は非上場会社であり、また、株式譲渡制限会社であることから、A 社は、Y 資産運用会社の株主との合意に基づき株式を譲り受ける必要があり、また、かかる譲り受けにつき資産運用会社における取締役会の承認を得る必要がある。投信法上、資産運用会社の株主の資格については、特段の制限は設けられていないが、主要株主（議決権の 20%以上の議決権を保有している者<sup>106</sup>）となった場合には、遅滞なく、金融庁に届出を行う必要がある（金商法 29 条の 4 第 2 項・4 項、金商法施行令 15 条の 10、金商業等府令 16 条）。また、A 社が利害関係人等<sup>107</sup>に該当する場合、当該利害関係人等の間で特定資産の売買その他の政令で定める取引（投信法 203 条 2 項）が行われたときは、Y 投資法人は、当該取引の内容について適時開示を行う必要がある（有価証券上場規程 1213 条 3

---

<sup>106</sup> ただし、会社ほう財務及び営業の方針の決定に対して重要な影響を与えることが推測される事実として内閣府令で定める事実がある場合には、議決権の 15%の数の議決権を保有者をいう。金商法 29 条の 4 第 2 項、金商業等府令 15 条。

<sup>107</sup> 「利害関係人等」とは、当該資産運用会社の親法人等、子法人等、特定個人株主及びこれらに準ずる者として内閣府令で定める者（投信法施行令 123 条）

項3号)。また、通常、資産運用会社の定める社内規程上、利害関係人等を含むスポンサー関係者からの運用資産の取得については鑑定評価額を上限とし、また、かかるスポンサー関係者への運用資産の譲渡については鑑定評価額を下限とするといった自主ルールが設けられている。したがって、A社がB社の関係者に該当する場合には、Y投資法人への物件の取得等に際しては、上記制約に服することとなる点に留意する必要がある<sup>108</sup>。

なお、このケースでは、A社において、Yの投資法人の投資口を買い集める必要はなく、また資産運用会社の交替もないことから、導管性要件や後述の上場維持要件<sup>109</sup>を欠くおそれは少ない。また、A社がそのままY投資法人及びY資産運用会社による不動産投資法人事業を継続する場合、A社は、Y資産運用会社に対してY投資法人の利益相反に反するような指図を行う必要がないため、Y資産運用会社における行為規制違反、忠実義務・善管注意義務違反の問題が生じる可能性も小さい。

## 2 敵対的な買収・再編

敵対的な買収・再編である場合、その実現には障害が多いが、法的には以下のようなくつかの手順が必要であろう。

- ① B社の協力を得ることが困難であるため、A社は、まず、Y投資法人の過半数の議決権を取得する必要がある。
- ② 投信法に基づきY投資法人の執行役員に対して役員交替を目的事項とする投資主総会の招集を請求するとともに、当該投資主総会に、役員交替にかかる議案を提出し、現役員の解任決議及びA社が指名する役員の選任決議を行う。
- ③ A社は、別の資産運用会社を支配し、またはその全面的な協力を得た上で、Y投資法人の資産運用会社を、一方的にY資産運用会社からX資産運用会社に交替させる。

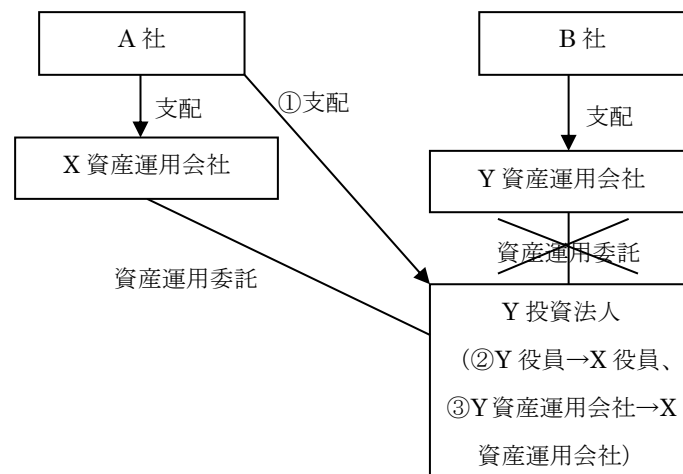
---

<sup>108</sup> もちろん、A社が資産運用会社の経営権を取得した場合には当該社内規程を変更することができる。かかる変更の際には、かかる自主ルールの緩和が、投資者にマイナス評価を与えることにならないか等について考慮する必要があるだろう。片岡良平「J-REITの買収スキームにおける法的問題点(上)」不動産証券化ジャーナル 2007年7月-8月号 90頁。

<sup>109</sup> 後掲注(143)から注(146)まで及びそれらに対応する本文を参照。



図3 一般事業会社による敵対的な買収・再編



この手順には、主に Y 投資法人の支配権取得、Y 投資法人役員の交替及び Y 資産運用会社の交替という三段階がある。それぞれの法的手続の留意点は以下のとおりである。

## 2.1 投資法人の支配権取得

まず、A 社は、Y 投資法人の支配権を取得するため、Y 投資法人の役員の交替させる必要があるが、Y 投資法人の執行役員の協力を得られないことを前提とすると、原則として、A 社自ら一定数以上の投資口を一定期間以上保有した上で、投信法に基づき Y 投資法人の執行役員に対して役員交替を目的事項とする投資主総会の招集を請求するとともに、当該投資主総会に、役員交替にかかる議案を提出する必要がある。さらに、当該投資主総会の決議において、みなし賛成制度を利用することはきわめて困難と思われるため<sup>110</sup>、Y 投資法人の役員交替を実現するためには、A 社において当該投資主総会における過半数の議決権を現に支配することが必須となる。投資法人の支配権を取得する方法としては、投資口を買い集める方法、投資口に対し公開買付けを行う方法、他の大口投資主から協力を得る方法などが考えられる。

## 2.2 投資法人役員の交替

A 社が Y 投資法人の役員の同意を得ず、敵対的に買収を進める場合には、執行役員が招

<sup>110</sup> 敵対する Y 投資法人の執行役員によって A 社提出議案（現役員の解任及び A 社指名の新役員選任議案）と反対の議案が併せて提出される可能性がきわめて高いからである。

集する通常の投資主総会のタイミングに合わせて、自己の推薦する者を役員候補者とする旨の議案を提案するか（投信法 94 条 1 項が準用する会社法 304 条）、または A 社が上記投資主総会のタイミングを待つことができない場合には、A 社自ら投資主総会を招集する必要がある。投信法上、発行済投資口の 3%以上の口数の投資口を 6 ヶ月前から引続き有する投資主は、執行役員に対し、投資主総会の目的である事項及び招集の理由を示して投資主総会の招集を請求することができる（投信法 90 条 3 項が準用する会社法 297 条 1 項）。執行役員が上記請求後遅滞なく招集手続きを行わない場合や上記請求があった日から 8 週間以内の日を投資主総会とする投資主総会招集の通知が発せられない場合には、上記請求を行った投資主は、金融庁長官の許可を得て、投資主総会を招集することができる（投信法 90 条 3 項が準用する会社法 297 条 4 項）。この場合、当該投資主が投資主総会の日時及び場所並びに投資主総会の目的である事項等を決定し、投資主総会の日の 2 月前までに当該日を公告し、当該日の 2 週間までに、投資主に対して、招集通知を送付することとなる（投信法 90 条の 2、91 条）。

### 2.3 資産運用会社の交替

A 社において Y 投資法人の支配権を取得できたとしても、買収・再編完成のためには、Y 投資法人の資産運用会社を支配する必要がある。しかし、敵対する Y 資産運用会社の支配権を取得することはほとんど不可能であることからすれば、A 社は、別の X 資産運用会社を支配し、またはその全面的な協力を得た上で、Y 投資法人の資産運用会社を、一方的に Y 資産運用会社から X 資産運用会社に交替させることが必要となる。

投信法上、投資法人が資産運用会社を変更するためには、既存の資産運用会社との間で締結した資産運用委託契約の解約及び新たな資産運用会社との間で締結する資産運用委託契約につき、それぞれ投資主総会の承認を得なければならない（投信法 198 条 2 項、206 条 1 項）。投資法人の役員がかかる資産運用会社の変更に賛同している場合、執行役員は、役員会の承認を得た上で、既存の資産運用委託契約の解約及び新たな資産運用委託契約の締

結の承認を議案とする投資主総会を招集することになる（投信法 90 条の 2 第 1 項 2 号、109 条 2 項 2 号）。他方、投資法人の役員がかかる資産運用会社の変更に反対している場合には、既存の資産運用委託契約の解約及び新たな資産運用委託契約の締結に係る議題が投資主総会に上程されることはないので、A 社自ら当該議題を投資主総会に上程する必要がある。投信法上、発行済投資口数の 1%以上の口数の投資口を 6 ヶ月前から引続き有している投資主は、投資主総会の日の 8 週間前までに、執行役員に対し、一定の事項を投資主総会の目的とすることを請求できる（投信法 94 条 1 項が準用する会社法 303 条 2 項）。そこで、A 社にかかる要件を満たした上で投資主提案権を行使し、執行役員に対し、既存の資産運用委託契約の解約及び新たな資産運用委託契約の締結に係る議題を投資主総会の目的とすることを請求する必要がある。

また、資産運用会社は、金融商品取引法上の投資運用業の登録を受けなければならない（金商法 29 条）。さらに、投資法人が現物不動産を投資対象と、現に現物不動産の資産運用を行う場合には、宅地建物取引業法上の免許及び取引一任代理等の認可を取得しておく必要がある（宅地建物取引業法第 3 条、第 50 条の 2）。A 社は、資産運用会社会社を変更するためには上記の登録、免許及び認可を取得済みの資産運用会社を準備する必要がある。そこで、A 社は、株式会社を設立した上で新たに上記の登録、免許及び認可を取得させるか、または、既に他の投資法人の資産運用業務を受託している資産運用会社に重ねて投資法人の資産運用業務を受託させることが必要となる。

以上の手順をクリアできれば、A 社による敵対的な買収・再編につき、理論上は完成する。もっとも、以上の手続的、費用的負担に加えて、敵対的な買収・再編の実行を A 社側において Y 投資法人の投資口を買い集める方法によって行う場合、導管性要件を欠く可能性が小さくない点にも注意が必要である。すなわち、投資口の過半数を A 社及びその関連会社が保有する場合、Y 投資法人は同族会社に該当するおそれがあり、その場合、事業年度末<sup>111</sup>

---

<sup>111</sup> 投資法人の場合、通常 6 ヶ月ごとに到来する。

までにその状態を解消しない限り、導管性要件を欠くことになる。敵対する B 社や Y 投資法人の役員が様々な抵抗を試みる中で、6 ヶ月の間に、必要な数の投資口を買い集め、投資主総会を開催させ<sup>112</sup>、役員及び資産運用会社の交替を実現することは容易ではない<sup>113</sup>。

なお、Y 投資法人の資産運用会社を交替させた後、A 社が X 資産運用会社をして、A 社の意図に沿った Y 投資法人の資産運用を行わせる場合、X 資産運用会社において、行為規制違反、忠実義務・善管注意義務違反の問題が生じるおそれがある。さらに、資産運用会社は、設立企画人として投資法人の設立に尽力し、現状の資産ポートフォリオの形成のために有形無形の投資を行い、当該投資法人の資産運用業務に継続的に関与することに多大な期待を寄せていたと言えるので、A 社の一方的な都合により X 資産運用委託契約を解約する場合には、資産運用会社から損害賠償を請求される可能性があることにも留意する必要がある。

### 3 一般事業会社による投資法人に対する買収・再編の実例

一般事業会社が投資法人を買収・再編する実例としては、2015 年 9 月まで併せて 14 件があった。全てスポンサー交替または事業協力という方法で実現された友好的な買収・再編である。

表 6 一般事業会社による投資法人に対する買収・再編の事例

対象投資法人	新スポンサー・協力先	主な取組みの概要
①エルシーピー投資法人（現インヴィンシブル投資法人）（2007 年 3 月）	GE リアル・エステート株式会社（GE）	(1) 事業協力契約の締結（資産運用会社への従業員の出向およびパイプライン・サポート） (2) GE およびその子会社からの不動産ポートフォリオ取得 (3) GE の関係会社に対する新投資口の第三者割当て
②クレッシェンド投資法人（現平和不動産リート投資法人）（2007 年 5	モルガン・スタンレー・グループ（モルガン）	(1) モルガンが運営するプライベート・エクイティ・ファンドが間接的に保有する特別目的会社からの資産取得 (2) モルガンに対する新投資口の第三者割当て (3) パイプライン・サポート契約の締結

<sup>112</sup> 投資主総会の開催には、2 ヶ月以上前までの公告が必要である。

<sup>113</sup> 高橋杜介・前掲注（105）32-33 頁。

月)		
③イーアセット投資法人（現日本リートファンド投資法人）	<p>LaSall Investment Management Inc.(LIM)</p> <p>日本拠点：ラサール・インベストメント・マネジメント株式会社（ラサール）</p>	<p>(1) ラサールによる資産運用会社株式の 100%の譲受けおよび資産運用会社への非常勤取締役の派遣（従業員および常勤取締役は従来どおり維持）</p> <p>(2) LIM が運用する私募不動産ファンドが保有する 2 物件（不動産信託受益権）の取得</p> <p>(3) LIM が運用する私募ファンドおよび共同投資家に対する新投資口の第三者割当て</p> <p>(4) 資産運用会社の商号変更</p>
④フロンティア不動産投資法人	三井不動産株式会社	<p>(1) 三井不動産による資産運用会社株式 100%の譲受けおよび資産運用会社への役職員の派遣</p> <p>(2) 三井不動産に対する新投資口の第三者割当て</p> <p>(3) 優先交渉権付与契約書の締結に基づく、三井不動産等から投資法人への物件取得優先交渉権の付与</p> <p>(4) 資産運用会社と三井不動産との間の不動産等の取得に関するアドバイザー契約の締結に基づく、物件取得に関しての三井不動産から資産運用会社への情報およびアドバイスの提供</p> <p>(5) 投資法人および三井不動産との間での SC マネジメント基本契約書の締結に基づく、商業施設の運営管理に関しての三井不動産のノウハウの提供</p> <p>(6) 投資法人の役員変更</p> <p>(7) 資産運用会社の商号変更</p>
⑤リプラス・レジデンシャル投資法人（現日本賃貸住宅投資法人）(2008 年 8 月)	<p>オーシーエム・ネダーランド・オポチュニティーズ・コーポラティブ・ユーエー（オークツリー・キャピタルマネジメント・エルピーより助言を受けている）</p> <p>アップルリング・ホールディングス・ビー・ヴィー</p> <p>リング・レジデンシャル特定目的会社</p>	<p>(1) 資産運用会社株式の 90%の譲受け</p> <p>(2) 資産運用会社の取締役変更</p> <p>(3) 新投資口の第三者割当て</p> <p>(4) 投資口の公開買付け</p> <p>(5) 資産運用会社の商号変更</p>

⑥ビ・ライフ投資法人（現大和ハウス・レジデンシャル投資法人）（2008年12月）	大和ハウス工業株式会社	<p>(1) 資産運用会社株式の一部の譲受け（新メインスポンサーの持株率は10%→73.5%）</p> <p>(2) 資産運用会社の取締役変更</p> <p>(3) 新メインスポンサーによるサポート内容の強化を目的とした「新パイプライン・サポート等に関する基本協定書」の締結</p> <p>(4) 資産運用会社の商号変更</p>
⑦クリード・オフィス投資法人（現いちご不動産投資法人）（2008年12月）	いちごアセットトラスト	<p>(1) 資産運用会社株式の100%の譲受け</p> <p>(2) 資産運用会社の役員変更</p> <p>(3) スポンサー・サポート契約の締結</p> <p>(4) 資産運用会社の商号変更</p>
⑧DA オフィス投資法人（現大和証券オフィス投資法人）（2009年6月）	株式会社大和証券グループ本社	<p>(1) 資産運用会社株式の100%の譲受け</p> <p>(2) 新投資口の第三者割当て</p> <p>(3) 資産運用会社の商号変更</p>
⑨クレッシェンド投資法人（現平和不動産リート投資法人）（2009年10月）	平和不動産株式会社	<p>(1) 資産運用会社株式の100%の譲受け</p> <p>(2) 新投資口の第三者割当て</p> <p>(3) 新スポンサーから資産運用会社への役員派遣</p> <p>(4) 投資法人の役員変更</p>
⑩ジョイント・リート投資法人（現積水ハウス・SI投資法人）（2010年2月）	積水ハウス株式会社 株式会社スプリング・インベストメント	<p>(1) 資産運用会社株式の100%の譲受け</p> <p>(2) 新投資口の第三者割当て</p> <p>(3) 新スポンサーから資産運用会社への役職員派遣</p> <p>(4) パイプライン・サポート契約の締結等</p> <p>(5) 資産運用会社の商号変更</p>
⑪プレミア投資法人（2010年4月）	エヌ・ティ・ティ都市開発株式会社（NTT）	<p>(1) NTTによる資産運用会社株式の過半数（53.1%）の譲受け</p> <p>(2) NTTから資産運用会社への役員派遣</p> <p>(3) 物件取得にかかるパイプライン・サポート</p> <p>(4) NTTに対する新投資口の第三者割当て</p>
⑫FC レジデンシャル投資法人（2010年4月）	いちごアセットグループ	<p>(1) 新投資口の第三者割当て</p> <p>(2) 投資法人へのさらなる安定的な資金調達の実現に向けてのサポート</p> <p>(3) 投資法人への物件売買に関するサポート</p> <p>(4) 投資法人の成長・発展に必要とされる資産運用会社へ</p>

		<p>の役員派遣を通じたサポート</p> <p>(5) 資産運用会社へのビジネス全般に対するサポート</p>
⑬日本ホテルファ ン ド 投 資 法 人 (2010 年 7 月)	Rockrise Sdn Bhd (ロッ クライズ社)	<p>(1) ロックライズ社による資産運用会社株式の 70%の譲受 け</p> <p>(2) 資産運用会社への取締役の派遣</p>
⑭MID リート投 資法人 (2015 年 4 月)	三菱商事株式会社	<p>(1) 三菱商事・ユービーエス・リアルティによる資産運用 会社株式の 65%の譲受け</p> <p>(2) 新投資口の第三者割当て</p> <p>(3) JRF 及び IIF との利益相反を回避するために、MID は 今後商業施設及び産業施設の取得は行わず、オフィスビル を中心としたポートフォリオへ変更する</p> <p>(4) オフィスビル物権の取得</p> <p>(5) 新スポンサーから資産運用会社への役職員派遣</p> <p>(6) 資産運用会社の商号変更</p>

### 第三款 投資法人による他の投資法人に対する買収・再編

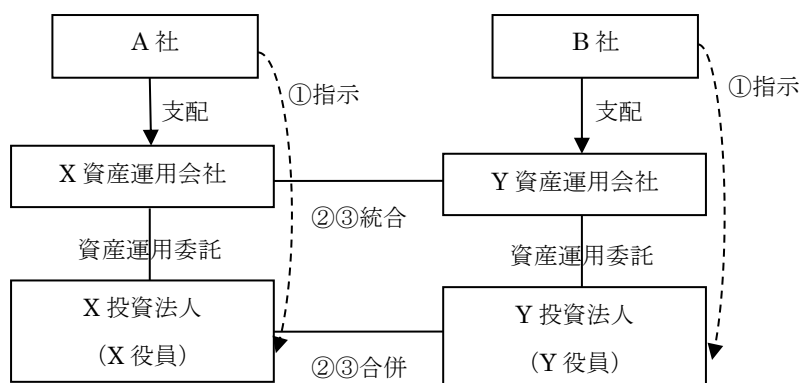
次に、既存の不動産投資法人(スポンサーを A 社とする X 投資法人及び X 資産運用会社)が、既存の他の不動産投資法人(スポンサーを B 社とする Y 投資法人及び Y 資産運用会社)に対し買収・再編を行う事例(以下「事例 2」という)を検討する。

#### 1 友好的な買収・再編

A 社と B 社の間に、A 社が支配する不動産投資法人において、B 社の不動産投資法人事業を譲り受ける旨の合意が存する、友好的な買収・再編である場合、事例 2 の買収・再編についても、その実行は比較的容易であると考えられる。

- ① X 投資法人と Y 投資法人は、スポンサーである A 社と B 社の指示を受けた上で、合併契約を締結してから、それぞれ投資主総会を開催し、その承認を受ける。
- ② X 投資法人を存続投資法人とする吸収合併が行われる場合、原則として、Y 資産運用会社との間の資産運用委託契約を解約するが、場合によっては X 資産運用会社と Y 資産運用会社を合併させることなども考えられよう。つまり、吸収合併後、資産運用会社は X 一社に統合する必要がある。
- ③ X 投資法人と Y 投資法人が新設合併を行う場合、まず、それぞれの資産運用会社と解約し、その後、新設投資法人は、X 資産運用会社もしくは Y 資産運用会社または両社が統合した新しい資産運用会社との間に、新たな資産運用委託契約を締結する必要がある。

図 4 投資法人による友好的な買収・再編





上記のとおり、この場合の手順は、主に X 投資法人与 Y 投資法人の合併と資産運用会社の一本化という二段階を経ることになる。

### 1.1 投資法人の合併

#### (1) 吸収合併（簡易合併を含む）と新設合併について

まず、X 投資法人与 Y 投資法人は、合併契約を締結した上で、それぞれ投資主総会を開催し、その承認を受ける必要がある。友好的な合併の場合は、各スポンサーにおいて各投資法人の役員に指示し、X 投資法人与 Y 投資法人の間で合併契約を締結させた上で、それぞれ、執行役員をして投資主総会招集及び同総会における合併契約承認の議案提出を行わせ、同総会において、みなし賛成の制度を利用して合併契約の承認を受けるという手順によって実行することができると考えられる。もっとも、この場合、いずれの投資法人においてもみなし賛成の利用できるケースが多いと思われるが、合併は、いずれの投資法人においても投資主の利害に重大な影響を与えることから、普段は投資主総会における議決権行使に関心を持たない投資主であっても、合併承認にかかる投資主総会には参加してくる場合が少なくないと思われ、みなし賛成制度の利用でどの程度賛成票の上乗せができるか明確でない可能性がある。したがって、合併の形態による買収・再編の場合、友好的なものであっても、A 社（及び X 投資法人）と B 社（及び Y 投資法人）は、それぞれ、投資主総会における 2/3 の議決権を確実に確保するための最低限の対策（一定程度の投資口の買い集め、大口投資主に対する協力依頼等）をとる必要があろう。

投信法上、投資法人の合併形態として、吸収合併と新設合併が定められているが、いずれを選択するかにより、手続きは大きく異なる。吸収合併とは、合併する投資法人の一方が存続し、消滅する投資法人の権利義務が承継されるものをいう（投信法 147 条）。新設合併とは、合併する投資法人双方が消滅して、新しい投資法人に双方の権利義務が承継されるものをいう（投信法 148 条）。新設合併の場合、吸収合併の存続投資法人において認められている簡易合併は認められないため、常に両投資法人の投資主総会で合併承認の特別決

議を取得する必要がある。また、設立投資法人には投信法 187 条の登録が承継されないため、設立投資法人において新たに登録を取得し、新たに金融商品取引所における上場手続をとる必要がある。したがって、コスト・手続きの面では、吸収合併のほうが有利であり、一般的に用いられている<sup>114</sup>。

吸収合併と新設合併のそれぞれの場合における合併契約における法定決定事項は、表 7 に示すとおりである。

表 7 合併契約の法定決定事項

吸収合併契約の法定決定事項 (投信法 147 条)	新設合併契約の法定決定事項 (投信法 148 条)
存続投資法人および消滅投資法人の商号及び住所	消滅投資法人の商号及び住所
存続投資法人が吸収合併に際して消滅投資法人の投資主に対して交付するその投資口に代わる当該存続投資法人の投資口の口数又はその口数の算定方法及び当該存続投資法人の出資総額に関する事項	新設投資法人の目的、商号、本店の所在地及び発行可能投資口総口数
消滅投資法人の投資主（消滅投資法人及び存続投資法人を除く）に対する投資口の割当てに関する事項	設立投資法人の規約で定める事項
吸収合併がその効力を生ずる日（効力発生日）	設立投資法人の設立時執行役員、設立時監督役員及び設立時会計監査人の氏名または名称
簡易合併の場合には、吸収合併契約において、存続投資法人については投信法 149 条の 7 第 1 項の承認を受けないで吸収合併をする旨を定めなければならない（投信法 149 条の 7 第 2 項後段）。	設立投資法人が新設合併に際して消滅投資法人の投資主に対して交付するその投資口に代わる当該設立投資法人の投資口の口数又はその口数の算定方法及び当該設立投資法人の出資総額に関する事項
	消滅投資法人の投資主（消滅投資法人を除く）に対する投資口の割当てに関する事項

<sup>114</sup> ただし、吸収合併の場合には、消滅投資法人の投資主にアメリカ人の比率が大きいと、アメリカ証券法上の「Form F-4」様式に基づく登録届出書の提出義務を負う可能性がある。登録届出書の提出義務は投資法人にとっては大きな負担となるため、提出義務の適用除外要件を満たすために、新設合併を選択することもあり得よう。

かかる合併契約は、役員会の承認を得た上で、執行役員の業務執行行為として締結され、その後、効力発生日の前日までに投資主総会の特別決議による承認を受けなければならない（投資法 149 条の 7 第 1 項）。ただし、この規定は、存続投資法人が吸収合併に際して消滅投資法人の投資主に交付する投資口の総口数が、その発行済投資口の総口数の 1/5 を超えない場合には、適用されない（投資法 149 条の 7 第 2 項）<sup>115</sup>。すなわち、投資主総会は不要となる。この場合には、投資主総会の承認が不要である旨を合併契約に規定しなければならない。このように、存続投資法人について投資主総会による承認の不要な合併を「簡易合併」という<sup>116</sup>。

## （2）合併対価について

吸収合併においては、事前開示手続において、合併対価の相当性等の事項を開示する必要があるが、ここにいう合併対価とは、存続投資法人が吸収合併に際して消滅投資法人の投資主に対してその投資口に代えて交付する当該存続投資法人の投資口又は金銭をいう（投信法施行規則 193 条 2 項）。合併比率を調整するため<sup>117</sup>または配当金の代わりとして<sup>118</sup>、

---

<sup>115</sup> 平成 25 年投信法改正前に、簡易合併の要件は、存続投資法人が吸収合併に際して消滅投資法人の投資主に交付する投資口の総口数が、当該存続投資法人の発行可能投資口総口数から発行済投資口の総口数を控除して得た口数を超えないこととされたが、これについては、存続投資法人の財務内容に対する影響が大きい場合にも簡易合併が認められ、投資主利益が害されるおそれがあるとの指摘がある。そのため、平成 25 年投信法改正は、簡易合併を、消滅投資法人の投資主に割り当てられる存続投資法人の投資口数が合併前の存続投資法人の発行済投資口の総口数に対して一定比率以下の場合とするなど、要件の見直しを行った。平成 24 年 12 月 7 日の「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告」11 頁（以下「投信 WG 報告」という）。

<sup>116</sup> ただし、合併承認の特別決議は不要になるとしても、実際には、存続投資法人側で規約変更や役員変更を行う必要が生じるのが通常であると考えられ、結局、投資主総会の招集、開催は回避しがたいケースが大半であろう。新家・前掲注（4）508 頁。

<sup>117</sup> 例えば、合併比率の算定の結果、消滅投資法人の投資口 1 口について、存続投資法人の投資口を 1.1 口割り当てる計算となる場合に、割当てによって端数が生じないように、0.1 口の部分について金銭評価額を定めて、投資口の代わりに金銭を交付するような場合である。

<sup>118</sup> 投資法人が配当を行うためには、対象となる事業年度の計算書類につき役員会の承認が必要である。計算書類は事業年度末を基準日として作成されるので、役員会の開催は必然的に当該事業年度終了後となる。

合併交付金<sup>119</sup>を交付することは可能とされるが、株式会社とは異なり、合併対価の柔軟化が認められるわけではなく、現金を正面から合併対価とする現金交付合併は認められないとされる。

### (3) 端投資口について

投資法人の合併により端投資口が生じた場合、その端数の合計数に相当する口数の投資口を、金融商品取引市場において売却し、かつ、その端数に応じて売却代金を交付するものとされる（投信法 149 条の 17、投信法施行規則 199 条）。合併の結果、端投資口が大量に発生すると、多数の投資口について売却注文が出されることとなり、投資口価格の下落要因になり得る<sup>120</sup>。この点への対処として、吸収合併に際して存続投資法人の投資口を分割することにより端数が生じることを回避することができる<sup>121</sup>。また、前述の合併交付金により端数が生じることを回避する方法も考えられるが、この方法による場合には、法人税法の「適格合併」の要件を満たさないこと<sup>122</sup>に留意を要する。

---

消滅投資法人は合併効力発生日に消滅し、その役員会もなくなるので、消滅投資法人の合併効力発生日を含む事業年度については役員会の承認はできないことになる。日程等の関係によっては、合併効力発生日を含む事業年度の直前の事業年度についても役員会の承認ができない場合があり得る。この問題は、当該事業年度の配当金の代わりとして、消滅投資法人の投資主に合併交付金を支払うことにより対応できる。田中俊平「上場投資法人の合併について」不動産証券化ジャーナル 2009 年 9 月-10 月号 26 頁を参照。

<sup>119</sup> 従来、投資法人の合併において、合併比率の調整のため、または合併事業年度における消滅投資法人の利益を存続投資法人から配当代わり金として交付するために合併交付金を交付することが認められるかどうか明確ではなかったが、2009 年の投信法施行規則の改正により、合併交付金の交付が可能となった（投信法施行規則 193 条）。

<sup>120</sup> 片岡良平・前掲注（108）104 頁。

<sup>121</sup> 単純なん例として、消滅投資法人の投資口 1 口当たり、存続投資法人の投資口を 0.8 口割り当てるというケースを想定する。この場合、端投資口が発生してしまうが、合併の効力発生前に、存続投資法人の投資口 1 口当たり 5 口の割合による投資口分割を行うことにより、消滅投資法人の 1 口当たり 4 口が交付されることとなるため、端投資口の発生を回避することができる。

<sup>122</sup> 適格合併の要件の 1 つとしては、被合併法人の株主等に合併法人株式または合併親法人株式のいずれか一方の株式以外の資産が交付されてはならない（法 2 条 12 号の 8 柱書）。合併比率を調整する目的で合併交付金が支払われる場合には、適格合併には該当しないこととなる。桑原幸江＝山本恭司「投資法人の合併に係る税務上の取扱い：平成 21 年度税制改正を中心として」不動産証券化ジャーナル 2009 年 9 月-10

#### (4) 反対投資主の買取請求権について

合併承認決議の投資主総会に先立って合併に反対する旨を消滅投資法人に対し通知し、かつ、当該投資主総会において合併に反対した投資主は、消滅投資法人に対し、自己の有する投資口を公正な価格で買い取ることを請求することができる(投信法 149 条の 3 第 1 項、149 条の 13 第 1 項)。存続投資法人側の投資主にも、投資主総会が開催される場合には、同様の投資口買取請求権が認められるが(投信法 149 条の 8 第 1 項)、簡易合併の手続きにより合併承認の投資主総会が省略される場合には、投資口買取請求権は認められないと考えられる<sup>123</sup>。投資法人は、導管性要件を満たすために内部留保はほとんどないのが通常であるが、投資口買取請求権の行使が予想される場合には、投資主への分配金を抑えることや、第三者からの借入れ等を通じて、一定の現金を準備しておく必要があることとなる<sup>124</sup>。

### 1.2 資産運用会社の一本化

投資法人の合併前においては、両投資法人がそれぞれの資産運用会社と資産運用委託契約を締結しているが、吸収合併における存続投資法人は消滅投資法人の権利義務を包括的

---

月号 29-30 頁。「適格合併」の詳細については、下記の「J-REIT の買収・再編における税制上の留意点」において取り扱う。

<sup>123</sup> 平成 26 年改正前の会社法では、簡易合併など、合併について株主総会における承認決議が不要な場合には、すべての株主が株式買取請求権を行使できるとされている(会社法 797 条 2 項 2 号)。しかし、簡易吸収合併の場合は、存続投資法人において投資主総会が開催されないことから、「当該投資主総会において当該吸収合併に反対する」という要件を満たすことができず、また、投信法 149 条の 8 第 4 項は、会社法 797 条 5 項から 7 項を準用しているにもかかわらず、会社法 797 条 2 項 2 号を準用していない。したがって、簡易吸収合併の場合においては、存続投資法人の投資主に投資口買取請求権は認められないと考えられる。

そして、平成 26 年会社法改正では、簡易組織再編等に反対株主に対しては株式買取請求権を付与しないこととされた(改正後の会社法 469 条 1 項 2 号、785 条 1 項 2 号、797 条 1 項ただし書、806 条 1 項 2 号)。株式買取請求の制度趣旨は、会社の基礎に本質的変更を来す行為に対して反対する株主に投下資本回収の機会を付与することにあるところ、簡易組織再編等については当事会社や株主に対する影響が軽微であることから株主総会決議を不要としていることに鑑みれば、簡易組織再編等において株式買取請求権を保障する必要性は高くないといえるからである。したがって、今般の改正を経て、簡易組織再編の要件を充足する組織再編を行う当事会社の株主については、株式買取請求が付与されないこととなる。

<sup>124</sup> 新家・前掲注(4) 509-510 頁。

に承継し（投信法 147 条の 2 第 1 項）、また、新設合併における設立投資法人は消滅投資法人の権利義務を包括的に承継するとされているため（投信法 148 条の 2 第 1 項）、合併に際して各資産運用委託契約をそのままにしておく、存続投資法人・設立投資法人は、2 つの資産運用委託契約を締結した状態となる。投信法は、複数の資産運用会社に同時並行的に資産運用の委託を行うことを明示的に禁止しているわけではないが、資産運用委託契約の規定内容が相互に矛盾したり、資産運用会社の権限が競合する等の不都合が生じ得る。したがって、合併に際しては、当事者たる両投資法人の資産運用会社を一本化する必要がある。

資産運用会社を一本化するためには、一方の投資法人の資産運用委託契約を解約することが必要となる。資産運用委託契約の解約は、投資主総会の決議を経て行うが、合併の効力発生よりも前に資産運用委託契約の解約決議を行う場合には、仮に投資主総会で合併承認の議案が否決されたり、何らかの事情により合併の効力が発生しないこととなる場合に、資産運用委託契約だけが解約されてしまうことになるので、そのような事態を避ける必要がある。そのため、合併の効力発生を停止条件とする解約決議を行うことが通常であろう。

また、消滅投資法人の不動産ポートフォリオは、存続投資法人に承継され、以後、一方の投資法人の資産運用会社が他方の投資法人の不動産ポートフォリオを含めて運用することになる。そのため、単に一方の投資法人側の資産運用委託契約を解約するだけでは足りず、消滅投資法人側の資産運用会社の役職員、資産運用にかかる資料・データ等を他方の資産運用会社に移転させる必要があるだろう。かかる役職員、資産運用にかかる資料・データ等の移転方法としては、資産運用会社の合併、会社分割、事業譲渡といった会社法上の組織再編手続のほか、会社法上の組織再編手続によらない資料・データ・従業員の承継が考えられる。後者の一例としては、資産運用委託契約の終了に伴って返還された資料・データを、投資法人の合併に伴い移転させ、かつ、従業員はいったん解雇し統合後の資産運用会社で再雇用した上で、他方の資産運用会社を解散する方法が考えられよう。

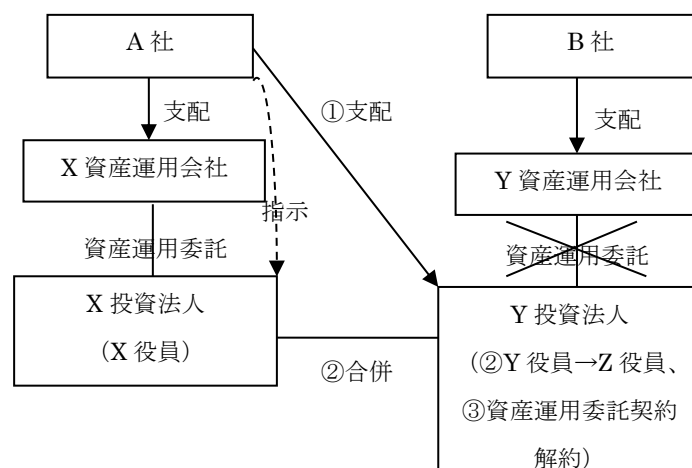
また、吸収合併の場合、存続投資法人側の資産運用会社が消滅投資法人側の資産運用会社の株式を取得する事例も見られる。資産運用会社は、不動産投資法人の運営に重要な役割を果たすことから、資産運用会社の株式を取得することにより、合併手続を円滑に進める効果を期待することができる。ただし、合併の効力が発生するまでの間は、親子会社関係にある資産運用会社がそれぞれ別の不動産投資法人の資産運用を行うことになることから、利益相反とならないように措置を講じる必要がある<sup>125</sup>。

## 2 敵対的な買収・再編

買収・再編が敵対的なものである場合、理論上、以下のような手続きをとる必要がある。

- ① B社の協力を得ることが困難であるため、A社は、まず、Y投資法人の2/3以上の議決権を取得する必要がある。
- ② A社は、Y投資法人の役員を一方的に交替させた上で、Y投資法人をしてX投資法人との間の合併契約を締結させる必要がある。
- ③ 投資法人の吸収合併または新設合併と併せて、資産運用会社の一本化を行う必要がある。

図5 投資法人による敵対的な買収・再編



この場合の手順は、主に投資法人の支配権取得、投資法人の合併、資産運用会社の交替

<sup>125</sup> 例えば、子会社の有する消滅投資法人に関する情報を、親会社が存続投資法人の資産運用に利用するなどがあり得るため、親子会社で情報遮断措置を講じる必要がある。新家・前掲注（4）513-515頁を参照。

という三段階に分けられるが、その実現は事実上、きわめて困難であると思われる。

X 投資法人が、Y 投資法人に対して敵対的な吸収合併を仕掛ける場合、Y 投資法人の役員の協力を得ることは不可能であるため、あらかじめ X 投資法人と Y 投資法人の間で合併契約を締結することはできない。よって、まず、A 社は、Y 投資法人の役員を一方的に交替させた上で、Y 投資法人をして X 投資法人との間に合併契約を締結させる必要がある。なお、敵対する投資法人の役員交替の手順と注意点は、上記事例 1 の敵対的買収の部分で論じたとおりである。

続いて、締結した合併契約について、X 投資法人と Y 投資法人の投資主総会の特別決議による承認を得る必要があるが、敵対する B 社や Y 投資法人の役員が様々な抵抗を試みる中で、Y 投資法人の投資主総会において役員交替の決議と同時に、合併契約の承認を得ることはきわめて困難であると想像される。すなわち、当該投資主総会では、ほとんどの場合みなし賛成制度を利用できないと思われ、また、敵対的合併の場合、消滅投資法人側の投資主はかなり合理的理由が説明されない限り、合併に反対する可能性が高いであろう。

したがって、事例 2 の敵対的合併の実現には、結局のところ、A 社自らが事前に、いずれの投資法人の投資主総会においても議決権の 2/3 以上を支配できるようにしておくことが必須となり（事例 1 の敵対的買収と同様、A 社自らが大量の投資口の買い集める方法、投資口に対する公開買付け、大口の投資主に対する協力依頼等によることになる）、その実現可能性はきわめて小さいと思われる。また、A 社自らが大量の投資口の買い集める方法による場合、A 社は、事例 1 の場合よりも多数の投資口を取得することになる上、Y 投資法人だけでなく、X 投資法人の投資主総会の議決権支配のための工作が必要となるなど買収・再編の完成に必要な期間がより長くなることからすれば、両投資法人の導管性維持が容易でないことにも注意すべきである<sup>126</sup>。

---

<sup>126</sup> 高橋壮介・前掲注（105）35 頁。



### 3 投資法人による他の投資法人に対する買収・再編の実例

投資法人間の買収・再編の実例としては、2015 年 9 月まで併せて 10 件があった。いずれも投資法人の合併という方法で実現された友好的な買収・再編である。

表 8 投資法人による他の投資法人に対する買収・再編の実例

合併当事者	合併方式	契約締結日 効力発生日	合併比率	資産運用会社	その他
①アドバンス・レジデンシャル投資法人（ADR）＝日本レジデンシャル投資法人（NRI）	新設合併	2009.9.25 2010.3.1	・ADR の投資口 1 口に対し 新投資法人の投資口 3 口、 NRI の投資口 1 口に対し新 投資法人の投資口 2 口 ・合併交付金の交付はなし	・両投資法人の 資産運用会社 が合併（ADR の資産運用会 社が NRI の資 産運用会社の 株式を取得し た上で、ADR の資産運用会 社を存続会社 とする吸収合 併） ・ADR および NRI の既存の 各資産運用委 託契約は新投 資法人の成立 を条件として 解約	ADR と NRI の 投資口は上場 廃止となり、 新投資法人の 投資口はテク ニカル上場制 度 <sup>127</sup> により上 場
②ビ・ライフ投資法人（ビ・ライフ）＝ニューシティ・レジデン	ビ・ライフを存続投資法人とする吸収合併	2009.11.10 2010.4.1	・NCR の投資口 1 口に対し ビ・ライフの投資口 0.23 口 ・NCR 投資主に交付する端 数投資口についてはビ・ラ イフが一括売却し端数投資	・ビ・ライフの 資産運用会社 に引き続き運 業務を委託 ・NCR の委託	・ビ・ライフ 側では簡易合 併の手続き ・NCR の第三 者割当増資の

<sup>127</sup> テクニカル上場とは、上場投資法人同士で新設合併を行う場合における設立投資法人の投資口の上場は、一定の要件のもと、通常よりも簡易な上場審査により上場することができることをいう（上場規程 1207 条）。また、川崎清隆ほか監修「不動産投資法人の M&A 実務マニュアル」（総合ユニコム・2009 年）69 頁を参照。

ス投資法人 (NCR)			主に対しては現金交付を行う ・合併交付金の交付はなし	契約は解約	実施 ・NCR が民事再生手続開始の申立てを行ったことにより、2008 年 11 月 10 日付で NCR の投資口は上場廃止となっている。
③東京グロースリート投資法人 (TGR) (現インヴィンシブル投資法人) = エルシーピー投資法人 (LCP)	TGR を存続投資法人とする 吸収合併	2009.11.17 2010.2.1	・LCP の投資口 1 口に対し TGR の投資口 4 口 (合併時に TGR の投資口 1 口につき 5 口の割合による分割を行うことが前提) ・LCP の 2009 年 9 月 1 日から 2010 年 1 月末日までの営業期間にかかる金銭の分配のかわりとして、LCP の分配可能利益に基づき LCP の投資主に対して同期間の金銭の分配額見合いの合併交付金を交付する	LCP の資産運用会社が運用業務を引き継ぐ	TGR 側では簡易合併の手続き
④日本リテールファンド投資法人 (JRF) = ラサールジヤンパン投資法人 (LJR)	JRF を存続投資法人とする 吸収合併	2009.12.15 2010.3.1	・LJR の投資口 1 口に対し JRF の投資口 1.18 口 (合併時に JRF の投資口 1 口につき 4 口の割合による分割を行うことが前提) ・JRF 投資主に交付する端数投資口については売却し端数投資主に対しては現金交付 ・LJR の 2009 年 11 月 1 日から 2010 年 2 月 28 日までの営業期間にかかる金銭の分配のかわりとして、LJR	JRF の資産運用会社が運用業務を引き継ぐ	・JRF 側では簡易合併の手続き ・JRF は商業施設特化 REIT であるが、LJR の保有資産であるオフィス・住宅物件を保有することになることに伴い、これらに関する投

			の投資主に対して、同期間の金銭の分配額見合いの合併交付金を交付する		資法人を定めるための規約変更を行う
⑤日本賃貸住宅投資法人 (JRH) = プロスペクト・リート投資法人 (PRI)	JRH を継続投資法人とする吸収合併	2010.3.26 2010.7.1	<ul style="list-style-type: none"> <li>・PRI の投資口 1 口に対し JRH の投資口 3 口 (合併時に JRH の投資口 1 口につき 4 口の割合による分割を行うことが前提)</li> <li>・合併交付金の交付は行わない</li> </ul>	JRH の資産運用会社が運用業務を引き継ぐ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・JRH 側では簡易合併の手続き</li> <li>・効力発生日の前取引日に JRH の第三者割当増資を実施</li> </ul>
⑥クレッシュェンド投資法人 (CIC) (現平和不動産リート投資法人) = ジャンパン・シングルレジデンス投資法人 (JSR)	CIC を継続投資法人とする吸収合併	2010.6.21 2010.10.1	<ul style="list-style-type: none"> <li>・JSR の投資口 1 口に対し CIC の投資口 3 口 (合併時に CIC の投資口 1 口につき 4 口の割合による分割を行うことが前提)</li> <li>・CIC は、JSR の合併効力発生日直前の決算期である 2010 年 8 月 1 日以降合併効力発生日前日までの営業期間に係る金銭の分配のかわりとして、JSR の投資主に対してこれに見合う合併交付金が発生する場合には、効力発生日から 3 ヶ月以内に支払う</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・CIC の資産運用会社に引続き運用業務を委託する</li> <li>・CIC の資産運用会社が JSR の資産運用会社の全株式を取得した上で、CIC の資産運用会社を存続会社、JSR の資産運用会社を消滅会社とする吸収合併を行う</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CIC 側では簡易合併の手続き</li> <li>・CIC 側において、CIC の商号変更、発行可能投資口総口数の増加、資産運用会社の報酬体系変更を行うために規約変更を行う</li> </ul>
⑦ユナイテッド・アーバン投資法人 (UUR) = 日本商業投資法人 (NCI)	UUR を継続投資法人とする吸収合併	2010.5.10 2010.12.1	<ul style="list-style-type: none"> <li>・NCI の投資口 1 口に対し UUR の投資口 3 口 (合併時に UUR の投資口 1 口につき 6 口の割合による分割を行うことが前提)</li> <li>・合併効力発生日の前日までの NCI 営業期間に係る NCI の投資主に対する金銭の分配のかわりとして、同</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・UUR の資産運用会社が運用業務を引き継ぐ</li> <li>・UUR の資産運用会社が NCI の資産運用会社の全株式を取得</li> </ul>	特になし

			営業期間にかかる金銭の分配額見合いの合併交付金を交付する		
⑧FC レジデンシャル投資法人（FCR）＝いちご不動産投資法人（いちごリート）	FCR を存続投資法人とする吸収合併	2011.8.8 2011.11.1	<ul style="list-style-type: none"> <li>・いちごリートの投資口 1 口に対し FCR の投資口 3 口（合併時に FCR の投資口 1 口につき 7 口の割合による分割を行うことが前提）</li> <li>・FCR は、合併効力発生日の前日に終了するいちごリートの営業期間に係る金銭の分配のかわりとして、いちごリートの投資主に対して分配額見合いの合併交付金を、効力発生日後、合理的な期間内に支払う</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・いちごリートの資産運用会社が運用業務を引き継ぐ</li> <li>・いちごリートの資産運用会社を存続会社、FCR の資産運用会社を消滅会社とする吸収合併を行う</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・FCR 側では簡易合併の手続き</li> <li>・FCR 側において、FCR の商号、所在地、資産運用報酬、発行可能投資口総数、資産運用の対象および方針の変更を行うため規約変更を行う</li> </ul>
⑨日本ホテルファンド投資法人（NHF）＝ジャンパン・ホテル・リゾート投資法人（JHR）	NHF を存続投資法人とする吸収合併	2011.12.22 2012.4.1	<ul style="list-style-type: none"> <li>・JHR の投資口 1 口に対し NHF の投資口 11 口（合併時に NHF の投資口 1 口につき 12 口の割合による分割を行うことが前提）</li> <li>・NHF は、JHR の 2011 年 9 月 1 日から 2012 年 3 月 31 日までの営業期間に係る JHR の投資主に対する金銭の分配のかわりとして、JHR の投資主に対して同期間の金銭の分配額見合いの合併交付金を、効力発生日から 3 ヶ月以内に支払う</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・NHF の資産運用会社が運用業務を引き継ぐ</li> <li>・NHF の資産運用会社を存続会社、JHR の資産運用会社を消滅会社とする吸収合併を行う</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・NHF 側では簡易合併の手続き</li> <li>・NHF 側において、決算期・運用方針等に関する規約変更を行う</li> </ul>
⑩野村不動産マスターファンド投資法人（NMF）＝野村不動産オフ	新設合併	2015.5.27 2015.10.1	<ul style="list-style-type: none"> <li>・NMF の投資口 1 口に対し新投資法人の投資口 1 口、NOF の投資口 1 口に対し新投資法人の投資口 3.60 口、NRF の投資口 1 口に対</li> </ul>	各消滅投資法人の資産を運用している資産運用会社である野村不動	NMF、NOF 及び NRF の投資口は上場廃止となり、新投資法人の投資

イスファンド 投資法人 (NOF) =野 村不動産レジ デンシャル投 資法人 (NRF)			し新投資法人の投資口 4.45 口 ・NOF と NRF の投資主に 交付する端数投資口につい ては売却し端数投資主に対 しては現金交付 ・各消滅投資法人の平成 27 年 9 月 30 日までの最終営 業期間に係る投資主に対す る金銭の分配のかわりとし て、投資主に対して同期間 の金銭の分配額見合いの合 併交付金を支払う	産投資顧問株 式会社は、新投 資法人の運用 業務を引き継 ぐ	口はテクニカ ル上場制度に より上場
---	--	--	---	--	--------------------------

#### 第四款 投資法人による一般事業会社に対する買収・再編

投信法は投資法人同士の合併しか認めていないため、不動産投資法人は一般事業会社との間で合併を行うことができない。また、措法上の会社支配禁止要件が存在しているため、不動産投資法人は、一般事業会社の発行済株式総数又は出資総額の 50% 以上を取得する場合には、その導管性を維持できなくなるおそれが生じる。よって、今までのところ、不動産投資法人による一般事業会社の買収・再編は一例も現れていない。しかし、不動産投資法人は、その外部成長において、一般事業会社（特に不動産会社）が持っている優良物件や人的財産等を取得するニーズは確かに存在するので、現段階では以下のような方法が実際には採られている。すなわち、不動産投資法人のスポンサーは、先に一般事業会社に対して買収・再編を行って、両社を事業統合したうえで、対象の優良物件等を不動産投資法人に譲渡するという方法である。ただし、当該過程においては、不動産譲渡益への課税を回避できない、親子会社間の利益相反取引規制に服するなどの欠点が避けられない。

また、一般事業会社が不動産投資法人に現物出資するという方法も考えられるが、投信法により、投資口の引受けに係る払込みは現金でなければならない（投信法 71 条 9 項）、J-REIT への現物出資は認められていない。なお、日本ではまだアメリカのような UPREIT の仕組み<sup>128</sup>が導入されていないので、現在のところ、不動産投資法人への現物出資という方法は実現困難であろう。

この点については、実務業界からも対応策に関する要望が既に提出されている<sup>129</sup>。国土交通省は、2010 年に日本の不動産投資市場のあり方について、戦略的な見地から検討を行う

---

<sup>128</sup> アメリカの UPREIT とは、REIT がリミテッド・パートナー（limited partnership、任意組合に相当する）に資金拠出を行いジェネラル・パートナー（general partnership、執行組合員に相当する）となり、不動産所有者がリミテッド・パートナーに不動産を現物出資すると同時に、リミテッド・パートナーの出資分と REIT の投資口をいつでも交換できるプット・オプション契約を REIT と締結するスキームである。UPREIT の詳細は、本稿第二章第一節第二款 4 で検討する。

<sup>129</sup> 投資信託協会の平成 23 年 6 月 17 日「新成長戦略に盛り込まれた投資信託・投資法人制度の見直しに係る要望事項」を参照。

ため、「不動産投資市場戦略会議」を設置し、同会議の議論の結論として、報告書を提出した。同報告書においては、日本版 **UPREIT** の創設について提言がなされた。すなわち、不動産と投資口を交換した場合の圧縮記帳（並びに自己投資口の取得及び現物出資）が認められれば、アメリカの **UPREIT** と同様の効果を得ることができ、このような仕組みの導入は、特に多数の地権者が参加する大規模優良都市開発・再開発を促進するとして、その導入を主張した<sup>130</sup>。

---

<sup>130</sup> 不動産投資市場戦略会議「不動産投資市場戦略会議報告書」（2010 年 12 月）23 頁。例えば、都心部の再開発において、組合を組成して地権者が土地を組合に現物出資し、最終的にその出資分を不動産投資法人の投資口に転換するという手法により、再開発を推進する手法などが検討されている。

### 第三節 J-REIT の買収・再編における特有の法的問題

#### 第一款 J-REIT の買収・再編における特殊性及び留意点

一般事業会社の買収・再編と異なり、J-REIT の買収・再編を実行したとしても、それにより税制上の導管性要件が失われたり、証券取引所への上場を廃止されたのでは、多くの場合 J-REIT の買収・再編を実行する目的は達成できない。また、買収・再編の強行的な実現が、資産運用会社において行為規制違反または忠実義務・善管注意義務違反を、投資法人の役員において忠実義務・善管注意義務違反を構成する場合も考えられる。さらには、投資法人自体も投信法に抵触する場合が考えられ、注意が必要である。そのため、J-REIT の買収・再編における特有の法的問題の検討に立ち入る前に、まず、本款では、J-REIT の買収・再編における仕組、税制及び上場維持等の特殊性及び留意点について検討を行う。

##### 1 J-REIT の買収・再編における仕組上の特殊性

J-REIT の買収・再編の法規制の基本となるのは投信法であるが、投信法は、合併、投資主総会や第三者割当ての手続き等、投資法人の買収・再編にかかわる手続きについて会社法の株式会社に関する条文を多数準用しているため、会社法の影響を大きく受けている。例えば、吸収合併や新設合併、投資主総会や第三者割当ての手続き等である。ただし、投信法と会社法は手続きや要件が異なっている部分もあるため、J-REIT に特有の考慮が必要な点もあることに留意を要する。これは、J-REIT の買収・再編と一般事業会社の買収・再編との違うところである。

例えば、組織再編行為の種類については、投資法人の合併があるが、投資法人の分割、投資口交換・移転等の制度はまだ存在しない。合併については、合併対象が投資法人に限定され、合併対価が現金によることも認められていない。投資主総会については、会社法にない「みなし賛成制度」があるが、金商法上の委任状勧誘規制<sup>131</sup>の適用はないため、投資法人及びその役員等が他の投資主に対して議決権代理行使の勧誘を行う際に同規制に従

---

<sup>131</sup> 金商法 194 条、金商法施行令 36 条の 2～36 条の 6、上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する内閣府令。



う必要はない<sup>132</sup>。なお、第三者割当ての手続きについては、会社法の「有利発行」制度を準用していないから、新投資口のディスカウント発行をする場合には一定の法的リスクを負わなければならない。

投資口の取得については、金商法上の公開買付規制や大量保有報告規制の適用を受ける。これらは、上場株式の場合とほぼ同様に考えられるが、J-REIT に特有の考慮が必要な点もある。そのほか、資産運用会社は、投資運用業の登録や宅地建物取引業の免許を取得していることから、買収にあたっては金商法や宅地建物取引業法の規制にも留意する必要がある。

さらに、J-REIT は、外部運用・管理型の仕組みを採用しているため、買収者は、対象投資法人を買収・再編することだけでは十分とはいえず、その資産運用会社に対して買収・再編を同時に行う必要もある。資産運用会社に対する買収・再編の方法としては、以上で検討したとおり、資産運用会社の株式取得<sup>133</sup>、交替<sup>134</sup>及び一本化<sup>135</sup>などがある。そのうち、特に注意すべきは、資産運用会社がほとんど非公開会社であるため<sup>136</sup>、それに対する敵対的買収が難しいということである。つまり、資産運用会社の取締役会及び支配株主（スポンサー）の同意がなければ、資産運用会社の株式取得または資産運用会社の合併等は基本的に不可能であろう。

## 2 J-REIT の買収・再編における税制上の特殊性

### 2.1 適格合併と非適格合併について

上述のとおり、不動産投資法人については、投信法 145 条により投資法人同士の合併を行うことができる。合併による被合併法人の財産及び負債の合併法人への移転は、原則と

---

<sup>132</sup> もちろん、議決権行使の判断資料が十分に提供されるべきことは当然に要請されるものと理解されるべきであろう

<sup>133</sup> 前掲注（106）から注（109）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>134</sup> 前掲注（111）から注（113）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>135</sup> 前掲注（125）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>136</sup> 2015 年 9 月現在、すべての上場 J-REIT（53 社）の資産運用会社は、いずれも非公開会社である。

して通常の譲渡取引と同様に合併時の時価で合併法人に譲渡されたものとして取り扱われる。したがって、合併により合併法人に移転する資産及び負債に係る譲渡損益は、被合併法人において計上されることになる。しかし、一定の税務上の要件を満たし適格合併に該当する場合には、被合併法人の帳簿価額により合併法人に移転したものとして取扱われ、当該資産及び負債に係る譲渡損益に対する課税が繰り延べられる<sup>137</sup>。

税務上の適格合併の要件については、大きく分けて企業グループ内の適格合併（法人税法（以下「税法」という）2条第12号の8イ、ロ）になるケースと、共同事業を営むための適格合併（税法2条第12号の8ハ）の2つがある。しかし、企業グループ内の適格合併については少なくとも50%超の持分関係が必要となるため、証券取引所の上場基準において総資産の70%以上が不動産等である必要があること、措法上の導管性要件の1つとして他の法人の発行済株式等の50%以上を保有していないこと、及び1投資主グループにより投資口総数の50%超の投資口を所有されていないことが必要となること等から、一方が他方の投資口を買い集めてからの合併や、資産運用会社やスポンサー等が双方の投資口を買い集めてからの合併は上場維持や導管性維持を前提とした場合には困難であると考えられ、不動産投資法人については企業グループ内の適格合併となることは考えにくい。したがって、不動産投資法人において適格合併を行うためには、共同事業を営むための適格合併に

---

<sup>137</sup> 合併は法人税法の「適格合併」に該当するかどうかにより、課税関係が大きく異なる。法人税法における原則的な考え方は、合併による合併法人から被合併法人への資産・負債の移転も譲渡と同様であるというものである。したがって、被合併法人は、合併の時における時価により資産・負債を譲渡したものとして、譲渡損益を認識することを要する（法人税法62条2項）。被合併法人の株主は、交付株式等の時価が資本金等の額を超える部分につき、みなし配当を認識し（法人税法24条1項）、さらに株式以外の資産の交付がある場合には、譲渡損益の認識も要する（法人税法61条の2第2項）。ただし、適格合併に該当するときは、特例として、合併法人は被合併法人の帳簿価額により資産・負債を引き継ぐこととされる（法人税法62条の2第1項）。被合併法人も帳簿価額により資産・負債を譲渡したことになるため、譲渡損益は発生しない。また、被合併法人の株主においても課税関係は生じず、被合併法人の株式の簿価が交付された合併法人の株式の取得価額に付け替えられることとなる。

該当することが必要となる<sup>138</sup>。

不動産投資法人の合併についてはその特殊性から、共同事業を営むための適格合併の要件のうち、(1) 事業関連性要件（法法施行令 4 条の 3 第 4 項 1 号）、(2) 特定役員引継要件（同法令 4 条の 3 第 4 項 2 号）、(3) 従業者引継要件（同法令 4 条の 3 第 4 項 3 号）等について、これらを満たすことができるのかが懸念されていたが、これらについての金融庁から国税庁への文書照会に対する回答が平成 21 年 3 月 19 日付で行われた<sup>139</sup>。

- (1) 事業関連性要件については、合併法人と被合併法人のいずれもが主たる事業を不動産投資事業とするものであり、かつ、それぞれが有していた不動産を合併後において有機一体的に活用して引続き不動産投資事業を行うことを見込んでいるときには、これを満たしていると解して差し支えない。
- (2) 特定役員引継要件については、合併法人の執行役員と被合併法人の執行役員のいずれもが、合併後において合併法人の執行役員となることを見込んでいる場合には、これを満たしていると解して差し支えない。
- (3) 従業者引継要件については、投資法人は、使用人を雇用することが禁じられていることから、被合併法人の合併直前の従業者の総数の 80% 以上が合併法人の業務に従事しないことをもって、これを満たさないということはないと解して差し支えない。

他方、合併が税法適格要件を満たさない場合には非適格合併となり、合併により移転する資産負債は原則として、合併法人において時価により承継し、被合併法人においては時価により譲渡したものとして取り扱われることとなる。この際、合併対価の額が移転する資産負債の時価純資産額を超える場合には、超える部分の金額のうち一定の金額は資産調

---

<sup>138</sup> 稲葉・前掲注（90）63 頁。

<sup>139</sup> 本照会においては、投資法人間の合併について、当該合併が法法 2 条 12 号の 8 ハに規定する「被合併法人と合併法人とが共同で事業を営むための合併」に該当するかどうかの判定を求めている。詳細は国税庁ホームページを参照されたい。

<http://www.nta.go.jp/shiraberu/zeiho-kaishaku/bunshokaito/hojin/090319/index.htm>。

整勘定（法法第 62 条の 8 第 1 項）として、合併対価の額が移転する資産負債の時価純資産額に満たさない場合には、満たさない部分の金額は負債調整勘定（法法第 62 条の 8 第 3 項）として税務上は取扱われることとなる。この場合、資産調整勘定については事業年度の月数/60 を乗じた金額が損金算入され（法法第 62 条の 8 第 4 項及び第 5 項）、負債調整勘定については事業年度の月数/60 を乗じた金額が益金算入される（法法第 62 条の 8 第 7 項及び第 8 項）こととなる。

## 2.2 合併交付金について

投資法人の合併が行われた場合、被合併法人については合併により解散すること（投信法 143 条 4 号）となり、税務上は事業年度開始日から合併の日の前日までの期間をみなし事業年度（法法 14 条 1 項 2 号）として法人税が課せられることとなる。そのため、この期間において所得が生じている場合には、導管性要件を満たさない限り投資法人段階で課税されてしまう。合併時においてはこの期間分の利益は合併交付金として被合併法人投資主に支払うこと<sup>140</sup>が考えられるが、これは投信法 137 条 1 項の規定による金銭の分配ではなく、導管性要件が満たされなくなるのではないかという疑義が生じる。この点については、平成 21 年度税制改正により手当てがされ、合併時における被合併法人の導管性についても、被合併法人の投資主への合併交付金の支払いにより維持することが可能となった<sup>141</sup>。

## 2.3 負のれん発生益について

投資法人の合併に伴い発生する負のれん（合併により増加する資本の額が被合併法人から受け入れる時価純資産額よりも小さい場合のその差額）については、負債勘定を通すことなく全額を合併があった事業年度に収益計上する扱いになる。この負のれん発生益は合併により受け入れた純資産の時価と発行された新投資口の価額との差額であり、状況によっては、投資法人の通常の事業年度の利益の何十倍にもなることがあり得ることから、

---

<sup>140</sup> 会社法施行により投信法上、合併交付金に関する規定がなくなったことから、合併交付金を交付することが認められないのではないかという疑義があったが、現在は投信法施行規則第 193 条 2 項において、合併対価の定義として「投資口または金銭」と明記されている。

<sup>141</sup> 稲葉・前掲注（90）64－65 頁。

負ののれん発生益を含めた当期利益の 90%超を金銭分配することは非現実的であると考えられる<sup>142</sup>。平成 21 年度税制改正により、不動産投資法人の合併を促進するため、90%超配当要件における配当可能利益の額の計算上、負ののれん発生益はいったん全額を基準となる利益の額から控除することとされた。負ののれん発生益については現金の流入を伴わない収益であるため配当することができないが、この規定により、負ののれん相当額について配当せずとも、90%超配当要件を満たすことが可能となる。なお、本規定により控除された負ののれん相当額については、翌事業年度以降の 90%超配当要件の判定上、その金額に（事業年度の月数/1200）を乗じた金額（100 年償却）を税引前当期純利益金額に加算して判定される（措法施行規則 22 条の 19 第 3 項）。

## **2.4 導管性維持について**

投資法人は、措法上の要件を満たすことにより、利益の配当等の損金算入が可能となり、法人税と投資主に対する所得税の二重課税を回避することが認められている。したがって、不動産投資法人に対する買収・再編の実行により、その導管性を失うこととなれば、不動産投資法人の事業にとって著しい不利益となることから、十分な注意が必要である。具体的には、(1) ある事業会社が、特定の投資法人を支配し、敵対的な資産運用会社との間の既存の資産運用業務委託契約を解約させたが、別の資産運用会社を直ちに用意できなかった場合（業務委託要件を欠く）、(2) ある事業会社が、特定の投資法人の投資口を買い集め、当該投資法人の発行済投資口総数の過半数を取得するに至ったが、直後の投資法人の事業年度末までにその状態を解消できなかった場合（非同族会社要件を欠く）、(3) ある投資法人が他の投資法人の投資口の過半数を取得した場合（会社支配禁止要件を欠く）、などが不動産投資法人の買収・再編の過程において生じることが考えられる。これらの場合、買収・再編の対象となった投資法人は導管性を失うことになる。

## **3 J-REIT の買収・再編における上場維持の特殊性**

J-REIT 市場における不動産投資法人の再編や同市場への新規参入を目的とした不動産投

---

<sup>142</sup> 桑原・前掲注（122）35 頁。

資法人の買収・再編において、その実行により対象となる不動産投資法人の上場が廃止されてしまえば、買収・再編の意義が失われてしまう。

したがって、買収・再編の実行により、対象となる不動産投資法人が上場する証券取引所の上場廃止基準に抵触することのないよう、注意する必要がある。以下、ほとんどの不動産投資法人が上場されている東証の上場廃止基準を例に検討する（東証の「有価証券上場規程」1218条、以下「上場規程」という）。

A 「運用資産等<sup>143</sup>」の総額に占める「不動産等<sup>144</sup>」の額の比率が営業期間の末日において70%未満となった場合で、1年以内に70%以上とならないとき

B 「運用資産等」の総額に占める「不動産等」、「不動産関連資産<sup>145</sup>」及び「流動資産等<sup>146</sup>」の合計額の比率が営業期間の末日において95%未満となった場合で、1年以内に95%以上とならないとき

C 資産運用会社に変更生じた場合（ただし、他の資産運用会社に運用業務を引き継ぎ、かつ、引き継いだ資産運用会社が必要な書面を証券取引所に提出するなどの要件をみたす場合を除く）

---

<sup>143</sup> 「運用資産等」とは、投資証券の場合、当該投資証券の発行者である投資法人の資産をいう（上場規程1001条4号）。

<sup>144</sup> 「不動産等」とは、不動産、不動産の賃借権、地上権、地役権など及びそれらの資産を信託した信託受益権などをいう（上場規程1001条34号）。

<sup>145</sup> 「不動産関連資産」とは、当事者の一方が相手方の行う出資された財産の1/2を超える額を不動産等に対して投資する運用のために出資を行い、相手方がその出資された財産の1/2を超える額について不動産等に対する投資として運用し、当該運用から生じる利益の分配を行うことを約する契約に係る出資の持分、資産流動化法に規定する優先出資証券（当該特定目的会社が資産の流動化に係る業務として取得した資産の1/2を超える額を不動産等に対する投資として運用するものに限る）及び特定目的信託の受益証券（当該特定目的信託の信託財産の1/2を超える額を不動産等に対する投資として運用するものに限る）、受益証券（当該投資信託の投資信託財産の1/2を超える額を不動産等に対する投資として運用するものに限る）、並びに投資証券（当該投資法人が運用のために保有する資産の1/2を超える額を不動産等に対する投資として運用するものに限る）などをいう（上場規程1001条33号）。

<sup>146</sup> 「流動資産等」とは、現金及び預金、手形その他の現金同等物並びにそれらの資産を信託した信託受益権などをいう（上場規程1001条36号）。

具体的には、(i) 不動産投資法人において、他の不動産投資法人のスポンサー、資産運用会社の株式（上記「不動産等」、「不動産関連資産」、「流動資産等」に該当しない）などを取得したことにより、上記 A または B の基準に抵触する場合、(ii) 不動産投資法人の資産運用会社を交替させる場合、などが不動産投資法人の買収・再編の過程において生じることが考えられる。前者においては 1 年以内にその状態を解消しない限り、後者においては直ちに上記 C ただし書きの手続きを行わない限り、当該不動産投資法人は上場廃止となる。

#### 4 J-REIT の買収・再編における情報管理の特殊性

J-REIT の買収・再編はその検討段階からある程度の人数がプロジェクトチーム<sup>147</sup>に関与することが避けられない側面があるが、その情報管理は非常に重要である。情報管理に関しては、(1) 金商法上のインサイダー取引規制、(2) 個人情報保護法上の個人情報の第三者提供の許容性などが問題となる。以下、それぞれにつき検討する。

##### 4.1 金商法上のインサイダー取引規制

金商法上、上場会社の運営、業務等に関し、投資者の投資判断に影響を及ぼすような重要事実が公表される前に、その事実を知った一定の会社関係者等が、その上場会社の株式等の売買を行うこと（以下「インサイダー取引」という）は、原則として禁止される（金商法 166 条）。投資法人制度が創設された際には、投資法人が発行する投資証券の取引はイ

---

<sup>147</sup> J-REIT の買収・再編は、買収者、対象投資法人及びその資産運用会社の株主・投資主、従業員を含め、多くの関係者に重大な影響を与えることが多いため、買収・再編について対外的に発表することができる段階までは、社内においては、可能な限り少数の者のみから構成されるプロジェクトチームを組成し、情報管理を行うことが望ましい。一般的に会社の社長または担当の取締役・執行役員をリーダーとして、当初は経営企画部、社長室といった部署の少数の担当者を中心にメンバーを構成し、初期段階の検討を行うことになろう。その後の検討・準備が進むに従って、財務部、法務部、総務部、人事部などの各主要部署から当該合併の担当者を選定し、プロジェクトチームに加えていくという流れが一般的である。また、買収・再編を検討するに際して、弁護士、フィナンシャル・アドバイザー、公認会計士、税理士、人事コンサルタントなどの外部のアドバイザーが常に利用されている。そのほかにも、相手方投資法人の事業内容によっては、環境コンサルタント、ビジネスコンサルタントなどを利用することもあり得るであろう。玉井裕子ほか編『合併ハンドブック [第 2 版]』（商事法務・2013 年）52-53 頁。

ンサイダー取引規制の対象とはされなかった<sup>148</sup>。平成 25 年投信法改正に伴う金商法改正により、投資者からより信頼されるための取引の透明性を確保するため、投資法人の発行する投資証券等の取引をインサイダー取引規制の対象とすることとし、会社関係者の範囲に資産運用会社及びその親会社（スポンサー）等の関係者を加え、投資法人の特性を考慮した重要事実等を規定するほか、投資法人の役員等による投資証券等の取引の報告等に関する所要の規定を整備した<sup>149</sup>（金商法 163 条、166 条関係）。

現在、上場投資法人による買収・再編の決定は、一般に投資者の投資判断に影響を及ぼすような重要な決定事項といえるため、一定の軽微基準に該当するものを除き、インサイダー情報（未公表重要事実）に該当することとなる。したがって、買収者にとっても、上場投資法人にとっても、買収・再編の際に、金商法上のインサイダー取引規制を違反しないように、社内で常に情報管理を行うことが必要であろう。

#### 4.2 個人情報保護法上の個人情報の第三者提供の許容性

個人情報保護法上の個人情報取扱事業者<sup>150</sup>は、原則として、あらかじめ本人の同意を得

---

<sup>148</sup> その背景としては、投資口について運用資産の純資産価額に基づく価格形成が行われ、インサイダー取引の余地が比較的小さいため対象外とされていたことが考えられる。しかし、実際の価格動向を見ると、例えばスポンサー企業の変更等によっても相当程度変動しており、こうした情報が公になる前に知り得る立場の人が当該情報を知って取引を行えば、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を害するおそれがある。他方、諸外国では、一般に、上場投資法人の投資口に相当するものはインサイダー取引規制の対象とされている。また、日本の多数の上場投資法人は、投資証券がインサイダー取引規制の対象外であることをリスクとして投資者に説明している。これらの事情を踏まえ、今回の金商法改正は、投資法人特有の事情を考慮しつつ、上場投資法人に係る投資証券の取引にインサイダー取引規制を導入した。前掲注（115）の「投信 WG 報告」12 頁を参照。

<sup>149</sup> 今回のインサイダー取引規制の導入は、大きく 2 つのポイントがあると考えられる。1 つは、通常の上場会社に係るインサイダー取引規制と比較し、投資法人特有の事情が考慮されていることであり、もう 1 つは、通常の上場会社に係るインサイダー取引規制についても改正が行われているところ、従来の取引自体を禁止することにとどまらず、情報伝達行為や取引推奨行為についても新たに規制の対象とされたことから、上場投資法人に係る投資証券の取引についてもこの新規制の適用が及ぶことである。萩野昭一「上場投資法人が発行する投資証券取引に係るインサイダー取引規制の導入」不動産証券化ジャーナル 2013 年 11-12 月号 91 頁。

<sup>150</sup> 個人情報取扱事業者とは、個人情報データベース等を事業の用に供している民間事業者（事業の用に供



ないで、個人データを第三者に提供してはならない（個人情報保護法 23 条 1 項）。J-REIT の買収・再編を行う買収者、対象投資法人及びその資産運用会社は、個人情報取扱事業者に該当する可能性がある。例えば、賃貸住宅またはホテル等の不動産を投資対象とする J-REIT は、個人情報取扱事業者に該当する蓋然性が高いと思われる。これら J-REIT は、買収・再編を行う際に、相互に交換する情報に個人データが含まれるかどうかをチェックしなければならない。個人データが含まれる場合には、その開示を差し控えるか、個人が特定できないような方法での開示<sup>151</sup>を検討する必要がある。ただし、開示が禁止されるのは「個人データ」<sup>152</sup>であって、すべての個人情報ではない。

個人情報保護法 23 条 4 項 2 号において、「合併その他の事由による事業の承継に伴って個人データが提供される場合」には、提供を受ける者は提供が禁止される「第三者」に該当しないものとされているため、合併に伴って個人データが消滅法人から存続法人に承継されることは問題がない。ここでいう「合併その他の事由による事業の承継に伴って個人データが提供される場合」とは、合併の効力発生後の個人データの提供を含むことは問題なく認められようが、実務上必要性が高い合併効力発生日前の個人データの開示が問題と

---

する個人情報データベース等を構成する個人情報によって識別される特定個人の数が過去 6 ヶ月以内のいずれの日においても原則として 5,000 を超えないものを除く）を指す（個人情報保護法 2 条 3 項、同法施行令 2 条）。個人情報データベース等とは、個人情報を含む情報の集合物であって、①特定の個人情報を電子計算機を用いて検索することができるように体系的に構成したもの、②個人情報を一定の規則に従って整理することにより特定の個人情報を容易に検索することができるように体系的に構成した情報の集合物であって、目次、索引その他検索を容易にするためのものを有するものをいう（個人情報保護法 2 条 2 項、同法施行令 1 条）。

<sup>151</sup> つまり、情報を開示する目的に応じて開示する情報を加工し、個人の特定ができない形にしたうえで、情報を提供することなどが考えられる。例えば、対象投資法人の主要顧客の関連情報を知りたいということが目的である場合には、名前、生年月日を非開示とし、年代別に、性別に示すなどの工夫をすることが考えられよう。

<sup>152</sup> 「個人データ」とは、個人情報データベース等を構成する個人情報をいい（個人情報保護法 2 条 4 項）、個人情報が含まれている情報であってもデータベース化されていない書面、写真、音声等に記録されているものは、個人データには含まれず、個人情報保護法上開示が禁止されるものではない。

なる。この点、関係官庁などは、「事業承継に伴って」について承継前の段階を含むとの見解を示していることから、合併効力発生日より前に開示を行うことも認められると思われる。しかし、合併の効力発生日前のどのタイミングで例外として開示が認められるようになるのか、すなわち、合併契約締結、投資主総会決議の承認などいずれの段階に至れば、開示が認められるかどうかは、必ずしも明確でない<sup>153</sup>。

以上、J-REIT の買収・再編における仕組、税制、上場維持及び情報管理の視点から、全体的な特殊性及び留意点について検討を行ったが、以下では、J-REIT の買収・再編において、もっとも注目されている 3 つの問題、すなわち（1）企業価値評価の公正性問題、（2）利益相反の問題、及び（3）敵対的買収及び防衛策の問題について、詳細に考察を行う。なお、この 3 つの問題を考察するにあたっては、J-REIT の買収・再編と一般事業会社の買収・再編との共通する部分について、会社法上の学説や裁判例などをそのまま引用するが、両者の異なる部分について、J-REIT の買収・再編の特殊性に十分に留意しながら、検討を進める。

---

<sup>153</sup> 合併契約などの事業の承継のための契約を締結するより前の交渉段階における個人データの共有に関しては、経済産業省が公表している 2009 年 10 月 9 日付の「個人情報の保護に関する法律についての経済産業分野を対象とするガイドライン」2-2-4（3）ii は、「当該データの利用目的及び取扱方法、漏えい等が発生した場合の措置、事業承継の交渉が不調となった場合の措置等、相手会社に安全管理措置を遵守させるため必要な契約を締結しなければならない」としており、合併契約締結前の交渉段階での個人データの提供が許容されることを前提とした定めをしている。上記ガイドラインが交渉段階での個人データの提供を正面から認めたことは実務上画期的なことであるとされる。玉井・前掲（147）61-62 頁。

## 第二款 J-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性問題

### 1 総論：問題の提起

#### 1.1 企業価値評価と公正性確保の関係

J-REIT の買収・再編の際、買収者側の業務執行者<sup>154</sup>が対象投資法人をより安価に買収することは、ある意味で法的な義務である<sup>155</sup>。他方で、対象投資法人の投資主にとっては、少しでも企業価値が高く評価されるに越したことはない。このように、対象投資法人の企業価値をどのように評価するのかは、J-REIT の買収・再編における最大の関心事である。

経済産業省の研究会である企業価値研究会が公表した「企業価値報告書」の定義によると、企業価値とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長性等の株主の利益に資する会社の属性またはその程度をいう。換言すると、会社が生み出す将来の収益の合計であり、株主に帰属する株主価値とステークホルダー（利害関係者）などに帰属する価値に分配される<sup>156</sup>。企業価値は将来の値の予測値であり、将来の様々な要因によって容易に変化し得る。したがって、これを正確に測定することは難しい。買収・再編において、企業価値評価を実施する目的は、売買当事者の交渉材料を提供するとともに、客観的かつ公正性の高い算定作業を通じ、当該買収・再編取引の経済合理性を確保することである。一方で、評価手法の採用にあたっては、唯一絶対的な評価基準がないことに加え、当該買収が企業の支配権獲得を目的としたものか、対象企業が上場企業かどうか等、案件個別事情や評価目的等を考慮した上で、客観性や妥当性が高いと考えられる評価手法を採用することが求められている<sup>157</sup>。

---

<sup>154</sup> 例えば、一般事業会社の取締役、または投資法人の執行役員及びその資産運用会社の取締役である。

<sup>155</sup> 不当に高い価格での買収を行えば、業務執行者の善管注意義務・忠実義務違反が問題となり得ると考えられる。

<sup>156</sup> 企業価値研究会「企業価値報告書：公正な企業社会のルール形成に向けた提案」（2005年5月27日）34頁。

<sup>157</sup> 企業価値を評価する代表的な手法として、以下3つのアプローチに類型化して考えるものとする。(1) インカム・アプローチ：評価対象企業の将来キャッシュ・フローを現在価値に割り引くことにより評価する手法。代表的な手法としては、DCF法（discounted cash flow）、配当還元法、AVP法（adjusted present value）等がある。(2) マーケット・アプローチ：評価対象企業のマーケット価値を基準として評価する手法。代

しかし、企業価値を正確に測定できないとしても、買収・再編の当事者にとっての最大の関心事は、友好的買収であれ敵対的買収であれ、また独立当事者間の買収であれ支配投資主による買収であれ、買収者が提示する投資口の買収価格または合併比率等の条件（以下「買収・再編条件」という）が、対象投資法人の企業価値に照らし公正な価額であることを確保すること（以下「公正性確保」という）にあると考えられる。買収・再編条件が対象投資法人の企業価値を遥かに上回る場合には、当該買収・再編条件は買収者側にとって不公正なものであるため、買収者の投資主（株主）から提訴されるおそれがある。これに対して、買収・再編条件が対象投資法人の企業価値を遥かに下回る場合には、当該買収・再編条件は対象投資法人側にとって不公正なものであるため、対象投資法人の投資主から提訴されるおそれがある。このような提訴リスクを避けるためには、当事者は、企業価値と買収・再編取引に関する情報を開示したり、第三者算定機関から企業価値算定書を取得したり、中立のアドバイザーからフェアネス・オピニオン<sup>158</sup>等を取得したり、所定の手続きに基づいて買収・再編を進めたりすることによって、公正性確保の透明性及び正確性を高めることが重要である。

また、買収・再編条件の決定は、買収者側にとっては経営判断の問題に過ぎないのが通例であるが、対象投資法人側の役員には利益相反の懸念もあるので、公正性が強調される。とりわけ、対象投資法人の投資主（特に少数投資主）にとっては、上記の公正性確保はより重要と考えられる。なぜなら、J-REIT の買収・再編を行うためには、常に対象投資法人

---

表的な手法としては、市場株価法、類似会社比較法、類似業種比準法等がある。(3) コスト・アプローチ：評価対象企業の所有財産の価値を評価する手法。代表的な手法としては、簿価純資産法、時価純資産法等がある。田辺総合法律事務所＝大和証券企業提携部「企業法務からみた株式評価と M&A 手続：株式買取請求を中心に」（清文社・2010 年）83-84 頁を参照。

<sup>158</sup> フェアネス・オピニオンについての定義は存在しないが、日本公認会計士協会が公表する企業価値評価ガイドラインにおいては、「フェアネス・オピニオンとは、評価額（合併比率や株式移転比率等を含む）や評価結果に至る会社の経営判断を、独立の第三者が、様々な観点から調査し、その公正性について財務的見地から意見を表明することである」とされる。

の支配権に影響を与えるような投資口取引または組織再編行為（以下「支配権取引」という）を伴うが、現金交付合併は認められていない<sup>159</sup>からである。支配権取引は単なる投資口取引の範疇を超えて、投資法人の経営方針に大きな変更が見込まれることで、すべての投資主及び多くのステークホルダーに影響を与える。しかし、すべての投資主が支配権取引に参加または賛成するわけではない。参加機会を与えられなかった投資主、または支配権取引に反対した投資主にとっては、保有する投資口の価値が大きく変動する可能性がある。そのため、投資口の価値と支配権取引に関する情報開示、及び、開示された情報に基づいて投資口を公正な価額で取引する機会を与えられるべきである。

## 1.2 J-REIT の買収・再編における公正性確保の役割

J-REIT の買収・再編に関する投信法、会社法、金商法等の法制度は、対象投資法人の企業価値の公正性を確保するため、買収・再編の実現方法によって異なる法的手続を設けている。これらの法的手続においては、上記の公正性確保が実際に中心的な役割を果たしていると考えられる。例えば、

(1) 投資口の取得による場合においては、買収者と投資主との相対取引によって実行されるのが通常である。この場合、企業価値を前提とした投資口価値は投資主と買収者との間で交渉により決定されるものであって、もっぱら当事者がその決定に拘束されるに過ぎず、当然のことながら、対象投資法人や他の投資主がこれに拘束されることはない。しかし、日本の法令下における買収は、必ずしも買収者と投資主の間の相対取引とはならず、他の投資主も巻き込まれることが少なくない。例えば、上場投資法人について、市場外取引により投資口所有割合が 1/3 を超える結果となる投資口の取得を行う場合は、必ず公開買付けを行わなければならない（金商法 27 の 2 条）。このような場合、買収者が提示する投資口の公開買付価格は、投資主に対して一律に適用されるのである。投資主は、公開買付

---

<sup>159</sup> ただし、現金交付合併が認められていないという点は決定的な要因ではないと思われる。現金交付合併が認められた場合でも、買収者は、不公正な対価で対象投資法人の投資主をキャッシュ・アウトするおそれがあるのである。

価格が対象投資法人の企業価値に照らし公正な価額であると判断した場合、当該公開買付けに応募する可能性が大きくなる。逆に、投資主に不公正な価額であると判断された場合、当該公開買付けは失敗に終わる可能性が大きくなる。

(2) また、投資口の取得のもう 1 つの方法としては、対象投資法人から新投資口を買収者に割り当てることが考えられる。このような場合（特に対象投資法人が破綻に瀕しているときに救済的に第三者割当てを引き受ける場合）には、市場価格から大幅にディスカウントしなければ引受けには応じないことも多いと思われる。しかし、投信法 82 条 6 項に「募集投資口の払込金額は、投資法人の保有する資産の内容に照らし公正な金額としなければならない」という規定があるのみで有利発行に係る規律が存在しないため、対象投資法人または買収者は、第三者割当価格が「公正な金額」であることを立証できないと、①第三者割当ての差止め（投信法 109 条 5 項、会社法 360 条 1 項）、②公正な金額と払込金額の差額の払込義務（投信法 84 条 1 項、会社法 212 条 1 項 1 号）、③役員の損害賠償責任（投信法 115 条の 6 第 1 項、115 条の 7 第 1 項、民法 709 条）、④第三者割当てによる募集投資口の発行無効（投信法 84 条 2 項、会社法 828 条 1 項 2 号、2 項 2 号）という 4 つの法的リスクを負うおそれがある<sup>160</sup>。

(3) 投資法人合併の段階において、投信法では、少数投資主を排除することが可能とされているが、少数投資主には、投資法人に対しその代償として「公正な価格」での投資口買取を請求する権利（以下「投資口買取請求権」という）が認められている（投信法 149 条の 3、149 条の 8、149 条の 13）。また、「公正な価格」について投資法人との間で協議が整わなければ、投資主が裁判所に対して価格決定請求事件を申し立てるなどの司法的な救

---

<sup>160</sup> もちろん、この場合には投資主総会の特別決議を要する旨の規約変更を行った上で、特別決議による承認が得られることを条件に発行を実施するという方法があるが、投信法が有利発行規制を認めていない以上、投資主総会の特別決議が得られているとの一事により直ちに公正金額を下回る発行が許容されるようになるものではなく、特別決議を得たからといって上記のリスクを完全に払拭できるわけではない。新家・前掲注 (4) 582-584 頁。

済手段が設けられている。不公正な価格をもって合併を行った場合には、合併承認決議の成立が見込まれる状況であっても、多数の反対投資主から投資口買取請求権が行使される事態になれば、合併比率等の条件や合併自体を再考せざるを得なくなる可能性もあり、投資口買取請求権も間接的には一定程度、不公正な合併を抑制する効果を有していると考えられる<sup>161</sup>。さらに、解釈によっては執行役員が個人責任を負う可能性も否定できない。したがって、執行役員、とりわけ対象投資法人の執行役員は、合併比率等の条件が「公正な価格」を反映したものと言えるかどうかについて、細心の注意を払わなければならない。

(4) さらに、対象投資法人の完全買収を企図する買収者は、投信法に認められるキャッシュ・アウト<sup>162</sup>の手法、すなわち、端投資口交付合併による手法または投資口の併合による手法を利用して、少数株主を締め出す場合、最終的に発生する端投資口の売却により得られた現金を少数投資主に交付することが想定される（投信法 88 条 1 項、149 条の 17 第 1 項）。端投資口の売却方法としては、当該投資法人の純資産の額に照らして公正妥当な金額によって売却する必要がある（投信法施行規則 138 条、199 条 3 号）ので、いかなる方法で対価の公正性を確保するかが肝心となる。

### 1.3 J-REIT の公正性確保の枠組み

しかし、従来の議論には、現行の公正性確保の枠組みは対象投資法人の企業価値の公正性を本当に保障できるかについて、総合的に考察するものがまだ多く見られない。現行の

---

<sup>161</sup> 川島いづみ「反対株主の株式買取請求権」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣・2013 年）193-194 頁。近時の最高裁決定も、株式買取請求権の制度趣旨について、「会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確認し、さらに、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じる場合には、上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとするにより、上記株主の利益を一定の範囲で保障することにある」と判示している。最決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁；最決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1784 頁。

<sup>162</sup> キャッシュ・アウトとは、現金交付による少数株主の締め出しをいう。山本為三郎「M&A に関する少数株主と会社債権者の保護」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣・2013 年）503 頁を参照。

J-REIT の公正性確保の枠組みとは、簡単にいうと、買収・再編の各法的手続において投資主の買収・再編条件を受け入れるかどうかについて付与された権利（以下「選択自由権」という）の強弱により、異なる公正な価額の算定基準や制度上の保障措置が設けられるといったものである<sup>163</sup>。

例えば、(1) 投資口の公開買付けによる場合に、個々の投資主は自分の投資口を売るか売らないかについて決定することができるため、その選択自由権が一番高いといえる。そのため、公正な価額の算定については均一性のみが求められるが、他方で投資主には公開買付けに対する差止請求権または投資口買取請求権<sup>164</sup>が付与されていない。これに対して、(2) 新投資口第三者割当てによる場合に、投資法人の役員会のみで決定することができ、投資主は直接に関与することができないため、その選択自由権が一番低いと考えられる。そのため、公正な価額については資産の内容に照らして算定することが要求される。制度上の保障措置としては、投資主に新投資口発行の差止請求権が付与されている。これは、強力な事前の予防措置である。また、(3) 投資法人合併による場合に、最終的な決定権が投資主総会にあり、投資主総会で多数決によって決定が行われるから、個々の投資主の選択自由権は、投資口公開買付けによる場合より低い、新投資口第三者割当てによる場合より高いので、基本的に両者の中間にあると考えられる。そのため、公正な価額については投資口の客観的価値を基礎として算定することが求められる。制度上の保障措置としては、反対投資主に投資口買取請求権が付与されている。これは、事後の救済手段である。

表 9 J-REIT の公正性確保の枠組みの概要

	公開買付け	新投資口	投資法人合併
--	-------	------	--------

<sup>163</sup> 本章の議論は、平成 26 年会社法改正以前の制度に留まる。平成 26 年会社法改正の後、投信法も相応の改正が行われたが、平成 26 年会社法改正に伴う投信法の改正の内容は、本稿第三章の議論に任せることにしたい。

<sup>164</sup> ただし、3 分の 2 ルールが適用される場合は、実質的には買取請求権と類似してくると思われる。つまり、買付け後の議決権割合が 3 分の 2 以上となるような公開買付けが実施される場合には、買付者に全部勧誘・全部買付義務が課される。



		第三者割当て	
決定主体	個々の投資主	役員会	投資主総会
投資主選択自由権	高	低	中
公正な価額の基準	均一性	資産の内容に照らし公正な金額	投資口の客観的価値を基礎とする公正な価格
制度上の保障措置	差止請求権 (×) 買取請求権 (×)	差止請求権 (○) 買取請求権 (×)	差止請求権 (×) 買取請求権 (○)

このような枠組みに一定の合理性があることは否定できないが、買収・再編の各法的手続にそれぞれの問題点が少なくない。例えば、(1) 投資口公開買付けによる場合には、強圧性<sup>165</sup>及び取引保護条項の問題<sup>166</sup>が存在するため、投資主は投資口を売るかどうかを自由に選択できないおそれがある。(2) 新投資口第三者割当てによる場合には、役員会限りの判断で買収を実現することができるから、買収に関する最終的な判断権が投資主に全く付与されない。また、投信法は募集要項の通知・公告の規定（会社法 201 条 3 項及び 4 項）を準用していないため、新投資口の発行を知らない既存投資主にとっては、差止請求権が付与されても実際にそれを行行使することは難しいであろう。(3) 投資法人合併による場合には、買取請求にかかる公正な価格について、その算定方法及び判断枠組みに関する学説上及び裁判上の基準は様々であるため、どの基準が対象投資法人の企業（投資口）価値の評価に適しているか不明である。したがって、こうした現状において上述した枠組みが有効に機能しているかどうか、換言すれば、対象投資法人の企業価値の公正性を本当に確保できるかどうかについては、疑問をいだかざるを得ない。

そこで、本款は、このような問題意識に基づき、(1) 投資口公開買付価格の公正性、(2) 新投資口第三者割当価格の公正性、(3) 投資法人合併条件の公正性、及び (4) キャッシュ・アウト交付対価の公正性の確保という 4 点にしばって、J-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性問題を考察する。具体的には、①買収・再編条件を受けるかどうかにつき、誰が最終的な判断を下すか（決定の主体）、②買収・再編条件を受けた場合、どのよう

<sup>165</sup> 強圧性については、後掲注（178）から注（179）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>166</sup> 取引保護条項の問題については、後掲注（174）及びそれに対応する本文を参照。

な基準に基づいて企業（投資口）価値の公正な価額を算定するか（公正な価額の基準）、③制度上、公正な価額を保障するための事前及び事後的な措置としてどのような手段が存在するか（制度上の保障措置）、といった3つを軸に考察を進めていく。

## 2 投資口公開買付価格の公正性確保

### 2.1 決定の主体

買収者が上場 J-REIT の投資口を取得する方法には、大きく分けて2種類がある。第一は、取引所内の取引を通じて取得する方法<sup>167</sup>であり、第二は、取引所市場外の取引を通じて取得する方法<sup>168</sup>である。取引所市場内の取引では、投資主は、以下で3点で、公正・平等に扱われる。①誰でも取引に参加できる公開の取引である。②取引の数量や価格が公表されている透明な取引である。③競争売買によって行われる公正な取引である。一方、取引所市場外の取引は、公開性、透明性、公正性が必ずしも高いとはいえない。そこで、金商法は、買収者が、主に取引所市場外で一定の条件を満たす取引を行う場合に、法令が定める手続きに従って公開買付けを行うことを強制<sup>169</sup>しているのである<sup>170</sup>（金商法27条の2第1項、第6項）。

J-REIT の投資口も公開買付規制の適用対象とされている（金商法施行令6条1項3号）ため、投資口の公開買付けとは、多数の投資主に対して新聞広告などを通じて投資口の取得を提案し、取引所市場外で投資口を取得する行為である。公開買付規制を通じて、すべての投資主に投資口売却の機会を与えるならば、公開買付けに応じるかどうかという判断

---

<sup>167</sup> 例えば、市場で多くの小口投資主から順次買い付ける方法である。

<sup>168</sup> 市場外の取引は、市場外で少数の大口投資主から交渉により買い付ける方法（相対取引）と、市場外で多くの小口投資主から一斉に買い付ける方法（市場外買付け）に大別される。

<sup>169</sup> 日本の公開買付規制は、アメリカの1934年連邦証券取引所法の1968年改正（ウィリアムズ法）にならって、市場外買付けを規制する制度として証券取引法の1971年（昭和46年）改正時に導入された。また、1990年（平成2年）の改正で、イギリスのルールを参考にして、相対取引による企業買収を禁止し、公開買付けを強制する制度を導入した。黒沼悦郎「公開買付規制の理論問題と政策問題」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣・2013年）527－528頁を参照。

<sup>170</sup> 山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説』（有斐閣・2010年）243頁〔加藤貴仁〕。

は、投資主が自らの状況によって行うことになる。したがって、この場合の判断の主体は、個々の投資主である。投資主の選択自由権は、ほかの状況に比べて、一番高いといえる。

ただし、すべての投資主に市場外の取引に参加する機会を与えたとしても、市場外の取引には、強圧性（coerciveness）の問題が内在していると指摘されている。公開買付けでは不利な条件でしか取引できない投資主は、公開買付けに応じなければよいはずであるが、他の投資主が公開買付けに応じた結果、投資法人の支配権が変動する可能性がある。投資法人の支配権変動は投資口価値に影響を与えるため、公開買付けに応じなかった投資主が保有する投資口の価値も変動することになる。新たに支配権を獲得した支配投資主がその支配権を私的利益追求のために利用する場合も考えられるので、投資口価値が下落する可能性もある。そのため、投資主にとっては、公開買付けに応じないで投資口を保有し続けるよりも、不利な条件でも公開買付けに応じた方が将来の不確実性を排除できるという点で合理的な対応となり得る。すなわち、投資主は公開買付けに応じるような圧力をかけられることになる<sup>171</sup>。これが強圧性の問題である<sup>172</sup>。その詳細は下記の「2.2.2 強圧性の問題」で検討することにする<sup>173</sup>。

さらに、強圧性の問題に加えて、投資口公開買付けを含む J-REIT の友好的買収のすべての場面では、役員会による取引保護条項の締結を通じて、対象投資法人の投資主の判断権を実質的に制限することが可能であるという問題も存在する。取引保護条項とは、一般には、企業買収取引の実現可能性を高めることを目的として導入される何らかの措置または措置の組合わせと理解されている。そして、企業買収取引の実現可能性を高めるという目的を達成するために、取引保護条項の中には、その程度は異なるものの、他の買収提案を排除する機能を有するものが存在する。また、買収に失敗した買収者に対して経済的な補

---

<sup>171</sup> 山下・前掲注（170）246 頁を参照。

<sup>172</sup> ただし、強圧性の問題は多かれ少なかれ取引市場内の取引にも公開買付けにも存在する。ただし、取引市場外の取引については、情報開示や交渉力という点で、強圧性の問題が深刻化すると思われる。

<sup>173</sup> 後掲注（178）から注（179）まで及びそれらに対応する本文を参照。

償を行う機能を有するものも存在する。このような機能を有する取引保護条項には、対象投資法人またはその投資主の利益の観点から考察すれば、取引の実現可能性を高めることで、最初に関取提案を行う者の登場を促す側面や、最初に関取提案を行う者との間の取引の条件を向上させるというメリットがある一方、いったん取引保護条項が締結されてしまうと、それ以降の競合する買収者の登場を妨げてしまうという競争制限的な側面も存在する。また、取引保護条項には、友好的買収の是非をめぐる対象投資法人の判断を実質的に制限し、場合によっては形骸化させてしまうという側面もある<sup>174</sup>。

## **2.2 公正な価額の基準**

### **2.2.1 一般の基準**

現行の公開買付制度においては、公開買付価格の水準自体について特段の規制は設けられていないが、公開買付価格についてはその均一性が求められている。ここにいう均一性には、3つの内容が含まれている。

第一に、投資口の公開買付けを行う場合には、公開買付価格については均一の条件によらなければならない（金商法 27 条の 2 第 3 項）。つまり、1 口あたりの買付価格は、応募された投資口全部について同一である必要がある（金商法施行令 8 条 3 項）。

第二に、公開買付けは、必ずしも現金を対価として行われるとは限らない。有価証券その他金銭以外のものをもって対価することも認められている<sup>175</sup>が、この場合も対価の均一性が要求されている（金商法施行令 8 条 2 項）。買収者が応募投資主に複数の種類の対価を選択させる場合、①選択することができる対価の種類をすべての応募投資主につき同一とすること、②それぞれの種類ごとに当該種類の対価を選択した応募投資主について均一にすることが条件となる（金商法施行令 8 条 3 項ただし書）。

第三に、同一の公開買付けにおいて、対象投資法人が発行する内容の異なる 2 つ以上の

---

<sup>174</sup> 白井・前掲注（25）65-68 頁を参照。

<sup>175</sup> これがいわゆる交換買付け（exchange offer）である。投資口と当該有価証券その他金銭以外のものとの交換比率が公開買付価格とみなされる。交換に係る差金として金銭を交付するときは、当該金銭の額を含むこととされている（金商法施行令 8 条 2 項）。

投資口等を買付対象とするような場合においても、実質的に公開買付価格が均一になるよう、公開買付価格を設定すべきである。例えば、投資口に転換する条件が付されている新投資口予約権<sup>176</sup>に対する公開買付価格については、投資口に経済的価値を換算することが基本的に可能であり、そのような場合、換算後の価格が投資口に対する価格と均一になるように公開買付価格が設定されるべきものと考えられる。経済的な価値を定量的に換算することが困難な場合、いかなる公開買付価格の設定が均一かについては、個別の事案ごとに判断される必要がある<sup>177</sup>。

### 2.2.2 強圧性の問題

株式会社のキャッシュ・アウトの場合においては、一般的に公開買付価格と第二段階の買収価格は同額に設定されるのが通常である。公開買付価格は、対象となる株式の時価にプレミアムを加算した額とされるのが通常であるところ、かかる水準の価格であれば、その後のキャッシュ・アウトの対価としても不公正となるおそれは少ないとの考え方に基づく。同額であれば、強圧的な二段階買収に該当するおそれはないし、時間的効率を考えれば株主に公開買付けに応募するインセンティブを与えることも可能となる。そこで、上場REITの場合においても、公開買付価格と第二段階の買収価格を同額とすることが考えられるが、投資法人は株式会社と異なり、可能な組織変更手続がきわめて限定されており、キャッシュ・アウトの手法も限られる<sup>178</sup>。そして、公開買付けにより導管性が失われる可能性があることから、一般投資主に対する強圧性につながるのではないかと懸念されている。これは、公開買付けが成功して発行済投資口の過半数が買収者により取得さ

---

<sup>176</sup> もともと不動産投資法人が新投資口予約権を発行することができなかったが、平成 25 投信法改正では、投資法人の新たな資金調達・資本政策手段として、新投資口予約権の創設に係る規定を整備してライツ・イシュー（rights issue）を可能としつつ、投資法人があらかじめ規約に定めた場合に自己の投資口を取得することができることとしたほか、出資総額等からの控除による損失の処理を可能とした。

<sup>177</sup> 池田唯一＝大来志郎＝町田行人編『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』（商事法務・2007 年）65 頁を参照。

<sup>178</sup> J-REIT のキャッシュ・アウトの手法については、後掲注（326）及び注（327）とそれに対応する本文を参照。

れてしまえば、導管性要件の 1 つである非同族会社要件に抵触して分配金が減少することが予想されるため、投資主としては、買付けに応じないで少数投資主として残った場合に導管性喪失による不利益を課されるのであれば、かかる不利益を回避するために、たとえ買付価格が不十分であると考えたとしても、買付けに応じざるを得ないという状況に陥り得る。かかる状況に投資主が陥るとすれば、それが強圧性のある公開買付けであるという評価につながるとすれば、公開買付価格とキャッシュ・アウト価格を同一に設定したとしても、J-REIT の場合は、かかる導管性喪失に起因する強圧性まで払拭することはできない懸念がある<sup>179</sup>。

さらに、投信法の規制により、合併時の反対投資主の投資口買取請求への対応を除けば、少数投資主をキャッシュ・アウトする場合に支払われる対価は、投資口 1 口当たりの純資産額を重要な指標とせざるを得ないと考えられる<sup>180</sup>。そのため、対象投資法人の投資口の市場価格が純資産額を大きく下回る状況において、公開買付価格を市場価格以上、純資産額以下に設定した場合には、既存投資主が公開買付けに応募した場合に得られる金額よりも、応募せずに保有し続けた場合において将来得られる金額のほうが高額となる可能性が生じる。したがって、公開買付届出書等の各種開示手続において、二段階買収についてどのような開示を行うかが、きわめて大きな問題となるのである。

### 2.3 制度上の保障措置

上述のとおり、公開買付規制の目的は、①投資法人の支配権の帰趨に変動が生じる可能性がある場合に、すべての投資主に投資口売却の機会を与えること等を通じて投資主を平等に取り扱うことや、②投資主が十分な情報に基づいて投資口を売却するかどうかの投資判断を行うことを確保することに集中している<sup>181</sup>。公開買付けに応じるかどうかという判断は、個々の投資主が自ら決定権を持つため、金商法等の法制度は、投資主に対し差止請

---

<sup>179</sup> 新家・前掲注（4） 578 頁。

<sup>180</sup> 後掲注（330）及び注（333）及びそれれに対応する本文を参照。

<sup>181</sup> 山下・前掲注（170） 244 頁を参照。

求権または買取請求権<sup>182</sup>を直接的に付与するのではなく、主に買取者、対象投資法人及びその役員に①事前の情報開示義務や②事後の損害賠償責任を課すことにより、間接的に投資主の退出機会や公正な売却利益を保障している。以下、詳細に検討する。

### 2.3.1 事前の情報開示規制

投資主は、投資口公開買付けについての十分な情報を得ないと、正確な判断を行うことができない。よって、金商法は、必要な情報を投資主に得させるために、情報開示規制を設けている。情報開示規制の形式としては、主に買取者からの公開買付届出書等と対象投資法人のから意見表明報告書等という2種類がある。

#### (1) 公開買付届出書等について

買取者は、公開買付けを行うとき、公開買付開始公告及び公開買付届出書の提出によって、買付期間、買付数量及び買付価格等の情報開示を行うとともに、公開買付説明書を応募投資主等に直接交付する必要がある。公開買付届出書は、その中でもっとも重要かつ基本的な書類である<sup>183</sup>。買取者は、公開買付開始公告を行った日に、「発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令」（以下「他社株買付府令」という）の第2号様式（以下「第2号様式」という）による公開買付届出書及び添付書類を関東財務局長に提出しなければならない（他社株買付府令12条～13条）。

第2号様式によると、公開買付届出書の様式は、「第1 公開買付要項（買付け等の目的、期間及び価格、買付け予定の株券等の数、並びにその他の買付け等の条件及び方法等）」、「第2 公開買付者の状況」、「第3 公開買付者及びその特別関係者による株券等の所有状況及び取引状況」、「第4 公開買付者と対象者との取引等」、並びに「第5 対象者の状況」と

---

<sup>182</sup> ただし、前掲注（164）で述べたとおり、3分の2ルールが適用される場合は、実質的には買取請求権と類似している権利が投資主に与えられる。

<sup>183</sup> 公開買付開始の決定時のプレスリリース及び公開買付開始公告の記載事項の多くは公開買付届出書の記載事項に含まれていることから、実務的には、まず公開買付届出書のドラフトを作成した後に、それをベースにプレスリリース及び公開買付開始公告を作成することになる。長島・大野・常松法律事務所編『公開買付けの理論と実務』（商事法務・2010年）95頁を参照。

いう 5 つのセクションにより構成されている。そのうち、公開買付期間については、20 日以上 60 日以内となっている<sup>184</sup>（金商法施行令 8 条 1 項）。公開買付価格については、その算定の基礎及び算定の経緯を記載することが求められる。また、公開買付価格が市場価格と異なる場合や買収者が最近行った取引の価格と異なる場合には、その差額の内容も記載しなければならない。なお、同一の公開買付けにおいて、投資口と新投資口予約権を対象とする場合、表示される価額自体は、投資口と新投資口予約権ごとに相違してくることが考えられるが、①当該相違が生じている理由、②当該相違にかかわらず実質的には公開買付価格は均一になることを説得的に示す換算の考え方等を投資主等に対し、適切に開示することが必要となる（第 2 号様式の記載上の注意（6）e）。公開買付価格を算定する際に、第三者の意見を聴取した場合には、①当該第三者の名称、②当該意見の概要<sup>185</sup>、③当該意見を踏まえて買付価格を決定するに至った経緯<sup>186</sup>を具体的に記載することが求められる（第 2 号様式の記載上の注意（6）f）。

## （2）意見表明報告書等について

公開買付けについて対象投資法人の現在の経営者がいかなる意見を有しているかは、投資主が的確な判断を行ううえで重要な情報である。とりわけ、敵対的公開買付けの場面においては、買収者と対象投資法人の経営者との間で主張と反論が投資主に見える形で展開されることにより、投資主の判断の的確性をより高めることができるものと考えられる。

---

<sup>184</sup> 買付けの最短期間が定められている意味は、株主が公開買付けに応じるべきかどうかを熟慮できるようにすることにある。一方、最長期間の定めは、公開買付けに応じた者を長期間不安定な地位に置くことを防ぐとともに、当該株券の円滑な流通及び公正な価格形成の阻害要因をすみやかに除去することを目的とする。鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法（新版）』（有斐閣・1984 年）183 頁。

<sup>185</sup> 意見の概要には、少なくとも参照された算定手法、算定手法ごとに算出された適正価格の水準（範囲で示される場合にはその範囲）は含められるべきものと考えられるが、その他の事項であっても投資主等の判断にとって重要と考えられる事項については開示することが求められる。

<sup>186</sup> 価格を決定するに至った経緯には、少なくとも第三者から示された意見における適正価格の範囲から最終的に 1 つの価格に決定した経緯などは含められるべきものと考えられるが、その他の事項であっても投資主等の判断にとって重要と考えられる事項については開示することが求められる。



また、敵対的ではない公開買付けの場面であっても、対象投資法人の経営者がどのように考えて対応しているかに投資主の判断は大きく影響されるであろう。したがって、対象投資法人は、公開買付開始公告がなされた日から 10 日以内に、関東財務局長に対して意見表明報告書を提出する必要がある、また、その写しを買収者や金融商品取引所に送付しなければならない（金商法 27 条の 10 第 1 項、9 項）。

意見表明報告書には、意見の内容、根拠及び理由の記載を要する。意見の内容については、投資主に対して、「公開買付けに応募することを勧める」という意見または意見の表明を留保する旨<sup>187</sup>を記載することも可能である（他社株買付府令第 4 号様式の記載上の注意（3）a）。根拠については、意思決定に至った過程についても具体的に記載する必要がある（同第 4 号様式の記載上の注意（3）b）。対象投資法人が買収防衛策を導入している場合または導入する予定がある場合には、その内容を記載しなければならない（第 4 号様式の記載上の注意（6））。

また、金商法 18 年改正によって、買収者に対する対象投資法人から質問の機会が付与された。対象投資法人は、意見表明報告書に買収者に対する質問を記載することができる（金商法 27 条の 10 第 2 項 1 号）。対象投資法人から買収者に対して質問機会が付与されることにより、買収者と対象投資法人の意見の対立点等がより鮮明になり、投資主が判断を行ううえで一層の便宜となると考えられる。ただし、質問の内容について特に制限されていないが、買収者が回答する必要がないと認めた場合は、その理由を付せば回答を拒否できるので、当該買付けと直接関係のない質問をしても、公開買付者からの回答を期待することは困難であろう。対象投資法人から意見表明報告書の写しを受けた買収者は、対応質問回答書を関東財務局長に提出する必要がある、また、その写しを対象投資法人、ほかの買収者（ある場合に限り）と金融商品取引所等に送付しなければならない（金商法 27 条の 14

---

<sup>187</sup> その場合には、その時点において意見が表明できない理由及び今後表明する予定の有無を具体的に記載する必要がある（第 4 様式の記載上の注意（3）c）。

第1項、11項)。

なお、意見表明報告書と対応質問回答書は公衆縦覧され（金商法27条の14第1項）、それぞれ1度限りの提出のみ要求されている。それ以降のやりとりについては法制度として設けられていないが、投資主に説得的な情報を提供するとの観点から、当事者間で自主的に情報提供が行われることを妨げるものではない<sup>188</sup>。意見表明報告書に記載しないで行う質問は自由であり、事実上質問の回数に制限はないといえる。

### 2.3.2 事後の損害賠償責任

金商法は、投資主保護を徹底する目的から、一般的な損害賠償の特則として、公開買付届出書等の不提出・不交付の場合の損害賠償、不実の公開買付届出書等の提出者の損害賠償、別途買付禁止規定違反の場合の損害賠償、買付条件に反する買付けを行った場合の損害賠償の規定を設けている<sup>189</sup>（金商法27条の16～27条の20）。

具体的には、公開買付開始公告、公開買付届出書等または対応質問回答書等の手続きに反して、公開買付けが実施された場合には、買収者が公開買付けに応募した投資主に損害賠償責任を負うことがある。また、公開買付届出書等または対応質問回答書等の記載内容に誤りがある場合には、買収者が公開買付けに応募した投資主に損害賠償責任を負う<sup>190</sup>。なお、意見表明報告書等の手続きに反し、または意見表明報告書等の記載内容に誤りがある場合には、投資主は、投信法115条の7第1項の役員等の対第三者責任を根拠に、役員に対して損害賠償を請求することができる。しかし、これら損害賠償責任は、主に公開買付

---

<sup>188</sup> 意見表明報告書と対応質問回答書の詳細については、池田・前掲注（177）124-129頁を参照。

<sup>189</sup> 公開買付制度において特に損害賠償額を法定化したものについては、一般に賠償請求権の時候について民法上の一般規定を短縮して、違反もしくは虚偽記載等があることを知ったときまたは相当の注意をもって知ることができることとなったときから1年、または公開買付期間の末日の翌日から起算して5年としている（金商法27条の21）。

<sup>190</sup> ただし、応募した投資主が、その応募した際、記載が虚偽であることを知っている場合は、この限りでない。なお、買収者の特別関係者及びその役員等は、買収者と連帯して損害賠償責任を負う。ただし、これらの者が、記載が虚偽であることを知らず、かつ、相当な注意を用いたにもかかわらず知ることができなかったことを証明したときは、この限りでない。

けの手續瑕疵または情報開示の不実などを提訴理由とするため、投資主は、公開買付価格の不公正のみを理由に提訴することはできないと解される。よって、買収者の損害賠償責任は、企業価値評価の公正性の保障措置として十分であるとはいえないであろう。

さらに、これら損害賠償責任は、あくまでも事後の救済手段に過ぎず、現行法は、不公正な公開買付けに対する差止請求権を投資主に付与していない。ここでいう「不公正な公開買付け」は、J-REIT の友好的買収の場合で十分に起こり得る。例えば、買収者は、対象投資法人の役員及びスポンサーの応募同意を得たうえで公開買付けを行う場合、たとえ買付価格が投資口の客観的価値ひいては市場価格より低い不公正な価格であったとしても、一般の投資主は、上記の強圧性<sup>191</sup>から買付けに応じざるを得なくなる。この場合において、一般の投資主は、投信法 109 条 5 項の執行役員の違法行為の差止めを利用して、不公正な公開買付けの成立を阻止するという手段が残る。具体的には、投資主は、執行役員による①公開買付けへの応募、または②「応募の勧め」という意見表明報告書の提出について、裁判所に対して差止めを申し立てるという手段である。しかし、このような差止めを申し立てた先例はなく、裁判所の態度は不明である。たとえ申し立てることが可能であったとしても、執行役員の違法行為の差止めは、当該行為によって投資法人に回復することができない損害が生じるおそれがあることを要件とする<sup>192</sup>。しかし、不公正な公開買付けは、一般の投資主に損害をもたらすおそれがあるが、投資法人に回復することができない損害を与えるおそれがあるとはいえない。一般の投資主にとっては、この点を証明するには非常に困難である。投資法人の損害要件は、執行役員の違法行為の差止めの障害となる。

## 2.4 J-REIT の買収・再編における投資口公開買付の実例

現在までの J-REIT の投資口に対する公開買付けの実例としては、アップルリンゴ・ホールディングス・ビー・ヴィ（以下「アップルリンゴ」という）が、平成 20 年 8 月 29 日か

---

<sup>191</sup> 前掲注（171）から注（172）まで、注（178）から注（179）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>192</sup> 執行役員の違法行為差止請求権の詳細については、後掲注（204）から注（210）まで及びそれらに対応する本文を参照。

ら平成 20 年 11 月 10 日にかけて、リプラス・レジデンシャル投資法人（現日本賃貸住宅投資法人、以下「リプラス」）の投資口に対して行った 1 件しか存在しない（表 5⑤参照）。

本件公開買付けは、アップルリングを含むマスター会社グループがリプラスに対する友好的買収・再編の一環として行われた。本件公開買付けの前には、マスター会社グループは、リプラスから第三者割当てによる 70,000 口の新投資口（1 口につき 175,000 円、増資後の投資口総数の 41.80%）を引受け、またリプラスの資産運用会社株式の 90%を譲受け、自ら指名する取締役 3 名を資産運用会社に派遣した。リプラスの経営者は、本件公開買付けに対し賛同意見を表明した。

本件公開買付価格は、1 口につき 260,000 円であった。これは、公表日の前日の平成 20 年 8 月 11 日を基準日とするリプラスの投資口価格の終値の過去 3 ヶ月間における単純平均 204,486 円に対して 27.2%のプレミアムを、同 1 ヶ月間の単純平均 187,880 円に対して 38.4%のプレミアムを、同日の終値 185,200 円に対して 40.4%のプレミアムを加えた金額である。本件公開買付けの申込みに対し、他の投資主から買付予定の上限（18,063 口）を超えた応募者（54,025 口）が現れたが、アップルリングは最終的に予定数である 18,063 口の買付けを行った。その結果、マスター会社グループは、リプラスの発行済投資口の 48.40%を保有する筆頭投資主になった<sup>193</sup>。マスター会社グループの保有割合が発行済投資口数の 48.40%に留まったのは、本件公開買付け後もリプラスが措法上の非同族会社要件に抵触しないよう、導管性要件を維持するためであったと考えられる。

### **3 新投資口第三者割当価格の公正性確保**

#### **3.1 決定の主体**

新投資口第三者割当ては、もともと投資法人の資金調達手段として物件取得等の際に使われているが、友好的買収・再編においても、投資口の取得の方法としてよく利用されている。公開買付けや市場における買い集め等の方法と比較すると、新投資口第三者割当て

---

<sup>193</sup> 日本賃貸住宅投資法人が公表するプレスリリース（[http://www.jrhi.co.jp/ja\\_cms/ir/press-2008-6.html](http://www.jrhi.co.jp/ja_cms/ir/press-2008-6.html)）を参照。

は、投資法人の役員会で決定することができ（投信法 82 条 1 項）、また市場価格未満の金額で行うことができる<sup>194</sup>ことから、買収者にとって手続、時間及び金銭上のコスト節約効果がある。しかし、新投資口第三者割当ての実施や価格などに関する重要事項は、投資法人の役員会の決定事項であるため、投資主が直接に関与することができない。投資口公開買付けの場合と比べると、新投資口第三者割当てにおける投資主の選択自由権は低いといえる。

また、公開会社の場合、定款所定の発行可能株式総数の限度であれば、取締役会限りで募集株式の発行等（第三者割当増資による場合も含む）を行うことが可能である（会社法 201 条 1 項、199 条 2 項）が、会社法 37 条 3 項、113 条 3 項により、発行済株式総数の 4 倍までは発行可能株式総数として取締役会に授権することができる。しかし、投信法には、このような 4 倍の制限が設けられていないため、投資口発行において、役員会に相当広い裁量権があるといわざるをえない<sup>195</sup>。なお、株式会社の場合であれば、株主総会特別決議を得ることにより、市場価格未満の価額での有利発行であっても適法に株式を発行することができる（以下「有利発行規制」という）が、投信法上、投資主総会の特別決議によって公正な金額を下回る金額による発行を行えるとする規定はない。したがって、投資主は、投資主総会の特別決議を通じて、自らの意見を表明し、決定過程に参加する機会も与えられない。

しかし、既存の投資主にとっては、大量の新投資口発行により、その発行済投資口総数に占める割合が希釈化されることが必至となり、そして、不公正な金額で発行される（以下「不公正な金額の発行」という）場合、その利益を侵害されるおそれがある。したがって、投信法 82 条 6 項は、既存投資主の利益を保護するため、「募集投資口の払込金額は、投資法人の保有する資産の内容に照らし公正な金額としなければならない」と定める。こ

---

<sup>194</sup> ただし、以下では述べるとおり、投信法に会社法上の有利発行規制がないことから、募集投資口の払込金額は、投資法人の保有する資産の内容に照らし公正な金額としなければならない（投信法 82 条 6 項）。

<sup>195</sup> 投信法には、4 倍制限の規定がないし、会社法 37 条 3 項と 113 条 3 項を準用する規定もない。

の「資産の内容に照らし公正な金額」が具体的にどのように算定されるか、また、不公正な金額の発行が行われる場合、既存投資主にどのような救済方法が与えられるかは、新投資口第三者割当ての場面において非常に重要な課題となる。

### 3.2 公正な価額の基準

新投資口第三者割当ての価格、換言すれば、募集投資口の払込金額については、投信法で「資産の内容に照らし公正な金額」とのみ規定されている。それ以外に価格の判断基準・方法等に関する法律規定も存在していないため、解釈に委ねられている。上場投資口については、市場価格が存在するため、上場株式と同様に、市場価格を基準とした金額が「公正な金額」であると考えられる反面、「投資法人の保有する資産の内容に照らし」との文言が存在するため、投資口1口当たりの純資産額（NAV: net asset value）を基準として、あるいはNAVを考慮した特有の基準により判断する必要があるのではないかと疑問が生じる。しかし、同項はその文言上「照らし」と規定しており、文言解釈としても「公正な金額」の算定にあたり資産の内容を唯一の判断要素とすることを求めているまでは解されず、あくまでJ-REITが特定資産に対する投資にかかる金融商品であること、及び投資法人がJ-REITにおける特定資産の保有ヴィークルであることの2点から、資産の内容を主要素の1つとして考慮すべきことを求めているものと解するのが合理的と思われる<sup>196</sup>。この点、金融庁も上場投資口について市場価格を基準として「公正な金額」を決定する方針を原則として許容していると考えられる<sup>197</sup>。上場投資法人の発行する投資口の払込金額についても、

---

<sup>196</sup> もちろん、上場投資口の市場価格は、評価時点で投資法人が保有する運用財産たる不動産等のポートフォリオの価値等のみならず、市場環境、資産運用会社の運用能力、スポンサーに対する信用力、財務状態の健全性（リファイナンスリスク、金利上昇リスクの有無等）などに対する評価をベースとした運用の安定性・成長期待性など各種事情が総合的に検証されて決定されるものであると考えられるが、少なくとも資産の内容（価値）が主要素の1つとして考慮されているとの評価もあり得るのではないと思われる。新家・前掲注（4）414頁を参照。

<sup>197</sup> この点の明確化の要望に対して、金融庁は以下のように回答したことがある。「投資法人は、一般の株式会社とは異なり、運用資産を保有し収益を分配する機能に特化したヴィークルとしての性格を有していることから、募集投資口の払込金額は、通常、その時点における投資法人の保有する資産の内容をベース

市場価格を基準として決定することが原則として許容されていると考えることも不合理ではないであろう。

それでは、上場投資口の発行価額について市場価格をベースとして決定するとして、「公正な金額」と認められるためには、市場価格から乖離してもよいのか、またどの程度の乖離が認められるのであろうか。この点については、業界の自主規制（ソフトロー）<sup>198</sup>として、日本証券業協会が平成 22 年 4 月 1 日に公布した「第三者割当増資の取扱いに関する指針」（以下「日証協指針」という）がある。この日証協指針は、上場会社（外国会社を除く）が日本において第三者割当により株式の発行（自己株式の処分を含む）を行う場合に、その払込金額に関する要請を明示したものである。投資口の「公正な金額」の判断において日証協指針に依拠できるかどうかという疑問が当然にあるが、日証協指針は、既存株主の経済的利益の保護と上場株式会社による有利な資金調達の便宜の調和を図るために一般に公正な金額と考えられる市場価格を基準とした一定の基準を示したものと考えられるところ、投資口においても資金調達目的の達成のため払込金額について既存投資主の経済的利益の保護に反しない範囲で調整を行う必要性があることに鑑みると、投信法 82 条 6 項の趣旨も日証協指針の趣旨と共通またはこれに準じるものであると評価できるとも考えられる。したがって、「公正な金額」の基準として、上記指針を 1 つの主要な参考指標として利用することには一定の合理性が認められるべきであろう<sup>199</sup>。

---

に、当該投資法人の財務状況等の様々な要因を踏まえた実質的な資産価値を勘案しながら、取引市場における評価等を基準にした金額として決定されるものと考えられる。従って、現行においても、個別具体的状況にはよるものの、通常は市場価格を基準にした金額については『投資法人の保有する資産の内容に照らし公正な金額』に該当するものと考えられる」。馬場俊輔「『平成 22 年度制度改善要望』の経過報告」不動産証券化ジャーナル 2009 年 9-10 号 41 頁を参照。

<sup>198</sup> 日本証券業協会は金融商品取引法に基づく認可金融商品取引業協会（自主規制機関）であり、その公布した自主規制が証券会社、登録金融機関、J-REIT の資産運用会社などの会員に適用されている。

<sup>199</sup> 新家・前掲注（4）416-417 頁を参照。また、この点について、「投資法人のヴィークル（導管体）としての性格に鑑み、一般に上場投資法人の投資証券の市場価格と追加発行における発行価額との乖離が、株式会社の新株発行において有利発行にかかる株主総会決議を要しないものとして認められる程度の株式時

日証協指針を上場投資法人の第三者割当てに当てはめると、〈1〉払込金額は、新投資口の発行に係る役員会の承認の直前日の市場価格に 0.9 を乗じた額以上の価額であること、〈2〉ただし、直近日又は直前日までの市場価格又は売買高の状況等を勘案し、当該承認の日から払込金額を決定するために適当な期間（最長 6 か月）をさかのぼった日から当該承認の直前日までの間の平均の市場価格に 0.9 を乗じた額以上の価額とすることができるが、その場合には、新投資口の発行に係る役員会の承認の直前日の市場価格を勘案しない理由及び払込金額を決定するための期間を採用した理由を適切に開示することが求められる。

なお、第三者割当価格の公正性に関する不動産投資法人の裁判例は、東京地決平成 22 年 5 月 10 日金商 1343 号 21 頁（以下「①決定」という）1 件しかない<sup>200</sup>が、株式会社の関連裁判例は豊富であるため、一定の参考価値がある。その中には、買占めにより株価が大きく上昇する傾向にあったこと<sup>201</sup>、会社の業績発表の影響により発行価額決定の直前に株価が著しく高騰していたこと<sup>202</sup>、新株発行決議以前に投機等により株価が急騰していたこと<sup>203</sup>を理由として、承認直前日の市場価格によらないことを許容したものが多い。これに対して、①決定において、裁判所は、承認直前日の市場価格を勘案しないこと及び直近 3 か月間の平均価格を採用したことという役員会の判断が日証協指針の定めるルールにより許容され得るものであったにもかかわらず、それに合理性がないことを理由として認めていない。この事件において、役員会の利益相反問題への対処が十分でないという特殊な事情もあるが、裁判所は、第三者割当価格の公正性を認定する際に、投資法人について株式会

---

価との乖離の範囲に収まっている限り、原則として上記公正な価額ということができると考えられている」という意見もある。不動産証券化協会・前掲注（72）206 頁を参照。

<sup>200</sup> 本件の判例評釈としては、八木俊則＝大高利通・民事研修 645 号 24-40 頁、齊藤真紀・金融商品取引法判例百選〔別冊ジュリスト 214〕170-171 頁、拙稿「投資法人における投資主の新投資口発行差止請求権」ジュリスト 1460 号 111-114 頁、村田敏一「不動産投資法人の募集投資口の発行につき公正な払込金額ではないものとして差止仮処分が認められた事例」商事法務 2019 号 84-90 頁などがある。

<sup>201</sup> 札幌地決平成 20 年 11 月 11 日金商 1307 号 44 頁を参照。

<sup>202</sup> 横浜地決平成 19 年 6 月 4 日金商 1270 号 67 頁を参照。

<sup>203</sup> 東京地決平成元年 9 月 5 日判時 1323 号 48 頁を参照。



社におけるよりも厳格な審査基準を採っているのではないかと推測される。

### **3.3 制度上の保障措置**

新投資口第三者割当てにおいて、既存の投資主はその実施や価格などの事項の決定に直接に関与することができないこと、また、役員会が幅広い裁量権を持っていることは、3.1で述べたとおりである。以下では、制度上は、どのように第三者割当て価格の公正性を確保するか、どのように投資主の利益を守るかについて検討を行う。

まず、公開買付けの場合と同様に、事前の情報開示規制及び事後の損害賠償責任が不可欠であるが、これだけでは不十分である。投資主の自由選択権が低いことからすれば、より有効な制度上の保障措置が必要ではないかと思われる。新投資口第三者割当ての効力発生前には、投資主に差止請求権を付与することが考えられる。例えば、会社法 210 条は、会社が法令・定款に違反し、または著しく不公正な方法で募集株式を発行し、これにより株主が損害を受けるおそれがある場合、株主に会社に対する差止請求権を付与している。しかし、平成 25 年改正前の投信法では、これに相当する制度が設けられていなかったため、投資主は、新投資口第三者割当てに対する差止請求権を持つかどうか、そして、持つとしたら、どのような法律構成を通じて差止めるかが問題となる。

#### **3.3.1 執行役員の違法行為差止請求権**

投資法には、会社法 210 条を準用する規定がなかったが、会社法 360 条 1 項を準用する規定がある（投信法 109 条 5 項）。この規定は、投資主による執行役員の違法行為の差止めを一定の要件のもとに認めるものであり、これを利用して不公正な金額の発行を事前に差し止めることが可能と思われる。執行役員の違法行為の差止めの要件は、①6 ヶ月間の投資口の継続保有、②執行役員の法令又は規約違反行為の存在またはそのおそれがあること、③当該行為によって投資法人に回復することができない損害が生じるおそれがあることの 3 点である。また、②については、(1) 新投資口発行が投資法人の保有する資産の内容に照らし公正な金額であるかどうか及び (2) 新投資口発行は、執行役員が投資法人に負っている善管注意義務・忠実義務に違反して行われたものであるかどうかという 2 つの問題に分

けられる。(1)の問題は、3.2 で取り扱われた公正な金額の基準に関連するものであるが、以下では、(2)の問題及び(1)と(2)の関係について検討を行う

株式会社の取締役の違法行為の差止めに関する裁判例には、取締役の行為が法令違反であるとしてその差止めを認めたものもある<sup>204</sup>が、株主の申立てを棄却したものが多い。その理由は、取締役の決定に対し「経営判断原則」が適用されたためであると考えられる。取締役の業務執行は、不確実な状況で迅速な決断を迫られる場合が多い。したがって、法令又は定款に違反したかどうか、特に善管注意義務に違反したかどうかの判断は、行為当時の状況に照らして合理的な情報収集調・調査・検討等が行われたか、及びその状況と取締役に要求される能力水準に照らし不合理な判断がなされなかったかを基準になされるべきである<sup>205</sup>。法令・定款違反が認められる場合でも、その違反は軽微であり、会社に回復することができない損害が生じるおそれがないとして請求が棄却されることもある<sup>206</sup>。これに対して、取締役の行為が利益相反関係にあり、その忠実義務に違反するおそれがある場合、「経営判断原則」の適用はないと解する説が有力であり、株主の差止請求が認められることがある<sup>207</sup>。会社の取締役と投資法人の執行役員は基本的に同じような立場に置かれているため、上記の「経営判断原則」及び利益相反がある場合の取扱いは、投資法人の執行役員違法行為の差止めにも当てはまると考えられる。

また、(1)と(2)の関係については、例えば、不公正な金額で新投資口の発行がなされようとしている場合、常に執行役員の善管注意義務・忠実義務違反が認められるのか、あるいは不公正な金額自体が違法行為として差止められるのかが問題となる。上記①決定は、

---

<sup>204</sup> 東京地決平成 20 年 11 月 26 日資料版商事法務 299 号 330 頁、東京地決昭和 37 年 9 月 20 日判タ 136 号 103 頁。

<sup>205</sup> 最決平成 22 年 12 月 3 日資料版商事法務 323 号 11 頁、名古屋高決平成 18 年 1 月 1 日判時 1937 号 143 頁、東京地決平成 16 年 6 月 23 日金商 1213 号 61 頁、東京高決平成 11 年 3 月 25 日判時 1686 号 33 頁を参照。

<sup>206</sup> 東京高決平成 17 年 6 月 28 日判時 1911 号 163 頁を参照。

<sup>207</sup> 最判平成 9 年 9 月 9 日判時 1618 号 138 頁を参照。

執行役員が利益相反の措置や合理的な説明を行わなかったことを根拠に義務違反を認め、差止めの根拠としており、不公正な金額がつねに善管注意義務・忠実義務違反になることを前提としているものではないと判断した。また、この事件に関する異議審決定（東京地決平成22年5月11日金商1343号35頁）も、違法性の内容を、不公正な金額それ自体ではなく、執行役員の善管注意義務・忠実義務違反であると捉えているように思われる。したがって、日証協指針のルールによれば、許容される払込金額に入り得る場合においては、利益相反への対策と説明があれば適法な発行とされる可能性があり、そのような意味で、不公正な金額かどうかの判断と執行役員の善管注意義務・忠実義務の判断が一体としてなされるべきではないかと思われる。

なお、③の「回復することができない損害」の判断について、①決定は、「資産の内容に照らし公正な金額」であるべき21万5000円（決議の直前日の市場価格×0.9）と実際の払込金額である18万円との差額に、発行新投資口数を乗じた8億7494万4000円を投資法人の損害とした。これは、会社法における有力な見解に立つて導かれた結論であると思われる。すなわち、不公正な金額の発行によって投資法人に払い込まれる資金の額が少なくなることをもって損害と捉え、投資法人には公正な払込金額と実際の払込金額との差額分だけ損害が生じると解される<sup>208</sup>。しかし、これが投資法人の損害といえるのかは検討を要する。この点について、会社法上、取締役の違法行為差止請求権に関してはではないものの、「有利発行がなされてしまった後では、既存株主の損失分は新たに株主になった者がそのまま利得している。つまり株主間では利益の移転があっただけで、会社全体に損害がないのが通常である」等と解釈するもの<sup>209</sup>もあり、不公正な金額の発行により資金が流入する以上、

---

<sup>208</sup> 会社損害説を採用する代表的な見解としては、青竹正一「新株の不公正発行と取締役の損害賠償責任（下）」判タ998号79頁、80頁などがある。

<sup>209</sup> 藤田友敬「Law & Economics 会社法第7回株式会社の企業金融（2）」法学教室265号72頁、77-9頁、加藤貴仁「新株発行の有利発行と商法266条ノ3の責任」ジュリスト1225号95頁、97頁、伊藤靖史「株主総会の特別決議を経ないでなされた有利発行と株主代表訴訟」商事法務1703号42頁、44-45頁などを参照。

損害は生じないとの考え方<sup>210</sup>が有力に唱えられてきた。このように解すると、不公正な金額の発行で投資法人に回復することができない損害が生じるおそれがあるといえるかどうかは疑問となり得る。また、本来は、会社法 210 条のように、新投資口発行の差止請求権が付与されるべきであるが、そのような救済方法が用意されていなかったのであれば、不公正な金額の発行により評判の下落等の損害が投資法人に生じるとして、差止めを認めることを模索すべきであろう。違法行為の差止請求権が行使される場面における投資法人の損害要件をどのように解釈すべきかについては、学界、裁判所及び実務における今後の議論の展開に多くは委ねられており、現時点において、違法行為の差止請求権を行使するにあたり、投資法人の損害要件の問題が十分に克服されたと評価することはできない。

### 3.3.2 新投資口発行の差止請求制度の導入

#### (1) 導入の理由について

有利発行規制及び不公正発行の差止制度の不備により、投資主にとっては、その利益を保護するためにより高いコストを払う可能性があると思われる。

まず、会社法には、有利発行規制が存在するため、不公正な金額の発行をもって当然に差し止めることはできない。有利発行に該当する場合に、株主総会の特別決議を経ないと（会社法 201 条 1 項）、あるいは、取締役による理由説明がないとき（会社法 199 条 3 項）、当該発行は法令違反となり、株主は事前に差し止めることができる（会社法 210 条 1 号）。つまり、株主は、取締役の事務上の過失のみを立証すれば済むこととなる。これに対して、投信法は、執行役員に公正な金額による発行等の義務を課しているが、投資主は、不公正な金額または善管注意義務違反という実質的な要件を立証しないと、当該発行を差し止めることができない。もちろん、この立証に成立すれば、法令違反となり、過失がなかったことは執行役員の側で立証する必要があると考えられる（投資法 109 条 5 項、会社法 360 条 1 項）が、この立証は容易ではない。

---

<sup>210</sup> 吉本健一「新株の有利発行と取締役の責任」判例評釈 439 号〔判時 1543 号〕148 頁、152-153 頁を参照。

次に、会社法 210 条で規律する不公正発行は、不公正な金額による新株発行だけではなく、著しく不公正な方法による新株発行も含む<sup>211</sup>。不公正な方法による新株発行にあたる典型例として、取締役が支配力を維持・獲得するために自己またはその関係者に多数の新株を割り当てる場合が挙げられる。また、会社は何ら資金需要がないのに新株発行を行って株主の持株比率を低下させるような場合も挙げられる。したがって、株主による差止めの範囲は、投信法の規律よりかなり広いと考えられる。投資主が違法行為の差止請求権を通じて、不公正な方法による新投資口発行を差し止めることができるかどうかは不明である。

最後に、会社法 210 条は、会社の損害要件でないかわりに、株主に直接の不利益が生じるおそれがあることを要件としている。例えば、時価による株式の発行がされた場合、会社に損害が生じるおそれはないが、それにより持株比率（議決権割合）が減少する株主は不利益を受けるので、会社法 210 条に基づく差止請求が可能である<sup>212</sup>。そして、会社法 210 条に基づく差止請求がなされれば、上記の投資法人の損害要件の問題を回避することができる。

そこで、平成 25 年投信法改正は、資金調達・資本政策手段の多様化を認める前提として、投資者保護の観点から、投資主が投資法人に対し直接的に投資口の不正発行の差止めを請求できる制度を導入した。具体的には、投信法 84 条 1 項は、会社法 210 条の準用規定を

---

<sup>211</sup> 会社法 210 条 2 項を参照。

<sup>212</sup> 株式の発行は、取締役会の権限であるため、取締役の行為の 1 つと解される。したがって、有利発行と不公正な方法による新株発行が併存する場合において、株主は、当該不正発行を差し止めるために、会社法 210 条と 360 条との両方を利用することができるが、会社法 360 条の要件には、当該不正発行により会社に回復することができない損害を生じるおそれがあることを証明する必要がある。この立証責任は、会社法 210 条の立証責任（株主に直接の不利益が生じるおそれがある）より高いと思われる。さらに、有利発行がないが、不公正な方法による新株発行がある場合において、特定の株主の持株比率が低下することにより、損害が被られるおそれがあるが、会社は、公正な価額で資金調達することができるので、損害が生じない。このような場合、株主は、会社法 360 条に基づいて当該不正発行を差し止めることができなくなり、会社法 210 条のみに依拠しなければならない。

新設した。今回の制度改革は、上記の不公正な方法による新投資口発行の問題と投資法人の損害要件の問題を、一定の限界はあるものの、大きく解決したといえる。新投資口発行の差止請求制度は、新投資口発行価格の公正性を確保する事前的な手段として、以下の 2 つの問題を除き、有効に機能し得ると評価できるように思われる。

## (2) 導入後の問題

第一に、新投資口発行の差止請求権は、執行役員の違法行為差止請求権と同様に、条文上は法令違反を要件の 1 つとして挙げているため、執行役員の善管注意義務・忠実義務違反を根拠として新投資口の発行を差し止めることができるが、学説では、一般に、募集株式の発行等の差止請求権を行使するための要件である法令違反には、具体的な法令違反のみが含まれ、取締役の善管注意義務・忠実義務といった抽象的な規定の違反は含まれないと解されてきた<sup>213</sup>。したがって、役員の善管注意義務・忠実義務違反のみを根拠に新投資口発行の差止請求権を行使することは、会社法 210 条の法令違反に関する従来の一般的な理解に照らすと困難であろう。この場合の焦点は、投資口発行が投資法人の保有する資産の内容に照らし公正な金額であるかどうか、つまり、投信法 82 条 6 項の規定に違反するかどうかといった判断に集約される。そのため、既存投資主が投資口発行が公正な金額であるかどうかを検証するためには、自ら積極的に当該投資法人による投資口の発行を逐一チェックした上で、万が一公正な金額でない発行がなされた場合には、投資主が積極的に差止請求をすること等により争わなければならないことになる。これでは投資主に対して過分の負担をかけることにならないであろうか。

第二は、投信法に投資口の有利発行規制が依然として存在していないことである。有利発行規制を導入しない理由は、①第三者割当てにおける（取締役会の権限より）役員会の

---

<sup>213</sup> 伊藤靖史「注釈第 210 条」酒巻俊雄＝龍田節『逐条解説会社法第 3 巻』（中央経済社・2008 年）140、142 頁。大隅健一郎＝今井宏＝小林量『新会社法概説〔第 2 版〕』（有斐閣・2010 年）363 頁。弥永真生『リーガルマインド会社法〔第 14 版〕』（有斐閣・2015 年）326 頁。

広範な権限<sup>214</sup>、②投資主の分散による総会招集の困難性<sup>215</sup>、及び③投資口 1 口当たりの純資産額（NAV）等の情報開示<sup>216</sup>などの状況を鑑み、投信法 82 条 6 項が規定する公正な金額による発行を厳格に維持し、既存投資主の利益保護を図るためではないかと考えられる。

しかし、「公正な金額」で発行することが義務付けられれば、既存投資主の利益保護の観点から望ましいように一見すると考えられるが、単純にそのように考えてよいのか疑問がある。例えば、破綻しかけている投資法人が新スポンサーの支援のもと事業再生を考える場合は、市場価格より相当程度ディスカウントした金額でなければ新スポンサーによる投資口の引受けを期待することは難しい。ただし、かかるディスカウントした金額での発行が公正な金額でないと認定されるリスクが残るとすると、かかるリスクの存在が新スポンサーの探索を困難とし、J-REIT の再生の足かせとなる可能性がある。また、投資口の発行に際し、既存投資主に対する事前通知は行われず<sup>217</sup>、また有利発行であるとして投資主総会において検証の機会が与えられるものでもない。株式会社と同様に、投資主総会における特別決議を経るなどの一定の手続きを経た場合に有利発行を認める制度を新設すれば、投資口の発行前に投資主が当該発行の価格の公正性の検討の機会を与えられることにもなるため、有利発行規制の導入は、単に J-REIT にとっての資金調達の柔軟化に資するだけでない

---

<sup>214</sup> つまり、投信法には会社法 37 条 3 項と 113 条 3 項の 4 倍制限の規定がないため、投資口発行については、投資法人の役員会は、一般事業会社の取締役会よりも相当広い裁量権を有すると評価できる。そのため、役員会の裁量権を制限するためには、投資口の発行価格が「投資法人の資産に照らし公正な金額」に限定された。前掲注（195）とそれに対応する本文を参照。

<sup>215</sup> つまり、投信法に決算期ごとの定時投資主総会の定めはなく、実務上は執行役員の任期に合わせて 2 年に 1 回の頻度で開催されている。前掲注（44）と（45）とそれらに対応する本文を参照。

<sup>216</sup> 具体的には、投資法人の 1 口当たり純資産額（NAV）は、原則として決算期ごとに算出される必要がある。また、1 口当たり純資産額等の運用経過は決算期後に作成される計算書類（資産運用報告等）に記載され、投資主に提供されるほか、金商法に基づいて有価証券報告書等の開示書類（上場 J-REIT の場合は決算短信と適時開示も含む）に記載される必要がある。そのため、投資法人の役員会（投資主も買収者も同様）にとっては、投資法人の純資産額を把握することが容易であり、「投資法人の資産に照らし公正な金額」による投資口の発行が一般的に可能である。

<sup>217</sup> この点については、下記の「3.3.3 新投資口第三者割当ての情報開示規制」の部分を参照されたい。

く、既存投資主の保護という観点から望ましい一面もあると考えられる<sup>218</sup>。

### 3.3.3 新投資口第三者割当ての情報開示規制

会社法上は、既存株主に対して募集株式の発行等の差止請求権の行使の機会を与えるため、同法 201 条 3 項及び 4 項において募集要項の通知・公告等をすべきことが定められているが、投信法においてはこれらの規定が準用されていない。そのため、既存投資主がどのようにして新投資口の発行を知ることができるのかも問題となる。この点について、上場投資法人の場合には適時開示<sup>219</sup>がなされているが、非上場投資法人の場合、また、組込方式や参照方式を利用して有価証券届出書による開示を行う場合や、発行登録追補書類により発行開示を行う場合等には、既存投資主が差止請求を行うための時間的余裕が会社法の場合に比べて十分与えられない可能性がある<sup>220</sup>。したがって、これら場合において、投信法に募集要項の通知・公告に関する規定が不備であるため、情報開示規制は、新投資口発行価格の公正性を確保する仕組みの一環として、その実効性が大きく損なわれるといわざるを得ない。

### 3.3.4 新投資口発行の無効・不存在の訴え

新投資口発行が効力を生じた後にその効力を否定しようとする場合については、投信法 84 条 2 項及び 3 項は、会社法を準用して新投資口発行の無効・不存在の訴えによる救済方法を認めている。新投資口発行の差止請求は新投資口の違法発行等を事前に救済する手段である<sup>221</sup>のに対して、新投資口発行の無効・不存在の訴えは違法な新投資口の発行がなさ

---

<sup>218</sup> 新家・前掲注 (3) 418 頁を参照。

<sup>219</sup> 上場規程 402 条、同施行規則 402 条の 2 により、上場会社が第三者割当を行う場合、次の事項について適時開示を行うことが求められる。すなわち、①割当てを受ける者の払込みに要する財産の存在について確認した内容、②払込金額の算定根拠及びその具体的な内容、③払込金額が割当てを受ける者に特に有利でないことに係る適法性（いわゆる有利発行該当性に係る適法性）に関する監査役又は監査委員会の意見等（東証が必要と認める場合に限る）、④第三者委員会などの意見手続を行う場合は、その内容（手続の免除を受ける場合は、その理由）、⑤その他東証が投資判断上重要と認める事項である。

<sup>220</sup> この点は下記の新投資口発行の無効事由とも関連している。下記注 (227) とそれに対応する本文を参照。

<sup>221</sup> したがって、新投資口発行の差止めは、新投資口発行の効力発生前に請求されるものであって、取引の



れてしまった場合に、いったん生じた発行の効力を否定するという事後的な救済手段である。

(1) 法律関係の安定などの要請から、新投資口発行無効・不存在確認の訴えという方法を通じてのみ、新投資口発行の効力を否定することを認める（会社法 828 条 1 項 2 号、829 条 1 項 1 号）。新投資口発行無効の訴えについては、提訴権者は、投資主（既存・新投資主両方）、執行役員、監査役員等に限られ（同法 828 条 2 項 2 号）、提訴期間は、効力発生日から 6 ヶ月間、被告は投資法人である（同法 834 条 2 号）。無効判決には対世効があるが（同法 838 条）、遡及効はない（同法 839 条）。すなわち、無効判決が確定すると、発行した新投資口は将来に向かって効力を失う。そこで、投資法人は新投資口失効を公告し受益証券を回収し、払い込まれた金額を返還する。

新投資口発行不存在確認の訴えは、法定の募集投資口の発行等の手続きも払込金額の払込みもまったくないまま投資口の発行がなされた場合のように、投資口の発行の実体が存在しないことを理由に当該発行の効力がないことの確認を求める訴えである<sup>222</sup>。新投資口発行無効の訴えと同様、投資法人を被告としてのみ提起することができるが（同法 834 条 13 号）、出訴期間や原告適格に制限はない。不存在確認の判決には対世効などの規定の適用がある。

(2) 新投資口発行無効の訴訟において無効原因は、明文の規定はなく解釈に委ねられているが、一般論としては、重大な法令・定款違反の場合に限って無効事由に該当すると解されている<sup>223</sup>。そして、会社の判例上は、差止めによる規律付けの可否のところまで議論し

---

安全に対する配慮をする必要がないから、差止事由もとくに制限的に解する必要がない。前田庸『会社法入門（第 12 版）』（有斐閣・2009 年）297-298 頁。

<sup>222</sup> 新家・前掲注（4）421-422 頁。

<sup>223</sup> 代表する見解としては、江頭憲治郎『株式会社法〔第 6 版〕』（有斐閣・2015 年）769 頁、伊藤靖史ほか『会社法〔第 3 版〕』（有斐閣・2015 年）328 頁、龍田節『会社法大要』（有斐閣・2007 年）303-304 頁、大隅・前掲注（213）366 頁などがある。これに対して、学説上は、取引の安全を害さない一定の場合には、判例の理解よりも無効事由を広く解する見解も有力に主張されている。例えば、募集株式の発行等の瑕疵

た違法な有利発行や不公正発行に該当する場合であっても、それだけでは、募集株式の発行等の無効事由には該当しないと解されている<sup>224</sup>。このような会社法理は、基本的に投資口の発行にも当てはまると考えられる。例えば、役員会の決議を経ないでなされた新投資口発行は、無効事由にはならないと解されるべきであろう。そうすると、投資主による新投資口発行の無効の訴えを通じて、発行価格の公正性を確保する仕組みが有効に機能し得るかどうかは疑問がある。

これに対して、規約の発行可能投資口総口数（授權資本）を超過した新投資口発行<sup>225</sup>や規約の定めのない種類の投資口を発行したような場合には、瑕疵が重大であって、無効事由になる。また、新投資口発行差止めの仮処分が出されたのにそれに違反して新投資口発行が強行された場合は、無効事由になるとするのが判例であり、そう解すべきであろう<sup>226</sup>。

しかし、投信法は、会社法 201 条 3 項及び 4 項の募集要項の通知・公告の規定を準用していないため、新投資口発行事項の通知・公告を欠いた場合には、投資主の知らないうちに新投資口発行が行われ、投資主は差止めを請求する機会を奪われることになったとしても、

---

につき悪意の引受人または譲受人の保有する株式については、取引の安全を考慮する必要はないから、募集株式の発行等の無効事由を狭く解する必要はないとする見解があるが、判例は、引受人、譲受人の主観や、募集株式の発行等を行った会社の規模などを根拠として、無効となる場合を広げる解釈は採用していないようである（最一小判平成 6 年 7 月 14 日判時 1512 号 178 頁）。

<sup>224</sup> 違法な有利発行につき最二小判昭和 46 年 7 月 16 日判時 641 号 97 頁、不公正発行につき最一小判平成 6 年 7 月 14 日判時 1512 号 178 頁を参照。これに対して、持株比率を低下せしめられた株主の救済のために必要であるとの理由で、不公正発行の場合を無効事由に挙げる見解もある。北沢正啓『会社法（第 6 版）』（青林書院・2001 年）544 頁。しかし、法的安定の見地からみて新株発行無効の事由はできるだけ明確であるべきこと、及びこの場合を無効とすることが株主保護のために不可欠でもない（株式発行の差止請求をすることもできる）ことからみて、少なくとも閉鎖的会社における極端かつ明白な不公正事案のほかは、上記の判例の立場を妥当とすべきである。

<sup>225</sup> 投資法人の裁判例ではないが、定款所定の発行可能株式総数（会社法 37 条、113 条）を超過する新株発行を無効事由とする会社の裁判例は、東京地判昭和 31 年 6 月 13 日下民 7 卷 6 号 1550 頁がある。

<sup>226</sup> 大隅・前掲注（213）366 頁。神田秀樹『会社法〔第 17 版〕』（弘文堂・2015 年）159 頁。発行差止めの仮処分を無視した会社の裁判例につき、最一小判平成 5 年 12 月 16 日民集 47 卷 10 号 5423 頁を参照。

無効事由にならないと解されるべきであろう<sup>227</sup>。この点についても制度改善の必要があると思われる。

### 3.3.5 役員等の損害賠償責任

投信法は、執行役員、監督役員または会計監査人（以下本款において「役員等」という）の損害賠償責任を追及する方法を 2 つ用意している。(1) 役員等の投資法人に対する損害賠償責任（投信法 115 条の 6 第 1 項、以下「役員等の任務懈怠責任」という）と (2) 役員等の第三者に対する損害賠償責任（同法 115 条の 7 第 1 項、以下「役員等の対第三者責任」という）である。前者は、投資法人そのものに損害が生じた場合の責任であるのに対して、後者は投資主を含む第三者<sup>228</sup>に損害が生じた場合の責任である<sup>229</sup>。このような違いが存在するため、不公正発行がもたらす損害は投資法人のものか、それとも投資主のものかによって、責任を追及する手段は大きく異なる。

(1) 不公正発行がもたらす損害は投資法人のものと解するのであれば、この損害賠償責任は役員等の任務懈怠責任に該当し、投資主に直接に損害が生じるわけではない（下記の引受人の差額支払義務も存在する）ため、役員等の責任を追及する手段は原則として投資主代表訴訟（投信法 84 条 4 項、会社法 847 条 1 項）に限られることになる。しかし、投資

---

<sup>227</sup> これに対して、募集事項の通知・公告を欠くことは、株主の募集株式の発行等の差止請求権の行使の機会を失わせることになるので、当該通知・公告の欠缺以外に差止事由がないため差止請求が仮にされても差止めは許容されなかったと認められる場合でない限り、無効事由となると判示した最高裁の会社判例がいくつかある。最判平成 9 年 1 月 28 日民集 51 卷 1 号 71 頁、最判平成 10 年 7 月 17 日判時 1653 号 143 頁。

<sup>228</sup> なお、投資主が第三者にあたるかどうかは検討を要する。一般に、会社以外の第三者が取締役の責任を追及するにあたっては、会社法 429 条の取締役の対第三者責任の規定をその根拠とすることが考えられる。そして、会社法 429 条 1 項が規定する「第三者」には、取締役の任務懈怠により直接に損害を被った株主も含まれると解されている。江頭・前掲注 (223) 504-505 頁注 3、伊藤・前掲注 (223) 251-253 頁、龍田・前掲注 (223) 96 頁、神田・前掲注 (226) 263 頁、前田・前掲注 (221) 452-454 頁など。投信法 115 条の 7 は、会社法 429 条に参照したものであり、それと同じような機能を担っているため、「第三者」には投資主も含まれると解することができる。

<sup>229</sup> また、取締役は、会社と株主に対し責任が生じ得ることにつき、田中亘「募集株式の発行と取締役の責任」『会社法と商事法務』（商事法務・2008 年）143 頁以下を参照。

主代表訴訟により責任を追及する場合においても、上述の投資法人の損害要件の問題に直面しなければならず、すなわち、公正な払込金額と実際の払込金額との差額分が投資法人の損害といえるかどうかは議論の余地がある<sup>230</sup>ため、責任追及の安定性及び実効性は十分でないといわざるを得ない。したがって、役員等に対する任務懈怠責任の追及という事後的な手段を通じて、新投資口発行価格の公正性を確保できるかどうかは疑問である。

(2) 不公正発行がもたらす損害は投資主の損害と解するのであれば、この損害賠償責任は役員等の対第三者責任に該当し、会社の損害の要件を欠くことになるため、役員等の責任を投資主代表訴訟により追及することは原則として認められないことになる<sup>231</sup>。この場合には、投資主は、直接に役員等を起訴し、当該新投資口の発行による保有投資口の価値減少を理由として、役員等の責任を追及することができる。しかし、この方法については、以下のような問題が存在するため、新投資口発行価格の公正性を確保する事後的な手段として有効に機能するといえるかは疑問である。すなわち、投資主が役員等に対して直接に損害賠償請求権を行使することを通じた仕組みについては、かかる請求権の行使は投資主にとって費用倒れになる可能性が高い<sup>232</sup>。新投資口第三者割当ての過程において役員等が自己利益を追求する場合には、そのことによって、多数の既存投資主がそれぞれ少額の損害を被る場面が主に想定されるが、こうした場面では、たとえ役員等の対第三者責任の追

---

<sup>230</sup> つまり、仮に公正な金額による発行がなされたとしても、投資法人が調達する資金の額にかわりはないことから、不公正発行によって新・旧の投資主間で利益移転は生じるとしても、投資法人に損害は生じないと評価し得る。前掲注(209)及び注(210)とそれに対応する本文を参照。

<sup>231</sup> 違法な有利発行に基づく取締役の責任を株主代表訴訟により追及することは認められないとする見解として、吉本・前掲注(210)155頁、杉田貴洋「新株の有利発行と会社の損害」慶応義塾大学法学政治学論究42号425頁、434-435頁などがある。ただし、取締役が会社支配権を維持するために募集株式の発行等をする場合には、例外的に会社に損害が生じると解する余地はあるとする見解も存在する。例えば、藤田・前掲注(209)79頁注17、加藤・前掲注(209)97頁などである。

<sup>232</sup> 役員等の第三者責任を追及する場面では、訴訟の原告となる投資主は、訴訟費用や弁護士報酬に加えて、被った損害の額を立証するために鑑定依頼をしていれば、鑑定人への報酬の支払いなどを覚悟しなければならないからである。白井・前掲注(25)124頁。

及が可能であるとしても、現実には、個々の投資主にとって訴訟の提起は費用倒れになる可能性が高いため、当該訴訟は新投資口発行価格の公正性を確保するほど十分に提起されない可能性が高いと考えられるからである<sup>233</sup>。

(3) 投資主が役員等に対して責任を追及する手段としては、上記の対第三者責任のほか、不法行為責任（民法 709 条）も考えられる。しかし、役員等の不法行為責任を追及するためには、投資主に対する加害について役員等に悪意または過失があることを立証する必要がある。こうした立証が、役員等の任務懈怠についての悪意または重過失の立証（対第三者責任の場合の立証）よりも容易であるとは一概にはいえないと思われる<sup>234</sup>。また、投資主の費用倒れの問題は、不法行為責任を追及する場合にも同様に妥当する。そのため、不法行為責任の追及を考慮に入れたとしても、新投資口発行価格の公正性を確保する事後的な手段として有効に機能し得ると評価することは困難であろう<sup>235</sup>。

### 3.3.6 投資口引受人の差額支払義務

執行役員と通謀して著しく不公正な払込金額で募集投資口を引き受けた者は、投資法人に対し、公正な払込金額との差額に相当する金額を支払う義務を負う（投信法 84 条 1 項、会社法 212 条 1 項 1 号）。この責任は、執行役員との通謀を要件とするから、一種の不法行為に基づく損害賠償責任の性質を有するが、実質的には新投資主の追加出資義務の一面を有するので、支払金額は、その他資本剰余金に計上される。執行役員と通謀した者の責任を投資法人が追及することは期待し難いので、投資主代表訴訟が認められる。

しかし、上記の不法行為責任を追及する場合の問題点は、投資口引受人の差額支払責任を追及する場合にも同様に当てはまる。すなわち、投資主にとっては、執行役員と引受人が通謀したことを立証するのは簡単なことではない。そして、たとえこの立証が可能であ

---

<sup>233</sup> 弥永真生「株主代表訴訟と裁量棄却」『商事法への提言』（商事法務・2004 年）325、366 頁、弥永真生「著しく不当な合併条件と差止め・損害賠償請求」『企業法の理論（上巻）』（商事法務・2007 年）656 頁。

<sup>234</sup> 弥永・前掲注（213）255 頁などを参照。

<sup>235</sup> 白井・前掲注（25）129-136 頁を参照。

るとしても、現実には、かかる責任の追及は投資主にとって費用倒れになる可能性が高いため、引受人に対する差額支払責任の追及による、新投資口発行価格の公正性を確保する事後的な手段としては、その実効性は大きく損なわれているといわざるを得ない。

#### **4 投資法人合併条件の公正性確保**

##### **4.1 決定の主体**

不動産投資法人間の合併契約は、一般的には、両投資法人の執行役員または資産運用会社の役員の交渉によるものであるが、最終的に投資主総会の承認を受けなければ効力が発生しないため（投信法 149 条の 2、149 条の 7、149 条の 12）、投資法人合併の決定機関は投資主総会である。個々の投資主は、投資主総会の特別決議に参加することにより、合併自体や合併比率等の条件（以下「合併条件」という）について賛成・反対の意見を表明し、不動産投資法人の合併に関与することができる。投資主総会で多数決によって決定が行われるから、合併における個々の投資主の選択自由権は、投資口公開買付けの場合より低い。が、新投資口第三者割当ての場合より高いので、基本的に両者の中間にあると考えられる。ただし、上述の強圧性及び取引保護条項の問題<sup>236</sup>は、投資法人合併の場合にも存在していることに注意する必要がある。買収者は強力な取引保護条項を締結することで、対象投資法人の投資主の最終的な判断権を実質的に制限することが可能である<sup>237</sup>。

また、平成 26 年改正前の会社法では、株主に合併に対する差止請求権が直接に付与されていなかったため、会社法を準用する投信法にも投資主の合併差止請求権に関する規定がなかった<sup>238</sup>。しかし、投資主総会に先立って合併に反対する旨を投資法人に対し通知し、

---

<sup>236</sup> 前掲注（171）から注（174）までとそれに対応する本文を参照。

<sup>237</sup> 対象投資法人の大口投資主との間の議決権拘束契約の締結や、莫大な額の解約金条項の締結などがその典型であろう。また、競争制限的な取引保護条項の締結により競合する他の買収者が登場しなくなれば、対象投資法人の投資主としては、取引しないよりはましというだけの理由で、役員会によって提示された買収提案に賛成することにもなりかねない。

<sup>238</sup> 平成 26 年会社法改正に伴い、投信法は、第 150 条の「会社法」の下に「第七百八十四条の二、第七百九十六条の二及び第八百五条の二の規定は投資法人の合併をやめることの請求について、同法」を加えたことにより、投資主の合併差止請求権制度を導入した。合併差止請求権制度の考察については、ここでし

かつ、投資主総会において合併に反対した投資主（以下「反対投資主」という）は、投資法人に対し、自己の有する投資口を公正な価格で買い取ることを請求することができる（投信法 149 条の 3、149 条の 8、149 条の 13）。投資口買取請求権の行使により、反対投資主は、投下した資本を回収することができる<sup>239</sup>。投下資本の回収に加えて、最近では、役員等の行う経営判断や多数投資主の行う決定に対する少数投資主によるチェック機能にも注目が集まっている（東京地決平成 24 年 2 月 20 日金商 1387 号 32 頁<sup>240</sup>、以下「②決定」という）。一定期間内に協議がまとまらない場合には、裁判所における非訴訟事件手続きを通じて「公正な価格」が決定されることが予定されている。

## 4.2 公正な価額の基準

### 4.2.1 シナジー反映価格とナカリセバ価格

株式（投資口）買取請求権が行使された時の買取価格が、旧商法時代のいわゆる「ナカリセバ価格」から、会社法及び投信法の下では「公正な価格」に改められたことに伴い、投資口買取請求権は少数投資主に対して合併によるシナジーの公正な分配を保証することが予定された制度であると解されるようになった<sup>241</sup>。その結果、単に投資法人合併を実施するかどうかという判断にとどまらず、その条件について不満を有する投資主についても、

---

ばらく取り扱わないが、本稿第三章第三節「同一レベルの保障措置の付与」で検討する。

<sup>239</sup> 反対株主の株式買取請求権は、昭和 25 年の商法改正によって、株主権強化の一環として、アメリカ法の株式買取請求権（appraisal right）を参考に導入された。アメリカの州会社法では、元来株主の全員一致が要求されていた合併等の基礎的変更の決議について、全員一致に代えて多数決原則が導入される過程で、少数派株式が有していた拒否権の代替として株式買取請求権を認め、投下資本を回収して会社から退出することを認めたものであると説明される。川島・前掲注（161）187 頁。

<sup>240</sup> 本件は、投資法人の合併に際して反対投資主の買取請求価格が争いとなった唯一の公表裁判例であり、その評釈としては、拙稿「投資法人における投資主の新投資口発行差止請求権」ジュリスト 1455 号 120-123 頁がある。

<sup>241</sup> 会社法は、反対株主の株式買取請求権による買取価格について、従来の「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」から「公正な価格」に法文の文言を変更した。これは、組織再編行為から生じるプラスのシナジーあるいはシナジー以外の要素によるものも含めた企業価値の増加分の公正な分配をも保障しようとする趣旨であると説明される。江頭・前掲注（223）872-873 頁注 4、川島・前掲注（161）189 頁などを参照。

投資口買取請求権の行使を通じてこれを争うことが可能となり、この制度が果たし得るチェック機能の守備範囲はさらに大きくなっている<sup>242</sup>。換言すれば、買取請求権制度は、第一義的には①「部分解散ないし部分清算」による投資主の退出の機会を保障するものであり、第二義的には②資本多数決に基づいて忠実義務違反の合併がなされたことによって反対投資主が被った「損害ないし不利益」の填補を一定の範囲で認める機能を有する<sup>243</sup>。投資法人合併に際して、実施そのものや合併条件に不満を持つ少数投資主が取り得る対抗手段は様々あり得るが、実効性のある対抗手段は投資口買取請求権のみに限られている場合も多く、また、現実に関が請求される機会も増加していることから、その重要性が高まってきていることは間違いない<sup>244</sup>。

合併によるシナジーとは、当事投資法人のそれぞれが単独で事業を行うより、両社の統合によって生まれるコスト削減、売上増強、節税などのシナジー効果を指す。このようなシナジーに対する適正な価値というものを測定する定量的かつ画一的な公式があるわけではない。これはケースバイケースによるものであり、事案によって公正な評価額が変わってくる。また、投資口買取価格の具体的な算定方法について、投信法と会社法には何ら規定が設けられていないため、価格決定申立てにおいて、上記の 2 つの制度趣旨に従い「公正な価格」を形成することは、裁判所の合理的な裁量の範囲内にあると考えられる<sup>245</sup>。

---

<sup>242</sup> 近時の最高裁決定も、株式買取請求権の制度趣旨について、「会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確認し、さらに、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じる場合には、上記の株主に対してもこれを適切に分配し得るものとするにより、上記株主の利益を一定の範囲で保障することにある」と判示している。最決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 卷 3 号 1311 頁（楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件）、最決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁（テクモ株式買取価格決定申立事件）。

<sup>243</sup> 神田秀樹「会社法における株式の公正な価格の決定」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹編『会社・金融・法〔下巻〕』（商事法務・2013 年）141 頁。

<sup>244</sup> 藤原総一郎＝中島礼子＝西村美智子『株式買取請求の法務と税務』（中央経済社・2011 年）5-6 頁。

<sup>245</sup> 最決昭和 48 年 3 月 1 日民集 27 卷 2 号 161 頁を参照。



具体的に、(1) 投資法人の合併によって企業価値が毀損した場合、投資口買取請求にかかる「公正な価格」は、合併がなければ当該投資口が有していたであろう客観的価値（いわゆる「ナカリセバ価格」）を基礎として算定する。これに対して、(2) 企業価値を増加させる合併であるけれども、投資主へのシナジー分配（合併条件）が公正でない場合には、投資口買取請求にかかる「公正な価格」は、合併によるシナジーを適切に反映した当該投資法人の投資口の客観的価値（いわゆる「シナジー反映価格」）を基礎として算定する。反対投資主の主張は、「ナカリセバ価格」の場面において、その合併による投資法人の企業価値の毀損という損害の填補を求めるということになるが、「シナジー反映価格」の場面において、シナジー分配（合併条件）が公正な場合との差額として生じる投資口価値の毀損という損害の填補を求めるということになる<sup>246</sup>。

上場 J-REIT であれば、市場価格が投資口の客観的価値を反映していないと認められる特段の事情がない限り、市場価格を参考にして価格を算定する方法がとられる<sup>247</sup>。非上場 J-REIT の場合には、投資口価格の算定自体に難しさがある<sup>248</sup>。以下、上場 J-REIT のみを対象として、「ナカリセバ価格」と「シナジー反映価格」の算定方法につき、それぞれ検討する。

(1) まず、「ナカリセバ価格」については、合併の影響を排除した価格を算定しなければならないので、会社の裁判例には、組織再編計画の公表直前の株価または公表前の一定期間の株価平均により「ナカリセバ価格」を算定するものも多かった<sup>249</sup>。これに対しては、

---

<sup>246</sup> 神田・前掲注（243）143 頁を参照。

<sup>247</sup> なぜならば、J-REIT 市場は、一定の偶然的要素の影響を受けつつも、多数の投資者の評価を通して、企業を取り巻く経済環境下における個別企業の資産内容、財務状況、収益力及び将来の見通し等が考慮された企業の客観的価値が投資口の市場価格に反映されているからである。

<sup>248</sup> 取引相場のない株式の評価については、江頭憲治郎『会社法の基本問題』（有斐閣・2011 年）第 2 章「取引相場のない株式の評価」を参照。

<sup>249</sup> 例えば、東京地決昭和 58 年 2 月 10 日判時 1068 号 110 頁、東京地決昭和 58 年 10 月 11 日判タ 515 号 159 頁、東京地決昭和 60 年 11 月 21 日判時 1174 号 144 頁などがある。

計画公表から基準日までの市場全体や業界全体の相場変動を反映した「補正」を行うことが必要であると主張されている<sup>250</sup>。企業価値の毀損を認定したインテリジェンス株式買取価格決定申立事件<sup>251</sup>では、最高裁（最決平成 23 年 4 月 26 日判時 2120 号 126 頁（以下、③決定という）は「当該吸収合併等以外の市場の一般的な価格変動要因により、当該株式の市場株価が変動している場合に、これを踏まえて参照した株価に補正を加えるなどして」基準日のナカリセバ価格を算定することは、裁判所の合理的な裁量の範囲内にある旨を判示している。また、企業価値の毀損も増加も生じない場合にも、公正な価格は「ナカリセバ価格」となるが、その場合には、市場株価は合併による影響を受けなかったとみることができるので、基準日における「ナカリセバ価格」の算定にあたって参照すべき市場価格として、最高裁（前掲③決定）は、「基準日における市場株価やこれに近接する一定期間の市場株価の平均値を用いることも、当該事案に係る事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるものというべきである」としている。

（2）他方、「シナジー反映価格」については、基準日において、企業価値の増加分が公正に分配されていたとすれば有したであろう投資口の価値を算定しなければならない。親子関係にあるなど独立当事者間とはいえず、あるいは、当事投資法人の執行役員や投資主総会の判断を尊重できない事情があれば、裁判所が合併における公正な分配比率等を決定して「シナジー反映価格」を算出する必要がある<sup>252</sup>。しかし、裁判所が適正ないしは公正な分配比率を決定することはなかなか困難であろうと思われるので、当該合併前の各当事

---

<sup>250</sup> 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の理論（上）』（商事法務・2007 年）293 頁、神田秀樹「株式買取請求権の構造」商事法務 1879 号 12 頁、田中亘『『公正な価格』とは何か』法学教室 350 号 61 頁など。

<sup>251</sup> この事件の控訴審（東京高決平成 22 年 10 月 19 日判タ 1341 号 186 頁）では、株式交換の公表計画前の株価を参照しつつ、回帰分析的手法により補正を加え、基準日における「ナカリセバ価格」を算定しており、回帰分析的手法を用いた初めての裁判例といわれている。

<sup>252</sup> 目下のところ、組織再編についての株式買取請求に関する価格決定申立事件において、企業価値が増加しかつ組織再編条件が不公正であると認定された公表裁判例はまだ存在していないようである。神田・前掲注（243）155 頁。

投資法人の企業価値を算出し、原則として、それらに応じて比率を定めることでシナジーの公正な分配比率とし、これに対する反証を許す、という方法を採用することも一案であろう<sup>253</sup>。

#### 4.2.2 基準日の選定

投資主の買取請求権が行使された場合、いつを基準として「公正な価格」を算定すべきかが問題となる。この点については、従来の会社法の学説及び裁判例は分かれていた。大別すると、a) 合併の公表時、b) 合併の承認決議時説、c) 買取請求権の行使時説、d) 買取請求期間満了時説、e) 合併の効力発生時説がある。下級審裁判例の立場も分かれていたが、近時の最高裁決定（前掲③決定、最決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 卷 3 号 1311 頁（以下④決定という）及び最決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁（以下⑤決定という））は、株式の買取価格について c) 買取請求権の行使時説を採用することを明らかにした<sup>254</sup>。投資口買取請求が行使された場合においても、この会社法理を採用した裁判例としては、前掲②決定がある。

このような最高裁の立場に対する主要な批判は、反対株主間で買取価格が異なることになり、反対株主が不平等感を感じることで、会社の事務処理上も負担となることであろう<sup>255</sup>。これに対して、株主の平等取扱いの観点からは、買取価格を一律にすることはそれほど強い要請ではない、あるいは株主平等に反しないとする見解もある<sup>256</sup>。また、基準日の選定について、学説には合併により会社にとって企業価値の増加が生じるかどうかによって分

---

<sup>253</sup> 神田・前掲注（250）6 頁、川島・前掲注（161）201 頁。

<sup>254</sup> その理由として、最高裁は、(i) 買取請求をした時点で、反対株主と消滅会社等との間に売買契約が成立したのと同様の法律関係が生じること、(ii) 株主が会社から退出する意思を表明した時点であること、(iii) 買取請求期間満了時や効力発生時を基準とすると、買取請求を撤回できないのに請求後に生じる市場の一般的な価格変動要因による市場株価への影響等、株価変動リスクを反対株主が負担することになり相当でないこと、(iv) 承認決議時とすると効力発生日の 20 日前からその前日までが権利行使期間であるため決議の日から買取請求がされるまでに相当の期間が生じ得るにもかかわらず、決議の日以降に生じた当該吸収合併等以外の要因による株価変動リスクを反対株主は一切負担しないことになり相当でないこと、を挙げている。

<sup>255</sup> 田中・前掲注（250）65 頁。

<sup>256</sup> 川島・前掲注（161）212 頁。

けて考えるべきという意見がある。これに対し、両者を区別せずに基準日を検討する見解もある。基準日の性質上、合併によりシナジーが生じたかどうかにかかわらないので、区別しないとする考え方は妥当であると思われる。

なお、基準日に、どの時点またはどの期間の現実の投資口の市場価格を資料（いわゆる「参照価格」）として用いるかという問題がある。上述したように、基準日は請求時であるが、合併がもたらす企業価値に対する影響によって、参照価格は異なるのが自然である。具体的には、企業価値の毀損が生じる場合には、公表時点以降の市場価格には企業価値の毀損を織り込んだ投資口価格が反映されている危険があるために、これを除去して、「公正な価格」として「ナカリセバ価格」を算定する必要がある。これに対して、企業価値の増加が生じる場合には、市場価格がシナジーを適切に反映していると考えられるので、基準日の市場価格に基づいて算定するのが適切であろう（前掲③決定、②決定）。

### **4.3 制度上の保障措置**

#### **4.3.1 反対投資主の投資口買取請求権**

##### **(1) 判断枠組み：公正な価格と公正な手続きの関係**

以上で述べたとおり、投資口買取請求権は、合併条件の公正性を確保し、投資主の利益を守るためのもっとも有力な法的手段である。しかし、実務的には、具体的にどのような条件（合併比率）で合併が行われるかは、様々な事情からなる両社の相対的な交渉に依存して決まるため、合併条件が一方の投資主にたとえ有利になったとしても、それは契約事由の原則の帰結として容認されるべきである。したがって、合併の当事者が、お互いに独立した投資法人である場合には、承認決議において不実の情報開示が行われたなど、取引の手続きに不適切な点があったのでない限り、裁判所がそれよりも「適正」だと考える条件で合併が行われた場合に実現する投資口の価値を「公正な価格」とする、といった実質的な判断を行って法的介入を行う必要もなく、行うべきでもない<sup>257</sup>。したがって、合併の当事者としては、絶対的に正確な企業価値評価が存在しない以上、採用した合併条件が公正

---

<sup>257</sup> 田中・前掲注（250）66頁。

な価格を反映したものであることを裏付けるには、この手続きが公正かつ適正に行われたことを証明する以外には、有効な手段が見当たらないと考える<sup>258</sup>。このような考え方は、上述の執行役員の「経営判断原則」と対応するものであると思われる。

また、近年の公正な価格に関する投資口・株式買取価格決定請求事件においても、多くの決定の共通している判示内容として、裁判所は、合併条件が「公正な価格」といえるかどうかの判断にあたり、合併条件の算定方法の妥当性だけでなく、合併の手続きそのものの「公正さ」までも考慮し、合併の手続きが公正であれば、当該手続きの中で当事者が決定した価格が「公正な価格」であると認定している。反対に、合併の手続きが公正さを欠くと考えた場合には、裁判所自らがその裁量にて「公正な価格」を決定しているものと解される<sup>259</sup>。

## (2) 公正な手続きの判断要素

合併の手続きは、様々な当事者が関係し、また、多様な要素が介入する複雑な手続きである。そのため、何をもって公正な手続きというかについて、これを明確に確定する基準はないが、裁判所が多くの投資口・株式買取価格決定請求事件において判示していることが参考になる<sup>260</sup>。これらの判示内容に含まれる「公正な手続き」の要素を分析すると、①

---

<sup>258</sup> 実際、経済産業省企業価値研究会の「MBO 報告書」において、MBO に際して絶対的に公正な株式評価を求めているのではなく、公正な手続きを求めていると解されるのである。企業価値研究会「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する報告書」（2007 年 8 月 2 日）9 頁「4. 論点の整理」以下を参照。

<sup>259</sup> 田辺総合法律事務所＝大和証券企業提携部「企業法務からみた株式評価と M&A 手続：株式買取請求を中心に」（清文社・2010 年）4-5 頁。

<sup>260</sup> 大阪地決平成 24 年 4 月 27 日判時 2172 号 122 頁（三洋電機株式買取価格決定申立事件）、東京地決平成 23 年 3 月 30 日金商 1370 号 19 頁、東京地決平成 22 年 11 月 25 日金商 1357 号 32 頁（保安工業株式買取価格決定申立事件）、東京地決平成 22 年 3 月 31 日金商 1344 号 36 頁（テクモ株式買取価格決定申立事件）、及び前掲②決定など。一例としては、「一般に、吸収合併をする各当事会社、相互に特別の資本関係がない独立した当事会社同士である場合には、各当事会社が当該吸収合併の可否やその条件等について相互に自社の利益の最大化を図って交渉することを期待できる状況にあるといえることができる。したがって、このような場合には、当該吸収合併の手続について検討した上、各当事会社が第三者機関の株式評価を踏ま

独立当事者間の交渉であること、②合理的な根拠に基づく交渉を経て合意に至ったこと、③合併の公表前の情報及び合併に関連する情報につき、適切な情報開示が行われたこと、の3つに分類される。すなわち、上記の3つの要件を満たす合併の手続きであれば、④合併により当事会社の企業価値が毀損されること、合併から生じるシナジーが適正に分配されていないことなどを窺わせる「特段の事情」がある場合を除いて、公正な手続きが行われたと推定されることになる。

当該要素を審理における主張・立証責任の点から考えると、上記①～③を満たすことを執行役員が証明すれば、合併の手続きにおいて決定された投資口価格が「公正な価格」であると推定され、立証責任が転換される。したがって、その場合には、反対投資主が合併の手続きにおいて決定された価格が「公正な価格」ではないことを疎明しなければならないこととなる。そして、そのために反対投資主において疎明すべき事情が④となるのである<sup>261</sup>。以下では、それぞれの判断要素について分析を試みる<sup>262</sup>。

#### ① 独立当事者間の交渉であること

独立した当事者間の交渉においては、それぞれの当事者は自らの利益が最大となるよう行動するのが通常であり、合併の場合、かかる交渉の過程で、当事者の背後に存在する利害関係者、例えば合併消滅法人の投資主、合併存続法人に対する資金提供者等についても、

---

えるなど合理的な根拠に基づく交渉を経て吸収合併の条件について合意に至ったものと認められ、かつ、適切な情報開示が行われた上で各当事会社の株主総会で承認されるなど、一般に公正と認められる手続きによって吸収合併の効力が発生したと認められるときは、上記株式評価の根拠となるべき詳細な内部事実等が開示されない場合であっても、他に吸収合併自体により当該当事会社の企業価値が毀損されたり、又は、吸収合併の条件（合併比率等）が同社の株主にとって不利であるために、株主価値が毀損されたり、吸収合併から生ずるシナジーが適正に分配されていないことなどをうかがわせるに足りる特段の事情がない限り、当該吸収合併は当該当事会社にとって公正に行われたものと推認することができるというべきである」という判示内容がある。

<sup>261</sup> つまり、④の「特段の事情」がない限り、執行役員及び投資主総会の判断を尊重すべきである。

<sup>262</sup> ただし、③については、下記の「合併の情報開示規制」にも関連しているものであるため、その検討は4.3.3に任せることにする。

その利益が最大限図られることになる」と解される。このような交渉を経て決定される取引内容（合併条件を含む）は、一定の合理性を有するものと推定される。

#### ② 合理的な根拠に基づく交渉を経て合意に至ったこと

合理的な根拠に基づく交渉を経て合意に至ったことは、現在の不動産投資法人の合併実務に照らすと、(i) デューデリジェンス（以下「DD」という）を行うこと、またはその他の方法を用いて合理的な情報収集を行うこと、(ii) (i) によって収集された情報に基づき合理的な方法で合併条件の算定を行うこと、(iii) (ii) によって算定された合併条件を基礎として相手方と合理的な交渉を行うことの3点を意味するものと解される<sup>263</sup>。

ただし、不動産投資法人の合併は一般事業会社の合併のように長期的な視点でメリットを追求するというよりは、短期に具体的なメリットが享受できる点に特徴がある<sup>264</sup>。特に、金融機関の与信が低下し資金繰りに陥っている投資法人の場合は、とりあえず合併することで時間稼ぎをして、次のステップ（第二段階の買収・再編）を模索するのが1つの方策とも言える。また、合併後の投資法人への貸出額が極度額を超えてしまう場合に、金融機関としては資産売却により貸付金の返済を求めることになるので、保有資産の時価と負のれん代を吟味しなくてはならない。このような場合において、合理的な根拠に基づく交渉を経て買収・再編の合意に至ったといえるかどうかが問題となる。

#### ④ 「特段の事情」の有無

---

<sup>263</sup> 例えば、いくら合併条件の算定を丁寧に行ったとしても、DD等が十分に行われず情報収集が不十分であれば、合併条件の算定の根拠が薄弱なものとなり、合理的と評価することはできないであろうし、相手方との交渉においても、情報収集が不十分であることを指摘されると交渉上の立場が弱くなる可能性がある。また、DDにより十分な情報収集を行ったとしても、合併条件の算定方法が合理的なものでなければ、算定された合併条件は交渉の基準として不十分なものであろう。さらに、情報収集を十分に行い、合併条件の算定を緻密に行ったとしても、相手方との交渉の場において十分に自らの主張をすることができず相手方の言いなりになってしまったのであれば、「交渉」としての実質を欠くものといわざるを得ない。

<sup>264</sup> 具体的には、ア）ポートフォリオのスケールメリット、イ）財務上のメリット、ウ）資産の簿価圧縮メリット、エ）負のれん代のメリット、オ）借入金利の低減メリット及びカ）外部成長メリットという6つのメリットがある。

投資法人の合併条件の不公正によって少数投資主が不利益を被る場合としては、①投資法人合併によりマイナスのシナジーが発生する（企業価値が毀損される）場合と②投資法人合併によりプラスのシナジーが発生しても、その配分が不公正である（合併比率が一方当事投資法人に不利である）場合に大別される。よって、上記の「公正な手続き」の判断の際には、投資法人合併による企業価値毀損の有無、または不公正なシナジー配分の有無などの「特段の事情」も考慮しなければならない。

「特段の事情」の一例としては、合併公表前後の投資口の市場価格の変動が考えられる。前述のとおり、投資口の市場価格を参考にすべきことは当然であるが、これを唯一絶対の指標とすべきでないことに注意する必要がある。J-REIT 市場が一定の偶然的要素の影響を受けるため、投資口の市場価格が常に当該投資法人の有する企業価値を正確に示しているわけでもないことは看過できない。歴史的にも、金融危機等を理由に投資口の市場価格が企業価値の変動とは必ずしも一致しない形で大幅に下落した例があるほか、好景気の時期においては、J-REIT 市場が上場 J-REIT の価値を過大評価することもある。また、このようなマクロ的要素を考慮しなくても、特定の投資法人の投資口の市場価格について、合併の公表前にその噂が報道等を通じて市場に流通して投資口の市場価格に影響を与えることがあり得るし、各種の未確定な情報によって投資口の市場価格が割安または割高と判断された結果、投資口の市場価格が企業価値とは無関係に変動することは少なくない<sup>265</sup>。さらに、

---

<sup>265</sup> 投資法人の合併は、J-REIT の買収・再編の全過程の一環にすぎず、その前後に新スポンサー会社選定、新投資口第三者割当または投資口公開買付けなどの手続きが伴うのは通常である。当該手続きの発表及び実施も投資口の市場価格に影響をもたらし得るので、当該手続きを含む全期間の市場価格の変動、同期間の証券取引所リート指数の比較などの要素を考慮したうえで、総合的な判断を行うべきであると考えられる。例えば、前掲②決定の事件において、投資口価格は、平成 21 年 3 月 10 日には 45000 円であったところ、新スポンサー会社選定の本格化が公表された後、急激に上昇し、同年 7 月 17 日には 193600 円に達し、その後、徐々に下落し、合併公表直前である平成 22 年 4 月 22 日には 146500 円となり、公表後の翌取引日には値幅制限一杯の 116500 円まで下落し、同年 11 月 25 日には 96400 円で取引を終えた。裁判所は、投資口価格が合併公表後に大幅に下落したのは事実であるが、合併に対する期待やこれに関する情報が、新スポンサー会社選定本格化の公表以後、徐々に市場に織り込まれていったものであり、合併の公表後に初め



J-REIT 市場に参入する投資者は純粋に企業価値のみに注目して投資を行っているわけではなく、現実に行われている取引の数は有限であり、特殊な理由で特定の投資法人の投資口を大量に買ったり売ったりする当事者が現れた場合には、需給バランスが一時的に崩れて、投資口の市場価格が企業価値とは別の要因で変動するであろうことは明白である。つまり、投資法人合併により企業価値が毀損されたか、シナジーの配分が不公正であるかどうかを判断するにあたっては、これらの他の要因で投資口の市場価格が変動している可能性も加味して、合併公表前後の投資口の市場価格の変動状況を評価すべきことになる。

「特段の事情」のもう 1 つの例は、投資主の反応であると思われる。企業価値が毀損したり、一方当事者にとって著しく条件が不利であったりするような合併であれば、多数の投資主が投資主総会で反対票を投じてしかるべきであるし、極端な場合には企業価値の毀損について代表訴訟が提起されてもおかしくはない<sup>266</sup>。したがって、投資主総会において反対投票を投じた投資主の人数や比率が大きくなればなるほど企業価値の毀損やシナジー配分の不公正が推定されやすくなり、逆にこれが小さくなればなるほど逆方向に推定が働くことになる。特に、反対投資主の買取請求権には一定のオプションとしての価値があり、投資の出口としての意味があることも考慮すれば、反対した投資主がごく少数であり、他の投資主からは一切反対投票が投じられなかったような場合には、当該投資主はかかる経済的な目的で反対しているにすぎず、企業価値の毀損やシナジー配分の不公正といった問題はないものと少なくとも事実上推定される場合も多いのではないと思われる。

さらに、ここで注意すべきは、投資主総会のみなし賛成制度である（投信法 93 条）。実

---

て織り込まれたものではないこと、また、最終取引日の価格が、新スポンサー会社選定の本格化が公表される直前の価格の 2 倍を超えており、その間の東証リート指数の上昇率（37.4%）を大幅に上回っていたことを考慮したうえで、本件合併は企業価値を毀損するものではないというべきであると判示した。

<sup>266</sup> もちろん、市場で売却することによって当該投資法人への投資を取りやめるという形によってその反応が現れる（その結果、投資口価格が下落する）という面はあろうが、長期の投資を前提として投資口を保有している投資主はそのような対応を採ることは難しく、そのような投資主であれば、投資主総会における反対等によって自らの権利を守ろうとするのが通常である。藤原・前掲注（244）53 頁を参照。

務的には、投資主総会においてみなし賛成票を除くと議決権総数に占める賛成票の割合は過半数であるが、吸収合併の特別決議に必要な割合に達していないという状況が実際に現れた（前掲②決定）<sup>267</sup>。もちろん、みなし賛成票が必ずしも合併に消極的な態度を示すものであるとはいえないから、このことにより合併が投資主の大部分の賛成によって成立した事実が否定されるものではない。しかし、合併条件が投資主にとって公正であるかどうかの認定に際して少数投資主の賛成割合が 1 つの重要な判断要素であるため、合併のような投資法人の存続に関わる場合には、みなし賛成制度の適用条件等についてより慎重に考慮する余地もあるのではないと思われる。

### （3）公正な手続きを経たといえない合併

以上より、裁判例は、公正な手続きを経たといえる合併の場合には、株主総会により承認された条件を基本的に尊重する態度を採っていることが分かる。これに対し、公正な手続きを経たといえない合併の場合においては、公正な手続きと推定されるための大前提を欠いているため、公正な手続きとしての実質を確保すべく、特別な配慮を行わなければならない。その典型例が MBO と親会社または関係会社による買収・再編である<sup>268</sup>。この場面においては、利益相反を回避する措置が十分に講じられていないと評価される場合には、裁判所が、その裁量により、市場価格や資料として提出される第三者評価機関の株価算定書等に基づき、承認された合併条件等を上方修正する形で「公正な価格」を決定する<sup>269</sup>。

MBO に係る投資法人の裁判例がまだ存在しないが、MBO に係る会社の裁判例において

---

<sup>267</sup> 前掲②決定の事件において、合併契約の締結を承認する旨の議案を可決した際に、議決権総数に占める賛成票の割合は、80.14%であり、買取請求権を行使した投資主を除くその余りの一般投資主における賛成票の割合は、75.33%であった。ただし、206293 個の賛成票の中に、みなし賛成票が 76048 個あり、その 37% 近くの割合を占める。みなし賛成票を除く議決権総数に占める賛成票の割合は、50.6%である。

<sup>268</sup> この点は、以下の J-REIT の買収・再編における利益相反問題と関連しているため、詳細は本節第三款で取り扱うことにする。具体的には、MBO と親会社または関係会社による買収・再編の弊害については、後掲注（358）と注（359）及びそれに対応する本文を参照。その情報開示規制については、後継注（400）から注（405）まで及びそれに対応する本文を参照。

<sup>269</sup> 最決平成 21 年 5 月 29 日金商 1326 号 35 頁を参照。

は、これまでのところ、市場価格にシナジー相当分として 20%程度加算した額を「シナジー分配価格」とするものが多い<sup>270</sup>。しかし、株式の市場価格には、当該株式が少数派株主の保有株式であることを加味したディスカウント（マイノリティ・ディスカウント）が織り込まれているところ、多数派株主と少数派株主の紛争解決局面における株式の評価においては、少数派株主も自己の持分に対応する企業価値相当分を手にするべきであり、上記のようなディスカウントを認めるべきではないという指摘がある<sup>271</sup>。時価に 20%程度を加算しても、それは実質的には、ナカリセバ価格の枠内でマイノリティ・ディスカウントを修正しているに過ぎず、シナジーの分配を行っているとはいえないのではないかと疑問が呈されている<sup>272</sup>。このような疑問は、投資口買取請求権の場合にも同様に当てはまる。

以上の検討により、現在のところ、投資口買取請求権制度は、公正な手続きを経た、ないし合併条件が公正であると評価される事案において、従前通り、投下資本の回収の機会を保障するという機能は果たしているといえる。しかし、公正な手続きを経たとはいえない不公正な合併において、裁判所は、買取請求権制度を通じて積極的に介入することができるが、投資主が被っている不利益を補償しているといえるかは、明らかではない<sup>273</sup>。

#### 4.3.2 新投資口予約権買取請求権

平成 25 年投信法改正は、新投資口予約権制度を設けること<sup>274</sup>に伴って、新投資口予約権買取請求権もセットで導入した。具体的には、吸収合併消滅法人の新投資口予約権者（投

---

<sup>270</sup> 前掲・最決平成 21 年 5 月 29 日、大阪高決平成 21 年 9 月 1 日金商 1326 号 20 頁、東京高決平成 22 年 10 月 27 日資料版商事法務 322 号 174 頁等。

<sup>271</sup> 宍戸善一「紛争解決局面における非公開株式の評価」岩原紳作編『現代企業法の展開：竹内昭夫先生還暦記念』（有斐閣・1990 年）421 頁。

<sup>272</sup> 飯田・前掲注（26）190 頁。

<sup>273</sup> 齊藤真紀「不公正な合併に対する救済としての差止めの仮処分」神作裕之等編『会社裁判にかかる理論の到達点』（商事法務・2014 年）105-107 頁を参照。

<sup>274</sup> 具体的には、投信法第三編第一章第三節の次に、「第三節の二 新投資口予約権及び新投資口予約権証券」を追加した。第三節の二には、全部で 22 条があり（第 88 条の 2～第 88 条の 23）、新投資口予約権の内容、発行、譲渡、譲渡の対抗要件、効力発生、消却、無償割当て、行使及び消滅などの内容が含まれている。

資法 149 条の 3 の 2) または新設合併消滅法人の新投資口予約権者（投資法 149 条の 13 の 2) は、当該投資法人に対し、自己の有する新投資口予約権を公正な価格で買い取ることを請求することができる。その理由は、投資法人は、合併を行う場合には、その根本が大きく変更される可能性があるが、これが自らの権利に大きな影響を与えるのは新投資口予約権者にとっても同様であるためと考えられる<sup>275</sup>。特に、合併の結果、新投資口予約権の対象となっていた投資口の内容が変更される場合や、新投資口予約権の条件が変更されてしまう場合には、影響が甚大である。

ただし、ここで注意すべきのは、吸収合併存続法人については投資口買取請求が認められるが、新投資口予約権買取請求が認められるわけではないということである。これは、会社法上の新株予約権買取請求権と同様の規律である。すなわち、投資法人の吸収合併が存続法人の新投資口予約権の債務者及び内容には影響を与えないからであると思われる<sup>276</sup>。また、投信法は、吸収合併消滅法人における新投資口予約権買取請求権者の範囲について特に制限を設けていないため、全ての新投資口予約権者は買取請求権を行使することができる（投資法 149 条の 3 の 2 第 1 項）。この点について会社法の規律とは多少異なる。会社

---

<sup>275</sup> 旧商法では、合併において、存続会社が新株予約権に係る義務を承継することは認められる。ところが、それを正面から規定した条文はなく、承継した場合に登記義務をかけるという拮くれた形の条文があるだけである。一体、どのような要件を充たせば、新株予約権に係る義務（つまり、会社側から見ると、新株予約権を行使されたときに株式を交付しなければならない義務）を承継できるのか、どのような内容の義務を承継するのかについては、すべて解釈に委ねらるのである。新株予約権は、債権の一種であり、原則として債権者に無断で債権の内容を変更することはできないから、もし内容を変更するとすれば、本来、新株予約権者の同意が必要である。そこで、会社法は、会社の行為により、新株予約権の内容が変更される場合等に、新株予約権買取請求権を認めることにより、新株予約権者の保護を図りつつ、新株予約権者の個別の同意がなくても、会社が組織再編等ができるようにしたわけである。なお、会社法は、旧商法の「承継」という言葉を捨てて、「消滅会社等の新株予約権の代わりに、存続会社等の新株予約権を交付する」という構成を採っている。

<sup>276</sup> すなわち、新投資口予約権者に対して消滅法人が負う義務は、本来、消滅法人の投資口の交付であるが、合併後に、当該義務は存続法人に承継されるが、その内容は金銭の交付に変化する（投資法 147 条 1 項 4 号）。これに対して、存続法人の新投資口予約権の債務者及び内容は合併前後に変化がないため、その新投資口予約権者には買取請求権が与えられていないのである。

法において、消滅会社の全ての新株予約権者が買取請求権を与えられるわけではなく、合併をする際に新株予約権者に対して存続会社の新株予約権を交付・割当てをすること及びその条件について、あらかじめ新株予約権の内容として定めておいたところ、この条件に合致する新株予約権の交付を受けることのできた新株予約権者には買取請求は認めていない<sup>277</sup>（会社法 787 条 1 項 1 号）。これは、吸収合併に際して新投資口予約権者に対して新投資口予約権に代えて交付するのが金銭のみに限られ、存続法人の新投資口予約権の交付・割当てが認められないからである（投資法 147 条 1 項 4 号）。

新投資口予約権買取請求の手続きは、原則として新投資口買取請求の手続きに準じる手続きで行われる。その買取価格も「公正な価格」とされている。新投資口予約権者は、投資主と異なり投資法人にとって債権者にすぎないことから、合併前に有したその債権の価値相当の対価を受け取れば足りるという理由で、「公正な価格」を算定するにあたって合併に基づいて生じるシナジーを勘案する必要はないという議論もなされている<sup>278</sup>が、新投資口予約権についても究極的には投資口を取得し得る権利であり、その評価は投資口の評価と連動していることから、その限りにおいて新投資口予約権における「公正な価格」に関する議論が当てはまると考えるべきであろう<sup>279</sup>。もっとも、将来において行使可能な権利としての価値の評価は、単なる投資口の評価よりさらに困難であり、実際に紛争になった場合には、裁判所においてその価格を決定することには相当な困難が伴うことが容易に予想される。したがって、実務的には、可能な限りこれが行使される場面が生じないように

---

<sup>277</sup> ただし、当該合致があるかどうか争いになり得るので、会社による通知は、すべての新株予約権者に対し行う必要がある（同条 3 項 1 号）。また、公告をもってこの通知に代えることができる（同条 4 項）。江頭・前掲注（223）871 頁注 1、大隅・前掲注（213）469—470 頁を参照。

<sup>278</sup> 新投資口予約権制度の趣旨を、合併がなされなかった場合の経済状態の保証機能に限定する立場からは、シナジーを反映する必要はないとされる。江頭・前掲注（223）855 頁注 2、872 頁を参照。

<sup>279</sup> 同制度の趣旨をこれに限定しない立場からは、具体的な引継条件が定められていたにもかかわらず、その条件に沿った引継ぎが行われない場合には、条件に従った引継ぎがなされた状態を想定し、その場合に得られたであろう価値を「公正な価格」とするべきであるとされる。藤田・前掲注（250）307 頁を参照。

することが重要であろう。そのような観点からは、新投資口予約権の発行時には、合併時の取り扱いについて可能な限り明示的に定めておくことが望ましい。

なお、上述したとおり、会社法上の新株式予約権の例外として、あらかじめ新株式予約権において合併時の取り扱い（会社法 236 条 8 項）が定められていた場合であって、当該定めに従って新たな新株予約権が交付されるにすぎない場合には、新株予約権の買取請求権が認められない。これは、新株式予約権者が新株式予約権を取得した時点で予見可能であった事態であり、特別な保護を与える必要がないからである。しかし、投信法には、会社法 236 条 8 項に相当する規定が存在しておらず、会社法 236 条 7 項に相当する新投資口予約権取得の規定しか設けられていない。つまり、投資法人は、一定の事由が生じたことを条件として、新投資口予約権を取得することができ（投信法 88 条の 2 第 4 号イ、「取得条項付新投資口予約権」と呼ばれる）、また当該取得と引換えに新投資口予約権者に一定の金銭を交付しなければならない（同号ニ）。この場合も交付金銭の額または算定方法について紛争が生じ得ることから、合併に先立つ通知についてはその通知先に含まれていることに注意を要する（投資法 149 条の 3 の 2 第 2 項、投資法 149 条の 13 の 2 第 2 項）。もっとも、この通知は公告をもって代えることができるとされている（投資法 149 条の 3 の 2 第 3 項、投資法 149 条の 13 の 2 第 3 項）。さらに、金商法の発行開示により、投資法人は、取得条項付新投資口予約権を発行するにあたり、取得条件、取得日及び交付金銭等について投資者に開示する必要がある。そのため、実務的には、この論点が顕在化しない場合が多いであろう<sup>280</sup>。

#### 4.3.3 合併の情報開示規制

##### （1）情報開示の意義

一般の投資主は、投資主総会の招集通知及び公告等によって、当該合併に係る情報を得ることができる。したがって、合併契約の承認に関する投資主総会においては、その招集

---

<sup>280</sup> 藤原・前掲注（244）106-109 頁を参照。

通知の内容が法令に反しないことはもとより、法令の趣旨に沿って適正に記載されてこそ、議決権を適正に行使することができる。しかし、投資主に提供された情報につき、虚偽の情報があった場合、または議決権行使に必要な情報の記載漏れがあった場合、投資主は、必要な情報を正確に受領することができなくなるのであるから、その議決権行使についても合理的な意思決定に基づかないものとなる可能性が高い<sup>281</sup>。

また、合併に際して、上場 J-REIT の企業価値を算定する場合、投資口価格が特殊な要因で乱高下するような事情がない限り、合併を公表する直前の一定期間の市場投資口価格を基礎に算定することが多い。しかし、投資法人について適切な情報開示が行われない場合、不動産投資法人の市場投資口価格が適切に形成されているとは言い難い状況となることも少なくない。例えば、適切な情報開示がなされないことにより、風評等が発生してこれにより投資口価格が乱高下している場合や、不動産投資法人が投資口を誘導するために、合併との関係では不適切な開示または重要事実を不開示とする場合などである<sup>282</sup>。

---

<sup>281</sup> また、いわゆる「強圧的買収」を連想させるような文言が開示された書類に記載された場合、公開買付けに際して多くの投資主が応募したとしても、その公開買付価格が「公正な価格」とはいえないものとなると解される。そもそも、MBO が経営陣による自社の投資口の取得であることからして利益相反性を内在し、反対投資主から強圧的な手段で買い付ける誘導が必然的に働くことから、MBO にあっては透明性のある手続き要請されるところ、大阪高決平成 21 年 9 月 1 日金商 1326 号 20 頁（サンスター株式取得価格決定申立事件）では、①公開買付けに応じない株主については、端株しか受け取れない場合、これが売却されるが、その価格は同会社の定めた本件公開買付価格と異なることがあり得ること、②当該株主が株式買取請求権を行使し価格決定の申立てを行なっても、端株しか保有しない株主について、裁判所がこれを認めるかどうかは必ずしも明らかではないこと、③裁判所の定める買取価格及び取得価格は公開買付けの買付価格と異なることがあること、④公開買付けに応じない株主は、その後の必要手続き等に関しては、自らの責任において弁護士等に確認し、判断されたいということが記載されていた場合には、『MBO 報告書』において避けるべきとされている『強圧的な効果』に該当しかねない表現として、「多数の株主が本件公開買付けに応じたとはいえ、その価格が公正な価格であることを承認した上でのことであるということにはならない」と判示しているのである。

<sup>282</sup> 不適切な開示や不開示の例として、減損会計の前倒し適用等、不必要な会計処理に基づく損失計上による業績の下方修正を公表すること（レックス・ホールディングス MBO 事件）、業績の上方修正を公表すべき状況にあったにも関わらずそれを開示しないこと、増配計画が決定されているにも関わらずこれを適時開示しないこと、また、株価を下落させることを企図して、適時開示後の株価を株式算定に織り込むべく

したがって、投信法は、合併に関する正確な情報開示、及び正確な情報開示による適切な価格形成を促進するために、投資法人に合併契約に関する書面等の備置き及び閲覧等の義務を課している（同法 149 条、149 条の 6、149 条の 11）。すなわち、投資法人は、合併契約の内容その他内閣府令で定める事項を記載し、又は記録した書面又は電磁的記録（以下「書面等」）をその本店に備え置かなければならない。投資主及び債権者は、投資法人に対して、その営業時間内は、いつでも、閲覧、謄本の交付等の請求をすることができる。これは投資法人合併についての事前開示規制である<sup>283</sup>。

## （2）事前開示事項の内容

合併の当事投資法人による事前開示事項は、吸収合併存続法人、吸収合併消滅法人及び新設合併消滅法人で異なる。その概要は、表 10 のとおりであるが、合併条件の公正性に係る「合併対価の相当性に関する事項」と「合併対価について参考となるべき事項」の具体的な内容については、吸収合併消滅法人を例として説明する。

**表 10 投資法人合併の事前開示事項の概要**

開示事項	吸収合併消滅法人 (投信法 149 条、同法 施行規則 193 条)	吸収合併存続法人 (投信法 149 条の 6、 同法施行規則 194 条)	新設合併消滅法人 (投信法 149 条の 11、 同法施行規則 196 条)
合併契約の内容	○	○	○
合併対価の相当性に関する事項	○	○	○
合併対価について参考となるべき事項	○		
計算書類等に関する事項	○	○	○

減配の適時開示を行うこと等が考えられる。

<sup>283</sup> 事前開示は当事会社の投資主のみならず、債権者のためでもあることから、原則としてその全投資主の同意があったとしても開示すべき事項の省略や開示期間の短縮をすることはできないものとされている。ただし、例外的に、吸収合併消滅法人による「合併対価の参考となるべき事項」の開示については、吸収合併消滅法人の総投資主の同意を得た場合には、その全部または一部を省略することが認められている（投信法施行規則 193 条 4 項柱書括弧書）。



効力発生日以後の存続・新設法人の債務 <sup>284</sup> の履行の見込みに関する事項	○	○	○
各事前開示事項に変更が生じたときは、変更後の当該事項	○	○	○

まず、「合併対価の相当性に関する事項」については、投信法施行規則 193 条 3 項が、以下の事項を開示すべき旨の定めを置いている。

① 合併対価の総計（投資口の総数及び金銭の総額）の相当性に関する事項。記載すべき事項としては、合併対価の総計決定に際して投資法人が合併対価や企業価値を算定するために採用した方法（第三者機関への算定の依頼など）、算定方法（DCF 法、類似会社比較法、市場価格平均法など）や算定結果その他合併対価の総計の決定に際して考慮された事情（例えば、直前に投資口公開買付けが行われた場合に合併対価をその公開買付価格と同額にしたときには、かかる公開買付けが行われたことなど）や、決定の経緯などが挙げられる<sup>285</sup>。

② 合併対価として金銭を選択した場合にあっては、その理由。記載すべき事項としては、吸収合併消滅法人の投資主の利益への配慮（投下資本回収の機会など）、吸収合併存続法人の資本政策、経営方針などが挙げられる。

③ 吸収合併存続法人と吸収合併消滅法人とが共通支配下関係<sup>286</sup>にあるときは、当該吸収合併消滅法人の投資主（当該吸収合併消滅法人と共通支配下関係にある投資主を除く）の利益を害さないように留意した事項（当該事項がない場合にあっては、その旨）。この規定は、企業グループ内の合併において、吸収合併消滅法人やその投資主の利益よりも企業グ

<sup>284</sup> 異議を述べることができる債権者に対して負担する債務に限る。

<sup>285</sup> 相澤哲ほか「合併等対価の柔軟化の施行に伴う『会社法施行規則の一部を改正する省令』別冊商事法務編集部編『合併等対価の柔軟化への実務対応』（商事法務・2007 年）28 頁。

<sup>286</sup> 共通支配下関係とは、2 以上の投資法人が同一の者（人格のないものを含む）に支配（一時的な支配を除く）をされている場合又は 2 以上の投資法人のうちの 1 の投資法人が他の全ての投資法人を支配している場合における当該 2 以上の投資法人に係る関係をいう（投資法人の計算に関する規則 2 条 2 項 4 号）。

グループ自体の利益を優先すること<sup>287</sup>や、多数派主導による不当な条件の合併が行われることを防止するための対策として規定されたものである<sup>288</sup>。具体的には、少数投資主との利益相反を回避するためにとった手当てを開示することとされている<sup>289</sup>。実際には、①の記載事項としても挙げた第三者機関への算定の依頼に加えて、利害関係を有する役員等を検討や決議から除外したことなどの記載が考えられる<sup>290</sup>。

次に、「合併対価について参考となるべき事項」については、投信法施行規則 193 条 4 項が、以下の事項を開示すべき旨を定めている。他の開示事項と異なり、吸収合併消滅法人の総投資主の同意を得た場合には、その全部または一部を省略することができる（投信法施行規則 193 条 4 項柱書括弧書）。これは、当該事項がもつばら合併対価の交付を受ける吸収合併消滅法人の総投資主の利益のために開示されるものだからである。

① 吸収合併存続法人の規約の定め。合併の結果、吸収合併消滅法人の投資主が吸収合併存続法人の投資主になることから、当該吸収合併存続法人の組織、運営などに関する基本的な規範を開示させるものである。

② 合併対価として交付される投資口の換価方法。合併対価が流動性・換価性の低いものである場合にかかる合併対価の交付を受ける吸収合併消滅法人の投資主の利益が害されることを防ぐ趣旨で、合併対価の換価方法に関する事項の開示が必要とされている。具体的な開示事項として、施行規則では以下の 2 点を例示している。

i) 当該投資口を取引する市場：金融商品取引所その他の取引所等の名称<sup>291</sup>など、これ

---

<sup>287</sup> 支配投資法人が従属投資法人を吸収合併する際に、支配投資法人が自己に有利な合併条件での合併について、従属投資法人において議決権を行使するというような、典型的な支配従属関係の弊害に対処するためであると思われる。

<sup>288</sup> 換言すれば、この規定は、吸収合併消滅法人の少数投資主を保護しようとする規制となっている。

<sup>289</sup> 相澤・前掲注（285）28 頁。

<sup>290</sup> 玉井・前掲（147）136 頁。

<sup>291</sup> 例えば、東京証券取引所不動産投資信託証券市場である。

を特定するための情報を記載することになるものとされる<sup>292</sup>。

- ii) 当該投資口の取引の媒介、取次ぎ又は代理を行う者：投資口を取り扱う証券会社その他の業者に関する情報について、吸収合併消滅法人の投資主が当該業者に容易にアクセスすることを可能にするだけの情報を記載すべきとされている<sup>293</sup>。

③ 合併対価として交付される投資口に市場価格があるときは、その価格に関する事項。これは、吸収合併消滅法人の投資主に、合併対価の相当性の判断資料及び合併対価の交付後に市場価格を把握するための手段に関する情報を提供することを目的としたものである。施行規則の規定からは具体的に何を開示すべきかは必ずしも明らかではないが、立案担当者の解説によれば、適切に選択された一定期間にわたる市場価格の平均価格・変動状況の記載<sup>294</sup>や投資口の市場価格が掲載されているウェブサイトの URL を記載すること等が想定されているということである<sup>295</sup>。実際には、投資口の直近 6 ヶ月の各月ごとの最高・最低価格、一定の日（合併契約締結の日や合併契約承認のための投資主総会招集の役員会決議をした日など）から遡って 1 ヶ月間・3 ヶ月間・6 ヶ月間のそれぞれの終値平均などの記載などがみられる<sup>296</sup>。

### （3）金融商品取引所の適時開示

合併当事投資法人の両方またはいずれか一方が上場している場合には、上場している金融商品取引所との関係で別途の開示規制手続きが必要となる。つまり、上場 J-REIT の業務執行を決定する機関が、合併を行うことを決定した場合、または公表済みの当該合併を行

---

<sup>292</sup> 相澤・前掲注（285）29 頁。

<sup>293</sup> 具体的には、国内の証券会社のすべてが投資口を取り扱っている場合はその旨を記載すれば足りるであろうが、ごく一部の証券会社のみがそれを取り扱っている場合には当該証券会社の社名のみならず、住所、電話番号などの具体的なアクセス方法も必要であろうとされている。相澤・前掲注（285）34 頁。

<sup>294</sup> 一時的に価格が高騰している場合に高騰している投資口のみを開示することは不当な開示とされるからである。

<sup>295</sup> 相澤・前掲注（285）34 頁。

<sup>296</sup> 玉井・前掲（147）143 頁。

わないことを決定した場合には、上場規程に基づいて開示が必要となる（上場規程 402 条 1 号 k）。ここでの開示義務の範囲と、金商法のインサイダー取引規制上の「重要事実」や臨時報告書の提出義務の範囲は異なる場合がある点に留意が必要である<sup>297</sup>。

合併をする場合における具体的な開示事項は、①上場 J-REIT が他の不動産投資法人を吸収合併する場合（通常の開示が求められる場合及び開示内容を省略できる場合がある）<sup>298</sup>、②上場 J-REIT が他の不動産投資法人に吸収された場合等の類型ごとに、それぞれ異なっている。一般的な上場 J-REIT が他の不動産投資法人を吸収合併する場合（通常の開示が求められる場合）における開示事項は、表 11 のとおりである<sup>299</sup>。

**表 11 適時開示における開示事項<sup>300</sup>（通常の開示が求められる場合）<sup>301</sup>**

1. 合併の目的	
2. 合併の要旨	(1) 合併の日程 (2) 合併方式 (3) 合併に係る割当ての内容 (4) 吸収合併消滅法人の新投資口予約権に関する取扱い

<sup>297</sup> 玉井・前掲（147）291－293 頁。

<sup>298</sup> 上場会社が他社を吸収合併する場合において、(i) 上場会社の総資産の増加額がその直前事業年度の末日における純資産額の 10%未満で、かつ、上場会社の売上高の増加額がその直前事業年度の売上高の 3%未満であると見込まれる場合、(ii) 100%子会社の吸収合併の場合、または (iii) 連結子会社の簡易吸収合併の場合のいずれかに該当する場合（相手方が上場会社の場合等を除く）には、開示内容を省略して簡易な開示を行うことが認められている（東証・適時開示ガイドブック 179 頁）。

<sup>299</sup> なお、東証は、目的、割当ての内容の算定根拠、今後の見通し等の詳細な情報を機関投資家や報道機関等に個別に提供することを想定している場合には、公平な情報開示を行う観点から、できる限り開示資料に十分な記載をすることを要請している。2007 年 10 月 31 日の東証「金融商品取引法制の整備並びに上場制度総合整備プログラム対応及び組織体制の変更に伴う業務規程の一部改正に関する適時開示実務上の取扱いの見直し等について」別添 8「最近の開示実務等を踏まえた合併等の組織再編、公開買付け、MBO 等に関する適時開示実務上の取扱いの見直しについて」27－42 頁を参照。

<sup>300</sup> 開示事項としては、「開示資料の表題」も開示することが求められており、ここでは、相手方の名称、組織再編の態様（簡易組織再編・略式組織再編の場合はその旨）、決定段階（基本合意、合併契約の締結等）等が可能な限り判別できる表題とすることが求められている（東証・適時開示ガイドブック 179 頁）。

<sup>301</sup> 東証・適時開示ガイドブック 179－184 頁。なお、合併が支配投資主との取引等である場合には（上場規程 441 条の 2）、支配投資主との取引等に関する事項を開示する。

3. 合併に係る割当ての内容の算定根拠等 <sup>302</sup>	(1) 算定の基礎 (2) 算定の経緯 (3) 算定機関との関係 (4) 上場廃止となる見込み及びその事由 (5) 公正性を担保するための措置 <sup>303</sup> (6) 利益相反を回避するための措置 <sup>304</sup>
4.合併当事投資法人の概要	(1) 名称 (2) 所在地 (3) 代表者の役職・氏名 (4) 事業内容 (5) 資本金 (6) 設立年月日 (7) 発行済投資口総数 (8) 決算期 (9) 資産運用会社等 (10) 主要取引先 (11) 主要取引銀行 (12) 大投資主及び持分比率 (13) 当事投資法人間の関係等 (14) 最近3年間の財政状態及び経営成績
5.合併後の状況	(1) 名称 (2) 所在地 (3) 代表者の役職・氏名 (4) 事業内容 (5) 資本金 (6) 決算期 (7) 純資産 (8) 総資産
6.会計処理の概要	
7.今後の見通し	

これらの開示事項のうち、合併に係る割当ての内容の算定根拠等については、(1) 算定の基礎、(2) 算定の経緯及び(3) 算定機関との関係を開示する必要がある。特に、算定の際に、算定機関<sup>305</sup>の意見を聴取した場合には、当該意見を踏まえて割当ての内容を決定するに至った経緯について、算定機関の名称や意見の概要を含めて具体的に記載することが求められる<sup>306</sup>。また、上場 J-REIT が他の不動産投資法人と合併を行う場合（上場 J-REIT が

<sup>302</sup> 100%子投資法人との合併の場合は、記載は不要。

<sup>303</sup> ①支配投資主と合併を行う場合、②①以外の場合で、上場投資法人が他の投資法人に吸収合併される場合、③その他に合併の公正性を担保する必要があると判断される事情がある場合には、公正性を担保するための措置を記載する。

<sup>304</sup> ①支配投資主と合併を行う場合、②①以外の場合で、上場投資法人が他の投資法人に吸収合併される場合、③その他に合併の利益相反を回避する必要があると判断される事情がある場合には、利益相反を回避するための措置を記載する。

<sup>305</sup> 企業価値または投資口の評価に係る専門的知識を有する者を意味する。

<sup>306</sup> 東証・適時開示ガイドブック 181 頁。

簡易合併によって、非上場 J-REIT と合併する場合を除く）には、算定機関が作成した算定書（合併比率等に関する見解を記載した書面）を東証に提出することが求められる（上場規程 421 条 1 項、上場規程規則 417 条 8 号 e）。算定書には、算定の前提条件<sup>307</sup>及び算定の具体的な過程<sup>308</sup>を記載するか、またはこれらの記載した書面を添付することが求められる<sup>309</sup>。

#### 4.3.4 合併無効の訴え

投資法人合併が効力を生じた後にその効力を否定しようとする場合については、投信法 150 条は、会社法の準用により、合併無効の訴えを用意し、合併無効の主張を制限する一方、無効の効果を画一的に確定し、その遡及効を否定する。

（1）合併無効の訴えを提起できる者は、当事投資法人の投資主、執行役員、監査役員、合併を承認しなかった債権者等に限られる（会社法 828 条 2 項 7 号、8 号）。提訴期間は、効力発生日から 6 ヶ月であるが（会社法 828 条 1 項 7 号、8 号）、投資主総会決議の取消事由（投信法 94 条、会社法 831 条 1 項）に基づくときは決議後 3 ヶ月に限られる。訴えの被告は吸収合併存続法人または新設合併設立法人である（会社法 834 条 7 号、8 号）。専属管轄、担保提供命令、弁論等の併合、原告が敗訴した場合に悪意または重過失があったときの賠償責任は、一般の会社の場合と同様である（会社法 835－837 条、846 条）。合併を無効とする判決は第三者にも効力が及び（対世効）、また遡及効が否定される（会社法 838 条、839 条）。したがって、吸収合併存続法人または新設合併設立法人は無効の判決によって将来に向かって分割されることになる。すなわち、合併によって消滅した投資法人は復活し、新設した投資法人は消滅し、発行した投資口は無効になる。各当事投資法人が合併当時有している財産で吸収合併存続法人または新設合併設立法人に現存するものはもとの会社に復帰する。しかし、吸収合併存続法人または新設合併設立法人が合併後に取得した財産に

---

<sup>307</sup> 前提とした重要な要素である。例えば、DCF 法の前提とした利益計画や割引率等である。

<sup>308</sup> 例えば、具体的な算定方式、当該算定方式を採用した理由、各算定結果の数値等である。

<sup>309</sup> 東証・適時開示ガイドブック 176 頁。

については、このような処理ができないので、対外的には債務は当事投資法人の連帯とし、プラスの財産は当事会社の共有とし、対内的な負担部分または持分は当事投資法人の協議で、もし協議が整わないときは裁判所が、これを定める<sup>310</sup>（会社法 843 条）。

（2）合併無効事由については、明文の法規定はなく解釈に委ねられているが、一般論としては、投資法人合併手続きの瑕疵のうち、軽微とは認められないものが無効事由に該当すると解されている<sup>311</sup>。具体的には、合併契約の必要的記載事項の不記載、合併契約を承認した投資主総会決議の不存在・無効・取消し、債権者異議手続きを履践していないこと、合併に関する開示事項の不開示や重大な不実記載などが、無効事由の例として挙げられている。法律関係の安定性等を考慮すれば、合併条件が当該投資法人の投資主にとって不利益であることのみを理由に、合併を無効とした裁判例は存在しないようであり、学説上もそのような見解を唱えるものは見当たらない。

それでは、投資法人の役員が、自らの利益を追求する一方で投資主の利益に十分に配慮せず、その結果として合併の対価に著しい不公正が生じたと評価できる場合には、合併を無効とすることは可能であろうか。この問題に関して、学説上は、合併対価の著しい不公正それ自体が合併の無効事由にあたるとする見解も有力に主張されている<sup>312</sup>ものの、現時点での学説上の多数説と考えられる見解<sup>313</sup>は、合併対価の著しい不公正それ自体を無効事由と解するのではなく<sup>314</sup>、投資主総会において特別利害関係人の議決権行使により著しく不公正な合併対価が決定された評価できる場合に、投資主総会決議の取消事由となること（投信法 94 条 2 項、会社法 831 条 1 項 3 号）を認め、その結果として、合併対価の著しい

---

<sup>310</sup> 神田・前掲注（226）370-371 頁。

<sup>311</sup> 江頭・前掲注（223）885 頁、伊藤・前掲注（223）428 頁、龍田・前掲注（223）471-472 頁など。

<sup>312</sup> 神田・前掲注（226）370 頁、柴田和史『会社法詳解』（商事法務・2009 年）380 頁など。

<sup>313</sup> 江頭・前掲注（223）855-857 頁注 2、龍田・前掲注（223）472 頁、村田敏一「株式会社の合併比率の著しい不公正について：その抑止策と株主の救済策を中心に」立命館法學 321・322 号 531 頁、537 頁など。

<sup>314</sup> 合併比率の不当または不公正は合併無効事由とならないと判示した判例としては、最判平成 5 年 10 月 5 日資料版商事法務 116 号 196 頁がある。

不公正による合併の無効の主張を認めるというものである。したがって、学説上の多数説の見解に従う限りは、合併対価の著しい不公正それ自体は無効事由にはあたらないが、投信法 94 条 2 項が準用する会社法 831 条 1 項 3 号を経由することで合併無効を主張することが可能となる<sup>315</sup>。

しかしながら、実際の問題としては、合併が無効と評価されるためには、投資主総会決議の取消しが裁判所に認められることが必要であるが、相互独立の投資法人間の合併の場合には、このことは容易ではないのであろう。例えば、買収者が対象投資法人の役員に対して合併後の投資法人の役職等を提供することで、対象投資法人の投資主にとって著しく不公正な対価の合併が実現したとしても、買収者や対象投資法人の役員が、投資主として投資主総会において合併に賛成する議決権を行使しなければ、投資主総会決議の取消しが認められる余地はない。また、仮に買収者や対象投資法人の役員が議決権を行使したとしても、役職等の提供を受けた役員を上記の特別利害関係人と評価できるかという問題や、当該議決権行使と著しく不公正な合併対価の承認との間に因果関係が肯定できるかといった克服すべき問題があるため、投資法人合併の無効を主張するにあたり乗り越えなければ

---

<sup>315</sup> 合併無効の訴えと、その訴えの一原因である合併承認決議の無効・取消し等の訴えとの関係については議論がある。合併無効の訴えと決議の無効・取消し等の訴えとは並立し、そのいずれをも提起することができるとする説（並立説）と、決議の無効・取消し等の訴えは合併無効の訴えに吸収され、独立してこれを提起することができないとする説（吸収説）がある。並立説によれば、合併の効力発生後でも、合併無効の主張を目的とし、または、合併無効とは無関係に、合併承認決議の無効・取消し等の訴えを提起することができることになる。これに対して、吸収説は、合併効力発生後におけるその無効の主張は、そのための独立の訴えである合併無効の訴えによるのが適当であるとともに、合併成立後において、合併無効の主張と無関係に、合併承認決議の無効・取消し等のみを訴える利益のある場合は通常考えられないとする。ただし、吸収説をとっても、合併承認決議の無効・取消し等の訴えは提起できるものと解するのが一般的であり、この見解は、合併効力発生前に提起されたこれらの合併承認決議の効力を争う訴えは、合併効力発生後は合併無効の訴えに変更することを要し、その変更をしない限り、合併効力発生とともに訴えの利益は失われると解する。この訴えの変更は合併無効の訴え提起期間内になされなければならない。また、合併承認決議の取消しの主張には、3 ヶ月の提訴期間の定めがあるから、この期間を経過するときは、合併無効の訴え提起の期間内であっても、合併承認決議の取消原因を理由として合併無効を主張することはできないものと解する。森・濱田松本法律事務所編『組織再編』（中央経済社・2010 年）317－318 頁。



ならないハードルは高いと考えられる<sup>316</sup>。

以上により、合併無効の訴えについては、無効事由が限定されていることや、学説上の議論も支配・従属関係のある当事者間の合併の場面を主に念頭に置いてきたことを踏まえ、投資法人合併条件の公正性を確保する事後的な手段として、合併無効の訴えが実効性をもって十分に機能するといえるかは疑問である。

#### 4.3.5 役員等の損害賠償責任

投資法人合併において、投資主が事後的に役員等の損害賠償責任を追及する方法としては、投信法上は、役員等の投資法人に対する任務懈怠責任（投信法 115 条の 6 第 1 項）を投資主代表訴訟により追及する方法と、投資主が役員等の行為によって被った損害につき役員等に対して直接に対第三者責任を追及する方法（投信法 115 条の 7 第 1 項）とが考えられる。以下では、それぞれの責任追及方法につき検討を行う。

まず、投資主代表訴訟により責任を追及する方法についてであるが、投資法人合併の対価は投資主に対して直接に支払われるため、合併に関する役員等の行為によって、投資主に損害の発生が観念できても、投資法人に損害が生じたことの認定が困難であるという問題が存在する。投資法人の裁判例がまだ存在していないが、会社法の裁判例の中には、取締役の責任を追及する株主代表訴訟が提起された場面に関するものであるが、組織再編の対価が著しく不公正であっても、組織再編の当事会社には損害は生じていないとするものがあり<sup>317</sup>、学説上も、会社の損害の要件を欠くことを根拠に、組織再編対価が現金であるような場合を除き、組織再編対価の不公正を理由とした株主代表訴訟の提起には否定的な見解が多い<sup>318</sup>。したがって、たとえ合併対価が著しく不公正であったとしても、そのことによって投資法人の損害要件を満たすとは考えにくいことからすれば、投資主代表訴訟に

---

<sup>316</sup> 白井・前掲注（25）113－116 頁を参照。

<sup>317</sup> 東京地判平成 6 年 11 月 30 日資料版商事法務 131 号 89 頁、東京高判平成 7 年 1 月 20 日資料版商事法務 132 号 48 頁、最一小決平成 7 年 4 月 21 日資料版商事法務 136 号 63 頁、大阪地判平成 12 年 5 月 31 日判時 1742 号 141 頁などを参照。

<sup>318</sup> 江頭・前掲注（223）855-857 頁注 2、神田・前掲注（226）353 頁などを参照。

よる役員等の責任の追及は、投資法人合併条件の公正性を確保する事後的な手段としてほとんど機能しないといわざるを得ない。

次に、役員等の対第三者責任を追及する方法についてであるが、投資法人以外の第三者が役員等の責任を追及することが可能となるために、投信法は、会社法 429 条と同様に、役員等の第三者に対する損害賠償責任（同法 115 条の 7）を設けており、この「第三者」には、役員等の任務懈怠により直接に損害を被った投資主も含まれると解されている<sup>319</sup>ため、投資主が役員等に対して直接に責任を追及する方法として同条を利用することは十分に可能であるとも考えられる<sup>320</sup>。

しかし、実際には、この方法の実現可能性を評価するにあたっては、検討しなければならない問題が少なくとも 2 つ存在する。第一に、日本では、裁判例<sup>321</sup>や学説上<sup>322</sup>の議論が不足していることもあり、投資法人合併において、役員の善管注意義務・忠実義務違反の有

---

<sup>319</sup> 株主を「第三者」と解する学説は、江頭・前掲注（223）504-505 頁注 3、伊藤・前掲注（223）251-253 頁、龍田・前掲注（223）96 頁、神田・前掲注（226）263 頁などがある。

<sup>320</sup> とりわけ、役員等の行為が、投資法人の利害を通すことなく、投資主の利害に直接に影響を与えることになる合併の場面では、投資主の利益を確保するためには、執行役員には投資主共同の利益に配慮する義務があると思われる。また、取締役の善管注意義務・忠実義務違反の内容として、株主利益の最大化を図る義務を含むと解する近年の代表的な見解として、落合誠一「企業法の目的：株主利益最大化原則の検討」岩村正彦ほか編『岩波講座：現代の法 7：企業と法』（岩波書店・1998 年）3 頁、23-25 頁、落合誠一『会社法要説』（有斐閣・2010 年）53-62 頁、江頭・前掲注（223）22-26 頁、白井・前掲注（25）97-100 頁などがある。

<sup>321</sup> 日本では、友好的買収の場面において、対象会社の取締役の善管注意義務・忠実義務違反の有無について判断した公表裁判例がほとんど存在しないために、かかる場面において、裁判所がどのような審査基準を採用するかは現時点では明らかではない。

<sup>322</sup> 学説上は、日本の友好的買収の場面における取締役の善管注意義務・忠実義務違反の有無を判断する際の審査基準について、アメリカのデラウェア州の判例法理に採用されていると考えられる 3 つの考慮要素（①利益相反性の強弱、②取締役に裁量を認めることで株主が享受できる利益の大小、③取締役の行為が株主による最終的な判断権の行使を通じた規律付けの仕組みの実効性を損ない得る程度）に基づいて、訴訟において問題となっている事案を類型化し、その類型ごとに、裁判所が対象会社の取締役の行為に介入するレベルを検討すべきではないかといった提言がある（白井・前掲注（25）479-483 頁）が、まだ普遍的な見解として受け入れられていない。

無を判断する際の審査基準が明らかではない。そのため、役員等が権限を濫用的に行使したり、私的利益を追求したりなどをするを十分に抑止できない可能性がある。第二に、たとえ役員等に対して責任を追及することが可能であっても、投資主にとっては前記の費用倒れのリスク<sup>323</sup>を負わなければならないため、訴訟を提起しない可能性が高いと考えられる。

以上みてきたように、投資法人合併において、投資法人合併条件の公正性を確保する事後的な手段としては、役員等の任務懈怠責任を投資主代表訴訟により追及する方法については、投資法人の損害要件を満たすことが困難であること、役員等の対第三者責任を投資主が直接に追及する方法については、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が明確ではなく、また、投資主にとって費用倒れになる可能性が高いことを踏まえれば、有効に機能するとまでは評価できない。

## **5 キャッシュ・アウト交付対価の公正性確保**

### **5.1 J-REIT のキャッシュ・アウトのニーズ及び手法**

上場株式会社に関する買収・再編の手法の 1 つとして、上場株の公開買付けを行った後に全部取得条項付種類株式等の法制度を利用して少数株主に現金を交付することにより株主の地位を喪失せしめ、対象上場株式会社を完全子会社化する手法があり、日本においては長らく実現困難ともされていたが、会社法制定に伴う全部取得条項付種類株式制度の導入や合併対価の柔軟化の影響等もあって、近年の実務においては、一般的なものとして受け入れられてきている<sup>324</sup>。J-REIT に関しても、キャッシュ・アウトを実行するニーズとしては、①上場 J-REIT に期待される導管性要件を充足するよう確保することが簡単ではなく、導管性確保による税務メリットを放棄してでも内部留保を可能にする等して、柔軟かつ効

---

<sup>323</sup> 前掲注（232）及び注（233）とそれに対応する本文を参照。

<sup>324</sup> キャッシュ・アウトのメリットとしては、長期的視野に立った柔軟な経営の実現、②株主総会に関する手続きの省略による意思決定の迅速化、及び③有価証券報告書の提出義務等の法規制を遵守するためのコストや株主管理コストの削減等の点にあると指摘されている。法務省民事局参事官室「会社法法制の見直しに関する中間試案の補足説明」（2011 年 12 月）第 2 部第 3 の 1（1）を参照。

率的に不動産ポートフォリオを運用・管理できるようにしたいというニーズ、②最終的に私募ファンドへの資産譲渡、あるいはJ-REITの清算を想定して、買収者が自分以外の投資主を完全にキャッシュ・アウトすることを目指すというニーズがあると考えられる<sup>325</sup>。

上場株式会社におけるキャッシュ・アウトの手法としては、公開買付けを前置した上で、①全部取得条項付種類株式の発行を用いる方法、②現金交付合併を用いる方法、③株式併合を用いる方法などを行うことが考えられるが、昨今の実務においては、①の方法が一般的となっているといえよう。公開買付け後にどのような方法を用いてキャッシュ・アウトを達成するかについては、会社法と投信法とで認められる買収・再編の制度に違いがあることに起因して、J-REITの場合にはスキームの選択肢が限られている。すなわち、投信法上、そもそも種類投資口の発行が認められていないために全部取得条項付種類株式に相当する制度も存在しておらず、また、現金交付合併も認められていない。そこで、J-REITのキャッシュ・アウトの手法として理論上残されているのは、(1)対象投資法人を消滅投資法人、非上場投資法人を存続投資法人とする吸収合併を行い、かつ、消滅投資法人の投資口をすべて端投資口とした上で、投信法の定め（149条の17第1項1号）に従って端投資口を処分して得られた現金を端投資主に交付する方法（以下「端投資口交付合併」という）、(2)対象投資法人について投資口の併合を行い、少数投資主の投資口をすべて端投資口とした上で、投信法の定め（88条1項）に従って端投資口を処分して得られた現金を端投資主に交付する方法（以下「投資口の併合<sup>326</sup>」という）に限られると考えられている<sup>327</sup>。以

---

<sup>325</sup> ここで留意すべきは、J-REITを非公開化することそのものを目標とする場合もあり得るものの、J-REITの場合にも少数投資主を排除して完全子法人化することが主たる目的とされる場合が大半であると思われる。新家・前掲注（4）563-564頁。

<sup>326</sup> 投資口の併合は、キャッシュ・アウトを行う手法に限らず、流通投資口数の削減策として利用することもあると考えられるが、内部留保資金の制約から現実的には困難であろう。また、上場J-REITの実務において、投資口の分割は時々見られるが、投資口の併合はめったに発生しない。その理由の1つとしては、投資口の分割は執行役員が役員会の承認を受けて行うものとされている（投信法81条の3第2項）が、投資口の併合は株主総会の決議事項である（同法81条の2第2項）、ということである。また、もう1つの理由としては、東証は、従来から「流通市場に混乱をもたらすおそれのある」株式併合などを行わないように上

下では、上記のような 3 つの軸に沿って、この 2 つの手法のストラクチャー及び対価の公正性確保について、それぞれ検討する。

## 5.2 決定の主体

まず、端投資口交付合併による方法については、消滅投資法人の投資主には、合併対価として存続投資法人の投資口が交付されることに着目する。キャッシュ・アウトを行うためには、買収者の非上場投資法人を存続投資法人とした上で、合併比率を極端な比率とし、対象投資法人の少数投資主に交付される投資口が買収者の非上場投資法人の投資口 1 口未満にしかならないように設計する。投資法人は他の投資法人としか合併することができず、株式会社その他の法人との合併はできないため、端投資口交付合併を行うためには、買収者でも対象投資法人とは別の非上場投資法人を準備する必要がある。

次に、投資口の併合による方法については、買収者以外の少数投資主の投資口がすべて端投資口となるような併合割合により投資口併合を行う。発生した端投資口については、その端数の合計数に相当する口数の投資口を公正な金額によって売却し、かつ、その売却により得られた代金を投資主に交付するものとされる（投信法 88 条 1 項）。投信口を売却し、金銭を交付することにより、対象投資法人の投資主から投資主の地位を奪うこととなるため、端投資口交付合併と同様にキャッシュ・アウトの一手法と位置付けられるものである。

---

場会社に対して求めている（上場規程 434 条）ことにある。違反した場合には、上場契約違約金や公表措置の対象となる（同 508 条、509 条）のみならず、悪質な株式併合については、上場廃止というより厳しい対応を採るということである。不適切な株式併合等の決議・決定を行った上場会社は、「株主の権利の不当な制限」（同 601 条 1 項 17 号）に抵触するとして、上場廃止とされる（同施行規則 601 条 13 項 7 号）。具体的には、「株主総会における議決権を失う株主が生じることとなる株式併合その他同等の効果をもたらす行為に係る決議又は決定（株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと当取引所が認めるものに限る）」の場合である。上場廃止の判断基準である「株主の利益を侵害するおそれが大きい」かどうかは、（1）議決権を失うこととなる株主の数、（2）株式併合の目的、（3）キャッシュ・アウトされる株主の数及びその他の条件を総合的に勘案して審査を行うとされている（東証上場管理等に関するガイドライン IV10）。

<sup>327</sup> 新家・前掲注（4）565-567 頁。

端投資口交付合併と投資口の併合は、いずれも投資主総会の特別決議による承認が必要であるから、その最終的な決定権は投資主総会にある。しかし、一般の投資法人合併または投資口の併合と異なり、キャッシュ・アウトの場合は、上述の強圧性の問題<sup>328</sup>が生じる可能性が高いことから、少数投資主にとっては、自らの意思のみで端投資口交付合併または投資口の併合を阻止することは困難であると想定され、この場合の選択自由権が一番低いと思われる。そこで、投信法は、一番厳格な基準を設けて、少数投資主への交付対価の公正性の保障を図る。

### 5.3 公正な価額の基準

端投資口交付合併によるキャッシュ・アウトの場合、最終的に対象投資法人の少数投資主<sup>329</sup>については、発生する端投資口の売却により得られた現金を少数投資主に交付することを想定している（投信法 149 条の 17 第 1 項第 1 号）。投資口の売却方法としては、①上場投資口については上場取引所における売却、②店頭売買投資口については店頭売買市場における売却、③それ以外の投資口については「投資法人の純資産の額に照らして公正妥当な金額による売却」という 3 つがある（投信法施行規則 199 条）が、端投資口交付合併において発生する端投資口は、存続投資法人たる非上場投資法人の端投資口となるため、③の売却方法がとられることになろう。この場合には、消滅投資法人の投資口の市場価格ではなく、純資産額（NAV）を基準として対価の公正性が判断される<sup>330</sup>。

また、投信法施行規則 138 条は、投資口の併合における投資口の売却方法として、①上場投資口については上場取引所における売却、②店頭売買投資口については店頭売買市場における売却、③それ以外の投資口については「投資法人の純資産の額に照らして公正妥当な金額による売却」と定めている。投資口併合の場合に、前記①及び③の売却方法がと

---

<sup>328</sup> 前掲注（178）から注（179）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>329</sup> 公開買付けを前置した場合には公開買付けに応じなかった少数投資主に限られることになる。

<sup>330</sup> 新家・前掲注（4）572 頁。

られるべきかは、対象投資法人の上場投資口数<sup>331</sup>や上場廃止のタイミング<sup>332</sup>により左右され得ると考えられる。投資口併合により上場投資口数が 4000 口未満となる場合、投資口併合の効力発生日において上場廃止となっていることが多いと思われ、その場合には、端投資口交付合併と同様に、対象投資法人の投資口の市場価格ではなく、純資産額を基準として対価の公正性が判断される。これに対して、上場廃止基準に抵触しても、効力発生日においてなお上場廃止となっていない場合や、上場投資口数が 4000 口以上残るような併合割合で投資口の併合を行う場合も考えられ、この場合には、①の売却方法がとられることとなろう<sup>333</sup>。

以上の投信法施行規則の規定から考慮すれば、投信法は、キャッシュ・アウトの場合において、少数投資主への交付対価については、投資法人の投資口の市場価格ではなく、基本的に純資産額の基準を採用しているとわかるが、下記の 2 つの問題点が存在する。

まず、不動産を主な資産とする投資スキームとしての不動産投資法人にとっては、その純資産額の特殊性に注意する必要がある。一般の株式の場合、本源的価値<sup>334</sup> (intrinsic value) を観測する市場がないのに対して、不動産投資法人の投資口の場合、その裏付けとなる資産の本来価値を観測する不動産市場がある。純資産額は「不動産投資法人の不動産ポートフォリオの市場価値から負債を差し引いた純資産の額」と定義される。理論的には不動産

---

<sup>331</sup> 上場規程 1218 条 2 項 6 号により、上場投資口口数が 4000 口未満になると、上場廃止基準に抵触することから、キャッシュ・アウトのために投資口の併合を行おうとすれば、場合によっては当該上場廃止基準に抵触することとなり得る。

<sup>332</sup> 上場廃止のタイミングについて、東証の場合には、上場投資口数が 4000 口未満となる場合において、東証が対象投資法人から上場投資口口数の減少に関する投資主総会決議についての書面による報告を受けたときは、上場廃止基準に該当するものとして取り扱われ（上場規程施行規則 1233 条 2 項）、東証が上場廃止を決定した日の翌日から起算して 1 ヶ月を経過した日に上場廃止となる（ただし、東証が速やかに上場廃止すべきであると認めた場合はこの限りではない）（同施行規則 1234 条 8 号）。

<sup>333</sup> 新家・前掲注（4） 573 頁。

<sup>334</sup> 株式の本源的価値とは、投資者が受け取る将来の配当及び株式売却による収入を、適切なりスク調整済みの割引率で割引いたものである。不動産証券化協会『不動産証券化商品分析』（不動産証券化協会・2012 年）149 頁を参照。

投資法人の投資口価格は 1 口当たりの純資産額に等しいが、実際には、投資口価格と純資産額が一致することは稀にしか起こらない。各国の REIT の歴史では、投資口価格は純資産額を基準として数年の周期で循環している。これは、投資口価格が、実物不動産としての評価指標<sup>335</sup>のほか、不動産とは無関係の証券市場のみに関連する評価指標<sup>336</sup>にも大きな影響を受けているためである。

純資産額が投資口の市場価格総額を上回る場合<sup>337</sup>には、裁判所が投資口の市場価格よりも純資産額を重視し、たとえば、「買収者の選定にあたって公正かつ適正な競争入札が行われており、独立当事者間の交渉を経て価格が決定されている場合であれば買収価格には公正性が認められてしかるべきである」といった議論に与しない可能性がある。よって、このような場合に、買収者としては、当該要素を十分に想定しつつ、相応の資金を用意したうえで、キャッシュ・アウトの実行に踏み込むべきことに注意が必要であろう。これに対して、純資産額が投資口の市場価格総額を下回る場合には、純資産額の基準を維持すると、キャッシュ・アウトの少数投資主に交付する対価は、一般の投資法人合併の投資主に交付する対価よりも少なくなるおそれがある。したがって、この場合には、純資産額の基準を維持するのが合理であるか、投資口の市場価格を基準として判断すればよいか、また、ほかの基準を採用する可能性があるかなど、引続き検討する必要がある。

次に、投資口の併合によるキャッシュ・アウトの場合には、投資口端数の売却方法が硬直的であるという問題がある。換言すれば、①上場投資口については上場取引所の市場価格でしか売却できないが、③それ以外の投資口については投資法人の純資産の額に照らして公正妥当な金額でしか売却できない。そうすると、売却方法は、対象投資法人の上場投資口数や上場廃止のタイミングという人為的または偶発的な要素により左右されてしまう

---

<sup>335</sup> 例えば、組入不動産のタイプ、立地及び含み益などである。

<sup>336</sup> 例えば、出来高及び過去の投資口価格などである。

<sup>337</sup> 例えば、リーマン・ショック後の何年間には、上場 J-REIT においては、純資産額が投資口の市場価格総額を上回る状況がほとんどであった。



おそれがある<sup>338</sup>。そのため、現在の売却方法については再考する余地があると思われる。

#### 5.4 制度上の保障措置

キャッシュ・アウトを行う場合には、少数投資主が異議を述べることができる機会、少数投資主の差止請求権及び投資口買取請求権などを与えられていることが、対価の公正性を確保する手段として重要であるとされている。投信法では、以下のいくつかの制度が設けられているが、それぞれにつき問題点も少なくないため、キャッシュ・アウト対価の公正性を確保するために有効に機能しているかは疑問である。

第一に、少数投資主のキャッシュ・アウトにおける投資口買取請求権については、端投資口交付合併の場合において、少数投資主は一般の合併と同様に、投資口買取請求権を持っている。しかし、投資口併合によりキャッシュ・アウトを実現しようとする場合は、端投資口交付合併の場合とは異なり、反対投資主に、投資口買取請求権は認められない<sup>339</sup>。そのため、価格自体がいかに高額とされていようとも、なお対価の公正性が担保されていないとの判断につながる可能性も否定しきれないと考えられる<sup>340</sup>。なお、投資口の併合が用いられる場合、投資主の価格決定申立制度は存在しないから、不満があるのは価格であっても、少数投資主がその利益を守るには当該投資口の併合自体を否定するほかない。実際には、投資法人運営につき影響力を持たない少数投資主としては、価格について折り合

---

<sup>338</sup> 具体的には、純資産額が投資口の市場価格総額を上回る場合には、対象投資法人の役員は、併合割合について上場投資口数が 4000 口以上残るように設定し、または効力発生日について上場廃止日までに設定すれば、比較的に低い金額（投資口の市場価格）で端数を売却できるようになる。これに対して、純資産額が投資口の市場価格総額を下回る場合には、対象投資法人の役員は、併合割合について上場投資口数が 4000 口未満となるように設定すれば、依然として比較的に低い金額（純資産額）で端数を売却できるようになる。

<sup>339</sup> 平成 26 年会社法改正は、少数株主の救済方法として、組織再編や株式併合に対する差止請求権と、株式併合により端数が生じる株式についての買取請求権を創設した。それで、投信法は、投資法人合併の差止請求権と投資口併合の差止請求権を会社法準用の形で導入したが、投資口併合の買取請求権が依然として認められていない。投資法人合併の差止請求権と投資口併合の差止請求権については、本章の検討で触れないが、本稿第三章第二節の議論に任せることとする。

<sup>340</sup> 新家・前掲注（4）573-576 頁。

いがつけば、当該キャッシュ・アウト自体の効力を否定する意思までは有しないことが多いと思われる<sup>341</sup>。

第二に、少数投資主のキャッシュ・アウトにおける損害賠償請求権について、少数投資主が端投資口交付合併または投資口併合により損害を受けた場合には、少数投資主から対象投資法人の執行役員への善管注意義務・忠実義務の違反を根拠とする損害賠償請求（投信法 115 条の 7 第 1 項）、買収者への損害賠償請求<sup>342</sup>（民法 709 条）がなされる可能性があると考えられる。この場合に少数投資主が受ける損害は、公正な対価と実際に交付された対価の差額であると認め得るが、上述のような審査基準の不明及び費用倒れなど問題点<sup>343</sup>がこの場合にも存在しているため、その実現可能性は高くないと考えられる。

第三に、端投資口交付合併の有効性についてであるが、会社法制定前の旧商法下においては、現金交付合併が認められていなかったことから、端株交付合併は、旧商法の認めていない現金交付合併を実質的に行なっていることになり、「株式交換＋清算方式」等の他のキャッシュ・アウトのスキームに比べて違法視されるリスクが高いのではないかと、という議論がなされていた<sup>344</sup>。投信法においては、旧商法と同様に、現金交付合併は認められていないことから、端投資口交付合併について、端株交付合併と同様の議論がなされる可能性があると考えられる。仮に、端投資口交付合併が投信法の認めていない現金交付合併を実質的に行なっているものであり、投信法に違反するという解釈がなされた場合には、合併手続が違法であったとして、合併無効となる可能性も否定できないと考えられる。特に、会社法が株式会社に現金交付合併を認めながら、投信法はあえて同制度を導入していないことに鑑みると、その可能性は一定程度残るといわざるを得ない面がある。

---

<sup>341</sup> 山本・前掲注（162）509-510 頁。

<sup>342</sup> 例えば、下記の「第四」で述べるとおり、投信法が認めていない現金交付合併を、投信法の潜脱的手法により実現したことが不法行為を構成するとの根拠などに基づく。

<sup>343</sup> 前掲注（321）から注（323）とそれに対応する本文を参照。

<sup>344</sup> 内間裕＝野田昌毅「ゴーイング・プライベートの法的手法と留意点」商事法務 1675 号 83 頁。

## 6 本款の議論の小括

### 6.1 現行の J-REIT の公正性確保の枠組みの特徴及び問題点

本款は、J-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性問題について、(1) 投資口公開買付価格の公正性、(2) 新投資口第三者割当価格の公正性、(3) 投資法人合併条件の公正性、及び(4) キャッシュ・アウト交付対価の公正性の確保にしばって考察を行った。考察の結果としては、J-REIT の買収・再編に関する現行の法制度は、各法的手続において投資主の選択自由権（すなわち買収・再編条件を受け入れるかどうかに関する権利）の強弱により、異なる公正な価額の算定基準や制度上の保障措置を設けるといった公正性確保の枠組みを採っていることが明らかになった。

例えば、(1) 投資口公開買付けの場合は、個々の投資主の選択自由権が高いので、公正な価額について均一性のみが求められ、制度上の保障措置として、情報開示規制と買収者の損害賠償責任等が考えられるが、投資主に対して、公開買付けに対する差止請求権または買取請求権が付与されていない。これに対して、(2) 新投資口第三者割当ての場合は、投資主が直接に関与することができず、その選択自由権が低いと考えられるので、資産の内容に照らし公正な金額を算定することが要求されるほか、投資主に新投資口発行の差止請求権という事前的な保障手段が付与されている。(3) 投資法人合併の場合は、最終的な決定権が投資主総会にあり、個々の投資主に一定の選択自由権があるので、投資主総会による多数決に反対する投資主に投資口買取請求権という事後的な保障手段が付与される。投資主は、これを行行使することにより、投資口の客観的価値を基礎として算定する公正な価格で投資法人から退出する機会が保障される。(4) キャッシュ・アウトの場合は、最終的な決定権が投資主総会にあるが、対象投資法人の支配権が買収者に握られており、少数投資主はキャッシュ・アウトに応じざるを得ないことから、その選択自由権が最も低いと考えられる。そのため、公正な価額について投資法人の純資産額に照らして算定するといった高い基準が設けられ、制度上の保障措置について事前の差止請求権と事後の買取請求権両方が少数投資主に付与されている。

表 12 J-REIT の買収・再編における各公正性確保の比較（平成 26 年会社法改正前<sup>345</sup>）

	公開買付け	新投資口 第三者割当て	投資法人合併	端投資口交付合 併によるキャッ シュ・アウト	投資口併合に よるキャッシ ュ・アウト
決定主体	個々の投資主	役員会	投資主総会	投資主総会	投資主総会
投資主選 択自由権	高	低	中	一番低	一番低
公正な価 額の算定 基準	均一性	資産の内容に照ら し公正な金額 （日証協指針のル ールによる）	公正な価格 （シナジー反 映価格または ナカリセバ価 格）	純資産額	純資産額 or 投資口の市場 価格
制度上の 保障措置	1. 情報開示規 制 2. 買収者の損 害賠償責任 3. 買収者の役 員等の連帯責 任 4. 役員等の損 害賠償責任	1. 情報開示規制（上 場投資法人のみ） 2. 新投資口発行の 差止請求権 3. 新投資口発行の 無効の訴え 4. 役員等の損害賠 償責任 5. 投資口引受人の 差額支払義務	1. 情報開示規 制 2. 反対投資主 の買取請求権 3. 合併無効の 訴え 4. 役員等の損 害賠償責任	1. 情報開示規制 2. 反対投資主の買 取請求権 3. 合併無効の訴え 4. 役員等の損害賠 償責任	1. 情報開示規制 2. 投資主総会決 議の取消しの 訴え 3. 役員等の損害 賠償責任
問題点	1. 強圧性の問 題 2. 取引保護条 項の問題 3. ただ乗りの 問題 4. 投資法人の 損害要件の問 題 5. 投資主の費 用倒れの問題	1. 有利発行規制不 存在の問題 2. 情報開示の問題 3. 投資法人の損害 要件の問題 4. 投資主の費用倒 れの問題	1. 算定方法及 び判断枠組み の問題 2. 投資法人の 損害要件の問 題 3. 善管注意義 務・忠実義務違 反の審査基準 の問題 4. 投資主の費	1. 強圧性の問題 2. 純資産額の変動 性の問題（特に市 場価格より低い 場合） 3. 投資主の費用倒 れの問題	1. 強圧性の問題 2. 純資産額の変 動性の問題（特 に市場価格より 低い場合） 3. 売却方法の硬 直性の問題 4. 投資主の費用 倒れの問題

<sup>345</sup> 平成 26 年会社法改正後の J-REIT の買収・再編における公正性確保の枠組みは、本稿第三章の表 34 を参照。

			用倒れの問題		
--	--	--	--------	--	--

このような公正性確保の枠組みに一定の合理性があることは否定できないが、上述のとおり、J-REIT の買収・再編の各法的手続にそれぞれの問題点が少なくない。例えば、(1) 投資口公開買付けの場合には、強圧性及び取引保護条項の問題が存在するため、投資主は投資口を売るかどうかを自由に選択できないおそれがある。また、保障措置としては、事後の損害賠償責任が買収者または対象投資法人の役員等に課されているが、提訴理由が限定されるため、企業価値評価の公正性を確保できるかどうか疑問である。さらに、現行法は、不公正な公開買付けに対して、裁判所による差止めという事前の保障措置を用意していない。(2) 新投資口第三者割当ての場合には、役員会限りの判断で買収を実現することができるから、買収に関する最終的な判断権が投資主に全く付与されない。また、平成 25 年投信法改正により、新投資口発行の差止請求権が投資主に付与されたが、役員の善管注意義務・忠実義務違反のみを根拠に新投資口発行の差止請求権を行使することは、会社法 210 条の法令違反に関する従来の一般的な理解に照らすと困難であろう。そして、投信法は募集要項の通知・公告の規定を準用していないため、新投資口の発行を知らない既存投資主にとっては、差止請求権が付与されても実際にそれを行行使することは難しいであろう。(3) 投資法人合併の場合には、買取請求にかかる公正な価格について、その算定方法及び判断枠組みに関する学説上及び裁判上の基準は様々であること、また投資主は費用倒れなどのリスクを回避できないことを踏まえれば、付与されている保障措置は実効性をもって十分に機能しているとはいえない。また、(4) キャッシュ・アウトの場合には、純資産額の変動性及び売却方法の硬直性等の問題が存在するから、公正な価額の算定基準は有効に機能するとまで評価できない。したがって、こうした現状において、このような公正性確保の枠組みが有効に機能しているかどうか、換言すれば、J-REIT の買収・再編における対象投資法人の企業価値の公正性を本当に確保できるかどうかについては、疑問をいだかざるを得ない。

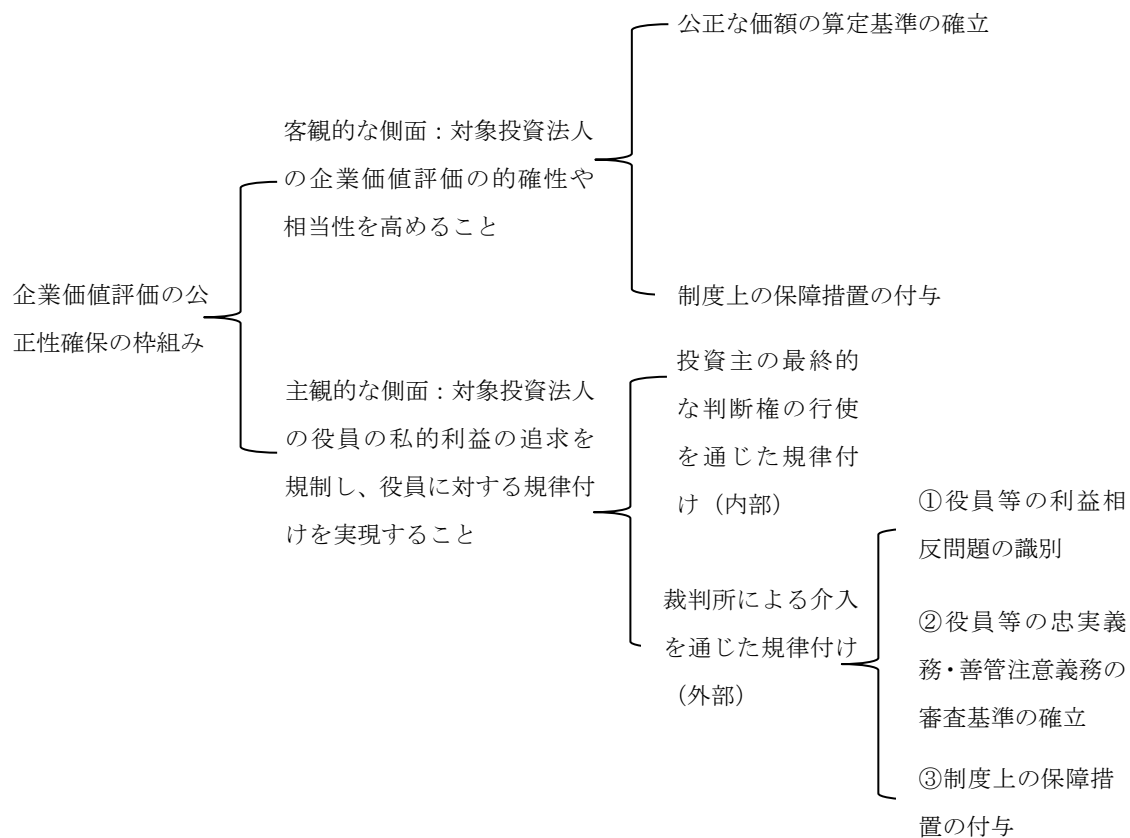
## 6.2 現行の J-REIT の公正性確保の枠組みの制度面の不足

そして、さらに重要な問題は、対象投資法人の役員が、J-REIT の買収・再編における交渉・決定権限を利用して、対象投資法人の投資主または買収者の利益を犠牲にしながら、自らの私的利益を追求する可能性が十分に存在する<sup>346</sup>点である。対象投資法人の役員による私的利益の追求は、J-REIT の買収・再編における企業価値評価の不公正につながる重要な原因である。しかしながら、本款の検討から見れば、現行の J-REIT の公正性確保の枠組みは、(1) 対象投資法人の企業価値評価の的確性や相当性を高めるという客観的な側面を重視して構想されているものの、(2) 対象投資法人の役員の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は重視されていないように思われる。その結果、このような公正性確保の枠組みでは、対象投資法人の役員に対する規律付けは、現実にはあまり機能しない可能性がある。

---

<sup>346</sup> 例えば、対象投資法人の役員は、一定規模の私的利益の提供を受けない限り、買収・再編の対価を低く抑えることや買収・再編を確実なものにすることに同意しない。

図6 J-REITの買収・再編における企業価値評価の公正性確保の枠組み



具体的には、日本において利用可能な対象投資法人の役員に対する規律付けの仕組みとしては、1) 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、2) 裁判所による介入などの対象投資法人の外部の仕組みを通じたものと大きく分けることができる<sup>347</sup>。しかし、1) 投資主による最終的な判断権の行使を通じた規律付けについては、新投資口第三者割当てによる J-REIT の買収の場面で投資主による権限行使の機会が与えられないこと、それ以外の場面で強圧性及び取引保護条項の問題によって実質的には権限が制限され得ることなどを考慮すれば、どの程度の実効性があるか疑問の余地がある。また、2) 裁判所による介入を通じた規律付けについては、日本では、①反対投資主の買取請求権の行使、②買収・再編の差止め、③買収・再編の無効、及び④役員に対する損害賠償責任の追及といった 4 つの介入手段が考えられるが、本款の検討からみれば、いずれの手段に

<sup>347</sup> この二分類の方法については、白井・前掲注（25）60 頁を参照。

についても十分に機能しているとは評価できない。

例えば、①現行の枠組みにおいて保障措置の主軸とされる反対投資主の買取請求権<sup>348</sup>は、対象投資法人ひいては対象投資法人を取得した買収者に対して、公正な価格による投資口の買取りを請求するものであるが、対象投資法人の役員に対して何らかのペナルティを科すものではない。したがって、対象投資法人の役員の行為を規律する手段として反対投資主の買取請求権が効果的に機能するのは、MBOなどの買収者と対象投資法人の役員の少なくとも一部が経済的に一体であるような場面に、基本的には限定されるものと考えられる<sup>349</sup>。

また、②現行の枠組みにおいて保障措置として重要な役割を果たしている新投資口発行の差止請求権について、その要件である法令違反には、具体的な法令違反のみが含まれ、役員の善管注意義務・忠実義務といった抽象的な規定の違反は含まれないと解される。よって、新投資口発行の差止請求権は、対象投資法人の役員の行為を規律する手段としてその効果が限定的であるといっても過言ではない。もちろん、J-REITの買収・再編の完成後の投資主の救済手段としては、③新投資口発行または投資法人合併の無効の訴えや④対象

---

<sup>348</sup> より詳しくは、藤田友敏「株式買取請求権」ジュリスト 1346 号 51 頁、川村力「合併の対価と企業組織の形態（一）」法学協会雑誌 126 巻 4 号 810-829 頁などを参照。

<sup>349</sup> なお、たとえ買取請求権の行使によって対象投資法人の役員に生じる規律付けの効果は限定的であるとしても、仮に対象投資法人の投資主が買取請求権の行使によって十分に保護を受けられるのであれば、対象投資法人の役員に対する規律付けの十分性を問題とする必要は生じないのではないかとの疑問が生じるかもしれない。しかし、投資主利益を保護する手段として日本の買取請求権制度が十分であるかどうかはさておき、仮に同制度によって十分な保護が図られていると仮定したとしても、そのような投資主の利益は、買収者の利益を犠牲にすることでもたらされるものである点には留意する必要がある。対象投資法人の役員に対する十分な規律付けを実現することなく、私的利益の追求を許容し、それによって損なわれる対象投資法人の投資主の利益は買取請求権の行使によって保護するという仕組みは、企業買収活動によって買収者に帰属する利益を著しく減少させることになる可能性が高く、結果的に日本の企業買収活動を大幅に減退させることにつながる。したがって、買取請求権の行使によって投資主利益の保護が十分に図られていると仮定するとしても、対象投資法人の役員に対して十分な規律付けを実現することの必要性は変わらず存在する。白井・前掲注（25）90 頁注 260 を参照。



投資法人の役員に対する損害賠償責任の追及という方法が考えられないではないが、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が明らかではないという問題が存在するため、役員による私的利益の追求に起因する利益相反問題を十分に抑止できない可能性がある。さらに、たとえ買収・再編の無効や役員に対する責任の追及は可能であったとしても、投資主にとっては費用倒れのリスク<sup>350</sup>を負わなければならないため、訴訟を提起しない可能性が高いと考えられる。

このように、対象投資法人の役員に対する規律付けが現実には十分に機能しない可能性があり、買収・再編の強圧性や取締役の利益相反等の問題が残されたままで、現行の J-REIT の公正性確保の枠組みは、最終的に企業価値評価の公正性を確保できるかどうかは疑問である。もっとも、逆に考えれば、現行の J-REIT の公正性確保の枠組みは、企業価値評価の公正性を確保するためには、対象投資法人の役員に対する実効的な規律付けを実現する必要がある。また、対象投資法人の役員に対する規律付けを実現するためには、まずは役員と投資主との間の利益相反問題を認識かつ規制することが不可欠であると考えられる。したがって、次款では、J-REIT の買収・再編における役員と投資主との間の利益相反問題に対して考察を行う。

---

<sup>350</sup> 前掲注（232）及び注（233）とそれに対応する本文を参照。

### 第三款 J-REIT の買収・再編における利益相反の問題

#### 1 総論

第二款では、J-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性問題を中心に考察した。そこでは、投資主の選択自由権の強弱により、異なる公正な価額の算定基準や制度上の保障措置が設けられるといった公正性確保の枠組みを採用することと、このような公正性確保の枠組みが有効に機能していないことが確認された。この問題は、対象投資法人の役員（特に私的利益の追求）に対する規律付けが現実には十分に機能しないことに起因するものである。

続いて、本款では、J-REIT の買収・再編における利益相反問題に焦点を絞って議論を進めることとする。具体的には、まず、J-REIT の日常経営における一般的な利益相反問題を概観することにより、J-REIT の利益相反の特徴をつかむこととしたい。次には、一般事業会社の買収・再編と同様の利益相反問題と、J-REIT の買収・再編における特有の利益相反問題に分けて取り上げることとしたい。その上で、J-REIT の利益相反管理体制の現状及びその有効性について実際に考察することとする。

#### 2 J-REIT の日常経営における利益相反問題

J-REIT の利益相反問題とは、各サービス業者（特に資産運用会社）が、自己または第三者（自らの親会社となっているスポンサーの場合が多い）の利益を優先すると、不動産投資法人の利益を害することになることをいう。外部運用・管理型の仕組みがとられている J-REIT においては、こうした問題が特に顕在化している。例えば、資産運用会社が不動産の取得を検討する際に、自らの資産運用報酬を増やすことを優先した結果、投資主にとって不適切な不動産を取得する可能性がある。また、資産運用会社の親会社であるスポンサーから物件を取得する際に、スポンサーの利益を優先すると、不当に高い価格で当該不動産を取得するおそれがある。具体的には、次のような事例が挙げられる<sup>351</sup>。

表 13 J-REIT における利益相反の要素を含む取引例

---

<sup>351</sup> 不動産証券化協会『不動産投資運用と倫理行動』（不動産証券化協会・2013 年）58－60 頁。

取引の種類	事例	利益が相反する要素
不動産の購入	資産運用会社の親会社（スポンサー）が所有する不動産を、資産運用会社が運用する投資法人で購入するケース	取引価格や契約条件等につき、運用会社の親会社（スポンサー）と投資法人の利益が相反する。また、購入の必要性や投資基準との適合性が論点となる。
不動産の売却	資産運用会社が運用する投資法人の所有不動産を、資産運用会社またはその親会社（スポンサー）が運用する他の投資法人へ売却するケース	取引価格や契約条件につき、投資法人の利益が相反する。また、売却の必要性や売却先の選定プロセスが論点となる。
不動産の賃貸借	1)資産運用会社が運用する投資法人の所有不動産を、資産運用会社自らが借り受けるケース 2)資産運用会社が運用する投資法人と、資産運用会社またはその親会社（スポンサー）が運用する他の投資法人が、同一エリアでテナント募集を同時期に行うケース	1)賃料や契約条件等につき、資産運用会社と投資法人の利益が相反する。 2)テナントの誘致につき、投資法人間で利益が相反する。
不動産の媒介	資産運用会社が運用する投資法人で不動産を購入または売却する際に、資産運用会社の親会社（スポンサー）やその関連会社が売買の媒介を行うケース	媒介報酬の授受につき、資産運用会社の親会社（スポンサー）等と投資法人の利益が相反する。また、媒介の必要性や役務内容が論点となる。
不動産の管理	資産運用会社が運用する投資法人の所有不動産について、資産運用会社の親会社（スポンサー）やその関連会社が管理を受託するケース	管理報酬の授受につき、資産運用会社の親会社（スポンサー）等と投資法人の利益が相反する。また、管理委託先の選定プロセスが論点となる。

これらの事例からわかるように、利益相反の要素を含む取引には次の2つの類型がある。

図 7 資産運用会社自身と投資法人との間で直接的に利益相反が生じるケース

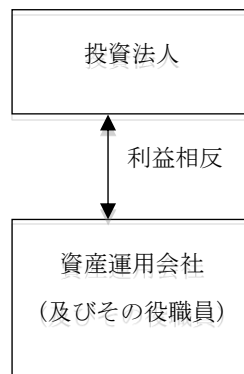
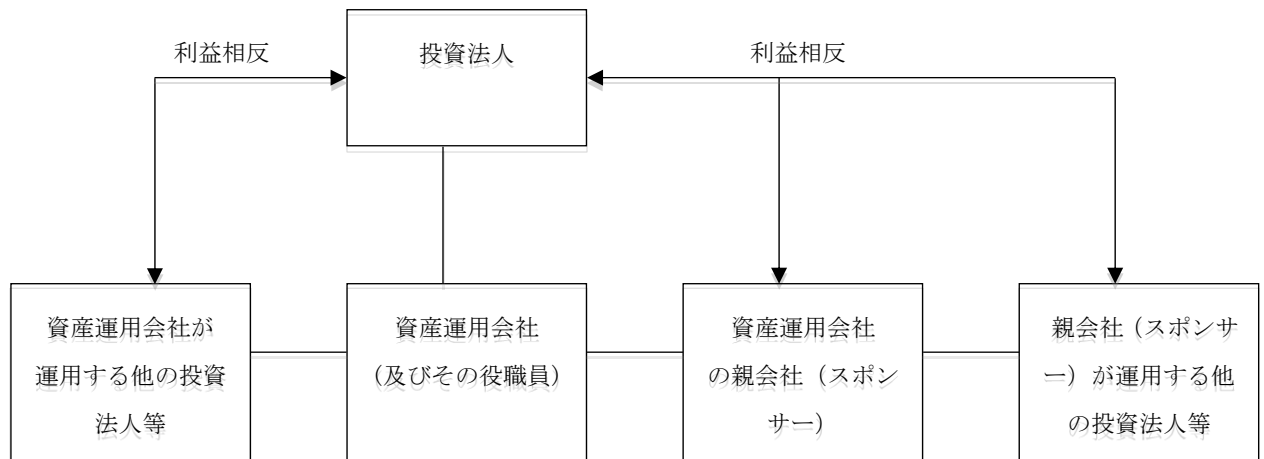


図 8 資産運用会社の利害関係者と投資法人との間で間接的に利益相反が生じるケース



しかし、これらの利益相反問題は、あくまでも J-REIT の日常経営上の問題にすぎず、J-REIT の関連法制度及び各上場 J-REIT の社内規則等は、これらの問題を十分に認識しており、相応の管理体制が整備されている<sup>352</sup>。J-REIT の買収・再編の場面にも利益相反問題が存在するはずであるが、具体的にどのような種類の利益相反問題があるか、また、現行の J-REIT の利益相反管理体制はこうした問題に対応できるかなどについては、まだ十分に検討されていない。以下では、この 2つの問題意識に基づいて考察を行うこととする。

### 3 一般事業会社の買収・再編と同様の利益相反問題

J-REIT の買収・再編に限らず、一般事業会社の買収・再編を行うにあたり、対象会社の

<sup>352</sup> J-REIT の利益相反管理体制について、本款の「5 J-REIT の利益相反管理体制の現状」を参照。

取締役と株主との間の利益相反関係が存在する場面は少なくないと考えられる。特に友好的買収・再編の場面では、原則として、取締役による買収・再編条件の交渉及び判断の過程と、取締役の交渉によって形成された買収・再編条件を受け入れるかどうかに関する株主による最終的な判断の過程という、役割の異なる二段階の判断枠組みが採用されていると考えられる<sup>353</sup>。例えば、組織再編による場合には、会社法の規定に基づいて、買収者と対象会社との間で組織再編契約の締結または組織再編計画の作成が要求される。また、第三者割当増資による場合も、こうした行為の条件について買収者と対象会社との間の合意の形成が必要である。このような買収者と対象会社との間の合意は、通常は両社の代表取締役や代表執行役による交渉を通じて形成されたうえで<sup>354</sup>、最終的には両社の取締役会によって承認される。これに対して、対象会社の株主から株式を取得する方法（例えば、株式公開買付けによる方法）を採用する場合には、買収者と対象会社との間の合意の形成は必ずしも必要ではないものの、実際には両社の取締役会の間で合意が形成されていることがほとんどである<sup>355</sup>。その後、合意された内容について、原則として対象会社の株主から同意を得ることになる。この株主の同意には、対象会社の株主から直接に株式を取得する方法を採用する場合のように、個々の株主が株式の売却に応じることで同意を得るものと、組織再編の場合のように、会社法の規定に基づき株主総会の特別決議を経ることで同意を得るものがある<sup>356</sup>。

こうした二段階の判断枠組みにおいて、取締役会と株主総会の果たしている役割は異な

---

<sup>353</sup> 白井・前掲注（25）26－27頁。

<sup>354</sup> 江頭・前掲注（223）748頁、854頁。

<sup>355</sup> 対象会社の株主から株式を取得する方法を用いる場合には、買収を実現するうえで、対象会社の取締役会の同意を得ることは会社法上は不要であるが、現実には、買収者によるデュー・ディリジェンスを実施する必要や、対象会社の従業員等の反発を避ける必要から、このような場合であっても、事前に対象会社の取締役会の同意を得ることがほとんどであるとされている。伊藤・前掲注（223）369頁。

<sup>356</sup> もっとも、以上の原則に対する重大な例外として、第三者割当増資により友好的買収を実現する場合には、対象会社の株主の同意は少なくとも法律上は要求されていない。白井・前掲注（25）27－28頁。

る。すなわち、対象会社の取締役には、買収者の選択や買収・再編条件の交渉などを行う権限が与えられている一方、株主には、取締役によって形成された買収・再編条件を受け入れるかどうかについての最終的な判断権が与えられているといえる。こうした事情から考えると、取締役が与えられた強力な権限を株主の利益のために忠実に行使しているのであらうかという疑問が生まれてくるのは自然であらう。また、企業買収・再編の取引は、対象会社にとって通常は 1 回限りの取引であるという特徴を有するから、買収者との交渉にあたる対象会社の取締役には、株主の利益よりも自らの利益を優先させるインセンティブが生じやすいと指摘される<sup>357</sup>。

また、J-REIT の買収・再編においても、以上のような二段階の判断枠組みが同様に採用されていることから、対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反関係の存在を、特に否定するだけの材料は存在しないように思われる。したがって、以下では、まず、対象投資法人の役員が買収者との間で何らかの関係を有することで、その独立性が疑われる場面を想定し、両者の利益相反関係について検討を行うこととする。

### 3.1 対象投資法人の役員の独立性が疑われる場面

独立性が疑われる役員は、J-REIT の買収・再編の手続きに関わることで、役員会の意思決定等の公正性につき疑義が生じるおそれがある。そして、実際に公正性に疑いが生じれば、役員会が決定した買収・再編条件が上記の「公正な価格」であるとの推定を受けることはできない。対象投資法人の役員の独立性が疑われる類型としては、以下のいくつかの典型的なタイプがあるため、それぞれの特徴に沿って検討を行う。

#### (1) 対象投資法人の役員が買収者となる場合（MBO）

J-REIT における MBO とは、一般に、投資法人の現在の役員（経営者）が資金を出資し、事業の継続を前提として対象投資法人の投資口を購入することをいう。この定義からも明

---

<sup>357</sup> すなわち、買収者の選択や買収・再編条件の交渉については、対象会社の取締役に全面的に委ねられていることから、当該取締役は自己利益を追求するための強力な手段を有していると十分想定できる。白井・前掲注（25）34－35 頁。

らかなように、MBO の場面においては、本来は企業価値の向上を通じて投資主の利益を代表すべき対象投資法人の役員が、自ら同社の投資口を同社の投資主から取得することになるため、投資主と役員との間には構造的な利益相反関係が生じる。また、役員は対象投資法人に関する正確かつ豊富な情報を有していることから、投資口の買収者である役員と売却者側である投資主との間に情報の非対称性も存在する。そして、こうした投資主と役員との間の構造的な利益相反関係及び情報の非対称性の存在によって、MBO の場面においては、役員が投資主の利益の最大化を図ることなく、むしろ投資主利益の犠牲の下で、自己に有利なタイミングや条件で取引を行う可能性が典型的に存在することが指摘されている

<sup>358</sup>。

#### (2) 投資法人の親会社または関係会社を買収者となる場合

投資法人の親会社または関係会社（以下「親会社等」という）が買収者となる買収・再編の場合においては、もとより独立当事者間の交渉にあたらなことを前提とする必要がある。すなわち、親会社等は、投資法人の過半数、または過半数でなくとも投資主総会や取締役会において議案の帰趨を左右することができる議決権を保有していることから、買収者と対象投資法人との間に支配・従属関係にあるといえる。これを、役員のレベルで見ても、対象投資法人の役員に親会社等からの兼任や出向、転籍の者が多数存在するのが通例であり、これらの者は買収・再編の手続きに際して親会社等の意向に沿った行動をとることが予想される<sup>359</sup>。

#### (3) 主要取引先が買収者となる場合

J-REIT の主要取引先としては、J-REIT へ融資を行うメインバンク、J-REIT の物件を借りる主力テナント、J-REIT に物件を提供するデベロッパーなどがある。主要取引先が買収者となる買収・再編については、対象投資法人にとって買収者が主要な取引先である場合と、

---

<sup>358</sup> 白井・前掲注（25）140－141 頁を参照。

<sup>359</sup> MBO による公開買付けまたは親会社による子会社の公開買付けの情報開示規制については、後継注（400）から注（405）まで及びそれに対応する本文を参照。

買収者にとって対象投資法人が主要な取引先である場合とに分けて考えられる。

まず、対象投資法人にとって買収者が主要な取引先（例えば、メインバンクと主力テナント）である場合、買収者としては、取引関係上の優位性を通じて対象投資法人の意思決定をコントロールすることが可能であり、対象投資法人の役員の独立性に疑義が生じ得る。また、仮に人事交流等で対象投資法人に主要取引先である買収者出身の役員が在籍している場合、当該役員は、買収・再編の手続きにおいて買収者の意向に沿って行動をとるのではないかとの懸念がある。

逆に、買収者にとって対象投資法人が主要な取引先（例えば、上記のデベロッパー）である場合、取引関係上、対象投資法人が買収者より有利な立場にあると考えられ、買収者側の独立性が問題となるのが通常である。その場合には、対象投資法人としては、買収・再編の手続きの公正性について特段の配慮を行う必要はない一方、買収者においては、買収・再編の手続きの公正性を保つべく、特段の配慮が必要であると解される。ただし、対象投資法人に資金力がなく経営状態が悪化し、第三者からの支援が必要な場合などは、取引関係上の優劣とは関わりなく買収者が対象投資法人より買収・再編の交渉上有利な立場に立つことになる。この場合は、対象投資法人において、手続きの公正性につき特段の配慮が必要となる。

#### （４）双方の役員に人的関係がある場合

買収者と対象投資法人の間に資本関係や取引関係がなくとも、双方の役員の間にある一定の人的関係がある場合がある。例えば、買収者と対象投資法人と双方の役員を兼務している者がいる場合や、双方の役員が親族関係にある場合などである。このような場合も、役員の独立性に疑義が生じることになる。ただし、独立性に疑義が生じるといっても、その度合いには具体的な関係の内容によって濃淡があることに注意を要する。具体的には、以下の類型に分けられる。

①兼任：買収者の役員が対象投資法人の役員を兼任しているケースが典型例であるが、



その他にも、買収者の従業員が対象投資法人の役員を兼任しているケースも考えられる。この場合、当該役員は、買収者の役職員としては、役員の善管注意義務または従業員として使用者の命令に従う義務に基づき、買収者の利益を最大化する義務を負っている。一方、対象投資法人の役員としては、役員の善管注意義務に基づき、対象投資法人及びその投資主の利益を最大化する義務を負っている。そうすると、買収者と対象投資法人の利益は、買収・再編条件を決定する場面においては、一方が有利であれば他方が不利になるという両立しない関係にあることから、買収者の役職員が対象投資法人の役員を兼任している場合、双方の職務内容が相互に矛盾することになる。したがって、このような兼任者については、買収・再編の手続きとの関係において、原則として独立性が否定されることになるう。

②出向：買収者の職員が対象投資法人の役員として出向することも想定される。この場合、対象投資法人の役員として対象投資法人に対する善管注意義務を負う一方、出向元である買収者との雇用関係が継続している。出向の場合、通常は出向先の職務に専念するため、基本的には対象投資法人の役員として善管注意義務を果たすと考えられる。しかし、買収者との雇用関係が継続している以上、対象投資法人の役員としての意思決定に対する実質的な影響を完全に排除することは困難である。したがって、対象投資法人の役員が買収者からの出向者の場合には、独立性を欠くものと評価することが適切であろう。

③転籍：買収者の役職員が完全に退任または退職して対象投資法人の役員に就任する転籍の場合は、買収者は出向終了後の人事権のような利益誘導の材料を有していない。したがって、買収者の出身者とはいえ、兼任や出向よりは買収者の影響力は弱いものと解される。ただし、形式的には転籍であるが実質的にはグループ会社の役員等を転々と渡り歩くというような、企業グループ全体での人事政策や労使慣行が存在することも考えられる。また、転籍後であっても転籍元の役職員との人的交流が継続することは十分考えられる。そのため、法的には転籍であったとしても、実質的には出向の場合に近い影響力を買収者

が有していると評価し得るケースもある。

④給与補填：買収者の役職員が対象投資法人の役員に転籍するに際して、転籍後の給与とは別に、買収者の出身元から給与補填が行われている場合がある。これは、買収者の給与や役員報酬の水準が対象投資法人の役員報酬の水準より高く、転籍により当該役員の収入が低下する場合、かかる収入の低下を補填することで、買収者から対象投資法人への転籍を円滑化するための人事政策である。当該給与補填に伴い、買収者が当該役員に対して給与補填の対価として指揮命令をすることができる場合は、出向と同様に考え、独立性が否定されるものと評価することが適切であろう。これに対し、出向とは異なり買収者が当該役員に対して指揮命令権を有しておらず、また、当該役員が買収者に対して善管注意義務を負わないケースも考えられる。しかしながら、この場合であっても、スポンサー等との間で金銭を受領するという一定の法律関係があり、また、金銭支払者である買収者に対して不利益なことを行うことで当該給与補填が打ち切られる可能性があるという意味で、出身元の会社に対して事実上従属的な立場にあることに変わりなく、対象投資法人の投資主から見れば、投資法人に対する善管注意義務が尽くされるかは疑問である。よって、当該役員についても、独立性が否定され则认为るのが無難であろう。

### 3.2 その他の対象投資法人の役員の独立性に疑いが生じる場面

対象投資法人の役員が買収者との間で何の資本・取引・人的関係を有しておらず、その独立性に疑いが無い場面であっても、対象投資法人の役員と投資主との間に潜在的な利益相反関係が存在する可能性が十分考えられる。例えば、対象投資法人の役員は、買収者との交渉を通じて、買収・再編後の企業における役職の確保、買収者との間のコンサルタント契約の締結、退職金の増額その他の報酬関連の利益<sup>360</sup>を得ることが可能である。そうすると、対象投資法人の役員は、本来は対象投資法人の投資主の利益を図るために与えられ

---

<sup>360</sup> 人事面または報酬面での利益提供以外にも、対象投資法人の役員について買収・再編後に買収者または対象投資法人の持分を取得して持株数が増加する可能性があることなど、買収により利益を受ける立場にある者が対象投資法人の買収・再編の手続きに関わっていたことが問題とされた。

た広い裁量を、自らの利益を図るために行使し、結果として、本来ならば投資主が享受するはずの利益が犠牲にされるおそれがある。

買収者が対象投資法人の役員に対し、買収・再編成立後の投資法人の役員に選任する旨をあらかじめ約束するなど、将来の身分保障という形で利益提供をすることがあり得る<sup>361</sup>。また、買収者が対象投資法人の役員に対し、買収者に有利な形で買収・再編の手続きを進めなければ対象投資法人の役員の地位を失わせるという不利益を告知するケースも考えられる。特に日本では、新卒で従業員として雇用された者が長い期間をかけて昇進し、最終的には役員として企業の経営を担うといった内部昇進の慣行が存在することを指摘できる<sup>362</sup>。内部昇進が大半を占め、人材の流動性が少ないために、いったん役員としての地位を失ってしまうと、他の企業で再び企業経営を担うことのできる地位に就く可能性は低いことに鑑みれば、対象投資法人の役員にとって、買収・再編後の企業における役職の確保は特に価値のある重要な利益となっている可能性がある<sup>363</sup>。したがって、対象投資法人の役員が、買収・再編後の企業における自らの役職を確保するために、本来は投資主に支払われるべきプレミアムを犠牲にしている場合があると推察される。

#### 4 J-REIT の買収・再編における特有の利益相反問題

上述した二段階の判断枠組みにおいて、買収者の選択や J-REIT の買収・再編条件の交渉などを行う権限は、対象投資法人の役員に付与されているが、外部運用・管理型の仕組みがとられている J-REIT において、日常経営などの資産運用管理業務は資産運用会社が行うため、買収・再編条件の交渉にあたっては、実際的には、資産運用会社が主導して検討・

---

<sup>361</sup> 対象投資法人には、買収・再編の実現を通じて、単に買収・再編前と同程度の条件の役職が与えられるだけでなく、買収・再編前よりも条件の良い役職が提供されることもあり得る。

<sup>362</sup> 石井耕『現代日本企業の経営者：内部昇進の経済学』（文眞堂・1996年）39-41頁を参照。

<sup>363</sup> 投資法人が使用人を雇用することは禁止されるから、その内部には内部昇進の慣行が存在しない。しかし、執行役員の場合は、スポンサー会社または資産運用会社で長い期間をかけて昇進し、最終的には投資法人の役員に選任されるケースが少なくない。監督役員の場合は、そのような事情が存在しないにもかかわらず、買収・再編後の企業における自らの役職を確保するために、保身的な行動を取るインセンティブがあると言えないこともない。

協議を行うのが通常である。資産運用会社の役員は、この過程に関与することが多く、かつ、大きな役割を担っている。そうすると、資産運用会社の役員は、自らの利益の保全のために、投資法人や投資主の利益を害する行為に出てしまうといった利益相反問題が構造的に生じやすいと指摘される。これは、一般事業会社の買収・再編と異なる、J-REIT の買収・再編に特有の利益相反問題といえる。こうした特有の利益相反問題は、まだ広く認識されていないのが現状である。以下では、資産運用会社の役員と買収者との独立性に疑いがあるかどうかに分けて検討を試みる。

#### 4.1 資産運用会社の役員の独立性が疑われる場面

資産運用会社の役員は、買収者との間に何らかの資本・取引・人的関係が存在し、その独立性が疑われる場面において、J-REIT の買収・再編の手続きに関わることで、役員会の意思決定等の公正性につき疑義が生じるおそれがある。資産運用会社の役員が意思決定に関与するもっとも典型的な場合は、資産運用会社の役員が投資法人の執行役員を兼任し<sup>364</sup>、役員会に参加するときである。このような役員兼任の状況は、決して特別なものではなく、実際に半数以上の上場 J-REIT に役員兼任が存在する<sup>365</sup>。この場合、投資法人の執行役員については役員会の独立性が疑われるべきことは明らかであり、役員会の意思決定等の公正性につき疑義が生じるのは当然のことである。

また、資産運用会社の役員は、投資法人の執行役員を兼任しなくても、J-REIT の買収・再編の交渉にあたり、常に中心的な役割を担っているため、役員会の意思決定の内容にかなり大きな影響を与え得る。J-REIT の買収・再編における資産運用会社の役員の役割に鑑みると、それと投資法人の役員とを実質的に同視することができるのではないかと思われる。

---

<sup>364</sup> この場合、投資法人は、金商品法 31 条の 4 第 1 項に基づき、金融庁長官に兼職に関する届出書を提出する必要がある。

<sup>365</sup> 2014 年 6 月の時点で、投資法人の執行役員が資産運用会社の役員に兼任される上場 J-REIT は、25 社がある。この数は、すべての上場 J-REIT (46 社) の半数以上 (約 54.3%) である。本稿の別紙 1「J-REIT の基本状況」を参照

る<sup>366</sup>。したがって、上記の投資法人の役員の独立性が疑われる場面に関する議論は、基本的に資産運用会社の役員の独立性が疑われる場面にも当てはめられる。この場合では、役員会が決定した買収・再編条件が上記の「公正な価格」であるとの推定を受けるかどうかについては、疑問の余地がないではない。

なお、資産運用会社の役員が自ら買収者となって、投資法人に対して買収・再編を行うこと（以下「資産運用会社の役員による買収」という）も考えられる。この場合においても、投資法人の役員による MBO のような構造的な利益相反関係及び情報の非対称性が存在する<sup>367</sup>から、資産運用会社の役員が投資主の利益を犠牲し、自己に有利なタイミングや条件で取引を行う可能性が大きいと思われる。ここで問題となるのは、資産運用会社の役員による買収は、投資法人の役員による MBO と同程度の弊害があるが、MBO として認識されておらず、MBO に関する法制度及び指針<sup>368</sup>等の規制も適用されないことである。さらに、資産運用会社は、金融商品取引業者として、投資法人に対して金商法上の忠実義務・善管注意義務（金商法 42 条）を負わなければならないが、資産運用会社の役員の投資法人の投資主に対する直接的な法的義務は存在しない。そうすると、投資主としては、いかなる根拠で資産運用会社の役員による買収を阻止するのか、または当該買収において損失を被った時にどのような根拠で資産運用会社の役員の責任を追及するのかが不明である。

---

<sup>366</sup> 平成 25 年投信法改正に伴う金商法改正は、上場投資法人に関するインサイダー取引の「会社関係者」を定義する際に、資産運用会社を投資法人と一体として取り扱っている。これは、投資法人のガバナンスの特殊性に基づいた法改正であると考えられる。また、前掲注（115）の「投信 WG 報告」も、主として業務委託先である資産運用会社において取得物件に関する重要な情報の取得・保有・管理が行われており、規制対象とする取引主体の範囲を定めるに当たり、資産運用会社を「投資法人の契約締結先」との位置付けではなく、投資法人自体と同様に取り扱うことが適当であると提言されていた。

<sup>367</sup> 前掲注（358）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>368</sup> 前掲注（258）の MBO 報告書が公表された後、経済産業省は、2007 年 9 月 4 日に「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（MBO 指針）を公表した。この MBO 指針は、MBO に新たな法的規制を課す趣旨で提案されたものではないが、実務慣行の形成を通じて、MBO の場面における対象会社の取締役に対する規律づけを実現する役割が期待されており、そのために策定されたものである。

## 4.2 資産運用会社の役員の独立性に疑いがない場面

資産運用会社の役員の独立性に疑いがない場合であっても、J-REIT の構造上の原因により、買収・再編に際して資産運用会社の役員と投資法人（投資主）との間に利益相反が生じるおそれがある。例えば、投資法人間で合併を行うことがそもそも当該投資法人（投資主）の利益の最大化に資するものかを十分に検討する必要がある、当該投資法人にとっては合併以外の手段（資産運用会社の交替、事業譲渡など）をとるほうが投資法人の利益に適うということもあり得る。しかし、投資法人間の合併が行われる場合、実務的には、資産運用会社の役員が主導して合併の検討・協議を行なっているのが通常であるが、資産運用会社としては、投資法人からより高額の報酬を取得し続けることができる途を探って、ある合併を企図することもあり得る。そもそも、かかる合併以前に、資産運用会社の交替や事業譲渡などまでを視野に入れて検討すべきにもかかわらず、自らの保身のためにこれらの選択肢を排斥し、真に投資法人の最大限の利益を目指して行動するという方向に向かないおそれを潜在的にはらむ利益相反関係にある。

また、投資法人間において合併を行うことがそれぞれの投資法人の利益に適う場合においても、合併後の投資法人から委託を受ける資産運用会社を選定する際には、合併前の投資法人それぞれにおいて資産の運用を委託した資産運用会社が存在するところ、このうちの 1 社に資産の運用を委託するのか、資産運用会社も合併させるのか、もしくは、全く新しい資産運用会社に資産の運用を委託するのか、また、報酬体系をそのまま維持するのか、それとも合併後の投資法人の実状に合わせて変更するのかなどを検討する必要がある。しかし、投資法人より資産運用にかかる報酬を取得している資産運用会社としては、引き続き合併後に誕生する新たな投資法人からも従前とおりの報酬体系をもって資産の運用の委託を受けることを意図すると思われる。この点においても資産運用会社の交替や報酬体系の変更などまでを視野に入れつつ、投資法人の最大限の利益を目指して行動しないおそれ

が潜在する<sup>369</sup>。

さらに、資産運用会社の存続または報酬維持などを考慮に入れなくとも、資産運用会社の役員が自らの利益<sup>370</sup>の保全のために投資法人（投資主）の利益を害する行為に出てしまうといった利益相反問題は依然として存在している。これは外部運用・管理型の仕組みに起因するものである。例えば、スポンサー交替に際しては、投資法人の買収・再編条件と資産運用会社の株式譲渡の条件決定とは、一体的に交渉されと考えられる。よって、資産運用会社の役員は、資産運用会社の株式譲渡の条件<sup>371</sup>を新スポンサーにとって不利（換言すれば資産運用会社にとって有利）に設定する代わりに、投資法人の買収・再編条件を新スポンサーにとって有利（換言すれば投資法人にとって不利）に設定する、という形の利益相反問題が生じるおそれがある<sup>372</sup>。

## 5 J-REIT の利益相反管理体制の現状

このような利益相反問題を回避するために、実務では、J-REIT に関する法律、諸規則及び社内規程等は、利益相反の可能性のある取引についてはより厳しいチェック手続を設けるなどの利益相反管理体制を構築している。ここで注意すべきは、利益が相反すること自体は問題とならない点である。例えば、商取引の当事者間では利益が相反することは当たり前であり、それ自体が法に反することはない<sup>373</sup>。ここでいう「利益相反問題」とは、利益が相反してはならない特別の地位にある者、自己の利益を犠牲にしても他者の利益のた

---

<sup>369</sup> 新家・前掲注（4）162-163 頁。

<sup>370</sup> 例えば、買収・再編後の企業における役職の確保、買収者との間のコンサルタント契約の締結、退職金の増額その他の報酬関連の利益などである。

<sup>371</sup> 資産運用会社は、一般的に非公開会社であるから、その株式譲渡条件の公正性確保はより難しいと思われる。

<sup>372</sup> 投資主としては、このように、投資法人間の合併に内在する投資法人と資産運用会社間の利益相反関係を十分に考慮しつつ、はたして合併を行うことが投資法人（投資主）の真の利益となるのか、また、提案された資産運用会社に対し、提案された報酬体系において資産の運用の委託を行うことが投資法人（投資主）にとって真に利益となるかが十分に検証されているかを慎重に検討しつつ、投資主総会において合併承認の議決権行使を行う必要があるであろう。この問題の事例としては、前掲の②決定がある。

<sup>373</sup> もちろん、商取引において、騙したり、嘘をついたりすることは、別途、不法行為等で扱われる。

めに働くべき者がその義務に違反するということにある<sup>374</sup>。つまり、J-REIT の場合において、投資法人に対して忠実義務・善管注意義務を負う資産運用会社等のサービス業者が、自分の利益と投資法人の利益が対立するような立場に立つてはならないのである。この義務に違反して投資法人に損害を与えた場合、上述したとおり、投資法人に対して損害賠償責任を負わなければならない。

しかし、これはあくまでも事後的な救済措置であり、投資法人（投資主）の利益を保護するためには十分でない。利益相反状況とならない方法及び利益相反状況となった場合にサービス業者が免責を受ける方法も考えられる<sup>375</sup>。前者の例としては、資産運用会社の禁止行為を設けたり、資産運用状況を投資法人及び投資主へ開示したり、社内に利益相反管理統括者や部署を設置したりすることが挙げられる。後者の例としては、利益相反取引につき、適用除外事項を設けたり、投資主の同意を受けたりすることが考えられる。

J-REIT における利益相反管理体制は、主に 5 つのカテゴリーがある。すなわち、(1) 金商法に基づく規制、(2) 投信法に基づく規制、(3) 投資信託協会（以下「投信協会」という）の諸規則に基づく規制、(4) 金融商品取引所の諸規則に基づく規制及び (5) 資産運用会社の社内規程に基づく規制である。このうち、(1) 及び (2) は法令上の規制であり、全ての投資法人とその資産運用会社が遵守しなければならないものである。また、(3) 及び (4) は上場投資法人とその資産運用会社が従うべきものである。そして、東証の上場審査基準では、上場投資法人の資産運用会社は投信協会の会員であることが要件とされている。一方、(5) は資産運用会社が任意かつ独自に定めるものであり、法令等より厳しい制限や手順を会社ごとに定めるのが通常である<sup>376</sup>。以下では、それぞれの内容及び着目点について考察を行う。そのうえで、現行の利益相反管理体制は、上述した J-REIT の買収・再編に

---

<sup>374</sup> 森下哲郎「利益相反に関する問題の諸相」利益相反研究会『金融取引における利益相反（各論編）』別冊 NBL129 号（2009 年）136 頁。

<sup>375</sup> 利益相反研究会『金融取引における利益相反（総論編）』別冊 NBL125 号（2009 年）17 頁。

<sup>376</sup> 不動産証券化協会・前掲注（351）64 頁。



おける利益相反問題に対応することができるかどうかについて検討する。

## **5.1 金商法に基づく規制**

金融商品取引業者の忠実義務、善管注意義務及び自己執行義務は、一般的な義務であるが、これらの義務をさらに具体化して、利益相反取引等を規制するのが金商法上の資産運用の際の禁止行為規定である。しかし、J-REIT の投資対象は不動産であることから、通常の有価証券とは異なり、資産運用会社は、少ない流通ストック、少ない情報のなかで、投資を実現しなければならない。したがって、投資主の利益を害する可能性がある取引を一般的に禁止すると、効率的な投資は期待できない。そこで、金商法は、以下のような投資方針を採用している<sup>377</sup>。

(1) 明らかに公平を逸し、または意図的に投資パフォーマンスを害する行為もしくは著しく利害の相反する行為（損失補填、利益提供等）については禁止する。

(2) 利益相反の可能性はあるものの、必ずしも投資主の利益を害するとは限らない行為については行為そのもの禁止せず、損害が生じた場合に責任を追求できるよう、帳簿等が公正な手続で作成され、証拠として蓄積されるような体制を充実させる。

(3) 投資対象の価格等の調査をさせ公正さを確保し、投資判断の決定プロセス等に客観性・透明性を持たせる体制をとる。

(4) 情報開示により、投資主に判断の材料を与え、また監督当局による監督に実効性を持たせる。

### **5.1.1 資産運用会社による不適切な運用行為の禁止**

資産運用会社の禁止行為は投資方針の一部である。その中に利益相反取引と関係があるのは、自己取引の禁止、運用資産相互間取引の禁止、双方代理の禁止及びその他の 4 種類である。以下、順次検討を行う。

①自己取引の禁止（金商法 42 条の 2 第 1 号、金融商品取引業等に関する内閣府令 130 条

---

<sup>377</sup> 田村幸太郎ほか『実務・不動産証券化』（商事法務・2003 年）169-170 頁。

1 号)：資産運用会社は、その行う資産運用業務に際して、自己またはその役職員との間における取引を行うことを内容とした運用をしてはならない。こうした自己取引等は利益相反が生じるおそれが高いため、原則として禁止される。ただし、投資主の保護に欠け、もしくは取引の公正を害し、または投資運用業の信用を失墜させるおそれの少ないものとして、資産運用会社の一定の自己取引は認められている<sup>378</sup>。

ここで注意すべきは、同意だけではなく、同意の前提として、まず取引の内容と取引を行う理由を投資主に説明しなければならない。なお、投資主の同意を得たうえで行う取引は、すべての取引に適用されるのではなく、3 種類の取引に限定される<sup>379</sup>。

②運用資産相互間取引の禁止（金商法 42 条の 2 第 2 号）：証券投資信託の場合には、ある資産運用会社が複数の投資信託を設定するのが一般であるのに対して、J-REIT の場合は、単一の投資法人の資産運用のみを受託することが一般的である<sup>380</sup>。複数の投資法人から資産運用を受託し、当該投資法人相互間における取引を行うことを内容とした運用をする場

---

<sup>378</sup> 例えば、(1) 資産運用会社は、第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業又は登録金融機関業務として、運用財産に係る有価証券の売買又はデリバティブ取引の取次ぎを行うことを内容とした運用を行う取引、(2) 個別の取引ごとに双方の運用財産のすべての投資主に当該取引の内容及び当該取引を行おうとする理由の説明を行い、当該すべての投資主の同意を得て行う取引、及び (3) その他投資者の保護に欠け、もしくは取引の公正を害し、または金融商品取引業の信用を失墜させるおそれがないと認められるものとして所管金融庁長官等の承認を得て行う取引である（同内閣府令 128 条）。

<sup>379</sup> つまり、(1) 取引所金融商品市場又は店頭売買有価証券市場における有価証券の売買、(2) 市場デリバティブ取引又は外国市場デリバティブ取引、及び (3) 前日の公表されている最終の価格に基づき算出した価額又はこれに準ずるものとして合理的方法により算出した価額により行う取引という 3 種類の取引に限定される。

<sup>380</sup> 2014 年 6 月現在、複数の投資法人の資産を運用している資産運用会社は 3 つしかない。1 つは、日本リートファンド投資法人と産業ファンド投資法人を運用する三菱商事・ユービーエス・リアルティ株式会社である。もう 1 つは、ケネディクス・オフィス投資法人とケネディクス・レジデンシャル投資法人を運用するケネディクス不動産投資顧問株式会社である。最後は、野村不動産オフィスファンド投資法人、野村不動産レジデンシャル投資法人及び野村不動産マスターファンド投資法人という 3 社を運用する野村不動産投資顧問株式会社である（ただし、この 3 社は、2015 年 10 月 1 日の新設合併で「野村不動産マスターファンド投資法人」という 1 社に統合した）。

合、一方の資産に不利な条件で他方の資産に利益を得させることとなるおそれが高い。したがって、忠実義務の観点から、運用資産相互間における取引を原則として禁止している<sup>381</sup>。

ただし、例外として運用資産相互間の取引であっても、双方の投資法人の投資主の保護に欠け、もしくは取引の公正を害し、または資産運用会社の信用を失墜させる恐れのない取引については行うことができるとされる<sup>382</sup>。

③双方代理取引の禁止（同内閣府令 130 条 6 号）：資産運用会社は、第三者の代理人となって当該第三者との間における取引を行うことを内容とした運用をしてはならない。ただし、資産運用会社は、第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業又は登録金融機関業務として、当該第三者を代理して行う取引は、この限りではない。また、資産運用会社は、あらかじめ個別の取引ごとにすべての投資主に当該取引の内容及び当該取引を行おうとする理由を説明し、かつ投資主の同意を得たうえで、当該取引を行うことができる。

④その他の禁止行為（金商法 42 条の 2、同内閣府令 130 条 3 号）：例えば、価格等の変動を利用した正当な根拠のない取引<sup>383</sup>、不適正取引条件<sup>384</sup>、並行投資<sup>385</sup>、自己または第三者

---

<sup>381</sup> 岸田雅雄『注釈金融商品取引法』（金融財政事情研究会・2009 年）464 頁。

<sup>382</sup> 同内閣府令第 129 条第 1 項により、以下のような取引は運用資産相互間取引の禁止の例外とされる。(1) 資産運用委託契約の終了に伴う取引、投資口の払戻しに伴う払戻金の支払に応ずるために行う取引、法令、規約の定める投資割合の超過を回避するために行う取引、双方の運用財産について、運用の方針、運用財産の額及び市場の状況に照らして必要かつ合理的と認められる取引であり、かつ、対象有価証券売買取引等であり、公正な価額により行われる取引、(2) 個別の取引ごとに双方の運用財産のすべての投資主に当該取引の内容及び当該取引を行おうとする理由の説明を行い、当該すべての投資主の同意を得て行う取引、(3) その他投資者の保護に欠け、もしくは取引の公正を害し、または金融商品取引業の信用を失墜させるおそれがないと認められるものとして所管金融庁長官等の承認を得て行う取引である。

<sup>383</sup> 資産運用会社は、特定の金融商品、金融指標又はオプションに関し、取引に基づく価格、指標、数値又は対価の額の変動を利用して自己又は投資法人以外の第三者の利益を図る目的をもって、正当な根拠を有しない取引を行うことを内容とした運用を行ってはならない。

<sup>384</sup> いわゆるアームズ・レングス・ルール（arm's length rule）である。資産運用会社は、通常と異なる条件かつ投資法人の利益を害する条件での取引を内容とした運用を行ってはならない（金商法第 42 条の 2 第 5 号）。この原則は投資法人と資産運用会社、それらの利害関係人、無関係の非利害関係人とのすべての取引に適用される大原則である。しかし、アームズ・レングス・ルールについては、どのような取引が独立し

の利益を図るため、投資法人の利益を害する取引<sup>386</sup>、第三者の利益を図るため、その行う資産運用業務に関して運用の方針、運用財産の額又は市場の状況に照らして不必要な取引<sup>387</sup>、他人から不当な取引の制限その他の拘束を受けて行う運用財産の運用、有価証券の売買その他の取引等について、不当に取引高を増加させ、又は作為的な値付けをすることを目的とした取引、資産の運用に関し、取引の申込みを行った後に資産を特定すること<sup>388</sup>などがある。

### 5.1.2 特定関係者届出書

資産運用会社は、金融商品取引業者として内閣総理大臣の登録を受けなければならないが、この登録申請上、自己の特定関係者の状況を記載した書類を添付しなければならない（金商法 29 条の 2 第 2 項 3 号）。「特定関係者」とは、資産運用会社の利害関係者である。利害関係者の範囲は、以下の表 14 で表示するとおりである。

表 14 資産運用会社の利害関係者の範囲<sup>389</sup>

規制分類	呼称	範囲
(1)金商法	特定関係者	親法人等 <sup>390</sup> 、子法人等 <sup>391</sup> 、持株会社、関係会社(第一種金融商品取

た第三者間の合理的取引であるかという要件を法定することは立法技術上困難である。利益を害することという要件も重要になるが、個別事例の積み重ねにより判断されることになる。田村幸太郎・前掲注(377) 172 頁。

<sup>385</sup> ここでは、資産運用会社がその資産運用業務として運用を行う投資法人とともに同一の投資対象に自分で投資を行う場合をいう。資産運用会社は、運用として行う取引に関する情報を利用して、自己の計算において有価証券の売買その他の取引等を行うことができない。運用取引に関する情報を利用して行う取引であるかどうかは、利益相反防止の観点から個別に判断されるべきものと考えられる。したがって、並行投資が一律に禁止されるものではない。また、自己取引が例外的に認められる場合は、基本的に並行投資を行うことができるものと考えられる。岸田雅雄・前掲注(381) 466 頁。

<sup>386</sup> この禁止行為は投資法人の利益を害することを条件とする。

<sup>387</sup> 投資法人の利益を害さなくても、第三者の利益を図るための不必要な取引を行ってはならない。

<sup>388</sup> この規定は、複数の投資法人の資産を運用する資産運用会社が、どの資産に帰属する取引であるかを特定せずに取引の申込みを行い、事後的に、当該取引の効果を帰属させる資産を特定する行為を禁止するものである。日野正晴『詳解金融商品取引法』（中央経済社・2009 年）665 頁。

<sup>389</sup> 不動産証券化協会・前掲注(351) 65 頁。

<sup>390</sup> 金商法第 31 条の 4 第 3 項に定める「親法人等」を指す。具体的には、資産運用会社の親会社等、親会

		引業を行う場合)
(2)投信法	利害関係人等 <sup>392</sup>	親法人等、子法人等、特定個人株主 <sup>393</sup> 、その他内閣府令で定める者
(3)投信協会	利害関係人等	投信法上の利害関係人等、投信法上の利害関係人等及び主要株主と不動産に係る一任型の投資顧問契約を締結している法人等、投信法上の利害関係人等及び主要株主が過半を出資しているまたは役員等の過半を占めている法人等
(4)東証	特別な利害関係にある者又はスポンサー関係者等	投信法上の利害関係人等、利害関係人等が意思決定機関を支配する特別目的会社(子会社)、その他特別の関係にある者 <sup>394</sup>
(5)社内規程	利害関係者又はスポンサー関係者他	各社で独自に定めている

特定関係者届出書には、すべての特定関係者の (1)商号又は名称、(2)資本金の額、基金の総額又は出資の総額、(3)本店又は主たる事務所の所在地、(4)事業の種類、(5)資産運用会社との資本関係、人的関係及び最近一年間の業務上の関係及び(6)親法人等、子法人等、持株会社又は関係会社<sup>395</sup>のいずれに該当するか、を記載する必要がある(同内閣府令9条4号)。

また、登録を受けた資産運用会社は、自己の特定関係者に変更が発生した場合、遅滞なく内閣総理大臣に届け出なければならない。特定関係者変更の例として、他の法人その他の団体が、自己の親法人等、子法人等もしくは持株会社に該当し、又は該当しないこととなった場合がある。

これらの規定により、資産運用会社は、自己の特定関係者の状況を都度見直し、内閣総

---

社等の子会社等、親会社等の関連会社等、特定個人株主に係る一定の会社等を指す。

<sup>391</sup> 金商法第31条の4第4項に定める「子法人等」を指す。具体的には、資産運用会社の子会社等、関連会社等を指す。

<sup>392</sup> 投信法上の「利害関係人等」は、資産運用会社やその親会社等が実質的に支配力を持つ先が広く含まれる。

<sup>393</sup> 金商法施行令第15条の16第1項第4号に定める「特定個人株主」を指す。具体的には、資産運用会社の総株主等の議決権の50%を超える議決権を保有する個人を指す。

<sup>394</sup> 資産運用会社と特別の関係にある者との取引について、内部規程等により独自に取引ルールを定めている場合における、当該特別の関係にある者。

<sup>395</sup> 第一種金融商品取引業を行う場合に限る。

理大臣に届け出る。資産運用会社としては、特定関係者の更新作業を通じて利益相反が生じる可能性のある相手方を把握し、取引時に注意を払う必要がある<sup>396</sup>。

### 5.1.3 投資法人の有価証券報告書等における開示

金商法におけるディスクロージャー制度とは、有価証券の発行・流通市場において、一般投資家が十分に投資判断を行うことができるような情報を提供するため、有価証券報告書をはじめとする各種開示書類の提出を有価証券の発行者等に義務付け、これらを公衆縦覧に供することにより、有価証券の発行者の事業内容、財務内容等を正確、公平かつ適時に開示し、もって投資者保護を図る制度である<sup>397</sup>。J-REIT の発行する投資口は、金商法 2 条 1 項 10 号で規定する「投信法に規定する投資証券」に該当し、金商法上の有価証券であるため、金商法のディスクロージャー規制に服する。したがって、投資法人は、利益相反取引についての制限の有無、そして制限がある場合はその根拠及びその内容を、各種開示書類において投資者に開示することが要求される。

#### (1) 有価証券届出書

有価証券届出書の内容は、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令（以下「特定有価証券開示府令」という）10 条に規定する「第四号の三様式」に記載されている。記載項目を省略することはできない。その記載内容は「証券情報」<sup>398</sup>と「発行者情報」<sup>399</sup>の二部に分けられる。利益相反に関し重要な項目として、「発行者情報」の中に「利害関係人との取引制限」を記載すべきものとされている。同府令の「記載上の注意」によると、「利害

---

<sup>396</sup> 不動産証券化協会・前掲注（351）67 頁。

<sup>397</sup> 不動産証券化協会・前掲注（72）76 頁

<sup>398</sup> 「証券情報」には、(1)投資法人の名称、(2)投資口の発行数、発行価額の総額、発行価格、(3)申込手数料、単位、期間及び(4)払込期日等の情報、が記載なければならない。

<sup>399</sup> 「発行者情報」には、(1)投資法人の状況、(2)関係法人の状況及び(3)投資法人の経理状況等の情報が記載されなければならない。具体的には、(1)投資法人の状況は、投資法人の概況、投資方針、投資リスク、手数料等及び税金、運用状況、管理及び運営等の情報であり、(2)関係法人の状況は、資産運用会社、資産保管会社及びその他関係法人の概況等の情報であり、(3)投資法人の経理状況は、財務諸表、純資産額計算書、投資不動産物件及び投資有価証券の主要銘柄等の情報である。

関係人との取引制限」については、投資法人及び関連会社の取締役又は主要株主との間の取引についての制限の有無、制限がある場合はその根拠及びその内容を記載することとされている。これは、利益相反取引制限の有無の開示を図るためである。

## (2) 有価証券報告書

有価証券報告書の内容は、特定有価証券開示府令第 22 条で規定する「第七号の三様式」によることとされる。同条によれば、有価証券報告書の記載に当たっては、投資者が容易に理解できるよう、分かりやすく記載することが要求される。その記載内容は有価証券届出書の「発行情報」の部分に相当する。「投資法人の状況」の中に「利害関係人との取引制限」という項目が含まれる。これは、毎計算期間ごとに、利益相反取引制限の有無を投資者に開示するためである。

### 5.1.4 特殊の公開買付者による開示

上述したとおり<sup>400</sup>、投資法人の役員による MBO の場合には、または投資法人の親会社または関係会社による買収・再編の場合には、構造的な利益相反関係及び情報の非対称性が生じやすいから、投資主の利益が害される可能性が高いと考えられる。金商法上のディスクロージャーの一環としては、公開買付者が、①対象投資法人の役員、②対象投資法人の役員の依頼に基づき当該公開買付けを行う者であって対象投資法人の役員と利益を共通にする者、または、③対象投資法人を子会社とする会社その他の法人である場合<sup>401</sup>には、以下のような内容の情報開示が求められる。①と②は MBO による公開買付けを、③は親会社または関係会社による公開買付けを、想定しているものと考えられる。

具体的には、MBO 等による公開買付けが実施される場面では、公開買付届出書の提出に際して、公開買付者に対して、買付価格の算定に当たって参考とした第三者による評価書等がある場合にはその写しの添付を求め<sup>402</sup>、買付価格の公正性を担保するための措置を講

---

<sup>400</sup> 前掲注 (358) から注 (359) まで及びそれに対応する本文を参照。

<sup>401</sup> 他社株買付府令 13 条 1 項 8 号。

<sup>402</sup> 金商法 27 条の 3 第 2 項、他社株買付府令 13 条 1 項 8 号 13 条 1 項 8 号。

じている場合にはその具体的内容の記載を求め<sup>403</sup>、当該公開買付けを実施することを決定するに至った過程の開示を求め、利益相反を回避するための措置を講じている場合にはその具体的内容を記載することを義務付ける<sup>404</sup>等の対応が採られている。また、対象投資法人の意見表明報告書においても、投資法人として利益相反回避措置を講じている場合には、その具体的内容を記載することを求めている<sup>405</sup>。さらに、こうした金商法上の情報開示規制の強化を受けて、東証も、同取引所に上場する企業に対して、MBO等の場面での適時開示の充実に関し、書面による要請を行っている<sup>406</sup>。

情報の非対称性については、以上の MBO 等の場面における情報開示規制の強化によって一定の改善が見られた。しかし、それは、あくまで公開買付者または対象投資法人が、取引過程の公正さを確保するための何らかの措置を講じている場合に、その内容を開示することを求めるものであり、措置を講じていない場合には講じていない理由を開示する必要はなく、ましてや措置を講じること自体を義務付けるものではない。こうした点を踏まえれば、以上の MBO 等に関する情報開示規制の強化だけでは、MBO 等の場面における構造的な利益相反問題に対処するための規律付けの仕組みとして、十分であると評価することは難しい<sup>407</sup>。

---

<sup>403</sup> 金商法 27 条の 3 第 2 項、他社株買付府令 13 条 1 項 8 号 12 条・第 2 号様式（記載上の注意（6）f）。

<sup>404</sup> 金商法 27 条の 3 第 2 項、他社株買付府令 13 条 1 項 8 号 12 条・第 2 号様式（記載上の注意（27））。

<sup>405</sup> 金商法 27 条の 10 第 1 項、他社株買付府令 25 条 2 項・第 4 号様式（記載上の注意（3）d）。

<sup>406</sup> 東証は、2006 年 12 月 13 日に、「合併等の組織再編、公開買付け、MBO 等の開示の充実に関する要請について」（東証上管第 1338 号）を公表した。その後、東証は、MBO 等に関する適時開示内容の見直し等を行いつつ、2013 年 7 月 8 に、上場会社宛て通知（「MBO 等に関する適時開示内容の充実等について」東証上会第 752 号）を発出した。その中で、近年では取締役会から独立した第三者委員会が増加してきたことに鑑み、同委員会を設置した場合には、その概要（同委員会を構成する委員の氏名・職業など）の記載を求め、意見表明に関する諮問をした場合には諮問の内容及び諮問に対する答申の内容（その理由も含む）、公開買付者との間で交渉を行うことを委嘱した場合にはその旨の記載を求めるなど、MBO 等における情報開示の内容の明確化が図られたようである。

<sup>407</sup> 清原健＝田中亘「対談：MBO・非公開化取引の法律問題（後）」ビジネス法務 2007 年 7 月号 65－66 頁を参照。



## 5.2 投信法に基づく規制

### 5.2.1 投資法人の監督役員との一定の関係を有する者への資産運用委託の禁止

投資法人の役員は執行役員と監督役員から構成されるが、監督役員の人数は執行役員の人数より1名以上多いことが必要である（投信法95条）。例えば、執行役員が2名であれば監督役員は3名以上が必要である。この監督役員に関連して、投資法人は、次のいずれかに該当する金融商品取引業者に資産運用業務を委託してはならない（投信法200条、投信法施行規則244条）。これは、投資法人の監督役員の独立性を高め、資産運用会社が行う資産運用行為に対する投資法人側の監督機能を確保するための規定である。

(1)投資法人の監督役員を、その役職員もしくは子会社の役職員としているまたはしたことの金融商品取引業者

(2)投資法人の監督役員の親族を、その役職員もしくは子会社の役職員としている金融商品取引業者

(3)投資法人の監督役員に対して継続的な報酬を与えている金融商品取引業者

(4)投資法人の監督役員に無償又は通常取引価格より低い対価による事務所又は資金の提供その他の特別の経済的利益の供与をしている金融商品取引業者

### 5.2.2 投資法人と資産運用会社等との間における一定の資産取引行為の禁止

投資法人は、次に掲げる者との間において、一定の資産取引行為を行ってはならないこととされている（同法193条、195条、同法施行令118条）。これは、投資法人と資産運用会社等との間で資産の直接取引を行うことが強い利益相反性を内包するため、一部の取引についてはあらかじめ定形的に禁止する趣旨である。

表15 投資法人と資産運用会社等との資産取引行為の禁止<sup>408</sup>

投資法人との資産取引が禁止される者	禁止される資産取引
(1)投資法人の資産運用会社	①有価証券の取得または譲渡
(2)投資法人の資産運用会社の取締役、会計参与 <sup>409</sup> 、	②有価証券の賃借

<sup>408</sup> 不動産証券化協会・前掲注（351）70頁。

<sup>409</sup> 会計参与が法人であるときは、その職務を行うべき社員を含む。

監査役もしくは執行役もしくはこれらに類する役職にある者または職員	③不動産の取得または譲渡 ④不動産の賃借
(3)投資法人の執行役員または監督役員	⑤宅地の造成または建物の建築を自ら行うことに係る取引以外の特定資産に係る取引
(4)投資法人の執行役員または監督役員の親族 <sup>410</sup>	

一方で、以下の取引については、「投資法人の投資主の保護に欠けるおそれが少ないと認められる行為」として、制限の対象から除外されている（同法施行令 117 条、同法施行規則 222 条）。ただし、不動産は資産としての個性が強く、また市場における評価も客観性の確保が困難であることから、不動産に関する取引で除外される取引は限定されていることに特色がある<sup>411</sup>。すなわち、

(1)投資法人が資産運用会社に不動産の売買もしくは賃借の代理または媒介を行わせることは、運用行為の一貫として当然許されるべきであるし、自ら運用に関わる投資法人のためにその保有する不動産の管理業務を行うことも同様である（不動産の管理業務を行う資産運用会社に限る）。

(2)不動産の賃貸については、資産運用会社が入居しているビルを投資法人の資産に組み入れる場合か、第三者に賃貸の募集を行ったところ見つからない場合に他の賃借人の条件と著しく異ならない条件で行う場合に限定されている。

(3)資産運用委託契約の終了時、不動産特定共同事業を行う資産運用会社は、当該取得が不動産特定共同事業契約の目的に違反しない場合には、投資法人から不動産を取得することができる。

(4)資産運用会社は、投資法人の投資口を取得することができるし、投資法人との間に、有価証券の売買又はデリバティブ取引<sup>412</sup>、商品の売買を行うことも同様である。

(5)個別の取引ごとにすべての投資主の同意を得た場合、当該取引を行うことができる。

(6)その他投資主の保護に欠けるおそれのないものとして、金融庁長官の承認を受けた場

<sup>410</sup> 当該親族が配偶者ならびに二親等以内の血族及び姻族に限られる。

<sup>411</sup> 田村幸太郎・前掲注（377）173 頁。

<sup>412</sup> 第一種金融商品取引業又は第二種金融商品取引業を行う資産運用会社に限る。

合、当該取引を行うことができる。

### 5.2.3 利害関係取引の役員会の事前同意

資産運用会社は原則として運用資産の取引について裁量を有し、資産運用会社の利害関係者との取引を行う場合、投資法人等への報告義務を負う。しかし、当該報告は事後報告のため、投資主の利益を害する取引を必ずしも抑止できていないとの指摘もある。こうした中、利害関係者との取引を投資法人の役員会または投資主総会や外部者を含めた資産運用会社のコンプライアンス委員会の監視にかからしめるなどの取組みが考えられる。投資法人の役員会においては資産運用会社から独立した第三者（監督役員）が過半を占めており、まずは、投資法人の役員会の権限を強化・活用することで利害関係者との取引に対する監視機能の向上が期待される。具体的には、平成 25 年投信法改正では、投資法人と資産運用会社の利害関係者との間の一定の重要な取引については、投資法人の役員会の事前同意の取得を義務づけた（同法 201 条の 2）。この場合、監督役員については、現行の資産運用会社の利害関係者でないこととの要件に加え、スポンサー企業の利害関係者でないことが要件である<sup>413</sup>。

### 5.2.4 資産保管会社の分別管理の方法

資産保管会社が不動産等の投資法人資産を直接に管理することではなく、当該資産に係る権利を行使する際に必要とする当該資産に係る権利を証する書類その他の書類のみを管理している。分別管理の具体的な方法は、以下のとおりである（同法施行規則 253 条）。

(1)投資法人資産の保管場所について、自己の固有財産その他の投資法人資産以外の資産の保管場所と明確に区分し、かつ、当該投資法人資産についてどの投資法人資産であるかが直ちに判別できる状態で保管しなければならない。資産保管会社が第三者をして保管させる場合も同様である。

(2)投資法人資産が固有財産と混蔵して保管される場合、投資法人資産の保管場所について、固有財産の保管場所と明確に区分し、かつ、当該投資法人資産に係る各投資法人の持

---

<sup>413</sup> 前掲注（115）の「投信 WG 報告」11－12 頁。

分その他の権利が自己の帳簿により直ちに判別できる状態で保管しなければならない。資産保管会社が第三者をして保管させる場合も同様である。

(3)資産保管会社と投資法人とが共有しており、上記(1)と(2)の方法により保管場所の区分ができない投資法人資産等については、各投資法人の持分その他の権利が自己の帳簿により直ちに判別できる状態で保管しなければならない。

#### **5.2.5 外部の第三者による特定資産の価格等の調査**

資産運用会社は、投資法人が不動産、不動産の賃借権、地上権、匿名組合出資持分の取得または譲渡等の取引を行った場合は、資産運用会社やその利害関係者等その他の者を除く外部の第三者（監査法人等）に、特定資産の価格等の調査をさせなければならない（同法 201 条 1 項、同法施行規則 245 条 1 項）。

特に、対象資産が不動産である場合には、当該調査は不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえて調査するものと定められている（同法 201 条 1 項）。資産運用会社は、当該調査が行われたときは、調査結果を投資法人へ通知することとなっている（同法施行規則 245 条 3 項）。この価格等の調査は、利益相反取引にあたる場合に限らず、投資法人が行う資産取引全般に係る義務規定となっているが、利益相反状況における取引の妥当性を検証する上でも重要な役割を持っている。なお、監査法人等が行う調査については、日本公認会計士協会が実務指針<sup>414</sup>を定めている。

また、実際の取引においては、鑑定により評価された金額で取引をおこなわなければならないと定めているわけではない。しかし、不動産鑑定士による鑑定評価以外の第三者評価基準が確立していない現状では、鑑定価格を取得する手間と費用を省くことはむしろかしいと思われる。結局、ここで評価された金額は、当該取引が適正な条件かどうかを判断する基準額となり、これと極端に乖離する金額で取引を行う場合には、その差額について合理的な理由を説明できなければならないと考えるべきである。特に、利害関係者と投資法

---

<sup>414</sup> 業種別監査委員会報告第 23 号「投資信託及び投資法人における特定資産の価格等の調査」である。

人との間で取引が行われる場合には、基準額との差額について、より厳格に合理性を検証すべきことになろう<sup>415</sup>。

#### 5.2.6 資産運用会社から投資法人への書面交付

投資対象資産の状況及びその変動に対して、投資家は強い関心を持っている。したがって、金商法におけるディスクロージャー制度以外に、投信法は、資産運用状況を明らかにする書面と利益相反の可能性があるような取引の内容を記載した書面を、資産運用会社に対し、投資法人へ提出することを要求されている。

##### (1) 運用報告書（定時開示）

利益相反管理体制の一環として、資産運用会社は、その資産の運用を行う投資法人に対し、三ヶ月に 1 回以上、運用報告書を交付することが義務付けられている。運用報告書は次に掲げる事項を明らかにしなければならない（同法 203 条 1 項）。

(1) 資産運用会社が自己の計算で行った不動産の売買<sup>416</sup>・賃貸借<sup>417</sup>、不動産管理の委託及び受託<sup>418</sup>の有無（投資法人が投資の対象とする特定資産に不動産が含まれる場合に限る）

---

<sup>415</sup> 田村幸太郎・前掲注（377）172 頁。また、現在、上場投資法人は、金融商品取引所の実務指針等により、取得した物件の鑑定評価書の概要を公表することとされている。市場関係者の事後的なチェック機能の向上に向け、資産運用会社の利害関係者との取引については、鑑定評価書の概要の開示項目の拡充を図るとともに、競争上の理由等により、公表がかえって投資家の利益を損ねることのないように留意しつつ、鑑定評価額の算出根拠に係るより詳細な情報を公表することが求められる。前掲注（115）の「投信 WG 報告」12 頁。

<sup>416</sup> 不動産の取得及び譲渡を行った場合、運用報告書に、①取得又は譲渡の別、②価格、③取得又は譲渡の相手方の名称、④取得又は譲渡を行った年月日及び⑤当該不動産の所在、地番その他の当該不動産を特定するために必要な事項を同時に記載しなければならない。

<sup>417</sup> 不動産の賃貸借を行った場合、運用報告書に、①賃貸借の別、②賃料、③賃貸借の相手方の名称、④賃貸借を行った年月日及び期間並びに⑤当該不動産の所在、地番その他の当該不動産を特定するために必要な事項を同時に記載しなければならない。

<sup>418</sup> 不動産管理の委託及び受託を行った場合、運用報告書に、①管理の委託又は受託の方法、②報酬、管理の委託又は受託を行った相手方の名称、③管理の委託又は受託を行った年月日及び期間並びに④当該不動産の所在、地番その他の当該不動産を特定するために必要な事項を同時に記載しなければならない。

(2)資産運用会社が自己の計算で行った不動産の賃借権の取得又は譲渡<sup>419</sup>の有無（投資法人が投資の対象とする特定資産に不動産の賃借権が含まれる場合に限る）

(3)資産運用会社が自己の計算で行った地上権の取得又は譲渡<sup>420</sup>の有無（投資法人が投資の対象とする特定資産に地上権が含まれる場合に限る）

## (2) 取引報告書（適時開示）

資産運用会社は、投資法人と自己又はその取締役若しくは執行役、資産の運用を行う他の投資法人、利害関係者等との間で、資産の売買等の取引が行われたときは、遅滞なく、当該取引に係る事項を記載した書面（取引報告書）を、(1)当該投資法人、(2)すべての投資主及び(3)資産の運用を行う他の投資法人<sup>421</sup>に交付しなければならない（同法 203 条 2 項）。これは、利益相反のおそれがある取引が行われた際に資産運用会社の書面報告義務を課すことで、資産運用会社側の適切な運用活動と投資法人側の監督活動を促すものである<sup>422</sup>。

取引報告書の交付対象は、投資法人だけではなく、全ての投資主及び資産運用を行う他の投資法人も含まれる。取引報告書には、①当該取引に係る投資法人の名称、②書面の交付を行う理由（当該取引の相手方と当該資産運用会社の関係を含む）、③取引を行った理由、④取引の内容<sup>423</sup>、⑤特定資産の価格等の調査の結果、⑥当該書面の交付年月日及び⑦その他参考になる事項を記載しなければならない<sup>424</sup>。

---

<sup>419</sup> 不動産の賃借権の取得又は譲渡を行った場合、運用報告書に、①不動産の賃借権の取得又は譲渡の別、②価格、③取得又は譲渡の相手方の名称、④取得又は譲渡を行った年月日及び⑤当該不動産の所在、地番その他の当該不動産を特定するために必要な事項を記載しなければならない。

<sup>420</sup> 地上権の取得又は譲渡を行った場合、運用報告書に、①地上権の取得又は譲渡の別、②価格、③取得又は譲渡の相手方の名称、④取得又は譲渡を行った年月日及び当該地上権を特定するために必要な事項を同時に記載しなければならない。

<sup>421</sup> ただし、他の投資法人が当該資産と同種の資産を投資の対象とするものに限る。

<sup>422</sup> 不動産証券化協会・前掲注（351）71 頁。

<sup>423</sup> 取引の具体的な内容は、取引を行った特定資産の種類、銘柄、その他の特定資産を特定するために必要な事項、数及び取引価格、取引の方法並びに取引を行った年月日等である。

<sup>424</sup> また、資産運用会社は、投資法人への書面交付に代えて、交付対象（投資法人、その投資主、資産の運用を行う他の投資法人）の承諾を得て、当該書面に記載すべき事項を、電子情報処理組織を使用する方法

### 5.3 投信協会の諸規則に基づく規制

投信協会は、投資信託の投資信託委託会社や投資法人の資産運用会社、証券会社などから構成される業界団体で、投資信託の運用に関する自主規則ルールを定めている。J-REITに関しては、「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則<sup>425</sup>」（以下「不動産投資法人規則」という）などが協会により制定されている。資産運用会社の投信協会への加入は、東証による投資法人の上場要件となっているため、上場法人にとっては、投信協会の諸規則を守ることは事実上必須と言える。投信協会の諸規則中、利益相反規制と関連がある規定は、以下の2つである。

#### 5.3.1 投資法人の資産運用報告における開示

投信協会が定める「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」では、投資法人が営業期間ごとに作成し、投資主に通知する資産運用報告（投信法 129 条 2 項）の表示項目が列挙されている。この中で、利益相反取引に関連する項目として、(1)当期中における利害関係人等<sup>426</sup>及び主要株主との取引状況、(2)当該利害関係人等及び主要株主に対する支払手数料等の総額の表示が要請されている（同規則 26 条（27））。これは、利益相反のおそれがある取引を投資主への資産運用報告において直接開示することを求めるものであり、投資主が投資法人の資産運用状況を把握できるようにするためである。

#### 5.3.2 保有不動産等の評価方法の確定

投資法人の保有不動産等の価値は投資家の投資判断及び不動産取引価格の公正性等に大きな影響を与えるため、保有不動産の評価方法を事前に明確して開示することは利益相反取引の防止にも役立つ。不動産投資法人規則では、投資法人が保有する不動産、土地の賃借権及び地上権の公正な価額を算定する場合に使用するいくつかの評価方法を挙げている。

---

その他の情報通信の技術を利用する方法により提供することができる。この場合において、当該資産運用会社は、当該書面を交付したものとみなす（同法 5 条 2 項）。

<sup>425</sup> 当該規則は資産運用会社が守るべき資産の評価や会計のルールなどを規定している。

<sup>426</sup> ここでいう「利害関係人等」の定義は、表 14「資産運用会社の利害関係者の範囲」の(3)のとおりである。

投資法人は、これらの方法の中からそれぞれの資産ごとに適当と考えられる評価方法を選定し、投資法人の規約において定めなければならない。なお、実際に評価を行うときは、当該規約の評価方法により評価されなければならない<sup>427</sup>（同規則 5 条 1 項）。

- (1) 不動産鑑定士による鑑定評価に基づいた評価額
- (2) 近傍の類似物件の取引実例に基づいた評価額
- (3) 当該物件を、当該時において再調達した場合に要すると想定される額に基づき減額修正した額（建物を評価する場合に限る）
- (4) 収益還元法<sup>428</sup>により計算した価額
- (5) 以上の評価方法を組み合わせた方法

不動産投資法人規則に従い、投資法人の規約において定めた評価方法は、継続性の原則に則り原則として変更することができない。ただし、採用した評価方法が、正当な事由により適当ではなくなった場合で、かつ投資家保護上問題がないと合理的に判断できる場合に限り、他の評価方法に変更することができる（同規則 5 条 2 項）。また、投資法人の規約に定めた評価方法を変更した場合は、評価方法を変更した日の属する作成期間に係る資産運用報告において、①評価方法の変更の事実及び変更日、②変更前に採用していた評価方法と変更後の評価方法の具体的内容、③計算期間の末日における変更前評価方法に基づく評価額と変更後評価方法に基づく評価額、④評価方法を変更した具体的な理由及び⑤その他投資者保護上必要な事項を記載しなければならない（同条 3 項）。

#### 5.4 金融商品取引所の諸規則に基づく規制

金融商品取引所の諸規則に基づく利益相反問題への規制は、主に適時開示、運用体制報告書などの開示規制を中心とする。これに検討を行う前に、J-REIT におけるすべての開示規制を整理し、それらの関係を以下の図 9 で説明する。

---

<sup>427</sup> ただし、私募の不動産投資ファンドについてはこの限りではない。

<sup>428</sup> すなわち、DFC 法又は直接還元法である。



図 9 情報開示に関する法規制、自主規制<sup>429</sup>



図 9 からわかるように、金融商品取引所の諸規則に基づく開示規制は、上場投資法人のみに適用される。以下、東証の諸規則を例として、それによる利益相反取引規制を検討する。

#### 5.4.1 利益相反取引を行う場合の適時開示

東証の「有価証券上場規程」では、投信法 203 条 2 項の取引報告書の交付を要する取引、すなわち、投資法人と資産運用会社又はその取締役、資産の運用を行う他の投資法人、利害関係者等との間で、資産の売買等の取引が行われた場合は、直ちにその内容を開示するよう規定されている。これは、上場投資法人の適時開示の一環として、上場規程 1213 条 3 項 3 号に規定されている。なお、適時開示を行うタイミングについては、形式的側面にとられることなく実体的に判断することが必要であり、業務執行を実質的に決定する機関での決議がなされた段階で、速やかな開示が求められる<sup>430</sup>。

#### 5.4.2 運用体制報告書の提出

上場規程では、投資口の上場を申請しようとする者は上場申請の際に、また、上場投資

<sup>429</sup> 不動産証券化協会・前掲注（72）97 頁。

<sup>430</sup> 不動産証券化協会・前掲注（351）73 頁。

法人等は営業期間経過後 3 ヶ月以内に、「不動産投資信託証券の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）を東証へ提出することとされている（上場規程 1213 条 6 項）。これは 2006 年 10 月の上場規程改正に伴い新設された制度であり、一部の投資法人で行われた法令違反行為について、その原因が投資法人及び資産運用会社の内部体制の不備にあるとの認識の下で、発行者等の運用体制等の情報を投資者に対して継続的に提供することを目的とする。

運用体制報告書の構成は、基本情報、投資法人及び資産運用会社の運用体制等、スポンサー関係者等との取引等及びその他という 4 つからなり、投資法人及び資産運用会社の運用体制や取引実績を開示するようになっている。以下、利益相反規制と関係がある項目をそれぞれに説明する。

#### （1）利益相反取引への取組み等

##### A. 利益相反取引への対応方針及び運用体制

東証が公布する運用体制報告書の様式・記載要領により、まず、スポンサー関係者等<sup>431</sup>との取引その他利益相反関係について留意している事項を運用体制報告書に記載して開示する必要がある。次に、投資法人及び資産運用会社の運用体制について、特に、利益相反に対応するために設けられた投資運用の意思決定における仕組みを設けなければならない。特に、スポンサー関係者等との取引<sup>432</sup>について、内部規程等により独自に取引ルールを定めている場合には、規定する特別関係者や当該取引ルールの内容を運用体制報告書に記載して開示する必要がある。さらに、利益相反取引への対応として、取引条件の妥当性や取引行為自体の合理性、さらに遵法性を検証する具体的な方法<sup>433</sup>や仕組みを、あらかじめ規

---

<sup>431</sup> ここでの「スポンサー関係者等」とは、スポンサーの企業グループなど資産運用会社と特別の関係にある者をいう。

<sup>432</sup> ここでいう「スポンサー関係者等との取引」とは、その特別な関係故に通常の取引に比較して当該特定の者に不当に利益を供与し或いは不利益な取引を強制され、投資法人の利益を害するおそれのあるものをいう。

<sup>433</sup> 検証の方法として、外部専門家の評価、相見積りでの取得や入札、定量的な分析手法の採用、内部監査

定する必要がある。最後に、資産運用会社が各種委員会を組織している場合には、委員会の構成、委員長、社外委員の要件、決定事項、審議方法等を運用体制報告書に記載して開示する必要がある。

## B. 運用体制の採用理由

上記の運用体制の採用理由として、運用体制報告書に次に掲げる事項を記載しなければならない。すなわち、①利益相反取引に対応する体制として、投資運用の意思決定における内部統制上の仕組みが適当と考える理由、②投資法人の執行役員が資産運用会社の役員を兼任している場合には、利益相反取引に対して投資法人の執行役員が果たす機能、③スポンサーが資産運用会社の親会社である場合や取締役会の構成がスポンサーの企業グループからの出向者や兼任者により過半数を占められている場合には、スポンサーの企業グループとの利益相反取引に対し取締役会が果たす機能、④委員会に社外委員がいる場合には、社外委員の氏名、略歴、兼任・兼職の状況、スポンサーの企業グループとの関係及びこれらの状況を踏まえた利益相反取引に対し当該委員が果たす機能、及び⑤コンプライアンス・オフィサー<sup>434</sup>がいる場合には、氏名、略歴、兼任・兼職、出向の状況、社内での兼務、スポンサーの企業グループとの関係及びこれらの状況を踏まえた利益相反取引並びに法令遵守に対する当該者が果たす機能である。

### (2) スポンサー関係者等との取引等

#### A. 利害関係人等との取引等

運用体制報告書には、提出日の最近営業期間における利害関係人等<sup>435</sup>及びその他特別の関係にある者<sup>436</sup>との取引内容が記載されなければならない。取引内容は、取引状況及び支

---

や外部機関による調査などがある。

<sup>434</sup> 後掲注（441）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>435</sup> ここでの「利害関係人等」とは、投信法 1 条 1 項及び投信法施行令 17 条に定義される資産運用会社の利害関係人等をいう。

<sup>436</sup> ここでの「その他特別の関係にある者」とは、スポンサーの企業グループなど資産運用会社と特別の関係にある者との取引について、内部規程等により独自に取引ルールを定めている場合における当該特別の

払手数料等について、利害関係人等及びその他特別の関係にある者の氏名・名称、金額・各取引総額に占める割合、仲介・媒介、PM 委託取引、賃貸借取引などを含む。また、資産運用報告において記載する「利害関係人等との取引状況」の内容が定まっている場合には、その内容等を踏まえて記載する。

#### B. 物件取得等の状況

提出日の最近営業期間における特別な利害関係にある者<sup>437</sup>からの物件取得について、特別な利害関係にある者とは関係のない第三者まで遡った、物件ごとの所有者・信託受益者名、取得時期、価格情報、所有者・信託受益者の特別な利害関係にある者との関係及び取得経緯・理由等を、運用体制報告書に記載して開示する必要がある。また、特別な利害関係にある者に譲渡している場合には、譲渡先の名称、譲渡時期・価格、当該物件の取得時期・取得価格、譲渡先の特別な利害関係にある者との関係及び譲渡経緯・理由等を、運用体制報告書に記載して開示する必要がある。

「特別な利害関係にある者との取引」は、利害関係人等が意思決定機関を支配する特別目的会社など、その特別な関係故に通常取引に比較して特別な利害関係にある者に不当に利益を供与し、あるいは、不利益な取引を強制され、投資法人の利益を害するおそれのあると考えられる取引のことである。したがって、投資法人が物件を取得する直前の取引が、特別な利害関係にある者との間で短期間のうちに繰り返し行われている場合などには、そのような取引が行われた背景や取得価格の妥当性などについて、わかりやすく具体的に説明・開示することが投資者保護上必要となる。

#### (3) その他利益相反の可能性のある取引

提出日の最近営業期間における特別な利害関係にある者との取引以外に、特定の者と利益相反の可能性のある取引がある場合には、運用体制報告書に記載して開示する必要があ

---

関係にある者をいう。

<sup>437</sup> ここでの「特別な利害関係にある者」とは、利害関係人等、利害関係人等が意思決定機関を支配する特別目的会社（子会社）及びその他特別の関係にある者をいう。

る。その他利益相反の可能性のある取引としては、例えば、投資法人の物件取得に際して投資口の発行を行う場合において、投資口発行に係る元引受証券会社等が物件を供給している場合が考えられる。この場合には、元引受証券会社等から取得した物件の名称、取得価格、取得経緯・理由を記載する<sup>438</sup>。

## 5.5 資産運用会社の社内規程に基づく規制

多くの資産運用会社では、利益相反取引に関する個別の社内規程を制定し、取引時の制限やコンプライアンス委員会での審議等、法令上の定めよりも厳格な仕組みを整えている。利益相反取引の対象者についても、法令で定める関係者より範囲を拡大して、実質的に利益相反関係を持つ先まで広く含めているのが一般的である。さらに、グループ会社間において、①投資法人に対する物件供給、②不動産情報の提供、③投資法人の取得予定資産に係るウェアハウジング取得<sup>439</sup>（warehousing）などの各種サポートに関する契約を締結し、関係を整理しているケースも見られる。J-REIT が投資者から一定の信頼を得ている要因の 1 つには、資産運用会社が利益相反取引に関してこのような自主規制を定め、その内容や取引実績につき適切な開示を重ねてきた点があると考えられる<sup>440</sup>。資産運用会社の株主構成、スポンサーの数及び業態等様々な要因により、各社の自主規制の内容は異なっている。以下、そのうち「利益相反管理統括者や部署の設置」、「利益相反取引における個別制限の付与」及び「委員会等による意思決定」について、検討を行う。

### 5.5.1 利益相反管理部署や統括者の設置

資産運用会社は会社法上の株式会社であるため、株主総会、取締役会、代表取締役及び

---

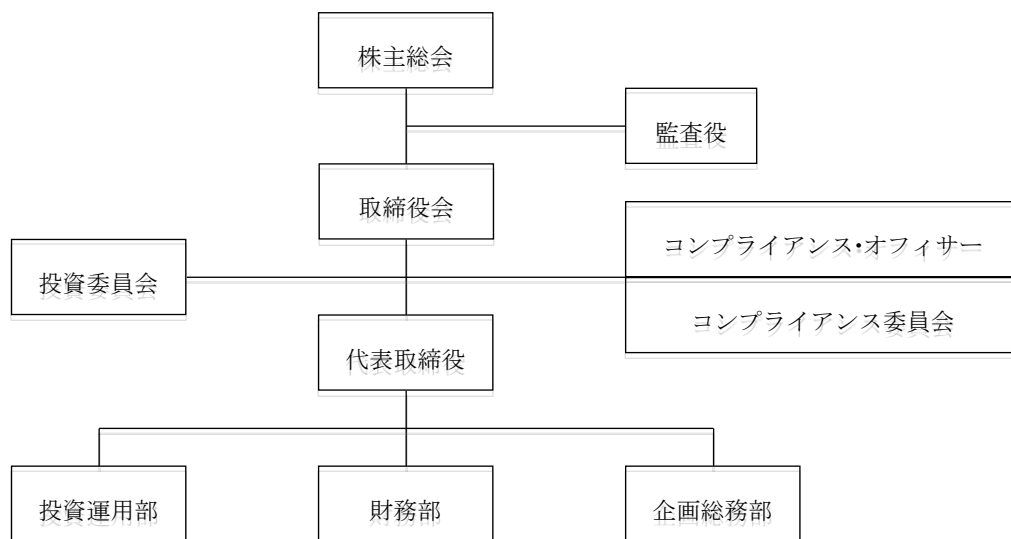
<sup>438</sup> ここでいう「元引受証券会社等」には、元引受証券会社、元引受証券会社の子会社・関連会社、元引受証券会社の親会社及びその子会社・関連会社を含むものとし、これらの元引受証券会社との関係も併せて記載する。

<sup>439</sup> ウェアハウジング取得とは、物件取得手法の 1 つであり、投資法人が取得する前に、スポンサー会社が直接、または設立した SPC が取得するという手法である。物件収益の安定化や取得時期の調整を行うために利用する。

<sup>440</sup> 不動産証券化協会・前掲注（351）77-78 頁。

監査役等が存在する。さらに、取締役会からの権限委譲を受けて、投資法人の資産運用計画・投資方針、運用資産の取得・売却、リスク管理、利益相反防止ルールに関する事項などを審議し、意思決定を図る会議体として「投資委員会」、資産運用会社の利益相反管理部署として「コンプライアンス委員会」等が設置されるケースが多い<sup>441</sup>。また、利益相反管理を担当する統括者として、「コンプライアンス・オフィサー」等が設置されるケースもある。

図 10 資産運用会社組織図の例<sup>442</sup>



コンプライアンス委員会は、法令等遵守、リスク管理や利益相反規制に関する重要な事項を審議または決定する。特に、利益相反管理規程の立案・整備を担当し、利益相反管理規制の明文化を図る。コンプライアンス・オフィサーは、利益相反管理に関わる具体的な業務を、独立した立場において遂行し、利益相反に関する全社的な管理態勢を統括する。

### 5.5.2 利益相反取引における個別制限の付与

社内規程は、対象となる利害相反取引の相手方を投信法上で定義されている範囲より拡大しており、そして、対象となる取引の範囲を物件の取得・譲渡、不動産管理の委託、物件の賃貸、売買・賃貸の媒介委託、工事発注等を含むものとしている。また、利害関係者

<sup>441</sup> 委員会の名称には各社が違いがある。

<sup>442</sup> 不動産証券化協会・前掲注（72）45 頁。

からの不動産の取得については、不動産鑑定評価額以下での資産の取得が義務付けられており、当該鑑定評価額が妥当であるかを確認するために、複数の鑑定評価書を取得したり、第三者からセカンドオピニオンを取得したりすることとされる。なお、個別の利害相反取引について、自主ルールに適合しているか第三者によるチェックを行っている。全ての利益相反取引、またはある一定の重要な利益相反取引について、適時開示を行っている。利益相反防止ルールの整備状況、取引の実績につき有価証券報告書等で継続開示を行っている。

### 5.5.3 委員会等による意思決定

利益相反取引に係る意思決定にあたっては、資産運用会社の取締役会や投資法人の役員会による最終的な意思決定に至る前に、資産運用会社のコンプライアンス委員会や投資運用委員会等による事前承認を条件とするケースが多い<sup>443</sup>。

利益相反取引を審議する際の委員会の構成員としては、資産運用会社の役員や担当部長のほかに、関係部門から独立した立場にあるコンプライアンス・オフィサーや、資産運用会社と利害関係の無い第三者（外部委員）を加えることが、その実効性を高める上で有効とされる。外部委員については、多くの場合、弁護士、公認会計士、不動産鑑定士等の公的資格の保有者を1名以上選任している。また、委員会の成立についても、コンプライアンス・オフィサーと外部委員の出席を条件とする等、委員会の実効性を保つために条件を定めている場合が多い。

利益相反取引に係る審議事項の決議は、①全会一致方式、②多数決方式<sup>444</sup>等、各社とも厳しい内容を採用している。また、議案の審議または決議にあたって、利益相反取引の相手方と関係を持つ者<sup>445</sup>を当該議案の決議メンバーから除く例もある。さらに、利益相反取引の審議に関して、議案を担当部門へ差戻し権限をコンプライアンス・オフィサーに与える

---

<sup>443</sup> 不動産証券化協会・前掲注（351）81頁。

<sup>444</sup> 例えば、3分の2以上多数の賛成またはコンプライアンス・オフィサーと外部委員の賛成を条件とする。

<sup>445</sup> 例えば、資産運用会社の親会社の役員を兼職する役職員等である。

事例も見受けられる。

## 5.6 利益相反規制違反に対する制裁

サービス業者は、利益相反規制に違反した場合、その制裁方法は規制の法令・規則によってさまざまである。例えば、金商法の規制に違反し、公益または投資者保護のため必要かつ適当と認めた場合、行政処分として、金融当局から業務改善命令（金商法 51 条）、業務停止命令や役員解任命令等（同法 52 条）が出される可能性がある。投信法の規制に違反し、投資法人に損害を与えた場合、損害賠償責任を負わなければならない。金融商品取引所の諸規則に違反し、上場基準と抵触した場合、投資法人の上場廃止となる。投信協会の諸規則に違反した場合、違反程度に応じて過怠金や資格停止、除名などの処分が課されることがある。

## 6 J-REIT の買収・再編への対応の不十分

以上、現行の J-REIT の利益相反管理体制については考察を行った。その分類及び主な内容は、下表にまとめられる。

表 16 J-REIT における利益相反管理体制の分類

規制の分類	主な内容
(1) 金商法に基づく規制	<ul style="list-style-type: none"><li>・資産運用会社による不適切な運用行為の禁止(行為規制)</li><li>・資産運用会社の特定関係者の届出(開示規制)</li><li>・投資法人の有価証券報告書等における開示(開示規制)</li><li>・特殊の公開買付者による開示 (開示規制)</li></ul>
(2) 投信法に基づく規制	<ul style="list-style-type: none"><li>・投資法人の監督役員との一定の関係を有する者への資産運用委託の禁止(行為規制)</li><li>・投資法人と資産運用会社等との間における一定の資産取引行為の禁止(行為規制)</li><li>・投資法人と資産運用会社の利害関係者との間の一定の重要な取引については、投資法人の役員会の事前同意が必要(行為規制)</li><li>・資産保管会社の分別管理方法(行為規制)</li><li>・外部の第三者による特定資産の価格等の調査(行為規制)</li><li>・資産運用会社から投資法人への書面交付(開示規制)</li></ul>



(3) 投信協会の諸規則に基づく規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>・投資法人の資産運用報告における開示(開示規制)</li> <li>・保有不動産等の評価方法の確定(開示規制)</li> </ul>
(4) 金融商品取引所の諸規則に基づく規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>・利益相反取引を行う場合の適時開示(開示規制)</li> <li>・運用体制報告書の提出(開示規制)</li> </ul>
(5) 資産運用会社の社内規程に基づく規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>・利益相反管理統括者や部署の設置</li> <li>・利益相反取引における個別制限の付与</li> <li>・委員会等による意思決定</li> </ul>
(6) 利益相反規制違反に対する制裁	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融庁による行政処分（業務改善命令、業務停止命令や役員解任命令等）</li> <li>・投資法人の上場廃止</li> <li>・投信協会による処分(過怠金、資格停止や除名等)</li> </ul>

しかし、現行の利益相反管理体制は、J-REIT の買収・再編における利益相反問題へ対応するには十分なものであるかは、あまり議論されていない。以下では、このような問題意識をもって、各利益相反規制の内容に沿って、順次検討する。

(1) まず、金商法に基づく利益相反規制は、主に資産運用会社の資産運用行為を対象としており、利益相反取引の禁止行為を設けること、また取引を行う前に利益相反関係の情報開示を義務付けることなどにより、資産運用会社が資産運用行為を利用して、自己またはその利害関係者に不正な利益を得ることを防止することができる。また、特定関係者届出書による資産運用会社の利害関係者の疎明は、J-REIT の買収・再編における利益相反問題にも有意義である。しかし、ここでのいう資産運用行為とは、資産運用会社が金融商品取引業者として行う不動産の売買・賃貸、有価証券の売買等の行為を指すが、J-REIT の買収・再編に関する行為（例えば、投資口の売買、投資法人間の合併等）は、その範囲に含まれない。さらに、J-REIT の買収・再編において重要な役割を果たしている投資法人の役員は、MBO を行う場合に開示規制の範囲内に入っているが、その他の場合（例えば、買収・再編条件の交渉、第三者割当増資の決定）は金商法の規制外であることなどを鑑みれば、現行の金商法に基づく規制は、J-REIT の買収・再編における利益相反問題への対応としては不十分であるといわざるを得ない。

(2) また、投信法に基づく利益相反規制の範囲には、資産運用会社及びその役職員のみ

ならず、投資法人及びその役員も含まれる。資産運用会社については、投資法人との間における一定の資産取引行為を禁止しており、投資法人については、監督役員の利害関係者に資産運用委託を禁止している。もちろん、監督役員の独立性を高めることにより、J-REITの買収・再編における役員会の独立性をある程度確保できるが、その禁止範囲が資産運用行為に限定される限りは、J-REITの買収・再編において監督役員の独立性を確保できないであろう。例えば、監督役員の利害関係者には、資産運用を担当する者がいなくても、J-REITの買収者がいる限り、監督役員は、役員会の決議において投資法人の利益に反する投票を行うおそれは否定できない。そうすると、現行の投信法に基づく規制は、J-REITの買収・再編における利益相反問題に対応できるかどうかは疑問であるというべきであろう。

(3) 投信協会の諸規則に基づく利益相反規制は、投資法人に対して、投資主へ利益相反取引を通知したり、保有不動産の評価方法を規約に記載したりすることを義務付けている。しかし、前者は、あくまでも資産運用報告に設けられる事後的措置であるから、J-REITの買収・再編における利益相反問題を解決することができない。また、後者は、投資法人が保有する不動産価値の評価に着目するものであるから、不動産を含む投資法人の全体的な企業価値の評価の公正性を確保することができない。そして、現段階では、不動産鑑定業者は鑑定価格の正当性についてなんら法的な責任を負っていない。鑑定価格はあくまで参考価格とされているためであるが、事実上、J-REITでは鑑定価格がそのまま不動産の決定価格になっている。それについて、法的な責任が一切ないのは大いに疑問がある<sup>446</sup>。したがって、投信協会の諸規則に基づく規制は、J-REITの買収・再編における利益相反問題に

---

<sup>446</sup> 鑑定価格についての責任を最終的に誰が負うのかと言えば、これは不動産鑑定業者である。J-REITの海外不動産への投資が解禁された今、不動産鑑定業者の役割はますます重さを増している。売主と買主、その間に立つ不動産鑑定業者の立ち位置について、道義的な位置づけだけでなく、法的な位置付けを整備していく必要があると思われる石澤卓志「利益相反を理由とした処分勧告、不動産鑑定業者の位置づけに課題残る」RMJ112号14頁。

対応できるとは思えない。

(4) 続いて、金融商品取引所の諸規則に基づく規制について検討を行う。適時開示については、利益相反取引が行われた場合、直ちにその内容を開示することを要求しており、運用体制報告書については、個別の利益相反取引への対応のみならず、利益相反問題に対応する方針及び運用体制を構築することを要求している。こうして見ると、金融商品取引所の諸規則に基づく利益相反規制は、かなり効果があるものと評価できる。しかし、これらの規制は、資産運用行為が主要な対象として想定されるが、J-REIT の買収・再編に関する行為がその対象に入っているかどうかは議論の余地がある。さらに、金融商品取引所の諸規則は、上場投資法人にしか適用されないため、すべての J-REIT に適用されるわけではない。

(5) 資産運用会社の社内規程に基づく規制は、投資者から信頼を得るために作られる自主規制として、法令上の定めよりも厳格な仕組みを整えていると評価できる。しかし、コンプライアンス委員会またはコンプライアンス・オフィサーについては、もともと社内の利益相反管理部署として設けられるものであるが、その構成員はほとんど資産運用会社の役員や担当部長であるため、J-REIT の買収・再編において、当該役員または担当部長が、自らの利益に関わる事項に対して、公正な判断を下すことができるかどうかは疑問である。また、コンプライアンス委員会の成立については、1 名以上の外部委員の出席が条件とされるが、外部委員に強力な拒否権がないので、その意見が多数決により抹消されるおそれがあると考えらる。

(6) 最後に、利益相反規制違反に対する制裁についてであるが、2002 年 J-REIT 発足以来、法令違反の理由で金融当局から業務改善命令または業務停止命令などの行政処分を受けた例が多数ある。その中に、利益相反規制違反に対する制裁例としては、ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人（JHR）の忠実義務違反事案<sup>447</sup>と、プロスペクト・レジデ

---

<sup>447</sup> 2008 年 3 月 28 日、金融庁は、JHR の資産運用会社に対し、金融商品取引法 51 条の規定に基づき業務

ンシャル・アドバイザーズ株式会社(PRA)の不適切な利益相反管理体制事案<sup>448</sup>などがある。

しかし、J-REITの買収・再編における利益相反問題に起因する制裁例は、2015年9月の時点でまだ現れていない。

本款の議論を簡単にまとめると、現行の利益相反管理体制は、J-REITの日常経営における利益相反問題を想定し、主に資産運用会社の資産運用行為を対象としているが、J-REITの買収・再編の取引は基本的にその規制範囲に含まれていない。したがって、現行の利益相反管理体制によっては、J-REITの買収・再編における対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題に対応することが不十分であるといわざるを得ない。また、対象投資法人の資産運用会社の役員と投資主との特有の利益相反問題については、現在まだ広く認識されていないことから、投資主としては、いかなる根拠で資産運用会社の役員の利益相反行為を阻止するのか、またその行為によって損害を被った時にどのような根拠で資産運用会社の役員の責任を追及するのか不明である。

---

改善命令を行った。当該資産運用会社は、JHRが自己の利害関係者から建物を取得するとき、本来、利害関係者が負担すべき看板費用につき、その事実を知りながら、JHRに看板費用の負担をさせることを黙認した。このような行為は、資産運用会社の忠実義務に違反していると認定された。

<sup>448</sup> 本件は、PRAが投資法人の資産運用において、利害関係者からの取得となる不動産の鑑定評価を依頼する際に、利益相反防止の観点から問題となる事案である。PRAは、1)売主の売却希望価格と同額以上で概算評価額の算定を行うよう依頼する行為等の不動産鑑定業者の独立性を損なう不適切な働きかけ、2)複数の業者に売却希望価格を提示して概算評価を依頼し、希望価格以上の価格が提示されない場合には、当該価格以上又はそれに近似する価格が提示されるまで、不動産鑑定業者を追加して概算評価額の算定を依頼する不適切な不動産鑑定業者選定プロセス等を行っていた。このような利益相反管理体制は著しく不十分であるため、2008年9月5日、金融庁は、PRAに対し業務改善命令を下した。

## 第四款 J-REIT の敵対的買収及び防衛策の問題

### 1 総論

前款では、J-REIT の買収・再編、特に友好的買収における利益相反問題について考察を行った。本款では、J-REIT の敵対的買収及び防衛策の問題について考察を試みる。J-REIT の敵対的買収とは、J-REIT の役員会、資産運用会社またはスポンサーの同意ないし協力を得ることなく行われる買収・再編である。現在までは、J-REIT に対する敵対的買収の実例がなく、また、買収防衛策を導入している J-REIT も見当たらない。

一方、一般事業会社の場合に、対象会社の経営者の同意のもとで行う友好的買収が一般的である<sup>449</sup>が、ライブドア対ニッポン放送事件<sup>450</sup>（以下「ニッポン放送事件」という）に代表される敵対的買収が現れたことを契機として、現在では、上場株式会社の相当数が買収防衛策を導入することに至っている。この変化の理由は、著名企業に対して敵対的買収が試みられ、しかも一時成功しかけたという事実は、多数の上場会社の経営者に衝撃を与え、防衛策の必要性を強く意識させたことにあると思われる。そして、近年、安定株主の持株比率や株式持合いが低下する<sup>451</sup>一方、純粋に株式投資のリターンを求める機関投資家

---

<sup>449</sup> 企業買収というのは相手のある話であるから、これを円滑に実現するには、対象会社の経営陣と信頼関係を構築し、合意を積み重ねながら実現することが好ましい。また買収が実現した折には、経営者や従業員等の従前から存在する人的資源を活用していかなければならないから、その意味でも買収を行う際に相互に良好な関係を維持しておくことは重要である。松井秀征「敵対的企業買収と防衛策」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣・2013年）555頁。

<sup>450</sup> ニッポン放送事件は、平成17年の2月から4月にかけて起きた、新興のIT企業であるライブドアが、メディア集団フジサンケイグループの中核企業であるフジテレビとの間で繰り広げたニッポン放送の買収合戦である。同事件では、ニッポン放送による防衛策の行使（フジテレビに対する新株予約権の発行）が、裁判所により差し止められ、ライブドアがニッポン放送の過半数株式の取得に成功した。しかし、ニッポン放送が、保有するフジテレビ株式をソフトバンク・インベストメント等に貸株に出したこと（これにより、ライブドアがニッポン放送買収を通じてフジテレビの経営支配権をも取得するという試みは阻止された）を契機に、当事者間で和解交渉が進み、同年4月に、フジテレビとライブドアとの間で資本・業務提携の合意が行われた。もっとも、平成18年1月に、ライブドア経営者が証券取引法違反の容疑で逮捕され（最高裁で有罪判決が確定）、資本・業務提携も解消されたことは、周知のとおりである。

<sup>451</sup> 上場会社の持合比率（上場会社が持ち合っている株式の上場株式全体に対する比率）は、平成3年度末の27.8%から、平成21年度末の6.5%にまで低下した。伊藤正晴「銀行を中心に、株式持ち合いの解消が進

の持株比率が増加したこと<sup>452</sup>は、上場会社の経営者をして、敵対的買収に対する脅威を強く意識させる要因の1つとなったと考えられる<sup>453</sup>。

これに対して、J-REIT が買収防衛策を導入していない理由としては、①株式会社において買収防衛策のツールとして用いられている会社法上の制度（例えば種類株式など）が、投信法では認められていないことが多く、実効性のある防衛策を講じる手段が乏しいこと、②他方で、J-REIT においては、導管性要件及び事業年度が6ヵ月とされていることから、事実上、敵対的買収の阻害要因として機能してきている。そのため、現行税制を前提とする限り、買収防衛策を導入する必要性が低いこと、③その結果、J-REIT をめぐる関係当事者各々が内部で敵対的買収または買収防衛策を検討することはあっても、公の場でその導入の可否あるいは当否について検討、議論されていないままとなっている、という事情があると考えられる<sup>454</sup>。

しかし、J-REIT の敵対的買収の実現は困難であっても、また J-REIT の敵対的買収の実例は存在しなくても、J-REIT においては敵対的買収の可能性及び買収防衛策導入のニーズが全くないというわけではないであろう。したがって、本款では、まず、J-REIT に対する敵対的買収の行われる動機について検討を行う上で、J-REIT に対する敵対的買収の実現可能性を考察する。次に、J-REIT に対する敵対的買収が可能である場合、J-REIT において買収防衛策を導入する必要があるかどうかについて考察を試みる。最後に、平成25年改正後の投信法に基づいて、J-REIT の買収防衛策の手法及びその問題点を、それぞれ検討する。

---

展：株式持ち合い構造の推計〔2010年版〕」大和総研調査季報2011年新春号11頁。

<sup>452</sup> 信託銀行による上場株式の保有比率は、平成2年度末の9.8%から、平成24年度の17.7%に、大幅に増加している。また、同時期の外国法人等の株式保有比率は4.7%から28%と、実に5倍余りまで増加している。全国証券取引所「平成24年度株式分布状況調査の調査結果について<要約版>」資4頁、東証HP平成25年6月20日掲載。

<http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/b7gie6000000508d-att/bunpu2012.pdf>

<sup>453</sup> 田中・前掲注（24）9-10頁を参照。

<sup>454</sup> 新家・前掲注（4）602頁。

## 2 J-REIT に対する敵対的買収の動機及び可能性

### 2.1 J-REIT に対する敵対的買収の動機

世界諸国における一般事業会社の経験に照らすと、敵対的買収が行われる動機として、次の 2 つの場合を挙げることができる。第 1 に、ある企業が自らの事業を拡大するため、水平的・垂直的な事業の統合を図るため、あるいは異業種へ進出するために、敵対的買収の方法をとる場合、第 2 に、ある企業の事業や資産の非効率性を見取った者が、企業買収後に事業や資産の整理を行って当該非効率性を解消し、当該企業ないし事業の収益性を向上させるために敵対的買収を行う場合である<sup>455</sup>。

J-REIT に対する敵対的買収の動機については、上記の一般事業会社の場合とほぼ同様であるように思われる。まず、事業統合の動機について、現段階の J-REIT にとっては、垂直的な事業統合を行う必要性が必ずしも高くないにもかかわらず、水平的な事業統合の需要が確かに存在する。オフィスリートを運営する J-REIT がレジデンスリートに参入しようとする場合、レジデンスリートを運営する他の J-REIT を買収する場合はその一例である。また、事業収益性を向上させる動機は、一般事業会社が J-REIT 事業へ新規参入をする場合にも、J-REIT が他の J-REIT を買収することによって外部成長を図る場合にも、同じように存在する。ところが、ここで注意しなければならないのは、これらの動機は友好的買収で実現することも可能だということである。つまり、以上の動機を実現するために敵対的買収の方法が採られる場合というのは、対象投資法人側の経営者が友好的買収の形態を拒絶し<sup>456</sup>、当該投資法人の投資口の市場流動性が高く、かつ当該投資口取得のための資金的手当てが十分に存在する場合なのである。

対象投資法人側の経営者が友好的買収の形態を拒絶する場合というのは、買収者の買収提案に存する非合理性ゆえに対象投資法人がこれを拒絶するか、あるいは買収者の合理的

---

<sup>455</sup> 松井・前掲注（449）561 頁。

<sup>456</sup> 対象投資法人側の経営陣が友好的買収の形態を拒絶する場合というのは、買収者の買収提案に存在する非合理性ゆえに対象投資法人がこれを拒絶するか、あるいは買収者の合理的な買収提案を対象投資法人の非合理的な判断により拒絶するか、いずれかの場合である。

な買収提案を対象投資法人の非合理的判断により拒絶するか、いずれかである。効率性の観点から考えると、前者の場合は、対象投資法人の企業価値を損なう買収を阻止するものであるため、是認すべきであろう。これも、対象投資法人側の経営者が敵対的買収に対して防衛策を行使することを容認する一因である。一方、後者の場合は、対象投資法人の企業価値を促進する買収を妨害するものとなるため、否認すべきであろう。この点について全く逆に考えると、敵対的買収は、経営への規律効果をもたらした企業経営の効率性の改善に貢献すると期待できよう。すなわち、実際に敵対的買収が起きることだけでなく、その可能性があることが、経営者の行動を規律づける効果を持つ。よって、敵対的買収には、このような非効率的な経営者の交替や経営行動の規律といったメリットがあると考えられるのである。

以上の議論をまとめると、J-REIT に対する敵対的買収の動機は十分にあるといえる。続いて、この敵対的買収の実現可能性について検討を試みる。

## 2.2 J-REIT に対する敵対的買収の可能性

J-REIT の敵対的買収の手法に関して、友好的買収と大きく異なる。資産運用会社は、株式譲渡制限会社であることが一般的であり、資産運用会社の株式を譲り受けるためには、資産運用会社の取締役会における譲渡承認決議が必要となる。上記で説明した資産運用会社の交替<sup>457</sup>のうち、資産運用会社株式の譲渡については、スポンサー及び資産運用会社の経営者の同意を得ずに敵対的に行うことはできない。この場合には、資産運用会社との間の既存の運用委託契約を資産運用会社の同意なく一方的に解約することを要するため、投資主総会において普通決議による承認を得る必要がある（投信法 206 条 1 項・93 条の 2 第 1 項）からである。したがって、敵対的買収者としては、まず市場買付けまたは公開買付けを行うことにより、相当数の投資口を買い集めることが必要になる場合が多いと考えられる。その上で、投資主総会を招集し、当該投資主総会において、J-REIT の役員を敵対的買

---

<sup>457</sup> 前掲注（113）及びそれに対応する本文を参照。



買取者が選定する者に交替させ、当該投資主総会または次の投資主総会において、敵対的買取者がスポンサーとなっている他の J-REIT と合併させ、あるいは、従前の資産運用会社との資産運用委託契約を解約させ、買取者側の資産運用会社との資産運用契約を締結させる、といった議案を提出し、投資主の賛否を問うことになる。

ところが、導管性要件の 1 つとしては、「事業年度末において投資法人の投資口の 50% 超を 1 グループの投資主が有していないこと」という非同族会社要件が定められていることから（法人税法 2 条 10 号、措法 67 条の 15 第 1 項 2 号ニ、措法施行令 39 条の 32 の 3 第 5 項）<sup>458</sup>、非同族会社要件への抵触を回避しつつ敵対的買取を実行しようとする場合には、A) 市場買付けまたは公開買付けを行う投資口数を 50% 以下に抑える<sup>459</sup>、または、B) 50% 超を取得して役員交替等の投資主総会決議を成立させ、その後、対象投資法人の事業年度末までに投資口を売却して保有率を 50% 以下に下げるとする方法をとる必要がある。しかし、A) については、投資主総会における普通決議の承認を確保できるとは限らない点に難点がある<sup>460</sup>。また、B) については、J-REIT の場合、1 事業年度を 6 ヶ月としていることが一般的であるため、6 ヶ月の間に、公開買付けによる必要な投資口の取得、投資主総会の招集・決議取得及び投資口の売却を行う必要がある。特に、敵対的買取の場合には、公開買付段階で対象投資法人の役員会による意見表明報告における質問権の行使（金商法 27 条の 10 第 2 項 1 号）や公開買付期間の延長請求（同項 2 号）等の対抗措置がとられることにより、公開買付けが長期化することが想定される。また、投資主総会を開催するためには、少なくとも公告期間として 2 ヶ月を要する上、役員会が自発的に招集決定を行うことは期待できないため、買取者が投資口の 3% 以上保有要件を満たした上で、執行役員に対して投資主総

---

<sup>458</sup> 非同族会社要件の詳細は、前掲注（88）と注（89）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>459</sup> 前掲注（193）及びそれに対応する本文の事例を参照。

<sup>460</sup> J-REIT にはみなし賛成制度があるが、敵対的買取の場合には、対象投資法人の役員会から反対提案がなされることにより、みなし賛成制度が利用できなくなる可能性が高いため、友好的買取の場合と比較して投資主総会の決議を成立させるためのハードルは高くなるのである。

会の招集請求を行う必要があると考えられ<sup>461</sup>、当該招集請求にかかる役員会との交渉期間も考慮する必要があるだろう。このように、6 ヶ月の間に、すべての手続きを終えるためには、対象投資法人の対応も想定した緻密なスケジュールリングが必要となる。

具体的には、対象投資法人のヴィークルには手を付けずにスポンサーの交替を行う場合であれば、(1) 役員の交替、資産運用委託契約の解約及び締結を行うための投資主総会は 1 回開催すれば足りることから、6 ヶ月の間にすべての手続きを終えることは不可能ではないようにも思われる。これに対して、(2) 投資法人を合併させる場合には、公開買付けの後、1 回目の投資主総会で役員の交替を行った後に、合併契約を締結し、さらに 2 回目の投資主総会を開催して合併の承認決議を受けるとする方法をとらざるを得ないと考えられるため、スポンサーの交替による場合と比較して、6 ヶ月の間にすべての手続きを終えることの難易度は高まると思われる。かかる方法による場合、役員交替から 2 回目の投資主総会開催までの期間をできる限り短縮することがポイントとなるが、役員交替に先立って 2 回目の投資主総会の招集請求を行っておくことも考えられよう。6 ヶ月の間にすべての手続きを終えることが難しい場合には、現役員の交替を行った後に、いったん投資口を処分して保有率を 50% 以下に下げて当該事業年度において導管性要件に抵触することを回避し、次の事業年度に合併承認のための投資主総会を開催するというスケジュールを採ることが現実的で

---

<sup>461</sup> 投信法 90 条 3 項、会社法 297 条 1 項は、発行済投資口の 3%（これを下回る割合を規約で定めた場合にあっては、その割合）以上の口数の投資口を 6 ヶ月（これを下回る期間を規約で定めた場合にあっては、その期間）前から引続き有する投資主は、執行役員に対し、投資主総会の目的である事項（当該投資主が議決権を行使することができる事項に限る）及び招集の理由を示して、投資主総会の招集を請求することができる」と定めており、投信法 90 条 3 項、会社法 297 条 4 項は、かかる請求の後遅滞なく招集の手続きが行われない場合、またはかかる請求があった日から 8 週間（これを下回る期間を規約で定めた場合にあっては、その期間）以内の日を投資主総会の日とする投資主総会の招集の通知が発せられない場合には、かかる請求をした投資主は、投資法人の所在地を管轄する財務局長の許可を得て、投資主総会を招集することができる」と定めている。したがって、敵対的買収者が投資主総会を招集するためには、前提として上記の 3% 以上保有要件を満たす必要があり、もし敵対的買収者側でかかる 3% 以上保有要件を満たすことができない場合には、他の大口投資主の協力を得る必要があることとなる。

あると思われる。ただし、たとえ敵対的買収を試みた結果、導管性要件に抵触し、配当の損金算入を行うことができなくなってしまったとしても、敵対的買収者はもともと投資主から損害賠償責任を甘受すると覚悟した場合に、6 ヶ月の時間制限は特に問題にならないと思われる。

以上のように、J-REIT の買収者にとっては、導管性要件の存在ゆえに、一般事業会社の場合と比較して敵対的買収の実行の難易度が高いと評価できると思われる。しかし、例えば、買収者が対象投資法人の継続を前提とせず、その保有にかかる優良資産の取得・売却を目的とするような場合であれば、導管性要件の抵触により既存投資主が受ける損害について、キャッシュ・アウトの価格に織り込んで補償することも可能であるため、敵対的買収における取引目的により、難易度は異なり得る。また、対象投資法人に分配できる利益がなく導管性要件を放棄しても問題がないような場合であれば、導管性要件は障害にならないため、敵対的買収の難易度は低いという評価も可能であろう<sup>462</sup>。そして、これらの場合には、投信法上の制約により実効性のある防衛策を講じる手段が乏しいことは、むしろ敵対的買収が行われやすいことを意味しているともいえる<sup>463</sup>。

### 3 J-REIT の買収防衛策の必要性

上記 2 点で検討を行った結果、市場においては、J-REIT に対する敵対的買収の行われる動機及び当該敵対的買収の実現可能性が十分にあることがわかる。しかし、対象投資法人側にとっては、敵対的買収に直面するに際して、防衛策を講じる必要性があるのかが依然として不明である。一般事業会社の場合には、敵対的買収に対する防衛策が講じられる必要性があるという主張を採る根拠としては、大きく分けて 2 種類あると考えられる。第 1 に、買収者に対する行為規制が十分ではなく、問題となる敵対的買収が株主に対する強圧

---

<sup>462</sup> ただし、2 回連続で分配金の支払いができない場合には、上場廃止基準に抵触するため（上場規程 1218 条 2 項 3 号）、2 回連続で分配金の支払いができないほど財務状態の悪い J-REIT の場合には、上場維持を前提とする敵対的買収は逆に困難である場合が少なくないであろう。

<sup>463</sup> 新家・前掲注（4）602 頁注 98。

性を有する（換言すれば株主の利益になる）場合、第 2 に、株主に対する強圧性の問題は解決されているが、株主以外のステークホルダーの利益保護の観点から、当該買収を阻止すべき必要がある（換言すればステークホルダーの利益になる）場合である<sup>464</sup>。以下では、この 2 つの根拠は、J-REIT の敵対的買収の場面において合理性があるかどうか検討する。

### 3.1 敵対的買収の強圧性から投資主の利益を保護する防衛策

#### 3.1.1 買収者に対する行為規制の不十分

敵対的買収に対する防衛策を正当化する論拠といえ、まず公開買付けの強圧性の問題が取り上げられる。これは、公開買付けが成功したときに、買付けに応じなかった株主は、応じたときよりも不利に扱われることが予想される場合には、たとえ大多数の株主が、買付価格は客観的な株主価値よりも低いと考えているときでも、買付けに応じるように強いられる、という問題である。J-REIT に対する敵対的買収の場合にも、この強圧性の問題が同じように存在している。これだけではなく、前述の導管性要件が存在するため、投資主は買収の場面に臨む際に、一般事業会社の株主よりさらに高い強圧性がかけられており、本来は実現すべきでない買収が実現してしまう可能性もいっそう高くなるといえる<sup>465</sup>。

強圧性の問題に対処するために、買収者に対して行為規制を課すことが考えられる。買収者に対する行為規制としてこれまで論じられてきたのは、おおむね次の 3 点である。(1) 当該買収を行うにあたって公開買付けを強制するかどうか、(2) 当該公開買付けにおいてはどれだけの株式を買い付けさせるべきか、(3) 当該公開買付けに際しての買付価格はどうかあるべきか。J-REIT の買収者に課される行為規制は、一般事業会社の買収者に課される内容と異ならないので、以下では、この 3 点に沿って順次検討を行う。

#### (1) 強制公開買付規制

日本法においては、上場 J-REIT の買収を試みる際、一定の場合に公開買付けによること

---

<sup>464</sup> 松井・前掲注（449）579 頁。

<sup>465</sup> 前掲注（171）から注（172）まで、注（178）から注（179）まで及びそれらに対応する本文を参照。

を強制する規制が、金商法に存在する（同法 27 条の 2）。具体的には、取引所金融商品市場外<sup>466</sup>において、上場 J-REIT の投資証券等の買付けを行い、買付後の買付者の投資証券等所有割合が 1/3 を超えることになる場合は、公開買付けによらなければならない（同条 1 項 2 号）。これは、支配権移転が生じる際に少数投資主を保護するための行為規制の 1 つである<sup>467</sup>。すなわち、買収者は、公開買付開始公告で開示した買付条件に従い、応募投資主から平等の条件で投資口を買い取らなければならない、一部の大口投資主のみから相対取引によって支配権を取得することができない。ただし、買収者は通常の金融商品市場における取引（いわゆる「市場買付け」）を通じて、1/3 以上の投資証券等保有割合になった場合は当該規制の対象外である。

## （2）全部勧誘義務・全部買付義務

全部勧誘義務とは、ある発行者の発行するすべての投資証券等を対象として買付けの申込みの勧誘を行う義務のことを指す。これに対して、全部買付義務とは、買収者における応募投資証券等の全部について買付けを行う義務を指す。金商法上、全部勧誘義務と全部買付義務が課せられるのは、公開買付けにより 2/3 以上の投資証券等所有割合となる者に限られている（同法 27 条の 2 第 5 項、同法 27 条の 13 第 4 項）。これは、上場廃止や会社法の特別決議に基づく組織再編行為等を視野に入れ、その影響を受ける少数投資主を保護する目的によるものである。しかし問題は、買収者は買い付ける投資口数を 1/3 から 2/3 の間で設定する限り、全部勧誘義務の対象とならず、また応募のあった投資口に対する全部買

---

<sup>466</sup> この規制は、導入当初、金融商品市場外における取引に限定され、金融商品市場における株券等の買付けによる支配権移転は対象外であった。しかし、上記ニッポン放送事件において、東証の立会外取引システム（ToSTNeT-1）を通じた取引が強制公開買付規制の対象外となったことを受けて、平成 17 年の証券取引法改正で金融商品市場内の取引でも競売買によらないものが対象に含められるに至った。

<sup>467</sup> もちろん、公開買付制度の趣旨は、支配権取引に関する問題に対処するという側面に限らず、市場外の取引を規制するという側面もある。例えば、すべての株主に株式売却の機会を与えること等を通じて株主を平等に取り扱うことや、株主が十分な情報に基づいて株式を売却するかどうかの投資判断を行うことを確保することなどである。山下・前掲注（170）244 頁を参照。

付義務も発生しない点にある。つまり、日本の公開買付制度は、部分買付けを許容し、また応募投資証券等の数の合計が買付予定数を超える場合には按分比例方式による買付けも許容している（同法 27 条の 13 第 5 項）。

### （3）買付価格規制

敵対的買収者が、対象会社のすべての株式を対象に勧誘を行い、応募があった株式の全部を買い付けるものとして公開買付けを実施する場合、その価格を規制して相当な額を株主に提示させれば、ひとまず強圧性の問題は回避できる<sup>468</sup>。この点について、前述のとおり、日本の公開買付制度は、均一性以外に、公開買付価格の水準自体について特段の規制は設けられていない<sup>469</sup>。これに代替する仕組みとして会社法上の仕組み、すなわち、全部取得条項付種類株式の株式取得時の価格決定申立て（会社法 172 条）、組織再編時の株式買取請求における価格決定申立て（会社法 786 条、798 条）などの制度が存在すると考えられる。しかし、これらは、あくまでも第 2 段階に全部取得条項付種類株式等を利用して少数株主を締め出す場合に適用される制度にすぎず、第 1 段階の公開買付けの価格水準に影響を及ぼさない。しかも、投信法上、そもそも種類の投資口の発行が認められていないために全部取得条項付種類株式に相当する制度も存在しておらず、また、現金交付合併も認められていない。他のキャッシュ・アウトの手法があるのにもかかわらず、前述の公正な価額の算定問題<sup>470</sup>が存在するため、強圧性のある敵対的買収が発生する可能性は十分にある。

以上 3 点をまとめると、日本では、買収者が選択できる買収手法に厳格な法規制は課されておらず、市場買付けや部分公開買付けによる支配権の取得も原則として自由である<sup>471</sup>。

---

<sup>468</sup> EU 企業買収指令によれば、強制公開買付けの際の買付価格は公正（equitable）なものでなければならず（同指令 5 条 1 項）、ここにいう公正な価格とは、買収者が過去の一定期間（その期間は 6 ヶ月から 12 ヶ月の範囲で各加盟国が定める）に対象となる証券に支払った最高価格を指すものとされている（同条 4 項）。松井・前掲注（449）577 頁。

<sup>469</sup> 前掲注（175）とそれに対応する本文を参照。

<sup>470</sup> 前掲注（334）から注（337）とそれに対応する本文を参照。

<sup>471</sup> 例外は、いわゆるスピード規制（金商法 27 条の 2 第 1 項 4 号）に服する場合及び第三者による公開買

そのため、買収の成否を、個々の投資主による買収に応じるかどうかの判断のみに委ねた場合、本来は実現すべきでない買収が前記の強圧性のゆえに実現してしまうという問題は、より深刻となるように思われる<sup>472</sup>。

### 3.1.2 買収防衛策の機能及び範囲

以上の検討から、買収者に対する行為規制が、その実行しようとしている敵対的買収の強圧性を十分に防止するに足らず、もはや投資主限りでは自らの利益を守ることが困難であることがわかる。この場合には、買収者に対する行為規制を強化することが 1 つの解決方法として考慮すべきであるが、買収者に過剰な負担を課すことにより、企業買収を抑制するというリスクが生じる。他方、もう 1 つの解決方法としては、問題となっている敵対的買収に対して投資主の利益を保護するための防衛策を講じることが考えられる。このような方法は、現行法を前提にすれば、十分検討に値するものであるといえる。

また、強圧性を伴う敵対的買収によって投資主に生じるもう 1 つの問題は、買収者から投資主に対して提示される買収価格が不十分であることである。そうであるとすれば、敵対的買収に対する防衛策について期待されるのは、買収者の提示する買収価格を引き上げさせるという機能である。もちろん、対象投資法人側にとって、買収価格を直接決定することはできないから、あくまでも間接的に当該価格の引き上げを目指すことになる。

この場合、対象投資法人側に必要なのは、買収者に買収価格を引き上げさせるための交渉手段である。ここでは、問題となる敵対的買収の強圧性が回避されない場合には防衛策を導入し、かつ発動して当該敵対的買収の成功を妨害するが、その強圧性が回避される場合には防衛策の発動を行わないとする方法である。この観点から防衛策が備えなければならない仕組みは、当該防衛策が導入されるが、実際に買収者の保有する投資口に不利益は生じないという状態をもたらす仕組みである。防衛策が導入されているという状態が生じ

---

付けと競合する場合（同項 5 号）である。強制公開買付規制の範囲について、山下・前掲注（170）251－261 頁を参照。

<sup>472</sup> 田中・前掲注（24）384 頁。

ないと、対象投資法人側にとって買収者との間で交渉する手段が存在しない——買収者にとって脅威とならない——ため、あくまでも防衛策導入措置が講じられたことが出発点となる<sup>473</sup>。

### 3.2 敵対的買収からステークホルダーの利益を保護する防衛策

3.1 においては、敵対的買収が、対象投資法人の投資主に与える影響のみを考えた。しかし、敵対的買収は、債権者や顧客など、投資主以外のステークホルダーの利益にも影響を与え得ると考えられる。アメリカ法の場合は、会社が支払可能状態であるかどうかによって、ステークホルダーの利益を考慮する異なる方法を採用している。会社が支払可能状態にある場合に、取締役に対して債権者等のステークホルダーの利益を促進する義務があるとは一般的に考えられておらず、むしろ会社情報の開示等によるステークホルダー自身の自衛が求められている。一方で、支払不能時において連邦破産法で種々の規定が定められているほか、敵対的買収時には取締役の信認義務を修正する法律（信認義務修正法、Constituency Statue）を定めている州が多い<sup>474</sup>。これによって、取締役が買収提案などに対応する際、株主の利益だけでなくステークホルダーの利益を考慮することができる。つまり、取締役の会社に対する信認義務が修正されることになる<sup>475</sup>。日本の場合は、役員の株

---

<sup>473</sup> 松井・前掲注（449）580-581 頁を参照。

<sup>474</sup> 1980 年代以降、アメリカでは敵対的買収が盛んになったが、買収の対象となった会社は買収後に多額の負債等を背負ったため、それによって会社のステークホルダーに深刻な影響を与えた。よって、取締役は業務の遂行に当たって、株主だけでなく他のステークホルダーの利益も考慮すべきであるという気運が高まり、1983 年のペンシルバニア州以降、現在ではアメリカの 33 の州において「信認義務修正法」が各州の会社法の中に規定されている。各州における信認義務修正法の多くは、裁判所の見解と同様に、株主の利益とステークホルダーの利益が衝突する場合には株主の利益が優先して考慮されるという立場を前提としている。しかし、いくつかの州では、株主の利益と関連付けることなく他のステークホルダーの利益を考慮することが認められている。太田洋＝今井英次郎「米国各州における企業買収規制立法の最新状況（下）」商事法務 1723 号 38-39 頁。

<sup>475</sup> しかし、信認義務修正法の制定にもかかわらず、それが現実的に適用される事例は少なく、会社法にもわずかの影響しか与えていないとされる。その理由として、1980 年代後半から 1990 年代までにおいて、敵対的買収活動が低下したことが挙げられている。稲別正晴「コーポレートガバナンスとステークホルダー」桃山学院大学経済経営論集第 45 巻第 3 号 151-152 頁。



主に対する信認義務自体が確立していないため、敵対的買収においては、ステークホルダーの利益をどのように保護すべきかが問題となる。1つの方法としては、ステークホルダーの利益の観点から防衛策を講じる余地があると考えられる。

ステークホルダーといってもその範囲は広範囲にわたり、一般的には、従業員、顧客、債権者、社債権者、地域社会などを含む。一般事業会社の場合において、しばしば論じられてきたのは、企業特殊的な人的資産（firm-specific human assets）<sup>476</sup>に対する投資（以下「人的投資」という）を行っている従業員を、敵対的買収の破壊的影響（買収後の従業員の大規模解雇など）から守るために、ある種の防衛策が正当化され得るという主張である。人的投資は、従業員の経営者に対する「信頼」に基づく投資であり、当該投資によって企業価値を高めることができる。かりに従業員がキャリアの前半で人的投資を行い、その後半で填補を受けることが想定される場合において、買収者は、従業員の「信頼」を裏切り、賃下げや解雇等によってその填補を行わないことによって、従業員からの利益移転を受ける形で、買収による利益を得ることが可能となる。

しかし、J-REIT の場合において、投資法人は、従業員を雇用することが禁じられる（投信法 63 条 2 項）ので、上記の人的投資保護という主張は成り立たない。J-REIT のステークホルダーについては、主に、①資産運用会社、資産保管会社及び PM 会社等の業務委託先、②テナントのような不動産を賃借している顧客、③投資法人へ融資を行うメインバンク、投資法人債権者及び不法行為債権者、といった 3 種類のものに分けられる。以下では、この 3 種類のステークホルダーに焦点を当て、それぞれの利益が敵対的買収において保護する必要があるかどうかについて検討を行うこととする。

---

<sup>476</sup> 企業特殊な人的資産とは、個々の企業のなかでのみ価値を持つ知識・能力のことである。例えば、特定の道具や機械にかんする慣れや、一緒に働いている他の従業員とのチームワーク、長年維持してきた取引相手に関する詳細な情報や、職場内での人間関係の把握や、研究開発プロジェクト参加者同士の専門家としての信頼関係、経営トップの経営構想や経営思想の理解といったものである。岩井克人『会社はこれからどうなるのか』（平凡社・2003 年）155-156 頁。

### 3.2.1 業務委託先の利益を保護する必要性の有無

資産運用会社、資産保管会社、PM 会社は、それぞれが投資法人と業務委託契約を締結しており、一見すると取引先のように思えるが、投資法人の日常経營業務を実際に担っているサービス業者である。これは、前述のとおり、投信法が構築する特殊なガバナンスに起因する<sup>477</sup>。投資法人は、単なる資産の集合体としてのヴィークルに位置づけられるため、その資産運用や資産保管などの業務について、自ら行うことが禁じられており、外部のサービス業者に委託しなければならない。これらのサービス業者は、不動産等の投資対象資産の購入・売却に関する投資判断を含む、資産運用・保管、物件管理に関する一切の業務を担当しているため、投資法人の実質的な経営者といえるのではないかと思われる。

一般事業会社の経営者は取締役会であり、所有者である株主は会社経営に関する行動を取ることができず、取締役会の提案に対して承認するかどうかという権限のみを有している。このような中央集権的な経営決定の構造は、いわゆる「所有と経営の分離」の原則によるものであり、多数の従業員や経営者、株主、債権者などを有する大規模な会社の経営上の問題を扱うのに適しているため、大規模な公開会社において望まれるものである<sup>478</sup>。投資法人のガバナンスは、基本的にこの「所有と経営の分離」の原則に従って構築されているといえるが、一般事業会社と異なるのは、経営者としての役割が内部の役員会と外部のサービス業者により分担されている点である。したがって、これらのサービス業者については、それを取引先ひいては業務委託先と位置づけるよりも、投資法人の共同経営者と考えたほうが合理的であろう。この点は、平成 25 年投信法改正においても、ある程度で肯定されている。今回の法改正は、上場投資法人に関するインサイダー取引の「会社関係者」を定義する際に、資産運用会社を投資法人と一体として取り扱っている。これは、上記の

---

<sup>477</sup> すなわち、外部運用・管理型の仕組みである。前掲注 (46) から注 (59) とそれに対応する本文を参照。

<sup>478</sup> 安本政恵「アメリカとイギリスにおけるコーポレートガバナンス制度に関する一考察 (一)：ステークホルダーの利益保護という視点から」広島法学 33 巻 2 号 (2009 年) 155 頁。

ガバナンスの特殊性に基づいた法改正であると考えられる<sup>479</sup>。

会社の経営者（取締役会）は、株主の委託を受けて、株主の利益のために、平時に会社の経営・管理を行い、また敵対的買収という非常時に、株主の共同利益を保護するために、買収者と交渉する責務を担っている。したがって、経営者の利益を保護する防衛策は、株主の経営委託の趣旨及びその共同利益に反するものであるから、基本的に認められていない。そうすると、「所有と経営の分離」の原則を採っている J-REIT においては、これらのサービス業者が共同経営者として位置づけられるならば、敵対的買収に直面する際に、その利益を考慮し防衛策を講じる必要性はないと思われる。

### 3.2.2 顧客の利益を保護する必要性の有無

J-REIT の主な顧客としては、不動産を賃借しているテナントなどの顧客がある。これらの顧客がもっとも重視する点は、およそ不動産自体の立地・品質・設備等の条件、PM 会社が提供する関連サービス、そして賃貸借契約期間中の安定性などである。敵対的買収は、スポンサーの交替、投資法人の合併などの結果をもたらすことがあるので、敵対的買収の完成後に、不動産設備の交換、PM 会社交替による関連サービスの変更、または投資法人の合併による契約名義の更新など、取引先の利益に影響を与えることがまったくないとはいえない。

しかし、買収者にとっては、無断に不動産設備の交換、関連サービスの変更などを行うと、顧客との関係を維持できなくなるおそれがあるから、何の利益にもならない。したがって、買収者は、敵対的買収の完成後、顧客との関係を長く維持するために、従来と同等またはそれ以上のサービスを提供することが一般的である。また、建物賃借権は、法律により強く保護されており、物権所有者の交替の影響を受けないはずである。建物賃貸借は、

---

<sup>479</sup> 前掲注（115）の「投信 WG 報告」も、主として業務委託先である資産運用会社において取得物件に関する重要な情報の取得・保有・管理が行われており、規制対象とする取引主体の範囲を定めるに当たり、資産運用会社を「投資法人の契約締結先」との位置付けではなく、投資法人自体と同様に取り扱うことが適当であると提言されていた。

その登記がなくても、建物の引渡しがあったときは、その後その建物について物権を取得した者に対し、その効力を生じる（借地借家法 31 条 1 項）。つまり、投資法人の合併による建物所有者の交替があった場合においても、新しい投資法人は、無断で賃貸借契約を解約することが許されないから、顧客にとって賃貸借契約期間中の安定性は害されないといえる。無論、契約名義の更新等の手続きが避けられないが、そのコストは、新しい投資法人を含む買収者側に負担させることができれば、顧客にはほとんど影響しないはずである。このように考えれば、J-REIT の敵対的買収は、顧客の利益に与える影響は極めて小さいから、わざわざその利益保護の観点から防衛策を講じる必要がないといっても過言ではない。

### 3.2.3 債権者の利益を保護する必要性の有無

J-REIT の債権者は、主として投資法人へ融資を行うメインバンクや投資法人債を有する債権者といった自発的債権者と、不法行為債権者などの非自発的債権者がある。確かに敵対的買収に伴うスポンサーの交替または投資法人の合併は、投資法人の資金力の変化に多少つながっている<sup>480</sup>。とりわけ、投資法人の企業価値を低下させる買収は、債権者の利益を悪い状態に陥らせるおそれがあるから、敵対的買収時において、何らかの方法を設けて債権者の利益を考慮する必要があると考えられる。

現代では、債権者は、会社との契約や格付会社による情報提供などの方法によって自身の利益を保護することが多いため、法律の介入で包括的な規則による保護はそのような自己防衛方法よりも効果的である場合のみ相応しいと思われる。例えば、アメリカにおいては、契約による債権者保護が普及しているといわれる。その理由として、アメリカでは株式の所有が分散されており銀行の集中も制限されていることから、会社の負債も分散されているため、債権者等保護のための包括的な規則を提供することが難しいことが指摘され

---

<sup>480</sup> 例えば、投資法人の合併後には、存続投資法人は消滅投資法人の資産だけでなく負債も承継し、消滅投資法人は解散消滅するので、両社の投資主だけでなく、債権者にも多大な影響や不利益を与える可能性がある。

ている<sup>481</sup>。

しかし、債権者ごとに交渉能力や情報収集能力が異なり、また不法行為債権者などの非自発的債権者は事前に自己防衛をすることが難しいため、契約による保護は不完全なものであるといえる。さらに、日本では株式持合いにより支配株主が強い力を有している場合が多いため、所有権の集中が起こりやすく、これと同時に債権者の集中も起こりやすいため、包括的な規則による債権者保護が有益であると考えられる。包括的な規則としては、一般的には、(1) 平時においての資本制度による債権者保護と、(2) 非常時における債権者保護手続きの2つがあると考えられる。

まず、資本制度による債権者保護機能についてであるが、現在の日本では、この点に対する否定的な意見が多く<sup>482</sup>、会社法において最低資本金制度を撤廃した。ただし、投信法では、最低純資産額規制が定められており、これは債権者保護を図るためであると思われる。最低純資産額は、投資法人が常時保持する最低限度の純資産額であり、投資法人の規約に記載する必要がある（投信法 67 条 1 項 6 号、4 項、）。その金額は 5000 万円を下回ることができない（投信法施行令 55 条）。また、登録投資法人の純資産額が最低純資産額を下回ったときは、当該登録投資法人は、登録が取り消されるおそれがある（同法 215 条、216 条）<sup>483</sup>。このように法律によって維持すべき最低限の純資産額を定めることでは、この基準を満たせなくなった場合、投資法人の支払不能を債権者に示し注意を促すことができる。

最低純資産額による債権者保護機能は、平時においてだけではなく、敵対的買収という非常時にも及んでいる。例えば、投資法人が合併等により規約を変更して最低純資産額を

---

<sup>481</sup> 安本・前掲注（478）55-56 頁。

<sup>482</sup> 後藤元『株主有限責任制度の弊害と過少資本による株主の責任：自己資本の水準から株主のインセンティブへ』（商事法務・2007 年）542 頁以下を参照。

<sup>483</sup> すなわち、通告された一定の期間内にその純資産額が当該最低純資産額以上に回復しない場合には、内閣総理大臣は、の登録を取り消さなければならない。

減少させるようとする場合には、債権者は、当該投資法人に対し、当該規約の変更について異議を述べることができる。債権者が異議を述べたときは、投資法人は、当該債権者に対し、弁済し、若しくは相当の担保を提供し、又は当該債権者に弁済を受けさせることを目的として信託会社等に相当の財産を信託しなければならない。ただし、当該最低純資産額の減少をしても当該債権者を害するおそれがないときは、この限りでない(同法 142 条)。

一方、合併により最低純資産額を増加する場合には、投資法人は、増加後の最低純資産額を超える純資産が存在することを証明する必要がある(同法 174 条 4 号、175 条 4 号)。

また、非常時の債権者保護のための制度といえ、一般的には、会社法上の合併による債権者異議手続きが考えられる。投信法は、投資法人の合併の影響の大きさを鑑み、このような制度も設けている(同法 149 条の 4、149 条の 9、149 条の 14)。しかも、当該債権者異議手続きは、最低純資産額の増加・減少と無関係で、合併を行うことであれば、投資法人はこの手続きをクリアしなければならない<sup>484</sup>。

なお、あくまでも理論上の可能性を述べるに過ぎないが、ステークホルダーの利益を保護する防衛策を許容するためには、(1) 敵対的買収においてステークホルダーの利益の侵害が現実にかかること、(2) ステークホルダーの利益を守る合理的な存在があること、そして(3) 防衛策の行使によってステークホルダーの利益を保護することが買収を妨げることによって生じる費用を上回ること、といった 3 点が肯定される必要がある<sup>485</sup>。ただし、この 3 点をクリアするのは容易ではないと予見される。したがって、J-REIT の敵対的買収が行われる際には、債権者の利益が以上の 2 つの包括的な規則によって保護されているため、これらと別に、債権者の利益を保護する防衛策を講じる必要性は高くないといわざるを得ない。

---

<sup>484</sup> 簡易合併の場合、投資主総会決議を省略できるのに対し、債権者保護手続きについては、たとえ債権者が 1 人もいない場合であっても、省略することができない。債権者が 1 人もいなければ個別催告は当然不要であるが、1 ヶ月の期間を設けた官報公告は必要である。

<sup>485</sup> 田中・前掲注(24) 80-81 頁。

### 3.3 小括

投資主の利益保護とステークホルダーの利益保護という 2 つの観点から、J-REIT において買収防衛策を導入する必要性について検討を行った。まず、投資主の利益保護という観点については、買収者に対する行為規制が不十分であり、敵対的買収の強圧性を防止することができないため、現行法を前提にすれば、J-REIT は、買収防衛策を導入することにより、投資主の利益保護を促進することは一定の合理性があるものと考えられる。ただし、買収防衛策は、企業買収それものを挫折させる可能性がある。これは、かえって投資主の利益を損ない得る。したがって、強圧性を伴う敵対的買収がなされている場合であっても、行使する買収防衛策の範囲を最低限に限定する必要がある。その範囲は、強圧性に伴う投資主への不利益を回避するという観点から境界線を描くことができる。

ステークホルダーの利益保護という観点については、J-REIT の業務委託先、顧客、債権者という 3 種類ステークホルダーに分けて、それぞれ検討を行った。結論だけを述べれば、投資主の利益保護の場合と反対に、敵対的買収においては、ステークホルダーの利益保護という観点からの防衛策は正当化できないというべきである。第 1 に、業務委託先は、J-REIT のガバナンスにおいて共同経営者としての役割を果たしているから、「所有と経営の分離」の原則によりその利益を保護するために防衛策を導入する理由が見当たらない。第 2 に、建物賃貸借の効力は法律により保護されており、物権所有者の更迭の影響を受けないため、J-REIT の敵対的買収は、テナント等の顧客の利益に与える影響は極めて小さいから、わざわざその利益保護の観点から防衛策を導入する必要がない。第 3 に、債権者の利益については、投信法上の最低純資産額や債権者異議手続きという包括的な規則によって保護されているため、防衛策を導入する必要性が高くないといわざるを得ない。

なお、企業価値研究会が平成 20 年 6 月に公表した新たな報告書<sup>486</sup>は、「買収防衛策は、

---

<sup>486</sup> 前掲注（156）の企業価値研究会は平成 20 年 6 月 30 日に公表した「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」を指す。

究極的には、株主の利益を守るためのものであることが前提である<sup>487</sup>」として、「株主共同の利益の確保・向上に適わない場合にもかかわらず、株主以外の利害関係者の利益に言及することで、買収防衛策によって保護しようとする利益を不明確とし……てはならない<sup>488</sup>」と述べるなど、防衛策は株主の利益のために行使されるべきであるとの考え方を明確にする。前述のとおり、上場会社のステークホルダー（利害関係者）と比べると、J-REIT の場合は、ステークホルダーの範囲が狭いので、なおさらであるというべきである。

#### 4 J-REIT における導入可能な買収防衛策

以上の検討から、J-REIT に対する敵対的買収の可能性及び買収防衛策の必要性が確認された。次に問題となるのは、個々の上場 J-REIT がどのような買収防衛策を導入できるかである。以下では、まず、2005 年以後、買収防衛策が日本の上場会社において普及している状況及びその背後にある原因について整理を行う。その後、J-REIT における導入可能な買収防衛策をめぐって考察する。特に、事前警告型防衛策が、上場 J-REIT においても妥当するかどうかについて検討を行うことにしたい。

##### 4.1 上場会社における防衛策の普及状況及び背景

2005 年以後に、事前の防衛策とりわけ事前警告型防衛策<sup>489</sup>が急速に普及した。内閣府経済社会総合研究所の調査によれば、防衛策を導入している上場会社は、2004 年末には、わずか 2 社であったが、2009 年末には 567 社と、全上場会社の約 15%を占めるに至った<sup>490</sup>。また、東証の調査では、2013 年 10 月の時点で、同所第一部上場会社の 19.4%に相当する 441 社が、事前の防衛策を導入している<sup>491</sup>。2014 年 3 月末現在、防衛策を導入している企業は減少傾向にあるが、依然として 512 社が導入している状況にある<sup>492</sup>。このように防衛策が

---

<sup>487</sup> 前掲注（156）の「企業価値報告書」1 頁。

<sup>488</sup> 前掲注（156）の「企業価値報告書」5 頁。

<sup>489</sup> 事前警告型防衛策の詳細は、後掲注（498）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>490</sup> 内閣府経済社会総合研究所「内外 M&A 事情調査研究報告 2010」12 頁を参照。

<sup>491</sup> 株式会社東京証券取引所「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2013」86 頁を参照。

<sup>492</sup> 荏草礼依「買収防衛策の導入状況：導入企業は 500 社をキープしているが、今後、中止企業が増加する可能性も」MARR Oline（<https://www.marr.jp/mainfo/entry/4317>）図表 1 を参照。



普及した背景として、次の２点がきわめて重要であると考えられる。

第１の背景は、上記の２００５年のニッポン放送事件決定（東京高決平成１７年３月２３日判時１８９９号５６頁）の影響である。同事件において、会社の経営支配権に争いがあるときに、現経営者の支持する第三者に対して行った新株予約権の発行の適否が争われた。同決定は、支配権争いが生じている場面で、取締役が支配権の維持・確保の目的で新株等の発行を行うことは、「特段の事情」がない限りは許されないという立場を示した。こうした解釈が採られた実質的な理由は、以下のとおりである。すなわち、支配権争いの場面において、誰に会社を運営させることが会社の利益に沿うかという判断は、「経済、社会、文化、技術の変化や発展を踏まえた中長期的展望の下に判断しなければならない場合も多く」、それは裁判所のよくなし得るところではない。また、「取締役自身の地位の変動がかかわる支配権争奪の場面において、果たして取締役がどこまで公平な判断をすることができるのか疑問である」。そこで、そうした判断は、「結局、株主や株式市場の事業経営上の判断や評価にゆだねるべき」だということである。そうすると、同決定は、会社の経営支配権争いの帰趨を決めるのは、現経営者や取締役会でなく、株主であるべきであるという立場を採ったと解することができる。

しかしその一方で、本決定は、対象会社があらかじめ、敵対的買収に対する防衛策を導入する余地を否定はしなかった。すなわち、本決定は、「……機関権限の分配も、株主全体の利益保護の観点からの対抗策をすべて否定するものではないから、新たな立法がない場合であっても、事前の対抗策としての新株予約権発行が決定されたときの具体的状況・新株予約権の内容等といった個別事情によって、適法性が肯定される余地もある」と判示した。このように、同決定が、現に会社の経営支配権争いが生じている段階で、取締役会がその支配権争いの帰趨を決める目的で行う新株等の発行は、原則として禁じられる一方、支配権の争いがない段階であらかじめ導入しておく事前の防衛策を許容する姿勢を示したことは、上場会社に事前の防衛策の導入を促す効果を持ったと考えられる。

第2の背景は、2005年5月17日に公表された「企業価値報告書<sup>493</sup>」と「買収防衛指針<sup>494</sup>」の影響であるといえよう。「企業価値報告書」は従来の買収防衛策に関する議論を整理したうえで、一定の防衛策は、企業価値の維持・向上の見地から合理性を認め得るとの見解を示した。「買収防衛指針」は、差別的な新株予約権を用いた防衛策が、株主平等の原則には違反せず、適法に行い得るとの見解を示した。いずれの文書も、行政機関ないしその研究会が一定の見解を述べたに過ぎず、裁判所の法解釈を拘束するものではない。とはいえ、買収・再編に関する識見豊かな研究者・実務家の参加した研究会、及び、その研究会の報告を受けて、経済官庁と法務官庁が連名で公表した法解釈は、買収防衛実務に大きな影響を与えたといえる。以後は、企業価値報告書及び買収防衛指針の示した方向性に沿う形で、事前の防衛策、とりわけ事前警告型防衛策が普及していくことになった<sup>495</sup>。

現在のところ、上場 J-REIT に対する敵対的買収は存在しないが、今後、敵対的買収の傾向が現れる場合、上場 J-REIT の中に防衛策の導入を検討するものが生じてくる可能性もある。その際に、上場会社において普及してきた事前警告型防衛策は、上場 J-REIT にとって相当に参考となると予見できる。

## **4.2 事前警告型防衛策**

### **4.2.1 事前警告型防衛策の導入可能性**

現在、日本の上場会社が導入する防衛策のほとんどは、対象会社を買収しようとする者に対して、情報提供その他の一定の手続きの履行を求め、手続きを遵守しないなど一定の場合には、対抗措置を発動する旨を事前に警告しておくという事前警告型防衛策である。事前警告型防衛策とは、一般に、対象会社の株式等を大量に取得する者が従うべきルールをあらかじめ定め、そのルールが履践されない場合等一定の事由に該当する場合には、防

---

<sup>493</sup> 前掲注（156）のところで説明したとおり、「企業価値報告書」は、経済産業省の研究会である企業価値研究会が公表したものである。

<sup>494</sup> 「買収防衛指針」は、経済産業省・法務省が共同で公表した「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」である。

<sup>495</sup> 田中・前掲注（24）11-12 頁。

衛策を発動する旨を対象会社が事前に公表し、買収者の行動を牽制する防衛策である<sup>496</sup>。

当該ルールの主たる目的は、必要な情報提供と検討に必要な相当の期間を確保すること<sup>497</sup>にある。したがって、敵対的買収が開始する前に防衛策が発動されることはなく、敵対的買収開始後に発動されることが予定されている<sup>498</sup>。

J-REIT においても、投資主総会における特別決議による規約変更（投信法 93 条の 2 第 2 項 3 号、140 条）により、投資口を大量に買い付けよう<sup>499</sup>とする者が J-REIT を買収する際に従うべきルールをあらかじめ決定することができると考えられる。そこで、次に、買収者が定めたルールに違反した場合に、J-REIT がどのような対抗措置を講じることができるかが問題となる。

#### 4.2.2 差別的な新投資口予約権の利用可能性及び問題点

平成 25 年投信法改正により、新投資口予約権制度が認められたため、J-REIT は、上場会社の事前警告型防衛策における対抗措置として多く見られる新株予約権の無償割当てに相当する対抗措置を講じることができるようになった。新投資口予約権については行使条件または取得条項が付されること（同法 88 条の 2）が想定されている。差別的行使条件または差別的取得条項を付せば、買収防衛策として機能し得る。差別的行使条件とは、買収者

---

<sup>496</sup> 前掲注（156）の「企業価値報告書」98 頁を参照。

<sup>497</sup> すなわち、買収者に対して、買収後の事業計画等、一定の情報提供を行うこと、及び対象会社の取締役会が当該提案を検討し、かつ必要に応じて代替案を株主に提示するための期間を確保するように求める。この期間は各社により異なり得るが、60 日ないし 90 日が一般的である。田中・前掲注（24）211－212 頁。

<sup>498</sup> これに対して、あらかじめ新株予約権等の権利を第三者に付与し、敵対的買収者が現れた場合に当該権利の行使により株式を発行して、当該買収者の取得した株式割合の希釈化を図るものが、ライツ・プラン（rights plan）またはといわれる。ライツ・プランは、アメリカ等で敵対的買収に対する防衛策として広く使用されるが、日本で「新株予約権付株式」のようなものが認められていないことから、あらかじめ発行した新株予約権を信託銀行に預託する形などが採用される。三菱 UFJ 信託銀行証券代行部編『買収防衛策の導入傾向と事例分析：平成 20 年 6 月総会会社の実態』（別冊商事法務 329 号・2009 年）63 頁を参照。また、アメリカの買収防衛策としてのライツ・プランについては、本稿第二章第五節第三款を参照。

<sup>499</sup> 一般事業会社の場合において、この「大量買付け」とは、その会社の株式ないし議決権を 20%以上取得するか、または 20%以上の株式（議決権）取得を目的として公開買付けを開始することと定義されることが多い。

以外の投資主のみが行使できるという条件である。差別的取得条項とは、対象投資法人が買収者以外の投資主からのみ、投資口を対価として取得できる旨の条項をいう。こうした新投資口予約権が投資主に無償割当てされ<sup>500</sup>、かつ、行使または取得されて新投資口が発行されると、買収者の持分比率は低下して買収は困難になる。

しかしながら、このような差別的な新投資口予約権は、投資主（株主）平等の原則（投信法 77 条 4 項、会社法 109 条 1 項）に抵触するのではないか、という点が問題となり得る。換言すれば、新投資口予約権の無償割当ては、投資主に対してその持分数に応じ無償で新投資口予約権を付与するものであるところ、投資法人が一部の投資主にだけ行使のできない新投資口予約権を割り当てることは、投資主をその有する投資主の内容及び数に応じて、平等に取り扱うことにならないから、投資主（株主）平等の原則の趣旨に照らして問題があるといわざるを得ない。そして、買収者は自己に割り当てられた新投資口予約権を、他人に譲渡することができる<sup>501</sup>が、もし譲渡できないでいる間に他の投資主に付与された新投資口予約権が行使または取得されれば、買収者は経済的損失を被るおそれがある<sup>502</sup>。

以上みてきたよう、投資主（株主）平等の原則に反する問題を克服できなければ、差別的な新投資口予約権は、J-REIT の買収防衛策として機能することができなくなる可能性がある。また、買収者への経済的損失の問題を解決できなければ、差別的な新投資口予約権は、J-REIT の買収防衛策としての実効性が大きく損なわれるおそれがある。

---

<sup>500</sup> 実際には、新投資口予約権の発行方法は、無償割当てのみに限定されている（投信法 88 条の 4 第 1 項）。また、発行された新投資口予約権の行使期間は、無償割当ての効力発生日から 3 ヶ月を超えることができない（同条 2 項）。

<sup>501</sup> 会社法では譲渡制限新株予約権が認められる（同法 243 条）が、投信法 88 条の 6 第 2 項は、新投資口予約権の譲渡について、役員会の承認を必要とすることその他の制限を設けることを禁じる。

<sup>502</sup> 事前警告型防衛策において無償割当てが予定されている差別的な新投資口予約権の行使価格は一般に安価（典型的には、1 円）であり、行使して新たな投資口が発行されれば、希釈化により投資口価格は低下するのである。それで、買収者は、新投資口予約権を他人に譲渡できない間に、他の投資主により新投資口予約権が行使されれば、希釈化により経済的損失を被ることになる。田中・前掲注（24）352 頁注 73 を参照。

#### 4.2.3 差別的な新投資口予約権以外の対抗措置及び問題点

差別的な新投資口予約権により買収者の投資口比率を低下させる方法以外に、事前警告型防衛策において講じ得る対抗措置には、①新投資口第三者割当てにより買収者の投資口比率を低下させる方法、②投資口の分割により買収者の公開買付けの完了を遅らせる、という 2 つの方法が存在する<sup>503</sup>。いずれの措置も、役員会のみで発動できるが、以下に述べるいくつかの問題を起こすおそれがあるから、事実上の利用可能性は低い。

①について、募集投資口の払込金額は「投資法人の保有する資産の内容に照らし公正な金額としなければならない」とされており、株式会社のように、総会決議を得て市場価格を下回る価格による払込金額により投資口を発行（有利発行）することはできないと考えられるため、割当てを受ける第三者の資金負担が大きくなる。この点で、現実的には、割当先は J-REIT のスポンサーに限られてしまうのではないかと考えられ、かつ、「事前警告」の時点からコミットしてくれる第三者は想定しがたいであろう。また、執行役員の違法行為差止請求権（投信法 109 条 5 項・会社法 360 条 1 項）の対象となるリスクや、投資口発行の無効の訴え（投信法 84 条 2 項・会社法 828 条 1 項 2 号）により、あるいは、投資主平等の原則（投信法 77 条 4 項・会社法 109 条 1 項）により、募集投資口の発行が無効とされるリスクもあり得る。

②について、買収者の公開買付期間中に投資口を分割したとしても、買収者は、株式分割が行われた場合には買付価格の引下げを行うことがある旨の条件を予め付しておけば、分割の割合に応じて買付価格を引き下げ（金商法 27 条の 6 第 1 項 1 号、同法施行令 13 条）、かつ、買付け予定の投資口の数を増加する等の対応を採ることができるため、買収者の投資口を希釈化して買収コストを増加させることは困難であり、買収者の公開買付けの完了を事実上遅らせる効果を有することにとどまると考えられる。なお、株式分割を対抗措置とした裁判例としては、日本技術開発事件決定<sup>504</sup>がある。しかし、同事件の後、取引所規

<sup>503</sup> 以下の検討は、主に新家・前掲注（4）610-611 頁を参照。

<sup>504</sup> 同事件の株式分割は、対象会社の株式を 5 分割するものであるが、買収者は分割を織り込んだ価格で公

則により、株式分割の基準日の翌日を効力発生日とすることが求められ、株券保管振替機構の預託株式については、基準日の後すぐに株式の決済を行うことが可能になった。このため、株式分割を防衛策として用いることは、今日では困難になったと見られている<sup>505</sup>。

#### 4.3 規約を利用した防衛策の導入可能性及び問題点

一般事業会社の定款を利用した防衛策の手法としては、取締役の改選期をずらすことによって、買収者が対象会社の取締役の過半数の交替をしにくくする期差任期制（staggered board）と、組織再編行為や取締役解任の決議要件を加重することにより、買収者の支配権獲得を困難にし、買収を抑止する議決要件加重<sup>506</sup>の方法とがある。

株式会社の場合、取締役の任期は一般に 1 年か 2 年であるため、期差任期制を導入しにくいと言われている<sup>507</sup>。投資法人の場合、執行役員及び監督役員の任期は、執行役員が 2 年以上（投信法 109 条 2 項）、監督役員が原則 4 年とされており（同法 99 条・101 条 1 項）、執行役員及び監督役員の改選期をずらすことにより、買収者が 1 回の投資主総会で過半数の役員を交替しにくくすることは可能であると考えられる。ただし、買収者は投資主総会の招集請求をし、当該投資主総会の決議により執行役員及び監督役員をいつでも解任することができる（同法 104 条 1 項、106 条）<sup>508</sup>とされており、また、解任された役員は損害賠償請求ができる（同法 104 条 2 項）<sup>509</sup>にとどまるため、期差任期制を設けたとしても、そ

---

開買付けをかけているため、株式分割によって希釈化した株式を分割前の価格で買わされて損失を被るといったことは起きない。ただ、同事件当時の株式分割の実務では、株式分割の基準日からその効力発生日まで 50 日程度を要するのが通常であった。同事件の対抗措置は、このことを利用して、買収者が公開買付けにより買い付けた株式の決済・取得を遅らせることを狙ったものであった。したがって、同決定は、株式分割は株主の地位に実質的変動（持株比率の低下や経済的損失）をもたらさないことを理由として、防衛策の相当性を認めた。

<sup>505</sup> 田中亘「夢真ホールディングス vs 日本技術開発事件：買収防衛策としての株式分割の適法性」野村修也＝中東正文編『M&A 判例の分析と展開』（経済法令研究会・2007 年）116－117 頁。

<sup>506</sup> 前掲注（156）の企業価値報告書 66 頁を参照。

<sup>507</sup> 前掲注（156）の企業価値報告書 90 頁を参照。

<sup>508</sup> ただし、同法 106 条の括弧書により解任決議を普通決議よりも加重することが可能である。

<sup>509</sup> ただし、解任に正当理由がある場合は損害賠償請求もできない。

の防衛効果はさほど高くないと考えられる。

また、J-REITにおいても、規約変更（同法 93 条の 2 第 2 項 3 号、140 条）により、役員解任の決議要件を普通決議よりも加重すること、吸収合併における決議要件を特別決議よりも加重すること（同法 93 条の 2 第 2 項 5 号）、資産運用会社との間の資産運用委託契約の解約の決議要件を普通決議よりも加重すること（同法 93 条の 2 第 1 項、206 条 1 項）等により、買収者の支配権確立を困難にし、買収を抑止することが可能である。しかし、このような決議要件の加重は、敵対的買収のみならず、友好的買収を阻害しかねない点に注意が必要である<sup>510</sup>。

#### 4.4 チェンジ・オブ・コントロール条項の導入可能性及び問題点

一般事業会社においては、主要株主の異動や経営者の交替等により、当該会社の締結している契約のうち当該会社の経営維持のために重要な契約が即時解約・自動的に解約されてしまう可能性があるような内容としたり、ローン契約の期限の利益を喪失する条項を設けることにより、買収を抑止する仕組みである<sup>511</sup>。これは、チェンジ・オブ・コントロール条項（支配権変更条項）と呼ばれる。

J-REIT においても、資産運用委託契約等において、J-REIT の主要投資主の異動や役員の交替等をコベナント条項により禁止したり、ローン契約、投資法人債要項において、J-REIT の主要投資主の異動や役員の交替等を期限の利益喪失事由とする条項を設けることが考えられる。ただし、かかる条項が投資主の利益に反しないか慎重に検討する必要があり、また、資産運用委託契約の内容の変更に投資主総会の承認が必要とされるところ（投信法 198 条 2 項）、上記のような解約事由を追加する変更が投資主総会の承認を得られるとは考えにくいと、現実性に乏しいと思われる。

また、J-REIT は、資産運用会社、資産保管会社及び PM 会社などのサービス業者に対して資産の運用、保管、それ以外の一切の業務を委託しなければならないため、買収者は、

---

<sup>510</sup> 新家・前掲注（4） 612 頁。

<sup>511</sup> 前掲注（156）の企業価値報告書 67 頁を参照。

J-REIT を完全に支配するためには、これらのサービス業者との間の業務委託契約を解約した上で、自らの支配下のサービス業者との間で新たに業務委託契約を締結するといった方法を採用する必要がある。そのため、単にかかる業務委託契約についての解約条項が存在するというだけでは敵対的買収者に対する抑止効果は極めて乏しい場合が多いのではないかと考えられる。さらに、資産運用委託契約の解約により、上場廃止基準に抵触する可能性が生じることから（上場規程 1218 条 1 項 1 号 b(d)）、その面では、上場維持を望む敵対的買収者との関係では一定の抑止効果を期待できるようにも思われるが、上場維持を前提としていない敵対的買収者との関係では、抑止効果はやはり期待できない場合が大半であろう。

なお、投資法人側から資産運用委託契約を解約する場合に多額の解約金を資産運用会社に支払う旨の条項を設けることも考えられるが、あまりにも多額な解約金条項を設けることは、役員の善管注意義務違反を構成し得るところでもあるし、また、上記の解約事由と同様、かかる解約金事項を設ける契約の変更が投資主総会の承認を得られるとは考えにくい<sup>512</sup>ため、現実性に乏しい<sup>512</sup>。

## 5 本款の議論の小括

J-REIT の敵対的買収とは、J-REIT の役員会、資産運用会社またはスポンサーの同意ないし協力を得ることなく行われる買収・再編である。上場 J-REIT については、敵対的買収の実例はこれまでなく、また、買収防衛策を導入している J-REIT も見当たらない。その理由は様々であると指摘できるが、投信法に実効性のある防衛策を講じる手段が乏しいこと、J-REIT の導管性要件及び事業年度（6 ヶ月）が敵対的買収の阻害要因となるため、買収防衛策を導入する必要性が低いことが、主な理由として挙げられる。本款は、これらの事情を踏まえて、（1）J-REIT に対する敵対的買収の動機及び可能性、（2）J-REIT の買収防衛策の必要性、及び（3）J-REIT における買収防衛策の導入可能性について考察を行った。

まず、J-REIT の敵対的買収の実例はこれまでないが、これから J-REIT に対する敵対的買

---

<sup>512</sup> 新家・前掲注（4）613-614 頁。



収を行う動機及び可能性は十分に存在する。その動機としては、J-REIT は自らの事業を拡大するために他の J-REIT に対し敵対的買収を行うことと、J-REIT の事業や資産の非効率性を見取った者はその収益性を向上させるために敵対的買収を行うことが挙げられる。また、J-REIT の買収者にとっては、導管性要件（特に非同族会社要件）の存在ゆえに、一般事業会社の場合と比較して敵対的買収の実行の難易度が高いと評価することができるが、緻密なスケジューリングを設けた上で敵対的買収を行うことは不可能ではないように思われる。なお、買収者が対象投資法人の継続を前提とせず、その保有にかかる優良資産の取得・売却を目的とするような場合、または対象投資法人に分配できる利益がなく導管性要件を放棄しても問題がないような場合、導管性要件は障害にならないため、敵対的買収の難易度は下がるという評価も可能であろう。

次に、J-REIT の買収防衛策の必要性については、投資主の利益保護とステークホルダーの利益保護という 2 つの観点から考察した。投資主の利益保護という観点については、買収者に対する行為規制が不十分であり、敵対的買収の強圧性を防止することができないため、現行法を前提にすれば、J-REIT は、買収防衛策を導入することにより、投資主の利益保護を促進することが、十分考慮に値するであろう。これに対して、ステークホルダーの利益保護という観点については、防衛策による保護の理由がないこと（業務委託先）、敵対的買収の影響が小さいこと（顧客）、防衛策による保護の必要が低いこと（債権者）を踏まえて考えれば、J-REIT は、わざわざ防衛策を導入して、ステークホルダーの利益を保護する必要性がないと考えられる。

最後に、買収防衛策の必要性が確認された後、個々の上場 J-REIT は、どのような買収防衛策を導入することができるのかという点を考察した。具体的には、平成 25 年投信法改正により、新投資口予約権制度が導入されたため、J-REIT は、上場会社の事前警告型防衛策における対抗措置として多く見られる新株予約権の無償割当てに相当する対抗措置を講じることができるようになった。しかし、差別的な新投資口予約権の発行は、投資主平等の

原則に抵触するおそれがあるため、買収防衛策として機能できなくなる可能性がある。また、差別的な新投資口予約権の行使は、買収者に経済的損失を与えるおそれがあるため、裁判所に違法と判断される可能性が否定できない。

## 第四節 本章の議論の総括と比較法的検討における着眼点

### 第一款 本章の議論の総括

本章で議論してきたことを、J-REIT の買収・再編における特有の法的問題の認識・整理という観点からもう一度整理すると、次のようになる。

(1) まず、J-REIT の買収・再編における特殊性としては、投信法上の仕組要件と税制上の導管性要件が J-REIT に課されているため、一般事業会社の買収・再編と異なり、J-REIT の買収・再編を実行したとしても、それにより投信法上の仕組要件が失われたり、税制上の導管性要件に抵触することになるのであれば、J-REIT の買収・再編を実行する目的が達成できなくなるおそれがある。1) 投信法上の仕組要件について、例えば、外部運用・管理型の仕組みが最大の特徴である。そこで、買収者は、対象投資法人を買収・再編するだけでは十分とはいえず、その資産運用会社に対して買収・再編を同時に行う必要がある<sup>513</sup>。また、J-REIT の買収・再編においては、対象投資法人と資産運用会社の利益が必ずしも一致するわけではないため、資産運用会社の役員と投資主との特有の利益相反問題を無視できない。そして、資産運用会社が非公開会社である場合が大半なので、J-REIT に対する敵対的買収は一層難しくなるであろう。2) 税制上の導管性要件について、例えば、非同族会社要件の存在ゆえに、1 グループの投資主は対象投資法人の過半数の投資口を保有してはならない。そうすると、一般事業会社の場合と比較して、買収者にとっては、この要件を克服できなければ、敵対的買収の実行の難易度が高いと評価できる。他方、この要件が問題とならない場合<sup>514</sup>には、J-REIT に対する敵対的買収を行いやすいであろう。

(2) 次に、J-REIT の買収・再編における特有の法的問題の 1 つとして、現行の J-REIT の公正性確保の枠組みは企業価値評価の公正性を確保できないおそれがあることを指摘で

---

<sup>513</sup> 資産運用会社に対する買収・再編の方法としては、以上で検討したとおりに、資産運用会社の株式取得、交替及び一本化などがある。その詳細については、本稿本章第二節第二款と第三款を参照。

<sup>514</sup> 例えば、敵対的買収者が対象投資法人の全資産の取得を目標とする場合には、対象投資法人の導管性要件または上場条件などを維持する必要がなくなるのである。

きる<sup>515</sup>。具体的には、J-REIT の買収・再編に関する現行の法制度は、企業価値評価の公正性を確保するために、各法的手続における投資主の選択自由権の強弱により、異なる公正な価額の算定基準や制度上の保障措置を設けている。このような公正性確保の枠組みに一定の合理性があることは否定できないが、J-REIT の買収・再編の各法的手続には問題点が少なくない。例えば、(1) 投資口公開買付けの場合には、強圧性及び取引保護条項の問題が存在するため、投資主は投資口を売るかどうかを自由に選択できないおそれがある。(2) 新投資口第三者割当ての場合には、役員会限りの判断で買収を実現することができるから、買収に関する最終的な判断権が投資主に全く付与されない。(3) 投資法人合併の場合には、買取請求にかかる公正な価格について、その算定方法及び判断枠組みに関する学説上及び裁判上の基準は様々であること、また投資主は費用倒れなどのリスクを回避できないことを踏まえれば、付与されている保障措置は実効性をもって十分に機能しているとはいえない。また、(4) キャッシュ・アウトの場合には、純資産額の変動性及び売却方法の硬直性等の問題が存在するから、公正な価額の算定基準は有効に機能するとまで評価できない<sup>516</sup>。

そして、対象投資法人の役員による私的利益の追求が、J-REIT の買収・再編における企業価値評価の不公正につながる重要な原因でもあるが、現行の J-REIT の公正性確保の枠組みは、1) 対象投資法人の企業価値評価の的確性や相当性を高めるという客観的な側面を重視しているのに対し、2) 対象投資法人の役員の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。その結果、このような公正性確保の枠組みでは、対象投資法人の役員に対する規律付けは、現実にはあまり機能しない可能性がある<sup>517</sup>。したがって、こうした現状において、現行の公正性確保の枠組みは有効かどうか、換言すれば、J-REIT の買収・再編における対象投資法人の企業価値の公正性を本当に確保できるかについては、疑問をいだかざるを得ない。

---

<sup>515</sup> 本稿本章第三節第二款を参照。

<sup>516</sup> 本稿本章第三節第二款 6.1 を参照。

<sup>517</sup> 本稿本章第三節第二款 6.2 を参照。

(3) さらに、対象投資法人の役員に対する規律付けが不足している現状を踏まえて、J-REIT の買収・再編における利益相反問題に対処するために、現行の J-REIT の利益相反管理体制は、対象投資法人の投資主の利益を保護する上で十分なものと評価できるかどうか問題となる。現行の利益相反管理体制の内容としては、①金商法の行為規制と開示規制、②投信法の行為規制と開示規制、③投信協会の諸規則の開示規制、④金融商品取引所の諸規則の開示規制、⑤資産運用会社の社内規程に基づく規制、⑥利益相反規制違反に対する制裁という 6 つの部分からなる<sup>518</sup>。しかしながら、利益相反管理体制は、J-REIT の日常経営における利益相反問題を想定し、主に資産運用会社の資産運用行為を対象としているが、J-REIT の買収・再編の取引は基本的にその規制範囲に含まれていない。したがって、現行の利益相反管理体制によっては、J-REIT の買収・再編における対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題に十分に対応することは困難であるといわざるを得ない<sup>519</sup>。さらに、対象投資法人の資産運用会社の役員と投資主との特有の利益相反問題については、現在まだ広く認識されていないことから、投資主が、いかなる根拠に基づいて資産運用会社の役員の利益相反行為を阻止するのか、またその行為によって損害を被った時にどのような根拠に基づいて資産運用会社の役員の責任を追及するのかが不明である<sup>520</sup>。

(4) 最後に、J-REIT の敵対的買収の実例はこれまでないが、これから上場 J-REIT は買収防衛策を導入する必要があるかどうか、もしその必要がある場合にどのような内容の防衛策を導入すべきが問題となる。まず、これから J-REIT に対する敵対的買収を行う動機及び可能性は十分に存在していること<sup>521</sup>に鑑み、J-REIT は、ステーク・ホルダーの利益保護ではなく、投資主の利益保護を促進するために、買収防衛策を導入する必要があることを

---

<sup>518</sup> 本稿本章第三節第三款 5 を参照。

<sup>519</sup> 本稿本章第三節第三款 6 を参照。

<sup>520</sup> 本稿本章第三節第三款 4 を参照。

<sup>521</sup> 本稿本章第三節第四款 2 を参照。

指摘した<sup>522</sup>。次に、J-REIT が利用できる防衛策の手法としては、平成 25 年投信法改正前に、①新投資口第三者割当てまたは投資口の分割を対抗措置とする事前警告型防衛策、②期差任期制などのような規約を利用した防衛策、③チェンジ・オブ・コントロール条項（支配権変更条項）という 3 つが考えられるが、それぞれに克服できない問題点があるため、事実上の利用可能性が低いといわざるを得ない<sup>523</sup>。一方、平成 25 年投信法改正により、新投資口予約権の発行が認められたため、現在、上場 J-REIT は、上場会社のように、差別的な新投資口予約権を対抗措置とする事前警告型防衛策を採用することができるようになった。しかし、当該防衛策を利用する上で障害となり得る問題として、1) 投資主平等の原則に抵触するおそれがあるという問題や、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が存在する。この 2 つの問題を克服できなければ、J-REIT の買収防衛策としては有効に機能しているとは評価できない<sup>524</sup>。

---

<sup>522</sup> その主な理由は、敵対的買収に起因する強圧性の問題にあると考えられる。すなわち、敵対的買収は、その手法によっては、投資主に対し買収に応じるような圧力を加える可能性があるため、投資主（その多数派）が真に支持するわけではない買収を実現させてしまう可能性があるのである。本稿本章第三節第四款 3 を参照。

<sup>523</sup> 本稿本章第三節第四款 4.2.3、4.3、4.4 を参照。

<sup>524</sup> 本稿本章第三節第四款 4.2.1、4.2.2 を参照。

## 第二款 比較法的検討における着眼点

これまで述べてきたように、J-REIT の買収・再編の場面では、(1) 企業価値評価の公正性問題、(2) 利益相反の問題、及び (3) 敵対的買収及び防衛策の問題という 3 つの特有の法的問題が存在するにもかかわらず、日本法ではこれらの問題に対処するための解決策が極めて不足しているというのが、本稿の端的な問題意識である。そして、こうした問題意識を前提に、本稿は、以上の 3 つの法的問題に対処するための解決策を模索することを最終的な目標として設定する。そして、解決策を模索するにあたっては、既に同様の問題に直面した諸外国において採られた対応について検証することが有益であると考え。次章では、US-REIT の買収・再編における法的問題とアメリカ法に焦点を当てて考察を進めることとする<sup>525</sup>。

そして、アメリカ法に対する比較法的観点からの考察を行うにあたっては、本稿では、次の 4 つの点に特に注意を払うこととする。

第一に、会社型（投資法人）と外部運用・管理型を採用している J-REIT と異なり、アメリカでは、長年にわたる税制改革を経た結果、会社型と内部運用・管理型の US-REIT が現在の市場の主流となった。REIT の運用・管理方法が変遷を遂げる背後には、アメリカの不動産市場の変化という経済的な要因と、アメリカの信託法制や会社法制の進展という法的な要因との両方が存在する。そのため、そのような変遷から、これからの J-REIT 制度の発展に関して、何らかの具体的な示唆を得ることを期待できる。

第二に、内部運用・管理型の仕組みを採用している US-REIT には、J-REIT のような外部運用・管理型の仕組みに起因する特有の利益相反問題が存在しない。一方、US-REIT の取締役と株主との間の利益相反問題については、買収・再編の場面において依然として存在するが、このような問題は、長年の裁判例で形成かつ類型化された、取締役の信託義務違反に関する審査基準により解決が図られる。既に述べたように、J-REIT の買収・再編にお

---

<sup>525</sup> アメリカ法を比較法の考察対象とする理由については、本稿序章 4 を参照。

いて、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が確立しておらず、そのことが、対象投資法人の役員に対する規律付けの欠如の大きな要因の 1 つとなっていることからすれば、アメリカで採用されている審査基準について、史的な変遷も踏まえ正確に理解することは、J-REIT の買収・再編における利益相反問題の解決策を模索する上で、極めて有益な示唆をもたらすであろう。

第三に、J-REIT 公正性確保の枠組みは、対象投資法人の役員の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のに対して、US-REIT の公正性確保の枠組みは、まさに対象会社の取締役による私的利益の追求に起因する利益相反問題を意識した上で、それに対応するために設けられたものである。対象会社の取締役に対する規律付けを実現することは、本稿の考察範囲において、少なくとも次の 2 つの効果があると考えられる。まず、最も直接的な効果としては、対象会社の取締役の利益相反行為を規制することにより、US-REIT の買収・再編における取締役と株主との利益相反問題の解決につながることを期待される。次に、間接的な効果としては、対象会社の取締役と株主との利益相反問題が解決できれば、取締役の私的利益の追求に起因する企業価値評価の不公正の問題を解決することが期待される。そのため、本稿では、US-REIT の買収・再編における (1) 企業価値評価の問題と (2) 利益相反の問題を分けて検討するが、両者間の内在的な関係についても、十分に留意しながら考察を進める。

第四に、現在では、上場 US-REIT に対する敵対的買収は極めて稀れであるが、1980 年代の敵対的買収ブームの影響の下で、買収防衛策は既に上場 US-REIT に普及している。上場 US-REIT に導入された買収防衛策の内容からみれば、日本の上場会社が採用しているような差別的な新株予約権に相当するもの（ライツ・プラン）を採用するほか、REIT の導管性要件ないし REIT の資格を守るための防衛策も併用することが多い。こうした強力な買収防衛策が裁判所に違法と判断されないようにするためには、買収者に対して、損失を被るおそれがなく、防衛策について争う機会と、買収の試みから撤退する機会を付与する。US-REIT



の防衛策の有効性の判断基準の内容を個別に理解することはもちろん重要であるが、以上の撤退可能な敵対的買収及び防衛策の仕組みを理解することは、J-REIT の敵対的買収における法的問題の解決策を模索する上で、有益といえるだろう<sup>526</sup>。

---

<sup>526</sup> さらに、日本では、J-REIT に対する敵対的買収がまだ現れていないことと、J-REIT の防衛策を導入する動きが弱いことに鑑みると、US-REIT の敵対的買収及び防衛策の仕組みについて考察することは、今後の J-REIT の敵対的買収及び防衛策の仕組みを考えるうえで、非常に有益であると予想される。

## 第二章 US-REIT の買収・再編との比較法的考察

本章では、US-REIT の買収・再編において、(1) 企業価値評価の公正性、(2) 利益相反及び (3) 敵対的買収及び防衛策という 3 つの問題に対処するためのアメリカ法の規律付けの仕組みを考察し、日本の法制度への具体的な示唆を得ることを目的とする。具体的には、以下の順序で検討を行う。

第一節では、US-REIT の発展段階と各段階の特徴、仕組みとガバナンスの全体像及び税制上の導管性要件について確認する。第二節では、US-REIT の買収・再編の方法及び特殊性について考察する。特に、REIT の仕組上及び税制上の特殊性に基づいて、一般事業会社の買収・再編と異なる点に絞って詳細な検討を進める。この二節の内容は、US-REIT の買収・再編における各問題を検討する際の前提知識であり、アメリカ法の総論部分と位置付けられる。これに対して、第三節から第五節まででは、(1) 企業価値評価の公正性、(2) 利益相反及び (3) 敵対的買収及び防衛策という 3 つの問題にに対処するためのアメリカ法の規律付けの仕組みをそれぞれに考察する。すなわち、この三節の内容は、アメリカ法の各論部分という位置付けになる。第六節では、以上の議論の整理として、US-REIT の買収・再編における各問題に対する規律について総括する。

## 第一節 US-REIT の買収・再編についての基礎的考察

アメリカの不動産投資信託（以下「US-REIT」という）における買収・再編について、考察する前に、US-REIT の誕生、発展及びその仕組上と税制上の特徴などを簡単に整理する。

本節の内容は、US-REIT における買収・再編の基礎的な知識である同時に、その買収・再編の手法、当事者関係及び結果等に大きな影響を与えるからである。

## 第一款 US-REIT の誕生

アメリカの非課税導管体を用いた不動産証券化の歴史は古く、その起源は、マサチューセッツ州においてボストンの不動産業者がコモンロー上のビジネス・トラスト<sup>527</sup>（以下「マサチューセッツ・トラスト」という）を組成した 19 世紀半ばまでにさかのぼることができる<sup>528</sup>。このマサチューセッツ・トラストは、会社形態と同様のメリット（すなわち所有権譲渡の容易さ、有限責任、集約化された経営能力など）と、投資ヴィークルとして投資者を引き付ける（すなわち投資ヴィークルの段階で連邦税を免れることにより、各投資者は賃料収入等の分配を無税で受け取ることができる）というメリットをもたらした。当初、マサチューセッツ・トラストは富裕な投資者に不動産投資からもたらされる収益を分配する仕組みとして組織されたが、すぐに一般投資者にも提供されるようになっていった。

しかしながら、マサチューセッツ・トラストは、1935 年に、連邦最高裁判所が法人格があるとし、非課税を否定したことにより、利用されなくなる<sup>529</sup>。その後、不動産市場の活性化を目的とする 1960 年の税制改正により、REIT 法案が連邦議会で可決され、アイゼンハワー大統領に承認され、内国歳入法（Internal Revenue Code、以下「IRC」という）に第 856-858 条（不動産投資信託）が追加された。同法は、1960 年 12 月 31 日に施行され、再び、トラ

---

<sup>527</sup> ビジネス・トラストは、19 世紀半ばにマサチューセッツ州ボストンで組成されたビジネス・トラストに起源を持ち、これは産業革命によって築かれた富が不動産投資の機会を求めた時期と一致する。当時の州法は、会社が経営上必要とは言えない不動産に投資することを禁止していたため、会社形態を不動産投資のヴィークルとして活用することができなかった。マサチューセッツ・トラストはこうした法律に対応すべく企図されたものであり、不動産投資を許された法律上最初の組織体であった。不動産証券化協会『世界の REIT 市場：勢いを増す世界の不動産投資信託市場』（不動産証券化協会・2004）2-3 頁。

<sup>528</sup> Richard T. Garrigan & John F.C. Parsons, *Real Estate Investment Trusts: Structure, Analysis and Strategy*, McGraw-Hill, 36(1998).

<sup>529</sup> *Morrissey V. Commissioner* 判決（*Morrissey V. Commissioner*, 296 U.S.344; 56S.Ct289; 80L.Ed.263 (U.S. 1935)）で連邦最高裁判所がビジネス・トラストを企業として課税する判決を下したことにより、税制優遇措置は 1935 年には消滅した。ビジネス・トラストはトラストと投資者の二段階で課税される二重課税を受けることとなったため、大きなダメージを受けたのである。不動産シンジケーション協議会：『US-REIT の基礎と実務』（REIT 研究会報告書・2002）14 頁。

ストと投資者の二重課税を回避できるようになった。1961年に最初の US-REIT が誕生した。

US-REIT は税法を根拠法とし、税法上の要件を充足することにより導管性を享受できる。US-REIT の投資ヴィークルである会社 (corporation) 又は信託 (trust) が州法に準拠して設立されるため、各州の会社法、信託法の規制を受けるが、アメリカでは税法以外に、日本の投信法のような REIT 独自の法律は存在しない。US-REIT の税制は IRC 第 856 条から第 860 条までに定められており、具体的な REIT 関連の規定は次のとおりである。

IRC 第 856 条.....	REIT の定義
IRC 第 857 条.....	REIT 及び株主に対する課税
IRC 第 858 条.....	事業年度終了後の REIT からの配当
IRC 第 859 条.....	事業年度
IRC 第 860 条.....	追加配当の損金算入

当初は、ミューチュアル・ファンド<sup>530</sup> (mutual fund) と同様の金融商品という考え方が支配的であり、1940 年投資会社法 (Investment Company Act of 1940) 及び 1940 年投資顧問業法 (Investment Advisers Act of 1940) の関係規定を流用する形で、IRC に規定されることによって REIT 制度が導入された<sup>531</sup>。ゆえに、投資会社がアメリカの証券取引委員会 (Securities

---

<sup>530</sup> 日本の証券投資信託に相当するものである。アメリカの証券投資信託の誕生については、不動産投資信託と似た経緯がある。前掲の Morrissey V. Commissioner 判決の後、証券投資を目的とするビジネス・トラストも大きなダメージを受けた。1936 年連邦歳入法 (The Revenue Act of 1936)、次いで 1942 年連邦歳入法 (The Revenue Act of 1942) は、総資産の 50%以上が現金類、政府公債その他の証券で構成され、総所得の 90%以上が配当、利子及び他の証券からの利益であり、かつ当該年度の総所得の 90%以上を分配する等の適格要件を具備する証券投資信託 (securities investment trust)、すなわち適格投資会社 (regulated investment company) に、従前の信託の取扱いに近い免税 (pay through) 企業体としての地位を与えた。

<sup>531</sup> ただし、1940 年投資会社法の適用は除外されていることに注意しなければならない。アメリカでは、投資会社は、「幅広い集団投資スキームの取り決め」あるいは「集団投資の代行手段である広義の事業主体 (entity)」に位置づけられ、また「証券への投資等の業務に従事し若しくは従事しようと企図する者であって、その資産総額 (現金及び政府公債の項目を除く) の 40%を超える価額を有する投資証券を所有するか又は取得しようとする者」と定義される。See Investment Company Act §3(a)(1)。したがって、主としてモーゲージならびに不動産に直接投資する US-REIT は、「投資会社」とみなされていないのである。

and Exchange Commission、以下「SEC」という）に登録するのと同様、各州法に基づき設立された法人格なき団体または信託<sup>532</sup>が、REIT 資格の適用を内国歳入庁（Internal Revenue Service, IRS）に申請し、IRC 上の要件を満たしている場合には、導管性という税制上の特典を受けることができる REIT として登録される。つまり、当初の US-REIT はあくまでもパッシブな投資ヴィークルとみなされ、税制上の導管性要件としてアクティブな投資運用機能を内部に有することは許されず、独立引受人（independent contractor）と呼ばれる投資顧問会社が運用を受託することになった。つまり、IRC は、REIT について、当初、内部運用と会社型の仕組みは認めず、外部運用と信託型の仕組みしか認めなかった<sup>533</sup>。

それ以来、US-REIT は、1970 年代初頭の第一次ブーム、1980 年代中頃の第二次ブームを経て、1992 年に UPREIT 制度が考案された不動産の供給と年金資金流入による 1990 年代の第三次ブーム、さらに 2000 年以後 2007 年までのグローバル化を背景とした第四次ブームと、四回のサイクルを経ながら市場を発展させ、現在に至っている。全米 REIT 協会 (NAREIT) 作成のデータによると、2015 年 7 月現在、上場銘柄数は 224 銘柄、時価総額合計は約 8900 億ドル（約 106.3 兆円）であり、時価総額ベースで全世界の REIT 市場の半分以上を超える世界最大の REIT 市場となっている<sup>534</sup>。

---

<sup>532</sup> 当初に法人が REIT の適格を認められなかった理由について、連邦議会も内国歳入庁も何ら説明していないが、信託型の不動産投資組織が強力なロビー活動を行った結果と受け止められている。当時最大の不動産信託であった The Real Estate Investment Trust of America に限っても、1960 年の税制改革法案が可決成立するまでの 5 年間に、ロビーイングに 14 万ドルを超える資金を投じたという。See Kahn, *Taxation of Real Estate Investment Trusts*, 48 Va. L. REV. 1016. n.41(1962).

<sup>533</sup> 石田・前掲注（73）35-36 頁。

<sup>534</sup> そのうち、ニューヨーク証券取引所で上場している REIT は 196 銘柄があり、時価総額合計は約 8390 億ドル（約 100.2 兆円）である。NAREIT: *REITWATCH*, 2015.7, Page1.

## 第二款 US-REIT の発展の流れ

US-REIT は 50 年間余りの発展を通じて、仕組みなどの制度設計において、4 つの重要な転換を実現してきた。どちらの転換も、US-REIT に大きな影響を与えて、当時の REIT ブームをもたらした。以下、順次説明を行う。

### 1 モーゲージ型からエクティ型への転換

US-REIT を原資産の形態で区分すると、不動産の所有権に直接投資するエクイティ型のほか、不動産貸付資金に投資するモーゲージ型、どちらにも投資するハイブリッド型の三形態が存在する。US-REIT が投資対象として人気が集まるようになったのは、1960 年代後半になってからのことである。当時、インフレを抑制するため金利が引き上げられ銀行の融資が厳格化したため資金調達手段として US-REIT が注目されるようになった。当時 US-REIT は不動産開発事業に開発資金を提供することが目的とされ、不動産融資を投資対象とするモーゲージ REIT が主流となっていた<sup>535</sup>。しかし、1975 年と 1976 年の二度の税制改正を通じて、元来厳格であった US-REIT の導管性要件が柔軟化された<sup>536</sup>。これにより、財政体質に余裕があった US-REIT が下落したモーゲージ型 REIT の物件を回収し、モーゲージ型からエクティ型への転換を実現してきた。2014 年 10 月の時点で、エクティ型の上場 US-REIT は、169 社存在し、市場全体の約 8 割（80.5%）を占めている<sup>537</sup>。

### 2 信託型から会社型への転換

当初の US-REIT は、税法上に会社型 REIT を認めなかったため、その多くがマサチューセッツ州法に基づき設立されたビジネス・トラスト（business trust、信託型 REIT）であった。これらが建設・開発融資に特化した投資を行った結果、1970 年代半ばにかけて相次いで倒産した。投資者の間の REIT への不安を解消するため、1975 年と 1976 年の税法改正により、

---

<sup>535</sup> 不動産証券化協会・前掲注（527）2 頁。

<sup>536</sup> 例えば、抵当物件の競売要件の緩和、追加配当制度の整備などである。

<sup>537</sup> 具体的には、210 社の上場 US-REIT のうち、エクティ型は 169 社があり、モーゲージ型は 41 社がある。その詳細は、本稿の別紙 2「US-REIT の基本状況」を参照。

会社型 REIT が認められた。こうした転換の理由は、REIT の破たんの頻発にあっただけでなく、信託と会社が組織形態として現れる異なる特徴にもあった。すなわち、会社の場合、州の会社法により株主の有限責任や取締役の信託義務 (fiduciary duty) が明確にされており、判例も多く裁判所の判断も予測しやすかった。これに対し、ビジネス・トラストの場合は、当時、信託の法的枠組みが詳細に整備されていなかったことから、コモン・ロー (common law) に頼らざるを得ない状況であった。また各州において取り扱いが必ずしも一律ではなく<sup>538</sup>、特にビジネス・トラストの行為に対しては受託者と受益者の責任関係については個々具体的事実在即し、ケースバイケースで判断されることも多かった。このように、ビジネス・トラストにおいては法的枠組みがないためその行為の法的効果に一定の不明確性<sup>539</sup>が

---

<sup>538</sup> 例えば、テキサス州では、ビジネス・トラストがパートナーシップとみなされ、カンザス州では、ビジネス・トラストが州憲法第 12 条に定める法人ではないとされ、両州とも法人格及び有限責任を否定した。工藤聡一『ビジネス・トラスト法の研究』(信山社・2007 年) 88 頁以下、石田・前掲注 (73) 36 頁を参照。

<sup>539</sup> 例えば、ビジネス・トラストの受益者である投資者の有限責任について、一般信託法上の明文がないので、投資者の懸念を解消するため、信託約款 (declaration of trust) で免責を特約することが一般的である。すなわち、不動産投資信託に対し、受益者の第三者に対する責任を免じる信託約款を作成し、これを州証券取引委員会に登録することを強制するとともに、不動産投資信託の受託者に対し、第三者との契約条項中に受益者の有限責任を明示することを要要求した。これにより、ビジネス・トラストと取引する第三者は、責任制限明示特約及び公示による悪意の擬制の効果として、禁反言の法理に基づき受益者の有限責任を甘受せざるを得なくなった。かかる免責特約は、外部第三者を拘束する効力を認められており、しかもビジネス・トラストをパートナー・シップとして扱う諸州においても認められる手法であった (Shelton v. Montoya Oil & Gas Corp., 292 S.W. 165 (Tex. Com. App. 1927); Farmers State Bank & Trust Corp. v. Gorman Home Refinery, 3 S.W. 2d 65 (Tex. Com. App. 1928).)。

しかし、公示により取引相手方の悪意を擬制し、責任明示特約によってその禁反言の法理を導く手法は、欠点も有していた。すなわち、これによっても、受託者が過失により責任制限明示特約の挿入を怠った場合と、信託約款における免責条項について第三者が善意である場合とについて、受益者の保護を欠く可能性が残っていたのである。前者については、受益者には受託者に対する求償権が認められ得たが (Goldwater v. Oltman, 210 Cal. 408, 292 P. 624 (1931); Review Printing & Stationery Corp. v. McCoy, 276 Ill.App. 580, 291 Ill.App. 524, 10 N.E.2d 506 (1937); In re Conner's Estate, 295 Ill. App. 443, 14 N.E.2d 980(1938).)、後者については、その可否につき見解が分かれており (Weber Engine Corp. v. Alter, 120 Kan. 557, 245 P. 143(1926); Case v. McConnell & Forrester, 5 Cal.App.2d 688, 44 P.2d 414 (1935))、結局は制定法による直接的な解決を求めざるを得なくなった。工藤・前掲注 (538) 127 頁注 69 を参照。また、制定法による解決については、後掲注 (575)



存在したことが、会社型 REIT を容認した理由の 1 つとされている<sup>540</sup>。それ以後、投資者の権利が明確な会社型が普及してきた。現在の US-REIT 市場には、会社型と信託型が両方存在しているが、会社型が圧倒的に多い<sup>541</sup>。

### 3 外部運用・管理型から内部運用・管理型への転換

1986 年税法改正前の US-REIT は、J-REIT と同じような外部運用・管理型の仕組みを採っていた。つまり、外部のサービス業者により不動産の投資判断や管理運営などの業務が行われていた。これは、投資ヴィークルとしての特徴であり、また US-REIT の経営者と投資者との利益相反を回避しようとしたものである。しかし、US-REIT の発展に伴い、この仕組みは、ますます複雑になりつつあり、US-REIT と外部のサービス業者との間の利益相反問題が新たに浮上した。その一方で、企業の経営者と投資者との利益相反問題は、アメリカ会社法の理論の進展と裁判例の蓄積により、かなり緻密になるとともに明確化した。したがって、1986 年税法改正によって、US-REIT 自ら投資判断・運営を行えるような内部運用・管理型の仕組みが認められ、US-REIT と外部のサービス業者の間に存在した利益相反問題が緩和されると同時に、US-REIT の運営に機動性、柔軟性が生まれた。この税法改正を契機に、US-REIT は不動産に投資する信託から、より事業会社（不動産事業会社）としての性質を強く帯びるようになっていく<sup>542</sup>。現在の US-REIT は、外部運用・管理型と内部運用・管理型の選択制であるが、効率性を求める US-REIT は、当然、内部運用・管理型を選択するようになった<sup>543</sup>。2014 年 10 月現在、8 割弱（約 78%）の US-REIT は内部運用・

---

及びそれに対応する本文を参照。

<sup>540</sup> 株主の有限責任は、会社法上の明文規定があるからである。不動産シンジケーション協議会・前掲注（529）89-90 頁を参照。

<sup>541</sup> 具体的には、会社型の上場 US-REIT は 167 社があり、全体の約 79%を占める。信託型の上場 US-REIT は 43 社があり、全体の約 21%を占める。かかるデータの詳細は、本稿の別紙 2「US-REIT の基本状況」を参照。また、信託型 US-REIT の進化及び両者の違いについては、以下の第三款の内容を参照。

<sup>542</sup> 不動産証券化協会・前掲注（527）4 頁。また、内部運用・管理型の仕組みが採用される理由については、後掲の注（611）から注（612）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>543</sup> 石田・前掲注（73）37 頁。

管理型を採用している<sup>544</sup>。

#### 4 REIT から UPREIT への転換

アメリカ不動産市場は1989年後半から1990年代初めにかけて銀行や貯蓄貸付組合(S&L)の破綻により低迷が続いた。このような状況において、1992年には含み益を有する不動産を非課税にてUS-REITへ拋出することが可能となるumbrella partnership REIT(以下「UPREIT」という)と呼ばれる仕組みが考案され不動産の供給が促進された<sup>545</sup>。UPREITとは、不動産オーナーが現物出資によってREITを組成する際に、譲渡益課税の繰延措置を活用して課税を回避する仕組みのことである<sup>546</sup>。一般的なUPREITの組成の流れは以下のとおりである。

(1) 非上場の不動産オーナーが、REIT化し株式公開を行うことで市場からの資金調達を検討する。この際、含み益のある保有不動産をREITに直接移した場合は、譲渡益課税が発生するため、それを回避する目的でUPREITの仕組みを構築する。

(2) 新規に設立したREITが株式公開を通じ市場から調達した資金を出資したジェネラル・パートナー(general partner、以下「GP」という)となり、当初の不動産オーナーが不動産等を出資することでリミテッド・パートナー(limited partner、以下「LP」という)となる新規のオペレーティング・パートナーシップ(operating partnership、以下「OP」という)を組成する。このOPは、アメリカ法上のリミテッド・パートナーシップ(limited partnership)という組織形態を採用する。GP(REIT)はOPの経営権を保有することにより、OP内の不動産を実質的に支配することができる。

---

<sup>544</sup> 具体的には、内部運用・管理型の上場US-REITは163社があり、全体の約78%を占める。外部運用・管理型の上場US-REITは47社があり、全体の約22%を占める。かかるデータの詳細は、本稿の別紙2「US-REITの基本状況」を参照。また、当該転換の原因については、以下の第三款の内容も参照。

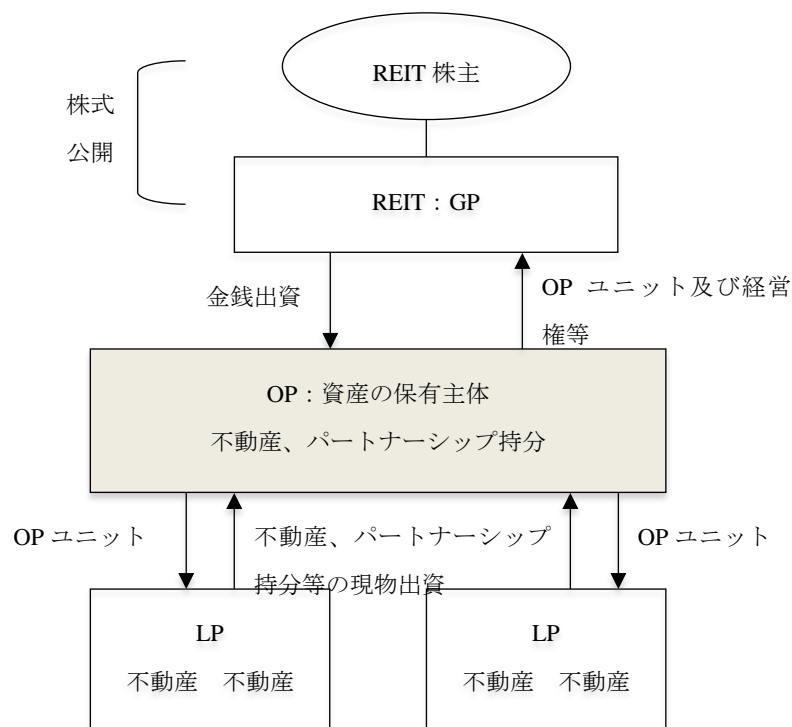
<sup>545</sup> 更に、1993年税法改正により年金基金の導管性の要件が緩和され、株主要件上、年金基金の各構成員が株主として数えられるように変更され年金基金等による投資が容易となった。UPREITと年金基金からの資金の流入が原動力となり、US-REIT市場は大きく成長を遂げることとなった。不動産証券化協会『不動産証券化ハンドブック2010-2011』(不動産証券化協会・2010年)215頁。

<sup>546</sup> 1992年にモルガン・スタンレーがTaubman Center Retail社のIPO(株式公開)に用いたのが最初とされ、これ以後組成されたUS-REITの75%以上がUPREITのストラクチャーを活用して上場したと言われている。

(3) 不動産オーナーは、OP へ不動産所有権または既存のパートナー・シップ持分等を現物出資する見返りに、OP ユニットと呼ばれる OP の持分を取得する。この際、OP ユニット 1 単位が REIT1 株に対応するよう、現物出資時点でユニット数が定められ、原不動産オーナーは将来、OP ユニットを REIT 株に転換もしくは売却する権利を持つ<sup>547</sup>。

(4) OP ユニットの税務上の薄価は、現物出資した不動産や持分等の薄価を引き継ぐため、将来、OP ユニットを REIT 株に転換するまで、あるいは、OP ユニットを売却するまで譲渡益課税は繰り延べられる。

図 11 UPREIT の仕組み<sup>548</sup>



不動産オーナーは法人ではなく、パートナーシップである OP へ不動産を現物出資するため、法人税法ではなく、パートナーシップ税制が適用となる。IRC721 条では、「パートナーシップ持分との交換に、パートナーシップに資産が拠出される場合、当該パートナーシッ

<sup>547</sup> ただし、転換か売却かを決定する権利は、通常、REIT 側の手にある。David M. Einhorn, Adam O. Emmerich, & Robin Panovka, *REITs M&A : Peculiarities and Compliations*, The Business Lawyer, Vol. 55, 695 (Feb 2000) .

<sup>548</sup> 不動産証券化協会『不動産証券化ハンドブック 2003』(不動産証券化協会・2003 年) 75 頁により作成。

プ、若しくはそのパートナーは損益を計算しないものとする<sup>549</sup>」と規定されており、譲渡時における譲渡益課税が繰り延べられる。更に、パートナーシップから不動産等の資産を分配した場合も、IRC731 条の規定により原則非課税となる<sup>550</sup>。つまり、UPREIT による組成において、パートナー（LP）とパートナーシップ（OP）間における資産の出し入れについて、原則課税はされないという税法上の規定が適用となる。UPREIT の仕組みは、不動産不況と銀行による信用不安に苦しむ LP 形態の未上場不動産オーナーが、REIT による株式公開という手段を選ばざるを得ない事態に遭遇した時に、含み益に課税されない（繰り延べる）効果的な手法として編み出されたものであり、以後、US-REIT の IPO が急増する一因となった。アメリカの学者は、UPREIT の仕組みがもたらした US-REIT の 90 年代における飛躍的な発展は「REIT の革命」と呼ばれる<sup>551</sup>。

なお、既存の上場 US-REIT は、もともと UPREIT の仕組みを採っていないから、未上場不動産オーナーから不動産等を購入する際に、含み益に課税されることとなる。そのため、UPREIT の仕組みを採っている新規上場の US-REIT と比べると、既存 US-REIT は競争力が失われているおそれがある。したがって、既存 US-REIT も、資産取得時の課税繰延効果を享受するために、UPREIT の仕組みを導入しはじめた。具体的には、既存 US-REIT は、その既存資産を新設の OP へ現物出資する見返りに、OP ユニットを取得し、当該 OP の GP となる。その後、当該 OP は、OP ユニットを新たに発行することで、不動産オーナーから不動産等を取得することができる<sup>552</sup>。

## 5 UPREIT と DOWNREIT との違いについて

OP を通じて REIT を組成する手法に DOWNREIT と呼ばれるものがある。DOWNREIT の

---

<sup>549</sup> See IRC §721:Nonrecognition of gain or loss on contribution

<sup>550</sup> See IRC §731: Extent of recognition of gain or loss on distribution

<sup>551</sup> David M. Einhorn, Adam O. Emmerich & Robin Panovka, *REITs: Mergers and Acquisitions*, Law Journal Press, 1-1 (2012).

<sup>552</sup> Nilene Evans, Helen Shouhua Yu, Thomas Humphreys & David Goett, *Frequently Asked Questions about Real Estate Investment Trusts*, Morrison & LLP, 4-5 (2013). [http://media.mofo.com/files/Uploads/Images/FAQ\\_REIT.pdf](http://media.mofo.com/files/Uploads/Images/FAQ_REIT.pdf)

仕組みにおいて、既存 US-REIT と不動産オーナーは共同出資により OP を組成する。その GP は、現金または一定の資産を出資した既存 US-REIT であり、その LP は不動産等を出資した不動産オーナーである。既存 US-REIT は、出資した現金等を OP の資産となる不動産に係る債務に弁済する必要があるが、OP の経営権及び不動産の支配権を保有している。不動産オーナーは、LP として持っている OP ユニットを将来 REIT 株に転換する権利を有する。既存 US-REIT は、DOWNREIT の仕組みを採用することにより、物件取得のための資金調達費用を節約できる一方、REIT の資産拡大と収益向上も期待できる。DOWNREIT は、UPREIT に非常に近い仕組みを採っているといえるが、いくつかの面において異なる。

すなわち、(1) UPREIT が IPO を前提とする仕組みなのに対して、DOWNREIT は既存 REIT と不動産オーナーが共同で行うジョイント・ベンチャーに近い仕組みだという点である。つまり、DOWNREIT の仕組みには、全ての REIT 資産を持つ同一の OP が存在しない。それぞれの不動産オーナーが REIT へ現物出資するたびに、新たに REIT を GP とし、不動産オーナーを LP とする独立の OP を設立する必要がある<sup>553</sup>。(2) 既存 REIT は、複数の OP を同時に運営することが可能であるため、1 つの OP の運営収益が既存 REIT の全体利益の一部に過ぎない。それに、OP からの収益のほか、既存 REIT は自ら直接に運営する経営不動産があるから、これらもその重要な収益源となる。よって、各 OP のユニット価値は、REIT の株式価値との間に直接の関連を有しない。この点は、DOWNREIT の OP ユニットの流動性に影響を与え得る要因の 1 つである。これに対して、UPREIT の収益は、その運営する唯一の OP に依存せざるを得ないため、OP ユニットの価値評価は、REIT の株式価値をもって判断基準とすればよいのである<sup>554</sup>。もちろん、UPREIT は、その発展に伴い、新たな OP を導入することにより、DOWNREIT と変わる可能性は十分に存在する。実務では、こうしたことが見受けられる。ゆえに、両者間の違いは明確ではなく、はっきりしない面もあるよ

---

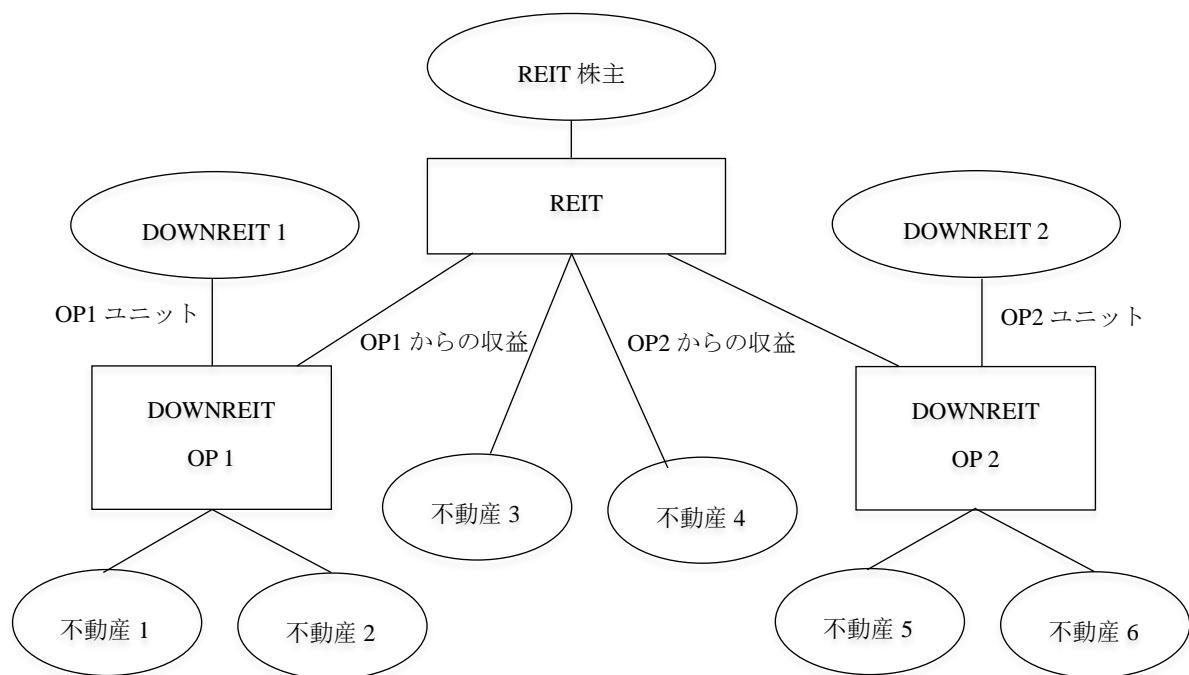
<sup>553</sup> 不動産証券化協会・前掲注 (548) 75 頁。

<sup>554</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 1-11.

うに思われる。

UPREIT と DOWNREIT は、1990 年代に登場して以来、US-REIT の飛躍的な発展に大いに貢献しており、そして、このような仕組みを採っている REIT は、現在の上場 US-REIT の主流となる<sup>555</sup>。

図 12 DOWNREIT の仕組み<sup>556</sup>



他方、こうした仕組み構成は複雑であり、REIT の株主と OP の LP との間に新たな利益相反問題を引き起こしていると指摘されている<sup>557</sup>。この点は、US-REIT の買収・再編の際に特に注意を要するが、本章各論の US-REIT の買収・再編における利益相反問題の検討

<sup>555</sup> 2014 年 10 月の時点で、UPREIT または DOWNREIT の仕組みを採っている上場 US-REIT は 136 社があり、全体の約 64%を占める。一般の REIT は 74 社があり、全体の約 36%を占める。その詳細は、本稿の別紙 2「US-REIT の基本状況」を参照。

<sup>556</sup> See Nilene Evans, *supra* note552, at 5.

<sup>557</sup> 例えば、不動産等を抛出して OP ユニットを取得する LP にとっては、当該不動産等が REIT に処分される際にも、譲渡益課税が発生するため、REIT 及びその株主との間に利益相反関係が存在する。よって、LP は、不動産等を抛出するとき、一定期間の譲渡禁止条項を締結するのは一般的である。See Nilene Evans, *supra* note552, at 5. この新たな利益相反問題については、本章第四節第三款で考察する。

に委ねることとしたい<sup>558</sup>。

---

<sup>558</sup> 後掲注（1355）から注（1391）まで及びそれらに対応する本文を参照。

### 第三款 US-REIT の現状に関する基礎的な考察

#### 1 総論

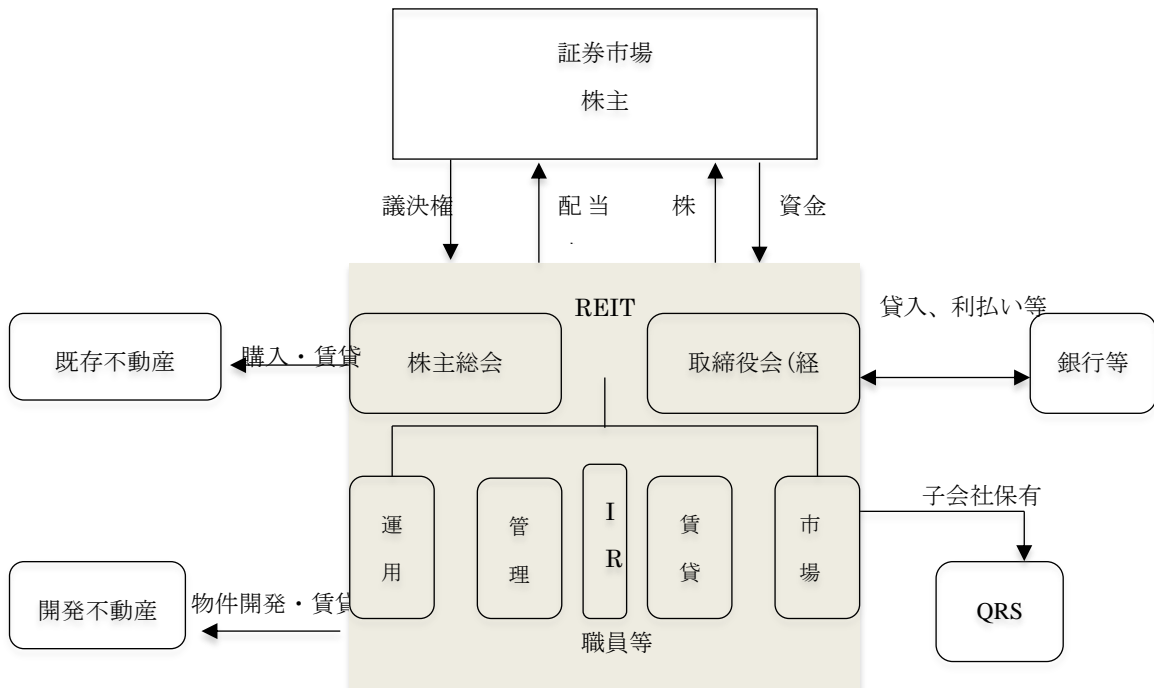
US-REIT の組織適格については、当初の税法上に法人（会社型 REIT）を認めなかったため、その多くがマサチューセッツ州法に基づき設立されたビジネス・トラスト（信託型 REIT）である。しかし、ビジネス・トラストの法的内容の不明確性を理由に、REIT の適格を法人にも認めるべきとする主張が 1960 年代の REIT 誕生時から存在する<sup>559</sup>。そのため、1976 年の IRC 改正によって、法人形態にも REIT としての組織適格（会社型 REIT）が認められることになる等、ビジネス・トラスト（信託型 REIT）の優位性は次第に失われていった。現在では、上場 US-REIT は約 8 割（79.5%）が公開株式会社の形態を採っている。その仕組みは、会社型と信託型ごとに、それぞれ以下の図 13 と図 14 の通りである。

---

<sup>559</sup> See Earle W. Carr, *Federal Tax Aspects of Real Estate Investment Trusts*, 16 *The Business Lawyer*, 934(1961); Godfrey, Jr. & Bernstein, *The Real Estate Investment Trust-Past, Present and Future*, *Wisconsin Law Review*, 659(1962); William A. Kelley, J. R., *Real Estate Investment Trusts after Seven Years*, 23 *The Business Lawyer*, 1005(1968).

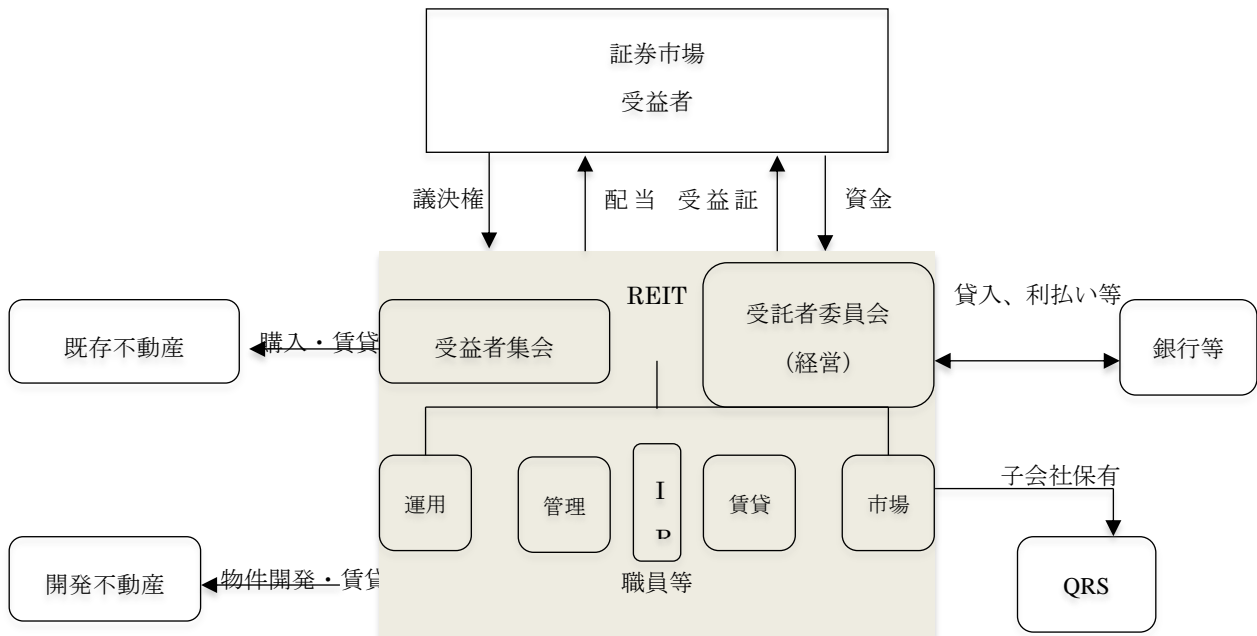


図 13 US-REIT の仕組み（会社型）<sup>560</sup>



\*経営運用判断等を外部の顧問会社に委託しているケースもある。

図 14 US-REIT の仕組み（信託型）<sup>561</sup>



\*経営運用判断等を外部の顧問会社に委託しているケースもある。

<sup>560</sup> 不動産証券化協会・前掲注（548）74 頁により作成。

<sup>561</sup> 不動産証券化協会・前掲注（548）74 頁により作成。

確かに、会社型 REIT が上場 US-REIT の大半を占めているのであるが、これは、決して信託型 REIT が重要性を失ったことを意味しない。次の 2 つの表にまとめたデータは 2014 年 10 月時点のものであるが、それによれば、信託型 REIT は各類型の US-REIT に利用されていることがわかる。また、上記の仕組図から見ると、会社型 REIT と信託型 REIT には似ている点が多くあるといえる。これは、ビジネス・トラストが会社類似の機能を備えた信託であることに由来するからである。したがって、ここでは、ビジネス・トラストの法人的属性と信託的特徴を整理し、またビジネス・トラストの制定法化の原因と影響をつかんだうえで、会社型 REIT と信託型 REIT との相違点及び共同点を明らかにする必要があると考えられる。

表 17 上場 US-REIT の詳細（会社型と信託型の別）

	エクティ型	モーゲージ型	内部型	外部型	UP/DOWN	一般
会社型 (167 社)	129 社 (77%)	38 社 (23%)	127 社 (76%)	40 社 (24%)	104 社 (62%)	63 社 (38%)
信託型 (43 社)	40 社 (93%)	3 社 (7%)	36 社 (84%)	7 社 (16%)	32 社 (74%)	11 社 (26%)

表 18 上場 US-REIT の詳細（エクティ型とモーゲージ型の別）

	会社型	信託型	内部型	外部型	UP/DOWN	一般
エクティ型 (169 社)	129 社 (76%)	40 社 (24%)	152 社 (90%)	17 社 (10%)	126 社 (75%)	43 社 (25%)
モーゲージ型 (41 社)	38 社 (92%)	3 社 (8%)	11 社 (27%)	30 社 (73%)	10 社 (24%)	31 社 (76%)

## 2 信託型 REIT に関する基礎的な考察

### 2.1 ビジネス・トラストの法人的属性と信託的特徴

前述のとおり、当初の US-REIT は、税法上に会社型 REIT を認めなかったため、その多くがマサチューセッツ州法に基づき設立されたビジネス・トラスト（信託型 REIT）であった。ビジネス・トラストとは、成文の信託証書（deed of trust）または信託約款（declaration of

trust) (以下「信託証書等」という)に基づき、信託財産上の受益権を表章する利益参加証券 (certificate of participation) の所持人たる受益者のために、受託者によって運営される法人格なき団体をいう<sup>562</sup>。ビジネス・トラストの受託者は、企業管理者が担当し、投資者である受益者から資金を募り、これを信託財産として自己に帰属させて営利活動を行い、獲得した利益を受益者に分配する。営利の目的を有せず受益証券に表章されることもない場合は、ビジネス・トラストに当たらない。また、信託財産は受益者によって拠出された資金であるという点からみれば、ビジネス・トラストは、自益信託としての性質を有することがわかるが、これだけではなく、自益信託が多数当事者間の利害関係を統一的に処理する企業組織にまで高められたものにほかならない。ということは、ビジネス・トラストは、会社類似の機能を備えた信託である<sup>563</sup>。

具体的には、ビジネス・トラストは、会社の基本構造としての、出資者兼利益享受者たる株主、経営者たる取締役、そして企業財産たる資本という三極を、信託法上の受益者、受託者、信託財産という関係に再構築するものであり、機能において会社に近似するが法人格を有せず、しかもパートナー・シップとも性質を異にする、第三の企業組織形態である。その特徴は、①組織の永続性<sup>564</sup>、②事業財産の単一性<sup>565</sup>や③構成員の有限責任<sup>566</sup>とい

---

<sup>562</sup> US-REIT 誕生の当初、ビジネス・トラストは、多くの州で「マサチューセッツ・トラスト」とも呼ばれた。例えば、ワシントン州の 1959 年マサチューセッツ・トラスト法は、マサチューセッツ・トラストについて、次のように定義した。すなわち、「マサチューセッツ・トラストは、コモン・ローに基づき設立される法人格なき営利団体である。その財産は、譲渡性がある受益証券の（予定）所持人の利益のために、受託者により保有・管理されている。受益証券の所持人は、私的営利法人の株主と同範囲に人的責任を制限される資格を有するものとする。」 See Revised Code of Washington 23.90.020. この定義に受益証券の譲渡性が盛り込まれた理由は、ビジネス・トラストの本来的な性質であると同時に、IRC 上、US-REIT に課された性質であったからである。See IRC §856(a)(2).

<sup>563</sup> 工藤・前掲注 (538) 1-3 頁を参照。

<sup>564</sup> 受託者が自然人である場合にはその死亡に至るまで信託を存続させ、または受託者が法人である場合にはその解散に至るまで信託を存続させ、かつ受託者に欠員を生じた場合には、残余の受託者または受益者が新任受託者を選任し得る旨信託証書等に定めることによって、構成員の死亡または消滅を信託の解散事由とすることなく、組織としての永久存続性を確保することができるというものである。

った、通常は会社法人のものと考えられる機能を煩瑣な規制に服さず信託法理の応用によって実現し、かつパートナー・シップのように当事者間の合意のみによって組織化し、これを機動的に運営できる点にある。上記の 3 点は、ビジネス・トラストの法人的属性であるといえる<sup>567</sup>。

---

<sup>565</sup> ビジネス・トラストは本来構成員から独立した法的存在、つまり法人格を有しないにもかかわらず、通常 1 つの商号の下に目的財産を運用し、信託財産の権原を有する受託者の人格を通じて企業の実質的な単一性を備えることができるというものである。

<sup>566</sup> 受益者が信託の運営上受託者によって負担された債務から隔絶されるという信託の法律効果を利用することで、法人規制に服することなく、有限責任を達成するというものである。ただし、その認定条件については争いがある。前掲注 (539) を参照。

<sup>567</sup> ビジネス・トラストの法人的属性が争点になる裁判例としては、*Pacific American Realty Trust v. Lonctot* 判決がある。*Pacific American Realty Trust* (以下「PART」という) は、信託型 REIT であり、マサチューセッツ法に基づき設立されたマサチューセッツ・トラストである。PART はワシントン州で証券の販売をしようとする際に、ワシントン州の認可部門 (department of licenses) は、マサチューセッツ・トラストはワシントン州で証券の販売をできる合法的な事業体 (business entity) ではないことを理由に、販売停止命令を出した。PART は、認可部門の命令の違法で起訴した。ワシントン州最高裁は、PART の主張を支持し、マサチューセッツ・トラストはワシントン州で事業を行う合法的な組織と認めた。See *Pacific American Realty Trust v. Lonctot*, 62 Wn.2d 91, 381 P.2d 123 (1963).

その主な理由は、2 点がある。まず、ワシントン州の 1959 年マサチューセッツ・トラスト法は、マサチューセッツ・トラストに対して、ワシントン州で事業を行う能力を付与したのである。具体的には、同法は、マサチューセッツ・トラストの受益証券の所持人に私的営利法人の株主と同じような有限責任を与え (2 条)、マサチューセッツ・トラストをワシントン州で事業を展開する公認の組織体とし (3 条)、また信託約款の州務長官での登録義務を課すとともに、信託約款の取引相手方に対する拘束効力を認めた (4 条)。すなわち、同法は、マサチューセッツ・トラストに法人のような権限 (法人的属性) を付与した。

次は、マサチューセッツ・トラストは、ワシントン州憲法 12 章 5 条の訴訟能力がある「団体」に該当するのである。同条は、法人 (corporation) の訴訟能力に関する規定であるが、「法人」の範囲について拡大解釈をした。すなわち、いかかる団体 (association) または株式会社 (koint stock company) は、「①法人の権限または特権を有し、かつ②当該権限は個人またはパートナー・シップが所有するものではない」場合に、法人のような訴訟能力を有するとみなされる。マサチューセッツ・トラストは、①と②という 2 つの要件を満たしていることから、同条の「団体」に該当するといえる。

なお、被告は、1959 年マサチューセッツ・トラスト法の違憲とも主張したが、ワシントン州最高裁は、下記の理由をもって、被告の主張を退けた。州憲法は、立法権に対する授与ではなく、制限である。そのため、立法府は、州憲法で明確に禁止されていない限り、合理的な法律を制定する権限がある。

また、ビジネス・トラストならではのメリットとしては、①企業経営の継続性と独立性、②機動的な資金調達や③税負担の軽減という 3 点が挙げられる。これは、ビジネス・トラストの信託的特徴である。すなわち、①について、ビジネス・トラストは企業経営の継続性と独立性を高めることができる。会社では経営管理は取締役会に委ねられるが、その構成員たる取締役は株主総会を通じて選任され、しかも組織の基礎的変更をはじめ重要事項については株主が意思決定権限を留保する。これに対してビジネス・トラストにあつては、信託財産は受託者の名義に帰し、受託者は他による干渉を受けずに継続的かつ独立した経営を行うことができる。②について、ビジネス・トラストは信託証書等において受益権の譲渡を認め、これを表章する流通証券を転々流通させることで、資本の集中を実現することができる。会社法上の授權資本の概念に相当する量的制約は存せず、しかも定款変更や株主の承認といった手続きも要しないために機動的な自己資金調達が可能となる。③について、会社形態を採る場合に比べて、ビジネス・トラストは税の負担を軽減することができる。会社は企業体段階で法人所得税や事業税が課されるが、ビジネス・トラストは法人格なき団体としてそれらを免れる<sup>568</sup>。

## 2.2 ビジネス・トラストの制定法化の原因と内容

20 世紀の半ばから証券や不動産を運用対象とした投資実務が漸次拡大し、同世紀も終わりに近づく と資産証券化が加わり、集団投資スキームが金融分野で活発に利用されるようになった。これら分野においては、資金または資産を関係者から独立させてこれを運用または加工し、元利金を関係者に還流させるヴィークルが必要となるが、そのために特別な組織形態を立法により創設することなく、既成の組織であるトラストが広く利用されることとなり、ビジネス・トラストとして特殊な領域を形成することとなった<sup>569</sup>。もともと、ビジネス・トラストという仕組みを合法的な機構として承認し、企業組織に昇華させたのは

---

<sup>568</sup> 工藤・前掲注（538）7-9 頁を参照。

<sup>569</sup> 工藤・前掲注（538）114 頁。

判例法である<sup>570</sup>が、その利用拡大に伴い、多くの対外的関係における法的安定が強く求め

---

<sup>570</sup> ビジネス・トラストの受益者代表訴訟 (derivative suit) を認めた裁判例としては、*Greenspun v. Lindley* 判決がある。本件は、信託型 REIT である *Mony Mortgage Investors* (以下「Mony」という) の受益者 *Greenspun* は、*Mony* の受託者 (11 人) による投資決定、及び外部管理会社 *Mutual Life Insurance Company of New York* (以下「*Mutual*」) に与える管理費用の不当を理由に、受託者全員、*Mutual* と *Mony* を被告として、ニューヨーク州で提訴した。ニューヨーク州上訴裁判所 (Court of Appeals of the State of New York) は、本件をビジネス・トラストの受益者による代表訴訟と認定したうえで、代表訴訟の事前の提訴請求手続を履行していないことから、*Greenspun* の提訴を却下した。その具体的な理由は、以下のとおりである。See *Greenspun v. Lindley*, 36 NY2d 473 (1975).

まずは、本件の準拠法に関する認定である。本件は、外部管理会社 *Mutual* の所在地ニューヨーク州で起訴したが、本件の最も重要な当事者である *Mony* は、マサチューセッツ法によって設立されたビジネス・トラストであるし、その信託約款にもマサチューセッツ法を準拠法とする条項がある。

次は、ビジネス・トラストの受益者 (shareholder) 代表訴訟の手続きについての認定である。マサチューセッツ法は、ビジネス・トラストの受益者代表訴訟を取り扱う時に、マサチューセッツの事業会社の株主 (shareholder) 代表訴訟制度を準用する傾向がある (*Peterson v. Hopson*, 306 Mass. 597, 29 N.E.2d 140 (1940))。また、*Mony* の信託約款 6.7 条は、代表訴訟等を行う受益者の訴訟上の権利について、マサチューセッツの事業会社の株主と同範囲とする。

第三は、本件代表訴訟の手続瑕疵についての判断である。マサチューセッツ会社法に基づくと、株主は取締役会に対して、事前に提訴請求を行う必要がある (*Datz v. Keller*, 347 Mass. 766, 196 N.E.2d 922 (1964); *Bartlett v. New York, New Haven & Hartford R.R. Corp.*, 221 Mass. 530, 109 N.E. 452 (1915); *Solomon & Sons Trust, v. New England Theatres Operating Corp.*, 326 Mass. 99, 93 N.E.2d 241 (1950); *Matter of Kauffman Mut. Fund Actions*, 56 FRD 128 (D.Mass. 1972), affd 479 F.2d 257 (1st Cir.), cert den, 414 U.S. 857 (1973); *Pomerantz v. Clark*, 101 F. Supp. 341 (D. Mass. 1951))。もちろん、この事前の提訴請求手続は、一定の場合に免除されるが、マサチューセッツ会社法の免除範囲は、ニューヨーク会社法のそれより狭いである。すなわち、株主は、提訴請求が無益 (useless) であることを証明した場合に限り、直接に代表訴訟を提起することができる。提訴請求の無益の具体例としては、①取締役会の過半数は、積極的な非行者 (active wrongdoers) である場合、または当該非行者に支配される場合 (*Datz v. Keller*, *supra*)、②忠実でない取締役 (faithless directors) 以外の取締役は、それと故意に (knowingly)、意図的に (willfully)、不正に (fraudulently) 結託した場合、または問題取引から個人的な利益を得る場合 (*Bartlett v. New York, New Haven & Hartford R.R. Corp.*, *supra*; *Brewer v. Proprietors of Boston Theatre*, 104 Mass. 378 (1870); *Dunphy v. Traveller Newspaper Assn.*, 146 Mass. 495, 16 N.E. 426 (1888)) などである。本件において、*Greenspun* は、*Mony* の受託者の過半数について、非行者であること (①) を主張しておらず、*Mutual* の受託者または執行役を兼任していること (②) を主張している。しかし、*Mony* の 11 人の受託者の状況を実際に見ると、そのうちの 5 人は *Mutual* の執行役を兼任しているが、他の 6 人は、*Mutual* と無関係 (unaffiliated) である。ということは、*Mony* の受託者の過半数は、利益相反関係がない独立の受託者である。したがって、*Greenspun* による提訴請求手続の免除の主張

られる<sup>571</sup>。しかし、構造上の柔軟性から生じる法的内容の不明確性を避ける必要が高まったために、多くの州ではビジネス・トラストの制定法化が実現された。

そのうち、最も影響力があるのは、1988年のデラウェア州法<sup>572</sup>に始まる第三期立法<sup>573</sup>である。同法は、ビジネス・トラストそれ自体を受託者からも受益者からも独立した法主体（separate legal entity）と捉え直すところから出発し<sup>574</sup>、受益者及び受託者の責任について

---

は成立しないため、その提訴は却下された。

<sup>571</sup> ビジネス・トラストの特徴は、当事者間の合意のみで成立した組織内容を柔軟に定め得るという点にある。しかし、営利活動を通じて多くの対外的関係を生じ、法的安定性が強く求められる企業組織にあっては、構造上の柔軟性が他面において法的内容の不明確性として消極的に発現することは避けられない。そのため、会社やパートナー・シップといった隣接概念との混同、責任関係や訴訟当事者関係の交錯等、様々な法的課題が顕在化してくることとなった。これらの問題の解決は当初判例に委ねられたが、多様化する紛争を類型化して有効かつ統一性ある処理基準を提示するという意味では、判例法には限界があった。特に関心と呼んだ受益者の有限責任の問題についてさえ、マサチューセッツ、テキサス、及びカンザスに代表される州判例が一応の解決類型を見出したものの、いずれも結局普遍性を持ち得なかったように、判例は次第に行き詰まりを見せることとなり、制定法をもって政策的に制度を樹立するかたちでの対応が模索されていった。工藤・前掲注（538）107頁。

<sup>572</sup> Delaware Code Title 12 §§ 3801 to 3862 (Treatment of Delaware Statutory Trusts). 同法は当初「デラウェア・ビジネス・トラスト法（Delaware Business Trusts Act）」として規定され、それに基づく組織もビジネス・トラストと呼ばれていたが、2002年に現在の「デラウェア・スタチュートリ・トラスト法（Delaware Statutory Trusts Act）」に改称され、これに基づく組織もスタチュートリ・トラストと呼ばれることとなった。スタチュートリ・トラストの詳細については、以下でまとめて検討する。

<sup>573</sup> 企業組織に関する規律は州の個別の対応にかかるものであるが、各州の立法においてビジネス・トラストの制度化が進行する過程には、大きく3つの段階を求めることができる。第一期は1909年のマサチューセッツ州法（General Laws of Massachusetts §§ 182-1 to 182-14）に始まるもので、組織の実体面について任意団体としての融通性を維持しながら、法律手続上の不便宜性に対処するために信託を訴訟主体として承認するという立法であった。第二期は1959年のワシントン州法（Revised Code of Washington §§ 23.90.010 to 23.90.900）に始まるもので、前段階では手付かずの当事者の責任関係等の組織面についての脆弱性を払拭するため、会社法の類推適用ないし準用によって、法人規制の垂流にビジネス・トラスト制度化するという立法であった。最も、定型性の高い会社法規制に服せしめられ、その結果、組織の法的内容が画一化されれば、信託の法人に対する優位は失われたに等しい。制定法に基づく独自の範疇の形成は、第三期立法で現れることになる。工藤・前掲注（538）10頁。

<sup>574</sup> See 12 Del. Code Ann. §§ 3803, 3810(a)(2) and Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §§ 12-103, 12-402. すなわち、ビジネス・トラストは独立の法主体とされる以上、必然的にその権利義務の帰属点は受託者ではなく信託

不統一かつ複雑な要件を排して画一的に制限する<sup>575</sup>等、組織法としての基盤を強化している。また、合併<sup>576</sup>や組織転換<sup>577</sup> (conversion) などの信託の基礎的変更に関わる手続きを整備するほか、情報開示<sup>578</sup>や代表訴訟<sup>579</sup>といった受益者の牽制手段も充実させている。これらの内容は、ビジネス・トラスト元来の法的構造の柔軟性を信託法の領域で復活させるとともに、授權法 (enabling act) の手法をもってこれに広範な選択肢を付与し、同時に当事者間の合意を制定法規定に優先させるいわゆる任意法規の形式をとって、組織の確実性と柔軟性とを両立させているのである。こうしてビジネス・トラストは、他の組織形態（例えば会社とパートナー・シップ）と異なり、関係者の利害調整機能を最小限とし、財産分離機能に特化した組織形態となっている。デラウェア州が行った制定法によるビジネス・トラスト再定義の試みは、同様の立法を整備し投資資金を呼び込もうとする他の州によって踏襲されていくこととなった<sup>580</sup>。

---

財産となる。受託者は、信託財産の機関 (agent) と位置づけられ、正当な権限の範囲内で職務を遂行する限り、信託債務について人的責任を負わない。

<sup>575</sup> See 12 Del. Code Ann. §§ 3802, 3803 and Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 12-302. 第三期制定法は、受益者の責任を株主のそれと同等の有限責任とし、受益者による受託者に対する指図または受益者による受託者の地位の兼任をも明示的に容認している。

<sup>576</sup> See 12 Del. Code Ann. § 3815 and Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §§ 12-601 to 12-610. すなわち、ビジネス・トラストは、州内外の法に基づき組織されたビジネス・トラストまたは他の企業組織と、吸収合併または新設合併をすることができる。

<sup>577</sup> See 12 Del. Code Ann. §§ 3820 to 3822. すなわち、ビジネス・トラストは、州内外または外国の法に基づく他の企業組織に転換することができる。また、州内外または外国の法に基づく他の企業組織は、ビジネス・トラストに転換することができる。

<sup>578</sup> See 12 Del. Code Ann. § 3819(a).

<sup>579</sup> See 12 Del. Code Ann. § 3816. すなわち、受益者は、権限ある受託者が訴訟の提起を拒絶するとき、または権限ある受託者による訴訟の提起が見込めないとき、ビジネス・トラストがその判決において利益を得るための訴訟を提起することができる。

<sup>580</sup> 1991 年以降、コネティカット、メリーランド、ネバダ、ニューハンプシャー、サウスダコタ、バージニア及びワイオミングの 7 州が、それぞれデラウェアにほぼ忠実な制定法を置いて 1 つの立法上の潮流をなしており、これを第三期ビジネス・トラスト制定法と評することができる。



## 2.3 ビジネス・トラストからスタチュートリ・トラストへの転換

さらに、2003 年からは、統一州法委員会全国会議（National Conference of Commissioners on Uniform State Laws）において、統一ビジネス・トラスト法に向けた論議が行われている。12 次の草案公表を経た後、2009 年に成案である統一スタチュートリ・エンティティ法（Uniform Statutory Trust Entity Act、以下「統一法」）が承認された<sup>581</sup>。「スタチュートリ」（statutory）という語が用いられるのは、デラウェア州法に倣い、その規制対象が制定法の所産であることを強調し、かつ従前のビジネス・トラストと峻別するためである。「エンティティ」という語が付加されるのは、これが信託型の法主体であることを示しており、とくに統一信託法典<sup>582</sup>（Uniform Trust Code）に基づく信託との混同を避ける意図がある<sup>583</sup>。

スタチュートリ・トラストとは、いずれかの合法的目的を有し、信託財産上の受益権を有する受益者のために、規律証書<sup>584</sup>（governing instrument）に基づき、受託者によって運営さ

---

<sup>581</sup> 統一州法委員会全国会議が公表するデータにより、2014 年 10 月時点では、ケンタッキー州とコロンビア特別区が同法を採択している。

See <http://www.uniformlaws.org/LegislativeFactSheet.aspx?title=Statutory%20Trust%20Entity%20Act>

<sup>582</sup> 2000 年、統一州法委員全国会議とアメリカ法律協会が提携し、各州の信託法の統一を図る目的で、統一信託法典が制定された。これは、信託法について全国的な規模で作られた最初の法典である。そして、上記の統一ブルーデント・インバスター法も独立の編（第 9 編）としてこの法典に取り込まれている。なお、2005 年に、統一信託法典（2000）を若干修正し、統一信託法典（2005）となった。統一州法委員会全国会議が公表するデータにより、2014 年 10 月時点では、29 州とコロンビア特別区が同法を採択している。See <http://www.uniformlaws.org/LegislativeFactSheet.aspx?title=Trust%20Code>

<sup>583</sup> 統一法がビジネス・トラストの呼称を避ける理由としては、他に 2 点が挙げられている。第一に、統一法に基づく信託が、営利または企業目的を有する必要がない点である。むしろ法は、スタチュートリ・トラストが公益または主として慈善目的でない限り、いかなる目的をも有し得るとして非営利目的のそれを明示的に許容している。第二に、信託が連邦破産法上の「ビジネス・トラスト」の定義から外れるようにしていることである。連邦破産法上、破産能力を有するのは「人（person）」であり、人の定義には、「法人（corporation）」が含まれ、そして法人には「ビジネス・トラスト」が含まれる。よって、ビジネス・トラストは破産能力のある債務者であることになる可能性がある。このことは、資産証券化取引における SPV として利用され、いわゆる倒産隔離が求められる信託としては望ましくないというのである。See Uniform Statutory Trust Entity Act § 101 comment.

<sup>584</sup> 会社の基本定款及び附属定款に相当するものである。

れる法人格なき独立の法主体（unincorporated legal entity）であって、州に信託証書等を届け出るものをいう<sup>585</sup>。この定義から見れば、統一法は基本的に第三期制定法の目的と構造をほぼそのまま承継していることがわかる。第三期制定法との主な相違点としては、（1）強行規定の明記<sup>586</sup>、（2）公益信託の設定禁止<sup>587</sup>、及び（3）受託者の義務その他に関する初期設定の会社法への接近、の3点である。そのうちの第3点は、信託型 REIT の経営管理に深く関係すると考えられるため、詳細に分析を加える。

すなわち、統一法は、スタチュートリ・トラストの受託者を企業経営者として把握し、その行動原則、注意義務及び忠実義務の初期設定を、一般信託法上の受託者のものから会社法上の取締役のそれに変更している。そうすると、スタチュートリ・トラストの受託者は、全員一致ではなく多数決により意思決定し<sup>588</sup>、信託証書等に明示される以外の事項に及ぶ一般的な経営権限（general power）を有し<sup>589</sup>、また善管注意義務は、信託法のプルーデント・インベスター・ルール<sup>590</sup>（prudent investor rule）ではなく、会社の取締役と同等となり、誠

---

<sup>585</sup> See Uniform Statutory Trust Entity Act §§ 102, 104, 301.

<sup>586</sup> すなわち、統一法は、原則として任意法規からなり、受託者の権利と義務、及び受益者の権利に関する規定など、ほとんどすべての規定は規律証書における約定をもって上書きすることができる。ただし、受託者の注意義務については不誠実（bad faith）を構成することが、信託義務については規律証書の条項に抵触することが、それぞれ認められないというように、統一法では明示的に限界が画される。See Uniform Statutory Trust Entity Act §§ 103, 104.

<sup>587</sup> すなわち、統一法は、公益または主として慈善的な目的を、スタチュートリ・トラストが有することを禁じている。See Uniform Statutory Trust Entity Act § 303.

<sup>588</sup> See Uniform Statutory Trust Entity Act § 503(1).

<sup>589</sup> See Uniform Statutory Trust Entity Act § 503(2).

<sup>590</sup> プルーデント・インベスター・ルール（思慮深い投資者ルール）は、アメリカ信託法の受託者の行為基準としての主流である。プルーデント・インベスター・ルールには、合理的注意義務ばかりでなく、受益者のために忠実に行動することも、複数の受益者が存在する場合に公平に取り扱うことなども含まれる。樋口範雄、大塚正民編著「現代アメリカ信託法」（有信堂・2002年）143頁。1994年、プルーデント・インベスター・ルールを内容とする統一プルーデント・インベスター法（Uniform Prudent Investor Act）が統一州法委員会全国会議で承認され、各州議会に州法として制定するよう働きかけが行われることになった。統一州法委員会全国会議が公表するデータにより、2014年10月時点では、42州とコロンビア特別区が同法を採択している。See <http://www.uniformlaws.org/LegislativeFactSheet.aspx?title=Prudent%20Investor%20Act>

実に行った経営活動の結果について裁判所から事後的に評価されないという経営判断原則の適用を受けることになる<sup>591</sup>。従来、ビジネス・トラストが一般事業手段として選択されにくかった理由として、その初期設定が受動的な財産管理に即したものとなっていた点が指摘されている<sup>592</sup>。統一法はこれを根本的に変更し、受託者の義務を、積極的な企業活動の担い手に即したものに改めたものである<sup>593</sup>。

その結果、統一法に基づくスタチュートリ・トラストは、統一信託法典下の信託ではなく、むしろリミテッド・ライアビリティー・カンパニー（LLC）に類似するに至っている。ゆえに、統一法は、法律規定または信託証書等に別段の定めがないときには、一般信託法が補充的に適用されるものとしつつ、企業経営に深く関係すると考えられる信託義務については、これを周到に、より寛容な会社法の準則に置き換えているといえる<sup>594</sup>。

したがって、本稿は US-REIT の買収・再編における諸問題を考察するとき、ほとんどすべての信託型 US-REIT はスタチュートリ・トラストまたはビジネス・トラストという組織形態を採っていること<sup>595</sup>に鑑み、会社型 REIT であれ、信託型 REIT であれ、両者を実質的に同一のものとして取り扱う<sup>596</sup>。以下の考察に際しては、会社型 REIT の内容を中心に検討

---

<sup>591</sup> See Uniform Statutory Trust Entity Act § 505 comment.

<sup>592</sup> 神作裕之「公益信託の事業・収益活動に関する覚書」英米信託法における比較的法研究会編『信託と信託法の広がり』（財団法人トラスト 60・2005 年）177 頁。

<sup>593</sup> アメリカの一般的な信託は受動的な他益信託である。従来の信託法の包括的な業績がみなその考察対象からビジネス・トラストを除いてきたのは、能動的な自益信託としてのビジネス・トラストは、企業団体に関して最適化されるよう仕組まれた取極めであり、典型的な信託とは異質であるからとされる。

<sup>594</sup> 工藤・前掲注（538）182-186 頁。

<sup>595</sup> スタチュートリ・トラストは、届出手続の履践に基づき法律規定に包摂される以前の、任意組織の存在を前提としている。信託証書等の提出を要するのはスタチュートリ・トラストとなることを選択した場合に限られ、これをなさずコモン・ロー上のビジネス・トラストとしてスタチュートリ・トラスト法の埒外に存在する余地も、当事者には認められているわけである。See 12 Del. Code Ann. §§ 3801(g)(2), 3810 and Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §§ 12-101(h)(1), 12-204. しかし、信託型 REIT の場合は、かかる余地がないと解されるべきである。すなわち、信託型 REIT になるためには、信託証書等を州に届け出ることが必要である。See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 8-202(a).

<sup>596</sup> 信託型 REIT と会社型 REIT との最大の違いは、やはり信託型 REIT の構造上の柔軟性にあると考えられ

を行うが、信託型 REIT については、会社型 REIT の内容と異なる点があれば、それを個別に検討することとする<sup>597</sup>。

### 3 US-REIT の仕組みに関する基礎的考察

#### 3.1 US-REIT の仕組上の準拠法

US-REIT の税制上の準拠法といえは、上記の内国歳入法（IRC）の第 856 条から第 858 条までの規定がこれに該当する。US-REIT は、これに基づく導管性要件を満たすことにより、法人税の免除を得ることができる。これは、REIT 制度の大きな魅力である。ただし、US-REIT の組織規定、すなわち仕組上の要件については、IRC は各州の会社法またはビジネス・トラスト法などの組織法に委ねている<sup>598</sup>。つまり、これら州法は、US-REIT の仕組上の準拠法

---

る。つまり、会社型 REIT のガバナンスや取締役の信託義務など事項は、会社法の強行法規であることから、REIT の定款または附属定款による変更が許されないが、信託型 REIT の場合は、信託約款または附属定款をもって、REIT のガバナンスや受託者の信託義務などについて特別な規定を設けることができる。また、会社型 REIT の取締役は自然人でなければならないが、信託型 REIT の受託者は、自然人と法人両方が可能である。See James J. Hanks, Jr, *Maryland corporation law*, Wolters Kluwer, §§ 17.6-2, 17.16-1 (2014).

<sup>597</sup> それによって、以下では、「取締役」をいうときには、会社型の「取締役 (director)」と信託型の「受託者 (trustee)」の両方を指し、「定款」をいうときには、会社型の「会社定款 (charter of corporation)」と信託型の「信託約款 (declaration of trust)」の両方を指す。

<sup>598</sup> REIT の定義がある州組織法の例としては、(1) メリーランド REIT 法 101 条は、「不動産投資信託とは、本法に基づき設立され、その財産が持分所持人 (shareholder) の利益のために、取得、保有、管理、運営、支配、投資または処分される法人格なきビジネス・トラストまたは団体である。」See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 8-101(a)(c). (2) カリフォルニア会社法 2300 条は、「不動産投資信託とは、信託財産における受益権の譲渡性持分の所持人または所有者の利益を目的として、1 人以上の受託者またはその指図により、事業に従事しまたは経営されるために設立される、法人格なき団体または信託である。州法人委員会から、それを不動産投資信託として認める命令、許可または免許を取得しているもの、または 1954 年連邦内国歳入法に基づく不動産投資信託として、事業に従事することを目的として設立されているものをいう。」See Cal. Corp. Code § 23000. (3) テキサス REIT 法 2.10 条は、「不動産投資信託とは、本法 3.10 条に基づき 1 人以上の信託管理者 (trust managers) によって設立され、かつ本法に従い経営される法人格なき信託をいう。」See Tex. Civ. Code A. § 6138A. 2.10. (4) オレゴン信託及び慈善活動法 560 条は、「ビジネス・トラストとは、不動産投資信託を含むいずれかの団体であり、成文の信託契約書 (trust agreement) または信託約款 (declaration of trust) に基づき事業に従事し、あるいは事業を運営し、その下で、受益権が持分または持分の譲渡性証券に分割されるものをいう。」See Or Rev Stat § 128.560.

に該当する。

現在、上場 US-REIT の大半は、メリーランド・コーポレーション (Maryland Corporation) またはメリーランド REIT (Maryland REIT) の組織形態を採用しているため、US-REIT にとっては、その最も重要な準拠法はメリーランド会社及び団体法 (Maryland Code Corporations and Associations、以下「Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns」という) である。同法の第 1 章から第 7 章は、メリーランド会社法であり、第 12 章 (Title 12 - Statutory Trusts) は、メリーランド・スタチュートリ・トラスト法である<sup>599</sup>。ただし、後者は、信託型 REIT 以外のビジネス・トラストにしか適用しないことに注意しなければならない。メリーランド州は、信託型 REIT を規制するために、US-REIT 誕生直後の 1963 年に、メリーランド REIT 法 (同法の第 8 章 (Title 8-Real Estate Investment Trust)) を特別法として制定した<sup>600</sup>。メリーランド REIT 法とメ

---

<sup>599</sup> メリーランド・スタチュートリ・トラスト法は、デラウェア・スタチュートリ・トラスト法と比較すると、次のような 5 点で大きく異なる。(1) デラウェア法は、訴状の送達ほか、訴訟の際に必要な接触を確保するため、州内居住の最低 1 名の自然人もしくは州内に主たる営業所を有する法人等を受託者 (resident trustee、以下「州内居住受託者」という) として設置し、これを維持することを要求する。これに対して、メリーランド法は、州内居住受託者の設置を要しなく、代理人を州内に有し、かつこれを維持する (resident agent) のみで足る。(2) スタチュートリ・トラストの一般的な経営権限 (general power) については、メリーランド法は、信託証書等の記載有無にかかわらず、メリーランド会社法上の会社の一般的な経営権限に相当するものを広く列挙している。デラウェア法は、特に制限を加えていないが、かかる権限列挙の条項を設けていない。(3) 受託者の義務については、メリーランド法は、信託証書等による拡大または縮減を認めるが、誠実義務 (good faith) の排除を許さない。デラウェア法は、誠実義務及び公平義務 (fair dealing) に対する排除を許容しない。(4) 受託者の責任については、両州とも原則として信託証書等による免除を認めるが、その例外、すなわち免除できない責任の範囲について異なる基準を設置している。メリーランド法は、不正な利益を得た場合に、または積極的かつ故意の不誠実な (active and deliberate dishonesty) 判断によって重大な損失をもたらした場合に、受託者の責任免除を許容しない。これに対して、デラウェア法は、誠実義務及び公平義務の不誠実な違反 (a bad faith violation) に起因する責任を免除できないとする。(5) メリーランド法は、受益者による代表訴訟を認めないのに対して、デラウェア法はそれを許容している。See Jim Hanks, Michael Leber, Hirsh Ament, Dan Mendelsohn, *Maryland Statutory Trusts: Enhanced Flexibility and Advantages*, Venable LLP(2014.3).

<sup>600</sup> これに対して、デラウェア州法では、信託型 REIT に関する特別法が存在しておらず、すべて一般法であるデラウェア・スタチュートリ・トラスト法の規制に服する。信託型 REIT について一般法と特別法を区別して規制することは、メリーランド州の US-REIT 分野で優位性を確立した要因の 1 つではないかと考

リーランド会社法との関係としては、法律上の規定がないが、裁判所は、メリーランド REIT 法にも信託型 REIT の信託約款及び附属定款にも明確な規定がない場合、メリーランド会社法を準用して紛争を解決した例がある<sup>601</sup>。

この点において、US-REIT は、デラウェア会社法（Delaware General Corporation Law、以下「8 Del. Code Ann.」という）から一番大きな影響を受けているアメリカの上場会社と大きく異なる<sup>602</sup>。一方、上場 US-REIT の 6 割以上（約 64%）を占める UPREIT または DOWNREIT の仕組みにおける OP の半数以上は、デラウェア・リミテッド・パートナー法（Delaware Limited Partnership Law、以下「6 Del. Code Ann.」という）によって設立された。それに、デラウェア州の裁判所で確立した企業買収・再編に関する基準・法理は、他州の法的な理論・実務に与える影響が大きい。これらの事情を考えると、デラウェア州の法律も US-REIT の分野において重要な役割を果たしている。したがって、本章は、デラウェア州とメリーランド州の法律を中心に展開することとする。

これに対して、US-REIT の事業展開地といえ、決して一州、二州に集中しておらず、下表の示すとおり、全米の 33 州は上場 US-REIT の本社を抱え、非常に分散している。これは、地域を中心とする不動産事業の特徴の 1 つであるといえる。

表 19 上場 US-REIT の本社所在地の状況<sup>603</sup>

州	上場 US-REIT	州	上場 US-REIT
アラバマ州 (AL)	1 社	ミシシッピ州 (MS)	1 社
アリゾナ州 (AZ)	4 社	ネブラスカ州 (NE)	1 社

えられる。

<sup>601</sup> See *Stender v. Archstone-Smith Operating Trust*, No.07-02503, 2014 U.S. Dist. LEXIS 146242 (D. Colo. Oct. 14, 2014). メリーランド裁判所はメリーランド会社法に依拠して信託型 REIT の事項を取り扱う傾向がある。また、メリーランド REIT 法は、メリーランド会社法の条項を組み入れたものである。See also *First American v. Shivers*, 629 A.2d 1334 (Md. App. 1993).

<sup>602</sup> デラウェア会社法とメリーランド会社法の比較については、James J. Hanks, Jr, *Comparison of the Principal Provision of the Delaware and Maryland Corporations Statutes*, Venable LLP(2013)を参照。

<sup>603</sup> 2014 年 10 月時点の各上場 US-REIT の公開資料によってまとめたものである。

カリフォルニア州 (CA)	29 社	ノースカロライナ州 (NC)	4 社
コロラド州 (CO)	5 社	ノースダコタ州 (ND)	1 社
コネチカット州 (CT)	3 社	ニュージャージー州 (NJ)	7 社
ワシントン・コロンビア 特別区 (DC)	1 社	ニューヨーク州 (NY)	38 社
フロリダ州 (FL)	12 社	オハイオ州 (OH)	4 社
ジョージア州 (GA)	8 社	ペンシルベニア州 (PA)	9 社
イリノイ州 (IL)	10 社	テネシー州 (TN)	7 社
インディアナ州 (IN)	3 社	テキサス州 (TX)	13 社
カンザス州 (KS)	1 社	ユタ州 (UT)	1 社
マサチューセッツ州 (MA)	11 社	バージニア州 (VA)	7 社
メリーランド州 (MD)	15 社	アメリカ領ヴァージン 諸島 (VI)	1 社
ミシガン州 (MI)	4 社	ワシントン州 (WA)	3 社
ミネソタ州 (MN)	2 社	ウィスコンシン州 (WI)	1 社
ミズーリ州 (MO)	2 社	ブリティッシュコロン ビア州 (Vancouver, BC)	1 社
合計			210 社

### 3.2 US-REIT のスポンサー

US-REIT のスポンサーは、J-REIT と同じように金融系と不動産系に分けられるが、時期によって各系統におけるスポンサーの影響力が異なる。1960 年代後半に REIT がブームになった頃は多数の大手銀行が US-REIT を創設し、その運営方針を決定するグループ（アドバイザー）業務を開始した。しかし、このうち危険な貸付けに集中していた US-REIT の多くが失敗し、1985 年時点で、US-REIT を設立している銀行は 3 行だけとなった。以降、US-REIT を設立してアドバイザーの役割を果たしているのは、主として不動産会社（不動産投資の専門家）であるため、US-REIT 以外に特定のアドバイザーを全く持っていないものも多い。また、商業用不動産の経営について、1986 年税制改正前の US-REIT は、第三者と契約を締結し不動産の管理運用を外部に委託しなかった。このため、不動産オーナー

は、自らの経営権を放棄してまで US-REIT として公開することはなかった。

1986 年税制改正では、US-REIT が自己の不動産資産の開発と管理を行うこと（内部管理・運営の解禁）を認めた。それは株式公開による資金調達と併せて、US-REIT 経営のインセンティブとなった。この法改正は非公開の不動産会社に US-REIT として公開することへの興味を持たせ、その後の公開ブームにつながった。ゆえに、90 年代以後、US-REIT のスポンサーの主役は非公開不動産会社のオーナーである<sup>604</sup>。

### 3.3 内部運用・管理型の仕組みの採用理由

内部運用・管理が解禁された後、US-REIT は外部のサービス業者を置かなくても差し支えない。この点は、外部運用・管理型を採っている J-REIT との大きな違いである。例えば、非公開不動産会社のオーナー（スポンサー）は、US-REIT を創設した後、自ら US-REIT の運用・管理者となることができる。このような US-REIT は、普通の株式会社と同様に、US-REIT 株主の選出する取締役（director）等で構成される取締役会（board of directors）が、US-REIT の運用・管理における意思決定機関である。CEO<sup>605</sup>、CFO を筆頭とする経営者は取締役会の監督下で日常業務を任されている。こうしたトップ経営者の下部機構として、管理部門<sup>606</sup>、運営部門<sup>607</sup>、賃貸部門<sup>608</sup>、市場部門<sup>609</sup>がある<sup>610</sup>。

US-REIT において内部運用・管理が解禁されることとなった大きな理由は、次の以下の点にあると思われる。

第一に、1986 年税制改正までに、US-REIT の不動産は独立引受人（independent contractor）

---

<sup>604</sup> 不動産シンジケーション協議会・前掲注（67）76 頁。

<sup>605</sup> 取締役が CEO を兼任するが多い。

<sup>606</sup> 管理部門は財務、人事、経理、IT と IR の機能を担当する。

<sup>607</sup> 運営部門は、プロパティ・マネジメントや開発事業を含んでいる。

<sup>608</sup> 賃貸部門は、テナントの入替や賃料更改など内的な成長戦略に大きな役割を果たしている。

<sup>609</sup> 市場部門は、市場動向などのマーケティングを行い、その結果が新規物件の購入などの外的な成長戦略に大きな影響を及ぼすこととなる。US-REIT の成長戦略上、最も重要な部分は賃貸部門と市場部門である。

<sup>610</sup> 住信基礎研究所不動産投資調査グループ『不動産投資ファンドの分析と評価』（東洋経済新報社・2002 年）86 頁。



が管理・運営するのでなければ収入要件<sup>611</sup>において、不動産関連資産からの収入として適格所得とは認められず、導管性の喪失につながる可能性があった。しかし、これは、過剰な規制であり、他の不動産会社との競争上極めて不利であると立法者も認識するようになり、1986年法改正で、REITのパッシブな性格を維持しながらも不動産賃貸に関連するサービスのうち一定のサービスについては、独立引受人を通さずに直接自己の社員または適格REIT子会社<sup>612</sup>（qualified REIT subsidiary、以下「QRS」という）により行うことができることとした。

第二に、さらに重要なのは、第三者ではなくREIT自身が不動産を運用・管理できるようになり、これによって重大な利益相反事項とみなされていた要因が取り除かれ、REITとREIT運用者または管理者との間の利益相反の要素が解消したことである。

### 3.4 US-REITのガバナンス

US-REITは、多数あるいは不特定多数が出資しており、その株式は公開され譲渡可能なものであるから、少なくとも一般の上場会社と同程度のガバナンスを構築しなければならない。税制優遇を受けた金融商品としての側面からは、一般の上場会社以上の高度なガバナンスを構築しなければならない。また、このような高度なガバナンスは、投資者からも求められている。例えば、ニューヨーク証券取引所規則 312.03 条（c）項及びNASDAQ規則 5635 条は、最終的に議決権や発行済株式数の 20%を超える普通株式または種類株式の発

---

<sup>611</sup> 総収入の 75%以上が、株式・証券以外の不動産関連資産からの収入でなければならないこと。See IRC § 856(c)(3)。

<sup>612</sup> 同じ 1986 年法改正で、US-REIT は 100%子会社を通じて運用・管理をすることが認められた。それまでは、10%を超えて他の会社の株式を取得できないという資産要件が存在したため、US-REIT は完全子会社を持つことがほぼ不可能であった。以下のいくつかの要件を満たす場合に、適格 REIT 子会社の保有が認められるようになった。①適格 REIT 子会社が存在するすべての期間に、その 100%の株式が US-REIT に保有されること。②適格 REIT 子会社は課税 US-REIT から独立した法人とはみなされないこと。③資産要件や収入要件の判定上、税務上適格 REIT 子会社の資産、負債及び収入、費用等全て US-REIT 自体のものとして扱われること。See Garrigan & Parsons, *supra* note 528, at 37.

行や重要な利害関係者取引は株主総会の承認を要すると規定する<sup>613</sup>。

US-REIT のガバナンスについては、「ガバナンスの質」と「取締役会と経営者が効果的に株主と債権者利益のバランスをとることができる」の 2 項目で高く評価されている。US-REIT においては、もともと同族所有が際立っていた。創業者または創業者の子孫が US-REIT を支配して、それはいまだ継続している。取締役会の客観性（利害関係者取引や独断専行の抑止等）が確保できないのではないかと理由から、同族所有に対して強い懸念を表明する意見がある一方、創業家一族は、事業への関与が長く、長期的観点から意思決定をするので、US-REIT の継続性と安定性に貢献していると評価している。一方、ニューヨーク証券取引所は、適切なガバナンスを確保するために、上場規則 303A によって、一般不動産会社や US-REIT を含む上場会社の取締役会は過半数以上が独立取締役によって構成されなければならないと規定する。

なお、適切なガバナンスを前提として、取締役が株主に対する信託義務（fiduciary duty）のみによって経営判断を下したならば、ステーク・ホルダーの利益が毀損されるおそれがある。そこで、株主以外のステーク・ホルダーの利益に配慮する義務ないし努力義務を取締役に課す信託義務修正法<sup>614</sup>（Constituency Statute）を課している州が数多くある。このように、内部運用制度のガバナンスまたは信託義務においては、US-REIT が単なるヴィークルである外部運用制度において考慮する必要がなかったステーク・ホルダーへの配慮が必要となるのである<sup>615</sup>。

---

<sup>613</sup> See New York Stock Exchange Listed Company Manual §312.03 and NASDAQ Rule 5635.

<sup>614</sup> 信託義務修正法の詳細については、後掲注（474）と注（475）及びそれらに対応する本文と、後掲注（661）と注（662）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>615</sup> 石田・前掲注（73）71-73 頁。

#### 第四款 US-REIT の税制上の導管性要件

一般の不動産事業会社と比べると、US-REIT は、IRC 上の導管性を享受するためにいくつかの導管性要件を満たさなければならない。この導管性要件としては、組織、収入、資産の3つの継続的な「資格要件」と、配当金の損金算入（90%以上配当）という当該事業年度の課税所得を計算する際の単年度要件としての「配当要件」がある。組織、収入、資産の資格要件のいずれかが満たされない場合は、US-REIT 自体の資格剥奪となり、原則としてその後5年間はREIT 課税を選択できない。一方、配当要件が満たされない場合は、その事業年度（単年度）の配当金が損金算入できなくなるだけで、US-REIT の資格自体には影響を与えない<sup>616</sup>。

資格要件（組織、収入、資産）については、IRC 第 856 条「REIT の定義」において詳細な要件が定められており、配当要件については、IRC 第 857 条「REIT 及び株主に対する課税」において定められている。以下、それぞれ検討する。

##### 1 組織要件

第一の組織要件としては、US-REIT は、法人（corporation）、信託（trust）または団体（association）でなければならず<sup>617</sup>、かつ、一人以上の役員（director）または受託者（trustee）である専門家（以下「役員等」という）により運営されていることが必要である<sup>618</sup>。これは、US-REIT 自体が本来的に事業活動に対して決定権を有し、その意味で株主等に対する役員等の信認義務を明確にしている規定である。役員等は、その権限により US-REIT の経営や諸問題に対し必要なあらゆる行為を決定できる。US-REIT はテナントに対し直接サービスを提供することができるが、前述の独立引受人または QRS に委託して行う場合でも、賃貸条件の決定、賃貸人の選定、契約更新、修繕等の範囲内では、全て役員等に独自の決

---

<sup>616</sup> 不動産シンジケーション協議会・前掲注（540）73 頁。

<sup>617</sup> See IRC § 856(a).

<sup>618</sup> See IRC § 856(a)(1).

定権がある<sup>619</sup>。ただし、金融機関<sup>620</sup>もしくは保険会社が US-REIT になることはできない<sup>621</sup>。

第二、US-REIT の持分は、譲渡可能な株券または受益証券でなければならない<sup>622</sup>、かつ、100 人以上の者 (persons) により保有されなければならない (いわゆる「持分保有要件」)<sup>623</sup>。ここでの「者」とは、税法用語ではなく投資法における用語である「自然人または法人」をいう。「法人」には会社のほかパートナーシップ、社団、信託、ファンド、個人の集合体等が含まれ<sup>624</sup>、このため、年金や信託の場合はそれ自体が一人と数えられる。また、US-REIT の買収・再編の際に、特にこの持分保有要件に違反しないことに注意する必要がある<sup>625</sup>。なお、US-REIT の持分は単一持分である必要はなく、異なる種類の持分であってもかまわない。

第三、US-REIT は内国法人として課税されなければならない<sup>626</sup>。「内国法人として課税される」とは、アメリカの法律により設立されたもの (entity) であり、かつ法人として課税されることを指す。それで、外国の法人、あるいは entity として課税されないものは US-REIT になることができない。

第四、5 人以下の投資者 (individual shareholders) の直接又は間接の保有割合は発行済持分価値の 50% 以下でなければならない (いわゆる「非同族会社 (not closely held) 要件」、「5/50 ルール」)<sup>627</sup>。同族会社かどうかの判定の際には IRC 第 544 条 (a) 項 (1) 号の帰属ルール (attribution rule) が適用され、会社、パートナーシップ、信託等が保有する US-REIT の持

---

<sup>619</sup> 不動産シンジケート・前掲注 (540) 74 頁。

<sup>620</sup> この金融機関とは、銀行、貯蓄銀行等を指し、IRC で別途定められている。See IRC §582(c)(2) Financial Institutions.

<sup>621</sup> See IRC § 856(a)(4).

<sup>622</sup> See IRC § 856(a)(2).

<sup>623</sup> See IRC § 856(a)(5).

<sup>624</sup> See IRC § 7701(a)(1).

<sup>625</sup> その詳細は、後掲注 (793) から注 (796) 及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>626</sup> See IRC § 856(a)(3).

<sup>627</sup> See IRC §§ 856(a)(6), 542(a)(2).

分は、各々の持分に応じて株主、パートナー、受益者が所有しているものとみなされる。ゆえに、ここでの投資者は、年金や信託そのものとカウントする持分保有要件と異なり、その各々の株主等を 1 人と数える<sup>628</sup>。実務では、US-REIT は、このルールに違反することを予め防ぐために、附属定款<sup>629</sup> (bylaw) の中でより厳しい規定（いわゆる「所有制限条項」、ownership limitation provision）が定められる。例えば、1 人の投資者の保有株式の上限は 9.8% であることといった条項がよく見受けられる<sup>630</sup>。このような所有制限条項は、US-REIT の買収・再編に大きな影響を与え得るから、後に詳細に検討する<sup>631</sup>。

第五の組織要件としては、US-REIT は REIT 課税を選択することを要する<sup>632</sup>。REIT 課税を選択するには、REIT として課税された最初の事業年度において課税計算を行わなければならない。既存の一般事業会社は REIT 課税を選択する場合、その前年度までに過去の余剰金を全て配当しなければならない。また含み益がある場合は、選択前に認識するか又は選

---

<sup>628</sup> 不動産シンジケーション協議会・前掲注（540）75 頁。

<sup>629</sup> アメリカの会社定款は、基本定款と附属定款という二種類が分けられる。基本定款（certificate of incorporation）には、会社の名称・目的、発行する株式の種類及び総数等の基本事項が記載されるほか、州法に定められた事項を記載することができる。多くの州では、1980 年代の州法改正により、取締役の責任制限規定を基本定款に置けるようになった（8 Del. Code Ann. § 102(b)(7)）。基本定款の変更は、取締役会が提案し、議決権を有する株式の過半数による承認を受けなければならない（8 Del. Code Ann. § 242(b)(1)）。デラウェア州では、これが会社の基礎的な変更の承認の場合にも適用される特別多数決であり、定款でその決議条件を加重することはできるが、軽減することはできない（8 Del. Code Ann. § 102(b)）。基本定款の変更がある種類の株式に不利益を及ぼすときは、当該種類の株式の過半数による承認も必要となる（8 Del. Code Ann. § 242(a)(4)）。

附属定款 (bylaw) は、株主総会に関する事項、累積投票の採否、役員の職制、取締役会に関する事項等、会社内部の事項を定めるものであり、会社成立後に取締役会によって制定される。附属定款と基本定款の内容が矛盾する場合には、基本定款が優先する。附属定款は取締役会によって変更されるが、株主が提案して株主総会の決議によって変更することもでき、両者が衝突するときは、株主総会による変更が優先する（8 Del. Code Ann. § 242(b)(4)）。黒沼悦郎「アメリカにおける株主総会に関する規整：デラウェア州法を中心として」森本滋『比較会社法研究：21 世紀の会社法制を模索して』（商事法務・2003 年）110－111 頁。

<sup>630</sup> See Garrigan & Parsons, *supra* note 528, at 51.

<sup>631</sup> 後掲注（781）から注（792）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>632</sup> See IRC § 856(c)(1).

引後 10 年間に於いて売却することのどちらかを選ぶ必要がある。また、US-REIT はその事業年度を暦年以外に変更してはならない<sup>633</sup>。事業年度が暦年でない場合、REIT を選択できない。

なお、これらの組織要件をどの時点で、どの程度の期間を満たす必要があるかについては、持分保有要件は事業年度のうち最低 335 日、非同族会社要件は事業年度の下半期の期間、ほかの要件はその事業年度の全期間、各々要件を満たしている必要がある。ただし、持分保有要件と非同族会社要件については、REIT 選択の初年度は適用されない<sup>634</sup>。

## 2 収入要件

収入要件は「95%ルール」とも呼ばれる。すなわち、US-REIT の総収入 (gross income) については、その 95%以上を不動産関連資産から得なければならない。不動産関連資産は、配当金、利息、不動産賃料、株式・証券からの収入、不動産の売却等処分による収入、不動産に関する税の減額還付金、抵当流れ資産からの利益、不動産担保付債権の受取利息、不動産を購入または賃借する契約の締結に基づく受取額、REIT からの配当などを含む<sup>635</sup>。また、総収入の 75%以上が株式・証券以外の不動産関連資産からの収入でなければならない。いわゆる「75%収入要件」である<sup>636</sup>。

## 3 資産要件

US-REIT の資産価値については、その 75%以上が不動産関連資産、現金及び現金等価物 (受取債権を含む)、国債でなければならず<sup>637</sup>、かつ、これら以外の有価証券が総資産価値の 25%以下でなければならない<sup>638</sup>。これはいわゆる「75%資産要件」である<sup>639</sup>。US-REIT

---

<sup>633</sup> See IRC § 859.

<sup>634</sup> See IRC §§ 856(b), 542(a)(2).

<sup>635</sup> See IRC § 856(c)(2).

<sup>636</sup> なお、収入要件は事業年度内の収入を基準とする。See IRC § 856 (c) (3) .

<sup>637</sup> See IRC § 856(c)(4)(A).

<sup>638</sup> See IRC § 856(c)(4)(B)(i).

<sup>639</sup> なお、各四半期末の時点で、資産要件を満たしている必要がある。See IRC § 856 (c) (4) .

は、課税 REIT 子会社<sup>640</sup> (taxable REIT subsidiary、以下「TRS」という)の株式を保有する場合、1つ又は複数の TRS の価値が総資産価値の 25%以下を維持する必要がある<sup>641</sup>。

また、US-REIT は、その保有する 1 つの会社の株式価値が、TRS 及び不動産関連資産の有価証券(国債を含む)を除き、REIT の総資産価値の 5%を超えてはならず<sup>642</sup>、そして、1 つの会社の株式について 10%超(議決権と株式価値の両方を含む)保有してはならない<sup>643</sup>。

なお、US-REIT は 100%子会社を QRS として保有することができるが、QRS は、REIT から独立した法人とはみなされないとともに、収入要件や資産要件の判定上及び税務上において、QRS の資産、負債及び収入、費用等は全て REIT 自体のものとして扱われる。

また、収入要件及び資産要件に共通するものとして、新規資本調達資金からの一時的な投資所得は、資本調達後 1 年間は 75%収入要件の判定において適格所得とされ<sup>644</sup>、この資金で取得した株式等は、資本調達後 1 年間は 75%資産要件の判定において不動産関連資産とされる<sup>645</sup>、といった取り扱いもある。

#### 4 配当要件

US-REIT の配当金の損金算入要件については、次の算式によって説明する<sup>646</sup>。

支払配当 ≥ (REIT 課税所得 + 税引き後競売資産所得) × 90% − 超過非現金収益			
(1)	(2)	(3)	(4)

(1)「支払配当」は、税法上の用語として、REIT の金銭分配額のうちの配当の金額を意味する。

<sup>640</sup> US-REIT は、課税 REIT 子会社 (TRS) を通じて、自らの REIT 資格に影響を及ぼさず、一般的に禁止される不動産関連取引に従事できるようになった。ただし、課税 REIT 子会社からの収益は、すべて課税される。See Nilene Evans, *supra* note 552, at 8.

<sup>641</sup> See IRC § 856(c)(4)(B)(ii).

<sup>642</sup> See IRC § 856(c)(4)(B)(iii)(I).

<sup>643</sup> See IRC § 856(c)(4)(B)(iii)(II) (III).

<sup>644</sup> See IRC § 856(c)(3)(D)(I).

<sup>645</sup> See IRC § 856(c)(5)(B).

<sup>646</sup> See IRC § 857(a).

(2)「REIT 課税所得」は、配当金損金算入前の金額で、キャピタル・ゲインを除いて計算したものである。

(3)「競売資産」(foreclosure property)は、抵当権実行等の競売により所得した資産で、かつ REIT が「競売資産」として選択した資産である。「競売資産」からの所得は REIT 課税所得には含まれない。

(4)「超過非現金収益」とは、現金入金を伴わない収益のうち、一定の収益の合計金額(債務免除益、一定の資産交換益等)で課税所得の 5%を超える部分の金額である。

US-REIT の配当の支払い時期に関しては法律上の規制がない。ほとんどの US-REIT が四半期ベースで配当の支払いを行っているが、年又は半年に 1 回も可能である。

## 5 宥恕規定

前述のとおり、US-REIT は、配当要件が満たされない場合に、当該事業年度の支払配当の損金算入が認められないが、組織、収入、資産という資格要件が満たされない場合に、非適格 REIT として取り扱われ、その後 5 年間は適格 REIT としての資格を取得できなくなる。しかし、US-REIT は合理的な努力を払っているにもかかわらず、REIT の導管性が機能しなくなることを回避し、制度の安定性を確保するためには、IRC は、各資格要件について以下のような宥恕規定を設けている<sup>647</sup>。

(1) 組織要件については、5 人以下で発行済持分価値の 50%超を保有してはならないという非同族会社要件があるが、これに違反した場合でも、規則に従い US-REIT の実際の株主又は受益者に関する確認手続きをとり、かつ、非同族会社要件に違反していることが知られないか、または相当の注意を払っても知り得ないときは、違反とはしない<sup>648</sup>。

(2) 収入要件については、90%、75%のいずれか、または両者が満たされない場合、満たさないことに合理的な理由があり、かつ、所得項目の性格や金額を明示した(虚偽がな

---

<sup>647</sup> 不動産シンジケーション協議会・前掲注(540) 77 頁。

<sup>648</sup> See IRC § 856(k).



い) 別表を添付するときは、適格として取り扱われる<sup>649</sup>。なお、収入要件に満たさない金額に対しては 100%の税率により課税される。

(3) 資産要件については、違反しても一定の猶予期間(30日)内に是正すれば非適格としない旨の規定等がある<sup>650</sup>。

(4) いったん REIT の資格を取り消された場合でも、5年間を待たなくとも REIT の資格が付与される旨の規定が設けられる<sup>651</sup>。

---

<sup>649</sup> See IRC § 856(c)(6).

<sup>650</sup> See IRC § 856(c)(4)(7).

<sup>651</sup> See IRC § 856(g).

## 第二節 US-REIT の買収・再編の方法及び特殊性

本節は、US-REIT の買収・再編を実現するための方法及びその特殊性を概観する。US-REIT の買収・再編は、基本的には会社法上の規制に服するため、まず、第一款では、アメリカの一般事業会社の買収・再編に関する法規制及び実現方法の概要を説明する。その後、第二款では、US-REIT の仕組み上の特徴を考慮しながら、一般の REIT と UPREIT<sup>652</sup>を分けて、US-REIT の買収・再編を実現するための具体的な方法を検討する。また、US-REIT は、上述のとおり、一般事業会社と異なり、税法上多様な規制を課されているため、これらの規制が US-REIT の買収・再編にどのような影響を与えているのか考察する（第三款）。なお、外部運用・管理型の仕組みのみを採用している J-REIT と異なり、US-REIT は、外部運用・管理型と内部運用・管理型の仕組みについて選択自由である。そして、内部運用・管理型の仕組みは上場 US-REIT の主流（約 78%）であることに鑑みると、US-REIT の仕組み上の特殊性はそれほど顕著ではないといえる。

---

<sup>652</sup> UPREIT と DOWNREIT は非常に近い仕組みを採っているため、以下では、特に言及しない限り、「UPREIT」は、UPREIT と DOWNREIT の両方を指す。

## 第一款 アメリカの一般事業会社の買収・再編の法制度及び実現方法

### 1 アメリカの一般事業会社の買収・再編に関する現状及び法制度

一般事業会社の買収・再編の取引といえば、世界最大の規模を有するアメリカ市場は、いつも全世界の注目を集めている。もちろん、アメリカの一般事業会社の買収・再編は、常に成長しているわけではなく、基本的にアメリカの景気循環とともに周期的に変動している<sup>653</sup>。例えば、2004年から2007年の循環拡張の時期においては、アメリカのエネルギー、金融サービス及び医療関連産業をはじめとする、多くの分野で活発な一般事業会社の買収・再編の取引が行われ、その取引量は2007年にピークになった。これに対して、2007年から2011年の循環後退・収縮の時期においては、金融危機の影響の下で、企業の資金力及び金融機関の融資が減少し、景気の先行きが不透明な中で、企業側は買収・再編取引を控える傾向にあった。また、2012年から2014年までは、循環回復の時期にあるため、アメリカの一般事業会社の買収・再編の取引量は少しずつ回復しつつあり、その中にいくつかの大規模な買収・再編もある<sup>654</sup>。

アメリカの一般事業会社の買収・再編の場面を対象とした法制度の整備の中には、1) 州における反企業買収法 (State Anti-takeover Legislation) の設定のように、立法機関による法の制定を通じて行われたものと、2) 対象会社の取締役の信託義務 (fiduciary duty) に関する判断を通じて形成された規制のように、裁判所による判例法理の形成を通じて行われたものが存在する。そのうちの後者は、従来から盛んに議論され、多くの判例も蓄積されて統一的な判断基準の枠組みが形成されており、取締役の行為規制の問題として重点となってきた。後者についての考察は、本章各論の US-REIT の買収・再編における企業価値評

---

<sup>653</sup> See Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, *Takeover Law and Practice*, 2-3(2013).

<sup>654</sup> 例えば、2013年6月に、Berkshire Hathaway は投資ファンド 3G Capital の協力を得て、233 億ドル（一株 72.5 ドル）の価格で H.J. Heinz Company と現金合併を実現した。2013年10月に、Michael Dell（創業者）は投資会社 Silver Lake と一緒に、Dell Inc. に対して 249 億ドル（一株 13.88 ドル）の価格で LBO を行った。また、2013年12月に、American Airlines と US Airways は、110 億ドルの価格で合併し、世界最大の航空会社となった。

価の公正性問題の検討に委ねることとしたい<sup>655</sup>。ここでは、立法機関による法の制定を通じて行われたものについて、特に、州における反企業買収法の一般論に絞って考察する。

現在のアメリカ各州の反企業買収法は、第2世代の反企業買収法<sup>656</sup>と呼ばれ、公開買付け（public tender offer）後の吸収合併などに対する株主保護を主な目的として、会社法の観点から企業買収を規制するという特徴を持っている。支配株式取得法（Control Share Acquisition Acts）、事業結合制限法（Business Combination Statutes）、公正価格法（Fair Price

---

<sup>655</sup> 後掲注（1196）から注（1201）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>656</sup> 1982年の連邦最高裁判所によるMITE事件の判決（Edgar v. MITE Corp., 457 U.S. 624 (1982)）を分け目として、それ以後の反企業買収法は、第2世代と呼ばれ、それ以前の反企業買収法は、第1世代と呼ばれる。第1世代の反企業買収法は、1968年のバージニア州で初めて制定された。当該州の会社法によって設立された会社、または当該州に本店を設けた会社の株主を保護することは、その主たる目的である。当時のアメリカにおいて、委任状争奪戦に代わり、公開買付けが敵対的企業買収における主な手段として活用されるようになった。連邦レベルで公開買付けを規制するウィリアムズ法の成立を契機とし、州レベルにおいても、公開買付けを規制する州法の導入の動きが始まった。これらの州法は、公開買付けを規制するという点でウィリアムズ法に似ているものの、対象会社の取締役役に、敵対的公開買付けを阻止したり、妨害したりすることができるような裁量権が与えられたため、ウィリアムズ法よりも厳格な公開買付けの規制であるといえる。これは、当時の州法立法者が敵対的買収者が不当に有利な立場にあり、これに対処するために、対象会社の取締役役に広範な裁量権を与えるべきであると考えていたことに起因するものである。よって、企業買収を規制する州法は、反企業買収法と呼ばれるようになったのである。しかし、第1世代の反企業買収法は、州外会社への適用、事前届出・通知、行政機関の職権によるヒアリング、公平性に関する行政機関の決定権などの内容を含むから、ウィリアムズ法による規制を超えたものではないかと疑問視されており、立法当初から連邦憲法上の問題の余地があるという指摘があったことも事実である。

1982年、連邦最高裁判所は、MITE事件判決において、第1世代の反企業買収法の1つであるイリノイ州法がウィリアムズ法に抵触することを理由に違憲であるという判断を下した。具体的な理由は、次の3点が挙げられている。第一に、イリノイ州法の規定により、公開買付け者は、公開買付けの効力発生日の20営業日までに、州務長官（Secretary of State）及び対象会社に公開買付けの条件を通知することが要求される。当該通知期間は、ウィリアムズ法の規定を遥かに上回っているから、対象会社の経営者を不当に利するものである。第二に、イリノイ州法は、州務長官または対象会社の経営者によるヒアリングを認める。対象会社の経営者は、これを利用して、公開買付けを不当に遅延させることができる。第三に、ウィリアムズ法の趣旨は、株主が最善の決断を下すことができるように、株主に対して十分な時間及び情報を提供するという点にあるが、州務長官に対して公開買付けの公正さについての判断権を付与するということではない。それ以降、こうした違憲の問題を回避するために、第2世代の反企業買収法は誕生した。

Statutes)、信認義務修正法 (Constituency Statutes)、差別的行使条件許容法 (Poison Pill Endorsement Statutes)、反グリーンメール法 (Anti-Greenmail Statute)、売却益返還法 (Disgorgement Statute)、ティン・パラシュート法 (Tin Parachute Statute)、及び労働契約法 (Labor Contract Statute) などがこれに該当する。以下では、順次検討を行う<sup>657</sup>。

①支配株式取得法は、インディアナ州、オハイオ州など 27 州で導入されており、対象会社の一定割合以上の株式（支配株式）の取得自体、又は取得後の議決権行使について、非利害関係株主による過半数の承認を得なければならないと規定する。これにより、株主は、二段階買収の強圧性について保護を受けることができるとされる<sup>658</sup>。

②事業結合制限法は、対象会社の支配権を取得した買収者が、事前に対象会社の取締役会の承認を得ない限り、一定期間（典型的には 3 年から 5 年間）、対象会社との合併、対象会社の解散、資産の処分等の取引等を行うことを禁じており、デラウェア州、ニューヨーク州など 33 州が採用している。こうした規定により、二段階買収における第二段階の取引を一定期間制限するとともに、いわゆる解体型 LBO 等から株主の利益を保護することが可能とされた<sup>659</sup>。

③公正価格法は、メリーランド州など 27 州が採用している。すなわち、利害関係者との事業結合を遂行するためには、株主に対して公正価格が支払われるのでない限り、株主に

---

<sup>657</sup> 反企業買収法についての検討は、主に企業価値研究会「論点公開：公正な企業社会のルール形成に向けた提案」（2005 年 4 月 22 日）82 頁の表 3-3 を参照したものである。

<sup>658</sup> 例えば、オハイオ州においては、株式の 1/5、1/3、1/2 以上を所有する場合には、それぞれ、あらかじめ全株式及び利害関係のない株式の各過半数の承認を得ておくことが必要とされている。また、インディアナ州においては、1/5 を超える株式を取得した買収者は、買収から 50 日以内に対象会社の株主総会で利害関係のない株式の過半数が同意しない限り、取得した株式の議決権を行使できないこととされている。

<sup>659</sup> 例えば、ニューヨーク州においては、株式の 20% 以上を取得した者は、事前に取り締役会の承認がない限り、5 年間、対象会社と事業結合をなすことが許されていない。デラウェア州においては、同様に株式の 15% 以上を取得した者は、3 年間、対象会社と事業結合できない。なお、デラウェア州では、事業結合の制限について多くの例外が設けられている。例えば、株式取得前に事業結合又は株式取得について対象会社の取締役の承認を得ている場合、または株式の 85%（役員などの所有する株式を除く）を所有した場合などは、事業結合制限法の制限を受けない。

よる特別決議が必要であるとされる。ただし、非利害関係株主の大多数（典型的には 80%）が同意した場合には、適用されない場合が多い。公正価格法についても、二段階買収から株主を保護することが立法趣旨とされている<sup>660</sup>。

④信認義務修正法は、ペンシルバニア州など 33 州で導入されたものであり、取締役が買収提案に対応する際、株主の利益だけでなく従業員、供給業者、顧客及び地域社会などのステーク・ホルダーに与える影響を考慮に入れなければならないと定める<sup>661</sup>。また、いくつかの州では、取締役会は株主の利益を支配的又は優越的なものとして取り扱うべき義務を負っていない旨が明文で規定されている<sup>662</sup>。

⑤差別的行使条件許容法は、ニューヨーク州など 31 州で導入されており、敵対的買収のみにライツの発行を制限するような差別的な取り扱いを行うことを許容する仕組みを有する<sup>663</sup>。

⑥反グリーンメール法は、会社がグリーンメーラーの取得から一定期間経過していない自社株式を市場より高値で購入することを禁じており、ニューヨーク州など一部の州が採用している。

---

<sup>660</sup> 例えば、メリーランド州においては、会社が株式の 10% 以上を所有する株主などと事業結合を行うためには、株主総会の特別決議（株式の 80% 以上、かつ、非利害関係株式の 2/3 以上による決議）が必要である。ただし、利害関係のない取締役の承認がある場合や少数株主に公正な価格（第一段階の価格を下回らない価格）が支払われる場合には特別決議は必要ではない。

<sup>661</sup> デラウェア州のレブロン判決において、対象会社が売却に出された場合には、取締役は株主以外の者の利益を考慮することは許されない旨判示されたことを受けて、多くの州で制定されたと言われている。

<sup>662</sup> 例えば、ペンシルバニア州では、「取締役、取締役会の委員会及び個々の取締役は、会社のための最大の利益又は特定の行為がもたらす影響を検討する際に、会社の利益又は特定人の利益を支配的な利益又は要素とすることを要するものではない」と規定されている。

<sup>663</sup> 換言すれば、これは、ライツ・プランの適法性を裏付けることを目的とした仕組みである。特に判例上、差別的行使条件の適法性が否定された州（ニュージャージー州、ニューヨーク州など）では、このような立法がなされた例が多いが、デラウェア州など判例上ライツ・プランが認められている州においては立法されていない場合は多い。

⑦売却益返還法は、取得後一定期間内に株式を売却して得た利益を会社に返還させることを定めており、ペンシルバニア州など一部の州が採用している。

⑧労働者保護を目的とした州法としては、解体により解雇された従業員に対して補償<sup>664</sup>を義務付けるティン・パラシュート、労使交渉によって決定された労働契約の内容を買収後に終了または侵害してはならないとする労働契約法があり、ペンシルバニア州、マサチューセッツ州などが採用しているが、その数は少ない。また、信認義務修正法についても、解体型買収による従業員解雇などの可能性がある場合、適用される場合があるが、補償を定めるに至っていない。

## 2 アメリカの一般事業会社の買収・再編の実現方法

アメリカでは、一般事業会社の買収・再編を実現するための方法として、一般には、買収者による対象会社の株式の取得（stock acquisition）、買収者と対象会社との間の合併（merger）、資産の取得（asset acquisition）、及び株式交換（share exchange）といった4通りの方法を利用することが可能である。また、アメリカでは、日本の会社分割のような制度は会社法において特に用意されてはいない。そのため、会社分割と経済的に類似の行為をしようとする場合には、資産の取得に関する会社法上の手続きを主に遵守することになる<sup>665</sup>。以下では、この4つの方法について、内容を簡単に紹介する<sup>666</sup>。

(1) まず、株式の取得による買収の方法として、アメリカでは、買収者が対象会社の株主から直接に株式を取得することが広く利用されている。こうした買収者による対象会社の株主からの株式の取得には、公開買付けを通じて行われるものと、公開買付けによらずに株主との相対取引を通じて行われるものがある。アメリカの公開買付制度は、1968年

---

<sup>664</sup> 例えば、ペンシルバニア州の場合は、26週分の給与相当額を解雇された従業員に支払うとされる。

<sup>665</sup> 江頭憲治郎「会社分割」奥島孝康教授還暦記念論文集『比較会社法研究』（成文堂・1999年）185-191頁を参照。

<sup>666</sup> 白井・前掲注（25）174-178頁を参照。

ウィリアムズ法<sup>667</sup> (Williams Act of 1968、以下「ウィリアムズ法」という) の成立によって、1934 年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934、以下「証券取引所法」という) に導入されたものである。公開買付価格の均一性という点では、日本法の制度とほぼ同じである。すなわち、買収者が公開買付けの期間満了前にその条件を変更し、提示した対価を引き上げる場合には、当該条件変更前に対象証券を買い付けたかどうかに関わらず、すべての対象証券の保有者に対し、引き上げた対価を支払わなければならないとされる<sup>668</sup>。

ただし、アメリカでは、日本の金商法における強制公開買付規制のような制度は導入されていないため、買収者が、証券取引所の内外を問わず、対象会社の株主から直接に相対で大量の株式を取得することが可能であり、こうした点は、企業買収を実現するための方法に関する日米の相違点として留意する必要があるだろう。以上に対して、日本で広く行われている新株第三者割当てによる企業買収については、アメリカでは、証券取引所の上場規則に基づく発行株式数の制限が存在<sup>669</sup>するため、企業買収を実現する方法としてあまり一般的ではない。

(2) 次に、合併による再編の方法であるが、合併を行う場合には、対象会社においては、合併の対価などについて取締役会の同意を得た後で、株主総会において議決権を有する発行済株式の過半数<sup>670</sup>または 2/3 以上<sup>671</sup>の同意を得ることが必要となる。それで、アメリカの

---

<sup>667</sup> ウィリアムズ法は、株式公開買付けを規制するため、1968 年に制定された連邦法である。公開買付けに応募した株主が十分な検討をすることができるように、公開買付けをしようとする者に関係資料を SEC などに提出させること、公開買付期間を最低 20 日とすることなどが定められている。

<sup>668</sup> See Securities Exchange Act § 14(d)(7).

<sup>669</sup> 前掲注 (613) で述べたとおり、ニューヨーク証券取引所規則 312.03 (c) 及び NASDAQ 規則 5635 により、上場会社は、発行済株式の 20% 以上に相当する議決権を有する株式を発行する場合や、発行済株式総数の 20% 以上に相当する数の株式を発行する場合には、株主総会の決議が要求される。

<sup>670</sup> デラウェア会社法と模範事業会社法は、過半数の同意の基準を採っている。See 8 Del. Code Ann. § 251(c) and MBCA §§ 11.02, 11.03 (e) .

<sup>671</sup> メリーランド会社法は、2/3 以上の同意の基準を採用しているが、会社定款または信託約款において別途の規定がある場合は、この限りではない。ただし、当該規定の基準は、過半数以上でなければならない。後掲注 (672) の場合においても同様である。See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §§ 2-104(b)(5), 3-105(e),



合併による企業買収の場面でも、日本の場合と同じように、対象会社においては取締役会と株主の双方の同意を得る必要があり、二段階の判断枠組みが採用されていると評価できる。

(3) さらに、資産の取得による買収の方法として、アメリカでは、全部または実質的に全部の資産 (all or substantially all of its property and assets) を譲渡する場合には、譲渡会社の取締役会の同意のみならず、同社の株主の同意、すなわち、議決権を有する発行済株式の過半数<sup>672</sup>または 2/3 以上<sup>673</sup>の同意を得ることが必要となる。ここでいう「実質的に全部」の解釈は判例に委ねられているが、特別の事情がなければ、50%以下の資産譲渡が実質的に全部の譲渡と解されることはないと思われる<sup>674</sup>。だから、全部または実質的に全部の資産の譲渡を通じて友好的買収が実現される場合では、対象会社（譲渡会社）においては取締役会と株主の双方の同意を得ることが必要であり、二段階の判断枠組みが採用されていると評価できる。

(4) 最後に、1984 年の改正の模範事業会社法 (Model Business Corporation Act、以下「MBCA」という) を採用している州では、企業買収を実現するための方法として、株式交換の制度

---

8-202(c), 8-501.1(g).

<sup>672</sup> See 8 Del. Code Ann. § 271(a).

<sup>673</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §§ 2-104(b)(5), 3-105(e).

<sup>674</sup> 黒沼・前掲注 (629) 111 頁。伝統的には、デラウェア州の裁判所は、「実質的に全部」に該当する資産の譲渡の範囲を広く解してきた。例えば、デラウェア州衡平法裁判所は、1981 年の Katz 判決 (Katz v. Bregman, 431 A. 2d 1274(Del. Ch. 1981)) において、譲渡会社の約 51%の資産を構成し、その純売上約 45%を生み出していた子会社の譲渡は、デラウェア会社法 271 条の「実質的に全部」の資産の譲渡に該当すると判示した。また、デラウェア州最高裁判所も、1996 年の Thorpe 判決 (Thorpe v. CERBCO, Inc., 676 A. 2d 436(Del. 1996)) において、譲渡会社の 68%の資産を構成し、その売上げの多くを生み出していた子会社の譲渡は、「実質的に全部」の資産の譲渡に該当すると判示した。ただし、こうした株主の同意を要する資産の譲渡の範囲を広く解する裁判所の傾向は、近年になって大きく変化し始めていることもまた指摘することができる。例えば、デラウェア州衡平法裁判所は、2004 年の Hollinger 判決 (Hollinger v. Hollinger International, Inc., 858 A. 2d 342(Del. Ch. 2004)) において、譲渡会社の 56%から 57%の資産を構成する事業の売却は、「実質的に全部」の資産の譲渡に該当しないと判示した。

を利用することも可能である<sup>675</sup>。メリーランド州は模範事業会社法を採用しているため、メリーランド会社法は株式交換制度を設けている<sup>676</sup>。株式交換を行う場合についても、合併と同様に、対象会社においては、取締役会と株主とによる二段階の同意が必要である<sup>677</sup>。

---

<sup>675</sup> See MBCA § 11.02.

<sup>676</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 3-102(a)(7).

<sup>677</sup> See MBCA § 11.03 and Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 3-105(e).

## 第二款 US-REIT の買収・再編の方法及び特殊性

### 第一項 一般 REIT の買収・再編の方法<sup>678</sup>

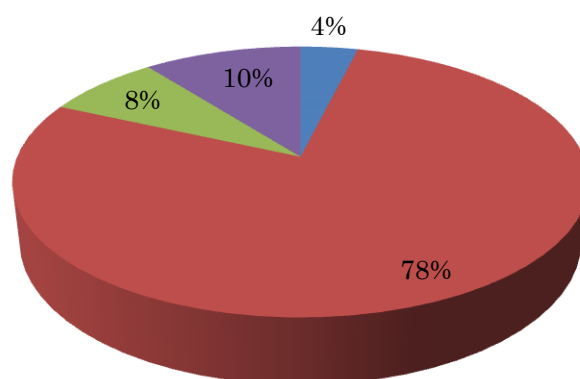
前述のとおり、アメリカでの一般事業会社の買収・再編の方法としては、①合併、②資産取得、③株式取得及び④株式交換といった 4 つの方法があるが、US-REIT の場合においては、その附属定款に後掲の所有制限条項と超過株式条項<sup>679</sup>が設けられていることが多いから、④株式交換という方法はあまり利用されていない<sup>680</sup>。以下では、合併、株式取得及び資産取得による方法を中心に議論を展開する。

表 20 上場 US-REIT の買収・再編の件数及び割合（2004～2014）

方法	一般の合併	三角合併	株式取得 (二段階買収を含む)	資産取得	合計
件数	4	81	8	11	104
割合	4%	78%	8%	10%	100%

図15 上場US-REITの買収・再編の割合

■一般の合併 ■三角合併 ■株式取得 ■資産取得



<sup>678</sup> 本項で検討する範囲は、一般 REIT 間の買収・再編のみならず、一般事業会社が一般 REIT に対して行う買収・再編も含む。

<sup>679</sup> 後掲注（781）から注（792）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>680</sup> See David M. Einhorn, *supra* note551, at 5-2. また、最近十年間（2004 年から 2014 年まで）における上場 US-REIT を対象とする買収・再編活動（合計 104 件）を考察すると、株式交換によって行われる事例は 1 件も存在していない。その詳細については、本稿の別紙 3「US-REIT の買収・再編活動（2004 年-2014 年）」を参照。

## 1 US-REIT の合併による方法

### 1.1 一般の合併 (long-form merger) による方法

US-REIT の合併による方法は、US-REIT の友好的買収において一番よく使われている。すなわち、2 つの US-REIT は、会社法等の規定及び事前に合意した合併計画に基づいて合併を行い、その結果、買収者が存続し、対象会社が消滅し (merger、吸収合併)、または新しい会社が設立され、買収者と対象会社が同時に消滅する (consolidation、新設合併) という方法である。US-REIT の合併は次のような効果を生じる。

(1) まず、対象会社の資産、責任、権利及び義務等のすべては買収者に承継されるため、いずれの当事者にとっても重大な影響を及ぼし得る。よって、US-REIT の合併は買収者と対象会社の両方の取締役会及び株主総会の同意<sup>681</sup>が必須である<sup>682</sup>。それに、US-REIT の資産もしくは支配権等の移動が発生する場合には、債権者、契約相手などのステークホルダーから承諾を受けたり、または期限利益が喪失したりする可能性があるため、ステークホルダーとの契約内容に沿っての事前協議も不可欠であろう。しかし、US-REIT の合併は、後掲の資産取得による方法と比べると、当事者は一人一人の債権者から承諾を受ける必要がないこと、また、不動産の譲渡税が発生しないことといったメリットがあるから、取引コストを大きく節約することができる。これに対して、買収者は、対象会社の資産、責任、権利及び義務等のすべてを包括的に承継するから、偶発債務等を知らないうちに負担する恐れもある。そこで、実務では、買収者は、このようなリスクを回避するために、いわゆる「三角合併 (triangular merger)」の方法を常に利用して、対象会社の責任を子会社の範囲

---

<sup>681</sup> 株主総会の同意基準について、州ごとにそれぞれであるが、その詳細は、前掲注 (670) と注 (671) を参照。

<sup>682</sup> ただし、子会社の株式を 90% 超過保有する親会社が子会社と合併する略式合併 (short-form mergers) の場合には、法定の条件が満たされるとき、株主総会の決議が不要である。See 8 Del. Code Ann. § 253 and Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 3-106. 株主総会の決議が不要であっても、各州の会社法では対象会社 (子会社) の株主に株式買取請求権が付与されている。

に限定しようとする<sup>683</sup>。

(2) 次に、対象会社の株主は、対象会社の株式を失う見返りに買収者の株式、現金、他社の株式もしくはその他の対価を受け取る。ただし、当該合併に反対した対象会社の株主は、会社に自らの株式の買取りを請求する権利が与えられている。株式買取請求権 (appraisal rights) の行使条件としては、細かい手続きに違いがあるが、日本の場合とほぼ同様である。例えば、デラウェア会社法において、反対株主は株式買取請求権を行使するために、株主総会の前に通知していること、株主総会で反対または棄権していること、合併の効力発生日まで株式を保有することが必要である<sup>684</sup>。また、メリーランド会社法は、反対株主は株式買取請求権を行使するために、書面的な反対意見を株主総会開催まで会社に提出すること、株主総会で賛成投票しないことが要求される<sup>685</sup>。

(3) 最近十年間 (2004 年から 2014 年まで) における上場 US-REIT を対象とする買収・再編活動 (合計 104 件) を考察すると、一般の合併の方法によって行われる事例は、下表の 4 件しかない。これら REIT 合併については、次のような特徴が存在する。(1) いずれも友好的買収である。(2) いずれも対等合併 (merger of equals) またはこれに近いものである。すなわち、買収者と対象会社は、もともと対等の実力・規模等を有しているから、合併後の新しい会社において、相当近くの議決権割合を占めている。このよう合併は、業務提携の意味を強く帯びており、通常、支配権の売却 (sale of control) を伴わないことから、合併対価には支配権プレミアム (control premium) が必ずしも存在しない。よって、対等合併における最も重要な交渉事項は、合併シナジーの識別、合併後の存続会社の選択、存続会社の名称、取締役会及び経営者のメンバー組成等といったものである。(3) 合併対価はいずれも現金ではなく、買収者または新設会社の株式である。買収者は、対象会社と対等の立場にあるから、現金交付合併をもって、対象会社の株主をキャッシュ・アウトすることは

---

<sup>683</sup> その詳細は、後掲の注 (686) 及びそれに対応する本文を参照。

<sup>684</sup> See 8 Del. Code Ann. §262(a).

<sup>685</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §3-203(a).

容易ではなく、そうする必要もないのである。

表 21 一般の合併による上場 US-REIT の買収・再編 (2004～2014)

年	買収者	対象会社	合併 種類	合併比率 (対象会 社 : 買収者)	株主総会の賛 成票 (発行済株式)	OP、合併後等の処理
2006	Lexington Corporate Properties (上場 REIT)	Newkirk Realty Trust, Inc.	吸収 合併	1 : 0.80	Lexington : 71.2% Newkirk : 91.1%	1. 合併完成後、Lexington は会社名を Lexington Realty Trust に変更した。新会社での議決権割合について、Lexington は 53.2%を、Newkirk は 46.8%を、それぞれ占めている。 2. Newkirk OP は 1 : 0.80 の比率でユニット分割を行い、その後、ホルダーに対して、ユニット償還の権利を付与する。償還価額は、Lexington の 1 株に相当する金銭である。合併完成後、Newkirk OP は Lexington Master LP に名義変更をした。また、Lexington の完全子会社 A は、その唯一の GP となり、Lexington の完全子会社 B は、その 50%の持分を持つ LP となった。
2011	AMB Property Corp. (上場 REIT)	ProLogis	吸収 合併	1 : 0.4464	AMB : 89.6% ProLogis : 87.4%	合併完成後、AMB は会社名を Prologis, Inc. に変更した。新会社での議決権割合について、AMB は 40%を、ProLogis は 60%を、それぞれ占めている。
2013	Cole Credit Property Trust II, Inc. (非公 開 REIT)	Spirit Realty Capital, Inc.	新設 合併	1 : 1.9048	Spirit : 82.5%	合併完成後、CCPT II は会社名を Spirit Realty Capital, Inc.に変更した。新会社での議決権割合について、CCPT II は 56%を、Spirit は 44%を、それぞれ占めている。
2013	Mid-Amer ica Apartment Communit ies, Inc. (上場 REIT)	Colonial Properties Trust	吸収 合併	1 : 0.36	MAA : 86.1% Colonial : 77%	MAA OP の完全子会社である Martha Merger Sub, LP は、Colonial OP に吸収合併された。OP 合併の比率は、会社合併と同じで、1 : 0.360 に設定される。すなわち、Colonial OP のホルダーは、その 1 持分につき MAA OP の 0.36 持分が交付される。

なお、一般の合併によるものは意外に少ないであるが、その理由は、アメリカ各州の会社法は三角合併を認めることが多いためと考えられる。一般の合併と比べると、買収者は、三角合併を利用することにより、対象会社から偶発債務等を知らないうちに負担することを防ぐため、対象会社の義務・責任を子会社の範囲に限定することができる。また、買収者自身は合併の当事者ではないため、合併による影響やコストを削減することもできる。したがって、買収・再編の方法としては、一般の合併より三角合併のほうが、アメリカの公開会社においては一般的に利用されるようになった<sup>686</sup>。

## 1.2 三角合併による方法

三角合併とは、買収者が完全子会社（完全孫会社も含む、以下は同じ）を使って、対象会社と完全子会社を合併させることをいう。三角合併は、上記の責任限定及びコスト削減といった利点があるほか、その当事者が完全子会社と対象会社であるため、完全子会社の取締役会及び株主（買収者）の同意と、対象会社の取締役会及び株主総会の同意が必要であるが、買収者の株主総会による同意が一般的に不要である。しかしながら、三角合併の対価が買収者の発行する株式である場合には、上場 US-REIT の買収者において前記の上場規則<sup>687</sup>に従って株主総会決議を経ることが要求される。すなわち、議決権や発行済株式数の 20%を超える株式を発行する場合は、買収者の株主総会の承認を要する。ただし、この場合であっても、買収者の株主に株式買取請求権は認められない。つまり、一般の合併より三角合併のほうは、買収者側の手続上の負担が軽減される効果がある。これも、三角合併が利用される原因となるように思われる。

三角合併には、正三角合併(forward triangular merger)と逆三角合併(reverse triangular merger)という 2 つの形式がある。正三角合併とは、完全子会社を存続会社とし、対象会社を消滅会社とする三角合併である。これは一般的な形式である。最近十年間の上場 US-REIT を対

---

<sup>686</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 2-5.

<sup>687</sup> See New York Stock Exchange Listed Company Manual §312.03 and NASDAQ Rule 5635.

象とする買収・再編のうちに、正三角合併の方法を採用したのは、65 件あり、最も多い。

表 22 正三角合併による上場 US-REIT の買収・再編 (2004～2014)

年	買収者	子会社	対象会社	合併比率・ 合併対価 (米ドル)
2004	Transwestern Investment Company, LLC (非公開不動産会社)	Aslan Realty Partners II, LP	Great Lakes REIT	1 株\$15.65
2005	Camden Property Trust (上場 REIT)	Camden Summit, Inc.	Summit Property Group	1 : 0.6687 または 1 株 \$31.20
2005	Colonial Properties Trust (上場 REIT)	CLNL Acquisition Sub, LLC	Cornerstone Realty Income Trust	1 : 0.2581 (普通株) 1 : 0.4194 (E 種類株)
2005	Centro Properties Limited (オーストラリア上場 REIT)	Centro Watt America REIT III LLC	Kramont Realty Trust	1 株\$23.50
2005	ProLogis (上場 REIT)	Palmtree Acquisition Corporation	Catellus Development Corporation	1 : 0.822(65%) または 1 株\$33.81 (35%)
2005	DRA Advisors LLC (投資顧問会社)	DRA CRT Acquisition Corp.	CRT Properties, Inc.	1 株\$27.80
2005	ING Clarion Partners (私募ジョイント・ベンチャー)	Bulldog Properties Trust	Gables Residential Trust	1 株\$43.50
2005	Flag Fund V LLC (投資顧問会社)	CA Acquisition REIT	Capital Automotive REIT	1 株\$38.75
2006	Brandywine Realty Trust (上場 REIT)	Brandywine Cognac I, LLC	Prentiss Properties Trust	1 : 0.690 + 1 株\$21.50
2006	Prime Property Fund, LLC (投資顧問会社)	Atom Acquisition, LLC	AMLI Residential Properties Trust	1 株\$37.75
2006	Magazine Acquisition LP (私募不動産ジョイント・ベンチャー)	Magazine Acquisition, LLC	The Town and Country Trust	1 株\$40.20
2006	Kimco Realty Corporation (上場 REIT)	SI 1339, Inc.	Atlantic Realty Trust	1 : 0.5680



2006	Host Marriott Corporation (上場 REIT)	Horizon Supernova Merger Sub, LLC	Starwood Hotels and Resorts	1:0.6122+1 株\$0.503
2006	GE Capital Corporation (公 開金融サービス会社)	Atlas Merger Sub, Inc.	Arden Realty Trust	1 株\$45.25
2006	Blackstone Group (投資フ ァンド運用会社)	Alcor Acquisition, LLC	MeriStar Hospitality Corporation	1 株\$10.45
2006	LBA Realty LLC (非公開不 動産会社)	LBA Realty Fund II - WBP I, LLC	Bedford Property Investors	1 株\$27.00
2006	Blackstone Group (投資フ ァンド運用会社)	Nantucket Acquisition Inc,	CarrAmerica Realty Corp	1 株\$44.75
2006	Public Storage, Inc. (上場 REIT)	ASKL Sub, LLC,	Shurgard Storage Centers Inc.	1 : 0.82
2006	Accredited Home Lenders Holding Co (モーゲージサ ービス会社)	AHL Acquisition, LLC	Aames Investment Corporation	1 : 0.0700 (68%) + 1 株\$5.35(32%)
2006	Brookfield Properties Corp. (不動産運営会社)	3147013 Nova Scotia Company	Trizec Canada, Inc.	1 株\$30.9809
2006	Grace Holdings LLC (不動 産運営会社)	Grace Acquisition Corporation	Trizec Properties, Inc.	1 株\$29.0209
2006	Health Care Property Investors (上場 REIT)	Ocean Acquisition 1, Inc.	CNL Retirement Properties	1 : 0.0865 + 1 株 \$11.1293
2006	Centro Properties Group (オ ーストラリア上場 REIT)	Centro Saturn MergerSub LLC	Heritage Property Investment Trust	1 株\$36.675
2006	Kimco Realty Corporation (上場 REIT)	KRC Acquisition, Inc	Pan Pacific Retail Properties	1 : 0.239555 + 1 株\$60
2006	Revenue Properties Company Limited (カナダ REIT)	Revenue Properties (Sizeler) Inc.	Sizeler Property Investors, Inc	1 株\$15.10
2006	Morgan Stanley Real Estate (投資銀行)	Gridiron Acquisition LLC Brokerage Firm	Glenborough Realty Trust, Inc.	1 株\$26.00
2006	Health Care REIT (上場 REIT)	Heat Merger Sub, LLC,	Windrose Medical Properties Trust	1:0.4509+1 株\$18.06
2006	SL Green Realty Corp (上場	Wyoming	Reckson	1 : 0.10387 + 1 株

	REIT)	Acquisition Corp.	Associates Realty	\$31.68
2006	Babcock & Brown Real Estate Investments (投資顧問会社)	Babcock & Brown Bravo Acquisition, LLC	BNP Residential Properties Inc.	1 株\$24.00
2006	Geo Group (刑務所運営会社)	GEO Acquisition II, Inc.	CentraCore Properties Trust	1 株\$32.58
2006	Crown Castle International Corp. (上場インフラ会社)	CCGS Holdings LLC	Global Signal Inc	1 : 1.61 + 1 株\$55.95
2006	Developers Diversified Realty Corp. (上場 REIT)	DDR IRR Acquisition LLC	Inland Retail Real Estate Trust, Inc.	1 : 0.021569 + 1 株\$12.50
2006	Record Realty Trust (オーストラリア上場 REIT)	Record Realty (US) LLC	Government Properties Trust	1 株\$10.75
2006	General Electric Capital Corporation (融資会社)	TSY-FF Acquisition Company, Inc.	Trustreet Properties, Inc.	1 株\$17.05
2006	JPMorgan Asset Management's Special Situation Property Fund (年金信託)	SSPF/CET OP Holding Company, LLC	Columbia Equity Trust	1 株\$19.00
2006	National HealthCare Corp. (保健医療施設運営会社)	Davis Acquisition Sub, LLC	National Health Realty	1 : 1 + 1 株\$9.00
2007	Blackstone Real Estate Partners (非公開投資会社)	Blackhawk Acquisition Trust	Equity Office Properties Trust	1 株\$55.50
2007	Inland American Real Estate Trust Inc. (資産運用会社)	Inland American Acquisition (Winston), LLC	Winston Hotels, Inc.	1 株\$15.00 (普通株) 1 株\$25.44 (B 種類株)
2007	Apollo Investment Corporation (クローズドエンド型投資会社)	Grand Prix Acquisition Trust	Innkeepers USA Trust	1 株\$17.75
2007	JER Partners Acquisitions IV, LLC (非公開投資会社)	Blackjack Merger Corporation	Highland Hospitality Corporation	1 株\$19.50 (普通株) 1 株\$25.00 (A 種類株)
2007	AP AIMCAP Holdings LLC (投資会社)	AP AIMCAP Corp.	Eagle Hospitality Properties Trust	1 株\$13.35 (普通株) 1 : 1 (種類株 : 子会社種類株)

2007	Morgan Stanley Real Estate (投資銀行)	Moon Acquisition, LLC	Crescent Real Estate Equity	1 株\$22.80
2007	Tishman Speyer Real Estate Venture VII, L.P. and Lehman Brothers Holdings, Inc. (投資銀行)	River Holding, LP	Archstone-Smith Trust	1 株\$60.75
2007	Whitehall Street Global Real Estate LP 2007 (投資 ジョイント・ベンチャー)	Grace Acquisition I, Inc.	Equity Inns, Inc.	1 株\$23.00
2007	Sentinel Omaha LLC (投資 顧問会社)	Sentinel White Plains LLC	America First Apartment Investors	1 株\$25.30
2007	Liberty Property Trust (上場 REIT)	Liberty Acquisition LLC	Republic Property Trust	1 株\$14.70
2007	Gramercy Capital Corp (上 場 REIT)	GKK Stars Acquisition Corp.	American Financial Realty Trust	1:0.12096+1 株\$5.50
2008	American Campus Communities (上場 REIT)	American Campus Acquisition, LLC	GMH Communities Trust	1:0.07642+1 株\$3.36
2011	Ventas, Inc. (上場 REIT)	Needles Acquisition, LLC	Nationwide Health Properties	1 : 0.7866
2011	Ventas, Inc. (上場 REIT)	TH Merger Company, LLC	Cogdell Spencer	1 株\$4.25 (普通株) 1 株\$25.00 (種類株)
2012	Realty Income Corp. (上場 REIT)	Tau Acquisition, LLC	American Realty Capital Trust, Inc.	1 : 0.2874+1 株\$0.35
2012	American Realty Capital Properties, Inc. (上場 REIT)	Tiger Acquisition, LLC	American Realty Capital Trust III	1 : 0.95(70%)または 1 株\$12(30%)
2013	Brookfield Office Properties, Inc. (不動産運 営会社)	Brookfield DTLA Fund Office Trust Inc.	MPG Office Trust, Inc.	1 株\$3.15 (普通株) 1 株\$25.00 (種類株)
2013	American Realty Capital Properties, Inc. (上場 REIT)	Safari Acquisition, LLC	CapLease, Inc.	1 株\$8.50 (普通株) 1 株\$25.00 (種類株)
2013	American Realty Capital Properties, Inc. (上場 REIT)	Thunder Acquisition, LLC	American Realty Capital Trust IV,	1 : 0.5190 (普通株) + 1 : 0.5937 (F 種類)

			Inc.	株) + 1 株\$9.00
2013	W. P. Carey, Inc. (上場 REIT)	WPC REIT Merger Sub Inc.	Corporate Property Associates 16	1 : 0.1830
2013	American Realty Capital Properties, Inc. (上場 REIT)	Clark Acquisition, LLC	Cole Real Estate Investments, Inc.	1 : 1.0929(98%) + 1 株 \$13.82(2%)
2013	Essex Property Trust, Inc. (上場 REIT)	BEX Portfolio, Inc	BRE Properties, Inc.	1 : 0.2971 + 1 株 \$12.33
2014	Ventas, Inc. (上場 REIT)	Stripe Sub, LLC	American Realty Capital Healthcare Trust, Inc.	1 : 0.1688 または 1 株 \$11.33
2014	EDENS, Inc. (非公開不動産会社)	Saturn Subsidiary, LLC	AmREIT, Inc.	1 株 \$26.55
2014	NorthStar Realty Finance Corp. (上場 REIT)	NRF Healthcare Subsidiary, LLC	Griffin-American Healthcare REIT II, Inc.	1 株 \$11.50 (\$7.75 の現金 + \$3.75 の株式)
2014	Select Income REIT (上場 REIT)	SC Merger Sub, LLC	Cole Corporate Income Trust, Inc.	1 : 0.36 または 1 株 \$10.50
2014	Washington Prime Group Inc. (上場 REIT)	WPG Subsidiary Holdings I, LLC	Glimcher Realty Trust	1 : 0.1989 + \$10.40
2014	Omega Healthcare Investors, Inc. (上場 REIT)	OHI Healthcare Properties Holdco, Inc.	Aviv REIT, Inc.	1 : 0.9
2014	Griffin Capital Essential Asset REIT, Inc. (上場 REIT)	Griffin SAS, LLC	Signature Office REIT, Inc.	1 : 2.04

正三角合併による上場 US-REIT 買収・再編の特徴としては、主に (1) いずれも友好的買収であること、(2) 現金交付合併が多いという 2 点がある。(1) 友好的買収の点について、買収者は、税制上の導管性要件及び US-REIT 附属定款の反企業買収条項<sup>688</sup> (anti-takeover

<sup>688</sup> US-REIT の反企業買収条項の例としては、①ライツ・プラン (rights plan)、期差任期制 (staggered board) などの買収防衛策、及び②US-REIT で一般的に採用される所有制限条項と超過株式条項などが考えられる。これら条項の詳細については以下の敵対的買収の部分で検討する。

protections) による制限を受けなければならないため、敵対的買収を実現するのは簡単でない。実務では、プレミアムを含む敵対的な買収提案をしたとしても、その後、友好的な対抗者が現れ、結局、敵対的買収が失敗に終わった例もある<sup>689</sup>。(2) 合併対価の点について、まず、正三角合併の対価は、現金、あるいは現金と株式との組み合わせがほとんどである。株式のみを対価としたのは 4 件しかない。よって、買収者は、正三角合併を利用して、対象会社の支配権を取得するとともに、株主をキャッシュ・アウトする傾向があるといえる。また、対象会社の支配権を取得するためには、買収者は、一定のプレミアムを支払う必要がある。そうしないと株主総会の承認を得られないのであろう。それに、株式を対価とする場合においても、対象会社の株主に交付されるのは、子会社または他社の株式ではなく、買収者（親会社）の株式である<sup>690</sup>。これは、三角合併の当然の要求である。

これに対して、対象会社を存続会社とし、完全子会社を消滅会社とする三角合併は、逆三角合併と呼ばれる。逆三角合併の特徴といえば、基本的に正三角合併と同じであるが、違う点としては、逆三角合併を採用する目的、すなわち、対象会社が保有する許認可や取引先との契約関係の承継等について問題が発生することを回避するためになされる点にあると思われる。特に、買収者側が 2 つ以上の当事者である場合には、例えば、投資顧問会社と投資銀行が手を組んで上場 REIT に対して買収・再編を行う場合には、対象会社の既存の仕組みや契約関係などを従来のとおり維持するインセンティブが強いと考えられるた

---

<sup>689</sup> 例えば、2005 年 12 月 19 日に、①Morgan Stanley をはじめとする三社は The Town and Country Trust（上場 REIT、以下「TCT」）と 1 株\$33.90 の三角合併合意を達成したが、2006 年 1 月 30 に、②上場 REIT の Essex Property Trust をはじめとする三社は、TCT に対して 1 株\$36.00 米ドルの敵対的買収を提案した。また、2006 年 2 月 2 日に、③投資顧問会社 Berkshire Property Advisors は、TCT に対して 1 株\$37.00 米ドルの敵対的買収を提案した。その後、これら買収者は、価格競争入札を 4 回まで行った。結果として、友好的な Morgan Stanley をはじめとする三社は、1 株\$40.20 米ドルの価格で勝ち取った。当該取引は、2006 年 3 月 31 日に完了した。

<sup>690</sup> 唯一の例外としては、2007 年の Eagle Hospitality Properties Trust 事例である。本件において、買収者 AP AIMCAP Holdings, LLC は、Eagle Hospitality Properties Trust の種類株主に対して、子会社 AP AIMCAP Corp. の種類株を 1 : 1 の比率で交付した。

め、逆三角合併を利用する傾向が見られる。ただし、対象会社は合併後に存続していても、買収者の完全子会社になったため、証券取引所での上場をもちや維持できなくなる。なお、最近十年間の逆三角合併による上場 US-REIT の買収・再編は以下の 16 件である。

表 23 逆三角合併による上場 US-REIT の買収・再編 (2004～2014)

年	買収者	子会社	対象会社	合併比率・ 合併対価 (米ドル)
2004	Ventas, Inc. (上場 REIT)	Ventas Sub, LLC	ElderTrust	1 株\$12.50
2004	ProLogis Six Rivers, LP (上場 REIT と投資顧問会社のジョイント・ベンチャー)	Six Rivers REIT Merger Sub, LLC	Keystone Property Trust	1 株\$23.80
2004	Simon Property Group, Inc. (上場 REIT)	Simon Acquisition I, LLC	Chelsea Property Group, Inc.	1 : 0.2936 (普通株) + 1 : 1 (I 種類株) + 1 株\$36.00
2004	General Growth Properties, Inc. (上場 REIT)	Red Acquisition, LLC	The Rouse Company	1 株\$67.50
2004	PL Retail, LLC (上場 REIT と投資顧問会社のジョイント・ベンチャー)	PL Acquisition Corp.	Price Legacy Corporation	1 株\$19.097
2005	Lightstone Group (非公開不動産会社)	Prime Office Merger Sub, LLC	Prime Group Realty Trust	1 株\$7.25
2006	CDP Capital-Financing Inc. (投資顧問会社と年金ファンドのジョイント・ベンチャー)	Cadim W.F. Corp.	Criimi Mae Inc.	1 株\$20.00
2006	CalEast Industrial Investors, LLC (不動産運営会社)	Solstice Merger Trust	CenterPoint Properties Trust	1 株\$50
2006	Braveheart Investors LP (年金ファンドによるジョイント・ベンチャー)	Braveheart II Realty (Ohio) Corp.	Boykin Lodging Company	1 株\$11.00
2006	Morgan Stanley Mortgage Capital (投資銀行)	Angle Merger Sub Corp.	Saxon Capital	1 株\$14.10
2006	Hospitality Properties Trust (上場 REIT)	HPT TA Merger Sub, Inc.	TravelCenters of America Inc.	1 株\$31.75

2007	Brookfield Asset Management Inc.(資産運用会社)	Horizon Acquisition Corp.	Longview Fibre	1 株\$24.75
2007	Credit-Based Asset Servicing and Securitization LLC (モーゲージサービス会社)	Rock Acquisition Corp.	Fieldstone Investment Corp.	1 株\$5.53
2007	Redford Holdco, LLC (投資顧問会社と投資銀行のジョイント・ベンチャー)	Redford Merger, Corp.	Spirit Finance Corporation	1 株\$14.50
2007	MS Resort Holding LLC (投資銀行によるジョイント・ベンチャー)	MS Resort Acquisition LLC	CNL Hotels & Resorts, Inc	1 株\$20.50
2010	Brookfield Asset Management Inc.(資産運用会社)	B Acquisition Sub, Inc	Crystal River Capital, Inc.	1 株\$0.60

## 2 US-REIT の株式取得による方法

### 2.1 公開買付けと相対取引

US-REIT の株式取得による方法とは、買収者は US-REIT（対象会社）の株主から、その有する US-REIT の株式を直接に買い取ることをいう。買収者による株式取得には、公開買付けを通じて行われるものと、公開買付けによらない株主との相対取引を通じて行われるものがある。いずれの手法によっても、株式取得の取引相手は、対象会社ではなく、その個々の株主である。それゆえ、対象会社の取締役会による承認が不要であり、株主の株式買取請求権が認められていない。この 2 点は、合併による場合と異なる点であり、株式取得による方法のメリットであるといえる。

しかし、株式取得の結果から見れば、対象会社は、その支配権が移転し、買収者の子会社になるため、合併と同じような程度の影響を受けるといえる。ゆえに、前述の反企業買収法<sup>691</sup>が実施されている州において、あるいは、附属定款で反企業買収条項が導入されて

<sup>691</sup> 例えば、反企業買収法の 1 つである事業結合制限法は、対象会社の支配権を取得した買収者が、事前に

いる US-REIT において、対象会社の取締役会の承認を得ることは、買収者が対象会社の株式を大量に取得するための前提条件である。現実には、買収防衛策及び所有制限条項等が普及している今日の US-REIT において、買収者が対象会社の株主から直接に株式を取得する場合であっても、買収を実現するためには、買収者は、原則として、対象会社の株主の同意のみならず、同社の取締役会の同意についても得ることが必要である。

また、対象会社の株主が少人数の場合は、各株主と株式売買契約を締結することで、株式を取得することができるが、対象会社が上場 US-REIT の場合は、その株主が多数であり、各株主と株式売買契約を締結することが困難である<sup>692</sup>。また、公開買付けの手法によっても、個々の株主からすべての株式を取得することは容易でない。この場合、買収者は、対象会社の発行済株式の過半数を取得したとしても、支配株主として少数株主に対して信託義務 (fiduciary duty) を負わなければならない<sup>693</sup>ため、第二段階の買収・再編を通じて、少数株主の締め出しを行い、完全子会社化の実現を図ることが一般的である。いわゆる二段階買収である。二段階買収の方法としては、第一段階で対象会社の普通株式の最低でも過半数を公開買付けで取得し、公開買付けが成立すれば、第二段階において公開買付価格と同額で合併をするのが通常である。また、第一段階で対象会社の発行済株式の 90%を超える株式を取得した場合、買収者は、第二段階でその少数株主の同意を取得する必要がなく、

---

対象会社の取締役会の承認を得ない限り、一定期間（典型的には 3 年から 5 年間）対象会社との合併、対象会社の解散、資産の処分等の取引が行うことを禁じている。

<sup>692</sup> 2004 年から 2014 年までの上場 US-REIT を対象とする買収・再編（合計 104 件）を考察してみると、相対取引によるものは 1 件もない。US-REIT の相対取引の実例としては、2006 年の Archstone-Smith（当時の上場 US-REIT）は、Deutsche WohnAnlage GmbH（ドイツの不動産会社）に対して行われたものである。当該取引総額は 7.80 億米ドルであり、そのうちの現金は 2.71 億米ドル、債務承継額は 5.09 億米ドルである。買収実現後、Archstone-Smith は、Deutsche WohnAnlage GmbH の 94%の発行済株式を取得し、その 94%の債務を引き受けた。

<sup>693</sup> アメリカの判例法理は、日本法と異なり、支配株主の少数株主に対する信託義務を認める。See e.g. Sinclair Oil Corp. v. Levien 280 A.2d 717 (Del. 1971); Singer v. Magnavox Corp., 380 A.2d 969, 975 (Del. 1977); Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., 535 A.2d 1334, 1344 (Del. 1987); Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc. 638 A.2d 1110, 1113 (Del. 1994).



略式合併（short-form merger）を通じて、対象会社を完全子会社化することができる。略式合併は、親会社（買収者）の取締役会の決議とその登録だけで行うことができ、子会社（対象会社）の取締役会決議や株主総会決議は不要である。

しかし、公開買付けにおいては、発行済株式の 90%を超える株式を取得できなければ略式合併ができないため、長期化してしまうおそれがあり、また、最高価格ルール<sup>694</sup> (best-price rule) によって公開買付けの費用がかさむことも考えられる。このような懸念事項があるため、アメリカ全体の企業買収・再編のうち公開買付けが占める割合は 2 割に満たないと言われているが、最近、最高価格ルールが一部見直されたことに加えて、以下に述べるトップアップ・オプション（top-up option）というテクニックが利用されるようになったこともあって、以前に比べれば公開買付けが利用されているケースが増えてきていると言われている。最近十年間に公開買付けによって行われた上場 US-REIT を対象とする買収・再編は、合わせて 8 件がある。そのうちの 7 件は、公開買付完成後に三角合併が伴う二段階買収である。残りの 1 件は、新株発行と自己公開買付けがセットで行われたものである。

表 24 公開買付け等による上場 US-REIT の買収・再編（2004～2014）

年	買収者	子会社	対象会社	第一段階	第二段階
2005	iStar Financial, Inc (上場 REIT)	Flash Acquisition Company, LLC	Falcon Financial Investment Trust	公開買付け (1 株\$7.50、97.7%)	逆三角略式合併 (1 株\$7.50)
2007	Simon Property Group (上場 REIT) Farallon Capital Management (投資顧問会社)	SPG-FCM Ventures, LLC	Mills Corporation	公開買付け (1 株\$25.25、96.8%)	正三角略式合併 (1 株\$25.25)

<sup>694</sup> 最高価格ルール及びその法改正の詳細は、後掲注（738）から注（746）及びそれらに対応する本文を参照。

2007	Centro Properties Group (オーストラリア上場 REIT)	Super MergerSub, Inc	New Plan Excel Realty Trust, Inc	1.公開買付け (1 株 \$33.15、88%) 2.トップアップ・オプションによる新株発行 (1 株 \$33.15、2%+1 株)	正三角略式合併 (1 株\$33.15)
2008	Hypo Real Estate Bank AG (投資銀行)	Hypo Real Estate Capital, Corp.	Quadra Realty Trust	公開買付け (1 株\$10.6506、96.8%)	逆三角略式合併 (1 株\$10.6506)
2008	Green Courte Partners, LLC (非公開投資会社)	GCP Sunshine Acquisition, Inc.	American Land Lease	公開買付け (1 株\$14.20、85.5%)	逆三角合併 (1 株\$14.20)
2010	Tiptree Financial Partners, LP	Real Estate Advisory Firm	Care Investment Trust, Inc.	新株発行 (1 株\$9.00、92.2%、6,185,050 株)	自己公開買付け (1 株\$9.00、97.4%、19,740,000 株)
2013	Annaly Capital Management, Inc. (上場 REIT)	CXS Acquisition, Corp	CreXus Investment Corp.	公開買付け (1 株\$13.05206、84.5%)	逆三角合併 (1 株\$13.05206)
2014	American Realty Capital Properties, Inc. (上場 REIT)	Desert Acquisition, Inc.	Cole Credit Property Trust, Inc. (非上場の公開 REIT)	1.公開買付け (1 株 \$7.25、77%) 2.トップアップ・オプションによる新株発行 (1 株 \$7.25、13%+1 株)	正三角略式合併 (1 株\$7.25)

## 2.2 トップアップ・オプション (top-up option)

### 2.2.1 トップアップ・オプションの定義及び機能

トップアップ・オプションとは、公開買付けによって発行済株式の 90%を超える株式を取得できなかった場合に、対象会社から買付者に対して新株を発行して 90%超過保有という条件を実現させるスキームである。トップアップ・オプションは、ストック・オプションの 1 つであり、二段階買収を容易にするために、あらかじめ買収者に与えられる。例えば、公開買付けを通じて 88%の株式を取得した場合には、買収者はトップアップ・オプションを行使することにより、90.1%まで持分を増やすことができるような新株発行を受けて、90%超過保有という条件を満たすことができる。90%超過保有という条件は、略式合併を行

うために必要なものである。ということは、買収者は、たとえ公開買付けでちょうど過半数の株式しか取らなかった場合であっても、トップアップ・オプションを行使し、合計で90%超過の株式を取得することで、略式合併を実行することができる<sup>695</sup>。

もちろん、このトップアップ・オプションに関する条項は、買収者が対象会社の取締役会社と事前に協議しなければ締結できないことから、その利用は友好的買収の場面に限られる。近年の一般事業会社の二段階買収において、トップアップ・オプションが用いられる場合がほとんどである<sup>696</sup>。ただし、トップアップ・オプションは、まだ US-REIT の二段階買収の実務に浸透していない。表 24 で示したように、上場 REIT を対象とする場面において、トップアップ・オプションが利用されたのは、2007 年の New Plan Excel Realty Trust 事件 1 件しかない<sup>697</sup>。また、2008 の American Land Lease 事件及び 2013 年の CreXus Investment 事件において、買収者は、第一段階の公開買付けで 90%超過の株式を取得しない場合に、対象会社の株主総会の承認を得たうえで、第二段階の三角合併を実現した。

確かに、トップアップ・オプションは、二段階買収を容易にする効果があるが、無制限に使われるわけではないことに注意しなければならない。まず、トップアップ・オプションによる新株発行は、無制限ではなく、通常、対象会社の金庫株と授權資本のうち未発行分の株式を上限としなければならない。また、上場 US-REIT の場合では、発行済株式数の

---

<sup>695</sup> 例えば、公開買付けで取得できた株式が 50.1%にすぎない場合であっても、トップアップ・オプションを行使することにより、発行済株式総数の 4 倍の株式を買収者に発行すれば、買収者の持分割合は 90%超過となり、略式合併を行うことが可能となる。

<sup>696</sup> また、トップアップ・オプションが用いられた公開買付けは、およそ、2011 年は 92%、2012 年は 97.9%である。See Wachtell, *supra* note 653, at 115. <http://www.wlrk.com/files/2013/TakeoverLawAndPractice.pdf>

<sup>697</sup> 非上場 REIT を対象とする場面にも、もう 1 件ある。それは、2014 年に American Realty Capital Properties（上場 REIT）が完全子会社 Desert Acquisition を通じて Cole Credit Property Trust（非上場 REIT）に対して行った二段階買収である。American Realty Capital Properties は、公開買付けで Cole Credit Property Trust の発行済株式の 77%しか取得しなかったが、トップアップ・オプションを行使することにより、その持分を 90%超過の（90%より 1 株多い）レベルまで増やした。その後、正三角合併かつ略式合併の方法で Cole Credit Property Trust の完全子会社化を実現した。本件において、公開買付価格、トップアップ・オプションの行使価格及び略式合併の対価は、いずれも 1 株\$7.25 米ドルである。

20%を超える株式発行が株主総会の承認を経なければならないという規制<sup>698</sup>に注意を要する。つまり、トップアップ・オプションは、もともと対象会社の株主総会決議を省略し、取引のクロージングを速くすることを目的とするが、発行済株式数の 20%を超える株式が発行されると、株主総会決議は回避できなくなるということである。

### 2.2.2 トップアップ・オプションの適法性の審査焦点

さらに、もとより既存株主の持株比率が過度に希釈化される新株発行については、取締役の信託義務違反となる可能性があるため、大量の新株を発行して略式合併に持ち込んで少数株主を排除する場合には、少数株主から提訴されるリスクが少なくないと予想される。アメリカの裁判所は、常にトップアップ・オプション条項に対して厳格な審査を実施する。審査の焦点は、①トップアップ・オプションは少数株主の議決権を奪うおそれがあるものであるかどうか（合理性）、②新株発行の対価として買収者が支払う約束手形（promissory notes）は十分なものであるかどうか（十分性）、及び③トップアップ・オプションの行使は株主の株式買取請求権に悪影響が生じるかどうか、の 3 点に当てられる。具体的には、以下のとおりである<sup>699</sup>。

①まず、トップアップ・オプションは、理論的には過半数の株式の公開買付けへの応募がなくとも、買収者が行使できるものである。極端な例を挙げて言うならば、買収者は、公開買付けにおいて 1 株でも取得すれば、トップアップ・オプションを行使することが可能である。そのため、トップアップ・オプションには、大量の新株を発行して略式合併に持ち込むと、合併における少数株主の議決権が実際に奪われるという危険を潜んでいる。

②次に、買収者がトップアップ・オプションを行使すると、会社に対して払込みをしなければならないが、その価格は公開買付価格と同額に設定されるのが通常である。一見すると、買収者にとってはかなりコストのかかる手法であるようにも見えるが、トップアッ

---

<sup>698</sup> See New York Stock Exchange Listed Company Manual §312.03 and NASDAQ Rule 5635.

<sup>699</sup> 飯田秀総「トップ・アップ・オプションを用いた二段階買収の差止めが否定された事例」近藤光男＝志谷匡史編『新・アメリカ商事判例研究（第2巻）』（商事法務・2012年）114-119頁を参照。

プ・オプションの対価は、現金ではなく、約束手形を用いることができる。そうすると、買収者は、いったんは約束手形を発行しても、買収が完了して 100%の株式を取得し、さらに対象会社と合併をすれば、約束手形の債務者と債権者が同一の法人格に帰属することになり、その約束手形上の債務は混同により消滅する。そのため、買収者は、この約束手形のスキームを使えば、実際に現金を用意する必要はないということになる。

③は、いわゆる「株式買取請求権の希釈化」(appraisal dilution)の問題である。すなわち、トップアップ・オプションが行使されて新株株式が発行されると、既存の株式は希釈化されてしまい、それに、出資されるのは価値に疑いのある約束手形であり、公正な価格を下回る対価で株式が発行されると、対象会社の資産が評価される際に、新株発行以前の評価よりも低くなってしまい、1株当たりの株式の価値も下がってしまうという問題である。

### 2.2.3 トップアップ・オプションの適法性の検討

トップアップ・オプションの適法性について争われた裁判例は、(1) Cogent, Inc.事件<sup>700</sup>及び(2) Olson v. Ev3, Inc.事件<sup>701</sup>に関するデラウェア州衡平法裁判所の2件がある。以下では、以上の3点に沿いながら、この2つのデラウェア州衡平法裁判所の判断について考察する。そのうえで、US-REITの特徴に合わせて、トップアップ・オプションを利用する際の注意点を検討する。

(1) Cogent, Inc.事件は、レブロン基準<sup>702</sup> (revlon standard) の違反が主張された事案において、トップアップ・オプションを用いた二段階買収の予備的差止命令 (preliminary injunction)

---

<sup>700</sup> In re Cogent, Inc. Shareholder Litigation, 7 A.3d 487 (Del. Ch.Oct. 5, 2010).

<sup>701</sup> Olson v. EV3, Inc., No. 5583-VCL (Del. Ch.Feb. 21, 2011).

<sup>702</sup> デラウェア州では、1986年のレブロン判決及び同判決の基準を引き継いだその後の判決によって、会社の売却または会社支配権の移転を発動要件として、レブロン基準と呼ばれる審査基準が適用される可能性があることが判例法理として確立している。簡単にいえば、レブロン基準が適用される場合には、対象会社の取締役は、株主にとって合理的に入手可能な最善の取引を実現するために、十分に情報を得て合理的に行動することが要求される。See Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

が認められるかどうか問題となり、差止めが否定された事例である。トップアップ・オプションを用いた二段階買収の差止めについて裁判所が判断したのは本件が初めてである。その判断は、以下のとおりである。

①トップアップ・オプションの合理性について、買収者（3M Company、以下「Y 社」という）は、本件公開買付けについて、発行済株式の過半数が応募すること（最小応募条件）を含む多くの条件を設定した。Y 社は、これら条件を撤回する権利を明示的に留保しているが、最小応募条件については対象会社（Cogent, Inc.、以下「T 社」という）の同意なくして撤回することはできない。また、トップアップ・オプションの行使時期について、本件合併合意書に基づき、最小応募条件が満たされ、本件公開買付けが成立した場合には、買収者は、90%超過までの株式を取得しなくとも、一般の合併を行うか、それともトップアップ・オプションを行使するうえで略式合併を行うかを、必ず選択しなければならない。そのため、少数株主が不安定な状態に陥いることはないはずである。さらに、Y 社が略式合併の90%超過保有条件を満たすためには、少数株主が保有している株式の過半数を取得しなければならないという事実<sup>703</sup>は、トップアップ・オプションが合理的であろうという結論を支えている。したがって、トップアップ・オプションのせいで少数株主の議決権が奪われる結果になるということとはあり得ないと結論付ける。

---

<sup>703</sup> 本件において、T 社の発行済株式総数は 9000 万株であり、Y 社がトップアップ・オプションをすべて行使して取得できる株式の数は 1 億 3900 万株（すべての T 社金庫株と授權資本のうち未発行分の株式からなる）であり、この場合、発行済株式総数は 2 億 2900 万株となる。その 90%を取得するためには、2 億 600 万株を取得しなければならない。T 社の取締役会長 Z が保有している 3500 万株は、Y 社と締結した議決権行使合意と応募合意に基づき本件公開買付けに応募しなければならないため、残りの 5500 万株は少数株主が保有しているものである。Y 社がトップアップ・オプションによって 1 億 3900 万株を取得し、Z が 3500 万株を応募すると、Y 社は 1 億 7400 万株を取得する。2 億 600 万株に到達するためには、さらに、3200 万株の取得が必要である。これは、少数株主が保有している 5500 万株の約 59%に該当する。ゆえに、本件は、このように、少数株主の保有する株式の約 59%が応募しなければ、Y 社はトップアップ・オプションをすべて行使したとしても略式合併を行うことはできず、通常の合併手続を行わなければならないという事案なのである。See Cogent, 7 A.3d 487 at 28-30, n.60.

②次に、トップアップ・オプションの対価の十分性について、裁判所は、デラウェア会社法 157 条が株式発行の対価の十分性の判断は取締役会に委ねていること、及び約束手形が発行される時点では債務は有効に存在していることを理由に、原告の無効の主張を退けた。同法 157 条は、株式発行の対価の十分性に関しての判断は、詐欺がない (absent fraud) 限りは、取締役の判断に委ねている<sup>704</sup>。本件では詐欺の主張はないので、T 社の取締役会が対価等の内容を含む合併合意書を締結したということだけで十分である。また、合併合意書は、Y 社及びその子会社<sup>705</sup>に対しての遡求義務 (recourse obligation) を定めている。さらに、確かにこの義務は二段階買収が完了すれば無効になりそうであるが、約束手形が発行される時点での会社の法人格を適切に尊重すれば、法的には、Y 社とその子会社が T 社に対して負う強制可能な義務である<sup>706</sup>。

③最後に、株式買取請求権の希釈化の問題について、裁判所は、合併合意書においてすでに対応されていると判断した。すなわち、株式買取請求権の株式の価額評価に際しては、トップアップ・オプションについて考慮することなく評価をしなければならないと定められていたからである。株式買取請求権の評価が行われる条件について合併当事者が決めることを、デラウェア会社法 262 条が認めているかどうかという論点についての最終的な判断はなされていないが、それが許容され得るだろうという衡平法裁判所の徴候がある<sup>707</sup>。これらの判例によると、反対株主に対して利益を与え、かつ条文の目的と不整合でない限り、株式の価額評価が行われる条件について合併当事者が指定することができる。本件合併合意書は、「株式買取請求権を行使した株式の公正な価格は、トップアップ・オプション

---

<sup>704</sup> See 8 Del. Code Ann. § 157(b).

<sup>705</sup> もっぱら T 社に対して買収・再編を行うことを目的として設立された完全子会社であり、会社名称は「Ventura Acquisition Corp.」である。

<sup>706</sup> See Cogent, 7 A.3d 487 at 30-31.

<sup>707</sup> See In re ICX Tech, Inc. Shareholder Litigation, No. 5769-VCL, D.I. 24, Tr. at. 6-8 (citing Gholl v. eMachines, 2004 WL 2847865 (Del. Ch. Nov. 24, 2004) and In re Sunbelt Beverage Corp. Shareholders Litigation, 2010 WL 26539 (Del. Ch. Jan. 5, 2010)).

または約束手形について考慮することなく、262 条に従って決定されなければならない」と規定する以上、株式買取請求権の希釈化の問題は発生しないのである<sup>708</sup>。

以上のデラウェア州衡平法裁判所の判断は妥当であると思われるが、各焦点についての認定はいささか形式的な議論で割り切っているともいえる。例えば、②において、確かに、株式発行の対価が現金であるか手形であるかはデラウェア州において違いがないため、約束手形が発行される時点での会社の法人格を尊重することは重要である。しかし、「取締役会が対価等の内容を合併合意書を締結したということだけで十分である」という判断について疑問である。すなわち、デラウェア会社法 157 条の株式発行の対価の十分性をクリアするためには、対価としての約束手形は、一定以上の内容を具備しなければならず、かつ会社内部で何らかの手続きを経なければならないと考えられるべきである。また、③において、株式買取請求権の希釈化の問題は、当事者間の決定によって回避することができるが、もともとトップアップ・オプションは株式買取請求権に実際に影響をもたらすかどうかは不明である。これら点については、次に述べる *Olson v. Ev3, Inc.* 事件において明確にされた。

(2) *Olson v. Ev3, Inc.* 事件において、買収者 (Covidien Group S.a.r.l.、以下「Y1 社」という) は対象会社 (Ev3, Inc.、以下「T1 社」という) に対して二段階買収を発動した後、Y1 社の株主 (Joanne Olson、以下「X1」という) は、2010 年 6 月 18 日に、トップアップ・オプションが適法ではないことを理由<sup>709</sup>に、当該二段階買収の予備的差止命令を申し立てた。しかし、*Cogent, Inc.* 事件と異なり、本件の当事者は係属中に訴訟上の和解が成立したので、デラウェア州衡平法裁判所は二段階買収の差止めを認めるかどうかについて判示していな

---

<sup>708</sup> See *Cogent*, 7 A.3d 487 at 33-34.

<sup>709</sup> 原告の主な提訴理由は、1) トップアップ・オプションはデラウェア会社法 152 条、153 条及び 157 条に違反するものであること、2) トップアップ・オプションの行使は、株式買取請求権の希釈化の問題をもたらすおそれがあるため、T1 社の株主に強圧性を与えるものであること、及び 3) T1 社の取締役が買収者側にトップアップ・オプションを付与した行為は、その信認義務 (fiduciary duty) に違反するものであること、といった 3 点である。See *Olson*, No. 5583-VCL at 11.



い。また、Y1 社と X1 社は、和解契約に基づき、本件の合併合意書におけるトップアップ・オプションの部分について補正を加えた。具体的には、以下の 4 点である。第一は、トップアップ・オプションの対価としての約束手形の具体的な内容と、トップアップ・オプションを行使して交付される株式の額面価格 (par value) などの規定を新設することである。第二は、T1 社の取締役会は、トップアップ・オプションの内容と仕組みを徹底的に審査するうえで、決議をもって合併合意書の修正案を承認することである。第三は、株式買取請求権の株式の価額評価に際しては、トップアップ・オプション及びその対価について考慮しないことである。第四は、修正後のトップアップ・オプションの内容と仕組みを株主等に開示することである<sup>710</sup>。

修正完成後、第一段階の公開買付けは 2010 年 7 月 12 日に終了した。Y1 社の完全子会社 (COV Delaware Corporation、以下「Y2 社」という) は、本件公開買付け (1 株 22.50 米ドル) を通じて T1 社の発行済株式の 87.68% を取得し、またトップアップ・オプションを行使することにより、その持分を 90% 超過まで増やした。その後、Y1 社は、略式合併を利用して、Y2 社と T1 社との合併を実現し、本件二段階買収を済ませた。しかし、本件の和解契約を締結した時に、原告 (X1) と被告 (Y1 社と T1 社など) は、弁護士費用の負担についての意見が一致していない。原告は、110 万米ドルを主張するが、被告は 52.5 万米ドルしか認めない。それで、裁判所は、和解契約による合併合意書の修正案が被告にもたらした利益を考慮しながら、原告の 110 万米ドルの主張を全面支持した。その理由は、以下のとおりである。

まずは、前記②の焦点についての検討である。デラウェア会社法 157 条の株式発行の対価の充分性要件をクリアするためには、トップアップ・オプションの対価としての約束手形は、一定以上の内容を具備しなければならず (内容充実性の要件)、かつ対象会社の取

---

<sup>710</sup> See Olson, No. 5583-VCL at 13.

締役会の決議をもって承認しなければならない（社内手続の要件）<sup>711</sup>。さもなければ、当該約束手形は、単なる形式的なものに過ぎず、株式発行の対価として不十分であるし、対象会社の法人格の尊重にも不備があるといわざるを得ない。具体的な内容としては、例えば、a) 約束手形の償還義務の有無及び条件、b) 約束手形の利子の有無及び額、c) 約束手形の担保の有無及び額、d) 約束手形の流通性または譲渡可能性の有無及び条件などが挙げられる。修正前の合併合意書は、約束手形の具体的な内容を規定していなかった<sup>712</sup>が、和解契約による合併合意書の修正案は、これら内容を新設した。これは、株式発行の対価の内容充実性という要件を満たすためである。また、手続上の要求について、これら内容を含む合併合意書の修正案は、改めて取締役会の審査と決議を通して承認される必要がある。これは、株式発行に関する会社内部の手続要件を満たすためである。さらに、修正前の合併合意書は、トップアップ・オプションを行使して交付される株式の額面価格を規定していなかったが、和解契約による合併合意書の修正案は、額面価格の規定を新設し<sup>713</sup>、トップアップ・オプションの対価について当該額面価格と同額の現金でなければならないこと<sup>714</sup>を定める。これは同法 157 条 (d) 項に違反するリスクを回避するためである。したがって、和解契約による合併合意書の修正案は、本件合併合意書の欠陥を補正し、将来起こり得る

---

<sup>711</sup> See 8 Del. Code Ann. § 157(b). ただし、会社定款により、株式発行は株主総会の承認が要る場合には、株主総会の承認を経なければならない。

<sup>712</sup> 修正前の合併合意書 1.4(b)は、約束手形の具体的な内容について、将来において、対象会社 T1 社の利益に合致する合理的な範囲で、Y1 社または Y2 社の規定によると定めた。

<sup>713</sup> 同法 157 条 (d) 項により、額面価格の規定がある場合に、トップアップ・オプションの対価はこの額面価格以上のものでなければならず、具体的な金額は取締役会の随時決定により確定しなければならない。ただし、本件合併合意書が締結された際に、約束手形の具体的な内容は不明であるし、額面価格も確定されていないため、T1 の取締役会は、対価金額を決定することが不可能である。したがって、当該額面価格の規定を新設することは、トップアップ・オプションの対価を確定するために重要である。See 8 Del. Code Ann. §§ 153, 157(d).

<sup>714</sup> もちろん、約束手形で支払うことが可能である。「同額の現金」を要求するのは、トップアップ・オプションの対価の金額を確定するためである。すなわち、T1 の取締役会は当該内容を含む合併合意書の修正案を承認した場合は、対価金額が取締役会の随時決定により確定されたこととみなされる。

法的リスクを未然に予防することができ、被告側の利益になるものであるといえる<sup>715</sup>。

次は、前記③の焦点についての検討である。和解契約による合併合意書の修正案は、株式買取請求権の評価の際に、トップアップ・オプション及びその対価からの影響を排除した。裁判所は、この点の認定にとどまらず、株式買取請求権に関する会社法の文言、トップアップ・オプションの対価、及び株式買取請求権の行使手続という 3 つの方面から、株式買取請求権の希釈化という問題の存在を否定した。

第一に、株式買取請求権に関するデラウェア会社法 262 条 (h) 項は、「裁判所は、株式の公正な価格を算定するに際して、吸収合併もしくは新設合併の遂行または期待に起因する価値のいかなる要素を除外すべきである」と定めている<sup>716</sup>。このような規定に基づき、裁判所は、買収者が現金交付合併を行うために負担した債務を、公正な価格の算定から除外したことがある<sup>717</sup>。また、独占的な営業権 (business concessions) についても、その効力発生が合併の完成を条件とするため、公正な価格の算定から除外したのは妥当であると評価された<sup>718</sup>。そうすると、合併の完成を加速させるトップアップ・オプション及びその対価は、「合併の遂行または期待に起因する価値のいかなる要素」の 1 つとして、当然に除外されるべきものであると考えられる<sup>719</sup>。

第二に、株式買取請求権の希釈化という問題は、一見すると合理的であるように見えるが、その基本的な前提は、対象会社の株式の公正な価格が新株発行 (トップアップ・オプション) の対価より高いという仮説である<sup>720</sup>。しかし、対象会社の株式の公正な価格を上

---

<sup>715</sup> See Olson, No. 5583-VCL at 17-18.

<sup>716</sup> 英語の原文は「...the Court shall determine the fair value of the shares exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger or consolidation, ...」である。同項全文の和訳は、北沢正啓＝浜田道代『デラウェア会社法』(商事法務研究会・1988 年) 129-130 頁を参照。

<sup>717</sup> See Cede & Co. v. JRC Acquisiton Corp., 2004 WL 286963, at \*7 & n.71 (Del. Ch. Feb. 10, 2004).

<sup>718</sup> See Allenson v. Midway Airlines Corp., 789 A.2d 572, 582 (Del. Ch. Jul. 6, 2001).

<sup>719</sup> See Olson, No. 5583-VCL at 27-28.

<sup>720</sup> すなわち、公正な価格を下回る対価で株式が発行されると、対象会社の資産が評価される際に、新株発行以前の評価よりも低くなってしまい、1 株当たりの株式の価値も下がってしまうということである。

回る対価で株式が発行されると、理論的には、対象会社の資産が評価される際に、新株発行以前の評価よりも高くなってしまい、1株当たりの株式の価値も上がってしまうということになる。アメリカの企業買収の実務では、トップアップ・オプションによる新株発行の対価は、第二段階の合併対価（第一段階の公開買付価格も）と同額に設定されるのが通常である<sup>721</sup>。それに、合併対価は、合併後のシナジーと支配プレミアムなどを考慮したうえで決定されるものであるため、一般的に対象会社の株式の公正な価格より高くなるのである<sup>722</sup>。そうすると、このようなトップアップ・オプションによる新株発行は、株式買取請求権の希釈化をもたらすどころか、むしろ株式買取請求権の濃縮化（appraisal accretion）という結果になってしまうように思われる<sup>723</sup>。

第三に、仮に株式買取請求権の希釈化の問題が存在したとしても、かつ、株式買取価格算定の際に、トップアップ・オプション及びその対価が排除されなくても、反対株主は、株式買取請求権の行使手続に基づいて行動すると、害されるおそれが乏しい。株式買取請求権の行使手続において、反対株主は、一般の合併について議決権を行使する前に、または、会社が略式合併の完成を公告した日より20日以内に、会社に対し株式買取を請求しなければならない<sup>724</sup>。また、会社に株式買取を請求した後、反対株主には、合併の効力発生日より60日以内に当該請求を撤回し、合併対価を引き受ける権利が付与される<sup>725</sup>。このよ

---

<sup>721</sup> なお、2014年10月の時点で、トップアップ・オプションを用いたUS-REITの二段階買収は2件があり、いずれも同額に設定された。前掲表24「公開買付け等による上場US-REITの買収・再編」及び注（697）を参照。

<sup>722</sup> 日本の会社法と異なり、上述のデラウェア会社法262条（h）項の規定に基づき、株式買取価格を算定する際には、合併から生じると期待されるシナジーやその他の価値を除外しなければならない。そのため、独立当事者間での合併の場合には、その合併価格からシナジーを引いた価格が公正な価格とすべきである。See *Union Illinois 1995 Investment Ltd. Partnership v. Union Financial Group, Ltd.*, 847 A.2d 340 (Del. Ch. Dec. 19, 2003).

<sup>723</sup> See Olson, No. 5583-VCL at 18-19.

<sup>724</sup> See 8 Del. Code Ann. §262 (d).

<sup>725</sup> See 8 Del. Code Ann. §262 (e).

うな権利は、株式買取請求権の希釈化による損害を回避することができる。なぜならば、買収者は、公開買付けで十分な（本件で 75%以上の）株式を取得し、かつ、トップアップ・オプションの行使により略式合併を成功させた場合には、反対株主は、略式合併の完成を公告した日より 20 日以内に会社に株式買取を請求する必要があるが、略式合併の効力発生日より 60 日以内に株式買取請求を撤回し、合併対価を引き受けることができるからである<sup>726</sup>。合併対価は通常、公開買付けと同額であるため、この場合に、反対株主は当初に公開買付けに応募した株主と同じような立場に置かれている。たとえ株式買取の公正な価格は希釈化の影響により不当に低く評価されたとしても、反対株主は、十分な考慮期間と撤回の権利があり、すなわち、「不公正な価格」を放棄し、希釈化の影響を受ける前の公開買付け価格に相当する金額を受け取ることができるのである<sup>727</sup>。

(3) 以上の *Olson v. Ev3, Inc.* 事件におけるデラウェア州衡平法裁判所の判断には基本的に賛成である。よって、トップアップ・オプションを利用して二段階買収を行うためには、買収者は、トップアップ・オプションの仕組み及び内容（特に対価の具体的な内容）について合併合意書で規定し、かつ当該合併合意書を対象会社の取締役会に提出して、その審査と決議を受ける必要がある。また、トップアップ・オプション及びその対価の影響については、合併合意書の規定にかかわらず、株式買取請求権の評価の際に当然に除外されるべきものであると思われる。

ただし、前記①の焦点について、本件の当事者は合併契約書で既に工夫したから、裁判の争点になっていないし、裁判所は明確な意見を示していない。しかし、この点は、トップアップ・オプションの本質及び機能を理解するための重要なポイントであるため、ここ

---

<sup>726</sup> 公開買付けが失敗した（本件で 50%未満の）場合には、反対株主はそもそも株式買取請求権を行使する必要がない。また、公開買付けが成立したが、買収者はトップアップ・オプションを行使するために十分な株式を取得できない（本件で 75%未満の）場合には、反対株主は、第二段階の一般の合併について議決権を行使する前に、会社に株式買取を請求する必要がある。しかし、この場合に、トップアップ・オプションが行使されないため、それによる希釈化の問題はそもそも存在しない。

<sup>727</sup> See *Olson*, No. 5583-VCL at 19-20.

で検討を加える。上記の当事者の工夫とは、トップアップ・オプションの行使条件についての設定である。すなわち、合併契約書 1.4 条 (a) 項に基づき、トップアップ・オプションの行使条件は、買収者側 (Y1 社と Y2 社など) が対象会社 (T1 社) の発行済株式の 75% 以上を取得したということである。当該行使条件は、Cogent, Inc. 事件の過半数要件より厳しいものである。それで、トップアップ・オプションが行使できる (買収者側は発行済株式の 75% 以上を取得した) 状態になると、合併に関する少数株主の議決権が奪われることはありえないと思われる。

なぜならば、デラウェア会社法は、合併について議決権を有する発行済株式の過半数の同意という基準<sup>728</sup>を採っているからである。ということは、A) 対象会社の取締役会が取引に関与していない場合には、買収者は、対象会社の発行済株式の過半数を取得すると、少数株主の同意を要せずに単独で合併を進めることができる。この場合に、少数株主は合併に関する議決権を有するが、もはや合併を阻止することができない。一方、買収者は、発行済株式の過半数を取得したとしても、一般の合併を完成させるために、株主総会の開催と決議のほか、多くの手続きをクリアしなければならない。例えば、対象会社が上場会社である場合、買収者は、証券取引所法に基づき、委任状説明書 (proxy statement) または情報説明書 (information statement) を作成してから、SEC に提出しなければならない<sup>729</sup>。また、これら書類は、SEC の検討を経たうえで、少なくとも株主総会の 20 日前までに、全株主に対して、会議の開催日時、場所、及び目的を記載した招集通知とともに送付される必要がある<sup>730</sup>。これら手続きは通常、2~3 ヶ月の時間及び数万米ドル程度の金銭がかかる<sup>731</sup>。トップアップ・オプションは、略式合併を容易にすることで、これら時間や金銭のコストを

---

<sup>728</sup> See 8 Del. Code Ann. § 251(c).

<sup>729</sup> See 17 C.F.R. §§ 240.14 a-1 to a-20 (Rules for Proxy Solicitation), § 240.14 a-101 (Information Required in Proxy Statement) and § 239.25 (Information “for the registration of securities issued in business combination transactions”).

<sup>730</sup> See 8 Del. Code Ann. § 251(b) (c).

<sup>731</sup> See Olson, No. 5583-VCL at 2.

省略し、取引のクロージングを速くするスキームである。こうしたトップアップ・オプションは、少数株主の議決権を奪うおそれがない限り、合理的なものと考えられるべきである。したがって、トップアップ・オプションの行使条件は、合併の過半数同意の条件に合わせ、買収者が過半数またはこれ以上の株式を取得したという基準に設定されると、一般的に少数株主の議決権を奪うおそれはないと認められる。

しかし、合併について議決権を有する発行済株式の 2/3 以上の同意という基準<sup>732</sup>を採っているメリーランド会社法の場合では、状況が少し異なる。特に、US-REIT の大半は、メリーランド法を準拠法とする。これら US-REIT に対して、トップアップ・オプションを用いて二段階買収を行う場合に、その行使条件は、買収者が 2/3 またはこれ以上の株式を取得したという基準に設定される必要がある。ただし、US-REIT の会社定款または信託約款において、合併の同意条件について別途の規定がある（例えば 2/3 以上の基準ではなく、過半数の基準<sup>733</sup>）場合には、トップアップ・オプションの行使条件は、それに合わせて調整することが不可欠である。

ただし、B) 対象会社の取締役会が取引に関して利害関係を有している場合には、少数株主保護の観点から「完全な公正の基準<sup>734</sup>」が適用されるが、その公正さを確保するためには、「独立委員会による買収者との交渉」または「少数株主の過半数による承認」が必要である。そのため、買収者は、合併の同意条件が必要な株式を取得したとしても、もはや単独で合併を進めることができない。したがって、この場合においては、独立委員会による交渉の有無、対象会社の発行済株式総数、取締役会側が保有している株式の数及びトップアップ・オプションをすべて行使して取得できる株式の数<sup>735</sup>などの要素を総合的に考慮し

---

<sup>732</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §§ 3-105(e), 8-501.1(g).

<sup>733</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §§ 2-104(b)(5), 8-202(c). ただし、別途の規定は、過半数以上でなければならない。

<sup>734</sup> 完全な公正の基準の詳細については、後掲注（960）から注（965）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>735</sup> すなわち、対象会社のすべての金庫株と授權資本のうち未発行分の株式の数である。

たうえて、トップアップ・オプションが少数株主の議決権を奪うものであるかどうかを判断すべきであろう<sup>736</sup>。

## 2.3 公開買付けの最高価格ルール (best-price rule)

### 2.3.1 最高価格ルールの内容と問題点

最高価格ルールは、SEC 規則 14d-10 の制定によって 1986 年に導入されたものであり<sup>737</sup>、公開買付価格が、当該公開買付けの期間中にいずれかの証券保有者に対して支払われた最高の対価でなければならないことをいう<sup>738</sup>。買収者が最高価格ルールに違反した場合、裁判所は、公開買付価格と、違反と認定された価格との差額を、公開買付けに応募したその他の株主のすべてに対して支払うよう命じることになる。この訴訟はクラス・アクション (class action) で提起することが可能であるから、もしも最高価格ルールに違反したと判断

---

<sup>736</sup> 具体的な判定方法について、Cogent, Inc.事件でデラウェア州衡平法裁判所が判示した方法は参考になる。前掲注 (703) を参照。

<sup>737</sup> 1968 年、ウィリアムズ法制定時の関連規制は、買収者は、公開買付期間終了日までに買付条件等を変更し、買付価格を引き上げた場合、公開買付対象株主に対してその引上価格を支払うものとする、という旨を規定していた。これは、当時、有効な公開買付に応募した株主に対して不公正な扱いがなされる事例が無数に生じたことが背景にあり、特に、買付開始時は低い買付価格を提示しておき、後に、さらに株主を誘引するために買付価格を引き上げるという手法が多く見られた。この手法により、買付価格を引き上げる前に応募した株主は低い買付価格を受け取ることになる。この時の法規制は、買付価格の均一性を確保することにより、株主の平等性保護を図っていた。しかし、買収者は、「買付価格」という名目を使わないうが、特定の株主 (例えば大株主または株式保有取締役など) に対して、個別契約で利益を提供することが可能である。これは、実質的に異なる対価で株式を取得することになり、株主の平等性を実現できなくなる恐れがある。そこで、規制範囲を拡大するためには、1986 年の法改正で最高価格ルールを導入した。濱村実子「公開買付価格における株主平等取扱いの要請と支配権取引原則との交差点の検討：Best-Price Rule の考察を中心に」金沢法学 57 巻 2 号 50 頁を参照。

<sup>738</sup> See 17 C.F.R. §240.14d-10(a)(2). また、この最高価格ルールは、複数の種類の対価を公開買付けの対価に用いる場合にも適用される。ただし、適用の前提条件としては、(1) 提示された種類の対価の中から選択する権利が、証券保有者に平等に与えられること、かつ、(2) 証券保有者に対して支払われた各種類の最高の対価が、当該種類の対価を受け取った他の証券保有者にも支払われることが求められる。See 17 C.F.R. §240.14d-10(c).



された場合には、巨額の損害賠償が命じられるリスクを買収者は負う<sup>739</sup>。

しかし、実務では、買収者が個別契約に基づいて、対象会社の経営者に対して、ボーナス、競業禁止補償金、退職金などの経済的利益を支払うことがよくあるが、これらの経営者が対象会社の株式を保有した場合、すなわち、経営者兼株主が存在する場合に、当該経済的利益は公開買付価格に算入されるべきものと認定される可能性がある。そうすると、買収者は、当該経済的利益を含まない公開買付価格で公開買付けを行うと、最高価格ルール違反を理由として、他の株主から提訴されるリスクがある。よって、この最高価格ルールの存在は、従来から、公開買付制度のアメリカでの利用を阻害する原因の 1 つであると考えられてきた。

### 2.3.2 問題に対する裁判所の判断基準

こうした公開買付時の個別契約が最高価格ルールに違反するかどうかという問題につき、裁判所の判断基準は明確に示されなかったが、アメリカの議論によれば以下のような基準に大別されている。(1) 株式が私的な交渉取引または公開買付けの一部で買い取られた場合に、当該公開買付けの状況を検討し、その状況を踏まえて当該個別契約を評価する、という基準は「機能テスト (functional test)」と呼ばれる。(2) 問題となる個別契約が、公開買付けの一部として重要なものかどうか、特に、公開買付けを達成させるうえで相対的に重要かどうかを重視して審査する、という基準は「不可欠な部分テスト (integral part test)」と呼ばれる。両者の違いとして、機能テストは、個別契約が公開買付けと機能上一体化しているかどうかを問うものであるが、不可欠な部分テストは、個別契約の公開買付けの成否に対する影響の大きさを問うものであると説明される。ただし、両者の適用の結果に実質的な違いはないと考えられる<sup>740</sup>。また、(3) 以上の両者と比較して、より明確な評価基準として示されたのが、「タイミング・テスト」と呼ばれる基準である。これは、公表され

---

<sup>739</sup> 飯田秀総「公開買付価格の均一性の解釈論」神戸法学雑誌 63 巻 3 号 4-5 頁。

<sup>740</sup> 志谷匡史「公開買付けにおける Best Price Rule の解釈」商事法務 1685 号 46 頁。

た公開買付開始日の前、及び期間終了日の後に締結または履行された個別契約には、最高価格ルールを適用しないとする基準である。

しかし、アメリカでは、企業買収に伴って買収者と対象会社の取締役または大株主とが個別契約を締結することが実務的に広く使われてるため、機能テストまたは不可欠な部分テストは、そのほぼすべての個別契約が最高価格ルールに違反すると判断され、企業買収取引の確実性が損なわれると指摘された。一方、タイミング・テストは、公開買付期間外に締結される個別契約を審査しないため、明らかに最高価格ルールの趣旨に反する差別的な取引が行われた場合であっても、形式的なタイミングの問題で責任を免れる結果となると指摘された。このように、裁判所による統一的な解釈がなされなかったことから、公開買付けの利用によって高い訴訟上のリスクを負うことが懸念され、企業買収における公開買付けの利用が避けられるようになった<sup>741</sup>。

### 2.3.3 法改正による解決策

この問題を解決するためには、2006年にSEC規則14d-10の改正が行われた<sup>742</sup>。今回の改正は、最高価格ルールの規制目的を潜脱する行為を防止しながら、規制の明確性を確保して公開買付けに対する萎縮効果を取り除く目的で、次のようにルールの明確化とセーフ・ハーバーの規定を導入した。第一に、最高価格ルールのSEC規則14d-10(a)(2)の文言が修正され、公開買付けにおいて応募された証券に対して提示され、かつ、支払われた対価に関してのみ、最高価格ルールが適用されることが明確化された。第二に、最高価格ルールは、雇用の報酬、退職金もしくは他の雇用関連給付の取決めを規律する意図ではないことを明確にする目的で、SEC規則14d-10(d)が新設された。SEC規則14d-10(d)の内容は、以下のとおりである。

まず、SEC規則14d-10(d)(1)において、雇用関連給付に関して支払われた経済的利益が、

---

<sup>741</sup> 濱村・前掲注(737) 56-57頁を参照。

<sup>742</sup> See Amendments to the Tender Offer Best-Price Rules, Release NO. 34-54684 (Dec. 8, 2006) (Amending 17 C.F.R. pts. 200 and 240).

次の要件を満たす場合には、最高価格ルールを適用しないことが規定された。すなわち、当該経済的利益は、①証券保有者によって行われた過去の業務、行われる予定の業務、または業務の差控えに対する対価として支払われたものであり、かつ、②証券保有者が公開買付けにおいて応募したまたは応募する予定の証券の数に基づいて計算されたわけではない場合に関し、公開買付価格に算入されない。簡単に見れば、①は、経済的利益が、公開買付けへの応募の対価ではなく、別途契約の対価であるという要件である。②は、当該別途契約が、公開買付けの不可欠な部分ではないという要件である。

SEC 規則 14d-10(d)(2)は、14d-10(d)(1)のセーフ・ハーバーの規定である。すなわち、上記の雇用関連給付の取決めが、独立取締役からなる報酬委員会によって承認された場合<sup>743</sup>には、14d-10(d)(1)の要件を満たしたと認められる。近年、取締役の信認義務、報酬委員会の独立性の要件<sup>744</sup>及びコーポレート・ガバナンスはかなりの発展を遂げたため、これらの理論がセーフ・ハーバー導入に際しての予防手段となると、SEC は述べる<sup>745</sup>。このセーフ・ハーバー規定は、別途契約の締結時期にのみ注目するのではなく、経済的利益の決定プロセスに着目することによって、最高価格ルールの適用の有無を明確にしており、予測可能性が十分に高められた。現に、2006 年改正が行われてから、公開買付けが利用される件数の割合が急激に増えており、最高価格ルールによる公開買付けに対する萎縮効果をセー

---

<sup>743</sup> 報酬委員会による承認については、具体的に次のような3つの状況に分けられる。(1) 買収者もしくは対象会社に報酬委員会（報酬委員会と類似の機能を果たす取締役会の委員会を含む、以下は同じ）がある場合には、買収者の報酬委員会（買収者が取決めの当事者であることに限る）または対象会社の報酬委員会（対象会社が取決めの当事者であるかどうかを問わず）が、当該取決めに承認したとき、(2) 買収者もしくは対象会社に報酬委員会がない場合には、当該取決めに検討・承認するために構成された取締役会の特別委員会が、当該取決めに承認したとき、または、(3) 買収者もしくは対象会社が外国の発行者である場合には、当該国の法律の下で、雇用関連給付を承認する権限のある取締役会の構成員またはその委員会が、当該取決めに承認したときである。See 17 C.F.R. §240.14d-10(d)(2).

<sup>744</sup> 報酬委員会の独立性の判断基準については、SEC は独立の基準を立てることがなく、基本的に、証券取引所の上場規則における報酬委員会の構成員の独立性の基準に従う。See 17 C.F.R. §240.14d-10 Instructions to paragraph (d)(2).

<sup>745</sup> See SEC, *supra* note 742, at 21.

フ・ハーバー規定の導入で取り除くという目的は実現できているといえる<sup>746</sup>。

## 2.4 一般の合併と二段階買収の選択

上記のとおり、US-REIT の買収・再編の方法には、一般の合併と二段階買収の 2 つの方法がある。一般の合併とは、対象会社の取締役会の承認に加え、その株主総会による合併の承認も得たうえでの合併である。合併対価は買収者の株式である必要はなく、現金及びその他のものを対価とすることができる。他方で、二段階買収とは、まず買収者が対象会社に対して公開買付け等<sup>747</sup>を行い、原則として 90%超過の株式を取得した後に、対象会社の株主総会の承認決議を得ずに取締役会決議のみで行うことができる略式合併の方法により、対象会社を買収者の完全子会社とする方法をいう。

(1) 一般の合併の場合、株主総会を開催する必要があるので、株主総会を開催する準備をするとともに、株主に対して合併に賛成する旨の議決権行使を勧誘するための委任状説明書を作成する必要がある<sup>748</sup>。この委任状説明書は、あらかじめ SEC に提出し、SEC の検討を経たうえで完成させ、招集通知とともに送付される。デラウェア会社法上、合併手続は、少なくとも株主総会の 20 日前までに、全株主に対して、会議の開催日時、場所、及び目的を記載した招集通知を発送し、合併契約について議決権のある発行済株式総数の過半数の承認を得たうえで、これを所定の手続に従って登録することが要求される<sup>749</sup>。上記の手続に要する期間としては、合併契約書に調印してから合併手続が完了するまで、一般的には 3 ヶ月前後の時間がかかる。

(2) これに対し、二段階買収の場合には、公開買付け等と略式合併という二段階の手続を経ることになる。アメリカの公開買付規制は、上場会社の株式等、SEC に登録されてい

---

<sup>746</sup> 飯田・前掲注 (739) 19 頁。

<sup>747</sup> 買収者はトップアップ・オプションを有する場合には、対象会社は新株発行を行う可能性もある。

<sup>748</sup> See Securities Exchange Act §14(a).

<sup>749</sup> See 8 Del. Code Ann. §251(c). また、メリーランド会社法は、少なくとも 10 日、多くとも 90 日前に株主に通知しなければならない、また、議決権のある発行済株式総数の 2/3 以上の承認を得る必要があると規定する。See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §§2-504(a), 3-105(c), 3-105(e).

る株式等を市場外で買い付けた結果として、5%超を保有する株主となる場合には公開買付届出書<sup>750</sup>（tender offer statement）の提出が必要となり、また、買付行為に関する規制<sup>751</sup>に従わなくてはならないとされている。公開買付届出書については、委任状説明書や証券発行の際の登録のように事前に SEC の検討を経る必要はなく、必要書類の準備が整い次第公開買付届出書を提出し、公開買付けを開始することができる。そして、公開買付期間は最短で 20 営業日であり、公開買付けの結果、90%超過の株式を取得できた場合には、略式合併の方法により、1 日で合併の手続を完了させることができる。この場合、合併契約書の調印から略式合併まで 2 ヶ月程度で全ての手続を完了させることが可能であり、上記の一般の合併よりも時間がかからず、また、株主総会を開催する費用と手間がかからないため、公開買付けにより 90%超過の株式取得が見込める場合は、一般の合併よりも二段階買収の方法により買収・再編が実行される場合が多いといわれている<sup>752</sup>。

(3) しかし、このことは、二段階買収は常に一般の合併より優れていることを意味するものではない。例えば、買収者は、第一段階において略式合併に必要な数の株式を取得することができなかった場合には、通常、一般の合併と同様の手続を行わなければならないため、時間的な優位性がなくなるのである。

また、買収・再編は規制当局の許認可（regulatory approval）が必要である場合には、規制当局の許認可を取得する前に公開買付けの効力が発生しないから、各株主にとって、許認可取得の未定のままに公開買付けへの応募を躊躇するのは当然であるし、買収者にとって、

---

<sup>750</sup> 公開買付届出書の内容には、主として、買付者の状況、対象会社の状況、買付条件、対象会社との間の過去 2 年間の取引、公開買付けの目的、公開買付後の計画、資金調達の必要性及びその融資元等が含まれる。See 17 C.F.R. §240.14d-100 - Schedule TO.

<sup>751</sup> 公開買付の取引規制には、主として、①公開買付期間は 20 営業日以上、②別途買付（公開買付によらない取得）の禁止、③買付期間中の応募者の撤回権（但し、追加買付期間中は撤回権の設定不要）、④買付予定株数を超える応募があった場合には、按分比例による買い付け、⑤当該証券の保有者の平等な取扱い等がある。See 17 C.F.R. §240.14d.

<sup>752</sup> 小野吉則＝小林英二＝佐藤正孝「米国企業買収のための法的手続のポイント」西村あさひ法律事務所クロスボーダー・ニューズレター（2010 年 5 月）1-2 頁を参照。

買付期間の終了時点を規制当局の許認可を取得した後に設定しなければならない。これに対して、一般の合併の場合に、買収者は、規制当局の許認可を取得する前に、株主総会の同意を取ることが可能であり、規制当局の許認可を取得したら、合併手続を完了させることができる。それに、対象会社の経営者にとっても、合併契約書に調印してから合併手続が完了するまでの時間が短ければ短いほど、重大な悪影響の発生（material adverse change）によるリスクが低くなっていく<sup>753</sup>。よって、規制当局の許認可が必要である場合に、当事者は、二段階買収よりも、一般の合併を選択したほうが便利であるといえよう。

なお、支配株主による買収・再編では、取締役の忠実義務違反の有無を審査するに際して、「完全な公正の基準<sup>754</sup>」が適用される場合が多い。しかし、支配株主は、二段階買収を利用することで、完全な公正の基準の適用を回避することができる。具体的には、①支配株主は、第一段階の公開買付けにおいて、過半数の少数株主（支配株主と経営者との間に緊密な関係を保っている少数株主が排除される）の応募を撤回不能の条件とする必要がある。そして、②90%以上の株式の応募があった場合に、支配株主は、公開買付けと同一の価格で、第二段階の略式合併を完成させると約束する必要がある。さらに、③支配株主は、少数株主に報復的な圧力をかけてはならない<sup>755</sup>。この3つの条件が満たされれば、当該二段階買収を行う取締役には、完全な公正の基準が適用されず、経営判断原則の保護を受けることができる<sup>756</sup>。

### 3 US-REIT の資産取得による方法

買収者は、対象会社からその全部または実質的に全部の資産<sup>757</sup>を取得することにより、US-REIT の友好的買収の目的を実現することができる。資産取得の対価としては、現金、

---

<sup>753</sup> See David M. Einhorn, *supra* note551, at 5-10.

<sup>754</sup> 完全な公正の基準の詳細については、後掲注（960）から注（965）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>755</sup> *In re Pure Resources, Inc. Shareholders Litigation*, 808 A.2d 421 (Del.Ch. 2002).

<sup>756</sup> See David M. Einhorn, *supra* note551, at 3-30.

<sup>757</sup> 「実質的に全部の資産」の解釈については、前掲注（674）及びそれに対応する本文を参照。

自社及び他社の株式またはその他の対価が考えられるが、上場 US-REIT の買収者は、新たに発行する自社株式を対価とする場合、前記の上場規則に基づき、発行株式数の所定割合を超えるときは、株主総会の承認を要する<sup>758</sup>。また、対象会社において、資産の一部が譲渡される場合には、取締役会の承認のみで決定できるが、全部または実質的に全部の資産が譲渡される場合には、取締役会と株主総会の双方の同意を得ることが必要である<sup>759</sup>。後者の場合において、デラウェア会社法は、反対株主に株式買取請求権を付与していないが、メリーランド会社法は、反対株主の株式買取請求権を認めている<sup>760</sup>。なお、資産譲渡後の対価の処理については、対象会社が解散して清算される場合に、残余財産として株主に割り当てられるのであるが、対象会社が US-REIT として存続している場合に、当期の収益として税法上の要求に基づいて株主に配当されるのである。

資産取得は、合併と比べると、取引コスト<sup>761</sup>が一般的に高いから、公開会社の買収・再編の方法として第一の選択肢でないように思われる。特に、US-REIT の買収・再編の場合は、不動産の譲渡に伴い常に高額の税金と手続コストが発生するため、資産取得をより一層利用しにくいと思われる。そのうえ、全部または実質的に全部の資産が譲渡された後に、対象会社は清算を行うことが予想されているが、取締役としては、清算につながり得る買収・再編方法を採用することを未然に回避する傾向がある<sup>762</sup>。

他方、上述したように、合併の場合において、買収者は、対象会社の資産、責任、権利及び義務等のすべてを包括的に承継するから、偶発債務等を知らないうちに負担する恐れ

---

<sup>758</sup> 前掲注（613）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>759</sup> 株主総会の同意の基準については、前掲注（672）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>760</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §3-202(a)(3). なお、メリーランド州のほか、模範事業会社法を採用しているほとんどの州では、資産譲渡による株式買取請求権が認められている。

<sup>761</sup> 資産取得の場合の取引コストとしては、①資産の譲渡税、②契約等を引き継ぐための手続コスト、③資産に第三者の権利が存在する場合、当該第三者から承諾を受け取るためのコストといった 3 つのものが挙げられる。

<sup>762</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 2-6.

がある。これに対して、資産取得の場合には、こうしたリスクを負う可能性が低いと思われる。買収者は、対象会社の特定の資産のみを取り、不要な資産、偶発債務、簿外債務等の引継ぎを回避できるからである。よって、US-REIT の資産取得において、対象会社の資産及びその関連責任を選別することは一番重要であると考えられる。なお、資産取得のもう 1 つのメリットとしては、買収者が対象会社の全部の資産を取得したとしても、株式取得のように対象会社の少数株主を締め出す必要はない。なお、最近十年間の資産取得による US-REIT 買収・再編の事例は、全部で 11 件ある。

表 25 資産取得による上場 US-REIT の買収・再編 (2004～2014)

年	買収者	対象会社	取得資産	対価 (百万ドル)
2006	Duke Realty Corp. (上場 REIT)	The Mark Winkler Company	事務所及び工業施設	\$867.6 (新しい融資、モーゲージローン引受け)
2006	Spirit Finance Corp.	Sun Capital Partners, Inc.	対象会社の子会社 ShopKo Stores, Inc. 及びその資産	\$815.3 million (現金、新しい融資、債務承継)
2006	Mack-Cali Realty Corp. (上場 REIT)	SL Green Realty Corp. Gale Real Estate Services	13 棟事務所の 100% の所有者 権益、7 棟事務所の 50% の所有者権益	\$545 (現金、新 OP ユニ ット発行、債務承継)
2006	Koll/PER, LLC (不 動産運営組合)	AmeriVest Properties	対象会社のすべての事務 所	\$273 (現金、債務承継)
2007	Ventas, Inc. (上場 REIT)	Sunrise Senior Living REIT	77 棟高級シニア・ハウス (資産取得後、対象会社の 全株式は償還可能となり、 償還価額は 1 株 16.50 カナ ダドル)	\$1960 (現金、全債務承 継)
2007	Ashford Hospitality Trust, Inc. (上場 REIT)	CNL Hotels & Resorts Inc	51 棟ホテル (13,524 室)	\$2400 (現金、新種類株 発行、債務承継)
2008	Boston Properties, Inc. (上場 REIT)	Macklowe Properties	GM ビルを含むニューヨー クの事務所	\$3949 (現金、新 OP ユ ニット発行、債務承継)
2010	HCP, Inc. (上場)	HCR ManorCare,	338 棟介護施設	\$6100 (現金、新 OP ユ



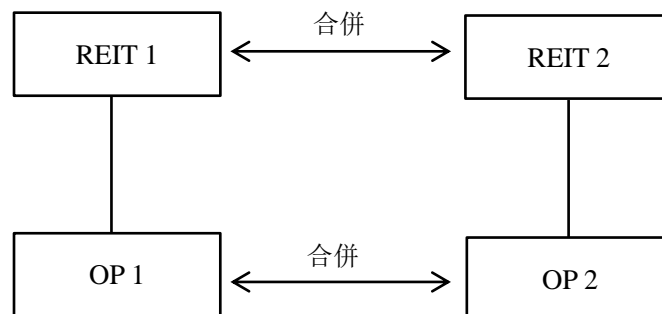
	REIT)	Inc.		ニット発行、債務承継)
2012	HCP, Inc. (上場 REIT)	Emeritus Corp. Blackstone Real Estate Partners VI	133 棟シニア・ハウス	\$1743 (現金、モーゲー ジローン引受け)
2012	AvalonBay Communities, Inc. Equity Residential (上場 REIT)	Lehman Brothers Holdings, Inc.	AvalonBay : 60 棟アパート (40%資産) Equity Residential : 78 棟ア パート (60%資産)	\$6500 (現金、新株発行)
2014	GoldenTree Asset Management LP (資 産管理会社)	Origen Financial, Inc	不動産住宅ローン (100% 資産)	\$47 (現金、債務承継)

## 第二項 UPREIT の買収・再編の方法<sup>763</sup>

UPREIT は、一般の REIT と比較すると、その仕組みがより複雑であり、その関係者も多い。例えば、UPREIT の仕組みに OP というパートナーシップが存在するため、買収者は、UPREIT の買収・再編を行う際に、OP 及びその GP (REIT) と LP の地位及び利益等の要素も考慮しなければならない<sup>764</sup>。具体的に、買収者は、UPREIT の買収・再編に応じて、OP の統合を同時に行うことが必要である。OP の統合方法としては、買収者は UPREIT であるか、それとも一般 REIT であるかによって異なる。買収者は UPREIT である場合に、(1) OP の合併、(2) GP の交替という 2 つの方法が実務でよく使われている。いずれの方法においても、クリアーしなければならない様々な手続きがある。本項以下では、この 2 つの方法について順次検討する。

### 1 OP の合併による方法

図 16 OP の合併による方法<sup>765</sup>



まず、OP の合併による方法とは、図 16 に示したとおり、REIT の合併に伴って、2 つの OP が合併を行う。その結果、2 つの REIT は 1 つの REIT に統合し、2 つの OP は 1 つの OP に統合し、1 つの UPREIT として存続していくことになる。これは最もシンプルな方法であるように見えるが、その実現までには 2 つの手続きをクリアーしなければならない。パー

<sup>763</sup> 本項で検討する範囲は、UPREIT 間の買収・再編のみに限定する。

<sup>764</sup> 2004 年から 2014 年までの上場 US-REIT の買収・再編 (合計 104 件) には、UPREIT を対象とするのが約 4 割ある。その詳細については、本稿の別紙 3「US-REIT の買収・再編活動 (2004 年-2014 年)」を参照。

<sup>765</sup> 以下では、REIT1 を買収者側とし、REIT2 を対象会社側として説明する。

トナリーシップ契約に別途の定めがある場合を除き、OP の合併には、一般にその GP 及び LP の同意を要する。例えば、上場 UPREIT の半数以上の OP が設立されるデラウェア州において、OP の合併には、すべての GP（通常 REIT のみ）の同意と 50%以上の持分を有する LP の同意の 2 つを必要とする<sup>766</sup>。また、メリーランド州においても同様の規定がある<sup>767</sup>。まずは、すべての GP の同意要件についてであるが、UPREIT の仕組みにおいて、GP は通常 REIT1 社のみであるから、REIT の同意を取得することは、その取締役会の同意を取ることを意味する。ゆえに、友好的買収でなければ、REIT の取締役会の同意を取ることは難しいであろうと思われる。

次は、50%以上持分の LP の同意要件についてであるが、上述のとおり、LP は、REIT の株主との間に利益相反関係がある。もともと REIT の株主に利益をもたらす合併は、かえって LP に不利益を与える可能性が否定できない。例えば、合併の対価として LP に与えられるのは、通常、合併後の OP のユニットであるが、REIT の株式、現金またはその他の対価も可能である。現金が対価とされる場合、LP は、ユニットを REIT 株に転換もしくは売却することと同じような効果があるので、その譲渡益に課税がなされることとなる<sup>768</sup>。そうすると、LP は、UPREIT の仕組みによる課税繰延効果を享受できなくなるため、当該 OP 合併に反対するのは当然の行動であるように思われる。したがって、買収者は、50%以上の持分を有する LP の同意を取るために、合併計画の段階からその利益を考慮しながら、慎重に設計かつ行動しなければならない。また、パートナーシップ契約または合併契約において、LP に株主のような買取請求権を付与することができる<sup>769</sup>。このような条項がある場合

---

<sup>766</sup> See 6 Del. Code Ann. § 17-211(b). 2 種類以上の LP が存在する場合には、各種類の LP において 50%以上持分の同意が必要である。ただし、パートナーシップ契約に別途の規定がある場合は、この限りでない。

<sup>767</sup> メリーランド会社及び団体法は、第 10 章（Title 10-Limited Partnership Act）を設けて、リミテッド・パートナーシップを規制している。リミテッド・パートナーシップの合併については、すべての GP と過半数持分の LP の同意が必要であるとされる。See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §10-208(c)(3).

<sup>768</sup> See IRC § 741: Recognition and character of gain or loss on sale or exchange.

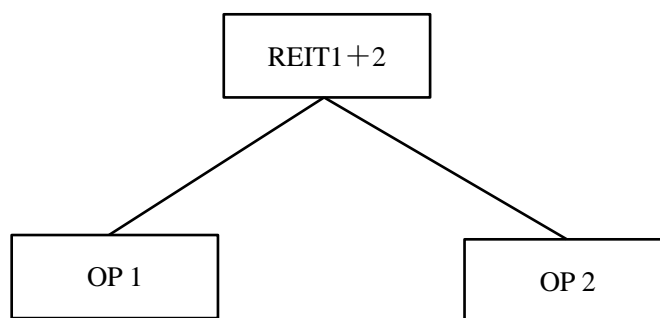
<sup>769</sup> See 6 Del. Code Ann. § 17-212 and Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §10-208(f).

に、買収者は関連の手続きをクリアしなければならない。

なお、OP の合併は、LP の利益に重大な影響を及ぼし得る行為であるため、実務で LP の同意条項をパートナーシップ契約に入れることはよく見られる。ただし、実際に締結されたパートナーシップ契約は、上記の法律内容と必ずしも一致しない面もあり、むしろ千差万別と言ってよい。したがって、UPREIT の買収・再編を行う際にして、買収者と対象会社両方のパートナーシップ契約の内容を、例えば、GP 及び LP の同意条項の有無、ある場合にその同意基準の内容などについて徹底的に審査することが不可欠であると考えられる。

## 2 GP の交替による方法

図 17 GP の交替による方法



GP の交替による方法は、OP の合併による方法と比べると、OP の消滅を伴わないため、各 OP の LP は、OP との関係をそのまま維持することができる。GP の交替の流れについては、具体的に次のような 2 つの段階に分けられ、図 16 に沿って検討を行う。

第一は、REIT の合併という段階である。吸収合併と新設合併のいずれかにより、合併後の REIT 及び第二段階への影響が異なる。すなわち、吸収合併の場合、REIT2 は REIT1 に吸収合併されることによって消滅し、REIT1 は合併後の存続 REIT となる。新設合併の場合、REIT1 と REIT2 はともに消滅し、新たに設立される REIT は、合併後の新設 REIT となる。

第二は、GP の加入という段階である。この段階は、吸収合併と新設合併の場合、そして、OP1 と OP2 の存在に着目して考察する必要がある。まず、吸収合併の場合には、REIT1 は合併後の存続 REIT であり、OP1 との関係に変わりがないため、従来どおり GP として OP1

を管理・運営すればよい。これに対して、REIT2 は、REIT1 に吸収合併されることによって消滅するから、OP2 との関係を維持することができなくなる。そのかわりに、REIT1 は、GP の加入に関する手続きをクリアしたうえで、新しい GP として OP2 に加入する。次に、新設合併の場合には、REIT1 と REIT2 はともに消滅するから、合併後の新設 REIT は、OP1 と OP2 の両方で GP の加入に関する手続きを履行する必要がある。GP の加入の結果としては、REIT1（吸収合併）または新設 REIT（新設合併）は、OP1 と OP2 両方の唯一の GP になる。合併の完了後、その傘下には 2 つの OP が同時に存在しているため、もはや UPREIT の仕組みではなく、DOWNREIT の仕組みになる。ただし、REIT の構造に変化が生じて、各 OP の LP は、OP との関係をそのまま維持することができるため、LP への影響は相対的に限られていると評価される。

また、GP の加入に関する手続きについて、デラウェア州とメリーランド州とでは大きく異なる。デラウェア州では、新しく GP が加入するためにはすべてのパートナー（GP と LP 両方を含む）の書面による同意を取らなければならない<sup>770</sup>。これに対して、メリーランド州では、すべての GP の同意と持分権の過半数の LP の同意が必要である<sup>771</sup>。いずれの州においても、現 GP の同意が要求されるが、LP の同意要件について、デラウェア州の基準は、メリーランド州のそれより遥かに厳しい。ただし、当該規定は、任意法規であるから、当事者は特約で変更することが認められる。したがって、GP の交替による方法の場合においても、買収者と対象会社のパートナーシップ契約を徹底的に審査することが不可欠である。

### 3 REIT の合併による OP への影響

以上のいずれの方法によっても、REIT の合併は避けられない。よって、REIT の合併は、GP の資格、OP に与える影響について確認する必要があると思われる。まず、OP の日常運

---

<sup>770</sup> ただし、パートナーシップ契約に別途の規定がある場合は、この限りではない。See 6 Del. Code Ann. § 17-401(b).

<sup>771</sup> ただし、パートナーシップ契約に別途の規定がある場合は、この限りではない。See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §10-401.

営という重要な役割を担う GP は、その有する OP ユニットのすべてを譲渡した (assignment of all partnership interests) <sup>772</sup>場合、OP からの脱退 (withdrawal) とみなされる<sup>773</sup>。そして、GP の脱退は、一般的に OP の解散事由とされている<sup>774</sup>。さらに、アメリカ法では、GP (REIT) の合併は、合併対象に対する OP ユニットの譲渡と認定される可能性がある<sup>775</sup>。そうすると、

---

<sup>772</sup> OP ユニットの譲渡可能性については、会社の株式と比較すると、かなり制限されている。GP または LP は、OP ユニットの利益配当等の経済的な権利を譲渡することができるが、GP または LP としての属人的な権利について譲渡することが認められない。すなわち、譲渡先は、OP から利益分配を受けることができるが、OP のパートナー (GP も LP も) ではない。See 6 Del. Code Ann. § 17-702(a)(3) and Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §10-702. また、パートナーシップ契約に別途の規定がある場合を除き、譲渡先 (GP の譲渡先を含む) は、OP の LP に転換することが認められるが、それは、譲渡先がすべてのパートナー (GP も LP も) から同意を取得することを条件とする。See 6 Del. Code Ann. § 17-704(a) and Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §10-703(a).

<sup>773</sup> See 6 Del. Code Ann. §§ 17-402, 17-702(a)(4). ただし、パートナーシップ契約に別段の定めがある場合に、この限りではない。なぜユニットの全部譲渡が OP からの脱退とみなされるかということ、デラウェア州において、GP または LP は、その有するユニットの経済的な権利のすべてが譲渡された場合に、属人的な権利も行使することができなくなるからである。See 6 Del. Code Ann. § 17-702(a)(4). これに対して、メリーランド州には、このような規定がないから、ユニットの全部譲渡が OP からの脱退とみなされていない。

<sup>774</sup> ただし、次のような 2 つの事情が生じる場合に、OP は解散しないで継続する。①脱退 GP 以外の GP がいるとき、残りの GP は、パートナーシップ契約の規定によって、引続き OP を管理する権利がある場合、②脱退 GP 以外の GP がいないとき、すべての LP は、OP の継続かつ 1 人以上の新たな GP の指定を、書面による同意をもって決議した場合である。See 6 Del. Code Ann. § 17-801(3) and Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §10-801(3).

<sup>775</sup> アメリカの裁判例や学説は、この点をめぐって見解に争いがある。肯定の見解としては、次のようないくつかのものがある。例えば、(1) 第 3 巡回区控訴裁判所 (Third Circuit) は、法人 GP の支配権移転を伴う株式譲渡は、GP のユニットの譲渡と同じような効果があると認定した。See *In re Asian Yard Partners & Asian Yard Venture Corp.*, 1995 WL 1781675 (Bankr. D. Del. Sept. 18, 1995). (2) コロンビア特区控訴裁判所 (D.C. Circuit) は、GP の合併は、ユニットの譲渡禁止特約に反するものであり、当該 GP 以外のパートナーの同意を取らずに、新たなパートナーの加入と似たような効果があると判定した。See *Nicholas M. Salgo Associates v. Continental Illinois Properties*, 532 F. Supp. 279 (D.D.C. 1981).

しかし、以上の判断と違う見解もある。例えば、(3) 第 2 巡回区控訴裁判所 (Second Circuit) は、法人 GP の 100%株式の譲渡は、ユニットの譲渡禁止特約に反しないものであると判示した。See *In re Integrated Resources, Inc.*, No. 90-B-10411 (CB), 1990 WL 325414 (Bankr. S.D.N.Y. Oct. 22, 1990). また、(4) デラウェア州衡平法裁判所は、法人 GP とその完全親会社の別の完全子会社との合併は、ユニットの譲渡禁止特約に反しないものであると判示した。その理由は、ユニットの譲渡禁止特約に合併を明確に排除する規定がない

REIT の合併は、合併対象への全ユニット譲渡と認定された場合には、最終的に OP の解散につながる恐れがある<sup>776</sup>。したがって、UPREIT の買収・再編を行う際にして、買収者は、買収・再編の計画段階からこの危険性を認識しながら、慎重に設計かつ行動しなければならない。

---

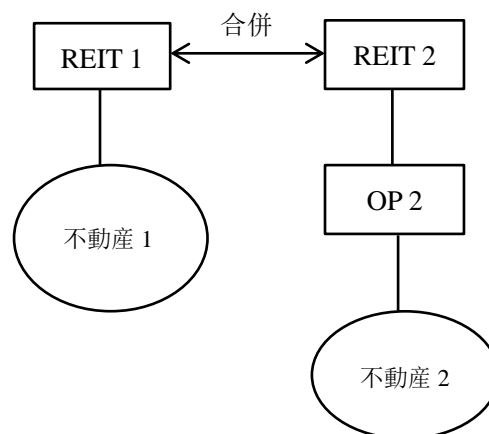
こと、当該合併は当該 GP 以外のパートナーに不合理なリスクを負わせないこと、などにあると考えられる。See *Star. Cellular Telephone Company, Inc. v. Baton Rouge CGSA, Inc.*, 19 Del. J. Corp. L. 875 (Del. Ch. 1993).

<sup>776</sup> 具体的な例としては、吸収合併と新設合併の場合を分けて説明する。吸収合併の場合において、当該合併は、消滅する REIT2 から存続する REIT1 へのユニット譲渡と評価される危険がある。新設合併の場合において、当該合併は、消滅する REIT1 と REIT2 から新設 REIT へのユニット譲渡と評価される危険が否定できない。

### 第三項 一般 REIT と UPREIT の買収・再編の方法<sup>777</sup>

一般 REIT と UPREIT との間の買収・再編は、一般的に上記の UPREIT の買収・再編方法に準じて行われる。買収者は、LP への影響を最小化するために、わざわざ UPREIT の仕組みを放棄してまで、買収・再編を進める必要がないからである。最も簡単な方法としては、一般 REIT（対象会社）が、その資産を UPREIT（買収者）の OP に現物出資し、そのかわりに、OP ユニットを受け取り、OP の LP になるということである<sup>778</sup>。これに対して、買収者が一般 REIT である場合には、一般 REIT と UPREIT との合併がよくなされる。ただし、この方法には、(1) 合併方法の選択、(2) 不動産の帰属、(3) OP ユニットの取得といった 3 つの留意点があるため、その詳細については、以下の図 17 に基づいて検討する。

図 18 一般 REIT と UPREIT の買収・再編



(1) REIT1 が REIT2 に吸収合併される場合に、REIT1 は消滅するが、REIT2 は引続き存

<sup>777</sup> 本項で検討する範囲は、一般 REIT と UPREIT の買収・再編のみならず、一般事業会社が UPREIT に対して行う買収・再編も含む。また、一般事業会社（特に閉鎖会社（private company）の場合）は、以下のような 2 つの三角合併を通じて、UPREIT に対して買収・再編を行うことがよくある。つまり、一般事業会社は、まず、A 社と B 社という 2 つの完全子会社（2 社とも有限責任会社（LLC）である）を設立する。その後は、A 社が対象 UPREIT に対して吸収合併を行い（正三角合併）、B 社が UPREIT の OP に吸収合併される（逆三角合併）のである。2 つの三角合併が行われた後、対象 UPREIT は一般事業会社の完全子会社になったが、その UPREIT の仕組みはそのまま維持することができる。See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 5-13. 実際には、最近十年間の三角合併による上場 UPREIT の買収・再編を考察すると、2 つの三角合併の組み合わせで行われたケースがほとんどである。

<sup>778</sup> See IRC §721 - Nonrecognition of gain or loss on contribution.



続するから、OP2 との関係に変わりがないため、従来のとおり GP として OP2 を管理・運営すればよい。これに対して、REIT2 が REIT1 に吸収合併される場合に、REIT2 は消滅するから、OP2 との関係を維持することができなくなる。そのため、この場合に、存続 REIT1 は、GP の加入に関する手続きを履行し、新しい GP として OP2 に加入しなければならない。それに加えて、買収者は、当該合併が REIT2 から REIT1 に対するユニット譲渡と認定されないように、相当な注意を払わなければならない。これら問題は、新設合併の場合にも存在する。それで、買収者は、無駄なコストの発生を防ぐために、一番相応しい合併方法を選ぶべきであろう。

(2) 合併後、不動産の帰属は OP の仕組みに対して一定の影響を与え得る。つまり、REIT1 の元の不動産が OP2 に現物出資された場合には、合併後、存続 REIT の不動産すべては OP2 に所有されているため、UPREIT の仕組みに影響しないのである。これに対して、REIT1 の元の不動産が OP2 に現物出資された場合には、合併後、存続 REIT に REIT の所有する不動産と OP2 の所有する不動産の 2 つが生じる。このような仕組みは、もはや UPREIT ではなく、DOWNREIT である。

(3) なお、一般 REIT は、UPREIT に対して買収・再編を行う際に、OP の LP からユニットを取得する必要がある。OP ユニットの取得対価は、対象 REIT の株主に与える対価と同様に設定されるのが通常である<sup>779</sup>。しかし、OP ユニットは非上場で取引しているから、LP の個別の同意がなければ取得できないことに注意が必要である。したがって、友好的買収によらなければ、LP の同意を取るのは難しいであろうと思われる。

---

<sup>779</sup> 例えば、2008 年に、買収者 Green Courte Partners, LLC は、公開買付けと略式合併を通じて、対象会社 American Land Lease の株主から 1 株 14.20 米ドルの現金で全株式を取得した。また、これと共に、American Land Lease の OP の LP から、1 株 14.20 米ドルの現金で全ユニットを取得した。

### 第三款 US-REIT の買収・再編における税制上の特殊性

US-REIT は、前述のとおり、アメリカの内国歳入法（IRC）の規定に基づいて誕生したものであるため、US-REIT の買収・再編の際にしては、IRC 上の導管性要件に抵触しないよう組成される。対象会社は、買収後に REIT 資格を喪失した場合に、REIT 課税の優位を享受できなくなるから、思いがけない税金負担がかかる恐れがある。だから、このような恐れを防ぐ対象会社は、買収防衛策として、附属定款に REIT 資格を維持するための各種条項を定めている。買収者は、IRC 上の導管性要件のみならず、附属定款が規定する各種条項に注意することが必要である。もちろん、これら条項の買収防衛策としての有効性を争う余地がないわけではない。その詳細は、本章各論の US-REIT の買収・再編における敵対買収及び防衛策の問題の部分で考察することにした<sup>780</sup>。

#### 1 非同族会社要件（5/50 ルール）による特殊性

US-REIT の非同族会社要件とは、5 人以下の投資者（株主または受益者を指すが、以下「株主」をいう）の直接又は間接の保有割合は発行済持分（株式または受益権を指すが、以下「株式」をいう）価値の 50% 以下でなければならないこと<sup>781</sup>をいう。いわゆる「5/50 ルール」である。多くの US-REIT は、この「5/50 ルール」に抵触しないことを目的として、附属定款において、所有制限条項（ownership limitation provision）と超過株式条項（excess share provision）を規定している。以下は、それぞれの内容について簡単にまとめ、その後、買収防衛策としての機能を有するかという観点から、その特徴を検討する。

（1）所有制限条項とは、いかなる者（person）も所有制限を超えて株式を所有してはならないことをいう。所有制限としては、50% から 5 を除してさらに余裕を確保するために、通常 9.8% に設定されることが多い<sup>782</sup>。しかし、REIT の設立当初から 9.8% を超える株主が

---

<sup>780</sup> 後掲注（1543）から注（1558）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>781</sup> See IRC §§ 856(a)(6), 542(a)(2).

<sup>782</sup> See James M. Lowy, *REITS: 1999 Strategies for Financing and Growth in a Challenging Market*, PLI Corp. Law & Practice Course Handbook Series No.1137, 87 (1999).

いる場合には、当該株主の利益を考慮するために、より低い所有制限（例えば 2%や 5%）が設定される場合がある<sup>783</sup>。他方、REIT 資格が脅かされない場合や買収が強圧的でない場合など、取締役会が所有制限条項の適用を免除したり、制限を緩和する条項を付していることがある<sup>784</sup>。なお、IPO のときに投資銀行が引き受ける場合と実質的に所有が分散された年金が保有する場合は、「5/50 ルール」の適用除外とされる<sup>785</sup>。

(2) 超過株式条項とは、US-REIT の附属定款において、所有制限条項に定める制限を超過した株式（以下「超過株式」をいう）を別の種類株式に転換する旨を定めている条項をいう<sup>786</sup>。こうした超過株式条項が存在することにより、買収者は、超過株式を取得しても、相応の議決権または利益分配権を持つことができなくなる<sup>787</sup>。

(3) しかし、US-REIT の株式譲渡の制限については、法律で認められる範囲で有効であるが、それ以外の範囲で禁止される<sup>788</sup>。法律で認められる範囲とは、財務省規則（Treasury Regulation）1.856-1 条（d）項（2）号の規定に従うことを意味する。すなわち、「US-REIT の取締役（受託者）は、その会社定款（信託約款）あるいは附属定款によって、株式買戻条項または株式譲渡制限条項を設けることができる。ただし、これら条項の設定は、株式を買い戻さないと、または株式譲渡を制限しないと、REIT 資格の喪失という結果をもたら

---

<sup>783</sup> See Lowy, *supra* note 782, at 103.

<sup>784</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 2-14.

<sup>785</sup> See IRC §§ 856(h)(3), 542(a)(2).

<sup>786</sup> 例えば、議決権を認めない種類株式、配当の受取りができなくなる種類株式、これらを組み合わせた種類株式、慈善信託の受託者によって所有される種類株式、プレミアムなしで買い戻される種類株式などである。See Richard T. Garrigan, *supra* note 551 at 51-53.

<sup>787</sup> 例えば、超過株式が慈善信託の受託者によって所有される種類株式に転換される場合には、受託者が当該種類株式を売却することが要求される。売却代金のうち、買収者の超過株式を取得するために支払ったコストに相当する部分については、買収者に分配されるが、それ以上の利益が存在する場合、この部分は慈善信託の目的のために支払われるべきである。このような仕組みは、買収者は超過株式を取得しても、そこから何らの経済的利益を得ることができない。この点に関する検討は、See Peter M. Fass, Michael E. Shaff & Donald B. Zief, *Real Estate Investment Trusts Handbook*, §5:8 (2009).

<sup>788</sup> See IRC § 856(a)(2) and Treasury Regulation §1.856-1(d)(2).

すと取締役（受託者）が誠実に信じる場合に限り認められる」。それゆえに、この範囲を超える所有制限条項と超過株式条項は、譲渡制限禁止の規則に違反する理由で、無効と認定される恐れがある。よって、US-REIT は、所有制限条項と超過株式条項を設ける際、譲渡制限禁止の規則に抵触しないように工夫する必要がある。実際には、どのような所有制限条項と超過株式条項が譲渡制限禁止の規則に反しないかは、非常に困難な問題である。この点について、US-REIT は、常にアメリカの内国歳入庁（IRS）に私的通達書（Private Letter Ruling）による釈明を求める傾向がある<sup>789</sup>。

（4）非同族会社要件の定義上の「投資者」は US-REIT の持分を持つ個人（individual shareholders）である。つまり、「5/50 ルール」における人数カウントについては、いわゆるルック・スルー・ルール<sup>790</sup>（look through rule）が適用され、集団（会社、パートナーシップ及び信託など）投資者の実質所有者（株主、パートナー及び受益者など）で検討されるということになる。これに対して、所有制限条項の「者」（person）は、一般的に、税法上の定義ではなく、証券取引所法第 13 条（d）（3）に定義されている「集団」（group）<sup>791</sup>に設定される。これによって、所有制限条項の人数カウントは、ルック・スルー・ルールの適用がなく、集団のレベルで計算することになる。これは、上場 US-REIT をはじめとする買収者の存在を意識しながら、このような買収者からの敵対的買収を防止するために設定されるものである。つまり、所有制限条項と超過株式条項は、非同族会社要件については REIT の資格を守る側面がある同時に、濫用的な敵対的買収から株主の利益を保護する側面を持つのである。

なお、買収防衛策としての側面がある以上、US-REIT の取締役会は、一定の場合におい

---

<sup>789</sup> See Private Letter Ruling 9534022 (May 31, 1995); Private Letter Ruling 9552047 (Sept 29, 1995); Private Letter Ruling 9621032 (Feb 26, 1996); Private Letter Ruling 9627017 (April 15, 1996); Private Letter Ruling 9747034 (Aug 25, 1997) and Private Letter Ruling 20052037 (Oct. 2, 2000).

<sup>790</sup> See IRC §§ 542(a)(2), 856(h)(3)(A).

<sup>791</sup> ここの「集団」（group）は、証券の取得、所有もしくは保管を目的として、2 人以上の者（persons）からなるパートナーシップ、リミテッド・・パートナーシップ、シンジケートまたはその他の集団を指す。

て、所有制限条項と超過株式条項の適用を免除したり、制限を緩和する権限を有する。例えば、買収者が上記の集団に該当するが、ルック・スルー・ルールに基づいて、その背後にある株主に所有制限条項の所有制限を超える者がいないといった保証を、買収者から取得した場合、取締役会は制限を免除・緩和することができる。ただし、取締役会の免除・緩和の権限は無制限ではなく、一般的に「10%-15%」という上限が設けられている。したがって、敵対的買収者にとっては、取締役会のみをコントロールすることにより、US-REITの支配権を獲得するまでの必要な株式を取得することは不可能であると思われる<sup>792</sup>。

## 2 持分保有要件による特殊性

持分保有要件とは、US-REITの株式が100人以上の者により保有されなければならないこと<sup>793</sup>をいう。ここでの者（persons）は、個人のみならず、会社、パートナーシップ、集団、信託、ファンド、個人の集合体等が含まれる<sup>794</sup>。このため、会社や信託の場合はそれ自体が1人と数えられる。US-REITは、持分保有要件の充足を確保するために、附属定款において、小口投資者から大口投資者への株式の集積を防止するという条項を設けている。買収者は、US-REITの買収・再編を行う際にして、買収・再編後の株主が100人未満にならないように注意しなければならない。

しかし、上記の非同族会社要件と比べると、持分保有要件は、US-REITの買収・再編にかかるハードルが比較的に低いとすることができる。その理由は、以下の2つである。まず、持分保有要件は、事業年度の毎日に満たしている必要がなく、そのうち最低335日に満たせばよい。これに対して、非同族会社要件は、事業年度の下半期の期間中満たされている必要がある<sup>795</sup>。次は、持分保有要件における人数カウントについては、無議決権の株主を含み、あらゆる種類の株式（数を問わず）を持つ株主を対象とする。そうすると、買

---

<sup>792</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 2-15.

<sup>793</sup> See IRC § 856(a)(5).

<sup>794</sup> See IRC § 7701(a)(1).

<sup>795</sup> See IRC §§ 856(b).

収者は、その有する US-REIT の株式のわずか一部を、しばらく、その従業員または協力会社等の第三者に置くことを通じて、持分保有要件を満たすことができるようになる<sup>796</sup>。

### 3 収入要件による特殊性

US-REIT の収入要件は、総収入の 75%以上が株式・証券以外の不動産関連資産からの収入でなければならないことを要求する。いわゆる「75%収入要件」である<sup>797</sup>。不動産関連資産からの収入については、税制上の様々な規制があり、一定の範囲に限定されている。例えば、US-REIT の関係者テナントから受けた不動産賃料は、「不動産関連資産からの収入」から除外されている。(1) ここにいう「不動産賃料」は、関係者テナントから直接的に受けたもののみならず、サブ・テナントから間接的に受けたものも含む。(2) ここにいう「関係者テナント」は、①法人である場合に、その発行済持分の 10%以上（議決権と価値の両方を含む）が、US-REIT に直接的または間接的に保有されている者、②自然人である場合に、その資産からの収益または純利益の 10%以上が、US-REIT に直接的または間接的に保有されている者を指す<sup>798</sup>。ただし、US-REIT が課税 REIT 子会社 (TRS) を保有する場合に、当該 TRS から受けた不動産賃料は、「不動産関連資産からの収入」に属する<sup>799</sup>。

そうすると、関係者テナントから受けた不動産賃料が一定の範囲を超えれば、US-REIT の総収入は「75%収入要件」を満たさない可能性がでてくる。さらに、US-REIT の買収・再編が行われる結果、もともと US-REIT の関係者テナントでなかったものは、関係者テナントに変わる可能性がある。例えば、US-REIT はそのテナントに対して買収・再編を行い、かつ、その発行済株式の 10%以上を取得した場合に、当該テナントは US-REIT の関係者テナントになり、当該テナントからの賃料は「不動産関連資産からの収入」から除外されることになる。そのため、US-REIT は、「75%収入要件」を満たすために、常に附属定款の規

---

<sup>796</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 2-19.

<sup>797</sup> See IRC §856(c)(3).

<sup>798</sup> See IRC §856(d)(2)(b).

<sup>799</sup> See IRC §856(d)(8). ただし、課税 REIT 子会社からの収益は、すべて課税される。

定を通じて、関係者テナントの出現という結果をもたらす買収・再編を制限する。買収者は、このような関係者テナントの制限条項がある **US-REIT** に対して、買収・再編を行う際に、それに抵触しないように注意しなければならない。

### 第三節 US-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性問題

本章以上の総論部分では、US-REIT の全体像及びその買収・再編の方法と特殊性について考察したが、第三節以下では、本章の各論部分に入る。まず、この第三節では、US-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性問題について考察を行う。



## 第一款 US-REIT の公正性確保の枠組み

アメリカにおいても、日本と同様に、REIT の買収・再編の際に、対象会社の企業価値を客観的に測定することが難しいという問題がある。この場合、当事者（特に対象会社の株主）にとっての最大の関心事は、買収者が提示する買収・再編条件が、対象会社の企業価値に照らし公正な価額であることを確保すること（以下「公正性確保」という）にあると考えられる<sup>800</sup>。現行の J-REIT の公正性確保の枠組みは、買収・再編の各法的手続において投資主の買収・再編条件を受け入れるかどうかについて付与された権利（以下「選択自由権」という）の強弱により、異なる公正な価額の算定基準や制度上の保障措置が設けられるといったものであった。これに対して、US-REIT の公正性確保の枠組みは、各法的手続における株主の選択自由権ではなく、対象会社の支配権の移転が生じるかどうかを基準としている。つまり、株式取得、合併または資産取得などの買収・再編を実現するための方法と関係なく、いったん US-REIT の支配権の移転が生じる可能性があれば、企業価値評価の公正性を確保するためには、対象会社の株主に対して、(1) 最終的な判断権と (2) 同一レベルの保障措置を与えるという横断的な規律を実現している。この点で、投資主の選択自由権の強弱を基準とし、それによって異なる保障措置を設けるといった J-REIT の公正性確保の枠組みとは大きく異なる。

(1) まず、US-REIT の買収・再編の場面では、制定法または証券取引所の上場規則<sup>801</sup>によって、対象会社の株主が、買収・再編の是非をめぐる最終的な判断権を行使する機会が現実に確保されている。アメリカでは、US-REIT の買収・再編を実現するための方法として、買収者による対象会社の株式の取得、資産の取得、買収者と対象会社との間の合併といった大きく 3 つの方法を利用することが可能であるが、いずれの方法を利用するか

---

<sup>800</sup> 本稿第一章の注 (157) と注 (158) 及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>801</sup> 前掲注 (613) で述べたとおり、ニューヨーク証券取引所規則 312.03 条 (c) 項及び NASDAQ 規則 5635 条により、上場会社は、発行済株式の 20% 以上に相当する議決権を有する株式を発行する場合や、発行済株式総数の 20% 以上に相当する数の株式を発行する場合には、株主総会の決議が要求される。

も、対象会社の株主には、買収・再編の是非をめぐる最終的な判断権が与えられる<sup>802</sup>。

(2) 次に、US-REIT の支配権の移転を伴う買収・再編の場合では、①買収・再編の差止めの申立てという事前の予防手段、及び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の救済手段を、対象会社の株主に平等に付与する。株式の取得、資産の取得及び合併とのいずれの実現方法によって買収・再編が行われる場合でも、対象会社の株主（買収者も含む<sup>803</sup>）は、①買収・再編の差止め及び②損害賠償責任の追及を通じて、取締役等の行為の効力を争うことが可能である。この 2 つの保障措置は、株主にとって現実にご利用可能なものであり、企業価値評価の公正性を確保するための有効な手段である。

### 1 なぜ株主の最終的な判断権と同一レベルの保障措置が必要か

日本法の発想は、J-REIT の買収・再編における投資主の選択自由権の強弱を重視するものであった。すなわち、選択自由権が高い買収・再編の（例えば公開買付けによる）場合は、投資主は、自ら買収・再編条件を受け入れるかどうかを決められるため、あまり厳しい保障措置を設ける必要がないと考える。これに対して、選択自由権が低い買収・再編の（例えば新投資口第三者割当てによる）場合は、投資主は、自ら買収・再編条件を受け入れるかどうかを決定できないため、厳しい保障措置を設けるべきであるとする。確かに、こうした発想は、J-REIT の買収・再編の特徴<sup>804</sup>に起因する側面があるが、考慮深くないという側面も否めない。つまり、選択自由権が高い買収・再編の場合であっても、強圧性<sup>805</sup>及

---

<sup>802</sup> 各実現方法における株主による最終的な判断権の行使は、前掲注（666）から注（677）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>803</sup> 買収者は、本格的な買収・再編行為を発動する前に、あらかじめ対象会社の株式を多少取得するのが通常である。そうすると、買収提案が対象会社の取締役会に拒否された場合には、買収者は、対象会社の株主として、取締役の行為の差止めの申立てをしたり、取締役の交替を目的とする株主総会を招集したりなどの対抗行動を採ることが便利である。

<sup>804</sup> 例えば、J-REIT の買収・再編は、新投資口第三者割当てによって行なわれることが多いが、新投資口第三者割当ては、基本的に投資主総会決議を要しないのである。この点について、本稿第一章の注（194）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>805</sup> 強圧性の問題については、本稿第一章の注（178）から注（179）まで及びそれらに対応する本文を参照。

び取引保護条項の問題<sup>806</sup>が存在するため、投資主は買収・再編条件を受け入れるかどうかについて実質的には自由に選択できないおそれがある。また、支配権の移転を伴う買収・再編は、投資法人の存続及びすべての投資主の利益に重大な影響をもたらす取引であることから、具体的にどの実現方法によって行われても、この取引の性質や結果を変えることができない。したがって、支配権の移転があるというすべての株主の利益に重大な影響をもたらす可能性がある買収・再編は、(1) 株主の同意で決められるべきであり、そして、(2) 同一レベルの保障措置を株主に平等に与えるべきであると考えられる。

表 26 US-REIT の公正性確保の枠組み

	株式取得		合併	資産取得
	公開買付け	新株第三者割当て		
支配権の移転の基準	過半数の株式取得を目標とするもの 二段階買収	20%以上の株式発行	存続会社：簡易合併 (20%以上の株式発行)をしない限り	過半数の資産譲渡
決定主体	個々の株主	株主総会	株主総会	株主総会
制度上の保障措置	差止請求権 (○) 買取請求権 (×) 損害賠償責任 (○)	差止請求権 (○) 買取請求権 (×) 損害賠償責任 (○)	差止請求権 (○) 買取請求権 (Δ) 損害賠償責任 (○)	差止請求権 (○) 買取請求権 (×) 損害賠償責任 (○)

アメリカ法は、まさに以上の発想に基づくものである。ということは、支配権の移転を伴う US-REIT の買収・再編は、すべての株主の利益に重大な影響をもたらすことから、株主の同意が要求されており、そして、①買収・再編の差止め及び②損害賠償責任の追及とといった保障措置が株主に平等に付与されているのである。①買収・再編の差止方法として、対象会社の株主は、買収・再編が完成する前の段階において、情報開示が不十分であること、または取締役の信認義務違反があることなどを理由に、裁判所に対して予備的差止命令<sup>807</sup> (preliminary injunction) を申し当てることができる。②損害賠償責任の追及方法として、

<sup>806</sup> 取引保護条項の問題については、本稿第一章の注 (174) 及びそれに対応する本文を参照。

<sup>807</sup> 予備的差止命令の内容及び発令要件等については、以下の本節第二款で詳細に考察することにしたい。

対象会社の株主は、クラス・アクション<sup>808</sup>（class action）を通じて、取締役または買収者<sup>809</sup>に対して損害賠償責任を追及することが可能である。

また、本稿第一章で検討したとおり、J-REIT 公正性確保の枠組みは、対象投資法人の企業価値評価の的確性や相当性を高めるという客観的な側面を重視しているが、対象投資法人の役員の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<sup>810</sup>。これに対して、US-REIT の公正性確保の枠組みは、まさに対象会社の取締役による私的利益の追求に起因する利益相反問題を意識した上で、それに対応するために設けられたものである。その理由として、次の2点が挙げられる。まず、(1) 対象会社の株主に対して、買収・再編の是非をめぐる最終的な判断権を与えることは、取締役の交渉・決定権限の濫用を防止するための有力な方法である。これは、対象会社の内部的規律付けである。次に、(2) ①取締役等の行為の差止めや②取締役の損害賠償責任の追及といった同一レベルの保障措置を平等に付与することは、裁判所による介入を通じた対象会社の外部的規律付けである。株主による最終的な判断権の行使が機能しなくなる場合<sup>811</sup>には、こうした裁判所による介入を通じた規律付けは、対象会社の取締役による私的

---

<sup>808</sup> アメリカでは、取締役の損害賠償責任を追及する訴訟形態として、株主代表訴訟も考えられるが、クラス・アクションによる訴訟提起が可能であること、友好的買収の場面では信認義務に違反した取締役の行為によって通常は株主に直接損害が生じることからすれば、たとえ同時に会社にも損害が生じていると評価できるような場面であったとしても、株主は、代表訴訟ではなく、クラス・アクションによる訴訟提起を選択することが多いのであろう。

<sup>809</sup> 買収者の損害賠償責任を追及する場面としては、次の2つのものが考えられる。1つは、独立当事者間の買収・再編の場面において、買収者は、対象会社の取締役を協助（aided）または教唆（abetted）したことを根拠に、株主に対して損害賠償責任を負うということである。もう1つは、支配株主による買収・再編の場面において、買収者は、支配株主として、少数株主に対する信認義務違反で、損害賠償責任を負うということである。なお、後者の場面では、買収者の支配下にある取締役も、損害賠償責任を追及されることが多い。

<sup>810</sup> 本稿第一章の注（347）から注（350）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>811</sup> 例えば、強圧性及び取引保護条項などの問題の影響では、株主による最終的な判断権の行使は機能しなくなる可能性が十分に存在する。

利益の追求に起因する利益相反問題を是正する実効的な手段となる。

なお、企業価値評価の公正性の保障措置としては、上記①と②のほかにも、反対株主の会社に対する株式買取請求権が考えられるが、実際には、買収・再編が完成する前の段階において、買収・再編の差止めが利用されることが圧倒的に多い。例えば、近年の実際にアメリカの裁判所に提起された **US-REIT** の買収・再編関係の訴訟に関するデータを本稿の別紙 4「上場 **US-REIT** の買収・再編に関する訴訟（101 件）」にまとめてみた。そのうち、①予備的差止命令を求めて提起された訴訟（44 件）と、②損害賠償を求めて提起された訴訟（43 件）が全体の 86%（101 件の 87 件）を占め、他の訴訟形態を圧倒している。残りの 14%（101 件の 14 件）は、対象会社の取締役会による附属定款変更（買収防衛策導入）の無効を求めたり、競争買収者の不法行為責任を追及したりする等の請求である。これに対して、近年の日本で、**J-REIT** を含む企業買収の場面における株主の救済手段として注目を集めている株式買取請求権の行使については、その申立ては 1 件もなく、アメリカではあまり利用されていないことが窺える（表 27 参照）。

表 27 上場 **US-REIT** の買収・再編に関する訴訟件数

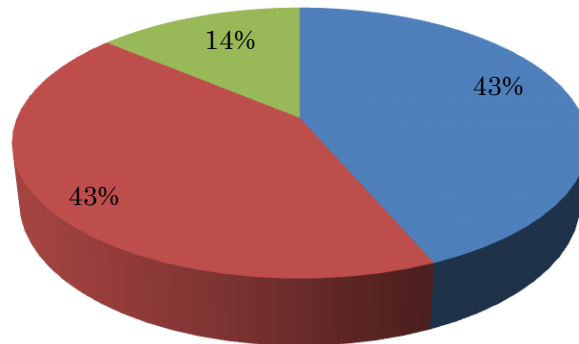
提訴請求	提訴件数	割合	事件数	提訴方法	件数
予備的差止命令	44	43%	10	クラス・アクション <sup>812</sup>	76
損害賠償責任の 追及	43	43%	9	代表訴訟	3
他の請求	14	14%	3	一般の訴訟	22
合計	101	100%	20 <sup>813</sup>	合計	101

<sup>812</sup> クラス・アクションにより提起された訴訟（76 件）には、代表訴訟が同時に提起されたもの（27 件）も含まれる。

<sup>813</sup> 合計 20 件のうち、2 つの事件の株主は、予備的差止命令と損害賠償の両方を請求したのである。

図19 上場US-REITの買収・再編の訴訟件数

■ 予備的差止命令 ■ 損害賠償請求 ■ 他の請求



US-REIT の買収・再編において、企業価値評価の公正性の保障措置として、株式買取請求権の行使ではなく、①買収・再編の差止めと②損害賠償責任の追及が主に活用されている原因は、どこにあるのであろうか。以下では、まず、買収・再編の実現方法ごとに、買収・再編の差止めの可能性及び内容について横断的に考察する。次に、株式買取請求権は、アメリカであまり利用されていない原因について分析する。最後に、損害賠償責任の追及について検討を加える。

## 2 買収・再編の差止めの可能性及び内容

### 2.1 株式取得による場合

まず、株式取得による US-REIT の買収・再編であるが、通常、相対取引と公開買付けという 2 つの手法があり、いずれによっても個々の株主の同意が不可欠である。アメリカでは、日本の金商法における強制公開買付規制のような制度は導入されていないため、買収者が、証券取引所の内外を問わず、対象会社の株主から直接に相対で大量の株式を取得することが可能である。しかし、対象会社が上場 US-REIT の場合は、その株主が多数であり、各株主と株式売買契約を締結することが困難であると想定されるため、公開買付けによって行われるのは通常である。

ところが、公開買付けの手法によっても、個々の株主からすべての株式を取得するのは容易でない。この場合、買収者は、対象会社の発行済株式の過半数を取得したとしても、支配株主として少数株主に対して信託義務を負わなければならない<sup>814</sup>ため、第二段階の買収・再編を通じて、公開買付価格と同額で少数株主の締め出しを行い、完全子会社化の実現を図ることが一般的である。表 24 で示したとおり、上場 US-REIT に対する公開買付けが成立した買収者（全部で 7 件）は、例外なく、第二段階の合併（2 件）または略式合併（5 件）を通じて、対象会社の完全子会社化を実現した。第一段階で対象会社の発行済株式の 90%を超える株式を取得した場合には、買収者は、少数株主の同意を取得する必要なく、略式合併を通じて対象会社を完全子会社化することができる<sup>815</sup>。こうした二段階買収において、対象会社の支配権の移転は必至であり、それに加えて、略式合併の場合には、少数株主の同意すら要しない。これらの事情及び公開買付けの強圧性に鑑みると、株主は、第一段階の公開買付けは成立していない段階に、二段階買収を差し止める必要が高いといえよう。アメリカ法では、対象会社の株主は、二段階買収に関する情報開示が不十分であること、または取締役の信託義務違反などを理由に、裁判所に対して予備的差止命令を申し立てることが広く行われている。

また、日本で広く行われている新株第三者割当てによる買収・再編については、アメリカでは、証券取引所の上場規則に基づく発行株式数の制限が存在するため、買収・再編を実現する方法としてあまり一般的ではない<sup>816</sup>。すなわち、ニューヨーク証券取引所規則 312.03 条（c）項及び NASDAQ 規則 5635 条により、上場会社は、発行済株式の 20%以上に相当する議決権を有する株式を発行する場合や、発行済株式総数の 20%以上に相当する数

---

<sup>814</sup> See e.g. *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 535 A.2d 1334, 1344 (Del. 1987); *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.* 638 A.2d 1110, 1113 (Del. 1994).

<sup>815</sup> 略式合併は、親会社（買収者）の取締役会の決議とその登録だけで行うことができ、子会社（対象会社）の取締役会決議や株主総会決議が不要である。

<sup>816</sup> 例えば、上記の表 24 で示したとおり、新株第三者割当ての手法で上場 US-REIT の買収を完成したのは、2010 年の *Tiptree Financial Partners* による *Care Investment Trust* に対する買収という 1 件しかない。

の株式を発行する場合には、株主総会の決議が要求される。対象会社は、20%以上の株式を買収者に発行すると、対象会社の支配権が移転する可能性が高いと考えられるため、株主総会決議を要求するのは、上記のアメリカ法に一貫した発想である。たとえ新株第三者割当てによる買収・再編が行われるとしても、株主は、上記の予備的差止命令を利用して、20%以上の新株発行を承認するための株主総会の開催を差し止めることができる。

なお、新株第三者割当てのみによる US-REIT の買収が行われた結果、買収者は、対象会社の全株式を取得することができないため、支配株主として少数株主に対して信託義務を負う。これは、公開買付けの場合と同様の取り扱いを可能にする。現在、新株第三者割当てを含む新株発行は、他の買収・再編の手法を補助するものとして存在している。例えば、買収者の株式を対価とする資産取得<sup>817</sup>または合併の場合には、買収者は、対象会社またはその株主に対して新株を発行することが少なくない。さらに、前述のトップアップ・オプション<sup>818</sup>が利用される二段階買収の場合に、新株第三者割当てが公開買付けとセットで行われることはしばしばある。すなわち、公開買付けによって発行済株式の 90%を超える株式を取得できなかった場合に、対象会社から買収者に対して新株を発行して、略式合併の 90%超過保有という条件を実現させるのである。この場合には、20%以上の新株発行が行われることは通常想定されていない。トップアップ・オプションを利用する目的は、略式合併によって対象会社の株主総会決議を回避することにあるから、20%以上の新株発行を行うと、株主総会決議を回避できなくなる。しかし、トップアップ・オプションが利用される場合には、対象会社の支配権の移転の可能性が高いことから、株主は、第一段階の公開買付けの差止めを内容とする予備的差止命令を申し立てることができる。

## 2.2 合併による場合

---

<sup>817</sup> 資産取得の事例として、2012 年に、AvalonBay Communities と Equity Residential は Lehman Brothers Holdings の全資産を取得した時に、一部の対価（65 億米ドルのうちの 38 億米ドル）として、両社の普通株式を Lehman Brothers Holdings に発行した。

<sup>818</sup> 前掲注（695）及びそれに対応する本文を参照。



合併による買収・再編の場合に、対象会社の支配権の移転を伴うのが一般的である。そのため、合併の対価などの条件について取締役会の同意を得た後で、株主総会で議決権を有する発行済株式の過半数<sup>819</sup>または 2/3 以上<sup>820</sup>の同意を得ることが必要である。そのため、対象会社の株主は、株主総会で投票する前に、合併に関する情報開示が不十分であること、または取締役の信認義務違反などを理由に、裁判所に対して合併を承認するための株主総会の開催の差止めを内容とする予備的差止命令を申し立てることができる。

また、買収者側の株主にとっては、合併が完成する前の段階において、その差止めを申し立てることができる。ただし、例外として、簡易合併の場合、すなわち、買収者（存続会社）の発行済株式数の 20%以上の株式を発行しない合併の場合には、買収者の株主総会による同意が必要ではない<sup>821</sup>ため、買収者の株主は合併の差止めを申し立てることができない。ここにいう「20%以上の株式」という基準は、上記の新株第三者割当ての場合と同じように、買収者について支配権移転の可能性があるかどうかという発想に立つものであると思われる。

さらに、この点は、買収者が子会社を使って、対象会社と子会社を合併させる三角合併の場合においても同様である。すなわち、親会社である買収者は、子会社に 20%以上の株式を発行しない限り、買収者の株主総会による同意は必要ではないため、買収者の株主は三角合併について差止めを申し立てることができない。これに対して、20%以上の株式を発行する場合には、上場規則<sup>822</sup>に従って買収者の株主総会決議を経ることが要求されるため、買収者の株主は、当該株主総会の開催の差止めを内容とする予備的差止命令をもって、三角合併の差止めを求めることができる。

## 2.3 資産取得による場合

---

<sup>819</sup> See 8 Del. Code Ann. § 251(c) and MBCA §§ 11.02, 11.03 (e) .

<sup>820</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §§ 2-104(b)(5), 3-105(e), 8-202(c), 8-501.1(g).

<sup>821</sup> See 8 Del. Code Ann. § 251(f) and Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 3-105(a)(5)(i).

<sup>822</sup> See New York Stock Exchange Listed Company Manual § 312.03 and NASDAQ Rule 5635.

資産取得による買収・再編の場合には、買収者は、対象会社の全部または実質的に全部の資産を取得するとき、対象会社の支配権の移転を伴うのが通常である。ここにいう「実質的に全部」の解釈は、法律に定義規定がないことから、判例に委ねられているが、特別の事情がなければ、50%以下の資産譲渡が実質的に全部の譲渡と解されることはないと思われる。そこで、過半数の資産が取得される場合は、資産取得の対価などの条件について対象会社の取締役会の同意のみならず、株主総会で議決権を有する発行済株式の過半数<sup>823</sup>または2/3以上<sup>824</sup>の同意を得ることが必要である。その場合には、対象会社の株主は、資産取得に関する情報開示が不十分であること、または取締役の信認義務違反などを理由に、資産取得を承認するための株主総会の開催を差し止めることが可能である。

### 3 株式買取請求権が利用されていない原因

#### 3.1 行使範囲についての限定

まず、株式買取請求権は、事後の救済手段として、非常に限定的な場面にしか使えないことは否定できない。日本法では、一般事業会社の反対株主の株式買取請求権の範囲は、①合併、②会社分割、③株式交換・株式移転（①②③は、785-786条、797-789条、806-807条）、④事業譲渡（469-470条）、⑤一定の定款変更（116-117条）、及び一定の端数を生じる株式併合（182の4-182の5条）の場合である<sup>825</sup>が、J-REITの反対株主の投資口買取請求権の範囲は、会社法と異なり、さらに限定されている。すなわち、①投資法人の合併の場合（投信法149条の3、149条の8、149条の13）、②投資口の払戻しに係る規約の変更（同法141条）といった2つの場合のみである（ただし、株式交換・株式移転・会社分割に相当する制度は投資法人には存在しない）。

---

<sup>823</sup> See 8 Del. Code Ann. §271(a).

<sup>824</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §§2-104(b)(5), 3-105(e).

<sup>825</sup> ただし、平成26年会社法改正は、簡易合併等における存続会社等の株主と略式合併等における特別支配株主は、買取請求権を有しないこととする改正を行った（797条1項ただし書き、785条2項2号、797条2項2号）。

この点に関して、アメリカ法は、日本法と非常に似ている。例えば、(1) デラウェア会社法において株式買取請求権が認められるのは、合併の場合と、「定款変更、あらゆる合併、または、全部または実質的に全部の資産の譲渡の場合にも株式買取請求権が発生する」と定款において定められている場合に限られている<sup>826</sup>。ただし、後者のような定款の規定がある会社は非常に少ない。(2) メリーランド会社法において株式買取請求権が認められるのは、①合併、②株式交換、③資産の譲渡 (transfer of assets)、④発行済株式の契約上の権利、及び株主権利へ実質的に不利な影響を及ぼす定款変更 (ただし当該変更の権利が定款で留保された場合、この限りではない) の場合である<sup>827</sup>。また、合併において、株主買取請求権は、原則として対象会社 (消滅会社) の株主に限られるが、次の 2 つの例外の場合に限って、買収者 (存続会社) の株主による買取請求が許容される。1 つは、当該合併が買収者の株式の契約上の権利を著しく変更する場合である。もう 1 つは、当該合併は、買収者の少数株主を締め出すための端株交付合併の場合である<sup>828</sup>。そうすると、株式買取請求権が認められる範囲が合併の場合に限定されているデラウェア会社法と比較すると、模範事業会社法を採用しているメリーランド会社法の方が株式買取請求権が認められる範囲が広い<sup>829</sup>。ただし、メリーランド REIT 法が規定する信託型 REIT<sup>830</sup> (Maryland Real Estate Investment Trust) の株主にも株式買取請求権は付与されているが、その行使できる場面は、信託型 REIT の合併に限定される<sup>831</sup>。そのため、株式交換、資産の譲渡、及び信託約款変更等の場面において、信託型 REIT の株主は、株式買取請求権を行使することができない。この点は、会社型 REIT の株主と異なる。

---

<sup>826</sup> See 8 Del. Code Ann. §§ 262(b), 262 (c).

<sup>827</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 3-202(a).

<sup>828</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 3-202(c)(2).

<sup>829</sup> この点については、ほとんどの州が模範事業会社法のアプローチを採用している。See MBCA §11.02(a).

<sup>830</sup> 前掲注 (600) を参照。

<sup>831</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 8-501.1(j).

さらに、日本法と異なるのは、アメリカ法の市場性株式の例外<sup>832</sup> (market-out exception) 規定がある点である。すなわち、(1) デラウェア州において、反対株主の保有している株式が上場されているか、または、登録株主数が 2000 人を超えている場合には、株式買取請求権が認められない<sup>833</sup>。ただし、この市場性株式の例外に対しては、さらなる例外が 2 つある。第 1 は、対象会社の株主が受け取る合併対価が、①買収者の株式、②他社の株式であって、その株式が上場されているか、または、登録株主数が 2000 人を超えている場合、③端数の株式の代わりに交付される現金、④上記①～③の組み合わせ以外の場合である<sup>834</sup>。典型的には、現金合併の場合、対象会社が上場会社の場合でも株式買取請求権が認められる<sup>835</sup>。第 2 は、子会社の株式を 90%超過保有する親会社が子会社と合併する（略式合併の場合）には、子会社の株主には株主買取請求権が認められる<sup>836</sup>。

(2) メリーランド州において、反対株主の保有している株式が上場されていること<sup>837</sup>、またはオープン型投資会社の株式でありかつ純資産額に基づく基準価額で取引されること<sup>838</sup>は、市場性株式の例外とされる。ただし、この市場性株式の例外に対しては、さらに 4 つの例外がある。第 1 の例外<sup>839</sup>と第 2 の例外<sup>840</sup>は、デラウェア州の場合とほぼ同じである

---

<sup>832</sup> デラウェア州は、1899 年、多数決による合併を認める同時に、株式買取請求権を導入した。当時の株式市場は十分に発達していたわけではなかったという経済的な背景事情を考慮すると、株式買取請求権は、反対株主に流動性を与えることに意義があったといえる。飯田・前掲注 (26) 97 頁を参照。

<sup>833</sup> See 8 Del. Code Ann. §262(b)(1).

<sup>834</sup> See 8 Del. Code Ann. §262(b)(2).

<sup>835</sup> 流動性の提供という視点からすると、合併対価が現金の場合には流動性の問題はない。そのため、この例外の例外が認められる理由として、合併対価の額の公正さが問題となる局面（例えば、支配株主が少数株主を締め出すような利益相反状況における合併の場合）において、少数株主を保護するためであるということが強調されるようになる。飯田・前掲注 (26) 99 頁。

<sup>836</sup> See 8 Del. Code Ann. §262(b)(3).

<sup>837</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §3-202(c)(1).

<sup>838</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §3-202(c)(5).

<sup>839</sup> すなわち、対象会社の株主が受け取る合併対価が、①買収者の株式、②端数の株式の代わりに交付される現金、③上記①と②の組み合わせ以外の場合である。See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §3-202(d)(1).

<sup>840</sup> すなわち、略式合併の場合である。See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §§3-106(d)(2), 3-202(c)(1)(i).

が、第3の例外は、合併が利害関係者取引に該当する場合である<sup>841</sup>。利害関係者取引とは、会社の10%以上の株式を保有する利益関係株主（interested stockholder）または利益関係株主の子会社との間に行われる合併、資産譲渡及び株式交換等を指す<sup>842</sup>。買収者は、対象会社の利益関係株主になった日から5年以内に、原則として利害関係者取引を行うことは禁止される<sup>843</sup>。ただし、取締役会の推薦、80%以上の発行済株式の同意、及び2/3以上の非利害関係株主（disinterested shareholder）の同意という3つの条件が満たされた場合に、利害関係者取引は許容される<sup>844</sup>。この場合において、反対株主の保有している株式は上場株式であっても、株式買取請求権の行使が許される。第4の例外は、①取締役及び執行役（executive officers）は、合併承認日より前の1年間に5%以上の議決権のある株式をあわせて保有した場合、②取締役及び執行役の保有株式は、他の株主の株式と異なる条件で、買収者（その子会社も含む）の株式に転換したことがあり、または転換する予定がある場合である<sup>845</sup>。

---

<sup>841</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §§3-202(c)(1), 3-602. また、メリーランド州は、1989年の事業結合法（Business Combination Act）の制定を通じて、利害関係者取引の概念及びそれに対する規制を会社法に導入した。

<sup>842</sup> 2006年の改正後の模範事業会社法も利害関係者取引（interested transaction）の概念を導入した。これは、利益相反の視点から株式買取請求権の構築を図るためであると考えられる。具体的には、当該会社行為（corporate transaction）が「利害関係者取引」（20%以上の株式を保有する株主との合併や、MBO等）に該当する場合には、市場性株式の例外は適用されず、株式買取請求権が認められる。そして、利害関係者取引に関しては、株式買取請求権の排他性は適用されないこととされた。ただし、通常の利益相反取引の手続きを経れば株式買取請求権の排他性は適用される。See MBCA §§13.01(5.1), 13.02(b)(4), 13.40(b)(3). また、この法改正の背景及び経緯については、飯田・前掲注（26）100頁注11）を参照。

<sup>843</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §3-602(a).

<sup>844</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §3-602(b).

<sup>845</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §3-202(d)(2)(3). 第4の例外は、2008年のメリーランド会社法改正で新たに導入されたものである。市場性株式の例外が存在することから、上場会社の株主にとっては、ほとんどの場合において、株式買取請求権を行使することができない。そのため、2008年の会社法改正は、この点を意識し、株式買取請求の行使範囲を拡大しようとする同時に、上場会社の経営者（取締役と執行役など）の利益相反防止にも手を打つ。

### 3.2 買取価格のコンセプトについての違い

以上の株式買取請求権の行使範囲の違いのみならず、アメリカ法と日本法との間には、買取価格のコンセプトに関する根本的な違いが存在する。それにより、アメリカ法上の株式買取請求権は、企業価値評価の公正性の保護措置として機能しているとはいえない。

まず、日本法の状況についてであるが、平成 17 年の会社法改正は、合併対価の柔軟化によって合併の対価として現金を用いることが可能になり、現金合併に際しては利益の対立が顕在化することから、そのことに対応するために、旧商法で認められた「ナカリセバ価格」以外に、「シナジー反映価格」というコンセプトを導入した。シナジー反映価格とは、シナジー等の企業価値の増加分の適切な分配が反映された買取価格をいう。それにより、合併対価が現金かどうかにかかわらず、合併比率が不当だと主張する（シナジーの分配の程度に不満を持つ）反対株主への救済が与えられる可能性が開かれた<sup>846</sup>。つまり、日本法は、合併から生じるプラスの利益の分配が不当である場合の保護を可能にすること（以下「公正な利益分配保護機能」という）を意識していたからこそ、株式買取請求権が、企業価値評価の公正性の保障措置として位置付けられることになった。

また、支配株主と従属会社が合併を行う場面において、通常は、各会社の取締役が各会社の利益を代表して交渉を行う義務を負う。そして、もしもその交渉に忠実義務違反があれば、取締役が損害賠償責任を負う。これが会社法の一般的な処理である。しかし、日本では、合併の比率が不当であったとしても、従属会社には損害が発生していないし、取締役の義務の内容が不明確であり、取締役の責任を追及することが困難であると考えられている。そこで、支配株主と少数株主との利益が対立する場面における少数株主の保護のための機能を期待して、シナジー反映価格というコンセプトが導入された。つまり、日本法は、上記の公正な利益分配保護機能に加えて、支配株主の忠実義務違反の解決としての損

---

<sup>846</sup> 飯田・前掲注（26）13 頁を参照。

害填補をも株式買取請求権で実現しようとしている<sup>847</sup>。

しかし、アメリカ法における買取価格のコンセプトは、日本法のコンセプトと異なる点が多い。例えば、デラウェア会社法 262 条 (h) 項は、株式買取請求権の買取価格について、「吸収合併または新設合併の遂行または期待 (accomplishment or expectation) から生じる価値のいかなる要素をも除外した、株式の公正な価格 (fair value)」と規定する<sup>848</sup>。また、メリーランド会社法 3-202 条 (b) 項 (3) 号は、株式買取請求権の買取価格について、「対象取引から直接的あるいは間接的に生じるいかなる増価または減価 (appreciation or depreciation) をも除外した、公正な価格 (fair value)」と規定する<sup>849</sup>。以上の買取価格の定義に基づき、アメリカ (特にデラウェア州) の判例法理は、買取価格のコンセプトについて、次の 3 点の内容を構築した。

第 1 に、ナカリセバ価格に基づく継続企業価値の按分比例での株式価値の算定が、買取価格の基本的なコンセプトである<sup>850</sup>。このような株式価値は、買収者としての会社の価値ではなく、株主にとっての継続企業としての会社の価値であると考えられる。つまり、独立当事者間での交渉が行われたならば買収者が設定していただろう買収価格を算定して、

---

<sup>847</sup> 神田・前掲注 (226) 363 頁、神田・前掲注 (250) 5 頁、藤田・前掲注 (250) 284 頁などを参照。

<sup>848</sup> See 8 Del. Code Ann. § 262(h).

<sup>849</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 3-202(b)(3). ただし、利害関係取引の場合に、買取価格の算定方法は、利害関係取引における株主が得た対価の算定方法に準じる。この場合の対価は、一般的には、次の①～④のいずれの最高価額に基づいて算定される。すなわち、①利害関係取引の公表日より前の 5 年間に利害関係株主は株式を取得するために支払った最高価格、②利害関係取引の決定日より前の 5 年間に利害関係株主は株式を取得するために支払った最高価格、③利害関係取引の公表日の市場価格、④利害関係取引の決定日の市場価格である。See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 3-603(b).

<sup>850</sup> この点について、デラウェア州最高裁判所は、1950 年の *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 74 A.2d 71 (Del. 1950) で初めて判断した。すなわち、反対株主の株式の価格は継続企業価値に基づいて評価されるべきであるので、純資産価格を株式買取請求の買取価格に反映させることは、許されないとした。なぜなら、純資産価格は、観念的な清算価値を示すものであって、継続企業価値を示すものではないからである。この判断は、基本的には現在まで引き継がれている。例えば、2000 年の *Paskill Corp. v. Alcoma Corp.*, 747 A.2d 549 (Del. 2000) でも、デラウェア州最高裁判所はこの点を再確認した。

株式買取請求権の買取価格とするというような作業は、アメリカでは行わない<sup>851</sup>。

第2に、買取価格の算定に際しての減額要素として、マイノリティ・ディスカウント<sup>852</sup>と市場性欠如のディスカウント<sup>853</sup>が施されることは基本的にない<sup>854</sup>。そして、上場会社の株式の市場株価にはマイノリティ・ディスカウントが反映されているため、株式価値を算定する際に他の上場会社の市場株価を参照する（すなわち類似会社比準法を用いる）場合には、マイノリティ・ディスカウントを修正する作業が行われる。修正の方法は、市場株価を基に算定された価格に支配プレミアムを上乗せしながら、そのうちのシナジ一分を除外するというものである<sup>855</sup>。一方、日本では、市場株価にはマイノリティ・ディスカウントが含まれているという考え方はあまり意識されずに、市場株価を使って買取価格の算定が行われるのが最近の裁判例の一般的な運用である<sup>856</sup>。

---

<sup>851</sup> 飯田・前掲注（26）107-108頁を参照。

<sup>852</sup> すなわち、少数株主であることを理由に、按分比例での株式価値よりも過小に評価すべきかという問題である。デラウェア州最高裁判所は、*Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, 564 A.2d 1137, 1144-45 (Del. 1989) によって、マイノリティ・ディスカウントが許されないという立場を明らかにした。なぜなら、特定の株主ごとに株式の評価を変えるということは、企業価値の按分比例の分配とは異なってしまうが、株式買取請求権は第三者への売却を憶測によって再現するものではないからである。

<sup>853</sup> すなわち、非上場会社の株式の場合に、市場性の欠如を理由とするディスカウントをする必要があるかという問題である。デラウェア州衡平法裁判所は、*Hodas v. Spectrum Technology Inc.*, No. 11265, 1992 WL 364682 (Del. Ch. 1992) で、市場性欠如のディスカウントを明確に否定した。なぜなら、株式買取請求においては、企業全体の価値を評価してそれを持株数に按分比例で分配すべきという発想があり、株主レベルでのディスカウントをしてはいけないからである。

<sup>854</sup> メリーランド会社法における買取価格の算定も、マイノリティ・ディスカウント（discount for lack of control）と市場性欠如のディスカウント（discount for lack of marketability）を施さない。これらディスカウントは、残りの株主に不公正な財産増加（unjust enrichment）をもたらすおそれがあると考えられるからである。See *East Park Ltd. Partnership v. Larkin*, 167 Md. App. 599, 619-620, 893 A.2d 1219, 1231(2005).

<sup>855</sup> ただし、DCF法等を用いて株式価値を算定する場合に、マイノリティ・ディスカウントの修正は施されない。また、類似会社比準法を用いた場合でも、両当事者がマイノリティ・ディスカウントの修正をしないことに争いが無い事案において、マイノリティ・ディスカウントの修正をしない値を裁判所が採用した例がある。See *Gray v. Cytokine Pharmasciences, Inc.*, No. 17451, 2002 WL 853549 (Del. Ch. 2002).

<sup>856</sup> 飯田・前掲注（26）108-111頁、134頁、192頁を参照。



第 3 に、シナジー等の合併から生じる利益は基本的に考慮されない。デラウェア州の判例法理においては、独立当事者間の交渉の場合<sup>857</sup>であろうが、支配株主が合併当事者となるような利益相反の要素のある場合<sup>858</sup>であろうが、シナジーを除外しなければならないという判断は一貫している<sup>859</sup>。この裁判所の態度は、日本法と対照的である<sup>860</sup>。もっとも、最近、株式買取請求権において、利益相反するかどうかは、買取価格の算定に際して実際の合併価格を考慮するかどうかに現れることがある。すなわち、独立当事者間取引と評価されるような場合には、実際の合併価格が参照される傾向にある。そのうえで、実際の合併価格にはシナジーが含まれていることが多いため、シナジーを除外する作業が行われる。

---

<sup>857</sup> 例えば、*M.P.M. Enterprises, Inc. v. Gilbert*, 731 A.2d 790 (Del. 1999) では、デラウェア州最高裁判所は、「確かに、独立当事者間交渉によって得られた合併価格は公正な価格の重要な指標となる。しかし、株式買取請求権の裁判においては、その合併価格は、会社の継続企業としての価値を示すものであることを証明する証拠がなければ、採用されない」と判示した。つまり、一般的に、独立当事者間の取引の結果による合併価格は、公正な価格のとても強い証拠となるが、合併価格にはシナジーが含まれているところ、シナジーを分配することはデラウェア会社法 262 条 (h) 項に反するので、シナジーが含まれていない価値を合併価格が表現しているという立証がない限り、当該合併価格を考慮することはできないのである。また、この点について、デラウェア州衡平法裁判所は、*Union Illinois 1995 Investment Ltd. Partnership v. Union Financial Group, Ltd.*, 847 A.2d 340 (Del. Ch. 2003) と *Highfields Capital, Ltd. v. AXA Financial, Inc.*, 939 A.2d 34 (Del. Ch. 2007) においても、同様の考え方を示した。

<sup>858</sup> 例えば、親子関係間の現金合併という利益相反の要素が存在する *Montgomery Cellular Holding Corp. v. Dobler*, 880 A.2d 206 (Del. 2005) 事件では、デラウェア州最高裁判所は、買取価格の算定に際してシナジーを除外することをあたかも当然と解しているかのような判示をした。すなわち、親子関係間の合併という、支配株主と少数株主との利益が対立する場面であっても、シナジーの分配は禁止されているというルールが維持されている。日本で議論されているような、子会社株主はその意思と関係なく締め出されるということの公正さを考慮して、シナジーを買取価格に含めるべきだという問題意識は、本判決にまったく登場しない。

<sup>859</sup> メリーランド州の裁判所も、「いかなる増価または減価をも除外」という法規定に基づき、シナジー等の合併から生じる利益を基本的に考慮しない。また、買取価格の算定基準日後に発生したイベントであるが、基準日の時点で既に存在していることと証明された場合には、裁判所は、このイベントの影響を考慮した例がある。See *Froelich v. Senior Campus Living, LLC*, 355 F.3d 802, 812 (4th Cir. 2004). メリーランド法の算定基準日は、株主総会が合併を承認した日とする。ただし、略式合併の場合の算定基準日は、株主への通知日とする。See *Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns* §§ 3-202(b)(1), 3-106(d)(1).

<sup>860</sup> 飯田・前掲注 (26) 151-153 頁を参照。

ただし、実際の合併価格にシナジーが含まれていないことが認定される場合には、実際の合併価格をそのまま用いることもある<sup>861</sup>。他方、支配株主が合併当事者となる利益相反の場合においては、基本的に、実際の合併価格は無視される。そして、DCF 法等の算定方法を用いてシナジーを含めないように買取価格が算定される。ただし、利益相反の要素のある買収であっても、有効なマーケット・チェックを経て独立当事者間取引で行われたと評価される場合には、実際の合併価格が買取価格の算定の最も重要な証拠となる<sup>862</sup>。マーケット・チェックを受けているかどうかは、かなり厳格に判断される<sup>863</sup>。

以上の日米の株式買取請求権の行使範囲及び買取価格のコンセプトにおける相違点からわかるように、日本法では、取締役や支配株主の忠実義務違反を理由にした買収・再編の差止めや損害賠償責任は認められにくいといった他の保障措置の貧弱さが意識されて、シナジーの分配も認めることで株式買取請求権による事後的介入を強化しようとしていると分析できる<sup>864</sup>。しかし、アメリカ法では、買収・再編の差止めや損害賠償責任が直接問われる可能性があるため、そもそも「シナジー反映価格」というコンセプトを株式買取請求権は含まないし、公正な利益分配保護または忠実義務違反の損害填補のような機能も株式買取請求権には期待されていないのである。したがって、アメリカ法上の株式買取請求権

---

<sup>861</sup> 例えば、Prescott Group Small Cap LP v. The Coleman Corp., No. 17802, 2004 WL 2059515 (Del. Ch. 2004)では、デラウェア州衡平法裁判所は、合併の前に行われた独立当事者間での支配株式の譲渡価格を用いて買取価格を算定した。

<sup>862</sup> See Global GT LP v. Golden Telecom, Inc., 993 A.2d 497 (Del. Ch. 2010). 本件では、デラウェア州衡平法裁判所は、利益相反の要素があっても独立当事者間の取引と評価できる場合というのは、有効なマーケット・チェックを経ているという場合だと判示した。しかし、本件合併は、形式的にオークションを経ているに過ぎなかったり、単に特別委員会が支配株主と買取価格の引き上げの交渉をしているに過ぎなかったりすることなど、有効なマーケット・チェックを経していない理由で、独立当事者間の取引と評価されなかった。

<sup>863</sup> 例えば、利益相反の要素のある買収の交渉プロセスにおいてオークションを経ている、期間が短かったり、秘密情報の共有が十分になされていなかったりする場合には、合併価格にウェイトを置いて買取価格を算定せず、DCF 法等の算定方法を用いて算定される。See Gholl v. eMachines, Inc. No. 19444, 2004 WL 2847865 (Del. Ch. 2004).

<sup>864</sup> 藤田・前掲注（847）261 頁、284 頁を参照。

は、企業価値評価の公正性の保護措置として機能している中心的な権利であるとはいえない。

#### 4 損害賠償責任の追及の可能性及び注意点

これまで見てきたように、US-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性の保障措置は、基本的には、裁判所による買収・再編の差止めといった事前の予防手段を中心とする。しかし、対象会社の株主としては、取締役の信託義務違反を根拠として裁判所に救済を申し立てるにあたり、事後の救済手段として、取締役に対する損害賠償責任を追及することも、十分に考えられるところである。それに、利用場面が限定される上記の株式買取請求権と異なり、どのような実現方法で買収・再編が行われても、対象会社の株主は、取締役の信託義務違反などを立証できれば、損害賠償責任を追及することが可能である。また、上述したとおり、対象会社は買収者に対して損害賠償責任を追及することも考えられる。買収者の損害賠償責任を追及する場面としては、次の2つが考えられる。1つは、独立当事者間の買収・再編の場合において、対象会社の取締役の信託義務違反を協助 (aided) または教唆 (abetted) したことを根拠に、買収者の損害賠償責任を追及することである<sup>865</sup>。

---

<sup>865</sup> メリーランド法では、原告は、協助と教唆を主張するために、次の3つの要件を立証しなければならない。すなわち、①主犯 (principal) は不法行為またはその他の法律違反をしたこと、②協助者 (aider) と教唆者 (abettor) は上記の法律違反を知ったこと、③協助者と教唆者は主犯の不法または違法な行為の従事に対して、実質的な援助 (substantial assistance) または激励 (encouragement) を提供したことである。See *Alleco., Inc. v. Harry & Jeanette Weinberg Found., Inc.*, 340 Md. 176, 186, 665 A.2d 1038, 1043 (1995).

株主は、取締役 (受託者) の信託義務違反の協助 (aiding) と教唆 (abetting) を理由に、買収者の損害賠償責任を追及する例としては、以下の⑬Fox v. Riverview Realty Partners 事件がある。これは、対象会社 PGRT の B 種類株主 Fox は、PGRT の受託者及び執行役が不公正な対価で Five Mile に新しい普通株式を発行したこと (以下「本件新株発行」という) について、受託者及び執行役の信託義務違反を追及する事件である。Fox の主張には、Five Mile は受託者及び執行役の信託義務違反の援助と教唆を行った内容もある。裁判所は、Fox が Five Mile による「実質的な援助」または「激励」の提供を立証していないことから、当該主張を却下した。

具体的には、Fox は、「Five Mile は故意の激励・刺激及び実質的な援助をもって、不公正な新株発行に関与した」と述べたが、これは、上記③要件の要素を列挙しているにすぎないのである。Fox による唯一の具体的な主張は、Five Mile が「リテンション (retention) とインセンティブ・プラン (incentive plan) の報

もう 1 つは、支配株主による買収・再編の場合において、支配株主の少数株主に対する信託義務違反を根拠に、買収者の損害賠償責任を追及することである。なお、後者の場面では、買収者の支配下にある取締役の損害賠償責任が追及されることがより一般的である。

#### 4.1 独立当事者間の買収・再編の場合

しかしながら、現実には、取締役に対する損害賠償責任の追及という保障措置は、独立当事者間の買収・再編の場面で利用されにくい傾向がある。その原因の 1 つは、アメリカにおいて定款による取締役の責任の免除という法制度が確立している点にある。例えば、デラウェア州は、1986 年の会社法改正で 102 条 (b) 項 (7) 号を制定し、定款による取締役の責任の免除制度を確立した<sup>866</sup>。また、メリーランド会社法及びメリーランド REIT 法にも、デラウェア会社法と類似する責任の免除制度がある<sup>867</sup>。以下では、主にデラウェア会社法 102 条 (b) 項 (7) 号を対象に、定款による取締役の責任の免除制度の内容及び影響を考察する。

同号は、株主の同意を得て会社の定款に定めを設けることを条件に、取締役が信託義務に違反することによって会社または株主に対して負う損害賠償責任を、一定の適用除外事由に該当しない限りは、事前に免除することを認めるものである。そして、同号の制定を受けて、その後のデラウェア州の大半の会社では、定款において取締役の損害賠償責任を免除する規定を実際に設けるようになった。したがって、定款において取締役の責任免除の規定を設けている今日のデラウェア州の大半の会社では、会社の損害に基づく株主代表訴訟であれ、株主の損害に基づく株主による直接訴訟であれ、株主が取締役の注意義務違

---

酬提供を PGRT の執行役に約束したことで」、執行役の信託義務違反を激励したということである。しかし、Five Mile が当該報酬を執行役に提供したのは、2011 年合併の時 (2 月) のことである。そして、この合併は失敗した。Fox の主張では、本件新株発行の時 (10 月) に、Five Mile が同じような報酬提供を執行役に約束したという内容が見つからない。それによって、裁判所は、Fox による協助と教唆の主張を却下した。

<sup>866</sup> See 8 Del. Code Ann. § 102(b)(7).

<sup>867</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §§ 2-104(b)(8), 2-405.2, 8-601(b). メリーランド会社法における責任の免除制度の法規定及び裁判例は、後掲注 (1332) と注 (1333) 及びそれらに対応する本文を参照。

反を理由に取締役に対して損害賠償責任を追及する場合には、当該株主の訴えは、被告である取締役の申立てに応じて、本案審理に移行することなく裁判所によって却下されることになる<sup>868</sup>。これに対して、定款において取締役に対する責任の免除が規定されている会社であっても、買収・再編の差止めという保障措置については、取締役の注意義務違反を根拠に申し立てることが当然に可能である。

もっとも、デラウェア会社法は、同時に、取締役の会社または株主に対する忠実義務違反、不誠実な行為、意図的な不正行為、故意の法令違反、同法 174 条に規定された行為、または取締役が不適切な個人的利益を得た取引が問題となる場面では、定款による取締役の責任の免除は認められないとして、同法の適用除外事由を設けている。そのため、原告としては、取締役に対して損害賠償を求める訴えを提起するのであれば、被告である取締役の行為は、忠実義務違反または誠実義務違反などに該当するものであると主張することで、訴えの却下を免れようとするだろう<sup>869</sup>。しかし、株主と取締役との間の潜在的な利益相反関係<sup>870</sup>の存在を指摘するだけでは、取締役の忠実義務違反が問題となる場合には該当しないものと評価されており<sup>871</sup>、また誠実義務違反と評価されるような取締役の行為もきわめて限定的に解されている<sup>872</sup>。さらに、原告から具体的な事実の主張がなされない限りは、取締役側には同法の適用除外事由の不存在を立証する責任はない<sup>873</sup>。こうした点を踏まえれば、独立当事者間の買収・再編の場合では、同法の適用除外事由の解釈についても、その立証責任の所在についても、通常の実務取締役の経営判断の場面とほとんど変わらない運

---

<sup>868</sup> See *Malpiede v. Townson*, 780 A.2d 1075, 1092 (Del. 2001).

<sup>869</sup> 白井・前掲注（666）430-431 頁。

<sup>870</sup> 株主と取締役との間の潜在的な利益相反関係については、後掲（1194）と注（1195）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>871</sup> See *McMillan v. Intercargo Corp.*, 768 A.2d 492, 503-504 (Del. Ch. 2000).

<sup>872</sup> See *Lyondell Chemical Corp. v. Ryan*, 970 A.2d 235, 237 (Del. 2009).

<sup>873</sup> See *Malpiede*, at 1095 n.71; *Emerald Partners v. Berlin*, 787 A.2d 85, 92 (Del. 2001).

用がなされているものと評価できる<sup>874</sup>。そして、このことは、US-REIT の買収・再編における対象会社の取締役の責任が問題となる場面であっても、基本的には変わるところはない。

#### 4.2 支配株主による買収・再編の場合

ここで注意する必要があるのは、損害賠償責任の追及は、全く利用されていないというわけではないことである。例えば、支配株主による買収・再編の場面では、対象会社の支配株主または取締役に対する損害賠償責任の追及が、少数株主により主張されることが多い<sup>875</sup>。救済の手段の内容に関してこのような違いが生じる原因としては、定款における取締役の損害賠償責任の免除の規定の適用の有無が大きく関係すると考えられる。すなわち、独立当事者間の買収・再編の場合では、定款によって取締役の損害賠償責任の免除が認められている会社において、株主が取締役の損害賠償責任を追及するためには、取締役の忠実義務違反などの具体的な事実を立証しなければならない。これに対して、支配株主による買収・再編の場合では、原告である株主が支配株主の忠実義務違反を立証することは比較的容易である<sup>876</sup>ため、定款による取締役の免除が認められている会社であっても、支配株主またはその支配下にある取締役に対して損害賠償責任を追及することは可能である<sup>877</sup>。

---

<sup>874</sup> 白井・前掲注（666）440 頁。

<sup>875</sup> デラウェア会社法の裁判例としては、Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701 (Del. 1983) と Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc. 638 A.2d 1110 (Del. 1994) などがある。また、US-REIT の買収・再編の裁判例としては、⑩Swope v. Quadra Realty Trust, Inc.事件と⑬Fox v. Riverview Realty Partners 事件などがある。

<sup>876</sup> デラウェア州最高裁判所は、2001 年の Emerald Partners v. Berlin 判決において、「完全な公正の基準が審査基準として適用される場合には、デラウェア会社法 102 条 (b) 項 (7) 号に基づいて被告である取締役の損害賠償責任が免除されるかどうかは、責任の根幹が判断された後で初めて判断されることになる」と判示した。See Emerald Partners, at 94. つまり、支配株主による買収・再編の場合では、まずは取締役側で問題となっている取引の公正さについて立証する必要があり、取引の公正さを立証できない場合に初めて、立証できないことの原因が取締役の注意義務違反のみにあるかどうかを判断することになる。白井・前掲注（666）439 頁注 1601)。

<sup>877</sup> 白井・前掲注（666）418 頁注 1520) を参照。

そして、支配株主による買収・再編の場合で、取締役の忠実義務違反の有無を審査するに際して、基本的に「完全な公正の基準<sup>878</sup>」が適用される。一般に、完全な公正の基準において要求される公正な価額の算定方法は、信託義務違反に基づく原状回復的損害賠償（rescissory damages）が認められる例外的な場面を除けば、株式買取請求権の行使によって対象会社の株主が請求できる公正な価格（fair value）の評価方法に等しいと理解されている<sup>879</sup>。完全な公正の基準の「公正な価額」と株式買取請求権の「公正な価格」とは、その算定方法の点において基本的に違いはないが、取締役の忠実義務違反に基づく訴訟の提起と株式買取請求権の行使とでは、クラス・アクションの利用の可否の点などの権利行使の際の手続面において重大な違いが存在するため、アメリカでは、株式買取請求権は実際にあまり利用されていないと指摘されている<sup>880</sup>。

## 5 小括

以上の対比から、REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性問題に関して、日本法は、投資主の選択自由権の強弱を基準としているのに対して、アメリカ法は、対象会社の支配権の移転の有無を基準としていることが明らかになった。それでは、アメリカ法では、買収・再編の差止めを通じて、具体的にはどのような内容の規律付けを実現しているのでしょうか。この点について考察することは、J-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性問題のあり方を模索するうえでも、非常に有益である。なぜならば、アメリカの裁判所において実現されている買収・再編の差止めの具体的な内容は、日本よりも企業買収に関する歴史が長く、取引事例も豊富なアメリカが、REIT の買収・再編において生じる問題に長年にわたって取り込むことで、最終的に導き出した知恵の結晶であるという側面を有するからである。そして、REIT の買収・再編における法制度の整備にまだ着手した

---

<sup>878</sup> 完全な公正の基準の詳細については、後掲注（960）から注（965）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>879</sup> See *Alabama By-Products Corp. v. Neal*, 588 A.2d 255, 258 n.1 (Del. 1991).

<sup>880</sup> 白井・前掲注（666）230 頁を参照。

とはいいい難い状況にある日本としては、何よりもそのような経験に基づく知恵が不足していることは否めない。そこで、本節以下では、アメリカの裁判所による買収・再編の差止めに関する判断を通じた企業価値評価の公正性確保に焦点を当てて考察を進める<sup>881</sup>。

---

<sup>881</sup> また、損害賠償責任の追及という保障措置は、買収・再編における取締役の利益相反問題と関連する点が多いことから、それに対する考察は、本章第四節の「US-REIT の買収・再編における利益相反問題」という部分で取り扱うこととする。



## 第二款 アメリカの予備的差止命令に関する基礎的考察

### 1 アメリカの差止命令及びその分類

差止命令 (injunction) は、申立人に生じる回復不能の損害 (irreparable injury) を防止するため、被申立人に作為または不作為を命じるエクイティ上の救済である。差止命令には、永久的差止命令 (permanent injunction) と中間的差止命令 (interlocutory injunction) の2種類がある。永久的差止命令は、本案について完全な審理をして出されるものであるのに対して、中間的差止命令は、本案について完全な審理をする前に、中間的・暫定的に出されるものである。また、命令の内容から、禁止的差止命令 (prohibitory injunction) と命令的差止命令 (mandatory injunction) に分類できる。前者は、相手方に行為の禁止のみを命じるものであり、後者は、相手方に行為の禁止だけを求めるのではなく、新たな行為を命じるものである。

中間的差止命令として、アメリカの連邦民事訴訟規則 65 条 (Federal Rules of Civil Procedure 65) は、予備的差止命令<sup>882</sup> (preliminary injunction) と仮制止命令<sup>883</sup> (temporary restraining order) の2つを規定している。前者は相手方に通知をし、審尋手続 (hearing) をしたうえで発令される<sup>884</sup>。後者は相手方に通知が出されずに一方的な手続 (ex-parte proceeding) によって発令されることもある。しかし、会社訴訟においては、通知の免除を受けるための説得力ある理由を示すことは非常に困難であり、裁判所がそれを認めることは極めてまれであるといわれている。予備的差止命令は、仮制止命令が出された次の段階での保全処分であるが、予備的差止命令は必ずしも仮制止命令が先行していることは必要でなく、予備的差止

---

<sup>882</sup> See Fed. R. Civ. P 65(a).

<sup>883</sup> See Fed. R. Civ. P 65(b).

<sup>884</sup> なお、中間的差止命令は、多くの場合、禁止的差止命令であり、一般的に予備的差止命令は、本案審理 (trial) まで現状維持 (status quo) を求める点では、禁止的差止命令が典型である。吉垣実「アメリカ会社訴訟における中間的差止命令手続の機能と展開 (1): 予備的差止命令と仮制止命令の紛争解決機能」大阪経大論集 62 巻 4 号 53 頁、59 頁。

命令の申立てからスタートすることもできる<sup>885</sup>。

差止命令は、予防的な救済の手段として、その影響力が強く、かつ広範な救済がなされるため、命令の認否により深刻な問題が生じる。ゆえに、差止命令は特別な救済とされ、発令には慎重な考慮が必要とされてきた。もっとも、2003年から2006年の間に公表された連邦裁判所における予備的差止命令事例のうち約40%が認容されており、企業買収・再編、営業秘密の不正使用、特許権・著作権・商標権の侵害、独禁法や競業避止契約の違反、その他の不正競争に対して広く差止命令が認められているとのデータがある。これをふまえ、社会変革、技術革新及び法改正ラッシュが続くこの時代において、差止命令は、かつての「非常の救済」から「標準的な救済」に変わったとの指摘もなされている<sup>886</sup>。

## 2 予備的差止命令の法的性質及び機能

予備的差止命令は、完全な審理を経たうえで出されたる判決を待っている回復不能の損害を防止するために、判決が出るまで現状を維持するために機能する命令であり、非常性、緊急性、暫定性及び裁量性という4つの性質を有している<sup>887</sup>。まず、非常性については、予備的差止命令の発令要件の厳格化と差止内容の必要最小限化を意味している。次に、緊急性について、予備的差止命令は、急迫の事態に対応すべく簡易迅速な手続きで発せられるが、十分な証拠収集と審理がなされていないため誤判の危険が高い。発令しなければ申立人に不当な損害を与える危険が生じ、発令により被申立人に不当な損害を与える危険が生じる。裁判所は、この対立する危険を利益衡量する必要に迫られる。また、暫定性については、予備的差止命令の効力は、変更されない限り、本案について最終的な判断がなされるまで持続するという意味である。ただし、それが認容されるかどうかにかかわらず、

---

<sup>885</sup> 石川正「アメリカにおける民事保全」中野貞一郎＝原井龍一郎＝鈴木正裕編『民事保全講座〔第1巻〕』（法律文化社・1996年）181頁。

<sup>886</sup> Kirstin Stoll-Debell, Nancy L. Dempsey & Bradford E. Dempsey, *Injunctive Relief: Temporary Restraining Orders and Preliminary Injunctions*, Amer. Bar Assn., 2-3 (2010).

<sup>887</sup> 吉垣実「アメリカ会社訴訟における中間的差止命令手続の機能と展開（3）：予備的差止命令と仮制止命令の紛争解決機能」愛知大学法学部法経論集193号76-81頁。

事件は本案審理（trial）に進まない。そして、命令を認めるかどうかは、裁判所の裁量事項とされる。これが裁量性である。

イギリスにおいては、予備的差止命令事例 100 件のうち 99 件は本案審理に進まないといわれている<sup>888</sup>。アメリカにおける予備的差止命令に関する統一的なデータは見当たらなかったが、デラウェア州衡平法裁判所<sup>889</sup>における予備的差止命令の実務も同じような傾向にあるといえる<sup>890</sup>。本案審理に進むことなく事件が予備的差止命令の審理において事実上解決されることに対する批判は見当たらない。その理由として、本案審理前の予備的段階（pre-trial stage）で証拠開示（discovery）までカバーしている<sup>891</sup>ため、通常の一般事例と同様との認識がなされていること、予備的差止命令手続における審理が充実したものであるため、そこでなされた判断を覆すために本案に進むことが意味を持たないこと等が挙げられるが、主たる理由は後者であろう。特に、裁判所が本案勝訴の合理的可能性を認めた場合、両当事者は、申立人の地位が強化されたと受け止めるようである。そうすると、申立人は、勝訴的な和解に持ち込もうとするであろうし、被申立人は、さらなる訴訟費用の支出や努力を避け、和解を検討することになる<sup>892</sup>。予備的差止命令に関する裁判所の判断は、

---

<sup>888</sup> David Bean, *Injunction*, Sweet & Maxwell, 24 (3.01) (8th ed. 2004).

<sup>889</sup> デラウェア州は、会社法事件については二審制を採用しており、一審はデラウェア州衡平法裁判所（Delaware Court of Chancery）、二審（最終審）がデラウェア州最高裁判所（Delaware Supreme Court）となる。

<sup>890</sup> Craig W. Palm & Mark A. Kearney, *A Primer on the Basics of Directors' Duties in Delaware: The Rules of the Game (Part I)*, 40 Vill. L. Rev. 1357 (1995).

<sup>891</sup> アメリカの訴訟は審理手続に入ってしまうと、陪審員による集中審理の連続であることから、そのときまでに原告と被告双方の証拠や証言を十分に準備しておかなければならない。アメリカでは訴訟は公正に争うものとされており、証拠や証人を相手に知らせないで、抜き打ちに法廷に提出することは基本的に許されない。このために、双方がもつ情報を予備的段階の期間中に開示し合うように命じるのが証拠開示である。

<sup>892</sup> 証拠開示において確定された事実は、後の審理手続において、争いのないものとして扱われ、さらに立証する必要がないものとして扱われる。このように、審理前段階で証拠開示が徹底して行なわれると、予備的差止命令の申立人と被申立人は、相手方がどの程度のカードを持っているかが分かり、本案での勝ち負けが予測できる。そのため、本案の審理手続に進まない段階で和解するインセンティブが生まれる

訴訟の帰趨を暗示するものといえる<sup>893</sup>。

### 3 アメリカ法の予備的差止命令が日本の会社法への影響

アメリカ法の予備的差止命令に類似するものとしては、日本法の仮処分の制度がある。近時、会社及び REIT 関係の重要な問題をめぐる紛争の処理を図るために、仮処分を用いて法的救済を求める事例が顕著に見受けられる。大型企業統合紛争に関する事例や上場企業の新株発行・新株予約権発行差止仮処分事例など、社会的にも注目を浴びた事件が目立っている。これらの事例は、緊急性の高い場合が多く、主に時間的制約との関係から本案訴訟ではなく仮の地位を定める仮処分手続に法的救済の場を求める必要性が要請されるという事情がある。また、申立ての対象となる仮処分のほとんどが満足的仮処分<sup>894</sup>であり、仮処分の本案代替化といわれる現象が生じている代表分野の 1 つであるといえる。そこでは仮処分決定をもって紛争が解決されることから、商事仮処分の紛争解決機能が重要な意味を持っている<sup>895</sup>。

また、日本の会社法がデラウェア会社法を参考にしていること<sup>896</sup>から、会社訴訟においてアメリカの差止命令にならって採用される制度も少なくない。例えば、会社法 360 条（取締役の違法行為の差止制度、旧商法 272 条）は、昭和 25 年の商法改正により、アメリカの差止命令にならって採用された制度である<sup>897</sup>。会社法 210 条（不公正発行の差止制度、旧商法 280 条ノ 10）の規定も、アメリカの差止命令にならって、昭和 25 年に設けられたもの

---

<sup>893</sup> 吉垣実「アメリカ会社訴訟における中間的差止命令手続の機能と展開（2）：予備的差止命令と仮禁止命令の紛争解決機能」大阪経大論集 62 巻 5 号 63-64 頁。

<sup>894</sup> 仮の地位を定める仮処分は、「満足的仮処分」とも呼ばれる。本案訴訟の決着まで現状のまま推移すれば、著しい損害等を生ずるおそれがある場合に、この現在の危険に対して直ちに被保全権利の内容に適合する仮の状態を形成する。本案訴訟の決着を待たずに、ほぼ請求権を満足するのである。

<sup>895</sup> 吉垣・前掲注（884）46-47 頁を参照。

<sup>896</sup> 岩原紳作「新会社法の意義と問題点 I 総論」商事法務 1775 号 6 頁を参照。

<sup>897</sup> 大森忠夫＝矢沢惇編『注釈会社法（4）：株式会社の機関』（有斐閣・1968 年）553 頁〔北沢正啓〕。落合誠一編『会社法コンメンタール〈第 8 巻〉機関（2）』（商事法務・2009 年）128 頁〔岩原紳作〕。

である<sup>898</sup>。また、会社法の差止制度と民事保全法の仮処分制度との関係について、会社法の差止制度は、即時差止の必要性の要件までを規定しており、民事保全法 23 条（旧民事訴訟法 760 条）の適用を必要としないとの見解があるが、沢元判事は、会社法の差止制度は全部的満足を許す仮処分を明文上認めた一例ということができる<sup>899</sup>。

#### 4 予備的差止命令の発令手続

連邦裁判所において差止的救済を取得する手続きについては、連邦民事訴訟規則 65 条が規定する。当事者は当該規則に基づいて申立手続を進めることになるが、各裁判所のローカル・ルール（local court rules）の存在も軽視してはならない。場合によっては、ローカル・ルール違反のみを理由に申立てが却下されることもある。また、予備的差止命令の救済は、係属する訴訟に関連してのみ認められる。したがって、予備的差止命令の救済の申立書を提出する前にまたはそれと同時に訴状を提出していなければならない<sup>900</sup>。すなわち、予備的差止命令は、本案訴訟の提起を前提として発令される命令である<sup>901</sup>。

##### 4.1 予備的差止命令の申立て（motion）

予備的差止命令の申立ては、独立の申立て（separate motion）によるべきであり、訴訟中の請求趣旨申立て（prayer）<sup>902</sup>に含ませるべきではない。これは適切な実務慣行及び連邦民事訴訟規則 65 条（a）項（2）号の解釈として多くの裁判所が示唆するところであるが、連邦地方裁判所のローカル・ルールの中にはこれを明文で定めるところがあり、かかる規則

---

<sup>898</sup> 大森忠夫＝矢沢惇編『注釈会社法（5）：新株の発行』（有斐閣・1968年）175頁〔近藤弘二〕。酒巻俊雄＝龍田節『逐条解説会社法〈第3巻〉株式2：新株予約権』（中央経済社・2009年）141頁〔伊藤靖史〕。

<sup>899</sup> 沢栄三『アメリカにおけるインジャクション手続の実際について〔在外研究報告第1号〕』（最高裁判所事務総局・1957年）82-83を参照。

<sup>900</sup> See 1-7 Federal Litigation Guide §§7.13, 7.30.

<sup>901</sup> 吉垣実「アメリカ連邦裁判所における予備的差止命令と仮制止命令の発令手続（1）：わが国の仮処分命令手続きへの示唆」愛知大学法学部法経論集 201 号 39-41 頁を参照。

<sup>902</sup> prayer for relief とは、特定の救済（relief）や損害賠償（damage）を求める、裁判所に対する請求であって、訴答の最後に提示されるものをいい、しばしば prayer と略称される。Bryan A. Garner, *Black's Law Dictionary* (10th ed), at 1365.

の不遵守は、それ自体で申立却下を正当化するものとされる。実務において、一般的には、予備的差止命令の申立ては、独立の文書として提出すべきであり、訴状中の救済請求の一部として求めるのでは不十分であるとされる<sup>903</sup>。

また、申立人は、申立書を提出する。申立人は、命令案 (proposed order for injunctive relief) を提出することが多い。ただし、常に命令案の提出が要求されているわけではないので、その必要の有無を調査しなければならない<sup>904</sup>。一般的に、予備的差止命令の申立てを理由付けるため、意見書 (memorandum of law) の提出が必要とされる<sup>905</sup>。意見書とは、法的主張やそれを支える判例法などをまとめた簡潔な文書である。意見書は、宣誓供述書 (affidavit) や他の証拠方法を根拠として引用しつつ、事実と法とを適切に統合して、できる限り完全なものとしなければならない<sup>906</sup>。

#### 4.2 予備的差止命令の通知 (notice)

予備的差止命令の申立てに関する通知は、一般的に、連邦民事訴訟規則 65 条 (a) 項 (1) 号が規律する。しかし、連邦や州の制定法が特別の規制をしていることもある。予備的差止命令の申立人は、申立てに反論する公正な機会を相手方に与えるため、すべての相手方当事者に通知しなければならない。この要件は、強行的 (mandatory) である<sup>907</sup>。通知の内容・方法については、連邦民事訴訟規則に規定が存在しないため、本案裁判所が各事案の状況に即して、その裁量で決定すべきものとされる。相手方にどの程度の準備期間を与えれば十分であると評価されるのかは、事件の複雑性や相手方の住所、両当事者の通知前後

---

<sup>903</sup> Stoll-Debell, *supra* note 886, at 203-204.

<sup>904</sup> See 1-7 Federal Litigation Guide § 7.32. また、命令案の提出には、いくつかのメリットがある。第 1 に、命令案を準備する際、代理人はその裁判所の規則や実務を知ることができる。第 2 に、代理人は救済として何を求めるのかを明確にする必要に迫られる。そして、第 3 に、命令案は裁判所に当該事件が進むべき方向性を示すことに役立つ。Stoll-Debell, *supra* note 886, at 205.

<sup>905</sup> See 1-7 Federal Litigation Guide § 7.32.

<sup>906</sup> 吉垣・前掲注 (901) 42-45 頁を参照。

<sup>907</sup> Stoll-Debell, *supra* note 886, at 213-214.

の行動などに左右されるため、一概には言えない<sup>908</sup>。

連邦民事訴訟規則 65 条 (a) 項 (1) 号は、「相手方当事者 (adverse party)」への通知を要求するが、具体的にどのような者が「相手方当事者」なのかについて言及していない。裁判所は、同号のいう「相手方当事者」を単なる訴訟の反対当事者 (opponent) ではなく、当該差止命令により不利益な影響を受けるすべての当事者と解している<sup>909</sup>。

### 4.3 迅速化された証拠開示 (expedited discovery)

#### 4.3.1 迅速化された証拠開示とは

証拠開示の迅速化とは、証拠開示手続きにおける一般的な現象である。予備的差止命令の申立てに際しての利用は、その典型的な利用の 1 つで、相手方への負担も考慮すると、迅速化の必要性和開示範囲の相当性は厳しく問われることになる。予備的差止命令の審理において提出された証拠はすべて、本案の記録の一部となる<sup>910</sup>。予備的差止命令の勝敗は、著しく高額な対価を伴うことがあり、またしばしば紛争の帰趨を左右する<sup>911</sup>。このような事情から、当事者が自己の主張をより強化すべく、予備的差止命令の段階において証拠開示を利用しようとするのがよくある。予備的差止命令は緊急の手続きという性質上、証拠開示を利用できる時期と時間は制限される。そのため、証拠開示過程の迅速化が必要となる<sup>912</sup>。

当事者は、迅速化された証拠開示を求める前に、その有用性を考慮する必要がある。適

---

<sup>908</sup> 多くの裁判所は 1 日～3 日前の通知でも規則 65 条 (a) 項 (1) 号の要求する十分な通知となり得ると解釈しているようである。また、第 5 巡回区控訴裁判所は、少なくとも審理日の 5 日前の通知が必要であると解している。

<sup>909</sup> 吉垣・前掲注 (901) 46-55 頁を参照。

<sup>910</sup> See Fed. R. Civ. P 65(a)(2).

<sup>911</sup> また、会社訴訟においても、予備的差止命令は最も強力な救済であるといわれており、競争相手などのお違法行為により損害を受けている会社は、本案審理までの間、回復不能の損害を防止するために、予備的差止命令という暫定的救済によって違法行為を差し止めることができる。

<sup>912</sup> 予備的差止命令の申立てに先立って、本案手続における証拠開示 (いわゆる初期開示 : Fed. R. Civ. P26 (a)(1)) が行われている場合には、その情報が予備的差止命令の手続きにおける立証に役立つことになる。

切な利用により、立証責任を果たすための証拠や反証のための証拠を収集でき、また和解交渉を促進させるかもしれない。逆に、不用意な利用により、手続きを遅延させ、慎重に取り組むべき事実上の争点があるかのように裁判所に印象付けてしまう危険もある。また、一方当事者の証拠開示の要求が認められると、相手方当事者の同様の要求も認められる可能性が高い。この相互的証拠開示（reciprocal discovery）の可能性、時期、費用、内容を考慮する必要がある。ほとんどの事例において、一定の証拠開示は意味を持つ。特に、基礎となる事実が急激に変化している事例においては、迅速化された証拠開示は有益である。反対に、すでに十分な証拠を持っている場合や、争点が事実上のものではなく法律上のものである場合には、証拠開示は有用ではない<sup>913</sup>。

#### 4.3.2 迅速化された証拠開示の手続き

連邦民事訴訟規則 26 条（d）項によれば、当事者は、当事者間の合意または裁判所の命令がない限り、同条（f）項の証拠開示協議の前には何人に対しても証拠開示を要求できない。したがって、証拠開示を迅速化させる最も簡単な方法は、証拠開示の時期について相手方と合意することである<sup>914</sup>。しかし、相手方と合意できなければ、裁判所の命令を得なければならない<sup>915</sup>。

迅速化された証拠開示の申立ては、求める証拠開示の範囲と性質を、できる限り明確に特定し、予備的差止命令案と審尋の希望日を添えて提出する必要がある。裁判所は、やむを得ない状況を除き、相手方当事者への通知なしに迅速化された証拠開示の申立てを認容

---

<sup>913</sup> See 2-11 Federal Litigation Guide § 11.08[1]. ということは、予備的差止命令は、最終審理において裁判所が当該紛争につき効果的な判断を可能ならしめるため、係争中の実体関係を保全し得るというメリットがある。しかし、勝敗が際どい事件や、敗訴の可能性が高い事件における予備的差止命令の申立ては、被申立人に自己の弱点を知らしめ、本案審理における自己の証拠に対する攻撃力を強化させてしまうというデメリットもある。Andrew Muscato, *The Preliminary Injunction in Business Litigation*, 3 N.Y. U. J. L. & Bus. 672 (2006-2007).

<sup>914</sup> See Fed. R. Civ. P. 29.

<sup>915</sup> See 2-11 Federal Litigation Guide § 11.07[1].



しない。相手方当事者は、求められた情報が、高度な機密性があるもの、営業秘密、またはそうでなくとも商業的にセンシティブなものである旨を主張することがある。また、どのような場合に命令を発するかについて、連邦規則は特段の定めを置いておらず、裁判所の裁量に委ねられている。連邦裁判所は、証拠開示の迅速化を命じるための基準について、区々の基準を適用している。その典型的な基準は、以下の予備的差止命令の発令 4 要件に類似する (1) 4 分枝基準と (2) 正当な理由 (good cause) の基準である<sup>916</sup>。

(1) 4 分枝基準は *Nataro v. Koch* 決定が確立した基準である。具体的には、①本案勝訴可能性、②証拠開示がなければ回復不能の損害を被ること、③迅速化された証拠開示と回復不能の損害の回避との関連、そして、④証拠開示を拒絶した場合に生ずべき損害が証拠開示を命じた場合に相手方当事者が被るべき損害よりも大きいこと、の立証を申立当事者に要求する。これは、かなり厳しい要件であるといえる。同決定が要件を厳格にした理由は、訴訟の初期段階における相手方当事者を保護するためである<sup>917</sup>。

(2) 正当な理由の基準の下では、「司法の執行に鑑み、迅速化された証拠開示の必要性が、それに対応する当事者の不利益に優越する場合に、正当な理由が認められる<sup>918</sup>」。正当な理由の基準の下でどのような要因を考慮すべきかについては法域により差があるが、一般的には、「①予備的差止命令が係属中かどうか、②証拠開示要求の範囲の広さ、③迅速化された証拠開示を求める目的、④その要求に応じて相手方当事者の負担、及び⑤通常の証拠開示過程の要求がどれだけ先になるのか」等の要因が考慮される<sup>919</sup>。現在、裁判所の多

---

<sup>916</sup> Perter Meier & Elizabeth Dorsi, *Using Expedited Discovery with Preliminary Injunction Motion*, American Bar Association (2014.3.3).

<http://apps.americanbar.org/litigation/committees/businessstorts/articles/winter2014-0227-using-expedited-discovery-with-preliminary-injunction-motions.html>

<sup>917</sup> *Nataro v. Koch*, 95 F.R.D. 403, 405 (S.D.N.Y. 1982).

<sup>918</sup> *Semitool, Inc. v. Tokyo Electron Am., Inc.*, 208 F.R.D. 273, 276 (N.D. Cal. 2002).

<sup>919</sup> *Am. LegalNet, Inc. v. Davis*, 673 F. Supp. 2d 1063, 1067 (C.D. Cal. 2009) [Disability Rights Council of Greater Wash. v. Wash. Metro. Area Transit Auth., 234 F.R.D. 4, 6 (D.D.C. 2006) を引用] .

くは、正当な理由の基準に依拠して判断するようになってきている<sup>920</sup>。

裁判所は、過大または過負担な証拠開示を防ぐ裁量権を有する<sup>921</sup>。裁判所は、予備的差止命令の申立てがない場合、迅速化された証拠開示は時期尚早（premature）であり、要求者に対する不利な判断要素とみなすかもしれない。しかし、予備的差止命令の申立てによりかかる状況を回避できる<sup>922</sup>。迅速化された証拠開示の要求は、十分に的を絞りかつ合理的な範囲でできるだけ狭く画する必要がある。また、迅速化された証拠開示の要求は、回答対象や提出範囲を限定したり、質問内容と回答方法を単純化することにより、できるだけ相手方当事者に負担をかけないようにする必要がある<sup>923</sup>。

## 5 US-REIT の買収・再編における予備的差止命令の発令要件

予備的差止命令は、連邦及び州の裁判所の救済手段の中で最も際立ったものであると評価されてきた。すべての州において、連邦裁判所における中間的差止命令に相当する差止命令を利用することができる。連邦と州の裁判所における差止命令の要件の内容は類似している点が多い<sup>924</sup>。アメリカの制定法は、予備的差止命令の発令要件を定めていないので、裁判所は従来のエクイティの原理に従ってその認否を判断することになる。一般に、裁判所は、予備的差止命令の発令の可否を判断する際、（1）本案勝訴可能性を立証したか、（2）当事者の回復不能の損害、（3）両当事者の損害の比較、そして（4）発令が公益に資するかまたは公益を害するかを、考慮しなければならないとされる。ただし、予備的差止命令の

---

<sup>920</sup> Perter Meier, *supra* note916. 正当な理由の基準を採用する裁判例としては、Dorrah v. United States, 282 F.R.D. 442, 445 (N.D. Iowa 2012); Apple Inc. v. Samsung Elecs. Co., Ltd., 768 F. Supp. 2d 1040, 1044 (N.D. Cal. 2011); Ayyash v. Bank Al-Madina, 233 F.R.D. 325, 326–27 (S.D.N.Y. 2005) などがある。

<sup>921</sup> Qwest Commc'ns Int'l, Inc. v. WorldQuest Networks, Inc., 213 F.R.D. 418, 419 (D. Colo. 2003).

<sup>922</sup> Wilcox Indus. Corp. v. Hansen, 279 F.R.D. 64, 68–69 (2012); Dimension Data N. Am., Inc. v. NetStar-1, Inc., 226 F.R.D. 528, 531–32 (E.D.N.C. 2005).

<sup>923</sup> 吉垣・前掲注（901）55-66 頁を参照。

<sup>924</sup> 野村秀敏『保全訴訟と本案訴訟：被保全権利の審理を中心として』（千倉書房・1981 年）154 頁。例えば、デラウェア州衡平法裁判所規則 65 条（Delaware Chancery Court Rule 65）は、連邦民事訴訟規則 65 条の規定に類似している。この 2 つの条文の邦訳については、吉垣・前掲注（884）53 頁注 47）を参照。

実体的・手続的原理は確立しておらず、どのような考慮要素によるべきか、要件の審査方法、各要件の比重の置き方、証拠の取り扱い方法、そして、現状維持を超える命令を認めるかどうかの点について、各裁判所に判断の相違が見られる。例えば、4 要件につき、各要件を個別に立証させるか、各要件の調整を認めるのかにより、申立人の立証負担は異なってくる。

しかし、多くの裁判所は、申立人による（1）本案勝訴可能性及び（2）回復不能の損害についての立証を重視し、高度の説得責任を負わせている。さらに、連邦最高裁判所がエクイティ管轄権を制限する立場に立っていること<sup>925</sup>から、予備的差止命令を得ることは容易ではない。かかる取り扱いをすることで予備的差止命令による救済のハードルを高くしていると見ることもできる。以下では、US-REIT の買収・再編における予備的差止命令の特徴に沿いながら、各裁判所の判断を中心として、上記の発令 4 要件について、順次考察する。

### 5.1 本案勝訴可能性 (likelihood of success on the merits)

申立人は、まず、本案訴訟において勝訴できる合理的な可能性を立証しなければならない。この要件は、一方で根拠薄弱な請求に裁判所が関与することを防止し、他方で被申立人の法的利益を保護するためのものである。裁判所はしばしば、本案勝訴可能性の要件の考慮だけで発令の可否を決定している<sup>926</sup>。換言すれば、本案勝訴可能性は発令 4 要件のうちで最も重要なものであるといわれている<sup>927</sup>。

申立人は、本案請求に関する法的主張の正当性について、どの程度まで立証すべきかについて、合理的勝訴可能性 (reasonable probability of success)、勝訴の見込み (likelihood of

---

<sup>925</sup> See *Grupo Mexicano de Desarrollo, S.A. v. Alliance Bond Fund, Inc.*, 527 U.S. 308 (1999). 本件評釈として、小杉丈夫「連邦管轄と債務者財産凍結のための予備的差止命令」法律のひろば 2001 年 9 月号 62 頁以下がある。

<sup>926</sup> John Leubsdorf, *Preliminary Injunctions: In Defense of the Merits*, 76 Fordham Law Review 33, 35 (2007).

<sup>927</sup> See *Roudachevski v. All-American Care Centers, Inc.*, 648 F.3d 701 (8th Cir. 2011).

success)、本案で審理すべき重大な問題 (serious question) 等、いくつかの基準が提唱されている。そのうち、最も一般的なのは、「合理的勝訴可能性」の証明を要求する基準である。

「合理的可能性」の証明とは、一応有利な事件 (prima facie case) であることの証明で足り、勝訴が確実であることの立証まで要求されないと解する。通常、事実に関する争いや困難な法的問題がある場合、申立人の勝訴可能性に疑問があるとされ、この要件が満たされていないことの認定根拠となる<sup>928</sup>。

US-REIT の買収・再編における予備的差止命令の事件において、申立人は、買収・再編の種類及び申立人の立場によって、様々な法的主張を請求することが可能である。例えば、

(1) 友好的買収において、申立人が買収・再編の条件が不公正と考える対象会社の株主であることが一般的である。この場合、株主は、常に、取締役の信託義務違反または情報開示義務違反を根拠に、US-REIT の買収・再編の続行の差止めを申し立てる。これに対して、

(2) 敵対的買収において、申立人は、敵対的買収を阻止しようとする対象会社の現経営者である場合もあるし、現経営者が打ち出した買収防衛策の実施を阻止しようとする買収者である場合もある。前者の場合、現経営者は、いつも、買収者の情報開示義務違反を根拠に、敵対的買収の続行の差止めを申し立てるが、後者の場合、買収者は (株主として)、よく現経営者 (取締役) の信託義務違反を根拠に、防衛策の実施の差止めを申し立てる。このように考えると、US-REIT の買収・再編における予備的差止命令の事件において、申立人の最もよく提出する法的主張は、①会社法上の取締役の信託義務違反と、②証券法上の情報開示義務違反の2つである。この2つの主張に関する本案勝訴可能性の認定は、US-REIT の買収・再編における予備的差止命令の帰趨にかかわることが多いから、以下では、アメリカ裁判所の審査基準の概要について考察する。

#### 5.1.1 対象会社の取締役の信託義務違反について

---

<sup>928</sup> 吉垣実「アメリカ会社訴訟における中間的差止命令手続の機能と展開 (4) : 予備的差止命令と仮制止命令の紛争解決機能」愛知大学法学部法経論集 194 号 32-36 頁。

取締役の信認義務違反の有無を判断するに際して、アメリカの多くの裁判所は、経営判断原則、中間的な基準<sup>929</sup> (intermediate standard、例えばユノカル基準、ブラシウス基準、レブロン基準など)、及び完全な公正の基準といった3つのレベルの審査基準を採用する<sup>930</sup>。

第1に、経営判断原則とは、特定の例外事由に該当しない限り、取締役の経営判断は、裁判所や株主によって争われたり覆されたりすることはなく、また、取締役は、たとえ明らかに誤りであったと思われる判断であっても、経営判断の結果に対して責任を問われることはないという内容の審査基準として理解されている。また、別の表現を採るのであれば、経営判断原則とは、「取締役が経営判断を行うにあたり、十分に情報を得て、誠実に、かつ、自らの行動が会社の最善の利益に合致すると正当に信じて行動したこと」の推定<sup>931</sup>を働かせる審査基準ということになる<sup>932</sup>。取締役の義務違反を主張する者は、事実を挙げて当該推定を覆す必要がある<sup>933</sup>。当該推定が覆されない場合、「取締役会の決定は相当な経営目的 (rational business purpose) によるものであれば、裁判所は自らの判断を取締役会の判断と置き換えることはしない<sup>934</sup>」。そのため、申立人にとっては、取締役の行動が相当な経営目的によるものでないことを最初に立証しなければならない<sup>935</sup>。

第2に、ユノカル基準は、デラウェア州最高裁判所の1985年のユノカル判決<sup>936</sup>において

---

<sup>929</sup> 企業買収の場面で対象会社の取締役の信認義務違反の有無を判断する際に用いられるユノカル基準やレブロン基準は、厳格な完全な公正の基準と緩やかな経営判断原則との間に位置する中間的な基準であるとして、「中間的な基準」という表現で呼ばれることが多い。See e.g. Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?*, 44 Bus. Law. 248 (1989). 白井・前掲注(666) 205頁注643を参照。

<sup>930</sup> この3つのレベルの審査基準が確立された経緯については、後掲注(1199)から注(1203)まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>931</sup> See *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Corp.*, 493 A. 2d 946, 954 (Del. 1985).

<sup>932</sup> 白井・前掲注(666) 347-348頁。

<sup>933</sup> See *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361, 1373 (Del. 1995).

<sup>934</sup> See *Unocal*, 493 A. 2d at 954.

<sup>935</sup> See *Unitrin*, 651 A.2d at 1374.

<sup>936</sup> See *Unocal*, 493 A. 2d at 946.

初めてその内容が示され、一般的には、敵対的買収の場面における買収防衛策の有効性を判断するための基準として、広く認識されている<sup>937</sup>。最近のデラウェア州の裁判所は、友好的買収の場面において用いられる取引保護条項の有効性を判断するための基準として、同基準を採用し始めた<sup>938</sup>。企業買収・再編の取引において、強力な取引保護条項が締結される場合には、強力な買収防衛策が実施される場合と同様に、株主の最終的な判断権の行使による対象会社の取締役に対する監視の仕組みが十分に機能しなくなる可能性があるからである。そのため、訴訟において取締役会に導入される防衛策または取引保護条項の有効性が争われる場合には、株主の最終的な判断権を確保するために、取締役の他の行為に対する審査とは区別された、裁判所によるある程度詳細な審査が要求されることになる。つまり、防衛策または取引保護条項の導入に関する取締役の行動は、経営判断原則による保護を受けて判断される前に、ユノカル基準の要求を満たす必要がある。

例えば、取締役会は、株主の有効な議決権行使を制限するような行動をとった場合に、会社や株主の利益のためではなく、主に自分自身の利益のために行動している懸念が存在することから、次の2つの立証責任を果たしなければならない。第1は合理性のテストである。つまり、防衛策または取引保護条項の導入には、会社の政策または機能に対する脅威が生じたと信じるに足る合理的な根拠がある。これは脅威<sup>939</sup>の要件とも呼ばれる。第2

---

<sup>937</sup> See *Unitrin*, 651 A.2d at 1372, n.9.

<sup>938</sup> レブロン基準が適用されない場面であっても、対象会社の株主と取締役との間の潜在的な利益相反関係に鑑み、経営判断原則の審査基準を友好的買収の場面にそのまま適用することは、問題がないとはいえないであろう。このような問題意識に応える形で、1990年代の後半以降のデラウェア州の裁判所は、取引保護条項を締結した取締役の信託義務違反の有無が問題となる場合には、その際に適用される司法審査の枠組みを、通常の経営判断原則の枠組みと比較して、より積極的なものへと変えていくことになり、ユノカル基準を適用する判決が現れ始める。白井・前掲注（666）369、381-383頁。

<sup>939</sup> ここでいう「脅威」は、以下の3つの種類に大別される。すなわち、(i)機会の喪失：対象会社の株主からよりよい買収提案を選ぶ機会が奪われる危険性がある場合、(ii)構造的な強圧性：応募しない株主に異なる取扱いを与えることで、株主の応募決定を歪める危険性がある場合、(iii)実質的な強圧性：株主が、本質的な価値に関する現経営陣の説明を疑い、不十分な価格の買収提案に応じてしまう危険性がある場合である。See *Unitrin*, 651 A.2d at 1384.

は相当性のテストである。つまり、防衛策または取引保護条項は、もたされる脅威との関係で相当なものでなければならない<sup>940</sup>。これは相当性の要件とも呼ばれる。

第 3 に、防衛策を行使する取締役会の裁量権限に限界を画す審査基準としては、ブラシウス基準がある<sup>941</sup>。「取締役会の行動が株主の議決権行使に干渉しまたはこれを妨げることが主要な目的とするものであり、かつ株主が実効的に議決権を行使する十全かつ公正な機会が与えられない場合」には、ブラシウス基準が適用される。この場合において、同基準に違反すれば、防衛策はユノカル基準にも違反することになる<sup>942</sup>。たとえ取締役会が、支配権の取得を目指す者が提示している事業計画が会社を害すると誠実に信じ、これを防ぐために議決権の行使に干渉する手段をとったのだとしても、ブラシウス基準の適用は免れない<sup>943</sup>。そして、ブラシウス基準の下では、取締役会は自己の行動について、「やむを得ない正当事由」を立証しない限り、その行動は違法となる。「やむを得ない正当事由」は、人種差別を合憲とするのに要求される事由に近く、極めて厳格であるため、事実上はブラシウス基準が適用されれば、違法であるとの結論が出たも同然であるとの評価がなされている<sup>944</sup>。

---

<sup>940</sup> デラウェア州最高裁判所の判断により、防衛策または取引保護条項は、(1) 苛酷なもの（例えば、強圧的または排他的なもの）でないこと、かつ (2) 合理的な範囲にあること、という 2 つの条件を満たせば、相当なものであるといえる。See *Unitrin*, 651 A.2d at 1383-84, 1386-87. 「強圧的」の例として、取締役会は、経営者の支持する買収提案を株主に無理に押し込むようなものが挙げられる。また、「排他的」の例として、取締役会は、株主のある権利・行動（例えば、議決権の行使、委任状争奪戦の発動、公開買付けの開始・継続、または公開買付けへの応募など）を完全に封じるような行動をとったことが考えられる。See *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A. 2d 1140, 1155 (Del. 1989).

<sup>941</sup> ブラシウス基準は、元来、1988 年の *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del.Ch. 1988) 判決において、デラウェア州衡平裁判所が採用した基準であるが、後の判例、とりわけ 2002 年の *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.*, 813 A.2d. 1118 (Del. 2003) 判決において、デラウェア州最高裁判所もこの基準を採用することを明確にしている。

<sup>942</sup> See *MM Companies*, 813 A.2d. at 1130. また、ブラシウス基準とユノカル基準との関係については、徳本 穰『敵対的企業買収の法理論』（2000 年・九州大学出版会）75-79 頁を参照。

<sup>943</sup> See *Blasius Industries*, 564 A.2d at 663 and *MM Companies*, 813 A.2d. at 1128-29.

<sup>944</sup> See *Chesapeake Corp. v. Shore* 771 A.2d 293 (Del.Ch. 2000). また、田中・前掲注（24）187-188 頁を参照。

第4に、レブロン基準は、デラウェア州最高裁判所の1986年のレブロン判決<sup>945</sup>及び同判決の基準を引き継いだその後の判決によって確立された審査基準である。簡単にいえば、会社の売却<sup>946</sup>または支配権の移転<sup>947</sup>の場面（レブロン基準の適用場面）において、対象会社の取締役は、株主にとって合理的に入手可能な最善の取引を実現するために、十分な情報を得て合理的に行動することが要求される。具体的には、会社の売却または支配権の移転が不可避となった場面では、取締役が果たすべき役割は、株主の利益のために最善の価格を獲得するという競売人としての役割に変わることになった<sup>948</sup>。また、「取締役は、1つの主要な目標に焦点を当てる必要がある。すなわち、当該取引は、株主のために合理的に入手可能な最善の価格を提供できることを確保するということである。取締役は、この目標を達成できるように信託義務を履行しなければならない<sup>949</sup>。」なお、取締役会は、中立的な態度で株主のために可能な最高価格の獲得を促進しなければならない<sup>950</sup>。現在、多数の州裁判所と連邦裁判所は、レブロン基準を適用して、会社の売却または支配権の移転の場面における取締役の信託義務違反の有無を審査する。

しかし、ここで注意しなければならないのは、メリーランド州の裁判所は、レブロン基

---

<sup>945</sup> See *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

<sup>946</sup> デラウェア州の判例法理が「会社の売却」についての明確な定義を与えているわけではないため、「会社の売却」が意味する内容は必ずしも明確ではないが、一般には、対象会社の株主が、現金または（買収者の株式以外の）証券を対価とする買収・再編によって、保有する対象会社の株式を失うことになる場面が想定されている。典型的な例としては、現金を対価とする合併が挙げられる。白井・前掲注（666）243頁注798を参照。

<sup>947</sup> つまり、買収・再編の対価がすべて買収者の株式である場合には、会社支配権が特定の個人や集団に帰属することになるのであればレブロン基準は適用される。ただし、どの程度の株式が特定の個人や集団に集中することをもって、支配権の移転を伴う取引と評価できるのかは必ずしも明確ではない。デラウェア州の判例法理に鑑みれば、デラウェア州では、30%から35%程度の議決権の集中を支配権の移転の1つの目安にしていると評価することも、それなりの説得力が認められる。白井・前掲注（666）272-273頁、274頁注930を参照。

<sup>948</sup> See *Revlon*, 506 A.2d at 182.

<sup>949</sup> See *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).

<sup>950</sup> See *Barkan v. Amsted Industries, Inc.*, 567 A.2d 1279 (Del. 1989).



準に従って審査するかどうかについて、意見が一貫していないことである<sup>951</sup>。上場 US-REIT の半数以上がメリーランド法を準拠法として設定されたことから、メリーランド州の動向が重要である。最初に、レブロン基準の適用の否定を明言したメリーランド州巡回裁判所の判決がいくつかある<sup>952</sup>。2009 年、メリーランド州上訴裁判所<sup>953</sup>は、*Shenker v. Laureate Education, Inc.* 事件の判決<sup>954</sup>で、従来の態度を変更した。具体的には、会社を売却する現金合併の決定が下された場合に、株主は、率直性（candor）及び株主の利益の最大化（maximization of shareholder value）を内容とする信託義務への違反を理由に、取締役直接向訴訟を提起することができると認めた<sup>955</sup>。ここにいう「率直性及び株主利益の最大化を内

---

<sup>951</sup> 1999 年に、メリーランド州は、メリーランド非友好的買収法（Maryland Unsolicited Takeover Act）を通じたことで、メリーランド会社法への改革を行った。その目的は、デラウェア会社法と競争する中で、より多くの事業を同州に誘致することにあると考えられる。同法により、メリーランド会社の取締役及び経営者は、敵対的買収を防衛する権限が授けられた。取締役は、敵対的買収に対して、作為または不作為を行う幅広い裁量権を持っている。例えば、(1) 取締役、潜在的な買収者の提案に対して受入れ・推薦・返事をする義務を負わない（just say no）。(2) 取締役は、ポイズン・ピルの発動または緩和をする義務を負わない。(3) 取締役は、会社の支配権移転をもたらす買収または潜在的な買収に対しても、行動をとること、または行動しないことが要求されていない。こうした広範な制定法の影響の下では、メリーランド会社法は、信託義務法（Fiduciary Duty Law）に関して、より明瞭なアプローチを提供した。つまり、取締役は、自らの判断をもって、支配権移転取引を評価することができる。また、その判断が挑戦された場合でも、取締役は、経営判断原則の保護を受けることができる。See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 3-14.

<sup>952</sup> 例えば、以下の①Jasinover v. The Rouse Company 事件と②Foster v. The Town and Country Trust 事件の判決を参照。この 2 つの事件は、US-REIT の買収・再編に関するものである。

<sup>953</sup> メリーランド州において、一審裁判所は巡回裁判所（Circuit Court）であり、中間上訴裁判所は特別控訴裁判所（Court of Special Appeals）であり、最上級裁判所は上訴裁判所（Court of Appeals）である。

<sup>954</sup> See *Shenker v. Laureate Education, Inc.*, 411 Md. 317, 983 A.2d 408 (2009). Laureate Education, Inc.（以下「Laureate」という）は、資格取得支援教育などを営む会社であった。Laureate の取締役とある非公開会社は手を組んで MBO を実施した。その結果、Laureate の株主は現金合併（以下「本件合併」という）でキャッシュアウトされた。株主は、本件合併に反対し、取締役に対して直接訴訟を提起した。具体的な理由として、取締役は、本件合併で株主の最善の利益を取得するために努力していないため、その信託義務に違反したのである。巡回裁判所は、株主が主張する義務は一般的に認められないものと認定し、その主張を棄却した。また、中間上訴裁判所は、一審判断を確認したうえで、本件が株主直接訴訟として認容できないと判示した。しかし、上訴裁判所は、原審判断を破棄し、株主の請求の一部を肯定した。

<sup>955</sup> See *Shenker*, 411 Md. at 342.

容とする信認義務」は、コモン・ロー上の義務であり、メリーランド会社法 2 章 405.1 条 (a) 項（会社法上の信認義務<sup>956</sup>）に含まれるものではなく、同項に代替するものでもない<sup>957</sup>。ただし、当該義務は、会社の売却という意思決定が下された場合にのみ生じる<sup>958</sup>。同判決の射程については争いがある<sup>959</sup>が、会社の売却の場面において、メリーランド州の裁判所は、レブロン基準を適用して、取締役の信認義務違反の有無を審査することもあり得る。

第 5 に、完全な公正の基準は、利害関係を有する取締役の信認義務違反の有無を審査するための基準であり、最も厳格なものでもある。デラウェア州の判例法理によれば、支配株主による買収・再編や MBO などの、取締役が取引の両側に立つ場合や、取締役が取引を通じて株主が一般には享受できない経済的利益を享受する場合には、当該取締役は取引に関して利害関係を有していると伝統的に評価されてきた<sup>960</sup>。そして、1980 年代の後半に入ると、独立当事者間の買収・再編の場面であっても、対象会社の取締役が当該買収・再編に関して強い利害関係を有している場合には、支配株主による買収・再編の場面と同様に、取締役の信認義務違反の有無を判断する際の基準として、「完全な公正の基準」を適用することが判例法理で確立された<sup>961</sup>。

---

<sup>956</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 2-405.1 (a). 同項の詳細な内容については、後掲注（1023）を参照。

<sup>957</sup> See Shenker, 411 Md. at 341.

<sup>958</sup> 具体的には、「取締役は、株主のために現金合併取引の対価を交渉する場面において、...通常の会社経営の場面と異なる役目を担うようになる。会社経営に関する経営者の責任は、会社の売却という意思決定が下された場合に変化が生じる。」 See Shenker, 411 Md. at 338.

<sup>959</sup> Shenker v. Laureate Education, Inc. 事件は現金合併であることから、同判決の射程について現金合併の場面に限定する意見がある。その詳細は、以下の⑨In re Nationwide Health Properties, Inc. 事件の判決を参照。この事件は、US-REIT の買収・再編に関するものである。

<sup>960</sup> See e.g., Sterling v. Mayflower Hotel Corp., 93 A.2d 107, 110 (Del. 1952); Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 710 (Del. 1983); Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984); Gilbert v. El Paso Corp., 575 A. 2d 1131, 1146 (Del. 1990); Nixon v. Blackwell, 626 A.2d 1366, 1375-76 (Del. 1993); Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34, 42 n.9 (Del. 1994).

<sup>961</sup> See Macmillan Acquisition Corp. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. 1989); Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345, 362-364 (Del. 1993). また、Technicolor 判決により、独立当事者間の買収・再編における完全な公正の基準が適用される前提としては、取締役の経済的な利害関係が取締役会の判断の独立性に重大な

また、「完全な公正の基準」の内容としては、公正な取扱い（fair dealing）と公正な価格（fair price）という 2 つの要件がある<sup>962</sup>。公正な取扱いの要件について判断するためには、取引が承認されるまでのすべての手続きが審査の対象となる。つまり、「当該取引が、いつ行われ、どのように開始され、構築され、交渉され、取締役が情報開示され、そしてどのように取締役及び株主の承認が得られたのかを審査する必要がある<sup>963</sup>」。また、公正な価格の要件について判断するためには、「資産、市場価格、収益、将来の見通しその他の対象会社の株式の本質的または固有の価値に影響を与える、取引のすべての経済的と金銭的な要素」が審査の対象となる<sup>964</sup>。この 2 つの要件の関係について、裁判所は、それらを別々に審査するわけではなく、「取引のすべての要素を総合的に考慮したうえで、完全な公正であるかどうかを決定する<sup>965</sup>」。

### 5.1.2 買収者または対象会社の取締役の情報開示義務違反について

証券取引所法 14 条（d）項と（e）項（ウィリアズ法 78n 条（d）項と（e）項）等の開示規制により、買収者または対象会社の取締役は、US-REIT の買収・再編についてのすべての重要な情報を完全かつ率直に開示する義務を負う<sup>966</sup>。また、デラウェア法及びメリーランド法では、コモン・ロー上の信認義務の一環として、取締役は、買収・再編取引の交渉

---

影響を与えていると評価できることが求められる。具体的には、①重大な利害関係を有する取締役が取締役会の過半数を占める場合、②重大な利害関係を有する取締役が取締役会を支配している場合、または、③重大な利害関係を有する取締役が取引についての利害関係を取締役会に開示することを怠り、かつ、合理的な取締役であれば、問題となっている取引を評価するにあたり、当該利害関係の存在を重要な事実と捉えていたであろうと評価される場合の 3 つの場合が想定される。

<sup>962</sup> See Weinberger, 457 A.2d 701 at 711.

<sup>963</sup> See Weinberger, 457 A.2d at 711.

<sup>964</sup> See Weinberger, 457 A.2d at 711.

<sup>965</sup> See *In re John Q. Hammons Hotels, Inc. Shareholders Litigation*, No. 758, 2009 WL 3165613, at \*13 (Del. Ch. Oct. 2, 2009). See also Weinberger, 457 A.2d at 711. 同判決では、デラウェア州最高裁判所は、手続きと価格の両方から取引の完全な公正性を審査する必要があると判示した。

<sup>966</sup> See *McMullin v. Beran*, 765 A.2d 910, 917 (Del. 2000); *Parish v. Maryland and Virginia Milk Producers Association*, 250 Md. 24, 74, 242 A.2d 512, 539 (1968).

にあたり、すべての重要情報を完全かつ率直に開示すべき義務（いわゆる「率直義務（duty of candor）」を負うと解される<sup>967</sup>。しかしながら、買収者または対象会社の取締役は、投資者に有用であると思われる一切の情報を開示する必要まではない<sup>968</sup>ため、申立人は、情報開示義務違反を主張するために、当該違反の重要性について立証する必要があると考えられる<sup>969</sup>。これが「重要性」の判断基準である。具体的には、申立人は、①開示情報に重大な虚偽記載があること、または②重要な情報が省略されたことを立証しなければならない<sup>970</sup>。

また、①虚偽記載が重大なものであるかどうか、または②省略事実が重要な情報に該当するかどうかを判定する際に、アメリカの裁判所は、いわゆる「合理的な投資者」の判断基準を採っている。すなわち、①虚偽記載は、合理的な投資者の判断に著しい影響を及ぼすものである場合に、当該虚偽記載は重大なものといえるが、そうでない場合には重大なものといえない。②省略事実が合理的な投資者の判断に著しい影響を及ぼすものである場合に、当該省略事実は開示すべき重要な情報に該当する<sup>971</sup>が、そうでない場合は重要な情

---

<sup>967</sup> See McMullin, 765 A.2d at 917; Parish, 242 A.2d at 512 (1968). 「会社の執行役及び取締役は、株主に十分に信任される関係にあるため、会社の取引に関する重要な事実を開示することが義務付けられる。」 See also State of Wisconsin Investment Board v. Bartlett, No. 17727, 2000 Del. Ch. LEXIS 42, at \*23 (Del. Ch. Feb. 24, 2000) (citing Malone v. Brincat, 722 A.2d 5, 11 (Del. 1998)). 「情報開示義務は、取締役の注意義務、忠実義務及び誠実義務という信認責任から生じるものである。」

<sup>968</sup> See Skeen v. Jo-Ann Stores, Inc., 750 A.2d 1170, 1174 (Del. 2000).

<sup>969</sup> See Malpiede v. Townson, 780 A.2d 1075, 1086-87 (Del. 2001).

<sup>970</sup> See Malpiede, 780 A.2d at 1087.

<sup>971</sup> See Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 231-32, 108 S. Ct. 978, 99 L. Ed. 2d 194 (1988) (quoting TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449, 96 S. Ct. 2126, 48 L. Ed. 2d 757 (1976)); Zirn v. VLI Corp., 621 A.2d 773, 778-79 (Del. 1993); Hudson v. Prime Retail, Inc., No. 24-C-03-5806, 2004 Md. Cir. Ct. LEXIS 26, \*38-39 (Md. Cir. Ct. Apr. 1, 2004) (quoting Malpiede, 780 A.2d at 1086). See also SEC v. Mayhew, 121 F.3d 44, 52 (2d Cir. 1997). 「重要な事実は、会社の将来可能性に影響を与えるものと、会社の証券の売却・購入・保有に関する投資者の意欲に影響を及ぼし得るものを含む。...こうした事実は、会社の株式の価格に影響を及ぼす可能性がある。」

報に該当しないということである<sup>972</sup>。なお、情報開示義務違反の立証について、重大な虚偽記載がある、または重要な情報が省略されたといった包括的な立証を行うのでは不十分であり、申立人は、どのような①虚偽記載が重大なものであるか、またはどのような②省略事実が重要な情報に該当するかについて、具体的に識別する必要がある。

ところが、情報開示の欠陥を救済するためには、治癒的な情報開示（curative disclosure）が通常かつ優先の手段である。一般的には、情報開示の欠陥は、適切な情報開示の命令で治癒することができる。たとえこのような情報開示命令が不十分であったとしても、直ちに予備的差止命令で US-REIT の買収・再編を禁止することを意味しない<sup>973</sup>。この点について、連邦最高裁判所も次のように解釈した<sup>974</sup>。「現金を対価とする公開買付けにおいて、買収者の能力及び意図に関する合理的な情報が開示されていない場合でも、対象会社の一般株主は、当該買収に応じなければならないような圧力がある。ウィリアムズ法の目的は、このような圧力から株主の権利を守ることにある<sup>975</sup>」。そのため、予備的差止命令は通常補助的な役割を果たしている。つまり、情報開示の欠陥がある場合に、裁判所は、法によりさらなる情報開示が必要かと判断できるまでの間、またはすべての必要な情報が開示されたと判断できるまでの間、買収・再編を差し止める傾向がある<sup>976</sup>が、その後、当事者は、

---

<sup>972</sup> See TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976).

<sup>973</sup> See Electronic Specialty Corp. v. International Controls Corp., 409 F.2d 937, 948 (2d Cir. 1969). 同事件において、連邦第二巡回控訴裁判所は、次のように判示した。「買収者は公開買付けを開始する前に、対象会社の株価を不当に下落させた場合、裁判所は、これ以上の勧誘の取消し・差止めをすることができるし、買収者に過去と将来の保証金（Deposits）を上げさせることもできる」。つまり、差止命令は、唯一の救済手段ではないのである。

<sup>974</sup> See Rondeau v. Mosinee Paper Corp., 422 U.S. 49, 95 S. Ct. 2069, 45 L. Ed. 2d 12 (1975).

<sup>975</sup> See also Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462, 477-78 (1977). 最高裁判所は、同判決で「連邦証券法の根本的な目的は、完全な情報開示（full disclosure）にある」と判示した。ただし、「もっぱら証券取引所法 14 条（d）項と（e）項の情報開示条項のみに依拠し、公開買付けの完成に対する差止命令を許可した裁判所がない。」 See E. Aranow, H. Einhorn & G. Berstein, Developments in Tender Offers for Corporate Control 134 (1977).

<sup>976</sup> See Sonesta International Hotels Corp. v. Wellington Associates, 483 F.2d 247, 255 (2d Cir. 1973).

合理的な投資者の判断にとって十分な情報を開示した場合に、当該買収・再編を継続することが許される。

## 5.2 発令要件：回復不能の損害 (irreparable injury)

### 5.2.1 「回復不能の損害」の内容

回復不能の損害とは、本案審理における判断がなされる前に発生する可能性が高く、予備的差止命令以外の手段では救済することが不可能又は困難な、相当の損害のことである。つまり、この要件は、①申立人にとって相当の損害（損害の相当性）が、②本案前に生じる危険があり（損害発生の急迫性）、③予備的差止命令以外に適切な救済方法がないこと（救済手段の適切性）を具体的内容とする。救済は本来、被申立人に十分な手続保証を与え、かつ裁判所が本案審理において提出された主張・証拠を熟慮したうえでなされる。しかし、本案審理前に申立人に取り返しのつかない事態、換言すれば、永久的差止命令や損害賠償などの終局判決では申立人のあるべき利益状態を回復できない損害が生じる事態<sup>977</sup>が発生することがある。「権利は存在するが、救済はない」という状態を法は否定する（equity will not suffer a wrong to be without the remedy）から、かかる場合にも適切な救済を与える必要がある。そこで、回復不能の損害が終局的救済の前に生じる可能性が高い場合には、例外的に、簡易迅速な手続き<sup>978</sup>により暫定的救済を与えることが認められている。つまり、予備的差止命令は、本案審理前に生じる「回復不能の損害」を防止するための救済方法である。その意味で、「回復不能の損害」要件は、予備的差止命令発令のための不可欠の前提であり、本質的要件といえることができる<sup>979</sup>。

US-REIT の買収・再編に対する予備的差止命令の場合、申立人は、対象会社の株主また

---

<sup>977</sup> 例えば、貸金請求事件において今すぐ債権回収できなければ債権者会社が倒産しそうであるとか、特許侵害訴訟において今すぐ被告の侵害製品の販売を中止させなければ市場シェアが変わってしまう等の事態である。

<sup>978</sup> つまり、予備的差止命令は、本案審理において適用される手続きよりも厳格でない手続きにより発令される。

<sup>979</sup> 吉垣・前掲注（887）86-88 頁。

は取締役であっても、買収者であっても、財産的損害をこうむるおそれがあるという主張をすることが多い。以下では、財産的損害を中心として、「回復不能の損害」の許容範囲について考察する。

### 5.2.2 「回復不能の損害」の許容範囲：財産的損害を中心として

まず、減収や代替物の滅失毀損のような経済的損失（economic loss）は、金銭の支払いを命じる終局判決により救済可能であるから、原則として「回復不能の損害」とは認められない。特に、金銭の支払いを命じる予備的差止命令については、裁判所は否定的態度をとっている。例えば、対象会社の株主たる申立人は、US-REIT の買収・再編の対価が不十分と思う場合、取締役の信認義務違反を理由に、信認義務違反がない場合に得られるべき対価と信認義務違反がある場合に得た対価との差額を損害とすることが多い。しかし、当該損害は、金銭賠償で十分に補償されるものであることから、裁判所は、「回復不能の損害」の立証が不十分であることを理由に、株主の申立てを退けた<sup>980</sup>。また、契約をめぐる争いは、その性質上、損害賠償の支払いによる解決が予定されていると解されるため、契約違反による損害が回復不能と認められることは難しい。しかし、次の 3 つの場合において、財産的利益に関するものであっても、例外的に回復不能の損害と認められることがある。

(1) 賠償金が回収不能である場合：申立人が終局判決後に賠償金を回収できない危険がある場合、例外的にその損害は回復不能とされる。例えば、債務者の重要な責任財産の滅失毀損・費消・隠匿、係争物の急速な価値下落、または被申立人の債務超過・倒産などによる経済的損失がその例である。申立人の救済が金銭賠償に限られる場合でさえ、その救済を保全するために差止命令が発令されることがある<sup>981</sup>。US-REIT の買収・再編の場合で

---

<sup>980</sup> 例えば、以下の②Foster v. The Town and Country Trust 事件と③In re American Realty Capital Trust, Inc.事件の判決である。この 2 つの事件の詳細は、以下で検討する。

<sup>981</sup> なお、被申立人がある種の免責を与えられているために申立人が金銭給付判決を受けられない場合も、回復不能の損害とされる場合がある。See e.g. Kansas Health Care Association, Inc. v. Kansas Department of Social & Rehabilitation Servs., 31 F. 3d 1536, 1543 (10th Cir. 1994); Pankos Diner Corp. v. Nassau County Legislature, 321 F. Supp. 2d 520, 524-25 (E.D.N.Y. 2003).

は、対象会社の全部または実質的に全部の資産の譲渡（事業譲渡）による経済的損失がこの例外に該当する。

（2）賠償額が算定困難である場合：経済的損失の賠償額が算定困難な場合、その損害は回復不能とされることがある。企業の顧客、信用及びのれんのような無形固定資産の喪失は、回復不能の損害となり得る。信用やのれんへの損害の金銭的評価は、不可能でないとしても、困難な場合がある<sup>982</sup>。

（3）著しく重大な損害である場合：損害の程度があまりに重大であるために、申立人に対する事後的な金銭賠償では補償しきれないダメージを与える類の損害がある。そのような損害として、①倒産・廃業、②特別な商品・サービスの喪失、③市場シェアの喪失、④会社の支配権の喪失、⑤大手企業の買収機会の喪失などが挙げられる。①について、損害の発生により申立人の営業の存立自体が脅かされる場合、回復不能の損害と認められることがある<sup>983</sup>。また、即時の救済をしなければ終局判決前に申立人が倒産しそうな場合も同様である<sup>984</sup>。申立人は、倒産または廃業の脅威にさらされることについて、具体的な証拠により立証する必要がある。②について、その会社にとって特別な商品や主力商品を失うことは、回復不能の損害を構成することがある<sup>985</sup>。③について、消費者にブランド・ロイヤルティ（brand loyalty）のある競争業界における市場シェアの喪失は、本案審理後の救済により回復できない損害であるとされた事例がある<sup>986</sup>。申立人は、回復不能の損害を立証

---

<sup>982</sup> See Multi-Channel TV Cable Corp. v. Charlottesville Quality Cable Operating Corp., 22 F.3d 546, 551-52 (4th Cir. 1994).

<sup>983</sup> See Eyeticket Corp. v. Unisys Corp., 155 F. Supp. 2d 527, 549 (E.D. Va. 2001).

<sup>984</sup> See Gorman v. Coogan, 273 F. Supp. 2d 131 (D. Me. 2003).

<sup>985</sup> See Tom Doherty Associates Inc. v. Saban Entertainment, Inc., 60 F.3d 27, 38 (2d Cir. 1995).

<sup>986</sup> See e.g. Novartis Consumer Health, Inc. v. Johnson & Johnson-Merck Consumer Pharmaceuticals Corp., 290 F.3d 578 (3rd Cir. 2002); Moltan Corp. v. Eagle-Picher Industries, Inc., 55 F.3d 1171, 1175 (6th Cir. 1995); Cordis, Corp. v. Medtronic, Inc., 835 F.2d 859, 864 (Fed. Cir. 1987). 同様に、市場先行者の権利の喪失も、回復不能の損害となることがある。See National Steel Car, Ltd. v. Canadian Pacific Railway, Ltd., 254 F.Supp.2d 527, 574 (E.D.Pa.2003).



するため、予備的差止命令が発令されなければ市場シェアを失うという主張を根拠付ける現実的な証拠を提出しなければならない。

また、④と⑤について、一部の裁判所は、当事者の出資持分の希釈化、会社の支配権喪失及び大手企業の買収機会の喪失は、回復不能の損害を構成することを認めている<sup>987</sup>。この2種類の損害は、US-REITの敵対的買収の場面においてよく主張される。例えば、現経営者や支配株主などは、敵対的買収でUS-REITの支配権喪失のリスクに直面しなければならない、これを重大な損害として、敵対的買収の差止めを申し立てることができる<sup>988</sup>。これに対して、買収者は、大手上場REITに対する買収機会の喪失を損害として、防衛策の実施の差止めを申し立てることも可能である<sup>989</sup>。US-REITの買収・再編の実例で、大手企業の支配権を奪取する機会が失なわれることは、重大な損害に当たると認定したものがある<sup>990</sup>。

### 5.3 損害の比較衡量 (blancing the harms to parties)

#### 5.3.1 「損害の比較衡量」の意義

差止命令の認否の判断にあたり、裁判所は通常、命令を拒否した場合に申立人が受ける損害と、命令を認容した場合に被申立人が受けるであろう損害とを比較衡量する。これは「損害の比較衡量」といわれている。各当事者への潜在的損害を衡量し、被申立人が優位と判断された場合、申立ては拒絶される。場合によっては、損害の比較衡量は、予備的差

---

<sup>987</sup> See e.g. AHI Metnall, LP by Asahi Kansas, Inc. v. J.C. Nichols Co., 891 F. Supp 1352, 1359 (W. D. Mo. 1995); Street v. Vitti, 685 F. Supp. 379 (S.D.N.Y 1988); Semmes Motors, Inc. v. Ford Motor Corp., 429 F.2d 1197, 1205 (2d Cir.1970).

<sup>988</sup> 例えば、以下の⑤Pacific Realty Trust v. APC Investments, Inc.事件の判決である。その詳細は、以下で検討する。

<sup>989</sup> 例えば、以下の⑥San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America 事件の判決である。その詳細は、以下で検討する。

<sup>990</sup> ⑥San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America 事件の判決である。同事件において、買収者の公開買付けを妨害する所有制限及び超過株式条項の実施は差し止められた。この点の詳細な分析について、後掲注(1576)から注(1578)まで及びそれらに対応する本文を参照。

止命令の判断において最も重要な要件になる<sup>991</sup>。また、誤った判断をするという危険から、予備的段階での救済は望ましくない面もあるが、これを認めなければ申立人に回復不能の損害が生じる危険があり、他方で、これを認めた場合には被申立人に回復不能の損害を生じさせる危険がある。かかる危険は担保提供により軽減されることはあるが、消滅させることはできない。結局、裁判所は、申立人と被申立人の損害を比較衡量して判断するほかない<sup>992</sup>。

### 5.3.2 裁判所の比較衡量点

差止命令により被申立人に重い負担をかけることが予想される場合、本案判決前に当事者の自由を制限すべきでないという法理の重要性が増すことになる。そうすると、被申立人の営業に決定的な損害を与えるおそれのある差止命令について、裁判所は発令に消極的である。また、裁判所は、被申立人の受ける損害を考量する際、申立人と被申立人の企業規模や実力を考慮することがある。例えば、申立人が有名な大企業であるのに対して、被申立人が小規模の企業や新規企業である場合、被申立人の損害がより大きいと判断して、損害の比較衡量を被申立人優位に決定することもある<sup>993</sup>。さらに、裁判所は、以下の 4 点も常に考慮する。

(1) 担保の提供：申立人が被申立人の受ける損害の全部または一部を補償できる担保金を提供することが、比較衡量を申立人優位に傾ける場合がある<sup>994</sup>。申立人は、発令された場合における被申立人の損害を修復するために、相当な金額を提供できれば、裁判所は、

---

<sup>991</sup> See *Hughes Network Systems, Inc. v. InterDigital Communications Corp.*, 17 F.3d 691, 693 (4th Cir. 1994). 同判決において、裁判所は、「申立人と被申立人が受ける損害を比較した結果到達される不利益の衡量 (Balance of Hardships) は最も重要な決定要因である」と認定した。

<sup>992</sup> 吉垣・前掲注 (928) 38-39 頁。

<sup>993</sup> See e.g. *International Jensen v. Metrosound U.S.A.*, 4 F.3d 819, 823 (9th Cir.1993); *Bell & Howell Document Management Products Corp. v. Altek Systems*, 132 F.3d 701 (Fed. Cir. 1997).

<sup>994</sup> See *Ohio Oil Co. v. Conway*, 279 U.S. 813 (1929).

発令の当否を判断する際に、申立人の有利な方向に働くことが可能である<sup>995</sup>が、明らかに不合理な金額しか提供できないことは、申立人にとって不利な事情であることは間違いのない<sup>996</sup>。

(2) 申立ての遅滞：申立人が、損害を知ってから遅滞なく予備的差止命令の申立てを行わなかった場合、申立人が受けた損害は深刻でないことを根拠付ける証拠と捉えられることがある。

(3) 自招の損害：被申立人が自ら招いた損害や被申立人の責めに帰すべき損害については、比較衡量に際して考慮されないことがあり得る。裁判例は、これを肯定するもの<sup>997</sup>と否定するもの<sup>998</sup>とに分かれる。

---

<sup>995</sup> 例えば、以下の⑦Simon Property Group, Inc. v. Taubman Centers, Inc.事件の判決である。この事件において、合理的な担保金額については、申立人と被申立人との間に大きな齟齬が存在する。申立人は、名目上の担保金 (nominal bond) を提供した企業買収の先例を多く引用した一方、1000 万米ドルまでの担保金が可能であると示した。しかし、被申立人は、US-REIT の敵対的買収に対する防衛策の実施が差し止められた場合に受けるおそれがある長期的な損害と短期的な損害を列挙したうえで、10 億米ドルの担保金の提供を主張した。この点について、ミシガン州東部地区連邦地方裁判所は、次のように判示した。「被申立人の損害可能額の算定は困難であるし、公開買付けの行方が不明である場合に、損害可能額を断定するのは、あまりにも投機的すぎる。また、申立人の証拠などを加えて考えると、本裁判所は、被申立人の利益を保護するために、1000 万米ドルの担保金が十分であると認める。」

<sup>996</sup> 例えば、以下の①Jasinover v. The Rouse Company 事件の判決である。この事件において、予備的差止命令の担保について、被申立人は、少なくとも本件合併のプレミアムに相当する 18 億米ドルを要求しているが、申立人は、宣誓供述書で、多くとも 1 万米ドルを提供できることを承諾する。メリーランド民事訴訟規則 15-503 条により、裁判所は、担保の有無・多少について裁量権を有する。この点について、メリーランド州巡回裁判所は、次のように判示した。「申立人は最終的に勝訴しなかった場合における被申立人を保護するために、担保の提供が必要であると思われる。被申立人の要求する十数億米ドルは、過大なかつ誇張した金額であるといえる。本件にとっての合理的な担保金額は、被申立人の要求より少ないが、間違いなく数百万米ドルが必要である。申立人は、提供可能な担保上限を率直に示したが、この上限金額 (1 万米ドル) は、明らかに不合理であるといわざるを得ない。この点も、申立人の差止請求は支持できない原因の 1 つに該当する。」

<sup>997</sup> See e.g. Ty, Inc. v. Jones Group, Inc., 237 F.3d 891, 903 (7th Cir. 2001); Novartis Consumer Health, 290 F.3d at 596; Pharmacia Corp. v. GlaxoSmithKline Consumer Healthcare, 292 F. Supp. 2d 594, 609 (D.N.J. 2003).

<sup>998</sup> See Scotts Corp. v. United Industries. Corp., 315 F.3d. 264, 284 (4th Cir.2002).

(4) 差止命令の内容：裁判所は、差止命令の内容が、特定の行為を命じるものや、本案において勝訴した場合に得られる救済を認めるものについて、一般的に被申立人への負担が重いと考える傾向にあり、発令に慎重な態度をとっている<sup>999</sup>。

#### 5.4 公益 (public interest)

アメリカの裁判所は、予備的差止命令を認容する前に、公益を考慮することがある。ここでいう公益とは、当該差止命令により影響を受ける当事者以外の者の利益のことである。裁判所はこの要件の考察を通じて、当事者でない者に与える影響を公共政策の観点により評価する。公益要件は他の要件より新しい要件である。公益とは何か、どうすれば公益を立証できるのか、立証された公益はどの程度のウェイトが置かれるのか、そして、公益が対立した場合はどのような処理を行うのか、といった点は必ずしも明らかではない<sup>1000</sup>。この要件で考慮すべき「公益」とは、他の 3 要件では考慮されないものであり（要件の独立性、考察の重複の回避）、かつ、その存否で発令の当否を左右できる程度に重要な利益（利益の重要性）でなければならないであろう。

ただし、実際には、特別に優越的な価値を持つ公益が存在する場合<sup>1001</sup>でない限り、公益が予備的差止命令の発令の当否を左右する場面は少ない<sup>1002</sup>。結果に関して公益が役割を果たすような予備的差止命令の発令は非常にまれであるといわれている<sup>1003</sup>。会社訴訟の分野

---

<sup>999</sup> 吉垣・前掲注（928）40-48 頁を参照。

<sup>1000</sup> 最高裁判所と各控訴裁判所は様々なケースにおいて公益を判断要件として含めてきたが、特定の場面でなぜ公益を審査するのかについて、その理由を十分に説明していない、との指摘がある。Arthur D. Wolf, *Preliminary Injunctions : The Varing Standards*, 7 W. New Eng. L. Rev., 173, 234 (1984-1985).

<sup>1001</sup> このような強力な公益の代表例としては、国家の安全保障や人権に関する公益などが考えられる。例えば、ニューサンスを理由として住民が軍の軍事行動の予備的差止命令を求める場合、申立人が本案勝訴可能性や損害の比較衡量における優位を立証したとしても、なお国家の安全保障の重要性を考慮して発令を認めないことがあり得る。See *Natural Resources Defense Council v. Pena.*, 972 F. Supp. 9, 20-21 (D.D.C. Aug. 8, 1997).

<sup>1002</sup> 吉垣実「アメリカ会社訴訟における中間的差止命令手続の機能と展開（5）：予備的差止命令と仮制止命令の紛争解決機能」愛知大学法学部法経論集 195 号 44-46 頁。

<sup>1003</sup> See *Mason v. Minn. State High Sch. League*, No. 03-6462, 2003 U.S. Dist. LEXIS 23460, at \*10 (D. Minn. Dec.

においては、なおさらである。裁判所は、「公衆の公益」または「特定非当事者の利益」を公益の内容と捉えて判示したことがあるが、この場合でいう公益は、独立の発令要件としてではなく、結論の正当性を高めるための説明として用いられるものにすぎない。つまり、何が適切な結論であるかを判断する際に用いる要素というより、既に達した結論を根拠付けるために言及する要素であるとされる<sup>1004</sup>。以下では、それぞれについて検討する。

#### 5.4.1 公衆の公益の場合

アメリカの裁判例において最も多く言及される公益は、本案で主張される法律関係に関する公衆の公益である。例えば、不法行為に基づく損害賠償責任の追及であれば損害者救済、債務不履行に基づく損害賠償責任の追及であれば契約上の信頼保護などである。通常、このような公益は、実体法により取り上げられ、道徳的・政策的観点により検討が加えられ、権利義務関係を通じて実現を予定される。換言すれば、実体法は諸公益に配慮して当事者間の権利義務関係を規定している。したがって、実体法上の権利者を保護することが、公益に適うことになる。そして、暫定的手続の段階では、権利者となる可能性の高い者（本案勝訴可能性の高い側）を保護することが公益に適う。そうだとすると、本案勝訴可能性の要件さえ考慮すれば、それとは別に公益を考慮する必要はなくなる。

結局、本案請求を規律する実体法が保護・調整する公益を考慮対象とする場合、公益への配慮は本案勝訴可能性の考慮で足りるため、公益要件の考慮は予備的差止命令の判断に影響を及ぼすことができない。仮に裁判所が公益に言及したとしても、それは既に出された結論を正当化するための説明として用いる<sup>1005</sup>か、または結論を出す際の参考程度に用い

---

30, 2003).

<sup>1004</sup> Donald B. Haller, Granting Preliminary Injunctions Against Dealership Terminations in Antitrust Injunctions, 67 Va. L. Rev. 1395, 1403-04 (1981).

<sup>1005</sup> 例えば、以下の⑦Simon Property Group, Inc. v. Taubman Centers, Inc.事件の判決である。この事件は、敵対的買収者による US-REIT の防衛策（株主総会招集権の制限）の実施の差止めが正面から認められた唯一の裁判例である。ミシガン州東部地区連邦地方裁判所は、まず、本案勝訴可能性という要件の認定で、いわゆる「ブラシウス基準」に従って、株主の議決権行使の干渉・妨害を主要な目的とする防衛策に対して

る<sup>1006</sup>ということになる。かかる場合の公益の考慮は、予備的差止命令の発令の可否を判断するための独立基準とはいえない<sup>1007</sup>。

#### 5.4.2 特定非当事者の利益の場合

病院・金融機関・ライフライン企業のように、その事業の執行に多くの者の重大な利益が関わっている場合、これらの事業執行を停止させてしまうとそれらの者の重大な利益を回復不能なまでに害する危険がある。そのため、裁判所は、予備的差止命令の発令の判断に際して、訴訟当事者の受ける損害や勝訴可能性のみならず、当該差止命令により大きな影響を受ける当事者以外の者の利益も考慮しなければならない。

しかし、差止命令により影響を受ける者の利益といっても、それだけでは範囲が不明確であり、場合により影響を受ける者は膨大な範囲に及ぶことがあり得るため、特定の非当

---

厳格な審査を行った。この場合、被申立人（取締役）は「やむを得ない正当事由（compelling justification）」を提出しない限り、申立人の本案勝訴可能性を認めるべきであるとされた。

次に、同裁判所は、社内民主（corporate democracy）の確保を公益の内容と捉え、予備的差止命令の発令はこの公益を促進することに有利であると認定した。これは、本案勝訴可能性の結論を正当化するための証左となり得るものである。具体的には、仮に当該防衛策の実施が認められた場合、申立人を含むすべての株主は、株主総会招集権が制限されるようになり、そして株主は、取締役会の承認なしで株主総会を招集できなくなると、超過株式条項の存否、取締役会のメンバーの交替、ないし敵対的買収（公開買付け）の可否などの問題に対して意見表明する機会も失うことになるのである。

<sup>1006</sup> 例えば、以下の⑥San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America 事件の判決である。この事件は、敵対的買収者による US-REIT の防衛策（所有制限及び超過株式条項）の実施に対する予備的差止命令の発令の可否をめぐるものである。連邦第一巡回控訴裁判所は、申立人の本案勝訴可能性（所有制限及び超過株式条項の有効性）を同事件の決定的な判断要素としたうえで、公益の内容について市場競争の刺激であると認定した。これは、企業買収場面における「支配権争奪の中立性」の確保というウィリアムズ法の制定趣旨に立脚して行った判断である。これに加えて、同裁判所は、所有制限及び超過株式条項は受託者会の権限に完全に相応しいもので、かつウィリアムズ法に違反しない（有効な）ものである場合に、差止命令の発令は、公益に役立つものとはいえないが、そうでない場合に、差止命令の発令は、公益に資するものと判示した。そうすると、ここでの公益は、差止命令の発令の一要件ではなく、本案勝訴可能性の結論を出す際の参考程度に用いるものであると考えられる。

<sup>1007</sup> 吉垣・前掲注（1002）46-48 頁。

事者という制限を課すことが必要となる<sup>1008</sup>。また、代表訴訟のように、当事者でない者の利益を訴訟当事者が代表する場合には、その者の利益を損害の比較衡量において考慮すればよい。このような特定非当事者の利益が問題となる事例は多くないといわれる。そこで、このような公益を独立の一要件としてではなく、損害の比較衡量の中で考慮する立場もある<sup>1009</sup>。つまり、損害の利益衡量の「損害」とは原則として当事者の損害であるが、上記のような訴訟当事者でない者がいる場合には、その者の損害も「損害」に含めて利益衡量するとの解釈である<sup>1010</sup>。

---

<sup>1008</sup> つまり、通常、ある規則の執行停止は、その規則の対象者や執行者に大きな影響を及ぼすが、そのような不特定多数の者の利益は考慮しない、ということである。

<sup>1009</sup> 例えば、以下の①Jasinover v. The Rouse Company 事件の判決である。この事件は、US-REIT の株主が合併対価の不公平を理由に、上場 REIT 同士の合併の差止めを申し立てた事件である。メリーランド州巡回裁判所は、同事件の公益について、次のように判示した。「本件合併の対象会社 Rouse は公開会社である。申立人に限らず、ほとんどの株主は、合併の当事者ではないが、合併からかなりの影響を受けている。これら株主の利益は、本裁判所の決定によって大きく左右される。それゆえに、本裁判所は、これら株主の利益を公益として、比較衡量の要素に入れなければならない。」つまり、申立人 Jasinover 以外の株主は、本件合併の当事者ではないが、合併からかなりの影響を受けている。これら特定非当事者の利益は、同事件の公益の内容である。ただし、これは独立の発令要件ではなく、当事者の損害の比較衡量を行う際には、これも併せて考慮すればよい。

<sup>1010</sup> 吉垣・前掲注（1002）52-54 頁。

### 第三款 US-REIT の買収・再編における予備的差止命令の判例法理

本款では、予備的差止命令が、US-REIT の買収・再編の分野においてどのように利用されているのかについて考察を行う。具体的には、(1) 独立当事者間の買収・再編、(2) 支配株主による買収・再編、(3) 敵対的買収という 3 つの場面に分けて、アメリカ裁判所の判例法理を中心に検討する。

#### 1 独立当事者間の買収・再編の場面

##### 1.1 US-REIT に対する現金合併の場面

①Jasinover v. The Rouse Company, No.13-C-04-59594, 2004 WL 2747382 (Md. Cir. Ct. Nov. 4, 2004)

##### 【事実の概要】

本件の申立人 David Jasinover (以下「Jasinover」という) は、被申立人 The Rouse Company<sup>1011</sup> (以下「Rouse」という) の普通株式を有する株主である。2004 年 8 月 25 日に、Jasinover は、メリーランド州巡回裁判所に対して、Rouse と General Growth Properties, Inc.<sup>1012</sup> (以下「GGP」という) との三角合併 (以下「本件合併」という) を承認するための株主総会 (2004 年 11 月 9 日の予定) の開催・決議を対象として、予備的差止命令を申し立てた (以下「本件申立て」という)。被申立人は、Rouse のほか、Rouse の取締役会のメンバーである Anthony W. Deering (Rouse の社長兼 CEO であり、以下「Deering」という) 等 10 人、及び GGP も含む。本件申立ての主な理由は、Deering 等の取締役は信認義務違反して、本件合併を承認及び推薦したことにある。Rouse と GGP が申立人のリストに挙げられたのは、取締役の信認義務違反の共謀者に該当し、または信認義務違反に協助・支持したと思われるからである。本件合併の経緯は、以下のとおりである。

2004 年 6 月の下旬、Deering は、A 社から Rouse に対する買収提案を受けたが、A 社の提

---

<sup>1011</sup> The Rouse Company は、メリーランド会社法に基づいて設立された会社型の上場 REIT である。

<sup>1012</sup> General Growth Properties, Inc. は、デラウェア会社法に基づいて設立された会社型の上場 UPREIT である。



案は明確な価格を示していなかったし、また提案した価格帯が受け入れられなかったから、A 社と交渉しないと決定した。それからの 1 月間に、A 社の CEO は、A 社と Rouse との買収取引について、2 度 Deering に打診したが、提案した価格帯についての状況は変わらないため、Deering は、A 社の買収提案を拒絶した。

その後、Rouse は、ファイナンシャル・アドバイザー 2 社 (Deutsche Bank と Goldman Sachs) とリーガル・アドバイザー 1 社を雇って、Rouse の買収可能性及び価格評価等について市場調査を行った。また、Rouse の経営者は、GGP と B 社という 2 つの潜在的な買収者と連絡するよう、ファイナンシャル・アドバイザーに指示した。この 2 社は、Rouse と同じようにショッピング・モールを経営しており、かつ業界トップ・レベルの上場会社である。同年 7 月から 8 月までの間に、GGP と B 社は、Rouse に対してデュー・ディリジェンスを行った後に、それぞれ買収提案を出した。B 社の買収価格は 1 株 70 米ドルを上限とするが、GGP は 1 株 65~70 米ドルの価格帯を提示した。これに対して、Deering は、公正な価格は 1 株 70~75 米ドルの間にあると信じる意欲を示し、1 株 75 米ドルの価格を提示する当事者は優先権 (preemptive) を有すると言及した。しかし、GGP と B 社のいずれもこれ以上の価格を提示しなかった。

2004 年 8 月 12 日に、GGP の CFO は、Deering と連絡する際に、早ければ同 16 日に、最終的な買収提案を出すことが可能であるが、Rouse の取締役会は 12 時間以内に、当該買収提案の採否について返事しなければならないことを条件とするという意思を示した。これに対して、B 社側は、「もう少し準備時間がほしい」という意思を示した。そのため、Rouse の経営者は、GGP と B 社と確認したうえで、買収提案の締切りを 8 月 19 日に決定した。しかし、8 月 18 日に、B 社の社長は、買収手続からの撤退を計画していると Deering に通知した。同日の午後には、A 社の CEO が、Deering に電話をかけて、Rouse 買収の興味を再度に示した。Deering は、A 社に合併計画書 (案) を提供し、19 日に A 社とミーティングすることが可能であると話した。19 日になると、A 社の CEO は、Deering 及びそのリーガル・ア

ドバイザーに対して、Rouse 買収に興味があること、及び何日間または何週間の時間をかけないと、正式な買収提案を出せないこととの意思を伝えた。B 社の社長は、同日に最終的な買収提案を提出できない理由及び何週間程度の締切延長請求を説明するメールを、Deering に送った。そして、同日の午後 11 時、GGP は、1 株 67.50 米ドルの現金（合計 72.2 億米ドル）を対価とする最終的な買収提案を提示した。これについて、ファイナンシャル・アドバイザー 2 社は、Rouse の株主にとって公平であると評価した。

以上の事情を踏まえて、Deering をはじめとする取締役会は、GGP の買収提案を受けると決定し、そして、8 月 20 日に本件合併を公表した。Rouse の株主 Jasinover は、本件合併の公正性にチャレンジし、メリーランド州（本件）とイリノイ州（2 件）で提訴し、本件合併の差止めを申し立てた。また、9 月 7 日に、Rouse の取締役会は、初期的委任状説明書（preliminary proxy statement）を SEC に提出し、本件合併の経緯及び臨時株主総会の開催（11 月 9 日予定）を開示した。そして、10 月 8 日に、本件合併の推薦を内容とする委任状説明書（proxy statement）を提出し、株主にも通知した。

#### 【決定要旨の概要】

I メリーランド州の裁判所は、予備的差止命令の発令要件について、以下の 4 つのテストを適用する。すなわち、(1) 申立人の本案訴訟における勝訴可能性、(2) 申立人は、法律上に合理的な救済があるか、または差止命令を発令しない場合に回復不能の損害を被るか、(3) 簡便性の比較衡量（balance of convenience）、換言すれば、差止命令を発令しない場合の申立人の損害は、差止命令を発令した場合の被申立人の損害を上回るか、及び (4) 差止命令は公益を害しないかというテストである<sup>1013</sup>。また、この 4 テストの審査方法について、控訴裁判所は Lerner v. Lerner 決定<sup>1014</sup>で判示したとおりに、申立人は、「不法行為の原告

---

<sup>1013</sup> See Fogle v. H&G Restaurant, Inc., 337 Md. 441, 654 A.2d 449, 455-56 (1995); Motor Vehicle Admin. V. Armacost, 299 Md. 392, 404-05, 474 A.2d 191 (1984); State Department of Health & Mental Hygiene v. Baltimore County, 281 Md. 548, 383 A.2d 51 (1977).

<sup>1014</sup> See Lerner v. Lerner, 306 Md. 771, 511 A.2d 501 (1986).

は、不法行為のすべての要素を立証する必要がある」ため、以上 4 つのテストのすべてを立証しなければならない<sup>1015</sup>が、裁判所は個別的に審査してならない。つまり、裁判所は、すべての要素を総合的に考慮したうえで、差止命令を発令するかどうかを判断すべきである。よって、例えば、本案勝訴可能性の重要度が増加する場合、回復不能の損害の重要度は減少することとなる<sup>1016</sup>。

II まず、予備的差止命令の発令の当否を判断するに際して、申立人の主張が本案訴訟において最終的に成立するかどうかが非常に重要な要素である。本件において、申立人は信託義務違反を主張し、その根拠を、「株主のために合理的に入手可能な最善の価格を追求・獲得すべきである」といったメリーランド法取締役の義務に対する違反に置く。特に、取締役会は、すべての交渉権限を社長である **Deering** に一任したこと、また **A 社** 及び **B 社** から最終的な買収提案を得る前に、**GGP** との本件合併を決定・公表したことには疑問を持つ。

しかし、第一に、以上の取締役会の行動または懈怠に関する認識は、デラウェア州の判例法理を導入し、そして、メリーランド会社である **Rouse** に押し付けようとする申立人の試みに由来するであろう。申立人は、デラウェア州裁判所に採用されるレブロン基準に基づき、次のような主張をした。すなわち、レブロン判決と **Mills v. MacMillan** 判決<sup>1017</sup>のような場面では、裁判所は、潜在的な買収者への「差別的な取扱い (disparate treatment)」に対して、厳格に審査 (rigorous scrutiny) する必要がある。それによって、申立人は、**A 社** 及び **B 社** から確実な買収提案を得る前に、または、ほかの潜在的な買収者に **Rouse** をショッピング (shopping) する前に、**GGP** との本件合併を決定・公表することにより取引を閉じたことには問題があり、かつそれを正当化する根拠がないと主張する。

確かに、申立人のデラウェア州法に関する引用には間違いがないが、本事案は、**Rouse** 及

---

<sup>1015</sup> See Lerner, 511 A.2d 501 at 776-777.

<sup>1016</sup> See Lerner, 511 A.2d 501 at 784.

<sup>1017</sup> See *Mills Acquisition Corp. v. MacMillan, Inc.*, 559 A.2d 1261 (Del. 1989).

びその取締役会を規制するのがメリーランド法であるということである。……実際には、メリーランド法は、申立人の採用するデラウェア法より制限が少ない。例えば、メリーランド法は、会社を売却する際に競売を要求していない。取締役会は、会社を多数の買収者に十分にショッピングする必要がなく、すべての買収者に対していわゆる「公正な土俵 (level playing field)」を提供する必要もない。もちろん、取締役会の決定は、マーケット・チェックまたは検証を経なければならないが、取締役会は、契約締結後の措置 (post-agreement methods) などを利用して、魅力的な取引をロックアップすることができる。

また、デラウェア法に対する理解について、本裁判所は、申立人の主張と違う点を持つ。確かに、レブロン基準は、会社の売却の場面で、取締役に株主のために最善の短期的な価格を獲得するように要求する<sup>1018</sup>が、それは、必ずしも激しい買収競争により売却することまでを要求しない<sup>1019</sup>。取締役会は、まず 1 人の買収者と合併契約を締結し、取引の基盤 (floor) を建てた後に、契約締結後のマーケット・チェックをもって、取引を検証することがデラウェア最高裁判所によって認容された<sup>1020</sup>。さらに、いわゆる厳格な審査基準を採用したとしても、取締役は、合理的に入手可能な最善の価格を調査・獲得するに際して、営業面及び財務面における多くの要素から影響を受けざるを得ない。デラウェア州の裁判所は、この点について十分に認識していることから、これら判断を下すために最も相応しい能力を備えた機関は、やはり取締役会という会社の意思決定機関であると判示した<sup>1021</sup>。

Rouse の取締役またはアドバイザーは、取引を完成する前に、多くの機会を設けて A 社、

---

<sup>1018</sup> See *Revlon*, 506 A.2d at 182.

<sup>1019</sup> See *Barkan*, 567 A.2d at 1286.

<sup>1020</sup> See *Barkan*, 567 A.2d at 1287. See also *In re MONY Group, Inc. Shareholder Litigation*, 852 A.2d 9, 19 (Del Ch. 2004). 会社は、競売を行わない原因として様々であるが、一概に否定すべきではない。

<sup>1021</sup> See *Paramount Comm.*, 637 A.2d 34, at 45. 「したがって、裁判所が厳格な審査基準によって判断すべきは、取締役は合理的な決定を出したかどうかということであり、完璧な決定を出したかどうかということではない。取締役会は複数の合理的な選択肢から 1 つを選んだ場合には、たとえその後の出来事は取締役会の決定に疑問を投じたとしても、裁判所は、後知恵でその選択を評価すべきではない。」 See also *In re MONY Group*, 852 A.2d 9, at 20.

B 社及び GGP と交渉した。この 3 社について同様に取引していないことは事実であるが、取締役は不合理な行動をとった様子がない。この取引は、たぶん完璧なもの (perfect deal) または最善のもの (best deal) ではないが、合理的なもの (reasonable deal) ではないと断定する証拠もない。メリーランド法は、これ以上のことを要求していない。本裁判所にとっては、取締役会の決定を後知恵で評価すべきではないし、そして、差止命令の発令することで、株主は取締役会の方法と最終決定を裁定するのを妨げるべきではないと考えられる。

本件合併のマーケット・チェックについて、Rouse と GGP の合併契約には、「フィデューシャリー・アウト」条項がある。つまり、優越的な買収提案がある場合、Rouse は、GGP との合併契約を終了し、それを受け入れることが許される。この場合の解約金 (termination fee) は、1.55 億米ドルを上限とし、費用返還金 (expense reimbursement) は、2500 万米ドルを上限とする。これは、取締役会はアドバイザーから意見を受けたうえで、他の買収者を排除しないように決めた金額である。この金額は、取引総額 (72.2 億米ドル) の 2.5% に相当し、ちょうど裁判所の許容する範囲 (2%~4%) 内にある。その他の措置とあわせて考えると、このような契約締結後のマーケット・チェックは、メリーランド法の要求を満たしていないとはいえないと思われる。

第二に、申立人は、取締役会のメンバーの何人に利益相反があり、独立性のある取締役とみなされてはならないと主張する。その根拠は、主に委任状説明書の開示事項に依拠し、また忠実義務違反がないと示す新たな事実が存在しないことにある。しかし、本件合併は、敵対的買収の脅威から取締役の地位と利益を固める場面ではなく、そして、取締役の動機に対して合理的な懷疑を呈する場面でもない。本件合併を完成させる結果、取締役は、自らの仕事を失うと同時に、その有する株式から魅力的な利益を取得することができる。この利益は、ほかの株主の享受する利益と同じものである。これらの事情は、委任状説明書の「取引における潜在的な利益相反」という項目に適切に開示されている。申立人は、これ以外の利益相反要素を立証していない。これだけの理由では、本裁判所は、取締役会か

らの推薦に対する株主による審査・決議を差し止めるわけがない。

したがって、申立人は本件合併に対する予備的差止命令を申し立てたが、本裁判所は、その本案における勝訴可能性は低いといわざるを得ない。そうすると、予備的差止命令の発令要件のうち、申立人の損害が被申立人または公益の損害を上回ることの重要度は高くなり、申立人は、この点について強く立証する必要がある。

Ⅲ 申立人は、予備的差止命令が発令されない場合の損害について、次の 3 点を主張する。第一は、十分に通知されていないままに、株主総会で議決権を行使することである。これは、「株主の最も強力な権利」に対する妨害である。第二は、最大の株主利益を得ることができないことである。これは、A 社と B 社などの他の買収者は「公正な土俵」で競争することが許されていないからである。第三は、閉鎖会社としての Rouse の成長に参加する機会を失うことである。

しかしながら、第一に、ここでいう「十分に通知されていないこと」は、申立人の自らの判断によるものであり、客観的な判断によるものとはいえない。申立人及びその代理人は、委任状説明書を細かく分析したうえで、本件合併の不適切さと取締役会の任務懈怠があると信じることを掘り出した。そうすると、たとえこれ以上の開示がなされたとしても、申立人は株主総会の決議結果を変更したり、再決断したりなどするとは期待できない。第二に、メリーランド法では、「公正な土俵」テストが実施されていないし、競売で買収を行うことも要求されていない。申立人の主張は、差止命令が発令されると、A 社、B 社またはその他の買収者は GGP の提案より優れるものが提出されるであろうという推測のみに基づくものであるが、実際に、本件合併を公表した以来、ほかの提案を出す買収者は現れていない。第三に、Rouse の将来成長から排除されるおそれがあるという申立人の主張についても、単なる推測に基づくものである。Rouse の株主であり続けることと、株主総会の開催を回避することは、申立人にとっておよそ何らかの個人的利益があるかもしれないが、本裁判所の審査手続における重要度といえ、羽毛のようなものに過ぎないと思われる。

また、本件申立ては、メリーランド民事訴訟規則 2-231 条(c)項のクラス・アクションによるものではないため、申立人が代表する利益は、同クラスのすべての株主のものではなく、個人的なものに過ぎない。

IV 以上の申立人の個人的利益は、差止命令が発令された場合の被申立人の損害と比較衡量しなければならない。株主総会の開催を差し止めると、当然に本件合併の延期・中断をもたらすことになる。Rouse は、株主が大勢いる上場会社であることから、株主総会の開催をやり直すと、取引コストがかかることは明らかである。被申立人の主張のとおり、本件合併が 1 日延期されると、Rouse の株主は、合併対価を受け取った場合と比べて、合計でおよそ 5 万米ドルの金利損失（1%で計算）を被るおそれがある。また、Rouse と GGP の合併契約により、裁判所の差止命令が発令された場合には、GGP は、本件合併からの撤退権がある。そうすると、Rouse 及びその株主は、本件合併のプレミアムを喪失するおそれがある。

なお、申立人の主張する当面の損害は、より確実なかつ曖昧でないものであれば、本裁判は、損害の比較衡量を行う際に、天秤の左右を調整し、バランスをとることが可能である。しかし、現時点で、申立人はこのような損害を証明することができないため、本裁判所は、断固として、比較衡量の天秤を被申立人側に傾かせる。

V 本件合併の対象会社 Rouse は公開会社である。申立人に限らず、ほとんどの株主は、合併の当事者ではないが、合併からかなりの影響を受けている。これら株主の利益は、本裁判所の決定によって大きく左右される。それゆえに、本裁判所は、これら株主の利益を公益として、比較衡量の要素に入れなければならない。

確かに、取締役会の委任状説明書は完璧なものとはいえないが、現段階でいえば、それは、株主は株主総会で議決権を行使するために、最も重要な判断材料を提供するものである。本件合併は株主総会に承認された場合に、株主は 32%のプレミアムを受け取ることができる。これに対して、本件合併が延期された場合に、株主にとって不利な事態が発生し

ない保証は全くない。

裁判所は、不誠実なまたは勤勉でない取締役会の不正行為から、株主の権利を保護する必要がある一方、会社業務に司法介入を行うべきかどうかについて慎重に検討したほうが賢明である。患者を治療する医師は、常に「第一に、傷つけてはならない」と警告されるが、このような警告は、本件にも妥当するものであろう。司法介入は、メリーランド会社法の支持する利益を促進することができれば、または Rouse の株主の最善の利益にかなうものであれば、話は別であるが、申立人は、この 2 点のいずれも証明できなかった。なお、デラウェア州衡平法裁判所は、公開買付けに対する予備的差止命令の発令を拒否する際に、以上の立場と類似した意見をはっきり示したことがある<sup>1022</sup>。したがって、本裁判所は、公益のために司法介入を行うという申立人の主張を却下する。

#### 【検討】

##### (1) 予備的差止命令の発令要件及び各要件の関係

本件は、メリーランド州巡回裁判所は、US-REIT の現金合併における企業価値評価の公正性に争いがある場合に、予備的差止命令の発令の当否及び要件について明示した最初の事例である。同裁判所は、他の事案に関する裁判例で確定した 4 つのテストを順次に適用し、最終的に申立人の差止請求を退けた。この 4 つのテストは、多数の連邦裁判所及び他州の裁判所に適用されている 4 要件と基本的に同じであるといえる。すなわち、裁判所は、1) 本案勝訴可能性、2) 回復不能の損害、3) 損害の比較衡量及び 4) 公益という 4 要件をもって、US-REIT の現金合併に対する予備的差止命令を発令するかどうかについて判断した。

各要件の関係について、同裁判所は、すべての要件を総合的に考慮したうえで、差止命令の発令の当否を判断するという、同州控訴裁判所 *Lerner v. Lerner* 決定により確定した立場を採っている。つまり、メリーランド州の裁判所は、各要件はそれぞれ独立しており、

---

<sup>1022</sup> See *Solash v. Telex Corporation*, 1988 WL 3587, 13 Del.J.Corp.L. 1250, 1269 (Del. Ch. Jan. 19, 1988).



相互の影響を認めないという「順次アプローチ」を採用しておらず、各要件は独立しているが相互に影響を受けるという「総合衡量アプローチ」を採用している。このアプローチによれば、たとえ 1 つの要件の立証が弱くても、他の要件の立証から状況を推認できるのであれば、それで救済を認めることができる。例えば、本件において、たとえ 1) 本案勝訴可能性についての立証が弱くても、申立人は、2) 差止命令が発令されない場合の損害は、3) 発令された場合の被申立人または 4) 公益の損害を上回っていることについて強く立証できれば、差止命令の発令は許容される。

## (2) 本案勝訴可能性：取締役の信託義務違反の有無

同裁判所は、本案勝訴可能性について、申立人の主張する取締役の信託義務違反の有無を審査の重点に置いた。これは、本件決定の最も重要な争点である。特に、メリーランド法では、デラウェア州裁判所の「レブロン基準」を適用しないこと、また、会社売却の際に競売を要求していないことを明言した点で、本件決定は、先例としての意義を有すると思われる。

メリーランド法で、会社の取締役の行動を規制するのは、メリーランド会社法 2 章 405.1 条である<sup>1023</sup>。「経営判断原則に基づき、一般的には、会社の取締役は、誠実に、かつ会社の最善の利益のために行動していると推測される<sup>1024</sup>。」また、メリーランド会社法の筆頭の注釈者 (leading commentator) は、会社の取締役の義務について、次のように述べる。

---

<sup>1023</sup> メリーランド会社法 2 章 405.1 条は取締役の注意義務についての規定である。具体的には、本件に関するものは以下のとおりである。See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 2-405.1.

(a) 項 「取締役 (委員会のメンバーも含む) は、(1) 誠実に、(2) 会社の最善の利益に合致すると合理的に信じる方法で、かつ (3) 通常の慎重な人間が、同様の地位において、類似の状況の下で尽くすことを合理的に期待される注意をもって、その職務を遂行しなければならない。」

(b) 項 (1) 号 「取締役は、その職務を遂行するに当たり、次の者が作成または提出する、財務諸表及びその他の財務上の資料を含む情報、意見、報告または陳述を信頼する権利を有する。……(ii) その者の職業的もしくは専門的能力の範囲内であるとその取締役が合理的に信じる事項に関して、弁護士、公認会計士またはその他の者 ;」

<sup>1024</sup> See Wittman v. Crooke, 120 Md. App. 369, 376, 707 A.2d 422, 425 (1998).

「レブロン義務の適用があるかどうかを問わず、取締役は、株主利益の最大化を追求する際に、会社法 2 章 405.1 条の基準の規制に服して行動しなければならない。それで、取締役会は、合理的な範囲内で、如何に株主利益を最大化するかを決定する必要がある。支配権の移転がある場面においても、取締役会にとって、独立当事者間の交渉（arm's length negotiations）を通じたうで合意した契約は合理的であるといえる。取締役会は、誠実に、かつ合理的な根拠に基づき、上記の手続きのみによって、合理的に入手可能な最善の価格及びその他の条件をもたらすことができると結論付けた場合には、わざわざ会社をショッピングする必要はない。取締役会は、株主の利益の促進に有利であることを明らかにすれば、ある買収者を他の買収者より優遇することが可能である。ただし、支配権の移転がある場面では、検証的なマーケット・チェック（契約締結後の措置も含む）が含まれていない取引手続は、やはり支持しがたい。」「上記の場面における取締役の行動は、405.1 条（a）項の基準に合致していると推測され、かつ、その他の行動を行う際に課される責任より重い責任で審査してはならない<sup>1025</sup>。」

つまり、第 1 に、メリーランド法に基づき、会社の売却または支配権の移転がある場面においても、取締役会は、経営判断原則の保護下にあることから、その決定事項（合併決定など）に関して、「レブロン基準」のような厳格な審査を受けないということである。取締役会は、株主利益の促進に有利であると誠実かつ慎重に信じた場合に、特定の買収者を優遇することができる。そのため、申立人（反対株主）は、合併による株主利益の最大化を実現しないことをもって、取締役会の決定を覆すことができない。申立人は、取締役会の決定の不合理性、例えば、独立当事者間のように交渉していないことを立証する必要がある。この点を立証できなければ、裁判所は、取締役会の決定を後知恵で評価することはしない。

第 2 に、取締役会の決定は、マーケット・チェックなどの検証を経なければならない。

---

<sup>1025</sup> See James J. Hanks, Jr, *supra* note 596, at §§6.6-10, 6.6A-5 and Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 2-405.1(f).

しかし、マーケット・チェックは、競売、「公正な土俵」の提供などといった契約締結前の措置に限らず、フィデューシャリー・アウト条項<sup>1026</sup>に基づく契約締結後の措置であってもかまわない。つまり、対象会社は、フィデューシャリー・アウト条項をもって、魅力的な取引をロックアップすることができる。優越的な買収提案がある場合、対象会社は、締結済の合併契約などを終了し、それを受け入れることが許される。ただし、この場合の取引保護条項は、例えば、対象会社の買収者に対し支払う解約金は、他の買収者の出現等の機会を過度に阻害しないように注意しなければならない。解約金の金額については、同裁判所は、取引総額に占める割合を基準に、その妥当性を判断すべきであると判示した。裁判所の許容された範囲は、およそ 2%~4%である。本件解約金の金額（2.5%）は、ちょうどこの許容範囲に入るものであるため、他の買収者の出現を妨げない妥当なものであるといえる。

以上の 2 つの理由から、同裁判所は、申立人はその主張の本案勝訴可能性について立証していないと判断した。この判断は妥当であると思われる。

### (3) 回復不能の損害

本件申立ては、クラス・アクションによって行われたものでないため、申立人の損害は同クラスのすべての株主のものではなく、単なる個人的なものに過ぎない。申立人は、その損害について、a) 十分に通知されていないままの議決権行使、b) 最大の株主利益の喪失、

---

<sup>1026</sup> フィデューシャリー・アウト条項とは、あらかじめ定められた特定の条件が満たされた場合に、対象会社が買収に関して締結した契約に違反することなく、当該契約上の義務を回避することを認める旨の契約条項である。取引保護条項などの契約条項に定められた対象会社の義務に違反した場合には、対象会社は買収者によって契約違反の責任を問われることになる。例えば、買収者の買収提案を株主に推薦することを対象会社の取締役会に義務付ける条項が合併契約に盛り込まれていた場合には、たとえ当該合併契約の締結後に当初の買収提案に優越する提案が登場していた場合であっても、契約上は、対象会社の取締役会は当初の買収提案を株主に対して推薦する義務を負い続けることになる。この場合、当初の買収提案を株主に推薦し続けることは、対象会社または同社の株主の利益を考えれば望ましいことではないが、推薦しない場合には、対象会社は買収者によって契約違反に基づく責任を追及される可能性が生じてしまう。そこで、対象会社としては、こうした買収者による契約責任の追及を回避するために、実務上は取引保護条項の締結に際して同時にフィデューシャリー・アウト条項の締結を求めることが多い。白井・前掲注（666）78-79 頁。

及び c) Rouse 成長の機会の喪失という 3 点を主張した。同裁判所は、いずれの損害も、申立人の個人的推測に基づくものであり、客観的な判断でないとして、その主張を退けた。特に、b) の主張について、本件合併公表後の最初日の GGP の株価は、5%近く下落した。これは、GGP の Rouse の株主に対して支払う価格は十分であることの市場証拠に他ならない。さらに、Rouse の株式は、ほぼ 1 株 67.50 米ドル以下の値段で取引されている。つまり、市場は、Rouse の企業価値が本件合併において十分に評価されたと信じている。そうすると、差止命令を発令すると、Rouse の株主はより多くの対価（最大の株主利益）を得られるという申立人の主張は根拠がないものである。

#### (4) 損害の比較衡量と公益

差止命令が発令された場合の被申立人の損害について、同裁判所は、被申立人の主張を支持した。すなわち、本件合併が延期された場合の取引コストと、b) 本件合併が破綻した場合のプレミアムの喪失といった 2 つの損害である。a) の取引コストとは、株主総会のを再開するためのコストを指す。b) のプレミアム喪失について、本件合併が延期されると、GGP は本件合併から撤退することができる。GGP は撤退権を行使した場合に、Rouse が 32% のプレミアムを喪失したことは明らかである。

また、本件の公益について、同裁判所は、申立人以外の Rouse の株主の利益を公益の内容と捉えた。Rouse は上場 REIT であるため、申立人以外に多数の株主がいる。これら株主は差止命令の当事者ではないが、差止命令が発令された場合に、大きな影響を受けることから、その利益または損害も考慮する必要がある。本件決定の文脈からみれば、同裁判所は、このような公益を独立の一要件としてではなく、損害の比較衡量の要件で併せて考慮した。具体的には、本件合併が差し止められた場合に、これら株主は、次の 2 種類の損害を受けるおそれがあると考えられる。第 1 に、本件合併が 1 日延期されると、これら株主はおおよそ 5 万米ドルの金利損失を被るおそれがある。第 2 に、GGP が撤退権を行使した場合に、これら株主も 32% のプレミアムを喪失することになる。

したがって、申立人の損害の立証の不十分と、被申立人及び公益の損害の明確性と比較衡量した結果、同裁判所は、被申立人及び公益の損害が大きいと断定した。そのうえで、本案勝訴可能性の立証の不十分さ等を加味し、同裁判所は、申立人の差止請求を退けた。

②Foster v. The Town and Country Trust, No. 24-C-06-001442, 2006 WL 991000 (Md. Cir. Ct. Feb. 24, 2006)

#### 【事実の概要】

本件の申立人 Lee Foster（以下「Foster」という）は被申立人 The Town and Country Trust<sup>1027</sup>（以下「TCT」という）の普通株式を有する株主である。2005年12月19日に、TCTは Magazine Acquisition LP<sup>1028</sup>（以下「Magazine」という）との三角合併（以下「本件合併」という）を公表した。TCTは Magazine の子会社に合併される代わりに、Magazine は、TCT の株主に1株33.90米ドルの対価を支払う予定である。本件合併公表後、Oriole Partnership LLC（以下「Oriole」という）は、TCT に対して、1株40.15米ドルの買収提案を提出した。それを受けて、Magazine は、2006年2月16日、前の買収提案を変更し、合併対価を1株40.20米ドルに引き上げた。

2006年2月21日、Foster は、株式価値を過小評価したことを理由に、メリーランド州巡回裁判所に提訴し、本件合併に関する株主総会（2006年3月9日の予定）の開催・決議を差し止めるための迅速化された証拠開示<sup>1029</sup>（expedited discovery）を申し立てた。同日、同裁判所は、Foster の主張は不明であること、特に具体的な救済手段を述べていないことを根拠に、Foster の迅速化された証拠開示の申立てを却下した。その後、Foster は、その主張を変更し、TCT の受託者の信託義務違反を理由に、再び提訴した。ただし、二回目の提訴主

---

<sup>1027</sup> The Town and Country Trust は、メリーランド REIT 法に基づいて設立された信託型の上場 UPREIT である。

<sup>1028</sup> Magazine Acquisition LP は、Morgan Stanley Real Estate と Onex Real Estate が TCT を買収するために設立されたジョイント・ベンチャーである。

<sup>1029</sup> 迅速化された証拠開示を求めた場合の審査基準は、予備的差止命令の発令要件に類似するところがあるが、異なるところもある。その詳細は、前掲注（916）及びそれに対応する本文を参照。

張には、予備的差止命令の内容が含まれていない。

#### 【決定要旨の概要】

I メリーランド法に基づき、受託者会は、経営判断原則の保護を受ける資格が与えられる。合理的な受託者会の行動と、独立当事者間の交渉による取引契約といった 2 つの条件が満たされた場合に、受託者会は、契約締結前の措置を通じて会社をショッピングする必要がない。……Jasinover 決定で述べたとおりに、「メリーランド法は、会社を売却する際に競売を要求していない。取締役会は、会社を多数の買収者に十分にショッピングする必要がなく、すべての買収者に対していわゆる『公正な土俵』を提供する必要もない。もちろん、取締役会の決定は、マーケット・チェックまたは検証を経なければならないが、取締役会は、契約締結後の措置などを利用して、魅力的な取引をロックアップすることができる。」また、厳格な審査基準が適用されるデラウェア州の裁判所によっても、「取締役会は、競売手続において消極的な立場を採る必要がない。取締役会は、利己的なまたは不適切な原因で、特定の買収者を優遇することができないが、株主利益の促進に有利であると誠実かつ慎重に信じた場合、他の買収者より、特定の買収者に優遇を与えることが許される<sup>1030</sup>。」

II 本件において、TCT と Magazine との間の本件合併合意が他の買収者からの提案を阻止していないことは明らかである。その結果、本件合併の対価が大幅に引き上げられたのも事実である。したがって、申立人の主張は、メリーランド法の範囲で不成立で却下されるべきである。もちろん、申立人は、その主張を変更し、最終的な合併契約または決定の内容について訴訟を提起することができるが、当該訴訟は、別途提起されなければならない。それに、金銭賠償 (monetary damages) で申立人の損害を補償するには十分であるから、本裁判所は、申立人の迅速化された証拠開示の申立てを却下する。

#### 【検討】

##### (1) 迅速化された証拠開示の申立て

---

<sup>1030</sup> See *In re Fort Howard Corp. Shareholders Litigation*, 1988 WL 83147 (Del Ch. 1988).

本件は、US-REIT の現金合併における企業価値評価の公正性に争いがある場合に、予備的差止命令の発令の可否をめぐって、メリーランド州巡回裁判所は下した二番目の裁判例である。申立人は、変更した提訴請求で予備的差止命令の内容を取り下げたため、同裁判所は、予備的差止命令の発令 4 要件に沿って検討していない。しかし、迅速化された証拠開示の申立てを主な目的とする本件において、同裁判所は、いわゆる「4 分枝基準<sup>1031</sup>」に基づき、申立人が本案勝訴可能性を十分に立証していないことを根拠に、その提訴請求を退けた。

## (2) 本案勝訴可能性：受託者の信託義務違反の有無

本件決定は、上記 Jasinove 決定とデラウェア州衡平法裁判所の判決を引用したうえで、受託者の信託義務違反がないと判示した。すなわち、「取締役会は、誠実にかつ合理的な根拠に基づき、合理的に入手可能な最善の価格及びその他の条件をもたらすことができると結論付けた場合、わざわざ会社をショッピングする必要がなく」、また「株主利益の促進に有利であると誠実かつ慎重に信じた場合、特定の買収者を優遇することができる」。こうした認定内容からみれば、本件決定は、基本的に Jasinover 決定の判断を踏襲したものであるといえる。とりわけ、本件決定も、メリーランド法で「レブロン基準」が適用されていないことに言及し、再確認した。なお、仮に受託者の信託義務違反があるとしても、金銭賠償で申立人の損害を十分に補償できるため、迅速化された証拠開示を認める必要がないと考えられる。このような判断は、メリーランド州の以後の裁判例に影響を与え、先例的な意義があると思われる。

ただし、本件の対象会社 TCT は、メリーランド REIT 法に基づいて設立された信託型の上場 UPREIT であるが、Jasinover 決定の対象会社 Rouse は、メリーランド会社法に基づいて設立された会社型の上場 REIT である。この点が、両事件の異なるところであるが、結論は同じであるという点から見れば、信託型 REIT の受託者の信託義務は、会社型 REIT の取

---

<sup>1031</sup> 4 分枝基準の審査内容等は、前掲注 (917) 及びそれに対応する本文を参照。

締役のそれとほぼ同じ内容であるといえよう。

### (3) 取引解約金の排他性

申立人は、最初の提訴主張で、本件合併の解約金の排他性についても争っていたが、本件決定は、この点について判断していない。メリーランド法では、本件のような支配権の移転がある場面に、当該取引は検証的なマーケット・チェックを受ける必要がある。ただし、取締役会は、契約締結後の措置を利用して、魅力的な取引をロックアップすることができる。当該措置は、他の買収者の出現等の機会を過度に阻害しないようなものであればよい。

本件において、Magzine は、合併対価を 1 株 33.90 米ドルから 40.20 米ドルに引き上げると同時に、解約金を 2000 万米ドルから 2800 万米ドルに引き上げた。この解約金条項は、契約締結後の措置である。Jasinover 決定で示された基準に基づき、解約金の取引総額に占める割合は、裁判所の許容範囲内（2%～4%）であれば、解約金は妥当であるといえる。本件において、解約金（2000 万または 2800 万米ドル）は、取引総額（15 億米ドル）の 1.34% または 1.87% に相当し、いずれも上記の許容範囲にかなり近い（特に変更後の後者）。また、排他性の判断において、こうした解約金は、他の買収者の出現等の機会を過度に阻害するようなものではないと解されるべきである。実際には、本件合併公表後、競争の買収者 Oriole は、TCT に対して、1 株 40.15 米ドルの買収提案を提出した。これはまさに、本件合併の解約金が他の買収者の出現を阻害していなかったことを示している。

## 1.2 US-REIT に対する現金合併でない場面

③In re American Realty Capital Trust, Inc., Shareholder Litigation, No.24-C-12-005306 (Md. Cir. Ct. Dec. 13, 2012)

### 【事実の概要】

2012 年 9 月 6 日、American Realty Capital Trust, Inc.<sup>1032</sup>（以下「ARCT」という）と Realty Income

---

<sup>1032</sup> American Realty Capital Trust は、メリーランド会社法に基づいて設立された会社型の上場 REIT である。



Corporation（以下「Realty Income」という）は、1 : 0.2874 の比率で三角合併を行うこと（以下「本件合併」という）を公表した。つまり、ARCT は、Realty Income の完全子会社 Tau Acquisition, LLC（以下「Tau Acquisition」という）に吸収合併されるかわりに、Realty Income は、ARCT の株主に1株につき、0.2874株のRealty Income 普通株式を交付する予定である<sup>1033</sup>。本件合併の対価総額は、およそ 29.5 億米ドルに相当する。

2012 年 10 月 19 日、Randell Quaal をはじめとする ARCT の株主 5 人（以下「Quaal 等」という）は、本件合併は ARCT 及びその株主の最善の利益に合致しないものであることを理由に、メリーランド州巡回裁判所にクラス・アクションを提起した<sup>1034</sup>。その主な根拠は、ARCT の取締役（5 人）の不十分な交渉に起因する信託義務違反である。また、12 月 11 日に、Quaal 等は、本件合併に関する株主総会（2013 年 1 月 16 日予定）の開催・決議を差し止めるために、予備的差止命令と迅速化された証拠開示を申し立てた（以下「本件申立て」という）。

#### 【決定要旨の概要】

I 迅速化された証拠開示は通常の手続きではないことから、迅速化された証拠開示の許可には、正当な理由（good cause）を要する<sup>1035</sup>。申立人は、迅速化された証拠開示の必要性及びその正当な理由について立証しなければならない<sup>1036</sup>。...また、推薦された取引は公正（fair）であり、かつ株主は十分に通知された（informed）場合に、裁判所は株主の決定を審査する際に、一般的に（routinely）、余分なディーテル（extra detail）が不要で、かつ重要でないと解する。そのため、申立人にとって、このような情報の必要性に関する立証責任

---

<sup>1033</sup> Realty Income は、本件合併を完成させるために 45,573,144 株の普通株式を発行する予定である。

<sup>1034</sup> 本件以外に、他の ARCT の株主は、メリーランド州（5 件）とニューヨーク州（2 件）で 8 件のクラス・アクションまたは代表訴訟を提起した。メリーランド州巡回裁判所は、メリーランド州で提起されたすべての訴訟を併合審理し、「In re American Realty Capital Trust, Inc., Shareholder Litigation」と名付けた。

<sup>1035</sup> See *Jasinover v. The Rouse Company*, No.13-C-04-59594, 2004 WL 2747382, at \*2 (Md. Cir. Ct. Nov. 4, 2004).

<sup>1036</sup> See *Greenfield v. Caporella*, No. 8710, 1986 WL 13977, at \*2 (Del. Ch. Dec. 3, 1986).

は非常に重いといわざるを得ない<sup>1037</sup>。

常に会社取引の関連事件を取り扱うデラウェア州衡平裁判所は、正当な理由の立証がある場合に限り、迅速化された証拠開示を許容する<sup>1038</sup>。例えば、デラウェア州衡平裁判所は、*In re International Jensen Shareholders Litigation* 事件で、次のように判示した。「予備的差止命令及びその迅速化された証拠開示を申し立てる当事者が裁判所の支持を得たのは、通常（normally）かつ一般的である。もっとも、申立人が回復不能な損害を立証できず、また、不正行為であっても金銭賠償により適切な救済を得られる場合には、この基準は適用されないが、そのような場合は稀である<sup>1039</sup>。」本件との類似性に鑑み、本裁判所は、デラウェア州衡平裁判所の判断に説得力があると認める。

よって、本裁判所は、申立人が回復不能の損害を立証したかどうかについて審査を行う。回復不能の損害とは、金銭賠償で補償されない損害である<sup>1040</sup>。このような損害は、公正かつ合理的な補償（redress）は存在しないことと、差止命令の拒否は正義から背離すること（a denial of justice）を意味している。よって、金銭賠償は申立人の損害を十分に補償できる場合は、迅速化された証拠開示は必要ではないと考えられる<sup>1041</sup>。例えば、「株主は、取引の仕組みに関する重要な事実（銀行の費用）、また自らの株式買取請求権を、知らないまま投票する場合、回復不能の損害を被ることになる<sup>1042</sup>」といえる。

---

<sup>1037</sup> See *In re Nationwide Health Properties, Inc. Shareholder Litigation*, No. 24-C-11-001476, 2011 Md. Cir. Ct. LEXIS 3, slip op. at \*39-45 (Md. Cir. Ct. May 27, 2011).

<sup>1038</sup> See *Boland v. Boland*, 194 Md. App. 477, 502, 5 A.3d 106, 121 n11 (Md. Ct. Spec. App. 2010). 同判決は、デラウェア州衡平裁判所の会社取引の関連事件における重要な役割を強調した。

<sup>1039</sup> See *In re International Jensen Shareholders Litigation*, No.14992, 1996 WL 422345, at \*1-2 (Del. Ch. Jul. 16, 1996).

<sup>1040</sup> See *Alpha Builders, Inc. v. Sullivan*, No.698-N, 2004 WL 2694917, at \*19 (Del. Ch. Nov. 5, 2004). 同件の申立人は、被申立人の資産は将来の金銭賠償に足りないと言ったが、当該主張は、確実な証拠に欠けている単なる推測に立ったものであるため、回復不能の損害の立証に十分ではないと認定された。

<sup>1041</sup> See *Foster v. The Town and Country Trust*, No. 24-C-06-001442, 2006 WL 991000, at \*2 (Md. Cir. Ct. Feb. 24, 2006).

<sup>1042</sup> See *La. Mun. Police Employees' Retirement System v. Crawford*, 918 A. 2d 1172, 1192. (Del. Ch. 2007).

確かに、回復不能の損害は、迅速化された証拠開示のコストと比較衡量する必要もあると認定されたケースがある<sup>1043</sup>が、本件において、申立人は、迅速化された証拠開示がなければ、回復不能の損害を被るおそれがあることを立証していない。上述のとおり、こうした立証は、迅速化された証拠開示の申立てにとって決定的（crucial）である。申立人は、証拠開示がなければ回復不能の損害を被るおそれがあると主張するが、その理由は、ARCTの株主は、後日の信託義務違反による金銭賠償判決で十分に救済されないことにある。しかし、申立人は、この点について、いかなる証拠も提出していない。仮に、本裁判所は、ARCTの株主は本件合併において、よりよい対価を受け入れるべきであると最終的に認めた場合でも、事後的に申立人の損害（信託義務違反がない場合に得られるべき対価と信託義務違反がある場合に得た対価との差額）に対して補償を行うことができる。…

II メリーランド州特別控訴裁判所（Maryland Court of Special Appeals）が2012年に *Bacon v. Arey* 決定において下した判断は啓発的である。裁判所は、「法的な事項でなく、事実の事項に関する証拠開示を許可することより、予備的差止命令の発令の可否を正確に解決すべきであろう<sup>1044</sup>。」すなわち、迅速化された証拠開示なしで最終的に事件の解決まで達成できた場合には、「法的な事項と無関係の」証拠開示を実行する必要はないと考えられる。本件の上記問題は事実の事項ではなく、単なる法的な事項にすぎないから、このような法的背景は、早期的な段階における証拠開示を排除している。また、多くの連邦裁判所の先例に依拠すると、「被申立人は、証拠開示を許可しない正当な理由を示した場合に」、「当該証拠開示は無用かつ不経済な努力である<sup>1045</sup>」といえる。本裁判所は、本件の迅速化された証拠開示を許可すべきではないと判定する。

#### 【検討】

---

<sup>1043</sup> See *Giammargo v. Snapple Beverage Corp.*, No. 13845, 1994 WL 672698, at \*2 (Del. Ch. Nov. 15, 1994). 同件の申立人は、対象会社の取締役は合併を行う前に、裏取引（side-deals）をしたことがあると主張した。

<sup>1044</sup> See *Bacon v. Arey*, 203 Md. App. 606, 673, 40 A.3d 435, 475 (Md. Ct. Spec. App. Mar. 29, 2012).

<sup>1045</sup> See *In re Harrah's Entertainment, Inc. Securities Litigation*, No. 95-3925, at \*5 (E.D. La. Feb. 3, 1997).

### (1) 迅速化された証拠開示の許可基準

本件は、US-REITの一般合併における企業価値評価の公正性に争いがある場合における、予備的差止命令の発令の当否をめぐる事案であるが、メリーランド州巡回裁判所は、この点について直接に認定しておらず、早期的な段階における迅速化された証拠開示の許可の当否を判示した。同裁判所は、本件決定において、迅速化された証拠開示の許可基準を明確に示し、重要な先例的な意義があると思われる。同裁判所は、まず、メリーランド州とデラウェア州の裁判所の先例を引用したうえで、迅速化された証拠開示の許可基準を明らかにした。つまり、両州の裁判所は、厳格な4分枝基準<sup>1046</sup>ではなく、正当な理由の基準を採用していることから、申立人は、迅速化された証拠開示の許可を求めるために、証拠開示が必要である正当な理由を示さなければならない。

### (2) 正当な理由の基準

正当な理由の基準の具体的な内容として、申立人は、(1) 証拠開示がなければ回復不能の損害を被ること、かつ(2) 当該損害は金銭賠償にて十分に補償されないこととの2点を立証する必要がある。ここにいう「回復不能の損害」の内容は、予備的差止命令の「回復不能の損害」要件とは多少異なる。同裁判所は、「回復不能の損害」の有無を判断する際に、金銭賠償で十分に補償されないものであるかどうかを重視している。本件の申立人は、取締役の信託義務違反を理由に、信託義務違反がない場合に得られるべき対価と信託義務違反がある場合に得た対価との差額を損害とすると主張する。しかし、当該損害は、金銭賠償で十分に補償されるものであることから、同裁判所は、「回復不能の損害」の立証が不十分であることを理由に、申立人の請求を退けた。この結論には賛成である。

### (3) 和解契約の内容

また、本件の当事者間では、ARCTの株主総会開催前の2013年1月6日に、訴訟上の和解が成立した。本件和解契約に基づき、ARCTは、株主に対して、(1) 1株ごとに0.35米ド

---

<sup>1046</sup> 4分枝基準の審査内容等は、前掲注(917)及びそれに対応する本文を参照。

ル現金の合併対価を追加し<sup>1047</sup>、(2) 本件合併に関する更なる開示を行い、そして、(3) メリーランド州の裁判所の許可を得たうえで、株主側の弁護士費用などのコストの未払分を支払うものとされた。裁判所は、本件和解契約に許可を与える前に、その公平性、合理性及び妥当性を審査すべきである。その後、本件合併は ARCT の株主総会により承認され、申立人はすべての訴訟を撤回した。それで、同裁判所は、US-REIT の株式を対価とする合併における予備的差止命令の発令の当否について判示していない。

## 2 支配株主による買収・再編の場面

④Fox v. Prime Group Realty Trust, No. 12 C 9350, 2012 WL 6680349 (N.D. Ill. Dec. 21, 2012)

### 【事実の概要】

2011 年 2 月 14 日、Five Mile Capital Partners LLC<sup>1048</sup>及びその関連会社（以下「Five Mile」という）と Prime Group Realty Trust<sup>1049</sup>（以下「PGRT」という）は、現金合併を計画・公表した。それと同時に、Five Mile は、PGRT の B 種類株式に対して、1 株 5.00 米ドルの価格で公開買付けを行った。PGRT は、4 月 5 日に委任状説明書を提出・交付したが、同合併計画は、6 月 6 日の株主総会で 2/3 以上の B 種類株式を有する株主の賛成が得られなかったため、失敗した<sup>1050</sup>。

同年 10 月、Five Mile と PGRT は、新たに買収契約（以下「本件買収契約」という）を締

---

<sup>1047</sup> それで、本件合併の対価総額は、29.5 億米ドルから 32 億米ドルまで引き上げられた。

<sup>1048</sup> Five Mile は、コネチカット州を主たる事業地とする投資・資産管理会社である。

<sup>1049</sup> PGRT は、メリーランド REIT 法に基づいて設立された信託型の UPREIT である。PGRT はもともと上場 REIT であったが、2005 年に The Lightstone Group（以下「Lightstone」）に買収されたため、非上場 REIT になった。2005 年買収の手法は、いわゆる逆三角合併である。すなわち、Lightstone の完全子会社 Prime Office は、1 株 7.25 米ドルの現金で PGRT の株主からすべての普通株式を取得した。そのかわりに、PGRT は、Prime Office の完全子会社を吸収合併したうえで、その完全子会社になった。この合併完成後、Lightstone は、John Sabin、Shawn Tominus と George Whittemore などの 7 人を PGRT の受託者に選任した。

<sup>1050</sup> PGRT が 4 百万株の B 種類株式を発行したのは 1998 年のことである。その信託約款により、B 種類株式の引き換えという結果をもたらす合併は、2/3 以上の種類株主の同意は必要であるとされる。2011 年 2 月 11 日、Lightstone は、Prime Office の有するすべての普通株式を、会計上の対価なしで PGRT に譲渡させた。それで、B 種類株主は PGRT の唯一の株主になった。

結・公表した。本件買収契約に基づき、Five Mile は、(1) PGRT の普通株式を取得し、(2) 1 株 5.00 米ドル以上の価格で、PGRT のすべての B 種類株式に対する公開買付けを行う予定である。PGRT は、当該買付価格について、独立のファイナンシャル・アドバイザーである Duff & Phelps LLC（以下「D&P」という）にフェアネス・オピニオンを求めた。当該フェアネス・オピニオンは、当該買付価格に少なくとも 86% のプレミアムが含まれると結論付けた。また、本件買収契約には、いわゆる「ゴー・ショップ (go shop)」条項と「フィデュシャリー・アウト」条項があるため、PGRT は、本件買収より優れた買収提案を捜し求めることができるし、また優れた買収提案がある場合に、解約金等を支払う必要がなく本件買収契約を解約することができる。それに、PGRT は、Compass Point Research & Trading LLC（以下「Compass Point」という）という独立の投資銀行を雇用し、本件買収についてのマーケット・チェックを行わせた。Compass Point は、優れた買収提案を捜し求めるために、27 社の潜在的な買収者を選別・連絡したが、いずれの会社も、実質的な交渉に入らず、または本件買収契約より優れた提案を提出しなかった。

Five Mile は、PGRT の普通株式を取得した後、B 種類株式の買付価格を 1 株 5.25 米ドルまで引き上げた。一部の種類株主が本件公開買付けに応募した結果、Five Mile は、PGRT の 100% の普通株式と約 65% の B 種類株式を有する支配株主になった。2012 年 3 月 29 日の PGRT の年次株主総会で、PGRT は、その議決権を行使し、Tominus を含む 5 人の受託者を選任した。B 種類株主の利益を代表する受託者について、Five Mile は Sabin と Whittemore を、ある種類株主は Orticelli を、それぞれ指名したが、Sabin と Whittemore は、Five Mile 以外の過半数の種類株主の支持を得て当選した。

同年 7 月 27 日に、PGRT は、Five Mile から現金合併の買収提案を受けたと公表した（以下「本件合併」という）。本件合併は、本件買収契約と基本的に同一内容である。すなわち、Five Mile は、PGRT の種類株主に 1 株 5.25 米ドルの合併対価を支払う予定であるが、PGRT は、ゴー・ショップ条項などのフィデュシャリー・アウト条項の保護の下で、本件合併よ

り優れた買収提案を捜し求め、受け入れることができる。その翌日、PGRT は、Sabin、Whittemore 及び Tominusn の 3 人からなる独立委員会を組成し、本件合併について審査を開始した。

独立委員会は、投資銀行によるマーケット・チェックを行わなかったが、本件合併の当事者及びその弁護士と会談し、本件合併の資料を審査した。また、本件合併及び PGRT 経営・財務上の資料などを、D&P に提供したうえで、本件合併についてのフェアネス・オピニオンを取得した。同フェアネス・オピニオンにより、PGRT の B 種類株式の価値は、およそ 1 株 1.90～2.10 米ドルの範囲にあると評価された。その後、独立委員会は、フェアネス・オピニオンの評価方法などを D&P に尋ね、これ以上の B 種類株式の価値がないかを打診した。一週間後、D&P は、変更後のフェアネス・オピニオンを提出し、B 種類株式の価値をおよそ 1 株 2.37～2.52 米ドルの範囲にあると評価した。さらに、独立委員会は、別のファイナンシャル・アドバイザー（W&D）を雇用し、D&P の評価結果に関する感応度分析（sensitivity analysis）を行わせた。W&D の分析により、PGRT の B 種類株式の価値は、D&P の評価価値より高いが、本件合併対価の 1 株 5.25 米ドルよりは低いと考えられる。その後、Sabin は、Five Mile の関係者と会談し、合併対価を（例えば 1 株 5.35 米ドルまで）引き上げよう交渉した。しかし、Five Mile は、9 月 24 日に、独立委員会の請求を拒否した。

以上の状況に鑑み、独立委員会は、(1) 1 株 5.25 米ドルは Five Mile から得られる最も有利な対価であること、(2) D&P のオピニオンにより、この対価は公正なものであること、(3) B 種類株式は今まであまり取引されていないことといった 3 点を理由として、本件合併を受託者会に推薦した。受託者会は、9 月 26 日に本件合併を承認した。また、10 月下旬、PGRT は、本件合併に関する委任状説明書（173 頁）を提出・交付した。委任状説明書には、独立委員会の判断及びその経緯、D&P のオピニオンのコピー及びその概要、PGRT の最近の年次報告書などが含まれていた。本件合併は、12 月 5 日の株主総会において、およそ 74% の B 種類株式を有する種類株主の賛成により可決された。

それで、本件株主総会で合併決議に反対した B 種類株主である Patricia Fox は、イリノイ州北部連邦地方裁判所にクラス・アクションを提起し、本件合併の続行（proceeding）に対する予備的差止命令を求めた。

#### 【決定要旨の概要】

I 予備的差止命令を得るために、申立人は、本案における勝訴可能性と回復不能の損害を立証する必要があると考えられる<sup>1051</sup>。申立人はいずれの前提条件を立証できなかった場合に、その申立ては却下されるべきである<sup>1052</sup>。申立人がこれらの前提条件を立証できた場合、裁判所は、発令しない場合の申立人の損害について、発令した場合の被申立人の損害との比較衡量を行う<sup>1053</sup>。そのうちの閾値要素（threshold factor）は、やはり本案における勝訴可能性であると認められる<sup>1054</sup>。申立人は、本案で勝訴できるチャンスについて、無視できないほど大きいこと（better than negligible chance）を立証した場合に、本案には勝訴可能性があるといえる<sup>1055</sup>。

本件において、申立人 Fox たちは、次の 2 つの点について、本案に勝訴可能性があると主張した。すなわち、(1) 被申立人は、申立人の本件合併への議決権行使に必要かつ重要な情報を提供していないため、情報開示義務に違反したこと、(2) 被申立人は、不公正な手続きで現金合併を評価し、かつ B 種類株式にとっての不公正な価格を承認したため、その信認義務に違反した。

II どの州の実体法（substantive law）が本件に適用されるかということ、本裁判所は、まず、法廷地であるイリノイ法の規定を見る<sup>1056</sup>。イリノイ法は、コーポレート・ガバナンスに関する紛争が会社の設立準拠法を適用するといった「内部関係法理（internal affairs doctrine）」

---

<sup>1051</sup> See, e.g., FoodComm Int'l v. Barry, 328 F.3d 300, 303 (7th Cir. 2003).

<sup>1052</sup> See, e.g., Cox v. City of Chicago, 868 F.2d 217, 223 (7th Cir. 1989).

<sup>1053</sup> See FoodComm Int'l, 328 F.3d at 300.

<sup>1054</sup> See Rust Environment & Infrastructure, Inc. v. Teunissen, 131 F.3d 1210, 1213 (7th Cir. 1997).

<sup>1055</sup> See Meridian Mutual Insurance Corp. v. Meridian Insurance Group, Inc., 128 F.3d 1111, 1114-15 (7th Cir. 1997).

<sup>1056</sup> See Sound of Music Corp. v. Minnesota Min. & Mfg. Corp., 477 F.3d 910, 915 (7th Cir. 2007).



を採用している<sup>1057</sup>。PGRT は、メリーランド法によって設立された REIT であることから、メリーランド法が本件に適用される。また、メリーランド法の規定がない事業法の関連事項について、メリーランド州の裁判所は、デラウェア法を参考する傾向がある<sup>1058</sup>。

省略された事実は、開示すべき「重要な情報」に該当するかどうかといえ、本件において、当該情報は、合理的な投資者の投資判断にとっての重要なものであれば、「重要な情報」であると認められてもよい<sup>1059</sup>。申立人は、重要と考えた情報を明確に識別しておらず、どのような省略事実が重要な情報であるかについても明らかにしていない。にもかかわらず、本裁判所は、申立人の訴状から、PGRT の委任状説明書に含まれるはずであるが、含まれていない 3 種類の情報を識別した。それは、①D&P のフェアネス・オピニオンの評価分析の詳細、②C&W によるより高い不動産鑑定価値、③D&P は、C&W の鑑定結果を考慮したがそれには依存していないという事実である。

①についてであるが、確かに、取引の公正性担保には、結論付けるための評価方法を添えなければならない<sup>1060</sup>。しかし、受託者の情報開示義務には、株主は公正価値について独立の判断を下すことができるまでの十分な情報を開示することまでは含まれていない<sup>1061</sup>。つまり、受託者は、ファイナンシャル・アドバイザーによるオピニオンの評価分析の詳細を開示する必要がないと考えられる<sup>1062</sup>。②についてであるが、C&W による不動産鑑定は、それほど重要なものではないと考えられる。D&P の説明によると、仮に C&W の鑑定結果に依拠したとしても、フェアネス・オピニオンの最終的な結論を変更することはない。つ

---

<sup>1057</sup> See *Kellers Systems, Inc. v. Transport International Pool, Inc.*, 172 F.Supp. 2d 992, 1000 (N.D. Ill. 2001); *Jano Justice Systems, Inc. v. Burton*, No. 08-C-3209, 2010 WL 2012941, at \*6 (C.D. Ill. May 20, 2010)

<sup>1058</sup> See *Kramer v. Liberty Property Trust*, 408 Md. 1, 24, 968 A.2d 120, 134 (2009).

<sup>1059</sup> See *Arnold v. Soc'y for Sav. Bancorp, Inc.*, 650 A.2d 1270, 1290 (Del. 1994).

<sup>1060</sup> See *In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation*, 924 A.2d 204 (Del.Ch. 2007).

<sup>1061</sup> See *In re Staples, Inc. Shareholders Litigation*, 792 A.2d 934, 954 (Del. Ch. 2001).

<sup>1062</sup> See *County of York Employees Retirement Plan v. Merrill Lynch & Corp.*, No. 4066, 2008 LEXIS 162, at\*40-41 (Del. Ch. Oct. 28, 2008).

まり、C&W の鑑定結果に依拠した場合には、PGRT の B 種類株式の価値は、およそ 1 株 4.25 ～4.54 米ドルの範囲にあると評価されることになるが、この範囲の上限は、本件合併対価（1 株 5.25 米ドル）より低い金額である。そうすると、このような情報は、株主に開示してもその議決に影響を与える重要なものとは認められず、逆に、Five Mile の合併提案の公正性を強化することにほかならない。③についてであるが、D&P の説明により、C&W の仮定は、過度に楽観的であることから、その鑑定価値を膨らませた。D&P は、自社による分析はより堅実かつ的確なものであると信じて、C&W の鑑定結果を依存しないと決めた。こうしたファイナンシャル・アドバイザーに依存しない情報については、投資者に開示する必要がないと認められる<sup>1063</sup>。

したがって、申立人は、受託者の情報開示義務違反といった主張について、本案における勝訴可能性を立証したとはいえない。

III 申立人は、①本件合併の手続きは不公正であること、かつ②本件合併の価格は不公正であることの理由として、受託者に残りの種類株主への信認義務違反があると主張した。受託者の意思決定を評価するためには、通常、次のような 3 つの審査基準が採られている。それは、a) 経営判断原則、b) 厳格な審査基準、c) 完全な公正の基準である<sup>1064</sup>。

申立人の主張により、本件合併には一番厳格な完全な公正の基準が適用されるべきである。PGRT の過半数の受託者は、本件合併の交渉を開始する前に Five Mile に選任されたため、Five Mile と同じような立場に立っており、また本件合併の両側に立っている。そのため、本裁判所は、完全な公正の基準をもって本件合併を審査する。被申立人は、本件合併は完全な公正であるとの立証責任を負う<sup>1065</sup>。完全な公正の基準の内容としては、公正な取扱いと公正な価格という 2 つの面の要件がある<sup>1066</sup>。申立人は、本件合併が不公正であると

---

<sup>1063</sup> See *In re Micromet, Inc. Shareholders Litigation*, No. 7197, 2012 WL 681785, at \*13 (Del. Ch. Feb. 29, 2012).

<sup>1064</sup> See *Reis v. Hazelett Strip-Casting Corp.*, 28 A.3d 442, 457 (Del. Ch. 2011).

<sup>1065</sup> See *Am. Mining Corp. v. Theriault*, 51 A.3d 1213, 1239 (Del. 2012).

<sup>1066</sup> See *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983). 以下「Weinberger 判決」をいう。

主張した。

まず、被申立人が「少数株主の過半数」の承認を要求しないことは、直ちに公正な取扱いの要件を満たしていないとはいえない<sup>1067</sup>。次に、被申立人は、Five Mile から合併提案を受けた後、Sabin、Whittemore 及び Tominus という 3 人の受託者からなる独立委員会を設置し、同委員会に合併条件の交渉に関する権限などを付与した。この 3 人のいずれも、2005 年に PGRT の受託者に就任したものである。この時点では、Five Mile との取引はまだ視野に入っていなかったため、同委員会は、Five Mile との独立性を有するといえる。また、2012 年の夏から秋にかけて、同委員会は、リーガル・アドバイザーと相談したうえで、多くの会議を開き、本件合併の内容を重ねて検討した。同委員会の構成員は本件合併の評価にかけた時間は、およそ週に 15～20 時間の程度である。これら事実は、取扱いの公正性を裏付ける証拠である。

さらに、被申立人は、同委員会が Five Mile と独立当事者間のように交渉した証拠を提出した。それは、同委員会は Five Mile と交渉する全権（full authority）を有すること、本件合併の対価を引き上げるように努力したことに関するものである。例えば、Sabin は、ニューヨークへ Five Mile の関係者と面会し、本件合併について交渉し、1 株 5.35 米ドルの反対提案（counter offer）を行った。確かに、Five Mile はこの反対提案を拒絶したことから、独立委員会は、最終的に Five Mile の合併提案（1 株 5.25 米ドル）を推薦したが、独立委員会の同判断に強圧性を生じさせるような証拠は見当たらない<sup>1068</sup>。

IV 現金合併の場合において、受託者は、株主の利益を最大化する誠実義務（a duty of good faith）を負う<sup>1069</sup>。申立人は、被申立人が投資銀行を雇用して PGRT をショッピングするこ

---

<sup>1067</sup> See *In re John Q. Hammons Hotels Inc.*, 2009 WL 3165613, at \*13.

<sup>1068</sup> 独立委員会の判断に強圧性を生じさせ得る事情は、独立委員会の有効性ないし取引の公正性を失わせる証拠である。See *Kahn*, 638 A.2d at 1120-21. 同事件では、支配株主は、買収提案を拒絶した場合に、より低い価格での敵対的買収を受ける可能性を示した。この事情を鑑み、裁判所は、独立当事者間の交渉の外観を有しないと判示した。

<sup>1069</sup> See *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986). See also *Shenker v.*

とがないため、株主価値の最大化への対応は不十分と主張した。しかし、会社の売却の場面において、取締役は、株主の最善の価格を獲得する義務を果たすために、行動しなければならない「画一的要件 (single blueprint)」があるわけではない<sup>1070</sup>。「取締役は、通常、価値最大化を実現するための合理的な路線 (route) を決めた以上、それに辿りつく小道 (path) を選択することができる<sup>1071</sup>。」被申立人が PGRT をショッピングしないことは、株主価値の最大化への対応の不十分、ないし本件合併の不公正を意味しない。本件合併公表の 1 年前、受託者会は、既に独立の投資銀行を雇用し、PGRT の買収可能性について 27 社の潜在的な買収者に連絡したが、いずれの会社も、実質的な交渉に入らず、または Five Mile の買収提案より優れた提案を提出しなかった。本件買収 (2011 年) は本件合併 (2012 年) と類似しており、その価格は本件合併対価より低いことから、独立委員会は、Five Mile の合併提案より優れた提案を得る可能性が低いと判断し、投資銀行を雇用しないと決定した。こうした事情では、独立委員会は、本件合併をショッピングしないことだけをもって、公正な取扱いまたは公正な価格を欠くとはいいい切れない。

なお、取引保護条項は、一般の合併取引でよく取り入れられたものであるが、独立委員会は、本件合併に取引保護措置を採らないことを強く要求した<sup>1072</sup>。それによって、PGRT は、市場でよりよい買収提案を探すことができるし、他の買収者からよりよい買収提案を受けることができる。このようなマーケット・チェックを経ることにより、独立委員会は、

---

Laureate Education, Inc., 411 Md. 317, 340, 983 A.2d 408, 421 (2009).

<sup>1070</sup> See *Barkan v. Amsted Industries, Inc.*, 567 A.2d 1279, 1286 (Del. 1989). See also *Jasinover v. The Rouse Company*, No.13-C-04-59594, 2004 WL 2747382, at \*9 (Md. Cir. Ct. Nov. 4, 2004). 同事件は、上述の Jasinover 決定である。同決定により、メリーランド法は会社売却の場面で競売を要求しないし、対象会社の取締役会は、複数の買収者に取引をショッピングする必要もない。

<sup>1071</sup> See *In re Answers Corp. Shareholders Litigation*, No. 6170-VCN, 2011 LEXIS 57, at\*11 (Del. Ch. Apr. 11, 2011)..

<sup>1072</sup> See *Answers*, 2011 WL 1366780, at \*4. デラウェア州衡平裁判所は、合併契約に次のような内容の「ノートーク条項」がある場合、信託義務違反はないと判示した。すなわち、別の買収提案について、非友好的買収者 (Unsolicited Bidders) と交渉するような、取締役会の権限を制限する内容である。

よりよい条件を引き出せる交渉力を有することになった。

V 以上のことをまとめて勘案すると、本裁判所は、申立人の公正な取扱いを欠くといった主張は成立しないといわざるを得ない。それに、以上の証拠から見れば、合併対価の構成・交渉の手続きは公正であるといえる。また、「公正な取扱いに関する強い証拠は、公正な価格の判断に影響を与え得る<sup>1073</sup>」。独立委員会は、ファイナンシャル・アドバイザーのオピニオン（すなわち本件合併対価は公正であること）に依拠した。よって、本裁判所は、申立人の公正な価格を欠くといった主張は成立しないと結論付けた。

したがって、申立人は本案における勝訴可能性を立証できないため、本裁判所は、残りの発令要件を審査する必要がなく、予備的差止命令の発令申立を却下する。

#### 【検討】

##### (1) 予備的差止命令の発令要件

本件は、イリノイ州北部連邦地方裁判所が、US-REIT の支配株主による現金合併における企業価値評価の公正性に争いがある場合に、予備的差止命令の発令の可否及び要件について明示した最初の事例である。同裁判所は、第 7 巡回区控訴裁判所の先例により確立した発令要件を適用し、最終的に申立人の差止請求を退けた。ここの発令要件は、メリーランド州裁判所に採用されている発令 4 要件と比べると、公益という要件が審査範囲に入らないが、残りの 3 要件すなわち (1) 本案勝訴可能性、(2) 回復不能の損害及び (3) 損害の比較衡量の内容はほぼ同じである。

しかし、各要件の関係について、同裁判所に採用される基準は、メリーランド州裁判所のそれと大きく異なる。つまり、同裁判所は、各要件は独立しているが相互に影響を受けるという「総合衡量アプローチ<sup>1074</sup>」を採用せず、各要件はそれぞれ独立しており、相互の

---

<sup>1073</sup> See Reiss, 28 A.3d at 467.

<sup>1074</sup> つまり、すべての要件を総合的に考慮したうえで、差止命令の発令の可否を判断する。このアプローチによれば、たとえ 1 つの要件の立証が弱くても、他の要件の立証から状況を推認できるのであれば、それで救済を認めることができる。

影響を認めないという「順次アプローチ」を採用した。具体的には、本案勝訴可能性については、第一の審査要素として取り扱われる。申立人は、本案勝訴可能性を立証できないため、同裁判所は、回復不能の損害と損害の比較衡量を審査せずに、申立人の差止請求を退けた。また、本案勝訴可能性の審査基準については、本案の審査基準より多少緩和された。すなわち、申立人は、本案と同じ程度の立証責任を果たす必要がなく、本案で勝訴できるチャンスが無視できないほど大きいことを立証できれば、本案勝訴可能性があると認められる（決定要旨 I）。

## （2）本案勝訴可能性：受託者の情報開示義務違反の有無

本案勝訴可能性の内容として、本件の申立人は、受託者の情報開示義務違反と信認義務違反を主張したが、いずれの主張についても本案勝訴可能性は否定された。その理由は、以下のとおりである。

受託者の情報開示義務について、決定要旨 II では、同裁判所は、メリーランド州とデラウェア州の裁判例を引用したうえで、受託者は合併についてのすべての重要な情報を完全かつ率直に開示する義務を負うが、投資者に有用であると思われる一切の情報を開示する必要までではないと認定した。それゆえに、この主張の争点は、委任状説明書に載っていない事実（以下「省略事実」という）が「重要な情報」に該当するかどうかである。裁判所は「重要な情報」を審査する際に、一般的には、当該情報が合理的な投資者の投資判断に重要なものであるかどうかという基準を採っている。しかし、本件において、申立人は、重要と考えた情報を明確に識別しておらず、どのような省略事実が重要な情報であるかについても明らかにしていないため、受託者の情報開示義務違反の主張は認められない。この決定要旨 II の内容に賛成する。

## （3）本案勝訴可能性：受託者の信認義務違反の有無（完全な公正の基準による審査）

受託者の信認義務違反について、本件合併は対象会社（PGRT）の支配株主（Five Mile）によって行われるものであり、対象会社の受託者の過半数は買収者である支配株主に選任

されたものである。そうすると、これら受託者は、取引の両側に立っていることから、本件取引に関して利害関係を有しており、受託者会の判断の独立性に重大な影響が生じていると評価できる。このような利害関係を有する受託者の行為を信認義務の観点から審査する場合には、通常、経営判断原則または中間的な審査基準ではなく、完全な公正の基準が適用される。決定要旨 III では、同裁判所は、メリーランド州とデラウェア州の判例法理を準用しながら、完全な公正の基準に基づき、公正な取扱いと公正な価格という 2 つの面から、受託者の信認義務違反の有無を審査した。

デラウェア州最高裁判所は、Weinberger 判決を通じて、取引の完全な公正性を立証するために必要とされる証拠の概要を確認した<sup>1075</sup>。すなわち、「競争する当事者はお互いの交渉力を実質的に発揮し、独立当事者間のように（at arm's length）交渉したことは、当該取引の公正性の強力な証拠になるのである<sup>1076</sup>」。つまり、完全な公正の基準が適用された場合であっても、当該取締役会が、利害関係のない取締役によって構成された独立委員会を設置し、同委員会に買収・再編条件の交渉に関する権限などを付与した場合に、同委員会の利用に完全な公正の基準の立証責任を原告株主の側に転換する効果が生じる<sup>1077</sup>。換言すれば、原告たる株主は、当該取引が完全な公正でないものを立証する必要がある。ただし、同委員会が有効に機能していることの立証責任は、やはり被告たる取締役の側にある<sup>1078</sup>。

---

<sup>1075</sup> Weinberger 判決において、被告である取締役は、取引の完全な公正性について立証することができない。同裁判所の判示によれば、被告は、社外取締役によって構成された独立委員会を設置し、独立当事者間のように支配株主と交渉させた場合、同判決の結果は全く異なり得る。

<sup>1076</sup> See Weinberger, 457 A.2d at 709-10.

<sup>1077</sup> 独立委員会の利用が審査基準の選択にもたらす効果については、白井・前掲注（666）219-223 頁を参照。

<sup>1078</sup> なお、Weinberger 判決の以後、デラウェア州衡平裁判所は、いくつかの裁判例で、取引の公正性についての新たな証拠を追加した。それは、独立委員会は最善の取引を得るために勤勉に努力したこと、事前または事後のマーケット・チェックが行われたこと、取引価格には対象会社の市場価格より高いプレミアムがあること、などである。See *In re Cysive, Inc. Shareholders Litigation*, 836 A.2d 531, 534 (Del. Ch. 2003). See also *S. Muoi & Col. LLC v. Haiimark Entertainment Investment Corp.*, No. 4729, 2011 WL 863007, at \*9 (Del. Ch. Mar. 9, 2011). デラウェア州衡平裁判所は、同件の独立委員会は本当の独立性を有すること、十分に開示さ

まず、被申立人は、本件の独立委員会の有効性を立証するために、①Five Mile と独立している 3 人の受託者から独立委員会を設置したこと、②同委員会が Five Mile と交渉する全権を有すること、及び③同委員会が本件合併の対価を引き上げるように努力したことといった証拠を取り上げた。確かに、②と③は、同委員会の有効性ないし本件合併の取扱いの公正性を裏付ける証拠といえる<sup>1079</sup>。①の同委員会の構成員の独立性について、決定要旨 III は、次のように認定した。すなわち、Sabin、Whittemore 及び Tominus の 3 人とも、2005 年に PGRT の受託者に就任したものであり、この時点では、Five Mile との取引はまだ視野に入っていなかったため、同委員会は、Five Mile との独立性を有する。しかし、この 3 人は、2012 年 3 月 29 日の株主総会で、Five Mile の指名で PGRT の受託者に再任された。この時点では、Five Mile は既に PGRT の支配権を有していた。それから僅か 3 ヶ月後、Five Mile は、受託者会に本件合併を提案した。また、Sabin と Whittemore の再任は、Five Mile 以外の過半数の種類株主の支持を得たが、これだけで、彼らは Five Mile に対する独立性を有しているとは言い切れない<sup>1080</sup>。さらに、Tominus の再任は、Five Mile の支持によるもので、それ以外の種類株主と無関係である。したがって、決定要旨 III における同委員会の独立性に

---

れたこと、そして、独立当事者間のように交渉する権限を有することに鑑み、取引の完全な公正性と認めた。

<sup>1079</sup> 企業買収の場面における手続面の審査という点では、完全な公正の基準における公正な取扱いの要件も、独立委員会の有効性の要件も、実際にはその審査すべき対象の多くは重なり合うと指摘されることがある。 See William T. Allen, Jack B. Jacobs, & Leo E. Strine, *Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 56 Bus. Law. 1287, 1289 (2001). 例えば、独立委員会は、取引に重大な利害関係を有しない独立取締役によって構成されるか、当該取引に関して十分に情報を得るためのすべての合理的な手順を踏むか、独立した財務及び法務に関するアドバイザーと直接に連絡を取ることができるか、当該取引の審査、分析及び交渉の過程において積極的な役割を果たしているか、などである。この点について、白井・前掲注（666）224 頁、228 頁を参照。

<sup>1080</sup> 独立委員会の構成員である受託者（取締役）に要求される独立性の判断にあたっては、厳格な基準が用いられることが多い。例えば、デラウェア州最高裁判所は、*Kahn v. Tremont* 判決において、過去に支配株主との間に取引関係（独立委員会が設置される 2 年以上前の取引関係も含む）が存在した取締役については、独立委員会の構成員としての独立性を欠くと判示した。See *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, 429-30 (Del. 1997).



についての判断には賛同できない。

次に、申立人は、被申立人が PGRT をショッピングしないことに着目し、受託者の株主価値の最大化への対応が不十分であると主張した。前述のとおり、メリーランド州上訴裁判所は、2009 年の *Shenker v. Laureate Education, Inc.* 判決を通じて、一定の範囲でレブロン基準の適用を認めた<sup>1081</sup>。本件合併は会社を売却する現金合併の場合であることから、受託者が株主の利益を最大化する義務を負う点には異議がない。この点について、同裁判所は、本件合併公表の 1 年前、受託者が PGRT をショッピングしたことがあるという点を理由に、本件合併の時点でわざわざコストをかけて、改めて PGRT をショッピングする必要があると認定した。しかし、本件合併（2012 年）は本件買収（2011 年）とやはり異なる取引であり、各時点における PGRT の株式保有状況や市場環境等には大きな違いが存在する<sup>1082</sup>。よって、決定要旨 IV における PGRT をショッピングしないことの正当性を認めた理由にはやや疑問を感じる。

実際には、取引に対するマーケット・チェックは、会社のショッピング、競売などのような契約締結前の措置に限らず、フィデューシャリー・アウト条項のような契約締結後の措置も含む。本件において、PGRT は、本件合併契約の締結後、市場でよりよい買収提案を探すことができるし、他の買収者からよりよい買収提案を受けることができる。そして、PGRT は、他の優れた買収提案を受け入れた場合でも、Five Mile に対して解約金を支払う必要がない。そうすると、確かに、デラウェア州の判例法理に基づき、本件合併はレブロン基準を適用する余地があるが、被申立人は、PGRT をショッピングしないことのみで、株主利益の最大化義務の違反があるとは断定できない。

#### （4）本件決定の結論について

---

<sup>1081</sup> 同判決の射程及び US-REIT の買収・再編への影響については、本件でとりあえず触れないが、以下の⑨In re Nationwide Health Properties, Inc.事件で詳細に分析することにする。

<sup>1082</sup> 例えば、本件買収契約が公表された時点（2011 年 10 月）に、Five Mile はまだ PGRT の普通株式と過半数の B 種類株式を有していなかった。

以上の事情を総合すると、同裁判所は、受託者の情報義務違反という主張の本案勝訴可能性を否定したことには特に問題がないと思われる。しかし、本件の独立委員会の独立性には疑問がないとはいえないため、受託者の信託義務違反という主張の本案勝訴可能性については、さらなる検討が必要である。同裁判所が申立人の提訴主張を却下したのは妥当でないと思われる<sup>1083</sup>。

### 3 敵対的買収の場面

友好的買収の場面と比べると、US-REIT の敵対的買収の場面における予備的差止命令の関連裁判例はまだ多くない。その理由の 1 つとしては、近年のアメリカでは、一般事業会社に対する敵対的買収は減少傾向にあり<sup>1084</sup>、US-REIT に対する敵対的買収は極稀であることが考えられる<sup>1085</sup>。また、この場面における予備的差止命令の申立人は、一般的には、買収・再編の条件が不公正と考える対象会社の株主ではなく、敵対的買収を阻止しようとする対象会社の現経営者、あるいは現経営者が打ち出した買収防衛策の実行を阻止しようとする買収者である。これは、敵対的買収の場面における予備的差止命令の大きな特徴であると思われる。以下では、まず、1980 年代の上場 US-REIT に対する敵対的買収の差止命令についての 2 つの裁判例を検討し、この場面における紛争の重点と裁判所の判断基準を明らかにしたい。その後、2002 年から 2003 年にかけて発生した有名な敵対的買収事件（Simon Property Group v. Taubman Centers）における予備的差止命令を考察する。

#### ⑤ Pacific Realty Trust v. APC Investments, Inc., 685 F. 2d 1083 (9th Cir. Aug. 27, 1982)

---

<sup>1083</sup> Fox による本件訴訟は、予備的差止命令の却下で終わらない。本件合併完成後、Fox は、受託者等の信託義務違反を理由に、PGRT の受託者会及び Five Mile の損害賠償責任を追及するために同裁判所に提訴した。当該訴訟は、以下の⑬Fox v. Riverview Realty Partners 事件で詳細に分析することにする。なお、本件合併完成後、PGRT は、Riverview Realty Partners に名称変更された。

<sup>1084</sup> 2012 年の敵対的買収の数は、十年ぶりの低水準に達した。2008 年には、敵対的買収の企業価値が企業買収・再編全体の 16.15%を占めていたが、2012 年にはこの割合は 4%まで下落した。See Wachtell, *supra* note653, at 3.

<sup>1085</sup> 例えば、最近十年間（2004 年から 2014 年）の上場 US-REIT を対象とする買収・再編は 104 件あるけれども、そのうち敵対的買収によって完成したのは 1 件もない。

### 【事実の概要】

本件申立人 Pacific Realty Trust（以下「Pacific」という）はオレゴン州で設立された上場 REIT である<sup>1086</sup>。被申立人 APC Investments, Inc.（以下「APCI」という）は、デラウェア州で設立された会社である。1981 年 11 月 2 日、APCI は、Pacific の支配を目標として、Pacific に対して取得株式数を最大 454,000 とする部分的公開買付け（以下「本件公開買付け」という）を開始した。そのとき、APCI は、「Pacific が REIT 資格を確保するための規則を遵守しているにもかかわらず、買収者は、本件公開買付けを完了した場合に、Pacific の REIT 資格を失わせる可能性がある。また、将来、買収者またはその関係会社は、Pacific と合併する予定がある」旨を開示していた。

これに対して、Pacific の受託者会は、1981 年 11 月 8 日、本件公開買付けについて審議し、導管性要件の「5/50 ルール」に違反する恐れがあり<sup>1087</sup>、ないし Pacific の REIT 資格を失う恐れがあると判断した結果、以下の対抗策を打ち出す旨を決定した。すなわち、(1) 「5/50 ルール」を満たすためには、所有制限条項の新設を内容とする信託約款の変更を行うこと<sup>1088</sup>、(2) 信託約款の所有制限条項違反を理由に、本件公開買付けの続行を差し止めるためにオレゴン州巡回裁判所に提訴すること、(3) 開示情報に重大な虚偽記載（material misrepresentations）があることを理由に、本件公開買付けの続行を差し止めるために連邦地

---

<sup>1086</sup> Pacific は信託型 US-REIT である。オレゴン州の法律によると、信託型 US-REIT は、ビジネス・トラストを採用しており、またビジネス・トラストは、会社に関する法律を準用している。See Oregon Revised Statutes § 128.580.

<sup>1087</sup> 本件公開買付けが成功したら、5 人以下の個人株主の直接又は間接の保有割合は、Pacific の発行済株式の約 55%になるからである。See Pacific Realty Trust, 651 P. 2d 163 at 164.

<sup>1088</sup> その定義は、附属定款 9.2 条に規定される。すなわち、「いかなる者も 9.8%以上の株式を所有してはならない。本章において、いかなる者も、IRC 第 542 条 (a) (2) 及び同法第 544 条の目的のために株式を所有しているものとみなし、かつ、その所有株式には、直接的所有分のみならず転換社債などを通じた間接的所有分を含めるものとする。本条が適用される者が所有する転換社債の転換可能株式は、発行済株式として扱われるものとする。上記のいかなる者には法人も含まれるものとする」。See Pacific Realty Trust, 651 P. 2d 163 at 164, n.1.

方裁判所（以下「地方裁判所」という）に提訴すること、である。

オレゴン州巡回裁判所は、「株主の承認を得たものではないとしても、信託約款が目的とする税制特典（導管性）の維持を達成するためのものであれば、役員の権限において所有制限条項を設定することは合法である」とし、附属定款変更は有効であると判示した<sup>1089</sup>。一方、地方裁判所は、重大な虚偽記載があるかどうかという点に触れず、附属定款変更が有効と認定された場合に、APCI は本件公開買付けの完成の合法的な可能性を示すことができないため、本件公開買付けの続行に対する永久的差止命令（permanent injunction）の発行を認容した。APCI は、同決定を不服として第九巡回控訴裁判所に控訴した。本件は、第九巡回控訴裁判所による控訴審である。

#### 【決定要旨の概要】

I 公開買付けの欠陥を救済するためには、治癒的な情報開示（curative disclosure）が通常かつ優先の手段である。ウィリアムズ法の下では、情報開示を唯一の救済手段とした先例判決がない。逆に、少なくとも次のような 2 つの場面において、公開買付けに対する無条件の永久的差止命令の発令を認めた判決がある。第 1 は、「買収者が対象会社の株主を故意に排除し、情報を遮断した場合<sup>1090</sup>」であり、裁判所は、こうした故意の法令違反を阻止・処罰するために、公開買付けを差し止めることができる。しかし、本件において、APCI がこのような違法行為を犯した証拠は見つからない。

第 2 は、証券取引所法 14 条（e）項<sup>1091</sup>に禁止される「公開買付けに関連する詐欺的・欺

---

<sup>1089</sup> ただし、かかる条項によって APCI の公開買付けを差し止めることまではできないとした。APCI は、同決定を不服として同州の控訴裁判所に控訴し、Pacific も公開買付けを差し止めなかった同決定を不服として控訴した。当該控訴審の詳細及びその検討は、後掲⑬Pacific Realty Trust v. APC Investments, Inc.事件に任せる。

<sup>1090</sup> See Ronson Corp. v. Liquifin Aktiengesellschaft, 370 F. Supp. 597, 610-11 n. 36 (D. N.J.), aff'd, 497 F.2d 394 (3d Cir. 1974), cert. denied, 419 U.S. 870 (1975). See also Corenco Corp. v. Schiavone & Sons, Inc., 488 F.2d 207 (2d Cir. 1973).

<sup>1091</sup> 本条項は、ウィリアムズ法 78 条（e）項により証券取引所法に導入されたものである。

瞞的・操縦的な行為または策略」に該当する場合である。このような詐欺禁止条項の違反は、株主への情報開示と無関係の場合もある。例えば、*Mobil Corp. v. Marathon Oil Corp.*判決<sup>1092</sup>において、「ロックアップ・オプション」は、競争相手の買収者の価格上限を人為的に設定することになるため、裁判所は、それがウィリアムズ法に反する操縦的な策略に該当し、そして情報開示によって治癒できないものと認定した<sup>1093</sup>。しかし、本件の違反行為は、市場活動に人為的な影響を与えることではない。にもかかわらず、*Pacific* は、本件公開買付けの続行について、変更後の信託約款を前提として、情報開示によっては治癒できない「詐欺的・欺瞞的・操縦的な行為」に該当すると主張した。その理由は、完成の合法的な可能性がないと分かっているのに、*APCI* は本件公開買付けを続行することが証券取引所法 14 条 (e) 項の詐欺禁止条項に違反することにある。

いずれにしても、本件において、*Pacific* の株主を保護するためには、ウィリアムズ法による完全な情報開示が合理的であると考えられる。株主にとっては、本件公開買付けに直面する時に、勝ち目のない窮地 (a no-win predicament) に落ちているとはいえない。株主は完成の可能性がない公開買付けを応募あるいは拒否しても、何の利得または損失がないのである。それに、本件公開買付けに完成の合法的な可能性がないと結論付けることはまだ早急である。*Pacific* の受託者会は、*Pacific* の REIT 資格ないし株主の利益を守るために、信託約款を変更したが、これは、法令上の規定のような確実な支障ではなく、より弾力的なものである。つまり、株主は、本件公開買付けが自らの利益に有利なものと考えた場合に、臨時株主総会を招集し、信託約款の変更を撤廃する可能性を否定できない。また、今日までに、本件のような信託約款の変更を有効とした控訴裁判所判決は存在しない。オレゴン州巡回裁判所の裁判官も、証券法に関する知識が足りないと自認し、控訴審で一審判決が覆されることは十分にあり得ると認めた。

---

<sup>1092</sup> See *Mobil Corp. v. Marathon Oil Corp.*, 669 F.2d 366 (6th Cir.1981).

<sup>1093</sup> See *Mobil Corp.*, 669 F.2d at 374-77. See also *Santa Fe Industries, Inc.*, 430 U.S. at 476.

たとえその後に、APCIはPacificの信託約款違反を理由として株式を剥奪されたとしても、本件公開買付けに応募した株主は、得た利益を失うことはない。Pacificは、本件公開買付けによる買収が取り消されるような州法上の根拠を示していない。最も可能な救済手段としては、APCIが超過株式を処分し、損失を自分で呑み込むことであろう。APCIは変更後の信託約款が本件公開買付けにいかに関与するかについて完全に開示した場合において、株主は、本件公開買付け応募の潜在的な利益はリスクを上回るかとの判断を下すときに、十分な情報があるといえる。したがって、本件において、治癒的な情報開示は有効な救済手段であり、その前に克服できない障害はない。

II 前述のとおり、本件公開買付けがウィリアムズ法に違反するとした原決定の判断は、追加の情報開示で治癒することができる。そうすると、本件の争点は、APCIが合理的な情報開示を行ったかどうかに関与される。しかし、現在の記録と議論のままだでは、本裁判所はこうした判断を下すことができないため、本件を地方裁判所に差し戻すことにする。

Pacificは、地方裁判所が触れていないウィリアムズ法の主張を控訴審で新たに提出し、APCIに対して、下記内容の情報の開示を求めた。具体的には、(1) APCI及びその関連会社は深刻な財務状態にあること、(2) APCIは公開買付けで他社を買収するときに情報開示に重大な欠陥があり、またその後に融資返済のために他社の資産を売却した経験があること、(3) APCIは利益相反の原因でPacificを不当に管理する可能性があること、(4) APCIの株式が第三者に質入れされた事実、(5) 本件公開買付けの完成によるREIT資格喪失はPacificにもたらす損失であること。これに対して、APCIが控訴審で追加開示した情報には、Pacificの主張に対応する内容が含まれていない。Pacificが主張した情報は重要であるように見える<sup>1094</sup>が、現在の記録のままだではその真実性について判断できない。よって、本裁判所は、本件を地方裁判所に差し戻し、判断させる。

---

<sup>1094</sup> See TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976). 同事件では、最高裁判所は、いわゆる「合理的な投資者」の判断基準をもって、開示情報の重要性を認定した。

地方裁判所は、本裁判所の賛成できない理由で、本件公開買付けを差し止めた。この差し止命令は、現状維持のために、換言すれば、地方裁判所は APCI が合理的な情報開示を行ったかどうかについて判断できるまでの間、妥当であると考えられる。したがって、本裁判所は、差し止命令を変更しないが、さらなる審理の必要性があるため、本件を地方裁判所に差し戻すことにする。

#### 【検討】

##### (1) 事件の背景：敵対的買収者と対象会社の現経営者との対立

本件は、US-REIT の敵対的買収に対する永久的差し止命令の発令の可否をめぐり、アメリカの控訴裁判所が判示した最初の事件である。第九巡回控訴裁判所は、地方裁判所の判断を結論的には尊重したが、その理由付けについて大幅な変更を行い、原審に差し戻した。

本件は、企業価値評価の公正性をめぐる紛争ではなく、敵対的買収自体の妥当性に関する紛争である。そのため、(1) 対象会社 (Pacific) である申立人は、本件公開買付けを阻止するために、地方裁判所に提訴し、買収者 (APCI) を被申立人として、その情報開示義務違反を理由に、本件公開買付けの続行に対する永久的差し止命令を申立てた。これに対して、

(2) 買収者は、本件公開買付けを続行するために、オレゴン州巡回裁判所に提訴し、対象会社を被申立人として、受託者の信託義務違反を理由に、信託約款の変更によって導入された買収防衛策 (所有制限条項) の実施に対する予備的差し止命令を申立てた<sup>1095</sup>。オレゴン州裁判所での訴訟は、別途で詳細に検討する<sup>1096</sup>が、ここでは、連邦裁判所における訴訟を主たる対象として、買収者の情報開示義務の違反の有無、ないし永久的差し止命令の発令の可否について検討を行う。

##### (2) 永久的差し止命令：詐欺禁止条項違反の有無 (原審決定の問題点)

まず、本件において、申立人は、本件公開買付けの続行について、予備的差し止命令では

---

<sup>1095</sup> See *Pacific Realty Trust v. APC Investments, Inc.*, 651 P. 2d 163 (Or. App. Sep. 29, 1982).

<sup>1096</sup> 所有制限条項の実施の差し止めの可否に関する州裁判所での訴訟は、後掲⑮ *Pacific Realty Trust v. APC Investments, Inc.* 事件を参照。

なく、永久的差止命令を申立てた<sup>1097</sup>。そのため、控訴裁判所は、永久的差止命令の発令要件<sup>1098</sup>及び先例に沿って審査した。本件の争点としては、被申立人は本件公開買付けを行う際に、申立人の株主への情報開示義務に違反したかどうかという点である。しかし、原決定は、この点について認定しなかった。証券取引所法 14 条 (e) 項の詐欺禁止条項に違反すること、また追加の情報開示によっては当該瑕疵を治癒できないことを理由に、本件公開買付けの差止めを認めたのである。これに対して、控訴裁判所は、原決定の理由付けにおける問題点を指摘し、詐欺禁止条項違反の有無の判断基準を明確にした（決定要旨 I）。

具体的には、詐欺禁止条項とは、「公開買付けに関連する詐欺的・欺瞞的・操縦的な行為または策略」である。原決定の解釈により、所有制限条項の制限の下では、本件公開買付けは合法的に完成する見込みがなく、そして、当該瑕疵を追加の情報開示で治癒することができないため、「詐欺的・欺瞞的・操縦的な行為」に該当すると解すべきである。しかし、これはあくまでも、所有制限条項が有効であることを前提に、すなわちオレゴン州巡回裁判所の判断に基づいた解釈に過ぎない。実際には、本件のような所有制限条項を有効とした先例もなく、また本件の 1 ヶ月後に、オレゴン州控訴裁判所は、オレゴン州巡回裁判所の判断を覆し、所有制限条項が無効であると判示した<sup>1099</sup>。さらに、仮に所有制限条項が有効であるとしても、本件公開買付けの完成に影響を及ぼさないはずである。なぜかという

---

<sup>1097</sup> 永久的差止命令は、本案について完全な審理をして出されるものであるのに対して、予備的差止命令は、本案について完全な審理をする前に、中間的・暫定的に出されるものである。それで、両者の審理基準について、永久的差止命令は予備的差止命令より厳しいと思われる。

<sup>1098</sup> 具体的には、(1) 回復不能の損害、(2) コモン・ロー上の救済の不適切性、(3) 比較衡量、及び (4) 公益の考量という 4 要件である。ただし、そのうちの「回復不能の損害」要件は、特定履行より金銭賠償を優先する原理、及びエクイティ管轄権に対するコモン・ロー優位の原理に基づいている。それに対して予備的差止命令の「回復不能の損害」要件は、不十分な主張・証拠に基づく誤った裁判の危険性及び被告の手續保障への配慮からくる暫定的判断への消極的態度に基づく。両者の要件につき、同じ名称が使用されているが、それぞれの要件の根拠・内容は全く異なるものであるといえる。吉垣・前掲注 (887) 89-90 頁。

<sup>1099</sup> See *Pacific Realty Trust v. APC Investments, Inc.*, 651 P. 2d 163 (Or. App. Sep. 29, 1982).



と、被申立人は、所有制限条項違反の原因で、本件公開買付けで取得された株式の一部（9.8%以上の部分）が剥奪されるといったリスク及びその損失を負うが、本件公開買付けに応募した株主にとっては、何の損失も発生せず、応募で得た利益を失うこともないのである。申立人は、これら情報を株主に追加的に開示すれば、上記の法令違反を治癒することができるはずである。つまり、控訴裁判所は、詐欺禁止条項違反の有無を判断する際に、当該瑕疵を追加の情報開示で治癒できるかどうかという基準を採っている。具体的には、当該瑕疵を追加の情報開示で治癒できる場合には、証券取引所法が禁止する「詐欺的・欺瞞的・操縦的な行為または策略」に該当するとはいえない。決定要旨Ⅰの判断に賛成する。

### （3）永久的差止命令：敵対的買収者の情報開示義務違反の有無

控訴裁判所は、本件公開買付けの瑕疵について追加の情報開示で治癒できると認定した上で、被申立人が合理的な情報開示を行ったかどうか、申立人の主張でいえば、開示情報に重大な虚偽記載があるかどうか認定する必要があるとする。この点について、同裁判所は、いわゆる「合理的な投資者」の判断基準<sup>1100</sup>を採っている。すなわち、当該情報は、合理的な投資者の判断に著しい影響を及ぼすものであれば、開示すべき「重要な情報」に該当する<sup>1101</sup>。本件において、申立人は、決定要旨Ⅱで書いた（1）から（5）までの5つの重要な情報を識別した。控訴裁判所は、これら情報について、一定の重要性があると認めたが、これら情報は控訴審で新たに提出したものであり、現在の記録のままではその真実性について判断できないことに鑑み、本件訴訟を地方裁判所に差戻し、考え直させることにした。ただし、結論から見れば、本件公開買付けに対する差止命令について、控訴裁判所は、地方裁判所の判断を維持した。つまり、地方裁判所は差戻審で、被申立人が合理的な情報開示を行ったかどうかについて判断できるまでの間は、差止命令は維持すべきである。これは、従来からアメリカの裁判所に採用される、状況不明の場合における「現状維持」

---

<sup>1100</sup> 前掲注（972）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1101</sup> See *Arnold v. Soc'y for Sav. Bancorp, Inc.*, 650 A.2d 1270, 1290 (Del. 1994).

の傾向に一致した判断である。

⑥San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America, 701 F.2d 1000 (1st Cir. Mar. 9, 1983)

#### 【事実の概要】

本件申立人 San Francisco Real Estate Investor（以下「SFREI」という）は、カリフォルニア州に設立された信託型 US-REIT である<sup>1102</sup>。被申立人 Real Estate Investment Trust of America（以下「REITA」という）は、1886 年にマサチューセッツ州に設立された上場信託型 REIT である<sup>1103</sup>。SFREI は、1982 年 5 月 21 日に、市場において 1 株当たり 30.50 米ドルで REITA の 102,400 株式（約 6.3%）を買い占めた。同年 10 月 28 日、SFREI は、REITA に対して、1 株当たり 40 米ドルの（市場価格より約 9 米ドル高い）価格で、部分的公開買付け（以下「本件公開買付け」という）を開始した。取得株式数は 149,000 を下限とし、558,000（約 34%）を上限とする。本件公開買付けが上限で成功すれば、SFREI は、その関係者の保有する株式を含め、REITA の発行済株式の 51%を取得すること<sup>1104</sup>となり、REITA の支配権を握ることができるというものである。

1982 年 5 月 24 日、すなわち SFREI が市場における買占めを始めた 3 日後に、REITA の受託者会は、SFREI による支配権取得と REIT 資格喪失の可能性を意識したうえで、REIT 資格の維持を目的とする所有制限条項（集団レベルの 9.8%以上保有禁止、受託者会による適用除外）と超過株式条項（超過株式にかかる議決権と配当受領権の制限、受託者会によ

---

<sup>1102</sup> カリフォルニア州の信託型 US-REIT は、ビジネス・トラストを採用している。

<sup>1103</sup> マサチューセッツ州の信託型 US-REIT は、ビジネス・トラストを採用している。

<sup>1104</sup> George S. Mann（カナダ人、以下「Mann」という）は Unicorp Canada Corp.（カナダの会社、以下「UCC」という）の 60%の株式を保有し、UCC は Unicorp American Corp.（デラウェア会社、以下「UAC」という）の 84.5%の株式を保有する。また、UCC と UAC は、SFREI の 50.02%の株式を保有する。UCC は、1979 年と 1980 年の二回の取得（1 株 30.50 米ドルの価格）で、REITA の 10.6%の株式を保有することになった。SFREI は既に REITA の 6.3%の株式を保有している。本件公開買付けが上限（34%）で成功すれば、SFREI 側は、REITA の 50.9%の株式を保有するようになるのである。

る買戻し。ただし、超過が解消された場合には累積留保した配当が支払われる）を規定する附属定款の変更を行った（以下「附属定款変更」という）。

それによって、SFREI は、本件公開買付けを開始した当日に、かかる附属定款変更の実施の予備的差止命令について、マサチューセッツ州連邦地方裁判所（以下「地方裁判所」という）に提訴し、裁判所による予備的差止命令の発令の許可を求め、また、それを本件公開買付けの条件とした。5 日後に、REITA は、SFREI 及びその関係者が意図的かつ詐欺的な相場操縦（market manipulation）について不開示であることを理由に、本件公開買付けに対する予備的差止命令を求める反訴を提起した。同年 11 月 17 日、地方裁判所は、SFREI による附属定款変更の実施の差止請求を否定し、REITA による本件公開買付けの差止請求を肯定した。その後、SFREI は、地方裁判所の決定を不服として、連邦第一巡回控訴裁判所に控訴した。

#### 【決定要旨の概要】

I REITA は、SFREI が本件公開買付けを行う際に、「連邦証券法の情報開示の要求」を満たさないと主張している。地方裁判所は、REITA がこの点の立証責任を果たしたと認定し、本件公開買付けを差し止めた。具体的には、SFREI の実質所有者 Mann 及びその関係会社は、1982 年 5 月、REITA の株式を買い占めた時に、SEC への提出書類（Schedule 13D）において、その唯一の目的について「投資」と記入したが、同年 6 月、SFREI は、REITA との合併を計画し、REITA がそれに反対の態度を取った場合には公開買付けを行う予定であった。こうした背景に鑑みると、地方裁判所は、(1) SFREI の将来計画、(2) 支配権取得の意図、(3) 基礎的な不動産の価値及び (4) REIT 資格喪失の可能性と影響などの情報が REITA の株主に通知されていないと結論付けた。

しかし、地方裁判所が審査した上記の背景事情は、すべて、1982 年 10 月 28 日に本件公開買付けが開始される前のことである。同日以後、地方裁判所に指摘された上記多くの欠陥は既に補正された。例えば、少なくとも、現時点において、SFREI と Mann などの関係者

との相互関係が十分に議論されており、本件公開買付けの目的も開示されている。すなわち、第一段階の目的は、REITA の 51%の株式を取得することにあるが、最終的な目的は、REITA の全株式を取得することである。また、全株式取得の手段としては、SFREI と REITA との合併が計画されている。なお、SFREI 側の価値評価分析によると、REITA の資産の清算価値はおよそ 103,350,000 米ドルであり、1 株当たり 63 米ドル以上である。

また、REITA の REIT 資格問題については、本件公開買付けが成功したら、Mann は REITA の発行済株式の約 13%を持つと予想される<sup>1105</sup>が、Mann に次ぐ個人大株主としてそれぞれ 3%、1%、1%を持つ 3 人がいると予想される。この 4 人のほかに、32%以上の株式を持つ個人株主が現れなければ、実質所有者レベルで人数をカウントする「5/50 ルール」には違反しないはずである。にもかかわらず、SFREI は、REIT 資格確保について絶対的な保証がないと言明し、万が一 REIT 資格が喪失した場合には「かなり不利な税的・経済的な効果をこらうむる」ことがあると、REITA 及びその株主に警告した。

II 実際には、REITA の REIT 資格問題には、以下のような事実が存在する。すなわち、SFREI は、John Starkey（個人、以下「Starkey」）とジェネラル・パートナーシップ（general partnership）を設立し、当該組合の 50%の持分を持っている。SFREI は、本件公開買付けで REITA の株式の 51%を取得した場合に、IRC 第 544 条 (a) 項 (2) 号の規定に基づき、Starkey は REITA の株式の 51%を取得したものとみなされる。そうすると、本件において、「5/50 ルール」の違反が発生する可能性は否定できない<sup>1106</sup>。

SFREI は、この欠陥を補正するために、救済措置を取ったうえで、次の 2 つの情報を追加開示した。しかし、同「補正的な情報開示 (corrective disclosure)」では、ウィリアムズ法上

---

<sup>1105</sup> 事実の概要で説明したとおり、本件公開買付けが上限で成功すれば、SFREI は、その関係者の保有する株式を含め、REITA の株式の 51%を取得することとなる。そのうち、(1) UAC は、SFREI の 50.02%の持分を持つから、REITA の株式の 25.51%を持つとみなされる。(2) UCC は、UAC の 84.5%の持分を持つから、REITA の株式の 21.56%を持つとみなされる。(3) Mann は、UCC の 58.5%の持分を持つから、REITA の株式の 12.61%（約 13%）を持つとみなされる。See San Francisco Real Estate Investor, 701 F.2d at 35, n.14.

<sup>1106</sup> See San Francisco Real Estate Investor, 701 F.2d at 38.

の完全な情報開示に該当するかというと、REITA の株主の応募判断にとって十分なものであるかどうかという観点から検討する必要がある<sup>1107</sup>。

まずは、1982 年 12 月 7 日の Scheduling 14D の第 5 回修正である。SFREI は、弁護士のアドバイスに基づき、Starkey に対して、その持分を、Starkey と他の者と新設するジェネラル・パートナーシップへ譲渡するよう提案した。この提案で上記問題がいかに解消するかは不明であるが、Starkey は、これに協力することを表明した。次は、1983 年 1 月 4 日の Scheduling 14D の第 6 回修正である。この時点に、Starkey は、Starkey (GP) とその家族三人 (LP) が新設するリミテッド・パートナーシップに持分を譲渡した。当該リミテッド・パートナーシップは、Starkey の上記ジェネラル・パートナーシップにおける地位を承継した。弁護士の見解により、ジェネラル・パートナーシップに個人パートナーがなくなるため、上記の問題が解消したと考えられる。

III この 2 つの情報は、SFREI に控訴審で提出されたものであるから、地方裁判所の審査を受けていないのは当然である。しかし、いずれも、事実とリスクに関する完全な情報開示に該当するとはいえず、本件公開買付けの続行に十分なものとはいえない。SFREI による情報開示が終わっているかどうかは分からないため、本裁判所は、ここで、地方裁判所の差止命令を取り消すことはしない。ただし、地方裁判所は、本件訴訟を考え直す際に、次のことに注意しなければならない。すなわち、REITA の REIT 資格問題について、SFREI は、株主の応募判断にとって十分な情報開示を行ったかどうかということである。

つまり、本裁判所は、本件公開買付けに対する予備的差止命令を一時的に維持しながら、REITA の反訴の本案に対する本格的審理を直ちに開始するよう命じる。地方裁判所は、審理中に必要に応じて予備的差止命令を変更することができる。ウィリアムズ法の中立性政策<sup>1108</sup>と遅延回避の要望<sup>1109</sup>を鑑みると、地方裁判所は、迅速に、すなわち本件決定が出された

---

<sup>1107</sup> See *General Aircraft Corp. v. Lampert*, 556 F.2d 90 (1st Cir. 1977). 同事件において、連邦第一巡回控訴裁判所は、Schedule 13D で買収者の意図を的確に反映できるまでに、地方裁判所の差止命令を維持した。

<sup>1108</sup> つまり、企業支配権争奪の場面において、ウィリアムズ法は、裁判所の中立性を要求していることで

後 2 ヶ月以内に、反訴に関する最終的な判断を出さなければならない。

#### 【検討】

##### (1) 事件の背景：本案勝訴可能性の認定の重要性

本件は、US-REIT の敵対的買収と買収防衛策に対する予備的差止命令の発令の可否をめぐり、アメリカの控訴裁判所が判示した事件である。本件の当事者請求については、買収者 SFREI による附属定款変更（所有制限及び超過株式条項）の実施の差止請求（本訴）と、対象会社 REITA による本件公開買付けの差止請求（反訴）の 2 つに分けられる。まず、本訴について、第一巡回控訴裁判所は、原決定の判断を変更し、附属定款変更の実施の差止請求を許可した。これに対して、反訴について、同裁判所は、原決定の姿勢を支持し、本件公開買付けを差し止める一方、本件訴訟を地方裁判所に差し戻した。

本訴の差止請求について、同裁判所は、伝統的な発令 4 要件に沿って審査したが、当事者の損害または公益の比較衡量にあたり、判断に難しい面があるため、本案勝訴可能性の要件に審査の重点を置いた。つまり、SFREI は、受託者会による附属定款変更が無効であるといった主張の本案勝訴可能性を立証できたかどうかが問題になった。この問題は、所有制限及び超過株式条項といった買収防衛策の有効性の判断に関連するが、その検討は後に行うこととし<sup>1109</sup>、ここでは反訴を主たる対象として、ウィリアムズ法上の情報開示義務の違反の有無、ないし予備的差止命令の発令の可否について検討する。

##### (2) 本案勝訴可能性：敵対的買収者の情報開示義務違反の有無

反訴申立人 REITA は、被申立人 SFREI が本件公開買付けを行う際に、ウィリアムズ法上の情報開示義務に違反したと主張した。具体的には、以下の 4 つの重要な情報を識別した

---

ある。

<sup>1109</sup> 本件訴訟が長引いてしまうと、REITA の現経営陣にとって有利であるが、買収者 SFREI にとって不利である。

<sup>1110</sup> 附属定款変更の実施の差止めの可否に関する本訴については、後掲<sup>⑩</sup>San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America 事件を参照。

うえて、これら情報は株主の応募判断に重要なものであるが、株主に開示されていないのは、情報開示義務違反になる。この4つの重要な情報は、(1) SFREI の将来計画、(2) 支配権取得の意図、(3) 基礎的な不動産の価値及び (4) REIT 資格喪失の可能性と影響である。地方裁判所は、REITA の主張を支持し、SFREI 側の不適切な情報開示を理由に、本件公開買付けに対する予備的差止命令を許可した。

これに対して、控訴裁判所は、(1) ～ (3) の情報について、本件公開買付け開始日以後、株主に通知したことがあると認定し、この3つの情報開示の欠陥が補正されたと判示した（決定要旨 I）。(4) の情報について、SFREI は、補正的な情報開示も行ったが、未解決の問題<sup>1111</sup>が残っている。SFREI は、控訴審において、この問題の救済措置を記載する書類（第5回と第6回修正）を提出したが、このような重要な情報は、十分に議論されないままであり、REIT 資格の問題が依然として存在している（決定要旨 II）。そのため、控訴裁判所は、投資者保護の観点から、本件訴訟を地方裁判所に差戻し、再考させることにした。そして、控訴裁判所は、ウィリアムズ法の中立性と迅速性の観点から、地方裁判所による差戻審の方針を指示した。つまり、地方裁判所は、REIT 資格問題の情報開示について、2ヶ月以内に最終的な判断を示さなければならない。ただし、本件公開買付けの差止命令については、地方裁判所の結論が出るまでの間は維持すべきであるとした（決定要旨 III）。

本件決定の審査基準は、SFREI が株主の応募判断にとって十分な情報開示を行ったかどうかということである。この基準は、上記「合理的な投資者」の判断基準<sup>1112</sup>と基本的に同一である。また、結論から見れば、本件決定は、上記 Pacific 事件の結果に非常に似ており、従来からアメリカの裁判所に採用される、状況不明の場合における「現状維持」の傾向に一致する。そうであるとする、本件決定は、それまで積み重ねられた先例の延長線にあるものといえる。本件決定の判断に賛成する。

---

<sup>1111</sup> つまり、決定要旨 II で指摘された、SFREI と Starkey との間のジェネラル・パートナーシップの問題である。

<sup>1112</sup> 前掲注（972）及びそれに対応する本文を参照。

### (3) 予備的差止命令の目的と性質

実際には、最も例外的な場合を除き、差止命令で買収を禁止するのは、優先的ないし合理的な救済手段ではないと考えられる。差止命令の目的は、やはり不適切な情報開示の損害者<sup>1113</sup>を救済することにあるが、損害者に損害を与えることではない。また、公開買付けが差し止められた場合に、公開買付けに応募したい株主は、株式を売却することができなくなる。本件公開買付けは、情報開示の欠陥が治癒できないものではないし、競争買収者を挫折させたり、REITA の株主に損害を与えたりするような方策を採っているものでもない<sup>1114</sup>。よって、差止命令は、ウィリアムズ法の保護対象者の利益促進に合うようにする必要があるが、保護対象者のコストで買収者を処罰することに使われるべきではないと考えられる<sup>1115</sup>。このような理由から、本件決定は公開買付けに対する予備的差止命令に消極的な態度を示している。仮に、本件のような発令が回避できない場合でも、それを一定の条件に係らしめ、また期間的に限定する必要がある。このことは、予備的差止命令の非常性、緊急性、暫定性及び裁量性といった性質<sup>1116</sup>に合致する。

⑦Simon Property Group, Inc. v. Taubman Centers, Inc., 261 F. Supp. 2d 919(E.D. Mich. May. 1, 2003)

#### 【事案の概要】

Taubman Centers, Inc. (以下「TCI」という)は、ショッピング・モールを主な業務とする会社型の上場 REIT である。1992 年上場当初の時点に、TCI の 99%の普通株式は、一般株主が所有しており、そのうちの 20%は、General Motors Pension Trusts (以下「GM」という)が所有していた。また、TCI は、いわゆる「UPREIT」の仕組みを採っている。つまり、TCI

---

<sup>1113</sup> この場合の典型的な損害者は、不適切な情報が開示される前に、公開買付けに応募した株主である。

<sup>1114</sup> 実際には、本件公開買付価格 (1 株 40 米ドル) は、REITA の市場株価より約 9 米ドル高いものであり、歴史的に見ても一番高いものである。これに対して、附属定款変更の実施が公開された後、REITA の市場株価は下がった。これは、附属定款変更に対する株式市場の反応である。

<sup>1115</sup> See San Francisco Real Estate Investor, 701 F.2d at 45-47.

<sup>1116</sup> 予備的差止命令の 4 つの性質の内容について、前掲注 (887) 及びそれに対応する本文を参照。



は、Taumbman Realty Group Limited Partnership（以下「TRG」）という OP を通じて、傘下のショッピング・センターを所有・経営している。TRG の持分（OP ユニット）については、TCI が 39%、GM が 38%、Alfred Taubman をはじめとする TCI の創業家族 9 人（以下「Taubman 一族」という）が 23%、それぞれ保有していた。なお、TCI の定款にはいわゆる「超過株式条項」がある。すなわち、特定の 2 人<sup>1117</sup>を除き、いかなる者も TCI の 8.23%超過の発行済株式を保有してはならない。

1998 年に、GM は TCI と TRG への投資を減少し、TCI と TRG は特別企画委員会<sup>1118</sup>を設け、株式保有及びガバナンスの構造改革に着手した。まず、TCI の取締役会は、TRG の LP（TCI、GM、Taubman 一族）に対して、1 ユニットごとに TCI の B 種類株式（議決権があり）の 1 株を、0.001 米ドルの対価で発行することを決定した。その後、GM による TRG の OP ユニットの払い戻しにより、TCI は 63%の OP ユニットを、Taubman 一族は 37%の OP ユニットを、それぞれ保有することになった。また、B 種類株式発行の結果、Taubman 一族は、たった数万米ドルの対価で、TCI の約 30%の議決権を手に入れ、TCI の売却または超過株式条項の変更などを阻止する可能性が高まった。

Simon Property Group, Inc.（以下「Simon」という）は、TCI の競争相手である会社型の上場 REIT である。Simon は、2002 年 11 月 15 日に TCI の普通株式の 1000 株を取得し、同月 27 日に 10000 株を追加取得した。12 月 5 日、Simon は、1 株 18 米ドルの現金を公開買付価格とし、TCI の発行済全株式の取得を目標とする買収提案を TCI に提示したが、TCI の取締役会に拒絶された。さらに、同月 20 日に、TCI の取締役会は附属定款を変更し、25%以上の議決権を有する株主の株主総会招集権を大幅に制限した（以下「本件附属定款変更」という）<sup>1119</sup>。なお、Taubman 一族の一員である Robert Taubman は、無関係の株主 3 人との間

---

<sup>1117</sup> 当該 2 人の株式保有割合の上限は、9.9%である。

<sup>1118</sup> 同委員会の構成員は、Alfred Taubman、GM の代表 2 人、独立取締役会 2 人という 5 人である。

<sup>1119</sup> 具体的には、25%以上の議決権を有する株主は、株主総会を直接に招集することができなくなった。そのかわりに、これら株主はまず取締役会に招集請求を提出する必要がある、取締役会は独自の判断で株主

に議決権行使合意書（以下「本件合意書」）を作成した。本件合意書により、当該株主 3 人は、敵対的買収防衛の目的で、自らの議決権の行使権限を Robert Taubman に一任した。それで、Taubman 一族は、TCI の 33.6% の議決権を支配できるようになった<sup>1120</sup>。

2003 年 1 月 15 日、Westfield America<sup>1121</sup>（以下「Westfield」という）が Simon の買収提案に加わった結果、本件公開買付価格は 1 株 20 米ドルに引き上げられた（以下「本件公開買付け」という）。2 月 17 日、Simon は、TCI の 84.5% の普通株式を有する株主が本件公開買付けに応募したことを公表した。そこで、Simon は、これを TCI の株主の圧倒的な支持を得た証拠とし、本件公開買付けの成立の障害を取り除くよう TCI の取締役会に要請した。

しかし、TCI の取締役会は、上記 B 種類株式の存在を理由に、応募した株主の保有株式割合が 52% しかないと反論し、TCI の売却または定款変更を承認するための 2/3（66.7%）以上の要件との間にかなりの差があると主張した。そこで、Simon は、ミシガン州東部地区連邦地方裁判所に提訴し、本件附属定款変更の実施と B 種類株式の議決権の行使の差止めを求めた。

#### 【決定要旨の概要】

I 連邦第六巡回控訴裁判所は、予備的差止命令の発令の可否を決める際に、通常、以下の 4 要件を考慮する。つまり、(1) 申立人の本案勝訴可能性、(2) 発令されない場合における申立人の回復不能の損害、(3) 発令された場合における他の当事者の損害、(4) 発令された場合における公益増進の有無である<sup>1122</sup>。同裁判所は、すべての 4 要件を総合的に考慮したうえで、差止命令の発令の可否を判断するというアプローチを採る<sup>1123</sup>。

---

総会の招集を決める。See Simon Property Group, 261 F. Supp. 2d, at 923 n.5.

<sup>1120</sup> ただし、本件合意書は、ミシガン州の支配株式取得法（Michigan Control Share Acquisitions Act）に違反するおそれがあると、ミシガン州東部地区連邦地方裁判所（本件裁判所）に認定されたため、Robert Taubman は、2003 年 1 月末にそれを終了した。

<sup>1121</sup> Westfield America は、オーストラリアの大手 REIT である Westfield に支配される US-REIT である。

<sup>1122</sup> See Washington v. Reno, 35 F.3d 1093, 1099 (6th Cir. 1994).

<sup>1123</sup> See Leary v. Daeschner, 228 F.3d 729, 736 (6th Cir. 2000).

Ⅱ 申立人は、取締役の信認義務違反を理由として、本件附属定款変更の実施の差止めを申立てた。以下では、当該主張の本案勝訴可能性について検討する。

申立人は、取締役の信認義務違反の事実として、取締役会が本件公開買付けを拒絶したことと、本件附属定款変更を行ったことを挙げた。そして、この信認義務違反は経営判断原則の保護を受けるべきではないと主張した。しかし、取締役会による本件公開買付けの拒絶は、防衛策に該当しないため、経営判断原則を適用すべきである。さらに、申立人の立証から見れば、本件公開買付けの拒絶が相当な経営目的（*rational business purpose*）によるものとの推定は覆されていない。

取締役会は、敵対的買収に反対するかどうかについて裁量権限を持つ<sup>1124</sup>。取締役会が提出した開示書類（Schedule 14D-9）には、本件公開買付けが不適切と思われる多くの理由（価格に限らず）を挙げる。これら理由は、合法的な経営目的と相当の関連性がある。それに、取締役会は、アドバイザーと法律顧問に助言を求めた証拠も提出した。これに対して、申立人は、アドバイザーによる助言が合理的でないこと、または取締役会に偏りがあることについて説得力がある証拠を提出していない。よって、取締役会による本件公開買付けの拒絶を厳格な基準で審査することは許されない。

また、取締役会による本件附属定款変更は防衛策に該当するため、それに起因する信認義務違反の有無について厳格な基準で審査すべきである。2002年12月16日、申立人は、本件公開買付けがTCIの超過株式条項に抵触することを防ぐため、TCIの株主総会を招集し、TCIの定款を変更しようと計画したが、同月20日の本件附属定款変更により、25%以上の議決権を有する株主であっても、株主総会を直接招集することができなくなった。これは、本件公開買付けに対する株主の議決権行使、及び超過株式条項といった障害の除去が難しくなることを意味する。(1) 附属定款変更の時間、(2) Taubman 一族及び取締役会による公開買付けへの反対声明、(3) 取締役会の行動についての他の解釈の欠如などの事情に鑑み、

---

<sup>1124</sup> See *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Corp.*, 493 A. 2d 946, 955 (Del. 1985).

本裁判所は、本件附属定款変更の主要な目的が株主の議決権行使をより困難にすることにあると結論付ける。

防衛策が株主の議決権行使に干渉またはこれを妨げることを主要な目的とするものである場合には、厳格な基準（ブラシウス基準（*blasius standard*）とユニカル基準（*unocal standard*））が適用される。このような厳格な基準では、取締役会はまず、自らの行動がやむを得ない正当事由（*compelling justification*）に基づくことについて立証しなければならない<sup>1125</sup>。その後、裁判所は、その行動の合理性と相当性を審査する<sup>1126</sup>。本件において、取締役会は、やむを得ない正当事由を何も提出していない。そうすると、取締役会の行動は、ブラシウス基準の審査さえもクリアしていないため、本裁判所は、ユニカル基準で審査する必要がない。したがって、本裁判所は、申立人の信認義務違反の主張について、本案勝訴可能性があると認定する。

III また、申立人は、ミシガン州の支配株式取得法違反を理由として、B 種類株式等の議決権の行使の差止めも申立てた。次に、当該主張の本案勝訴可能性について検討する。

支配株式取得法は、ミシガン法人の議決権が買収者に著しく集中することを規制するための反買収制定法と位置づけられる<sup>1127</sup>。個人または集団に取得される株式は、その議決権が一定の範囲<sup>1128</sup>に入るときは、「支配株式」と定義される。当該取引は、「支配株式の取得」と呼ばれる。本件において、申立人は、Taubman 一族に支配される 33.6%の株式（B 種類株式の 30%の議決権と、本件合意書によって一任された 3.6%の議決権を含む）が同法の「支配株式」に該当するため、非利害関係株主の過半数の承認を得なければ、議決権を行使することができないと主張した。この点について、Taubman 一族は、本件合意書が解約されたことから、申立人の主張に根拠がないと反論した。そして、B 種類株式は、本件合意書の締

---

<sup>1125</sup> See *MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.*, 813 A.2d. 1118, 1131 (Del. 2003).

<sup>1126</sup> See *MM Companies*, 813 A.2d. at 1132.

<sup>1127</sup> See *Atlantis Group, Inc. v. Alizac Partners*, 1991 U.S. Dist. LEXIS 12106 at \*10 (W.D. Mich. Aug. 27, 1991).

<sup>1128</sup> 具体的には、(1) 1/5～1/3、(2) 1/3～1/2、(3) 1/2 超過という 3 つの範囲である。

結前に、Taubman 一族に既に保有されていたため、これは、同法の「支配株式の取得」と無関係であると主張された。

しかし、Taubman 一族の各メンバーが他の株主 3 人と連携し、それぞれの株式をプールしたうえで、本件公開買付けに反対する集団を形成したのは事実である。Robert Taubman は本件合意書を終了したとしても、こうした事実を変えることができない。また、支配株式取得法は、議決権付き株式の取得を規制するほかに、議決権行使を指示する権限の取得も規制する。つまり、ここでいう「取得」は、株式の完全な購入（または所有）のみならず、株式の議決権の支配も含む<sup>1129</sup>。集団の形成目的が議決権行使を指示することに置かれた場合は、株式の実際の購入がなくとも、同法規制の発動可能性がある。Taubman 一族が形成した集団は、各個人メンバーと独立している実体である。同集団の形成目的について、Taubman 一族は SEC の提出書類において、TCI の 33.6%の議決権行使の指示に関する事実上の能力を獲得することにあると、表明したことがある。実際には、同集団は、その形成後に、こうした指図権限が与えられたため、これは、同法の「支配株式の取得」に該当するといえる。以上の事実を鑑みると、本裁判所は、申立人の支配株式取得法違反との主張について、本案勝訴可能性があると認める。

IV 当事者の損害の比較衡量にあたり、TCI の株主及び買収者としての能力に鑑み、本裁判所は、比較衡量の天秤を申立人の側に傾かせた。また、予備的差止命令が発令されるのは、社内の民主性（corporate democracy）の確保という公益に合致していると考えられる。その主な理由は、以下のとおりである。

まず、厳格な基準による審査では、株主の議決権行使は、やむを得ない正当事由がない限り、十分に保護されているといえる。議決権行使が交渉・妨害された場合における株主に与えられる損害は、支配株式取得法によって排除された場合における Taubman 一族に与えられる損害を遥かに超えている。後者の場合において、Taubman 一族は、その議決権を行

---

<sup>1129</sup> See GAF Corp. v. Milstein, 453 F.2d 709 (2d Cir. 1971), cert. denied, 406 U.S. 910 (1972).

使うために、支配株式取得法の要求のとおり、過半数の非利害関係株主の承認を求めることが必要となる。しかし、Taubman 一族はその議決権を不当に使って、公開買付けに対する他の株主の意見表明を封じる（Block）と、申立人は、実質的には、TCI の株主に対して公開買付けを行うことができなくなる。これは、申立人にとっての回復不能の損害であるといえる<sup>1130</sup>。また、大手企業の支配権を奪取する機会が失われることは、重大な損害であると認定されたことがある<sup>1131</sup>。

### 【検討】

#### （1）事件の背景と本件決定の意義

本件の申立人 Simon は、アメリカの最大規模の上場 REIT である。Simon が同業（ショッピング・モール）ライバルである TCI（業界 4 位）に対して発動した本件敵対的買収は、US-REIT 業界の大きな注目を浴び、一連の訴訟を経たうえで失敗に終わったが、その過程において多くの論点が取り上げられ、白熱した議論の結果、US-REIT の敵対的買収と防衛策をめぐる紛争の審査基準が明らかにされた。本件決定は予備的差止命令の段階においてミシガン州東部地区連邦地方裁判所が下したものであるが、本件の 2 つの争点である（1）TCI の防衛策を差し止めるべきか、及び（2）TCI の現経営者の種類株式の議決権行使を差し止めるべきかは、Simon の敵対的買収の成否に関わる肝心な問題である。

同裁判所は、予備的差止命令の発令の可否を審査する際に、伝統的な 4 要件を採用し、また発令 4 要件の関係について、「順次アプローチ」ではなく、「総合衡量アプローチ」を採用した。つまり、すべての要件を総合的に考慮した結果、同裁判所は、申立人の差止請求を全面的に認めた。この判断には賛成するが、以下では、この 4 要件に沿って、本件決

---

<sup>1130</sup> See *Amalgamated Sugar Corp. v. NL Industries, Inc.*, 644 F.Supp. 1229, 1239 (S.D.N.Y.1986). 同事件において、買収者の公開買付けの機会を排除するライツ・プランの実施は差し止められた。

<sup>1131</sup> See *San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America*, 701 F.2d 1000, 1003 (1st Cir. 1983). 同事件において、買収者の公開買付けを妨害する所有制限及び超過株式条項の実施は差し止められた。この点の詳細な分析について、後掲注（1576）から注（1578）まで及びそれらに対応する本文を参照。

定の妥当性について検討する。

(2) 本案勝訴可能性：取締役の信認義務違反の有無

まず、本案勝訴可能性という要件は、本件の最も重要な論点である。申立人は、まず、取締役の信認義務違反を根拠に、本件附属定款変更（防衛策の導入）の実施の差止めを申し立てた。取締役の信認義務違反の有無を検討するに際して、アメリカの多くの裁判所は、経営判断原則、中間的な基準（例えばユノカル基準、ブラシウス基準）、及び完全な公正の基準といった 3 つのレベルの審査基準を採用する。本件の審査においては、経営判断原則と中間的な基準が適用されたが、完全な公正の基準は適用されなかった<sup>1132</sup>。

また、取締役会による附属定款変更は、TCI 株主の総会招集権を大幅に制限したため、株主の議決権行使の干渉・妨害を主要な目的とする防衛策であるという判断は妥当である。そうすると、ブラシウス基準により、取締役会は、本件附属定款変更が「やむを得ない正当事由」に基づく証拠を提出する必要がある。しかし、この点について、取締役会は何も提出していないため、ブラシウス基準の審査をクリアできず、同裁判所は、ユノカル基準の審査に入る必要はないとして、直ちに申立人の信認義務違反との主張の本案勝訴可能性を認めた。

(3) 本案勝訴可能性：支配株式取得法違反の有無

また、申立人は、ミシガン州の支配株式取得法違反を根拠に、B 種類株式等の議決権の行使の差止めを申し立てた。支配株式取得法は、対象会社の一定割合以上の株式（支配株式）の取得自体、又は取得後の議決権行使について、非利害関係株主の過半数による承認を得なければならないと規定する。これにより、株主は、二段階買収の強圧性から保護されるとされる<sup>1133</sup>。しかし、本件の B 種類株式は、買収者 Simon が取得した株式ではなく、対象

---

<sup>1132</sup> 経営判断原則の推定が覆された場合、または取締役会はユノカル基準でかけられた立証責任を成し遂げない場合においてのみ、完全な公正基準が適用されることになる。See *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361, 1377 (Del. 1995).

<sup>1133</sup> アメリカ各州の支配株式取得法については、前掲注（658）及びそれに対応する本文を参照。

会社 TCI の現経営者 Taubman 一族が 1998 年のガバナンス構造改革によって取得した株式である。そのため、B 種類株式の発行自体は、本件公開買付けと無関係であり、支配株式取得法の規制を受けない。

本件において、Taubman 一族の保有する B 種類株式の議決権は 30%に過ぎず、本件公開買付けを確実に阻止するためには、他の株主の協力が必要である。そのため、Taubman 一族は、本件合意書を通じて、株主 3 人の協力を得たうえで、TCI の 1/3 以上（33.6%）の議決権を支配し、会社の売却または会社定款の変更を阻止できるようになった。これは、議決権付株式の取得行為ではなく、議決権行使の指図権限の取得行為である。こうした取得行為が支配株式取得法の規制を受けるかどうかについて、当時の支配株式取得法の下では不明であったが、同裁判所は、2003 年 1 月 22 日の決定において、同法の規制趣旨に基づき、拡大解釈を行い、同法違反の可能性があるとした<sup>1134</sup>。また、本件決定の下では、本件合意書は既に終了していたが、本件合意書の終了は、Taubman 一族と株主 3 人の集団形成、及び議決権行使の指図権限の取得事実を変えることができない。つまり、実際の議決権行使の際に、当該株主 3 人は、Taubman 一族の意思に従う可能性が十分に存在する。このような事情に鑑み、同裁判所は、その判断を維持し、支配株式取得法に基づく主張の本案勝訴可能性を認めた。

#### （4）回復不能の損害

予備的差止命令が発令されない場合、申立人は、TCI の株主及び買収者として、次の 2 つの回復不能の損害をこうむるおそれがある。第 1 に、本件附属定款変更が実施された場合、申立人の TCI の株主としての株主総会招集権は大きく制限される。第 2 に、Taubman 一族の B 種類株式等の議決権行使が無条件で認められた場合、買収者としての申立人が TCI という大手企業の買収機会を喪失することは確実である。前者について、同裁判所は、本件

---

<sup>1134</sup> See *Simon Property Group, Inc. v. Taubman Centers, Inc.*, 240 F. Supp. 2d 642 (E.D. Mich. Jan. 22, 2003). 同決定の数日後に、Robert Taubman は、本件合意書を終了した。



附属定款変更は株主の株主総会招集権を大幅に制限したものであると認定した以上、これは、当該認定に基づく当然の結論であろう。また、後者について、同裁判所は、上記 **San Francisco Real Estate Investor** 事件を引用したうえで、大手企業の買収機会の喪失を回復不能の損害と捉えた。

#### (5) 損害の比較衡量

これに対して、発令された場合における被申立人の損害については、取締役会の損害と **Taubman** 一族の損害に分けて考える。本件附属定款変更の実施が差し止められた場合、取締役会は、実際に損害が発生しないといえる。また、**B** 種類株式等の議決権行使が差し止められた場合、**Taubman** 一族は、過半数の非利害関係株主の承認を得たときに、依然としてその議決権を行使することができるため、特に大きな損害をこうむるとはいえない。申立人の損害と被申立人の損害を比較衡量すると、やはり申立人の損害のほうが大きいというべきである。

#### (6) 本件敵対的買収の結末

申立人 **Simon** の提訴請求(**TCI** の防衛策の実施と種類株式の議決権行使に対する予備的差止命令)が同裁判所に認容された後、被申立人は、連邦第六巡回区控訴裁判所に控訴しつつ、同裁判所に当該差止命令の延期(stay)を求めた。同裁判所は、控訴期間中に当該差止命令の延期を認容したが、被申立人に次の行動を行わないような命令を下した。すなわち、1) 株式の買戻し、2) ライツ・プランの取入れ、3) 附属定款の変更、4) 株主総会の招集、5) 株主による書面同意(consents)・指定(designations)の請求という5つの行動の禁止である。そして、同命令には、申立人の公開買付けを禁止する内容が含まれていない<sup>1135</sup>。その後、被申立人は、ミシガン州の立法府にロビー活動を行い、支配株式取得法の改正を呼びかけた。それで、申立人は、当該ロビー活動は本件公開買付けの妨害を最終的な目的とすることから、上記命令に対する違反であると主張し、同裁判所に当該ロビー活動の禁止

---

<sup>1135</sup> See *Simon Property Group, Inc. v. Taubman Centers, Inc.*, 262 F. Supp. 2d 794 (E.D. Mich. May. 20, 2003).

を求めた。同裁判所は、法改正に関するロビー活動は憲法修正第 1 条の言論の自由に該当するとして、申立人の請求を退けた<sup>1136</sup>。

2003 年 9 月 18 日、ミシガン州議会は、支配株式取得法の改正案を通した。改正された支配株式取得法に基づき、本件のような議決権行使の指図権限の取得行為は支配株式取得法の規制を受けないことが明らかになった。つまり、**Taubman** 一族等は、非利害関係株主の承認なしで議決権を行使し、本件公開買付けを阻止することができることになった。そこで、**Simon** と **Westfield** は、10 月 8 日に本件公開買付けを撤回した。

---

<sup>1136</sup> See *Simon Property Group, Inc. v. Taubman Centers, Inc.*, 262 F. Supp. 2d 794 (E.D. Mich. Jun. 9, 2003).

#### 第四款 本節の議論の小括

##### 1 US-REIT の公正性確保の枠組みの特徴

REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性問題は、当事者にとっての最大の関心事かつ難問である。アメリカ法は、この問題に対応するために、長年の経験を積み重ねて、公正性確保の枠組みを形成した。投資主の選択自由権の強弱を基準とする枠組みを採っている日本法と異なり、アメリカ法は、対象会社の支配権の移転の有無を基準とする枠組みを採っている。本節第一款に検討したとおり、US-REIT の支配権の移転を伴う買収・再編の場合では、アメリカ法は、対象会社の株主に対して、(1) 最終的な判断権と (2) 同一レベルの保障措置 (①買収・再編の差止めの申立てという事前の予防手段及び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の救済手段) を、平等に付与する。アメリカ法は、このような公正性確保の枠組みを通じて、買収・再編の強圧性や取締役の利益相反等の問題を是正した上で、最終的に企業価値評価の公正性を確保することを図る。

これは、(1) 対象投資法人の企業価値評価の的確性や相当性を高めるという客観的な側面を重視しつつ、(2) 対象投資法人の役員の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をも重視するという発想に由来する。具体的には、株主の最終的な判断権の確保と同一レベルの保障措置の付与は、いずれも買収・再編における強圧性や取締役の利益相反などの問題に対処するためのものである。結果から見れば、US-REIT の公正性確保の枠組みでは、対象会社の取締役に対する規律付けは、現実に有効に機能していると評価できる。

また、近年の日本で、買収・再編における株主の救済手段として注目を集めている株式買取請求権の行使は、アメリカではあまり利用されていない。これは、アメリカ法が日本法と異なる点である。その理由としては、アメリカ法では、買収・再編の差止めや損害賠償責任の追及が機能しているため、そもそも「シナジー反映価格」というコンセプトが株式買取請求権には含まれておらず、公正な利益分配保護または忠実義務違反の損害填補の

ような機能も期待されていないのである。これに対して、日本法では、取締役や支配株主の忠実義務違反を理由にした買収・再編の差止めや損害賠償責任の追及が認められにくいことから、シナジーの分配も認めることで株式買取請求権による事後的介入を強化し、公正な利益分配保護等を図るものといえる。

## 2 公正性の保障措置としての予備的差止命令

こうした違いを考慮したうえで、本節第二款は、企業価値評価の公正性を確保するための第一手段として予備的差止命令を考察した。特に、アメリカの制定法に規定がない予備的差止命令の発令要件を中心に考察した。アメリカの裁判所は、一般的には、(1) 本案勝訴可能性、(2) 回復不能の損害、(3) 損害の比較衡量、そして(4) 公益の4要件をもって、予備的差止命令の発令の可否を判断する傾向がある。ただし、予備的差止命令の実体的・手続的原理は確立されておらず、どのような考慮要素によるべきか、要件の審査方法、各要件の比重の置き方、証拠の取扱い方法、そして、現状維持を超える命令を認めるかどうか等について、各裁判所に判断の相違が見られる。したがって、本節第三款は、US-REITの買収・再編に対する予備的差止命令の裁判例に絞ってアメリカの判例法理の全体像を要約した。

まず、発令4要件の関係について、各要件はそれぞれ独立しており、相互の影響を認めないという「順次アプローチ」と、各要件は独立しているが相互に影響を受けるという「総合衡量アプローチ」がある。a) メリーランド州とデラウェア州など多くの裁判所は、総合衡量アプローチを採用している。このアプローチによれば、たとえ1つの要件の立証が弱くても、他の要件の立証から状況を推認できるのであれば、救済を認めることができる。b) ただし、順次アプローチを採っている裁判所もある。例えば、イリノイ州北部連邦地方裁判所は、④Fox v. Prime Group Realty Trust 事件の判決でこのアプローチを採った。このアプローチによれば、裁判所は、本案勝訴可能性及び回復不能の損害についての立証を重視し、高度の説得責任を負わせている。申立人が本案勝訴可能性を立証できない場合、裁判所は、

残りの発令要件を審査することなく請求を却下できる。

なお、いずれのアプローチでも、申立人による本案勝訴可能性の立証は、予備的差止命令の当否に最も重要な役割を果たしている。US-REIT の買収・再編の事件において、対象会社の株主または買収者などの申立人は、通常、A) 会社法上の取締役の信託義務違反、または B) 証券法上の情報開示義務違反を理由に、予備的差止命令の発令を申し立てる。A) 取締役は買収・再編において、株主の利益を犠牲しながら、自らの利益を図るインセンティブが十分にあり得る。そのため、取締役は、不公正な買収・再編の条件でも受け入れるおそれがあり、または株主に有利な買収・再編を過剰な防衛策により阻止するおそれがある。このような場合には、取締役の信託義務違反の有無が争いの中心となる。また、B) 株主などの投資者が十分に通知されないままに投資判断をすることを防ぐために、買収者または対象会社の取締役は、買収・再編についてのすべての重要な情報を完全かつ率直に開示する義務を負う。①開示情報に重大な虚偽記載がある場合に、または②重要な情報が省略された場合に、合理的な情報開示を行ったとはいえないため、この 2 つの場合は、情報開示義務違反に該当するおそれがある。

### 3 会社法上の取締役の信託義務違反の判断基準

A) 取締役の信託義務違反の主張に対して、アメリカの裁判所は、基本的には、経営判断原則、中間的な基準（ユノカル基準、ブラシウス基準、レブロン基準など）、及び完全な公正の基準といった 3 つの基準に基づいて審査を行う。具体的には、(1) 支配株主による買収・再編や MBO の場面では、取締役は当該取引に関して利害関係を有していると評価されるため、最も厳格な完全な公正の基準が適用され、公正な取扱いと公正な価格という 2 つの面から審査を受ける。

(2) 独立当事者間の買収・再編の場面では、特に会社の売却または支配権の移転が不可避となったとき、取締役は会社の長期的な利益ではなく、株主利益の最大化を追求することが期待されるため、厳格なレブロン基準が適用される。この場合において、取締役が果

たすべき役割は、株主の利益のために最善の価格を獲得するという競売人としての役割に変わる。レブロン基準がデラウェア州をはじめとするアメリカの多くの裁判所に採用されているが、当該基準を採用しない場合もある。例えば、メリーランド州巡回裁判所は、① *Jasinover v. The Rouse Company* 事件と② *Foster v. The Town and Country Trust* 事件の判決で、レブロン基準を適用しないことを明言した<sup>1137</sup>。しかし、メリーランド州上訴裁判所は、2009年の *Shenker v. Laureate Education, Inc.* 事件の判決<sup>1138</sup>で、下級裁判所の判断を一部変更した。つまり、会社の売却の場面において、メリーランド州の裁判所も、レブロン基準を適用して、取締役の信認義務違反の有無を審査することがあり得る。ただし、同判決の射程については争いがあるため、レブロン基準がメリーランド州の裁判所に認められる範囲は、デラウェア州の裁判所のそれと比べると、まだ狭いと考えられる。

(3) 敵対的買収の場面では、取締役は防衛策をもって敵対的買収に対抗することが許されるが、防衛策が無制限に許容されるわけではない。防衛策を行使する取締役会の裁量権に限界を画す審査基準としては、ユノカル基準とブラシウス基準がある。ユノカル基準の下では、取締役は、防衛策の導入と内容について、合理性テストと相当性テストという2つのテストで審査を受けなければならない。ブラシウス基準の下では、取締役は、株主の議決権行使への干渉・妨害を主要な目的とする防衛策の採択について、「やむを得ない正当事由」を立証しない限り、直ちに信認義務違反と認定されることになる。上記の⑦ *Simon Property Group, Inc. v. Taubman Centers, Inc.* 事件は、このような事例である。

#### 4 証券法上の情報開示義務違反の判断基準

B) の情報開示義務違反の有無に対して、アメリカの裁判所は、通常、「重要性」と「合

---

<sup>1137</sup> この場合でも、メリーランド法に基づき、取締役は、経営判断原則の保護を受ける資格が与えられる。つまり、取締役会は、誠実にかつ合理的な根拠に基づき、合理的に入手可能な最善の価格及びその他の条件をもたらすことができると結論付けた場合、わざわざ会社をショッピングする必要がなく、また株主利益の促進に有利であると誠実かつ慎重に信じた場合、特定の買収者を優遇することができる。

<sup>1138</sup> See *Shenker v. Laureate Education, Inc.*, 411 Md. 317, 983 A.2d 408 (2009). 本件の詳細について、前掲注(954)から注(959)まで及びそれらに対応する本文を参照。

合理的な投資者」の判断基準に基づいて審査を行う。すなわち、①虚偽記載は合理的な投資者の判断に著しい影響を及ぼすものである場合に、当該虚偽記載は重大なものといえるが、そうでない場合は重大なものといえない。②省略事実は合理的な投資者の判断に著しい影響を及ぼすものである場合に、当該省略事実は開示すべき重要な情報に該当するが、そうでない場合は重要な情報に該当しない。重大な虚偽記載がある場合、または開示すべき重要な情報が開示されない場合には、取締役または買収者には情報開示義務違反があると認定される。

しかし、情報開示義務違反の立証について、重大な虚偽記載がある、または重要な情報が省略されたという包括的な立証では不十分であり、申立人は、どのような虚偽記載が重大なものであるか、またはどのような省略事实在重要な情報に該当するかについて、具体的に識別する必要がある。申立人は重要な情報を明確に識別していない場合に、本案勝訴可能性が認められない。④Fox v. Prime Group Realty Trust 事件は、このような事例である。これに対して、⑤Pacific Realty Trust v. APC Investments, Inc.事件と⑥San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America 事件において、申立人はそれぞれ5つの重要な情報を識別したため、彼らの差止命令の発令請求が裁判所に支持された。

ただし、情報開示の欠陥を救済するためには、予備的差止命令はあくまでも補助的な手段である。治癒的な情報開示こそが、通常かつ優先の手段である。それゆえ、⑥と⑦事件のような差止命令の発令が回避できない場合でも、一定の条件と期間に差止めを限定する必要がある。つまり、裁判所は、法によりさらなる情報開示が必要かと判断できるまでの間、またはすべての必要な情報が開示されたと判断できるまでの間、買収・再編を差し止める傾向があるが、その後、当事者が合理的な投資者の判断にとって十分な情報を開示した場合には、当該買収・再編を継続することを許す。これは、予備的差止命令の非常性、緊急性、暫定性及び裁量性といった性質に適うものである。

#### 第四節 US-REIT の買収・再編における利益相反問題

##### 第一款 US-REIT の日常経営における利益相反問題

###### 1 US-REIT の日常経営における利益相反問題の分類

内部運用・管理型をとっている US-REIT には、J-REIT のような外部のサービス業者が存在しない。しかし、だからといって、US-REIT において、利益相反問題が一切生じないというわけではもちろんない。

US-REIT の特徴は、大規模かつ永続的な事業展開を可能とする点にある。アメリカ法の下、会社（信託型 REIT のビジネス・トラストなども含む。以下は同じ）は、所有者である株主による会社経営への関与を限定的なものとする設計がなされている。この点は日本における株式会社の基本的な方向性と同じである。会社においては、所有者である株主と経営者である取締役（信託型 REIT の受託者も含む。以下は同じ）が明確に区別される（いわゆる「所有と経営の分離」）。株主は取締役の選任及び合併などでの議決権行使等の限定的な形でその権限を行使するのみであり、責任もその出資の限度に限定される。これに対して、取締役は会社・株主の代理人（agent）・受託者（fiduciary）として通常の会社経営を行う。取締役で構成される委員会（committee）、執行役（officer）その他の機関が日常の業務を行う際も、その権限は取締役会から委託されていると考えられている。

所有者である株主と経営者である取締役が一致することが予定されていない会社では、取締役の行動が株主の利益と一致しない状況が相対的に起こりやすい構造にある。取締役の代理権限は、基本的に会社の通常の経営に関する一切の事項にわたり、一般的な代理関係に比べて広範である。したがって、所有と経営の分離及び取締役が有する権限の大きさに鑑みると、取締役が会社や株主の利益に即した行動をとるよういかにして確保するかが非常に大きな問題となる<sup>1139</sup>。特に、会社の存続に関わる買収・再編の場面では、この問題はより顕著となる。

---

<sup>1139</sup> カーデイス・J・ミルハウプト『米国会社法』（有斐閣・2009）51-53 頁。



また、内部運用・管理型の US-REIT においても、取締役または取締役の利害関係者と会社との間に利益相反の関係にあり、個人的利益が会社の利益よりも優先される可能性がある。このような利益相反は、J-REIT のような投資法人・投資主と外部のサービス業者との利益相反ではなく、主に会社・株主と取締役等の経営者との利益相反である。この利益相反の例として、以下のいくつかの状況が考えられる。

### 1.1 利益相反取引

会社の利益と取締役個人の利益が相反する取引が問題となる。①1つの場面として取締役が取引双方の意思決定に携わる自己取引が挙げられる。そうした自己取引が行われる状況は様々である。例えば、取締役は会社に個人資産を売却し、あるいは会社の資産を購入することがある。②また、会社が、その取締役が重要な経済的利益を有する他の企業と契約する場合にも、利益相反は生じる。③さらに、2つの会社が共通の取締役を有するが、その取締役はいずれの会社にも重要な経済的利益を有していない場合も該当し得る。これらの取引は、会社へのもしくは会社からの貸付、またはサービスの提供等の多様な取引を含み得る<sup>1140</sup>。利益相反取引においても、取締役が会社の利益よりも自己または利害関係者の利益を優先する危険が高いため、株主の利益をどのように保護するかが問題となる。

### 1.2 事業機会の侵奪

取締役が、本来会社が第三者との間で取得すべき事業機会を侵奪して自分自身が取引をし、結果として、会社が得ることができたはずの利益を得られない状況に陥る危険がある。例えば、会社がある土地を事業の一環として取得することを検討していた場合に、当該会社の取締役が当該土地を購入した場合等がこれにあたり得る。

事業機会の侵奪は、上述の利益相反取引と、利害関係を有する取締役が自らの利益を会社または株主の利益に優先させる点において共通する。他方、利益相反取引においては、取締役が会社との間で取引を行う状況が問題となるのに対し、事業機会侵奪においては、

---

<sup>1140</sup> アーサー・R・ピント＝ダグラス・M・ブランソン『アメリカ会社法』（雄松堂・2010年）305頁。

取締役が会社ではない第三者との間で行う取引行為を問題とする点が大きな相違点と言える<sup>1141</sup>。

### 1.3 取締役の報酬

会社の取締役に支払われる報酬等（給与、ボーナス、ストック・オプションを含む）は、取締役と会社との間で締結された委任契約に基づいて金銭的授受が行われるが、会社と取締役の利益が対立するため、利益相反の問題になる場合もある。

## 2 US-REIT の利益相反管理体制

以上の US-REIT における利益相反問題を解決するために、アメリカ法は、（1）会社法に基づく行為規制、（2）証券法に基づく開示規制及び（3）NASAA<sup>1142</sup>の規則に基づく独立取締役制度等で、利益相反管理体制が構築されている。以下、それぞれの規制について検討を行う。

表 28 US-REIT における利益相反管理体制の分類

規制の分類	主な内容
（1）アメリカの会社法に基づく規制	・ 利益相反取引の規制 ・ 事業機会侵奪の規制 ・ 取締役の報酬の規制
（2）アメリカの証券法に基づく規制	・ 発行開示の規制 ・ 継続開示の規制
（3）NASAA の規則に基づく規制	・ 独立取締役制度 ・ 利益相反取引の規制 ・ 独立専門家制度

### 2.1 アメリカの会社法に基づく行為規制

<sup>1141</sup> ミルハウプト・前掲注（1139）78 頁。

<sup>1142</sup> NASAA は、北アメリカの証券管理機構連合（North American Securities Administrator Association）の略称であり、1919 年にカンザスで創設された最も古い国際的な投資家保護の機構である。NASAA は、証券を購入する投資家を保護するために、証券の販売、証券発行者のガバナンス、情報開示、投資助言等に関する様々な政策ガイドラインを制定する。現在、アメリカの 50 州及びコロンビア特別区、カナダ、メキシコ等の 67 個の証券管理機構は、そのメンバーである。

### 2.1.1 利益相反取引の規制

もともと、コモン・ローにおいては、ある人は自己のために、かつ、同時に第三者の代理人として取引をすることはできないという考え方が定着しており、利益相反取引は利益相反の存在により無効または取消可能になると考えられていた。しかし、時代を経て企業を取り巻く取引関係も資本関係も複雑になり、取締役が利益相反関係にある取引の場合であっても正当で会社にとってむしろ利益となる取引もあるため、取締役が行う利益相反取引を一律に無効とすることはかえって会社の利益を損なう場合もあり得るという認識が一般化した。そして、コモン・ロー上のルールではあまりに厳格に過ぎ柔軟性に欠けるため、個別の事例ごとに有効性を検討すべきという立場が主流になっていった<sup>1143</sup>。例えば、デラウェア会社法 144 条は利益相反取引の判断基準について、以下のように規定している。

(a)会社と取締役との契約・取引、または、会社と取締役が兼任するもしくは経済的利害関係を有している別の会社等との契約・取引は、以下のいずれかに該当する場合、かかる兼任・利害関係状況があること、当該取締役がこの取引の承認がなされた取締役会等に出席・参加したこと、または、承認にあたり当該取締役による投票が数えられたこと、のいずれかのみを理由として、無効か取消可能となることはない。

(1)当該取締役との関係及び当該取締役の利害ならびに契約・取引についての重要な情報が取締役会等に開示され、または取締役会等にとって既知であり、かつ、取締役会等が利害関係のない取締役の過半数の決議により誠実に承認する場合（利害関係のない取締役の数だけで定足数を満たす必要はない）

(2)当該取締役との関係及び当該取締役の利害ならびに契約・取引についての重要な情報が議決権を有する株主に開示され、またはかかる株主にとって既知であり、かつ、株主の過半数の決議により誠実に承認する場合

(3)取締役会等や株主による事前・事後の承認がなされた時点において、その契約・取引が会社にとって公正な内容である場合

(b)兼任取締役または利害関係を有する取締役は、契約・取引を承認する取締役会等の定足数に含まれ

<sup>1143</sup> ミルハウプト・前掲注（1139）85 頁。

る。

この規定により、利益相反取引が①利害関係のない取締役の過半数によって承認されたこと、②株主の過半数によって承認・追認されたこと、③その取引が公正であるという立証がなされたこと、という3つの条件のうち、いずれか1つを満たす限り、その取引を無効または取消可能としない。また、取締役としては、当該取引についての重要な情報を、取締役会等または株主に開示する必要がある。株主としては、利益相反取引の無効を求めるために、利益相反取引を基礎付ける事実を疎明する必要がある。この疎明があった場合には、取締役会等の判断には経営判断原則<sup>1144</sup>が適用されず、取締役が完全な公正の基準に基づき公正であることを立証しない限り、当該取引は無効とされるのが原則である。内容の公正さの判断に際して、裁判所は、会社が受け取るものの価値、市場価格、他者から得られたものと比べた取引の価値、取引のための資金調達能力、瑕疵の存在及び開示内容等の要因を審査する。

このような立証命題及び立証責任が取締役会と株主総会による承認がある場合にどのように変化するかをまとめたのが表29である<sup>1145</sup>。

表29 立証命題及び立証責任

承認の状況	立証命題	立証責任
承認なし	公正であること	取締役側
利害関係のある取締役会の承認	公正であること	取締役側
利害関係のない取締役会の事前の承認	経営判断原則を覆す事情があること（経営判断原則が適用される）	株主側（實際上困難）
利害関係のない取締役会の事後の承認	不公正であること（経営判断原則が適用されることもある）	株主側（實際上困難な場合が多い）
利害関係のある株主総会	公正であること	取締役側

<sup>1144</sup> 経営判断原則は、コモン・ロー上発達した考え方で、各制定法にも根拠を探し得る。この原則の下では、裁判所は取締役の決定内容がたとえ誤ったか、拙劣なものであったとしても、その決定内容を審査せず、決定手続のみを審査する。

<sup>1145</sup> ミルハウプト・前掲注（1139）89頁。

の承認		
利害関係のない株主総会 の承認	不公正であること	株主側

### 2.1.2 事業機会の侵奪

事業機会が、会社に属しているとみなされる場合、会社は投資するチャンスを与えられるべきである。この考えは単純なように思えるが、その適用は、どの機会が会社の機会であるか、及び取締役はどの機会を適切に個人的利用できるかを決定するための様々な法的テストをもたらした<sup>1146</sup>。

事業機会の侵奪の事例において、裁判所が用いる基準は、州によって様々である。したがって、多くの基準が存在しており、こうした場合に適用される統一的で明確な基準は存在しない。一例としてデラウェア州裁判所の判例<sup>1147</sup>で示された基準においては、以下の 4 要件に該当するかどうかにより、事業機会侵奪に該当するかどうか判断される<sup>1148</sup>。

- (1) その事業機会がその会社が行っている営業と同種のものであったかどうか
- (2) 会社がその事業機会を利用できるだけの財務的な余裕があったかどうか
- (3) 会社がその事業機会に対し、関心または合理的な期待を有していたかどうか

(4) 取締役がその事業機会を個人的に利用することが、会社に対し信認義務を負担する立場と矛盾する種類の行為であるかどうか

具体的には、(1) から (3) までのテストを全て通過した機会は会社の事業機会と言える。取締役は、このような事業機会を個人的に利用してはならない。一方、(1) から (3) までのテストを通過しない機会は会社の事業機会と言えないが、(4) のテストを通過しない場合、すなわち、当該機会の利用が取締役の会社に対する信認義務と矛盾する場合、個人的な利用を行ってはならない。

<sup>1146</sup> ブランソン・前掲注 (1140) 320 頁。

<sup>1147</sup> Guth V. Loft, Inc. 5 A.2d 503(Del. 1939).

<sup>1148</sup> ミルハウプト・前掲注 (1139) 80 頁。

### 2.1.3 取締役の報酬の規制

報酬等の金額決定に関する取締役の判断については、株主の承認がない場合において、上述の利益相反取引の場合と同様に、完全な公正の基準で判断されるのが原則である。しかし、あらゆる報酬等の支払いに経営判断原則が適用されず、全て完全な公正の基準でその適否を判断するとなれば、取締役の報酬請求権は、極めて不安定なものとなり、その結果、取締役のなり手がいなくなるなど、会社にとっても不都合な点が多い。そのため、利益相反の実質的な危険がなく、経営判断原則を適用し得るような仕組みを構築することが会社・取締役双方の利益に適うといえる。

実務的には、アメリカの上場会社は、独立取締役から構成される報酬委員会を設置し、取締役の報酬等についてこの委員会から承認を得て、決定する。この点において、上場US-REIT も同じである。独立委員会に承認を得ることのメリットは、報酬等の内容や額について独立した判断を行うことを可能にする点及び株主が報酬の内容や金額について訴えを起こすことを事実上困難にする効果を有する点である<sup>1149</sup>。

## 2.2 アメリカの証券法に基づく開示規制

前述のとおり、US-REIT は、不動産投資に関する税制上の優遇措置を活かし、主として公募により多数の投資者から集めた資金を、会社で複数の不動産へ分散投資を行い、運用利益を投資者の持分に応じて分配する仕組みである。US-REIT の発行する株式は、連邦証券法上の有価証券であり、公募の場合は証券取引監視委員会<sup>1150</sup>（Securities and Exchange Commission、以下「SEC」という）の監督の下に情報開示が義務付けられている。

アメリカ連邦証券法に基づく開示制度は、1933 年証券法に基づき、証券を発行する際の発行市場における開示（発行開示）と、1934 年証券取引所法に基づき、上場した証券の流

---

<sup>1149</sup> ミルハウプト・前掲注（1139）92 頁。

<sup>1150</sup> SEC は証券取引所法により設立された大統領直轄の独立行政機関で、規則制定権限及び準司法的権限を有する。SEC は大統領により指名された 5 名の委員より構成される。

通市場における開示（継続開示）に大別される<sup>1151</sup>。

### 2.2.1 発行開示

証券法に基づき、US-REIT においても、その株式を上場するため、まず、他の上場会社と同様に発行開示が行われることが必要である。証券法の最大の目的は、発行者から一般投資者に対してなされる証券発行に際して、すべての重要情報の確実開示を徹底することである。したがって、US-REIT は、株式の発行前、登録届出書（Registration Statement）を SEC に提出しなければならない、この登録届出書は、US-REIT とその株式に関する全ての重要な投資情報を含むものでなければならない。また、US-REIT は、登録届出書に含まれる最も重要な情報のダイジェスト版である目論見書を作成し、REIT 証券の売付または交付の前に投資者に目論見書を交付しなければならない<sup>1152</sup>。

証券法 7 条は、登録届出書には Schedules A の定める情報を記載しなければならないとする。それと同時に、議会が専門性を欠いていること、必要とされる情報が変わり得ることから、7 条は、登録届出書に含められるべき情報について広範な規則制定権を SEC に付与した。SEC はまた、19 条（a）項に従い、登録届出書や目論見書を規制する規則を制定する権限を与えられている。そして、SEC は開示の様式（Form S-11）を定めることにより開示内容をコントロールしている。登録届出書の内容は、(1) REIT に関する情報<sup>1153</sup>、(2) 募集の条件及び手取金<sup>1154</sup>、(3) REIT 証券に関する情報<sup>1155</sup>、(4) 添付書類<sup>1156</sup>等、に大別される。

---

<sup>1151</sup> 不動産シンジケーション協議会・前掲注（529）107 頁。

<sup>1152</sup> 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法・第 2 版』（弘文堂・2004 年）30 頁。

<sup>1153</sup> すなわち、REIT の事業、財産、及び経営者に関する情報である。例えば、取締役等の報酬及び証券所有の状況が開示されなければならない。REIT に関する最も重要な情報は、Regulation S-X によって要求される財務諸表である。財務諸表には、登録日より 90 日前以内の貸借対照表、過去三会計年度の損益計算書が含まれ、これらは公認会計士による監査を受けたものでなければならない。他方、主として非会計情報の開示項目を定める Regulation S-K のうち、項目 303 は、REIT の財務状況及び経営成績に関する経営者の議論と分析の開示を求めている。この項目は、経営の傾向と将来の見通しに関する経営者の見解を開示することを求めるものであり、少なくとも SEC は単なる歴史的事実の開示以上のものを求めている。

<sup>1154</sup> これに関するものとして、REIT と契約関係に立つ引受人（例えば、証券会社）は、引受契約の内容及

このうち、(1) から (3) まだが目論見書の内容となる<sup>1157</sup>。

登録届出書が提出されると SEC は、届出の内容が法に合致しているか審査を行う。そして、登録届出書の効力が生じる前に、不備を発見した時は、SEC は拒絶命令を発し、効力発生を遅らせることができる。登録届出書の内容に重大な不備があると認める時は、SEC は REIT の聴聞を行ったのち、停止命令を発し効力発生を阻止し、効力発生後であれば REIT 証券の売付けを差し止めることができる。この停止命令は司法審査に服する。

登録届出書の効力が発生するのは、原則として届出から 20 日経過後であるが、問題がないと認める時は、SEC は命令をもって効力発生を早めることができる。登録届出書の記載は効力発生時に正確であることを要する。そこで、効力発生後に記載の不備が発見された場合には、REIT は訂正届出書を SEC に提出する。REIT は訂正届出書についても SEC の審査を受け、訂正された登録書届出書についての効力発生を待たなければならない。これに対し、効力発生後の事情の変化により、正確であった届出書の記載が不正確なものになった場合には、訂正届出書の提出は不要であり、目論見書のみを修正すれば足りる。この場合も目論見書の記載を修正しておかなければ、証券法 12 条 (2) 項の民事責任を問われることがあり得る<sup>1158</sup>。

---

び報酬を明らかにしなければならない。こうして公募による手取金の額が明らかにされ、もし手取金の使途を定めている時は、その計画が開示される。手取金は、それが債務の弁済に用いられるとき、通常の事業の過程外で資産を取得するために用いられるとき、または他の事業の買収に用いられるとき等、一定の場合に特に詳細な使途の開示を要求される。

<sup>1155</sup> これに関するものとして、発行される REIT 証券の権利内容を開示するほか、過去五年間に REIT の利害関係者が同種の証券を取得した価格と公募価格との間に実質的な差がある時は、その差を強調して開示しなければならない。

<sup>1156</sup> 添付書類として、REIT の定款、付属定款、不動産売却契約書、ローン契約書等の関連契約書、REIT 証券の合法性に関する弁護士の見解書及び確認書等が求められる。これら書類は投資者に直接交付されないが SEC に提出され公衆縦覧に供される。

<sup>1157</sup> 黒沼・前掲注 (1152) 37-38 頁。

<sup>1158</sup> 黒沼・前掲注 (1152) 40-41 頁。



### 2.2.2 継続開示

証券取引所法に基づき、登録届出書を提出し証券取引所に上場している US-REIT は SEC の継続開示を行う必要がある。登録届出書と同様の財務諸表関連規則として Regulation S-X<sup>1159</sup>の適用がある。開示様式として年次報告書<sup>1160</sup> (Form 10-K)、四半期報告書<sup>1161</sup> (Form 10-Q)、臨時報告書<sup>1162</sup> (Form 8-K) 等がある。

証券取引所法上の継続開示書類には、登録届出書のような効力発生概念がない。SEC は全ての継続開示書類について内容の審査を行っているわけではないが、同一の REIT につき 3 年に一度は、審査しなければならない。もっとも、SEC が書類の重大な不備を発見した時は、行政手続によって報告書の訂正を求めることができ<sup>1163</sup>、違反者に対して裁判手続によって命令を求めることもできる<sup>1164</sup>。1990 年の証券取引所法改正により、民事制裁金を課すこともできるようになった。

---

<sup>1159</sup> 一体として適用される証券諸法上の規則は、Regulation と名付けられている。Regulation S-X は 1940 年に制定され、主に SEC に提出する登録届出書に含まれる財務諸表に関し、財務諸表と付属明細表の様式、内容、範囲を規定した基本的な開示規則であり、全 12 条から構成されている。

<sup>1160</sup> 事業年度経過後 90 日以内に提出されなければならない。年次報告書には証券発行時の Form S-11 による登録届出書中の発行者情報とほぼ同じ開示情報が記載される。記載内容では、事業内容の詳細、公認会計士による監査証明の付された財務諸表、経営者の議論と分析が重要である。年次報告書には、CEO、財務担当役員、会計担当役員及び取締役会の過半数が署名しなければならない。署名をした者は責任を負担することとなる。

<sup>1161</sup> 四半期ごとにその経過後 45 日以内に提出され、財務情報及びその他の情報の 2 部構成となっている。第 1 部の財務情報では、未監査財務諸表、経営者による財務状態 経営成績の討議及び分析等が開示される。当四半期の期間に臨時報告書で報告された事項について報告する。黒沼・前掲注 (1152) 102 頁。

<sup>1162</sup> ある一定の事項が生じた場合に提出が必要となる報告書である。臨時報告書に含めるべき事項として、①支配権の異動、②重大な資産の買収 売却、③倒産手続の開始、④公認会計士の変更、⑤その他株主にとって重要とみなされる事項、⑥役員の辞任、⑦事業年度の変更、⑧証券法により登録されていない法人による証券の売却があげられる。さらに、②の事業や不動産等の資産の買収においては当該買収先の財務諸表の添付も必要になる。臨時報告書は上記①から③に関しては事項の発生 15 日以内に、また④から⑥に関しては 5 日以内に提出する必要がある。不動産シンジケーション協議会・前掲注 (529) 111 頁。

<sup>1163</sup> See Securities Exchange Act § 15(c)(4).

<sup>1164</sup> See Securities Exchange Act § 21(d).

継続開示書類の真実性を確保するための最大の手段は、不実表示に対して民事責任を負わせることであるとアメリカでは考えられている。その内容については、定期的報告システムのなかにも、民事責任の賦課を通じて開示情報の真実性を確保するのに役立つ仕組みが内包されている。第一に、取締役会の過半数が年次報告書に署名しなければならないとされているが、これは過半数の取締役にも責任を負わせることによって、取締役が年次報告書の作成を監督するよう促そうとするものである。第二に、監査証明の付された財務諸表の提出が求められているが、これは粉飾決算を発見できなかった公認会計士の責任を一定の範囲で問うことを通じて、公認会計士がその職責を果たすよう期待するものである<sup>1165</sup>。

### 2.3 NASAA の規則に基づく規制

NASAA は、2007 年に、「REIT に関する政策ガイドライン (Statement of Policy Regarding Real Estate Investment Trust)」を公布した。この政策ガイドラインには、①スポンサー、取締役及び利害関係者等に関する要求、②REIT 投資者の適合性、③取締役等の報酬及び費用、④利益相反及び投資制限、⑤株主の権利及び義務、⑥情報開示等の内容が含まれている。その中の独立取締役制度、利益相反取引規制及び独立専門家制度は、US-REIT における利益相反管理体制の構築にとって重要な意義を有する。以下で、この 3 つの制度について詳細に考察する。

#### 2.3.1 独立取締役制度

##### (1) 独立取締役の判断基準

REIT に関する政策ガイドラインにより、US-REIT には少なくとも 3 人の取締役が必要である。取締役は株主総会に選ばれ、任期は 1 年である<sup>1166</sup>。そして、過半数の取締役は独立取締役であることが要求される<sup>1167</sup>。取締役の資格について、独立取締役以外の全ての取締

---

<sup>1165</sup> 黒沼・前掲注 (1152) 103-104 頁。

<sup>1166</sup> See Statement of Policy Regarding REIT II.B.1.

<sup>1167</sup> See Statement of Policy Regarding REIT II.B.3. また、ニューヨーク証券取引所の上場規則 303A によって、取締役会は過半数以上が独立取締役によって構成されなければならないと規定している。

役は、REIT に関する知識及び 3 年間以上の REIT 投資管理経験を持たなければならない。  
また、少なくとも 1 名以上の独立取締役は、3 年間以上の不動産関連経験を持たなければならない<sup>1168</sup>。これは、実質的に「独立性」を伴う独立取締役により、US-REIT の取締役会の監督機能をより強化するためである。

この場合の「独立性」とは、会社業務と関係が薄いことを意味するので、独立取締役を社内を求めることは困難である。したがって、独立取締役は社外から求められるべきものであるが、親会社から派遣された子会社の取締役などの場合は、親会社あるいはグループ内全体の利益・都合の前に、子会社自身の利益を犠牲にする可能性がある<sup>1169</sup>。そこで、「独立性」の基準が問題となり、NASAA が公布した「REIT に関する政策ガイドライン」では、独立性の要件について次のように定めている。

すなわち、同ガイドラインにおいては、独立取締役とは、REIT の取締役のうち、直近 2 年間に、US-REIT のスポンサーもしくは投資顧問と何らかの関係を持っていない、または持ったことがない者と定義する<sup>1170</sup>。これは、あくまでも抽象的な定義であり、具体的な要件が必要である。以下のいずれかの者は、スポンサーもしくは投資顧問と関係があることとみなされ、REIT の独立取締役になることができない<sup>1171</sup>。

- 1) スポンサー、投資顧問またはそれらの利害関係者において、利益を持っている者
- 2) スポンサー、投資顧問またはそれらの利害関係者に雇用されている者
- 3) スポンサー、投資顧問またはそれらの利害関係者の取締役または執行役（Officer）
- 4) 取締役として以外に、REIT にサービスを提供している者
- 5) スポンサーが立ち上げた、または投資顧問がアドバイスを提供している複数（3 つ以上）の REIT の取締役を兼任する者

---

<sup>1168</sup> See Statement of Policy Regarding REIT II.D.

<sup>1169</sup> 石山卓磨『最新判例にみる会社役員の義務と責任』（中央経済社・2010 年）14 頁。

<sup>1170</sup> See Statement of Policy Regarding REIT I.B.14.

<sup>1171</sup> See Statement of Policy Regarding REIT I.B.14.a.

6) スポンサー、投資顧問またはそれらの利害関係者と、事業において、または専門的な技能提供において、重大な関係がある者

さらに、6) の「重大な関係」があるかどうかは、直近 2 年間の年度総収入におけるスポンサー、投資顧問またはそれらの利害関係者から得た収入の割合で判断する。その割合が 5% 以上であれば、その取締役はスポンサー、投資顧問またはそれらの利害関係者との間に重大な関係があるとされる<sup>1172</sup>。また、取締役の親族がスポンサー、投資顧問またはそれらの利害関係者との間に、上記のいずれかの関係を持っている場合、当該取締役は独立取締役になることができない<sup>1173</sup>。

## (2) 独立取締役による監督

US-REIT の取締役会の監督機能を強化するために、以下の事項を決定するとき、過半数の独立取締役の承認が必要である。

1) スポンサー等の初期投資：REIT を立ち上げるため、スポンサーからの一定の初期投資が不可欠である。初期投資の具体的な金額は、IPO が行われる前に、取締役会の決議により決定される。その金額は、20 万米ドルまたは REIT の純資産の 10% を下回ってはならない<sup>1174</sup>。

2) US-REIT の定款：第 1 回の取締役会が開催されるときに、またはその前に、US-REIT の定款を審査して承認しなければならない。定款の承認は、取締役会の決議により決定する<sup>1175</sup>。

3) 投資顧問契約：US-REIT は経営運用判断等を外部の顧問会社に委託することができる。投資顧問契約を締結、更新または解約するに際し、取締役会は外部の顧問会社の適合性について審査しなければならない<sup>1176</sup>。

---

<sup>1172</sup> See Statement of Policy Regarding REIT I.B.14.b.

<sup>1173</sup> ここでの親族とは、配偶者及び法律上または事実上の親子と兄弟を指す。See Statement of Policy Regarding REIT I.B.14.c.

<sup>1174</sup> See Statement of Policy Regarding REIT II.A.1.

<sup>1175</sup> See Statement of Policy Regarding REIT II.C.1.

<sup>1176</sup> See Statement of Policy Regarding REIT II.F.

4) REIT に関する報酬及び費用：REIT に関する政策ガイドラインは、REIT に関する報酬及び費用について、様々な制限を設けている。例えば、仲介者等に対し支払う不動産等の取得費用は契約価格の 6%を超えてはならず<sup>1177</sup>、投資顧問会社等へ支払う報酬は、US-REIT の総資産の 2%または総収入の 25%を超えてはならない<sup>1178</sup>。独立取締役は、これらの報酬及び費用を、少なくとも年に一度審査しなければならない。審査が行われるとき、審査対象のパフォーマンス、REIT の総資産や総収入や比較性がある他の REIT の報酬及び費用等に基づいて総合的に判断する<sup>1179</sup>。

5) 利益相反取引等：US-REIT とスポンサー、取締役、顧問会社及びその他の利害関係者（以下「利害関係者」という）との間に利益相反の状況があるものとして、原則として取引等を行うことを禁止している。一定の条件を満たした前提に、過半数の利害関係のない取締役及び独立取締役の承認により、利益相反取引等を行うことができる<sup>1180</sup>。詳細は、利益相反取引規制において検討する。

6) 独立専門家：US-REIT が利害関係者から資産を取得する場合において、利益相反問題が生じるおそれが高いので、独立専門家により評価される合理的な市場価値以下の価格で取引を行うことが要求されている。その独立専門家は、独立取締役のみによって選任されなければならない<sup>1181</sup>。

7) その他：US-REIT の負債比率、株主総会の定足数、配当プラン等の事項について、過半数の独立取締役の承認によらなければ、決定することができない<sup>1182</sup>。

### 2.3.2 利益相反取引の規制

REIT に関する政策ガイドラインによる利益相反取引規制は、主にアメリカ会社法の規定

---

<sup>1177</sup> See Statement of Policy Regarding REIT IV.C.

<sup>1178</sup> See Statement of Policy Regarding REIT IV.D.

<sup>1179</sup> See Statement of Policy Regarding REIT IV.A.2.

<sup>1180</sup> See Statement of Policy Regarding REIT V.A.

<sup>1181</sup> See Statement of Policy Regarding REIT V.A.H.

<sup>1182</sup> See Statement of Policy Regarding REIT II.C.3.

を基準としている。つまり、過半数の利害関係のない取締役による承認がない限り、その取引を無効または取消可能とする。しかし、会社法の規定と比べて、過半数の独立取締役の承認を追加している。また、取引そのものの公正性を判断するために、より具体的な基準を設けている点に特徴がある。以下では、(1) 利害関係者から US-REIT への売却・賃貸、(2) US-REIT から利害関係者への売却・賃貸、(3) US-REIT と利害関係者との間の貸付け、及び (4) US-REIT と利害関係者との投資、の 4 類型に分けて、検討を行う。

#### (1) 利害関係者から US-REIT に対する資産の売却・賃貸

以下の 3 つの条件を全て満たさなければ、US-REIT は、利害関係者から資産を取得・賃借することができない<sup>1183</sup>。

1) 過半数の利害関係のない取締役及び独立取締役の承認を受けたこと

2) US-REIT にとって、当該取得・賃借が公正かつ合理的なものであること

3) 当該取引の価格は、利害関係者がこの資産を取得・賃借したときに支出したコストを超えてはならないこと。このコストを超える価格で取引が行われる場合（例えば、利害関係者がこの資産を取得した後に値上がりする場合）、利害関係者は、価格とコストとの差額が存在する正当な理由及びその合理性について、説明しなければならない。なお、このコストを確定するに際しては、当該資産の現在の評価価値を超えてはならない。つまり、利害関係者がこの資産を取得した後に値下がりする場合、コストに基づく価格ではなく、当該資産の現在の評価価値に基づく価格で取引を行うことが要求される。

#### (2) US-REIT から利害関係者に対する資産の売却・賃貸

US-REIT から利害関係者へ資産を売却・賃貸することも禁じられる。もちろん、例外が認められるが、その条件は、1) 過半数の利害関係のない取締役及び独立取締役の承認を受けたことと、2) US-REIT にとって、当該売却・賃貸が公正かつ合理的なものであることの

---

<sup>1183</sup> See Statement of Policy Regarding REIT V.A.

2 つしかない<sup>1184</sup>。利害関係者から US-REIT に対し資産を売却・賃貸する場合と異なり、取引価格条件が存在しない理由は、US-REIT から利害関係者へ資産を売却・賃貸するならば、取引価格は高ければ高いほど、US-REIT の株主にとって有利であるためである。

### (3) US-REIT と利害関係者との間の貸付け

US-REIT は利害関係者に貸し付けることができない。ただし、利害関係者が US-REIT の完全子会社である場合、または、利害関係者へ提供するモーゲッジ・ローンに、政府の担保、または過半数の独立取締役同意かつ独立専門家の評価がある場合、この限りではない<sup>1185</sup>。次に、US-REIT は利害関係者から借り入れることができない。ただし、1) 過半数の利害関係のない取締役及び独立取締役の承認を受けたこと、2) US-REIT にとって、当該借り入れは、公正な、競争により形成される、かつ商業上合理性があるものであること、3) 同一条件における他の主体と比べると、当該借り入れは US-REIT にとって不利なものではないこと、といった 3 条件のすべてを満たす場合は、この限りでない<sup>1186</sup>。

### (4) US-REIT と利害関係者との投資

US-REIT は利害関係者と共同事業に対し投資を行うことができない。ただし、1) 過半数の利害関係のない取締役及び独立取締役の承認を受けたこと、2) US-REIT にとって、当該共同事業は、公正かつ合理的なものであること、3) 実質的には、共同事業の他の参加者と同じような価格と条件で行われること、という 3 条件をすべて満たす場合は、この限りでない<sup>1187</sup>。また、US-REIT は、原則として、株式または有価証券に投資することができないが、1) 過半数の利害関係のない取締役及び独立取締役の承認を受けたこと、2) US-REIT にとって、当該投資は、公正な、競争により形成される、かつ商業上の合理性があるもの

---

<sup>1184</sup> See Statement of Policy Regarding REIT V.B.

<sup>1185</sup> See Statement of Policy Regarding REIT V.C.1, K.3.

<sup>1186</sup> See Statement of Policy Regarding REIT V.C.2.

<sup>1187</sup> See Statement of Policy Regarding REIT V.D.1.

であること、といった2つの条件をすべて満たす場合は、この限りでない<sup>1188</sup>。

### 2.3.3 独立専門家制度

US-REIT は、土地、物件等の資産を取得するとき、通常、公平な市場価値で取引が行われる。当該取引を行うためには、過半数の取締役の同意を得なければならない。しかし、US-REIT は、利害関係者から資産を取得する際に、利益相反問題が生じるおそれが高いため、外部の第三者である独立専門家により、対象資産の市場価値を評価することが義務付けられる。ここにいう独立専門家とは、事業または専門的な技能提供において、US-REIT の取締役または顧問会社との間に重大な関係がない者をいう<sup>1189</sup>。更に、評価市場価値の公正性を保証するため、独立専門家は独立取締役のみによって選任されなければならない<sup>1190</sup>。

なお、J-REIT においても、独立専門家制度と類似する外部第三者による特定資産の価格等の調査制度がある。この外部第三者による調査制度は J-REIT のすべての資産の取得又は譲渡に適用されるが、外部第三者の資格要件及び選任手続等について投信法上に何ら規定はない。これに対し、US-REIT の独立専門家制度は利害関係者から資産を取得する場合のみ適用されるものであるが、独立専門家の資格要件及び選任手続に関する規定があり、実際の取引価格は資産の評価額を上回ることができないという詳細かつ具体的な規律である。

## 3 US-REIT の利益相反管理体制のまとめ

### 3.1 内部の利益相反問題が生じる原因

US-REIT における利益相反は、J-REIT のような投資法人与サービス業者との外部の利益相反ではなく、US-REIT と取締役との内部の利益相反の問題となる。なぜこのような違いが生じるかというと、両国の REIT による資産の運用・管理形態が異なるからである。資産の運用・管理形態について言えば、証券投資信託のように外部の専門家に運用・管理を委

---

<sup>1188</sup> See Statement of Policy Regarding REIT V.D.2.

<sup>1189</sup> See Statement of Policy Regarding REIT I.B.13.

<sup>1190</sup> See Statement of Policy Regarding REIT V.A, H.



託する外部型と、通常の不動産会社のように REIT 自らが運用・管理を行う内部型の 2 つのタイプがある。

REIT が 1960 年代にアメリカで誕生した当初、証券投資信託を参考に内国歳入法の規定が定められたため、当初の US-REIT はあくまでもパッシブな投資ヴィークルと見なされ、税法上の導管性要件としてアクティブな投資運用機能を内部に有することを許されず、独立引受人と呼ばれる投資顧問会社が運用・管理を受託することになった。つまり、内国歳入法は、US-REIT について、当初、内部運用・管理型を認めず、外部運用・管理型しか認めなかった。さらに、州会社法に基づく株式会社が US-REIT として登録できるようになるには、REIT 制度導入から 10 年以上を経た 1976 年の税制改正を待たなければならなかった。しかし、その当時、資産の運用・管理を外部の独立引受人に委託しなければならないという義務がまだ撤廃されていなかったため、US-REIT の内部で不動産を運用・管理することは不可能であった。その後 1986 年の税制改正により、独立引受人への業務委託義務が廃止され、ようやく US-REIT 自らが運用・管理することが認められた。それ以来、内部運用・管理型の会社型 REIT は、投資者の信頼を得たため、現在、US-REIT の主流になっている。

このような政策の転換がなされた理由は 2 つあると思われる。第一は、内部運用・管理型の US-REIT の場合には、資産の運用・管理者と所有者が一致しているため、US-REIT と外部の独立引受人との間の利益相反問題を解消できることである。第二は、内部運用・管理型の US-REIT の場合には、確かに US-REIT と取締役との間に利益相反が生じ得るとしても、会社法上の取締役に課される厳格な信認義務及び今まで積み重ねた豊富な判例法理の下で規制することができるためである。

### 3.2 US-REIT の利益相反管理体制の特徴

US-REIT における利益相反管理体制には、J-REIT と比較した場合、3 つの特徴がある。

(1) 第 1 に、利益相反を「禁止」するものではなく、「管理」することを求めるものである。つまり、US-REIT は、原則として、利益相反取引が無効または取消可能であると位

置付けられると同時に、利害関係のない取締役または株主の同意を得た場合、例外的に利益相反取引が認められる。さらに、アメリカの会社法は、取締役がこの同意を求める場合の要件を詳細に規定しており、利益相反取引の開示、利害関係がある取締役又は株主の議決権の排除、及び決議要件等について規律する。さらに、紛争が発生する場合の立証命題及び立証責任等について、詳細な規定を置く。これは、単なる禁止行為を定めるより、柔軟性かつ具体性のある規制方法と言える。

これに対し、金商法上の禁止行為は、J-REIT の利益相反管理体制の主な特徴である。これは、資産運用会社が利益相反取引等を行う前に、それを未然に防ぐための手段である。また、J-REIT に関する禁止行為についても、たしかに投資主の同意を得た場合の例外も認められるが、当該例外規定は、自己取引、運用資産相互間取引、双方代理取引という 3 つの禁止行為についてしか適用されない。さらに、すべての投資主の同意を得なければならぬというきわめて厳しい基準が要求されている。これは、上場 REIT のような多数の投資主が存在する J-REIT にとって、全投資主の同意を得ることは現実にはほぼ不可能であろう。日本法における US-REIT の規定を参考し、より柔軟性のある規定を作る必要があると考えられる。

(2) アメリカの会社法上の独立取締役制度により、利益相反管理体制を構築することが US-REIT のもう 1 つの特徴である。つまり、取締役会は、US-REIT の定款、利益相反取引、負債比率などの重要な事項を決定する時に、独立取締役の関与及び同意を求めることが義務付けられている。これは、スポンサー、投資顧問等の利害関係者と実質的に独立している独立取締役により、US-REIT の取締役会の監督機能の強化を図るためである。

(3) さらに、アメリカでは、取締役の利益相反規制や独立取締役の構成等について、NASAA が「REIT に関する政策ガイドライン」に基づき、いわゆるソフトローとして事実上の規範を提供し、それが有効に機能している。アメリカのある調査会社によると、US-REIT のコーポレート・ガバナンスが、アメリカの全産業セクターの中で最高水準として評価さ

れている。アメリカでは、株主に代わって社外の独立取締役が多数を占める取締役会が執行役等に対する牽制機能・監督機能を有することが重要であると考えられており<sup>1191</sup>、しかも市場によっても評価されているわけである。

J-REIT においては、コンプライアンス委員会という利益相反管理部署が設置されている。利益相反取引等に係る意思決定にあたり、資産運用会社の取締役会や投資法人の役員会による最終的な意思決定に至る前に、資産運用会社のコンプライアンス委員会等による事前承認を条件とするケースが多い。しかし、コンプライアンス委員会は、取締役会からは独立した機関であるため、取締役会の意思決定を外部から監督することはできるが、意思決定の過程に参加することはできない。また、コンプライアンス委員会のメンバーは、資産運用会社の役員や担当部長と兼任もできるため、資産運用会社と利害関係のない外部委員の数が限られている。さらに、コンプライアンス委員会の設置及び権限は、あくまでも資産運用会社の社内規程に基づくものであり、法律上または規則上の義務ではない。したがって、コンプライアンス委員会の取締役会に対する監督機能は、US-REIT の独立取締役制度に比較した場合には、相当に弱いものといわざるを得ないと思われる<sup>1192</sup>。

---

<sup>1191</sup> 石田・前掲注（73）129 頁。

<sup>1192</sup> ただし、第一章第一節第一款 1 で検討したとおり、J-REIT の役員会の構成員の過半数は、事実上の社外取締役としての監督役員でなければならないことに鑑みると、J-REIT の役員会の独立性・中立性は、US-REIT の取締役会のそれに匹敵するといっても過言ではない。

## 第二款 US-REIT の買収・再編における利益相反問題

### 1 US-REIT の買収・再編における利益相反問題の原因

日本法の部分では、J-REIT の買収・再編における対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題を考察した。そこで問題となったのが、J-REIT の買収・再編において対象投資法人の役員に与えられた強力な権限の存在である。いわゆる二段階の判断枠組みの下では、買収者の選択や買収・再編条件をめぐる交渉は役員に一任されており、投資主には、役員によって形成された買収・再編条件を受け入れるかどうかの判断権しか与えられていない。役員が対象投資法人から与えられた強力な権限を最大限活用し、投資主の最善の利益に合致するように行動しているのであれば特に問題がないが、買収・再編の取引は、対象投資法人にとって通常は 1 回限りの取引であるという特徴を有することから、買収者との交渉にあたる対象投資法人の役員には、投資主の利益よりも自らの利益を優先させるインセンティブが生じやすい。

アメリカでも、日本と同様に、US-REIT の買収・再編の場面において対象会社の取締役に与えられた権限は強力なものであると評価することが可能である。実際には、以上のような役割の異なる二段階の判断枠組みは US-REIT にも採用されており<sup>1193</sup>、US-REIT の買収・再編の場面においても、対象会社の取締役（執行役等の経営者を含む）と株主との間の利益相反問題は同様に存在する。特に、近年では、敵対的買収の場面のみならず、友好的買収の場面において、対象会社の取締役と株主との間には潜在的な利益相反関係が存在することを指摘する見解が主張されている<sup>1194</sup>。すなわち、対象会社の取締役は、本来は株主の利益を図るために与えられた広い裁量権限を、自らの利益を図るために行使しており、その結果として、本来ならば株主が享受するはずの利益を犠牲にしている可能性があ

---

<sup>1193</sup> US-REIT の買収・再編の場面における二段階の判断枠組みの状況は、前掲注（666）から注（677）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1194</sup> J-REIT の買収・再編における潜在的な利益相反問題の検討について、本稿第一章第三節第三款 3.2 を参照。

るというのである。例えば、対象会社の取締役は、買収者との交渉を通じて、買収後の会社における役職の確保、買収者との間のコンサルタント契約の締結、退職金の増額その他の報酬関連の利益を得ることが可能であり、この場合、対象会社の株主と利益相反関係に立つ可能性が高い。

そして、対象会社の株主は、取締役の選解任を通じてその行動をコントロールしたくても、買収・再編の取引が行われてしまった後では、買収・再編後の会社における株主の地位を有していないか、仮に地位を有しているとしても、その議決権が大幅に希釈化されているのが通常である。さらに、対象会社の取締役が、買収・再編に関連してコンサルタント契約の締結や退職金の増額などの何らかの経済的利益を受けることの見返りに、買収・再編後の会社における取締役等に就任しないことも考えられる。この場合には、事後の取締役の選解任を通じたコントロールは一切及ばない。これらの事情は、US-REIT の買収・再編において対象会社内部の利益相反問題を深刻化させる一因であると考えられる。したがって、US-REIT の買収・再編の場面では、日常経営の場面と比べても、取締役と株主の間には利益相反問題が生じやすいと評価できる<sup>1195</sup>。

## 2 US-REIT の買収・再編における利益相反問題の対応策

以上で検討したとおり、US-REIT の買収・再編の場面では、日常経営の場面と比べても、取締役と株主との間に利益相反問題が生じやすいという特徴があるため、対象会社の取締役の行為によって、同社の株主の利益は重大な影響を受けることになる。そのため、買収・再編における対象会社の取締役の行為に対して適切な規律付けを与えることができるのであれば、そのことにより対象会社の株主にもたらされる利益は大きなものとなる。では、アメリカでは、どのような仕組みが存在することによって、対象会社の取締役が、同社から与えられた強力な権限を、株主の利益のために行使していることを確保しているのだろうかという問題意識が生じるのは自然であろう。そこで、以下では、MBO、支配株主によ

---

<sup>1195</sup> 白井・前掲注（666）57-58 頁を参照。

る買収・再編などの場面における典型的な利益相反問題、及び独立当事者間の買収・再編の場面における潜在的な利益相反問題に対応するために、アメリカにおいて採用されている取締役に対する規律付けの仕組みについて考察することとする。

US-REIT の買収・再編の場面においては、対象会社の取締役と株主との利益相反問題への対応策として、裁判所による介入を通じた規律付けの仕組みが重要な役割を担っていると考えられる<sup>1196</sup>。裁判所による介入は、主に取締役の信認義務違反の有無に関する判断を通じて行われる。そして、このような取締役の信認義務の解釈を通じたアメリカの裁判所による規律付けの仕組みは、取締役の行為を規律するための審査基準が十分に確立されつつあり、また、対象会社の株主にとって現実に利用可能な手段となっている点で、J-REIT の買収・再編の場面における裁判所による規律付けの仕組みとは大きく異なる。まず、株主の利用可能な手段として、アメリカ法は、①買収・再編に対する予備的差止命令の申立てという事前の予防手段<sup>1197</sup>、及び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の救済手段<sup>1198</sup>といった同一レベルの保障措置を、対象会社の株主に平等に付与する。このように見れば、この2つの保障措置は、US-REIT の買収・再編における取締役と株主

---

<sup>1196</sup> 裁判所による介入を通じた規律は、外部における規律付けの仕組みであるが、内部における規律付けの仕組みとしては、株主の最終的な判断権の行使による規律があると考えられる。既に述べたように、US-REIT の買収・再編を実現するかどうかの最終的な判断権は、対象会社においては原則として株主に留保されている。しかし、こうした内部における規律付けの仕組みだけでは、上記の潜在的な利益相反問題の対応策として十分ではないことが指摘されている。その理由として、(1) 対象会社の取締役は、買収者との間で強力な取引保護条項を締結することで、株主の判断権を実質的に制限することが可能であるという問題、(2) 合理的無関心やただ乗りといった株主の権限行使に伴う集合行為問題などが挙げられる。白井・前掲注(666) 181-184 頁を参照。

<sup>1197</sup> 予備的差止命令の発令要件については、前掲注(924) から注(925) まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1198</sup> ただし、前述のとおり、取締役の損害賠償責任の追及という救済手段が活用されるのは、支配株主による買収・再編の場合のみに主に限定されている。前掲注(875) から注(880) まで及びそれらに対応する本文を参照。

との利益相反問題を救済するためにも有効な手段であるとともに、企業価値評価の公正性を確保するという観点からも有効な手段と評価できる。

次に、アメリカ法では、企業買収・再編の場面において対象会社の取締役の信託義務違反の有無を判断する際の基準として、問題となっている事案の内容に応じて複数の審査基準が併用されている。具体的には、1980年代より前の時代には、デラウェア州を含むアメリカの裁判所は、企業買収・再編の場面における取締役の行動に対しても、日常経営の場面と同様に、経営判断原則または完全な公正の基準のいずれかを基準として、取締役の信託義務違反の有無を判断していた。すなわち、当時の裁判所は、対象会社の取締役に直接の経済的な利害関係が認められる場合には、審査基準として完全な公正の基準を適用し、それ以外の場面では経営判断原則を適用していたのである。しかしながら、1980年代に入り、アメリカにおいて企業買収・再編の取引が増加するにつれて、経営判断原則と完全な公正の基準との二分論に基づくアプローチでは、企業買収・再編の場面における取締役に對する規律付けの仕組みとして十分に機能しないことが明らかになる<sup>1199</sup>。こうした問題意識を背景に、1980年代の中盤以降のデラウェア州の裁判所は、上記の二分論に基づく伝統的なアプローチの修正を試みることになる<sup>1200</sup>。その結果としてデラウェア州では、1980年代の中盤から1990年代にかけて、従来の完全な公正の基準と経営判断原則との間に位置する中間的な審査基準が確立されていくことになる<sup>1201</sup>。

---

<sup>1199</sup> 企業買収・再編の場面では、対象会社の取締役に完全な公正の基準の適用を肯定するほどの経済的な利害関係までは認められない場合であっても、彼らの行動に対して経営判断原則を適用することを肯定できるような状況にあるともまた、評価できないからである。

<sup>1200</sup> 伝統的なアプローチの転機となったのは、1980年代の中盤に示されたデラウェア州最高裁判所の次の3つの有名な判決であった。すなわち、*Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985); *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Corp.*, 493 A. 2d 946 (Del. 1985); *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986) である。

<sup>1201</sup> 白井・前掲注(666) 204-205頁。

また、US-REIT の買収・再編の場面における取締役の信認義務違反の有無を判断するに際して、アメリカの多くの裁判所は、基本的には、デラウェア州の判例法理で確立された経営判断原則、中間的な基準（例えばユノカル基準、レブロン基準<sup>1202</sup>など）、及び完全な公正の基準といった 3 つのレベルの審査基準を採用する。各審査基準の内容については、本稿の考察の主な対象ではなく、本章第二節「US-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性問題」で詳細に検討した<sup>1203</sup>ため、ここでの説明は省略する。

### 3 US-REIT の買収・再編における普通株主と種類株主との利益相反問題

US-REIT が普通株式と種類株式を同時に発行している場合には、普通株主と種類株主との間の利益相反が常に発生する。このような場合に、取締役は、(1) 種類株主に対して信認義務を負うかどうか、そして、(2) 普通株主への信認義務と種類株主への信認義務が衝突する場合に、どちらを優先すべきかが問題となる。

#### 3.1 取締役の種類株主に対する信認義務の有無

(1) の問題について、アメリカ法の伝統的な考え方として、種類株主の権利（例えば優先配当権など）は、それと会社との間の契約（会社の定款、種類株式の権利証書など）に限定されているため、取締役は、通常、種類株主に対して契約上の義務しか負わない<sup>1204</sup>。例えば、「取引について公正かつ率直な情報を提供する義務<sup>1205</sup>」、「種類株主の公平を守る義務<sup>1206</sup>」、「合併収益を公正に分配する義務<sup>1207</sup>」、及び「取締役の利益相反状況を正直に開示

---

<sup>1202</sup> ただし、レブロン基準がデラウェア州をはじめとするアメリカの多くの裁判所に採用されているが、メリーランド州の裁判所は、会社を売却する現金合併の決定が下された場合に限り、レブロン基準の適用を認める。前掲注（951）から注（959）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1203</sup> 前掲注（929）から注（965）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1204</sup> すなわち、「種類株式の優先的な権利（すべての株式は平等に享受できる権利と異なり）は、契約的な性質を有していることから、会社定款等の明確な条項で規律されるものである。」See *Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc.*, 509 A.2d 584, 593 (Del. Ch. 1986) (quoting *Rothschild International Corp. v. Liggett Group Inc.*, 474 A.2d 133, 136 (Del. 1984)).

<sup>1205</sup> See *Eisenberg v. Chicago Milwaukee Corp.*, 537 A.2d 1051, 1057 (Del. Ch. 1987).

<sup>1206</sup> See *Eisenberg*, 537 A.2d at 1062.



する義務<sup>1208</sup>」などである。デラウェア法の判例法理により、種類株主による取締役の信認義務違反の主張は種類株主と会社との間の契約上の義務に由来する場合で、裁判所は、種類株主の主張を契約違反の主張と取り扱い、信認義務違反の主張を不必要なものとして棄却できる<sup>1209</sup>。あえて取締役の種類株主に対する信認義務があるといっても、それは、会社と種類株主間の契約上の義務に限定して解釈すべきである。つまり、取締役は、契約上の義務に違反することがなければ、種類株主に対する信認義務違反がないということができる。

ただし、1986年のデラウェア州衡平裁判所の *Jedwab v. MGM Grand Hotels* 判決は、取締役は、すべての株主、すなわち普通株主と種類株主の両方に対して信認義務を負うと判示した<sup>1210</sup>。同判決の特徴は、種類株主の権利を、①契約的性質を有する優先権と②普通株主と共有する権利に二分した点にある。この判示は、種類株式の有する権利をもっぱら契約的性質を有するものとして取り扱い、契約外の信認義務の存在を否定するという従来の裁判例の考え方を改めるものと評価される。そして、この枠組みにおいて、信認義務は、種類株主の保護を拡張する役割を持つものとして設定されている<sup>1211</sup>。つまり、種類株主（特に優先株主、以下は同じ）は、毎年の利息の支払いを受ける権利もなく、資本の返還を受ける満期日や債務不履行に対する救済がない等の点において債権者と異なり、また種類株主は全株主によって選任される取締役会に対して脆弱な地位にあり、取締役は種類株主に対して信認義務を負うべきと考えられるのである<sup>1212</sup>。

---

<sup>1207</sup> See *Jedwab*, 509 A.2d at 594.

<sup>1208</sup> See *Eisenberg*, 537 A.2d at 1060.

<sup>1209</sup> See *Rothschild International Corp. v. Liggett Group, Inc.*, 474 A.2d 133 (Del. 1984); *Blue Chip Capital Fund II L.P. v. Tubergen*, 906 A.2d 827, 834 (Del. Ch. 2006).

<sup>1210</sup> See *Jedwab*, 509 A.2d at 584.

<sup>1211</sup> 尾崎悠一「種類株式発行会社における利害調整：米国の裁判例における定款による利害調整と取締役の信認義務」飯田秀総等編『商事法の新しい礎石：落合誠一先生古稀記念』（有斐閣・2014年）197頁。

<sup>1212</sup> See *HB Korenvaes Invx., LP v. Marriott Corp.*, No. 12922, 1993 WL 205040, at \*5 (Del. Ch. Jun. 9, 1993).

①契約的性質を有する優先権については、その権利内容は契約の解釈によって決せられることになる。種類株主が自らの契約上の優先権を主張する裁判例はいくつかある<sup>1213</sup>が、いずれの裁判例においても裁判所は定款の規定をかなり限定的に解釈する傾向にあると理解されている。すなわち、種類株主の保護は、基本的には定款に規定された優先権の確保によって行われるものであり、契約解約にあつては、定款に明記されなかった種類株主の期待のようなものは保護されない。実務においては文言解釈が徹底されており、定款等の定める状況に合致しないとして種類株主の優先権が否定される結果になる場合が多い。

②普通株主と共有する権利、換言すれば、取締役の種類株主に対する信認義務の内容については、取締役と種類株主・普通株主の双方との間の利益相反と、普通株主と種類株主との利益相反とに分けて考える必要がある。まず、前者の場面において、例えば、取締役が種類株主と普通株主の双方を害する行為を行った場合に、種類株主が信認義務違反を理由に責任追及できるのは明らかである<sup>1214</sup>。しかし、種類株主と普通株主の利益相反を調整する手段として信認義務を理解する場合に、裁判所は、取締役の信認義務を用いて種類株主の保護を図ることには消極的であると評価されている。つまり、種類株主が取締役に対して信認義務に基づく主張をすることができるのは普通株主に対する信認義務違反にも当たる場合に限られ<sup>1215</sup>、種類株主の利益と普通株主の利益が調和する限りにおいて、取締役は、種類株主に対して信認義務を負うのが原則である<sup>1216</sup>。

---

<sup>1213</sup> See e.g. *HB Korenvaes Invx., LP v. Marriott Corp.*, No. 12922, 1993 WL 257422, at \*5 (Del. Ch. Jul. 1, 1993); *Quadrangle Offshaore (Cayman) LLC v. Kenetech Corp.*, 1999 WL 893575 (Del. Ch. 1999) and *In re Sunstates Corp. Shareholder Litigation*, 788 A.2d 530 (Del. Ch. 2001).

<sup>1214</sup> See *Rosan v. Chicago Milwaukee Corp.*, No. 10526, 1990 WL 13482 (Del. Ch. Feb. 6, 1990).

<sup>1215</sup> 尾崎・前掲注（1211）201-202 頁。

<sup>1216</sup> すなわち、取締役の信認義務違反が認められるのは、取締役が積極的に非行を行った場合であり、普通株主と種類株主との利益相反が問題となる場面において、信認義務は両者の調整のための仕組みとして機能していないと指摘される。See Lawrence E. Mitchell, *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (And Why We Should Care About It)*, 51 *Business Lawyer* 443, 449 (1996).

### 3.2 普通株主と種類株主との利益相反問題の解決策

取締役の信認義務違反は普通株主と種類株主の利害調整において一定の機能を果たしているが、その機能は主として普通株主を保護するものであり、種類株主は信認義務による保護を期待できない。すなわち、アメリカの裁判例においては、普通株主と種類株主との利益相反の場面において、種類株主を保護するという考え方は基本的には認められない<sup>1217</sup>。そうすると、普通株主と種類株主との利益相反の場面において、取締役は原則として、やはり普通株主に対する信認義務を第一に考慮し、普通株主の利益の最大化を図る必要があるといえる。

しかしながら、デラウェア法の判例法理<sup>1218</sup>により、買収・再編の場面において、対象会社の取締役会が唯一の普通株主に支配されているという特殊な事情がある場合のみに限り、受託者の種類株主に対する信認義務は、契約上の義務に限定せず、広く解釈することが可能である。また、メリーランド法を適用する US-REIT の裁判例においても、この例外を支持したものがある。例えば、上記④Fox v. Prime Group Realty Trust 事件において、裁判所は、受託者の種類株主に対する信認義務を正面から認めたのは、このような特殊な事情を考慮したからである<sup>1219</sup>。このような場合は、取締役（受託者）は、普通株主に対する信認義務より、種類株主に対する信認義務を第一に考慮する必要性が生じてくる。ただし、取締役に法令違反<sup>1220</sup>または契約違反<sup>1221</sup>の行動がなければ、取締役会の決定（例えば配当の分配また

---

<sup>1217</sup> そして、このような判例法理の態度は、当事者間の事前の契約交渉を促すものとして一定の積極的な評価もある。尾崎・前掲注（1211）223 頁。

<sup>1218</sup> See Eisenberg, 537 A.2d at 1057. 同事件は、会社による種類株式に対する自己公開買付けである。See also Jedwab, 509 A.2d at 593-594. 同事件は、普通株式と種類株式を同時にキャッシュ・アウトする現金合併である。

<sup>1219</sup> 同事件は、対象会社 PGRT の 100% の普通株式と約 65% の B 種類株式を有する支配株主 Five Mile は、残りの種類株式をキャッシュ・アウトする現金合併である。しかも、Five Mile は、受託者会の過半数を支配した。前掲注（1064）から注（1073）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1220</sup> 例えば、普通株主への配当の妥当性が問題となる場合、取締役は、会社法における配当の制限の規定に違反して普通株主に配当を行ったのであれば、種類株主への信認義務違反に該当すると考えられる。

は買収・再編に関する決定)は、経営判断原則の保護の下にある。そのため、種類株主は、自らの利益が取締役会の決定に侵害されたと思って、取締役の信託義務違反の責任を追及するために、まず、経営判断原則の推定を覆す必要がある。この場合、種類株主は、取締役の不正または不誠実を立証しなければならない。

以下では、US-REIT の買収・再編における株主と取締役の利益相反問題の裁判例、及び普通株主と種類株主の利益相反問題の裁判例について考察を行う。特に、メリーランド法を準拠法とする US-REIT が多いことから、デラウェア法とメリーランド法の違いに意識しながら、検討を展開していくこととする。

#### 4 US-REIT の買収・再編における利益相反問題の判例法理

##### 4.1 取締役と株主との間の利益相反問題

⑧Phillips v. Reckson Associates Realty, Corp., No.06-12871 (Sup. Ct. N.Y. Cty. 2006)

##### 【事実の概要】

US-REIT の現金合併における取締役と株主との利益相反問題について争点になった事例として、Phillips v. Reckson Associates Realty Corp.事件がある。同事件は、Reckson Associates Realty Corp.<sup>1222</sup> (以下「Reckson」という)の株主 Phillips が、Phillips と SL Green Realty Corp. (以下「SL Green」)との間の三角合併<sup>1223</sup> (以下「本件合併」という)の成立を阻止するために、ニューヨーク州ナッソー郡裁判所に対して予備的差止命令を申し立てた訴訟 (以下「本件申立て」という)である。その主たる理由は、取締役の信託義務違反、及び委任状

---

<sup>1221</sup> 例えば、種類株式の権利証書には、種類株主に交付する合併対価が合併存続 (新設) 会社の種類株式でなければならないという規定がある場合、買収者は、種類株式の価値に相当する現金対価を種類株主に交付したのであれば、取締役は、種類株主への契約義務違反に該当すると考えられる。

<sup>1222</sup> Reckson Associates Realty Corp.は、メリーランド会社法に基づいて設立された会社型の上場 UPREIT であることから、本件は、メリーランド法を適用する。

<sup>1223</sup> 合併合意書に基づき、Reckson は SL Green の子会社に合併される代わりに、SL Green は、Reckson の株主に 1 株 31.68 米ドルと 0.10387 の SL Green 普通株式の対価 (総額 60 億米ドル) を支払う。また、Reckson の OP ユニットは、本件合併の効力発生の直前に、Reckson の普通株式に転換するため、LP は、Reckson の株主と同様の合併対価を受け取る。

説明書における不十分な開示の2点である。申立人 Phillips は本案における勝訴可能性を示したことに鑑み、同裁判所は、2006 年 11 月 3 日、Reckson 等の被申立人に対して、同 16 日に予備的差止命令を発令すべきでない理由を開示するように命じた（以下「本件理由開示命令<sup>1224</sup>」という）<sup>1225</sup>。被申立人は、予備的差止命令を発令すべきでない理由を開示した後、Phillips は、予備的差止命令の申立てを取り下げた<sup>1226</sup>。その背後には、12 月 6 日付けで、Reckson 及び SL Green が Phillips 等の反対株主と和解した（以下「本件和解」という）という事情がある。

### 【検討】

本件は、US-REIT の現金合併において利益相反問題がある場合に、予備的差止命令の発令の可否をめぐる事案であるが、当事者の和解により最終的に解決されたので、予備的差止命令の発令要件に関して、ニューヨークナッソー郡裁判所は、法的判断を示す機会がなかった。ただし、同裁判所は、本件理由開示命令において、申立人の本案訴訟可能性があることに言及した。その詳細な原因は不明であるが、本件で明らかにされた事実によると、Reckson の取締役を筆頭とする経営者は、本件において強い利益相反関係に立っていたことにあるのではないと思われる。

具体的には、2007 年 1 月、本件合併の完成と同時に、SL Green は、Reckson の資産の一部を 20 億米ドルで New Venture MRE, LLC（以下「New Venture」という）に売却した（以

---

<sup>1224</sup> 理由開示命令（show cause order）とは、当事者がある行為をした（もしくはするのを怠った）理由、または裁判所がある救済を認めるべき（もしくは認めるべきでない）理由を出廷したうえで説明するよう当事者に命じる命令をいう。Garner, *Black's Law Dictionary (10th ed)*, at 1272. 吉垣・前掲注 (901) 43 頁注 24。

<sup>1225</sup> See Phillips v. Reckson Associates Realty, Corp., No.06-05971, 2006 U.S. Dist. LEXIS 83288 (E.D. N.Y. Nov. 15, 2006). 同件は、本件理由開示命令に言及したが、その具体的な内容及び原因を述べていない。11 月 6 日に、被申立人の請求により、本件申立ては、ニューヨーク州ナッソー郡裁判所からニューヨーク州東地区連邦地方裁判所に移行されたが、11 月 15 日に、同連邦裁判所は、本件申立てをナッソー郡裁判所に送還すべき内容の決定を下した。同件は、同連邦裁判所による決定である。

<sup>1226</sup> SL Green Realty は、2007 年 3 月 26 日付けの四半期報告書（8-K）32 頁を参照。  
[http://www.wikinvest.com/stock/SL\\_Green\\_Realty\\_\(SLG\)/Filing/8-K/2007/Ex-99.1/D2728118](http://www.wikinvest.com/stock/SL_Green_Realty_(SLG)/Filing/8-K/2007/Ex-99.1/D2728118)

下「本件資産売却」という)。New Venture は、Rechler、Maturo、Barnett と Marathon Asset Management, LLC によって設立されたジョイント・ベンチャーである。Rechler、Maturo、Barnett といった 3 人は、Reckson の取締役または経営者であった。本件資産売却は、本件合併と併せて計画されたものであった。そうだとすると、Reckson の取締役等は、SL Green と交渉する際に、本件合併について Reckson の株主にとっての不利な条件を受け入れるかわりに、本件資産売却について New Venture にとっての有利な条件に設定する動機が十分にある。これは、Reckson の株主の利益を犠牲にして、取締役等の個人的利益を獲得するおそれがあることを意味する。

それに、本件資産売却は、本件合併後に実行されたものであり、SL Green のみの意思で決定され得る。この時点で、Reckson の株主は、キャッシュ・アウトされたために、本件資産売却の当否を判断する機会を得なかったし、資産売却益相当分の配当を受ける機会も喪失した。したがって、このような利益相反要素が、申立人の本案勝訴可能性があると認定された原因であるように思われる。なお、本件和解の契約には、Reckson の株主は資産売却益の配分に参加することができるという内容がある。これは、株主が得たであろう利益を埋め合わせるために、双方が妥協した結果であろう。

⑨In re Nationwide Health Properties, Inc., Shareholder Litigation, No.24-C-11-001476, 2011 Md. Cir. Ct. LEXIS 3 (Md. Cir. Ct. May 27, 2011)

#### 【事実の概要】

2011 年 2 月 28 日、Ventas, Inc.<sup>1227</sup> (以下「Ventas」という) は、Nationwide Health Properties, Inc.<sup>1228</sup> (以下「Nationwide」) に対する逆三角合併 (以下「本件合併」という) を公表した。本件合併対価の総額は、およそ 74 億米ドル (1 株 44 米ドル) に相当すると評価される。具体的には、Nationwide は、Ventas の完全子会社になるかわりに、Ventas は、Nationwide の株

---

<sup>1227</sup> Ventas は、デラウェア会社法を準拠法とする会社型上場 UPREIT である。

<sup>1228</sup> Nationwide は、医療介護施設等の不動産を主たる投資対象とする会社型上場 REIT である。また、メリーランド会社法を準拠法として設立された。

主に対して 1 株ごとに 0.7866 の新株を発行する（以下「本件新株発行」という）予定である。2011 年 7 月 1 日開催の Nationwide の株主総会では、Nationwide の取締役会は、本件合併を株主に推薦する予定である。

しかし、2011 年 3 月から 4 月の間に、Nationwide の 4 人（以下「原告」という）は、本件合併の対価を不満し、Nationwide 及びその取締役（以下「被告」という）の信認義務違反を理由に、メリーランド州ボルティモア市巡回裁判所に対して、4 件のクラス・アクションを提起した。具体的な請求としては、(1) 本件合併を承認するための株主総会開催の差止め、(2) 本件合併の取消または無効、(3) 損害賠償責任の追及という 3 つに大別される。同裁判所は、4 件のクラス・アクションを併合して審理することを決めた。また、原告は、4 月 19 日に迅速化された証拠開示（expedited discovery）を請求したが、当該請求は 5 月 3 日に同裁判所に却下された。同裁判所は、残りの請求を審理した。

#### 【判旨の概要】

I 原告は、Shenker v. Laureate Education, Inc.判決<sup>1229</sup>に基づき、会社の売却の場面において、Nationwideの取締役は株主の利益の最大化という信認義務に違反したと主張する。しかし、同判決に対する原告の高い信頼には誤解がある。メリーランド州上訴裁判所は、同判決の範囲を現金合併に限定することがないが、同判決の法理について株式を対価とする合併に適用したこともない。これに対して、原告は、次のように反論した。すなわち、本件合併の結果、①Nationwideの株主は、現金合併とほぼ同額の資産を受け取ることができ、そして、②Nationwideの支配権の移転が発生する。これはまさに、株主の利益の最大化というコモン・ロー上の信認義務を正当化する場面である。

しかし、Harrell裁判官は、Shenker v. Laureate Education, Inc.判決で、現金合併という背景を10回以上強調した。この点に関する上訴裁判所の態度は明白である。つまり、同裁判所

---

<sup>1229</sup> See Shenker v. Laureate Education, Inc., 411 Md. 317, 983 A.2d 408 (2009). 同判決の詳細について、前掲注(954) から注(959) まで及びそれらに対応する本文を参照。

は、現金合併と伝統的な株式を対価とする合併との違いを意識して、両者を区別した。両者間の違いといえ、現金合併の場面においては、買収者は、対象会社の支配株主の地位を利用して、少数株主をキャッシュ・アウトする可能性が十分にある。これに対して、株式を対価とする合併の場面には、こうしたことが通常ない<sup>1230</sup>。本裁判所は、現金合併または株主の利益を事実上排除する、かつ支配権の移転に伴う合併以外の取引で、取締役が株主の利益の最大化義務を負わせるメリーランドの裁判例は見当たらない。メリーランド会社法に関する有名な専門書は、この点について、次のように述べる。「*Shenker v. Laureate Education, Inc.*判決の文言からみれば、同判決の射程は非常に狭い。すなわち、会社を売却する現金合併の意思決定が下された場合にのみ適用される<sup>1231</sup>。」

従来から、メリーランド州の裁判所は、デラウェア州の裁判例を参考する傾向がある<sup>1232</sup>。デラウェア州の裁判所も、レブロン基準を適用する際、現金合併と株式を対価とする合併を区別することがよく見受けられる<sup>1233</sup>。デラウェア州最高裁判所は、株主の利益の最大化義務を、取締役会が全株式取得を目標とする二段階買収の可否を決定する場合に採用すべきと判示した。これは、すべての株主にとって最終段階の取引なのである<sup>1234</sup>。他の州裁判

---

<sup>1230</sup> See *Shenker*, 411 Md. at 327 n.3.

<sup>1231</sup> See James J. Hanks, Jr, *supra* note 596, at § 6.6A-2.

<sup>1232</sup> See e.g. *Kramer v. Liberty Property Trust*, 408 Md. 1, 24-25, 968 A.2d 120 (2009). 「執行役や取締役の損害賠償を防止する法的手続について、メリーランド州とデラウェア州の制定法は、一定の類似性がある。これに加えて、デラウェア州の裁判所は、会社法の事項についての熟達した専門的な知識・経験を有し、高い評判がある。したがって、本裁判所は、デラウェア州最高裁判所と衡平裁判所の判決を、本件に対して説得力のあるものと認める。」

<sup>1233</sup> 合併後、当事者双方の支配権は、流動性がある、換価できる、変動しやすい大きな市場が存在する場合に、当該合併は、会社の売却または支配権の移転が生じない。See *Arnold v. Soc'y for Sav. Bancorp, Inc.*, 650 A.2d 1270, 1290 (Del. 1994). また、デラウェア法では、*Merrill* と *BAC* との間の株式を対価とする合併は、厳格な基準による審査を受けないことから、経営判断原則の保護の下にある。See *County of York Employees Retirement Plan v. Merrill Lynch & Co.*, No.4066, 2008 LEXIS 162, at\*17-18 (Del. Ch. Oct. 28, 2008).

<sup>1234</sup> See *McMullin v. Beran*, 765 A.2d 910, 918 (Del. 2000). See also *Hudson v. Prime Retail, Inc.*, No. 24-C-03-5806, 2004 Md. Cir. Ct. LEXIS 26, at\*37 (Md. Cir. Ct. Apr. 1, 2004).



所は、現金合併以外の範囲で、株主の利益の最大化義務を取締役に負わせることはしない傾向がある<sup>1235</sup>。現金合併と株式を対価とする合併は、全く違うタイプの取引であると考えられる。現金合併において、対象会社の株主に対するプレミアムの支払いは、合併利益を配分する手段である。現金合併の完成後、対象会社の株主は、もはやこの利益を要求及び取得する権利がなくなるのである。これに対して、株式を対価とする合併において、当事者双方の株主は、合併後の会社の株主になり、彼らは合併利益の配分に比例して参加することができる。そのため、この場合には、対象会社の株主に対するプレミアムの支払いは認められない<sup>1236</sup>。

次に、現金合併と株式を対価とする合併との違いを明らかにしたうえで、本裁判所は、本件合併はNationwideの支配権の移転をもたらすかについて分析する。原告は、支配権の移転の証拠として、次のような事実を挙げた。1) 合併後、Ventasの株主は65%の株式を有するが、Nationwideの元株主は35%の株式を有すること、2) 合併後の取締役会（13人）にはNationwideのメンバーが3人しかいないこと、3) VentasのCEOは合併後の会社のCEOを担当すること、4) Ventasは計算上の目的を持つ買収者であることなどである。

確かに、デラウェア州の裁判所は、株式を対価とする合併においても、支配権の移転があると認定した<sup>1237</sup>。しかし、デラウェア州最高裁判所は、「当事者双方の支配権は、流動性がある、換価できる、変動しやすい大きな市場が存在する場合」に、取締役は株主のため

---

<sup>1235</sup> See e.g., *Stender v. Cardwell*, No. 07-02503, 2010 U.S. Dist. LEXIS 52395, at\*12-14 (D. Colo. May 12, 2010). この事件の買収者は、対象会社の株主に対して、現金対価、株式対価またはこの両者の組み合わせという3つの選択肢を提供した。この場合でも、コロラド州連邦地方裁判所は、*Shenker v. Laureate Education, Inc.* 判決の適用を否定した。同事件の詳細は、後掲④*Stender v. Gerardi* 事件及び注（1488）を参照。

<sup>1236</sup> Lawrence A. Hamermesh, *Premiums in Stock-for-Stock Mergers and Some Consequences in the Law of Director Fiduciary Duties*, 152 U. Pa. L. Rev. 881, 883-84 (2003).

<sup>1237</sup> 例えば、買収者は非公開会社である場合、株式を対価とする合併は、支配権の移転が生じる。See *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34, 46-47 (Del. 1994); *La. Mun. Police Employees' Retirement System v. Crawford*, 918 A.2d 1172, 1179 n.6 (Del. Ch. 2007).

に可能な限り最大の対価を獲得する義務を負わないと判示したこともある<sup>1238</sup>。換言すれば、支配権の移転は生じない<sup>1239</sup>。メリーランド会社法は、これと同じような判断原則を採用する。具体的には、「現金での会社の売却（合併、資産譲渡またはその他の手法を問わず）は、常に支配権の移転を生じる。これに対して、株式を対価とする合併において、次の2つの例外がない限り、支配権の移転は生じないのが一般的である。例外として、株主が唯一である場合、または合併前に対象会社の支配権を有しなかった株主グループは、合併後の会社の議決権の過半数を有することになる場合がある<sup>1240</sup>。」

支配権の移転の証拠として提出された事実には、合併後の株式保有割合の不平等という点がある。しかし、対等合併を除き、ほぼすべての合併取引は、必ず不均衡の株式保有割合を招くことになる。それに、本件合併後、Nationwideの株主は、解散された組織の一般投資者になるのではなく、Ventasの株主になるのである。また、原告は、合併後の取締役会の構成員にも着目したが、支配権の移転の有無については、取締役会の構成員の変動で判断することではなく、株主の保有株式の変動で判断すべきである。したがって、原告は、支配権の移転を十分に立証していない。

II 原告は、Nationwide及びその取締役に株主への信認義務違反があると主張する。具体的には、取締役は、不公平な手続き及び対価で、株主にとってのわずかな利益しかない本件合併を承認したのに対して、本件合併を通じて、株主の費用で自分にとっての思いがけない利益を手に入れた。ここでいう「思いがけない利益」とは、制限株及びストック・オプションの加速的な権利確定（accelerated vesting of restricted stock, stock options）、支配権移転

---

<sup>1238</sup> See Arnold, 650 A.2d at 1289-90; See also Paramount, 637 A.2d at 46-47. 「当事者双方の株式が幅広く保有されている場合には、会社の支配権は、株式を対価とする合併からの影響を受けていないと考えられる。」

<sup>1239</sup> 「株式を対価とする合併の結果、合併後の会社の支配権は、『流動性がある、換価できる、変動しやすい大きな市場』が存在する。そのため、...取締役会は、経営判断原則の保護を受けることになる。」 See *In re National City Corp. Shareholders Litigation*, No. 4123-CC, 2009 Del. Ch. LEXIS 137, at \*9 (Del. Ch. July 31, 2009), *aff'd*, 998 A.2d 851 (Del. 2010).

<sup>1240</sup> See James J. Hanks, Jr, *supra* note 596, at § 6.6A-3.

に伴う報酬をいう。これらの本件合併に起因する利益は、Nationwideの株主が享受できないものである。これは、忠実義務違反の行為に該当すると思われる。

しかし、経営判断原則の下で、取締役は、「十分に情報を得て、誠実に、かつ、自らの行動が会社の最善の利益に合致すると正当に信じて行動した」と推定されている<sup>1241</sup>。こうした推定を覆すためには、原告は、取締役会の過半数が「取引から個人的な金銭利益を受け取る」こと（自己取引）を立証しなければならない<sup>1242</sup>。また、原告は、既得の重大な利益と取締役会による合併取引の承認との間の関連性についても、立証する必要がある。これらの立証がなければ、「金銭的な自己利益の主張は、所詮根拠のないものである<sup>1243</sup>」。

確かに、本件合併が Nationwide の株主に承認された場合に、取締役はその仕事を失うことは明らかであるが、原告の主張には、取締役は退職金などの利益を図るために、株主の利益を犠牲しながら Ventas を優遇したことを示す証拠が全くない。実際には、これら利益は、取締役と Nationwide との雇用契約に依拠したものである。そのため、どの会社が Nationwide の最終的な買収者になっても、取締役はこれら利益を受け取ることができる。それに、裁判所は、ストック・オプションの加速的な権利確定そのものが利益相反に該当しないと何度も強調したことがある<sup>1244</sup>。

---

<sup>1241</sup> See *Werbowsky v. Collomb*, 362 Md. 581, 608, 766 A.2d 123 (2001); See also *In re Fort Howard Corp. Shareholders Litigation*, No. 9991, 1988 Del. Ch. LEXIS 110, at \*41 (Del. Ch. Aug. 8, 1988). この判決において、デラウェア州衡平裁判所は、「取締役は、熟考のうえで株主の利益の促進に有利であると誠実に信じた場合に、特定の買収者を他の買収者より優遇することができる」と判示した。

<sup>1242</sup> See *Werbowsky*, 362 Md. at 609; See also *In re GM (Hughes) Shareholder Litigation*, No. C.A. 20269, 2005 Del. Ch. LEXIS 65 at \*31 (Del. Ch. May 4, 2005). この判決により、原告は、「取締役の経済的な条件からみれば、当該個人的な利益は、信託義務違反のリスクを犯すには十分かつ重要なものである」ことを証明する必要があると考えられる。

<sup>1243</sup> See *Hughes*, 2005 Del. Ch. LEXIS at \*32 (citing *Solomon v. Armstrong*, 747 A.2d 1098, 1126 (Del. Ch. 1999)).

<sup>1244</sup> 例えば、「合併に関連するストック・オプションの権利確定は、取引における許されない利益とはいえない。」 See *Ryan v. Lyondell Chemical Corp.*, No.3176-VCN, 2008 Del. Ch. LEXIS 105, at\*41 (Del. Ch. Jul. 28, 2008), rev'd on other grounds, 970 A.2d 235 (Del. 2009). また、「オプションの加速的な権利確定は、利益相反に該当しない。最も有利な価格を取得する点では、株主と取締役との利益が一致しているからである。」 See

III 原告は、取締役の注意義務違反も主張している。具体的な理由として、第 1 に、本件合併の対価は不公正かつ著しく不適切であることから、これを承認した取締役には注意義務違反がある。第 2 に、取締役は、注意義務に違反して、取引保護条項で本件合併を不当にロック・アップした。それによって、Nationwide は、潜在的な買収者によるより優れた買収提案を受けたり、または探したりすることができなくなる。一般的には、原告は、取締役の注意義務違反の責任を追及するために、取締役の重過失（gross negligence）を立証する必要があると考えられる<sup>1245</sup>。よって、本件の原告は、取締役が Nationwide の株主の利益を意図的にまたは完全に無視して、本件合併を交渉・承認したことを立証しなければならない。

1 : 0.7866（1 株 44 米ドルに相当する）という合併対価については、取締役会が Ventas と A 社に伝えた予想目標（1 株 46 米ドル）を下回るものである。取締役会は、より優れた買収提案が可能であるにもかかわらず、低い対価の本件合併を承認したことに重過失があると主張される。しかし、1 株 44 米ドルの合併対価は、本件合併公表前の Nationwide 株価と比べると、やはり 15% のプレミアムがある。また、A 社は、1 株 44.17～46.95 米ドルの対価範囲を提示したが、確実な対価案をずっと出していない。Nationwide の取締役会は、A 社から最終的な買収提案を引き出すために努力を繰り返したが、A 社ははっきりした態度を示そうとしなかった。そうすると、A 社は最終的な買収提案を提出する気がないままに、取締役会は、わずかに低い対価を受け入れるのが妥当であるといえる。

---

Globis Partners, L.P. v. Plumtree Software, Inc., No. 1577-VCP, 2007 Del. Ch. LEXIS 169, at \*29 (Del. Ch. Nov. 30, 2007). さらに、「ストック・オプションの権利確定は、忠実義務違反を意味しない。」See Krim v. ProNet, Inc., 744 A.2d 523, 528 (Del. Ch. 1999).

<sup>1245</sup> See Parish v. Maryland and Virginia Milk Producers Association, 250 Md. 24, 75, 242 A.2d 512 (1968), aff'd on reh'g, 261 Md. 618, 277 A.2d 19, cert. denied, 404 U.S. 940, 92 S. Ct. 280, 30 L. Ed. 2d 253 (1971); Billman v. State Deposit Ins. Fund Corp., 88 Md. App. 79, 108, 593 A.2d 684 (1991), cert. denied, 325 Md. 94, 599 A.2d 447 (1991); see also Marriott Corp. v. Chesapeake & Potomac Tel. Co., 124 Md. App. 463, 478, 723 A.2d 454 (1998). 同件における「重過失」とは、他人の生命及び財産に与える影響を無視して、慎重さを欠いたままの義務履行過程に生じる意図的な失敗、または当該失敗を回避する努力さえも怠ることをいう。

次に、本件の取引保護条項の具体的内容は、以下の 4 つの条項である。すなわち、(1) ノー・ショップ (no shop) 条項 : Nationwide は潜在的な買収者を探したり、それと交渉したりすることを禁止すること、(2) 情報受領権 (information rights) 条項 : Nationwide が受けたすべての買収提案を 24 時間以内に Ventas に完全に開示すること、(3) 再交渉権 (matching rights) 条項 : Ventas は上記情報を受けた 3 営業日以内に、上記買収提案に匹敵するまたは優位する条件を提示することができること、(4) 解約金 (termination fee) 条項 : Nationwide は、他の買収者によるより優れた買収提案を受け入れた場合に、Ventas に 1.75 億米ドル (取引総額の約 2.4% に相当する) を支払うこと、である。

しかし、第 1 に、取締役会は、A 社による確実な買収提案の提出に失敗した後、取引保護条項でプレミアム付きの本件合併を確保した。しかも、取引保護条項の内容は、取締役会の裁量権限内の標準条項である。第 2 に、本件合併の契約にはフィデューシャリーアウト (fiduciary out) 条項があることから、取締役会は、より優れた買収提案を考慮することができる。第 3 に、本件合併が株主総会に承認された時点までに、A 社は、競争する最終的な買収提案を提出することが可能である。つまり、Nationwide は、より優れた買収提案の受入可能性から排除されることがない。

#### 【検討】

本件は、買収者の株式を対価とする US-REIT の三角合併に取締役の信認義務違反の有無をめぐって、メリーランド州ボルティモア市巡回裁判所が明確な意見を示した裁判例である。具体的には、同裁判所は、取締役の信認義務違反の有無について、US-REIT の買収・再編において、取締役は、(1) 株主の利益の最大化義務を負うか、(2) 忠実義務の違反があるか、(3) 注意義務の違反があるか、及び (4) 情報開示義務の違反があるかという 4 点から検討を加えた。同裁判所は、いずれの主張も成立していないと判断したうえで、Nationwide の株主が提起したクラス・アクションを棄却 (dismiss with prejudice) した。ここでは、取締役の利益相反問題に関連する (1) ~ (3) の問題に絞って考察を行う。

まず、(1) 株主の利益の最大化義務は、メリーランド会社法 2 章 405.1 条 (a) 項の取締役の信認義務に含まれていないが、メリーランド上訴裁判所は、2009 年の *Shenker v. Laureate Education, Inc.* 判決で、会社を売却する現金合併の決定が下された事案において、コモン・ロー上の信認義務として認めた<sup>1246</sup>。原告は、同判決を引用し、本件合併において取締役は株主の利益の最大化という信認義務を負うべきと主張した。本件合併は現金合併ではないが、原告は、同判決の法理を本件合併に当てはめるために、次の 2 点を強調した。すなわち、①Nationwide の株主は、現金合併とほぼ同額の資産を受け取ることと、②Nationwide の支配権の移転が生じることである。

①について、原告の主張により、本件合併の対価は、Nationwide の株主が直接に受け取るものから、取締役は対価の交渉にあたり、経営的な役割を離れて、株主の個人的利益に直接的な影響をもたらすようになる<sup>1247</sup>。しかし、行動の性質からみれば、取締役による会社合併の計画及び完了は、やはり経営的なものに該当するというべきである。原告は、Nationwide の株主に支払う対価のみに着目したが、合併についての 2 つの重要なことを見逃した。第 1 に、対価の支払いは、すべての合併において必要なものである。原告の解釈によると、株主の利益の最大化という信認義務は、すべての合併に適用されるのではないかという結論に至る。だが、この結論は、今までの判例法理に反している。第 2 に、現金合併と株式を対価とする合併との間には根本的な違いがある。簡単にいえば、Nationwide の株

---

<sup>1246</sup> 会社法 2 章 405.1 条 (a) 項の信認義務は、「会社の利益に関しての、通常の会社経營業務」をカバーするものであるが、株主の利益の最大化というコモン・ロー上の信認義務は、株主の個人的利益に関しての非経営的なものである。後者の義務は、取締役と会社・株主との間の信認関係に由来している。See *Shenker*, 411 Md. at 337.

<sup>1247</sup> See *Llewellyn v. Queen City Dairy, Inc.*, 187 Md. 49, 61, 48 A.2d 322 (1946). 「株式は、株主の個人資産である。この個人資産に関して、会社はいかなるエクイティ上の権益を持たず、全くの他人同然である。株主は、株式を売却するときに、たとえ不実表示や詐欺行為に逢ったとしても、関連の権利は株主の手にあり、会社は何の権利も有しない。」

主は、三角合併後の Ventas の株式を取得することができ、また合併後の Ventas の将来利益の配分に参加することができる。

②について、判旨 I に示したとおり、現金合併により常に支配権の移転が生じるが、株式を対価とする合併は、株主が唯一である場合、または合併前に対象会社の支配権を有しなかった株主グループが合併後の会社の議決権の過半数を有することになる場合という 2 つの例外においてのみ、支配権の移転が生じると認められる。しかし、本件合併は、いずれの例外にも該当しないことから、Nationwide の支配権の移転をもたらすものとはいえない。

そうすると、原告が主張する 2 つの理由は、いずれも成立しない。Shenker v. Laureate Education, Inc. 判決の法理は、本件合併には当てはまらないと思われる。ということは、Nationwide の取締役は、本件合併の交渉にあたり、株主の利益の最大化という信託義務を負わない。なお、同判決は、一般会社の買収・再編に関するものから、その法理を会社型 US-REIT の買収・再編に当てはめるには問題ないが、信託型 US-REIT の買収・再編に当てはめられるかどうかはまだ不明であった。この点は、2012 年の④Fox v. Prime Group Realty Trust 事件の判決で確認された<sup>1248</sup>。

次に、US-REIT の買収・再編の場面でも、取締役は、一般的には、経営判断原則の保護を受けることから、原告は、取締役の忠実義務違反または注意義務違反の責任を追及するために、(2) 取締役と株主との利益相反または (3) 取締役の重過失等といった経営判断原則の推定を覆す事実を立証しなければならない<sup>1249</sup>。

---

<sup>1248</sup> ⑤の事件は、支配株主による信託型 US-REIT の現金合併である。イリノイ州北部連邦地方裁判所は、メリーランド法に基づき、Shenker v. Laureate Education, Inc. 判決を引用したうえで、受託者が株主の利益の最大化という信託義務を負うべきと判示した。前掲注 (1069) から注 (1072) 及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1249</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 2-405.1(c); Md. Code Ann., Cts & Jud. Proc. § 5-417; See also Barkan v. Amsted Industries, Inc., 567 A.2d 1279, 1286 (Del. 1989). 「取締役の義務を遂行するための単一の青図がない。取締役の行動は、関連の環境に基づいて評価されるべきである。」

(2) 取締役と株主との利益相反に関する事実について、本件の原告は、①取締役は本件合併を通じて、株主が享受できないストック・オプションの権利確定などの利益を享受できるようになったことと、②取締役は比較的に低い対価の買収提案（本件合併）を選んだこと、という2点を捉えた。①は、以上で説明した US-REIT の買収・再編における取締役と株主との潜在的な利益相反問題<sup>1250</sup>に基づいた発想である。しかし、判旨Ⅱのとおり、原告は、自ら主張した不当な利益と取締役の行動（本件合併の承認・推薦等）との関連性を立証していない。実際には、これら利益は、取締役と Nationwide との雇用契約に依拠したものであるから、Ventas との本件合併でなくとも、Nationwide の買収・合併が確定された以上、受け取るものである<sup>1251</sup>。換言すれば、取締役がこれら利益を受け取るだけでは、取締役と株主との間に利益相反があるとは判断できない。

また、取締役は2つの合理的な買収提案に立ち向かうときに、その選択は会社にもたらせる利益がより少ないものと事後的にわかった場合でも、直ちに忠実義務または誠実義務違反に該当するものではない<sup>1252</sup>。本件において、取締役会は、Ventas による本件合併提案を受け入れようとするときに、他社による最終的な買収提案が1つもない。取締役は、A 社に最終的な買収提案を提出しようと何度も促したが、結果はなかった。さらに、ストック・オプションの権利確定などの利益が存在するだけに、取締役は、Nationwide 株式の最善の価格を追求するインセンティブがある<sup>1253</sup>。これは、原告の利益相反の主張に矛盾している。そのため、取締役は、本件合併における自らの利益を図るために、故意的にまたは意図的に A 社との取引交渉を打ち切ったとはいえない。したがって、原告は経営判断原則の推定

---

<sup>1250</sup> 前掲注（1194）と注（1195）及びそれらに関する本文を参照。

<sup>1251</sup> See Nationwide, 2011 Md. Cir. Ct. LEXIS 3, at \*53.

<sup>1252</sup> See Cummings v. United Artists Theatre Circuit, Inc., 237 Md. 1, 15, 204 A.2d 795 (1964).

<sup>1253</sup> 取締役会は、ストック・オプションを行使すると、Nationwide 株式を受け取ることができるからである。



を覆すには十分な立証責任を果たしていないことから、忠実義務違反の主張は不成立といわざるを得ない。

(3) 取締役の重過失に関する事実について、原告は、①本件合併の対価が比較的に低いことと、②取引保護条項が適切でないことという2点を主張した。しかし、判旨 III のとおり、取締役会は、比較的に高いが不確実な買収提案より、比較的に低いが確実な買収提案を受け入れるほうが正当な理由があると認められる<sup>1254</sup>。本件において、Ventas による本件合併提案は、唯一の確実なものである。取締役会は、Nationwide の売却を実行するために、ファイナンシャル・アドバイザーを雇用し、売却可能性及び価格評価等について市場調査を行わせたうえで、3つの潜在的な買収者（Ventas、A 社、B 社）を選定した。また、B 社は交渉から撤退した後、取締役会は、デューディリジェンスの提供を継続し、残りの2社から最適な買収提案を引き出すよう努力した。Ventas は最終的な買収提案を提示した後にも、取締役会は、A 社に最終的な買収提案を出すよう促した。A 社は予定日までその要求に答えられないから、取締役会は、Ventas との交渉をさらに進めた<sup>1255</sup>。以上の事情に鑑み、原告は、唯一の確実な買収提案を受け入れた取締役会の重過失を立証できていないと思われる。そして、本件合併は、15%のプレミアムがあることを考えると、なおさらである<sup>1256</sup>。

また、取締役会は、買収・再編取引の交渉にあたり、「1つの最終的な買収提案を確保すること」ができる<sup>1257</sup>。取締役会は、いくつかの標準的な手法で魅力的な取引をロック・ア

---

<sup>1254</sup> 競争する買収者による確実な買収提案がない場合には、取締役会は、リスク回避という正当な理由で、比較的に低いが、確実な買収提案を受け入れることができる。See *In re Cogent, Inc. Shareholder Litigation*, 7 A.3d 487, 499 (Del. Ch. 2010). また、競争する買収者による買収提案は名目で高いが、確定性に欠けているため、取締役会は、5.5%プレミアム付きの買収提案を承認したのが正当である。See *In re Dollar Thrifty Shareholder Litigation*, 14 A.3d 573, 594-97 (Del Ch. 2010).

<sup>1255</sup> See *Nationwide*, 2011 Md. Cir. Ct. LEXIS 3, at \*58.

<sup>1256</sup> なお、「会社はもともとよりよい取引を受け入れるはずであったが」といった主張は、「注意義務違反の理由にならない」と認定された。See *Wittman v. Crooke*, 120 Md. App. 369, 378, 707 A.2d 422 (1998).

<sup>1257</sup> See *Cogent*, 7 A.3d at 498.

ップすることが多くの裁判所によって認められた<sup>1258</sup>。今まで発展してきた判例法理に基づく、本件のような標準条項を含めた取引保護条項は、取締役の利益またはその他の信託義務違反に該当しないというべきである。したがって、原告の取引保護条項に関する注意義務違反の主張も全く根拠がないものであり、また経営判断原則の推定を覆すには不十分である<sup>1259</sup>。

⑩Swope v. Quadra Realty Trust, Inc., 957 N.Y.S.2d 639, LEXIS 3260 (Sup. Ct. N.Y. Cty. Jun. 8, 2010)

#### 【事実の概要】

Quadra Realty Trust, Inc.（以下「Quadra」という）は、2006年にメリーランド法に基づいて設立された会社型 REIT であり、不動産貸付資金への投資を主な業務とするモーゲージ型 REIT である。Hypo Real Estate Capital Corp.（以下「HRECC」という）は、デラウェア州法に基づいて設立された会社であり、Quadra の資産運用業務を担当している。また、HRECC は、モーゲージ・ローンなどの不動産貸付資金を一般投資者に提供しながら、これらローンを Quadra に売却することが多い。2007年2月21日、1株15米ドルの価格をもってニュ

---

<sup>1258</sup> 例えば、デラウェア州衡平裁判所は、(1) 4.4%の解約金条項、(2) 勧誘禁止 (no solicitation) 条項、(3) ノー・トーク (no talk) 条項、(4) 再交渉権条項、(5) 議決権拘束契約 (force-the-vote requirement) といった内容の取引保護条項が信託義務違反に該当しないと認定した。See *In re Answers Corp. Shareholders Litigation*, No. 6170-VCN, 2011 LEXIS 57, at\*18 n.47 (Del. Ch. Apr. 11, 2011). また、上記 *Cogent, Inc.*事件において、株主は、対象会社の合併を差し止めるために、(1) ノー・ショップ条項、(2) 再交渉権条項、(3) 3%の解約金条項、(4) トップアップ・オプション (top-up option) 及びその他の取引保護条項が適法でないことを理由に、同裁判所に提訴したが、同裁判所は、当該取引保護条項がより優れた買収提案を排除しないものと認定し、株主の請求を棄却した。See *Cogent*, 7 A.3d at 502. トップアップ・オプションの定義及びそれに関する分析は、前掲注 (700) と注 (701) 及びそれらに関する本文を参照。なお、再交渉権条項またはノー・ショップ条項の有効性については、裁判所に繰り返し確認された。In *re 3Com Shareholders Litigation*, No.5067-CC, LEXIS 215, at\*25 (Del. Ch. Dec. 18, 2009); In *re IXC Communications, Inc. Shareholders Litigation*, No.17324, 17334, LEXIS 210, at\*29 (Del. Ch. Oct. 27, 1999).

<sup>1259</sup> 本件の結果として、Ventus の株主総会では、約 87.7%の発行済議決権付株式は、本件新株発行を承認した。また、Nationwide の株主総会では、約 84%の発行済議決権付株式は、本件合併を承認した。

ーヨーク証券取引所で新規上場した。その際、HRECC は、モーゲージ・ローンを抛出し、Quadra の 34.7%の発行済株式を有する大株主になった。Quadra の取締役会は、5 人の独立取締役と 3 人の HRECC 関係取締役から構成されていた。

しかし、2007 年夏以後、サブプライム問題を発端とした金融危機の影響で、Quadra は、経営不振に陥り、その株価も 50%近く下落した。2007 年 11 月 6 日、Quadra は、保有資産の弁済率低下の問題を解決するために、独立取締役 3 人からなる独立委員会を設立した。独立委員会は、ファイナンシャル・アドバイザー（Blackstone Advisory Services LP、以下「Blackstone」という）とリーガル・アドバイザー（Bass, Berry & Sims PLC）を雇用し、専門的な意見を求めた。その後、HRECC は、Quadra に対する現金買収を計画しはじめ、買収対価の範囲を 1 株 10.50～11 米ドルに定めた。それで、独立委員会の要求の下で、Blackstone は、ほかの潜在的な買収者に打診してみたが、誠意のある提案を提出した買収者は 1 社しかない。当該買収提案の具体的な内容は、1 株 9 米ドルの対価で、かつ株式を対価とする合併であった。

2008 年 1 月 25 日、6 週間の交渉を経て、HRECC は、最終的な買収提案を提出した。つまり、HRECC は、Quadra に対して、1 株 11 米ドルの現金を対価とする二段階買収（以下「本件買収」という）を実施するという内容である。また、第二段階の合併は、HRECC 以外の株主の保有株式の 55%以上が第一段階の公開買付けに応募したことを実施条件とする。当該買収提案を受けた後、Quadra の独立取締役は審議を始め、Blackstone は、本件買収の対価は株主にとって公正であるという意見を独立委員会に提出した。1 月 28 日、独立委員会は、第二段階の合併契約を全員一致で同意し、かつそれを Quadra の取締役会に推薦した。合併契約にはゴー・ショップ（go shop）条項が含まれる<sup>1260</sup>。

---

<sup>1260</sup> つまり、Quadra は、合併実施後の 30 日以内に、より優れた買収提案を捜し求めることができるし、また優れた買収提案がある場合に、解約金を支払うことで、合併契約を解約することができる。そして、独立委員会は、優れた買収提案を受け入れる権限を持つものとされる。特に、HRECC の保有する Quadra 株の応募権限と、株主総会で優れた買収提案を承認する権限までも有する。

2月7日、Quadraの普通株主Howard Swope（以下「原告」という）は、Quadra及び取締役を被告とするクラス・アクションを提起した。2月27日、ゴー・ショップ条項の期間が満了し、Quadraは、本件買収より優れた買収提案を受け取っていない。3月13日、HRECCは、それ以外の株主の保有株式の95.2%が公開買付けに応募したため、本件公開買付けの成立を公表した。翌日、HRECCの完全子会社は、Quadraに吸収合併されるかわりに、Quadraは、HRECCの完全子会社になった（略式逆三角合併）。それで、原告は、その提訴請求を変更し、取締役の信託義務違反、支配権の濫用などを理由に、損害賠償等を求めるクラス・アクションと株主代表訴訟を提起した。

ニューヨーク州ニューヨーク郡裁判所は、2009年7月16日、メリーランド会社法に依拠し、株主は取締役を直接的に訴えることができないこと、株主代表訴訟の事前提訴手続を履行していないことから、原告の訴訟を棄却した<sup>1261</sup>。しかし、2009年11月12日、メリーランド上訴裁判所は、Shenker v. Laureate Education, Inc.判決で、今までのコモン・ローを変更し、現金合併における株主の取締役に対する直接訴訟を認容した。そこで、原告は、Shenker v. Laureate Education, Inc.判決に基づき、本件訴訟の再審（renew）を請求した。

#### 【判旨の概要】

I 再審の訴えについての規定は、ニューヨーク州の民事実務に関する法律及び規則（Civil Practice Law and Rules、以下「CPLR」という）2221条（e）項である。しかし、裁判所の最終的な判決及び命令が下され、かつ上訴期間が満了した場合に、当事者は、同条項を利用して、最終的な判決をひっくり返すことはできない<sup>1262</sup>。再審の請求は、当該訴訟の係属中に決定的な法改正が発生した場合にのみ適用される。いったん裁判所の最終的な判決が下され、かつ上訴期間が満了した後、決定的な法改正があっても、訴訟の結果を変更するこ

---

<sup>1261</sup> See Swope v. Quadra Realty Trust, Inc., No. 600381-08, LEXIS 4386 (Sup. Ct. N.Y. Cty. Jul. 16, 2009).

<sup>1262</sup> See Maddux v. Schur, 53 AD 3d 738, 739, 861 N.Y.S.2d 814 (3d Dep't 2008); Curry v. Vertex Restoration Corp., 252 AD 2d 360, 675 N.Y.S.2d 537 (1st Dep't 1998). See also Weinstein, Korn & Miller, *New York Civil Practice: CPLR* §2221.01 (2d ed. 2009).

とはできない。そうしないと、判決の終局性が覆されるおそれがあるからである<sup>1263</sup>。

もちろん、裁判所は再審を発動する固有の権限（*inherent power*）を持っているが、当事者は、再審に十分な理由（*sufficient reason*）があること、かつ公正の促進（*furtherance of justice*）に有利であることを、立証しなければならない<sup>1264</sup>。しかし、原告はその行動の原因を詳しく説明しておらず、また現在の証拠で判断すれば十分な理由があるとはいえない。

II メリーランド法で、会社の取締役は、経営判断原則の保護を受けていることから、原告は、制定法の推定<sup>1265</sup>を覆すために、取締役が信認義務を果たしていないこと、換言すれば、取締役の不正（*fraudulent*）または不誠実（*bad faith*）を、立証しなければならない<sup>1266</sup>。原告は、単なる Quadra の IPO から売却までの取締役の不当な経営を主張するが、これは、取締役の経営管理に対する後知恵による判断にすぎず、上記の推定を覆すには不十分である。また、原告が主張する Quadra と HRECC との支配関係は、Quadra の目論見書に既に開示されている。

たとえ厳格な審査基準<sup>1267</sup>が本件買収に適用されたとしても、原告が提供した事実または証拠では、Quadra の取締役は、株主のために合理的に入手可能な最善の価格を獲得する（株主の利益の最大化）という義務に違反したとはいえない。会社の売却の場面において、取

---

<sup>1263</sup> See *Matter of Huie*, 20 NY2d 568, 572, 232 N.E.2d 642, 285 N.Y.S.2d 610 (1967). この結果は厳しいように見えるが、訴訟に終止符を打つことが必要であり、また上訴期間は永遠に続けていくわけには行かない。See also *Daniels v. Millar Elevator Indus., Inc.*, 44 AD 3d 895, 895-896, 845 N.Y.S.2d 785 (2d Dep't 2007); *Glicksman v. Board of Educ.*, 278 AD 2d 364, 366, 717 N.Y.S.2d 373 (2d Dep't 2000). See generally Carmody-Wait, *New York Practice* §890 (2d ed. 2008).

<sup>1264</sup> See *Matter of Huie*, 20 NY2d at 572; see also Weinstein, *supra* note 1262, at §5015.12. また、裁判所は、固有の権限を行使する例として、*McMahon v. City of New York*, 105 AD 2d 101, 483 N.Y.S.2d 228 (1st Dep't 1984) がある。

<sup>1265</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §2-405.1 (a). 同項の詳細な内容については、前掲注（1023）を参照。

<sup>1266</sup> See *Werbowsky*, 362 Md. at 618-619; *Black v. Fox Hills North Community Association, Inc.*, 90 Md. App. 75, 82, 599 A.2d 1228, 1231 (Ct. Spec. App.), cert denied 326 Md. 177, 604 A.2d 444 (Ct. App. 1992); *Mona v. Mona Electric Group, Inc.*, 176 Md. App. 672, 695-696, 934 A.2d 450 (Ct. Spec. App. 2007).

<sup>1267</sup> See *Shenker*, 411 Md. at 420-421.

取締役会は、株主のために最善の短期的な価格を獲得することが要求されるが、必ずしも激しい買収競争により売却することまでが要求されていない<sup>1268</sup>。買収者が唯一である場合でも、取締役会は、検証的なマーケット・チェック（契約締結後の措置も含む）を経たうえで、当該買収者と合併することが可能である<sup>1269</sup>。さらに、取締役会は、会社の意思決定機関として、合理的に入手可能な最善の価格を調査・獲得するのに最適な能力を持っている。そして、取締役会は、合理的な決定を出すことが求められるが、完璧な決定を出すことまで求められていない<sup>1270</sup>。

#### 【検討】

本件は、支配株主による US-REIT の二段階買収の場面において、取締役の信認義務違反の有無、及び確定した判決の再審の可否をめぐって、紛争となった事案である。ニューヨーク州ニューヨーク郡裁判所は、原告の主張する原因<sup>1271</sup>が再審の理由にならないことから、再審請求を拒否した。そのうえで、仮に原告の主張する原因に依拠したとしても、本件買収において、取締役は信認義務に違反していないという明確な見解を示した。同裁判所の判断は、基本的にはそれまでの判例法理の延長線にあることから、妥当なものとして是認されるべきであると考えられる。

本件は、上記⑨In re Nationwide Health Properties 事件と比較すると、2つの相違点が存在する。第1に、⑨事件は、Shenker v. Laureate Education, Inc.判決が確定した後に新たに提起

---

<sup>1268</sup> See Jasinover v. The Rouse Company, No.13-C-04-59594, 2004 WL 2747382, at \*8-10 (Md. Cir. Ct. Nov. 4, 2004).

<sup>1269</sup> See Jasinover, 2004 WL 2747382 at \*10; see also Foster v. The Town and Country Trust, No. 24-C-06-001442, 2006 WL 991000 (Md. Cir. Ct. Feb. 24, 2006).

<sup>1270</sup> See Jasinover, 2004 WL 2747382 at \*8-10; Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34, 45-46 (Del. 1994).

<sup>1271</sup> 原告の主張する原因とは、上記 Shenker v. Laureate Education, Inc.判決に基づくメリーランド州のコモン・ローの変更を指す。具体的には、メリーランド州上訴裁判所は、株主利益の最大化を内容とする取締役の信認義務、及び取締役への直接訴訟の提起を、一定の範囲で認めたことである。See Shenker, 411 Md. at 342.

されたものであるため、同判決の拘束を受けるかどうかについて全く事実認定に関する問題である。これに対して、本件は、**Shenker v. Laureate Education, Inc.**判決が確定した前に提起されかつ確定したものであるため、同判決の拘束を受けるためには、原告は、再審に十分な理由があること、かつ公正の促進に有利であることを立証する必要がある。しかし、原告は、この2点のいずれについても立証できていないため、その再審請求が却下されても仕方がないと思われる。

第2に、⑨事件は、一般の買収者による株式を対価とする三角合併であるのに対して、本件は、支配株主による現金を対価とする二段階買収である。一般の買収者による買収・再編と比べると、支配株主による場合は、取締役会は、少数株主と利益相反する可能性が高いと考えられる。ただし、本件において、Quadra の取締役会の過半数（5/8）は独立取締役であり、そして、残りの取締役3人と支配株主たる買収者 HRECC との関係は Quadra の情報開示書類に記載されている。そうすると、Quadra の取締役会は、本件買収に関して利害関係を有しているとは言い切れない。さらに、本件買収の交渉は、取締役会が担当しておらず、独立取締役3人からなる独立委員会に任された。独立委員会は、本件買収の交渉中（6週間）に16回ほど検討を重ねた<sup>1272</sup>。したがって、本件において、Quadra と HRECC との支配関係の存在のみでは、取締役会の行動を経営判断原則の保護から排除することができない。原告は、取締役の制定法上の信認義務違反を主張するために、経営判断原則の推定を覆すに十分な根拠を提供する必要がある。換言すれば、原告は、取締役の不正または不誠実を立証しなければならない。

この点について、原告は、取締役の不正な経営と本件買収対価の不公正に着目して立証した。確かに、Quadra の株価は、その上場後 50% 近く下落し、2007 年 7 月 27 日に 1 株 11 米ドルに回復したが、ずっと新規上場価格（1 株 15 米ドル）を下回る水準で推移した。しかし、これは、金融危機の影響を受けたものであり、取締役の不正な経営に起因するもの

---

<sup>1272</sup> See Swope, 957 N.Y.S.2d, at \*12.

とは断定できない。また、本件買収の対価（1株11米ドル）は、2007年9月のQuadraの簿価（1株14米ドル）を下回っているが、取締役会は、支配株主たる買収者HRECCの圧力を受けて、少数株主の利益を犠牲にしたとはいえない。そもそも、簿価は、買収・再編の対価に決定的な影響を与えるものではないし、原告が主張する同簿価は、本件買収公表の4ヶ月前に算定されたものから、この間の市場金利や保有資産価値の変化を反映していないのである<sup>1273</sup>。実際には、本件買収公表前の60日間の平均株価と比べると、本件買収の対価は、38～42%のプレミアムがある<sup>1274</sup>。本件買収対価は、決して株主にとって不公正なものとはいえない。

以上の検討は、メリーランド会社法上の信認義務に関するものである。判旨IIはこれにとどまらず、原告が主張するコモン・ロー上の信認義務についても検討した。つまり、たとえ株主の利益の最大化義務がQuadraの取締役役に課されたとしても、本件において、当該義務違反があるとは認められない。なぜかという、株主の利益の最大化義務は、取締役に株主のために最善の短期的な価格を獲得するように要求する<sup>1275</sup>が、激しい買収競争により売却することまでを要求しないからである<sup>1276</sup>。取締役会は、本件買収について、検証的なマーケット・チェック（契約締結後の措置のみでも）を合理的に行った場合、当該義務違反の責任が解除される。これは、上記①Jasinover v. The Rouse Company 事件と②Foster v. The Town and Country Trust 事件の判決に依拠した判断である。この点について、判旨IIの後半は、次のように認定した。

まず、独立委員会は、独立のファイナンシャル・アドバイザーとリーガル・アドバイザーを雇用し、本件買収に関する情報、アドバイス及びフェアネス・オピニオンを求めた<sup>1277</sup>。

---

<sup>1273</sup> See Swope, 957 N.Y.S.2d, at \*2, \*15-16.

<sup>1274</sup> See Swope, 957 N.Y.S.2d, at \*14.

<sup>1275</sup> See Revlon, 506 A.2d at 182.

<sup>1276</sup> See Barkan, 567 A.2d at 1286; See Jasinover, 2004 WL 2747382 at \*10.

<sup>1277</sup> メリーランド会社法により、取締役は意思決定を行う際に、専門家が提供した情報、意見、レポートなどを信頼することができる。See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 2-405.1 (b)(1)(ii).



ファイナンシャル・アドバイザーBlackstone は、Quadra の売却について 25 社の潜在的な買収者と連絡したが、HRECC による本件買収より対価が低い買収提案（1 件）しか受け取らなかった。これは、独立的な専門家のアドバイスと助力を利用した、契約締結前の措置である<sup>1278</sup>。また、本件合併契約には、より優れた買収提案の調査・受入れを可能にするフィデューシャリ・アウトとゴー・ショップ条項<sup>1279</sup>が設けられた。これは、契約締結後の措置である。問題となりやすい取引保護措置について、本件買収の解約金は、通常認められる合理的な範囲内（買収総額の 2～4%<sup>1280</sup>）のものである<sup>1281</sup>。以上のことを総合的に勘案すると、Quadra の取締役は、株主の利益の最大化という信託義務に違反したとはいいいくいと考えられる。

#### 4.2 普通株主と種類株主との間の利益相反問題

⑪Kimeldorf v. First Union, 309 A.D.2d 151, 764 N.Y.S.2d 73 (NY. App. Div. 1st Dep't. Sep. 4, 2003)

##### 【事実の概要】

First Union Real Estate Equity and Mortgage Investments（以下「First Union」という）は、オハイオ法に基づいて設立された信託型の上場 REIT であった。Gotham Partners L.P.（以下「Gotham Partners」という）は、ニューヨーク法を準拠法とする投資リミテッド・パートナーシップである。Gotham Partners 及び関連会社は、First Union の約 16.8%の発行済普通株式を有する筆頭株主であった。William A. Ackman は、Gotham Partners の GP（Principal）である同時に、First Union の受託者会の会長も担当していた。2001 年 4 月、First Union の受託者

---

<sup>1278</sup> なお、独立委員会は、Quadra の競売を考慮したことがあるが、会社の経営に混乱やリスクをもたらすことを恐れ、結局断念した。それに、独立委員会は、Quadra の清算を考慮したこともあるが、会社の大量の短期的な債務や融資能力の欠如などを鑑みれば、実行可能性が低いと判断した。See Swope, 957 N.Y.S.2d, at \*13-14.

<sup>1279</sup> ゴー・ショップ条項の内容については、前掲注（1260）を参照。

<sup>1280</sup> See Jasinover, 2004 WL 2747382 at \*10.

<sup>1281</sup> See Swope, 957 N.Y.S.2d, at \*15.

会は、2 人（Daniel J. Altobello と Bruce R. Berkowitz）の独立受託者からなる独立委員会を組成し、First Union の売却可能性等についてアドバイスの提供などを求めた。独立委員会は、ファイナンシャル・アドバイザー2 社とリーガル・アドバイザー1 社をそれぞれ雇用した。

2002 年 2 月 13 日、First Union と Gotham Partners は、本件合併契約を合意・公表した。具体的には、Gotham Partners の支配下にある Gotham Golf Corp.（以下「Gotham Golf」という）は First Union を吸収合併するかわりに、First Union の普通株主は、1 株ごとに 2.33 米ドルの現金、または 1.98 米ドルの現金と相応の手形を受け取ることができる。また、普通株主は、1 株 20 米ドルの価格で Gotham Golf の普通株を購入する権利を有する。なお、First Union の A 種類株式（議決権なし）を保有する株主については、その権利証書（certificate of designation）9 条（b）項に基づき、A 種類株式の権利と一致する Gotham Golf の種類株を受け取るとされる。

しかし、First Union の種類株主 Kimeldorf は、Gotham Golf の種類株を受け入れたくなくて、本件合併契約の内容から見れば、事実上の清算（liquidation）に該当するため、権利証書 4 条（a）項に基づき、1 株ごとに 25 米ドルの優先清算利益を受け取るべきと主張し、4 月 15 日に、ニューヨーク州ニューヨーク郡裁判所にクラス・アクションを提起した。具体的には、Kimeldorf は、First Union、Ackman をはじめとする受託者、Gotham Partners を被申立人として、①A 種類株式の権利証書等の契約違反と、②受託者の種類株主に対する信託義務違反を理由に、本件合併の完成の差止め、または損害賠償責任の追及などを申し立てた。11 月 21 日、同裁判所は、申立人の請求を肯定し、本件合併の完成に対する予備的差止命令を発令した。その後、被申立人は、ニューヨーク州高位裁判所控訴部第 1 部（以下「本件裁判所」という）に控訴した。また、11 月 27 日、First Union の普通株主総会は、ほぼ全員一致（99%）で本件合併契約を承認した。

#### 【決定要旨の概要】

I 予備的差止命令の発令は、申立人が本案勝訴可能性、回復不能の損害及び損害の比較

衡量を立証することが必要とされる<sup>1282</sup>。経営判断原則の保護の下では、裁判所は、通常、取締役等が誠実に行った行動の妥当性を疑うことはしない<sup>1283</sup>ので、本件の申立人は本案勝訴可能性を立証するために、まず、経営判断原則の推定を覆さなければならない<sup>1284</sup>。

Ⅱ 第 1 に、受託者の契約違反の主張についてであるが、A 種類株式の権利証書 4 条 (a) 項により、合併、資産売却、株式交換が First Union の清算の範囲から明確に排除される。一審裁判所は、本件合併が事実上の清算に該当するといった主張を支持した。すなわち、本件合併完成後、First Union の資産が売却された場合に、First Union は、大量の現金を取得するが、REIT のビジネスから排除される可能性が高い。特に、これら現金は、Gotham Golf の債務返済に充てられる場合、回復不能の損害が発生し得るとされた。しかし、仮に First Union の資産が売却されたとしても、これは、会社の経営方針を変更する正当な行為であるから、本件合併を清算に転換させる効果があるとはいえない。また、本件のような現金合併は、一般的には、株主の意思を問わず、それをキャッシュ・アウトする適法な手法である<sup>1285</sup>。申立人は、本件合併が妥当でないことについて、いかなる証拠も提出していない。よって、受託者の契約違反の主張は成立しない。

第 2 に、受託者の種類株主に対する信認義務違反の主張について、一審裁判所は、当該信認義務を REIT と種類株主間の契約上の義務と捉えた。Gotham Golf の財務状況から見れば、本件合併は、種類株主に大きなリスクをもたらすおそれがあり、受託者は、種類株主に対する信認義務に違反しているとされた。しかし、一審裁判所のこの判断は、理解しがたいものであり、被申立人は、断固として当該信認義務の存在を挑戦した。被申立人側は First Union の支配権を有していないし、申立人は本件合併における被申立人の過ちについて一切陳述していない。被申立人が「A 種類株主にとっての不公正な取引を故意に行った」と

---

<sup>1282</sup> See *W.T. Grant Co. v. Srogi*, 52 N.Y.2d 496, 517 (1981); *Aetna Ins. Co. v. Capasso*, 75 N.Y.2d 860, 862 (1990).

<sup>1283</sup> See *Matter of Levandusky v. One Fifth Ave. Apt. Corp.*, 75 NY2d 530, 537-538 (1990).

<sup>1284</sup> See *Wilson v. Tully*, 243 A.D.2d 229, 243 (1998) (quoting *Rales v. Blasband*, 634 A.2d 927, 993 (Del 1993)).

<sup>1285</sup> See *Eisenberg v. Chicago Milwaukee Corp.*, 537 A.2d 1051, 1056 (Del. Ch. 1987).

いう結論は、あくまでも推測に基づいたものにすぎない<sup>1286</sup>。

具体的には、申立人は、First Union の受託者、とりわけ Ackman の本件合併における自己利益を指摘した。しかし、仮に First Union の現金が Gotham Golf の債務返済に充てられた場合でも、これは、Ackman をはじめとする受託者の個人のために使われるとはいえない。なお、申立人は、本件合併を評価するための独立委員会の独立性にも挑戦した。その主な理由は独立委員会の構成員が First Union 株を有していることに置かれた。しかし、これは、本件合併で、同委員会の構成員に他の普通株主の利益を優先する個人的利益があるとは断定できない。むしろ、First Union 株の保有があるからこそ、彼らの利益は他の普通株主のそれにつながった<sup>1287</sup>。

III また、本件合併に関する被申立人の行動を審査する申立人の要求は、高度の専門的な知識を本裁判所に加えるものである。経営判断原則により、申立人は、被申立人の不誠実または不正に関する証拠を提出しなければ、本裁判所は、被申立人による決定を尊重しなければならない<sup>1288</sup>。しかし、申立人は、裁判所による会社の経営事項への侵入を正当化する理由を示していない。特に、本件合併がほぼ全員一致で普通株主に承認された場合には、（議決権なしの）種類株主は、その決定を替えるための正当化の根拠を示していない。そして、本件合併の委任状説明書と目論見書は、284 頁があり、34 頁の財務諸表も添付されている。Gotham Partners の利益及び合併後の Gotham Golf の債務返済の事項を含む本件合併に至る経緯の詳細は、株主に開示された。申立人は、目論見書に不正確な誤解があると主張したが、具体的な識別をしていない。

申立人は、本件合併の決定について、経営判断原則を覆すには十分な根拠を示していな

---

<sup>1286</sup> See *Ault v. Soutter*, 167 A.D.2d 38 (1991), lv dismissed 81 N.Y.2d 1007 (1993). 同事件において、会社の資産売却から締め出し合併への転換は、支配株主の少数株主に対する信託義務違反があると、裁判所に認定された。

<sup>1287</sup> See *Angelo, Gordon & Co., L.P. v Allied Riser Communications, Corp.*, 805 A.2d 221, 228-229 (Del. Ch. 2002). 同判決は、合併対象会社の 3.5%の株式を保有する取締役役に利害関係がないと認定した。

<sup>1288</sup> See *Auerbach v. Bennett*, 47 N.Y.2d 619, 630-631 (1979).

い<sup>1289</sup>。そのため、申立人は、受託者の契約違反または信認義務違反の主張について、本案勝訴可能性を立証したとはいえない。さらに、優先清算利益の払い戻し以外に、申立人は、本件合併が完成した場合のいかなる損害についても立証していない。最後に、申立人は、裁判所による経営者の特権への侵入を正当化したり、普通株主の承認決議を転覆させたりとする十分な根拠（損害など）を示していない。このように判示して、本裁判所は、本件合併に対して予備的差止命令を発令した一審裁判所の原決定を取り消した。

### 【検討】

本件は、US-REIT の吸収合併において種類株主が合併対価を不満に感じて、対象会社及びその受託者、買収者を被申立人として、吸収合併に対する予備的差止命令を申し立てた事案である。ニューヨーク州ニューヨーク郡裁判所は、申立人 Kimeldorf による①受託者（被申立人）の A 種類株式の権利証書等の契約違反と、②受託者の種類株主に対する信認義務違反の 2 つの主張を全面的に認め、本案勝訴可能性等があると認定したうえで、本件合併の完成を差し止めた。その後、被申立人は、ニューヨーク州高位裁判所控訴部第 1 部に控訴した。本件決定はその控訴審である。本件裁判所は、申立人の上記 2 つの主張を否定し、一審裁判所の判断を覆し、本件合併に対する予備的差止命令を取り消した。

決定要旨 I から見れば、本件裁判所は、予備的差止命令の発令の可否を審査する際に、本案勝訴可能性、回復不能の損害及び損害の比較衡量という 3 要件を採っていることがわかる。本案勝訴可能性の要件において、一審裁判所と本件裁判所は、申立人の上記 2 つの主張について見解が分かれ、本件の争点となる。

まず、申立人の主張②は、受託者の種類株主に対する信認義務に関するものである。US-REIT が普通株式と種類株式を同時に発行している場合には、買収・再編の場面において、普通株主と種類株主との間の利益相反が常に発生する。このような場合に、取締役（受託者）は、普通株主に対して信認義務を負うほか、種類株主に対しても信認義務を負うか

---

<sup>1289</sup> See Auerbach, 47 N.Y.2d at 631.

どうか問題となる。この点について、一審裁判所は、受託者の種類株主に対する信認義務を、REIT と種類株主間の契約上の義務と解釈した。この見解はアメリカ法の伝統的な考え方に基づいたものであり、賛成すべきであるが、受託者に当該信認義務違反があったという結論には賛成できない。

なぜかという、申立人の主張の根拠となる 2 つの先例<sup>1290</sup>において、取締役会が唯一の普通株主に支配されているという特殊な事情があったからである。こうした特殊な事情がある場合に限り、裁判所は、取締役の種類株主に対する信認義務を正面から認め、かつ広く解釈することができる<sup>1291</sup>。しかし、本件において、買収者 Gotham Partners 等は、対象会社 First Union の約 16.8%の普通株式しか持たない株主であるし、本件合併の交渉は受託者会から独立受託者で構成される独立委員会に任された。つまり、本件において、受託者会が唯一の普通株主に支配されているという特殊な事情がない。この場合、受託者は、普通株主に対する信認義務を第一に考慮しなければならないため、受託者の A 種類株主に対する信認義務は、その権利証書の規定に基づいて厳格に解釈すべきである。換言すれば、本件合併において、受託者は、A 種類株式の権利証書に違反することがなければ、A 種類株主に対する信認義務違反がないというべきである。

次に、申立人は、①受託者が A 種類株式の権利証書等の契約に違反したと主張した。その主張は、本件合併が事実上の清算であることを基礎とする。この場合、A 種類株式の権利証書により、申立人が受け取るべきなのは、合併対価ではなく、優先清算利益（1 株ごとに 25 米ドル）である。しかし、上述のとおり、申立人は、First Union の A 種類株主であることから、その権利は単に権利証書等の契約上のものである。A 種類株式の権利証書 9 条 (b) 項に基づき、First Union の合併の場合、A 種類株主は、A 種類株式の権利と一致する合併相手方の種類株を受け取るとされる。それに、A 種類株式の権利証書 4 条 (a) 項は、合併、

---

<sup>1290</sup> つまり、決定要旨 II で挙げられた Eisenberg v. Chicago Milwaukee 事件の判決と、Jedwab v. MGM Grand Hotels 事件の判決である。

<sup>1291</sup> 前掲注（1218）から注（1219）及びそれらに対応する本文を参照。

資産売却、株式交換を First Union の清算の範囲から明確に排除した。本件合併契約は、A 種類株式の権利と一致する Gotham Golf の種類株を、A 種類株主への交付を予定している。これは、権利証書 9 条 (b) 項に依拠した内容である。

また、申立人は、本件合併が事実上の清算であることを証明するために、本件合併完成後、First Union の資産が売却される可能性と、売却資金が Gotham Golf の債務返済に充てられる可能性に着目した。しかし、この 2 つの事情は、本件合併の委任状説明書等の書類で First Union の株主に既に開示されており、そして、First Union の普通株主総会は、本件合併契約をほぼ全員一致で承認した。申立人が証明したのは、あくまでも、本件合併が First Union にとって最善の投資とはいえない可能性があることにすぎない。しかし、申立人は、(1) 本件合併の差止めには普通株主の決議を無視できるほどの根拠があること、及び (2) 本件合併を事実上の清算に転換させる正当化の根拠があることを、全く立証していない。したがって、権利証書の内容から見れば、受託者が契約に違反して、本件合併を行ったとはいえない。

さらに、申立人の本当の意図は、本件合併の差止めではなく、権利証書上の優先清算利益を受け取ることにあつたように思われる。本件申立ては、本件合併の妥当性に関するものであるが、たとえ本件合併の完成が差し止められた場合でも、申立人は、必ずしも 1 株ごとに 25 米ドルの優先清算利益を受けることができるとはいえない。この場合でも、First Union の経営者は、その裁量権をもって First Union の将来を決定することができるから、First Union の解散は 1 つの選択肢にすぎないのである。申立人の本当の意図は、権利証書上の優先清算利益を受け取ることにあつたとすれば、本案において勝訴可能性が全くないといっても過言ではない。

⑫Konstand v. Prime Group Realty Trust, No.1-11-0388 2011 Ill. LEXIS 2988 (Ill. App. Sep.29, 2011)

#### 【事実の概要】

Prime Group Realty Trust（以下「PGRT」という）は、1997年にメリーランド REIT 法に基づいて設立された、シカゴ地区を本拠地とする信託型の UPREIT である。PGRT は、普通株式と B 種類株式を発行している。PGRT の信託約款により、B 種類株主は、1) 固定した四半期ごとの優先配当、2) 1 株 25 米ドルの優先清算利益を受け取ることができる。3) PGRT は連続して 6 つの四半期に優先配当を行わない場合に、B 種類株主は、2 人の受託者を選任することができる。また、PGRT は、すべての優先配当を分配しない限り、普通株主に配当してはならない<sup>1292</sup>。Dean Konstand は、2004 年 10 月から PGRT の B 種類株主になり、現在、3507.895 株の B 種類株式を保有している。

PGRT はもともと上場 REIT であった<sup>1293</sup>が、2005 年に The Lightstone Group（以下「Lightstone」）に買収されたため、非上場 REIT になった。買収の手法は、いわゆる逆三角合併（以下「本件合併」という）であった。すなわち、Lightstone の完全子会社 Prime Office は、1 株 7.25 米ドルの現金で PGRT の株主からすべての普通株式を取得した。そのかわりに、PGRT は、Prime Office の完全子会社を吸収合併したうえで、その完全子会社になった。本件合併完成後、Lightstone は、PGRT の受託者 7 人を選任し、そのうちに John Sabin、Shawn Tominus と George Whittemore の 3 人は独立受託者である。

2005 年から 2008 年までの間に、受託者会は、唯一の普通株主 Prime Office に対して、3 回の配当<sup>1294</sup>を行った。また、2006 年 1 月、PGRT は、その不動産を担保として、1.13 億米ドルの融資を受けた。

2009 年 10 月 20 日、Konstand は、受託者の信託義務違反等を理由に、株主代表訴訟を提起した。具体的な根拠としては、Lightstone 及びその CEO たる Lichtenstein（PGRT の受託

---

<sup>1292</sup> See Konstand v. Prime Group Realty Trust, No.1-11-0388, 2011 Ill. LEXIS 2988 at\*\*2-3 (Ill. App. Sep.29, 2011).

<sup>1293</sup> ニューヨーク証券取引所に上場された時間は、1997 年 11 月 12 日から 2005 年 7 月 1 日までである。

<sup>1294</sup> すなわち、(1) 2005 年 7 月の 3000 万米ドルの配当、(2) 2006 年 2 月の 7600 万米ドルの配当、(3) 2008 年 5 月の 1500 万米ドルの配当である。



者でもある)は、その支配権を濫用して、PGRT に対する浪費 (waste) と略奪 (looting) を行ったというのである。特に、上記 3 回の配当及び 2006 年の融資は、合理的な経営目的によるものではなく、PGRT の最善の利益のために行われたものでもない。そのため、受託者は、PGRT と種類株主に対する信託義務に違反した。2011 年 1 月 5 日、イリノイ州クック郡巡回裁判所は、受託者の信託義務違反という提訴理由の提出が不十分であるとして、Konstand の提訴請求を棄却した。Konstand は、イリノイ州第 1 地区控訴裁判所 (以下「本件裁判所」という) に即時控訴した。

#### 【判旨の概要】

I PGRT は、メリーランド州で設立されたことから、本裁判所は、メリーランド州の実体を適用し本件を審査する<sup>1295</sup>。また、メリーランド法が欠けているコーポレート・ガバナンスの事項について、メリーランド州の裁判所は、デラウェア州法を参考する傾向がある<sup>1296</sup>。メリーランド会社法 2 章 311 条により、配当が行われる結果、次の 2 つの事態が生じる場合は、会社は配当を行ってはならない。すなわち、(1) 会社は債務不履行が生じる場合<sup>1297</sup>、(2) 会社の総資産は、そのすべての責任を果たし (仮にその時点で解散が行った場合の) 種類株主に対する優先清算利益を支払うには不十分である場合<sup>1298</sup>である。同条は、「配当についての制限」であり、すべての会社にとっての配当禁止条件を列挙した。

II Konstand の提訴理由には、受託者は配当に関するメリーランド制定法 (以下「配当制定法」) に違反したという主張がない。Konstand は、Sinclair Oil Corp. v. Levien 判決<sup>1299</sup>と

---

<sup>1295</sup> See Spillyards v. Abboud, 278 Ill. App. 3d 663, 667 (1996).

<sup>1296</sup> See Jolly Roger Fund LP v. Sizeler Property Investors, Inc., No. RDB 05-841, 2005 WL 2989343 at \*3 (D. Md. 2005).

<sup>1297</sup> Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §2-311(a)(1)(i).

<sup>1298</sup> Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §2-311(a)(1)(ii).

<sup>1299</sup> See Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717, 721 (Del. 1971). 同事件において、会社は制定法に従って配当を行った。ただし、原告は特定の配当が合理的な経営目的によらないものを立証した場合に、裁判所は、配当の分配に介入することができる。

Renbaum v. Custom Holding 判決<sup>1300</sup>を引用したうえで、配当制定法に違反しない場合でも、受託者の信認義務違反があると陳述した。その主なる根拠は、PGRT の経営損失及び不十分な現金の問題を指摘した SEC 文書である。これは、受託者が過剰な配当を不誠実に行って、PGRT の資産を浪費した証拠であると思われる<sup>1301</sup>。しかしながら、Konstand が引用した 2 つの判決は、その主張を支持するものではない。例えば、Sinclair Oil Corp. v. Levien 判決の内容から見れば、「過剰な配当のみは、請求の理由 (cause of action) にならない。…原告は配当が合理的な経営目的によらないものであることを立証した場合に、裁判所は、取締役会の配当決定に介入することができる<sup>1302</sup>。」つまり、Konstand は、上記 3 回の配当が合理的な経営目的によらないものを立証する必要がある。しかし、Konstand は、こうした立証を何もしておらず、ただ SEC 文書の言葉を挙げて、PGRT に対する略奪と浪費を強調するだけである。同様に、Konstand は、Renbaum v. Custom Holding 判決の「配当の決定は…経営判断原則に基づいて審査されるべき」という点を強調し、「配当の決定は、基本的に取締役会の自由裁量によるもの」という点を無視した。そして、経営判断原則の推定を覆すのに必要な受託者の不正または裁量権の濫用についての立証も一切していない<sup>1303</sup>。

III また、Konstand の信認義務違反の主張には、①受託者の PGRT に対する信認義務と、②受託者の種類株主に対する信認義務との両方が含まれる。後者の存在について、被告は、次のように反論した。すなわち、受託者が種類株主に対して負う義務は、通常、契約上のもののみに限る<sup>1304</sup>。この点について、Konstand も容認したようである。その控訴理由は、前者に関するものしか言及しない。具体的には、受託者は、配当制定法に違反しないにも

---

<sup>1300</sup> Renbaum v. Custom Holding, Inc., 386 Md. 28, 54 n.22 (2005). 「配当の決定は、基本的に取締役会の自由裁量によるものであり、経営判断原則に基づいて審査されるべきである。」

<sup>1301</sup> しかし、Konstand は、会社の浪費と不誠実の主張を支持する裁判例を引用していない。

<sup>1302</sup> See Sinclair Oil, 280 A.2d at 721. 換言すれば、制定法に従ったことは、必ずしもすべての配当を正当化することができない。これは、同判決の意義である。

<sup>1303</sup> See Gabelli & Co. v. Liggett Group, Inc., 479 A. 2d 276, 280 (Del. 1984).

<sup>1304</sup> See Blue Chip Capital Fund II L.P. v. Tubergen, 906 A.2d 827, 834 (Del. Ch. 2006).

かかわらず、会社の浪費及び不誠実に該当したため、PGRT のみに対する信託義務に違反したという主張である。

「取締役会の決定は、合理的な判断の範囲を超えており、いかなる根拠によっても説明のつかないものであれば」、一部の取締役の不誠実と推測され得る<sup>1305</sup>。そうすると、この不誠実のテストは、少なくとも *Sinclair Oil Corp. v. Levien* 判決のテスト（合理的な経営目的によるか）と同様の、またはそれより厳格な基準であるといえる。また、「会社が受領したものの価値が不適切であり、通常かつ健全な経営判断で、会社が支払ったものの価値に値すると認める者がいない」場合に、当該取引は、会社の浪費に該当するといえる<sup>1306</sup>。問題となる取引は配当の分配である場合、配当の規模は会社がもらったものと比較することができないから、浪費のテストは、不誠実のテストと同じである<sup>1307</sup>。

上記 3 回の配当はメリーランド法に反しないこと、また *Konstand* は受託者の不誠実または会社の浪費について何の証拠も提供していないことに鑑み、本裁判所は、*Konstand* の提訴請求を退けた一審裁判所の判断が正しいと結論付ける。

#### 【検討】

本件は、US-REIT の普通株主への配当の妥当性をめぐって、会社の浪費と略奪に起因する受託者の信託義務違反を理由に、種類株主が提起した代表訴訟である。本件のような配当や融資などの事項は、US-REIT の日常経営場面において普通株主と種類株主との利益が対立する典型例である。受託者の種類株主に対する信託義務について、イリノイ州第 1 地区控訴裁判所が判示した内容は、US-REIT の買収・再編の場面におけるそれと明らかな違いがあり、当該信託義務違反の有無の判定に対して有意義であると考えられる。

---

<sup>1305</sup> See *In re Rexene Corp. Shareholders Litigation*, 1991 WL 77529 at \*4 (Del. Ch. 1991) (quoting *In re J.P. Stevens & Co. Shareholders Litigation*, 542 A.2d 770, 780 (Del. Ch. 1988)).

<sup>1306</sup> See *Rexene Corp.*, 1991 WL 77529 at \*4 (quoting *Saxe v. Brady*, 184 A.2d 602, 610 (Del. Ch. 1962)).

<sup>1307</sup> See *Rexene Corp.*, 1991 WL 77529 at \*4.

具体的には、本件と上記⑪Kimeldorf v. First Union 事件との違いは、次のような 2 点にあらわれる。第 1 に、本件の普通株主は、US-REIT (PGRT) の 100%の普通株式を有する唯一の者 (Prime Office) であるのに対して、⑪事件の普通株主は、買収者 (Gotham Partners 等) 以外に多数の普通株主が存在し、買収者は US-REIT (First Union) の 16.8%の普通株式しか有しない。第 2 に、本件は、US-REIT の配当という日常経営の場面であるのに対して、⑪事件は、US-REIT の吸収合併という買収・再編の場面である。そのため、種類株主が不満を感じた対象は、本件において普通株主に分配する配当の妥当性であるが、⑪事件において自己に交付する吸収合併の対価の妥当性である。

(1) デラウェア州衡平裁判所の 2 つの先例<sup>1308</sup>で確定された法理に基づき、受託者会が唯一の普通株主に支配されているという特殊な事情がある場合に、裁判所は、受託者の種類株主に対する信認義務を正面から認め、かつ広く解釈することができる。⑪事件にはこのような特殊な事情がないことから、ニューヨーク州高位裁判所控訴部第 1 部は、受託者の種類株主に対する信認義務を認めない。本件において、Prime Office は、PGRT の 100%の普通株式を有する唯一の普通株主である。また、PGRT の受託者会の過半数 (4/7) は Prime Office の完全親会社 Lightstone に選任された者であるため、受託者会が唯一の普通株主に支配されているという特殊な事情があると認められる。第 1 の違いから考えると、受託者の種類株主に対する信認義務を広く解釈するのは当然である。しかし、このような場合でも、本件の判旨 III は、デラウェア州衡平裁判所のもう 1 つの先例<sup>1309</sup>に依拠し、受託者の種類株主に対する信認義務を広く解釈しておらず、契約上の義務に厳格に限定した。

(2) その原因は、恐らく第 2 の違いにあるように思われる。ということは、US-REIT の買収・再編の場面において、上記の特殊な事情がある場合、受託者の種類株主に対する信認義務は、契約上の義務に限定せず、広く解釈することができる。他方、US-REIT の日常

---

<sup>1308</sup> つまり、⑪事件の決定要旨 II で挙げられた Eisenberg v. Chicago Milwaukee 事件の判決と、Jedwab v. MGM Grand Hotels 事件の判決である。

<sup>1309</sup> See Blue Chip Capital Fund II L.P., 906 A.2d at 834.

経営の場面において、上記の特殊な事情の有無を問わず、受託者の種類株主に対する信託義務は、契約上の義務に限定して解釈すべきである。US-REIT の買収・再編の場面は、種類株主にとって非常時の場合であり、それに与える影響も比較的に大きい。例えば、買収・再編の影響の下で、US-REIT の信託約款と種類株式の権利証書の内容自体が大きく変動することはあり得る<sup>1310</sup>。さらに、唯一の普通株主は、受託者会に対する支配を利用することで、種類株主の利益を損なうおそれがある。この場合には、受託者は、普通株主に対する信託義務より、種類株主に対する信託義務を第一に考慮する必要性が生じてくる。

これに対して、US-REIT の日常経営の場面は、種類株主にとって平時の場合であり、それに与える影響も比較的に小さい。特に、信託約款と権利証書などの契約は、種類株主の同意がなければ、会社は一方的に変更することができない。この場合、上記の特殊な事情の有無を問わず、受託者は、普通株主に対する信託義務を第一に考慮しなければならない。受託者の種類株主に対する信託義務は、依然として信託約款や権利証書などの契約に依拠して解釈すべきである。受託者に法令違反<sup>1311</sup>または契約違反<sup>1312</sup>がない場合、種類株主は、日常経営事項に関する受託者会の決定を挑戦するために、換言すれば、経営判断原則の推定を覆すために、受託者の不正または不誠実について立証する必要がある。例えば、本件のような普通株主への配当の妥当性が争点となる場合において、原告は、当該配当が「合

---

<sup>1310</sup> 例えば、US-REIT が買収者に吸収合併された場合、買収者は、US-REIT の種類株式を取得するかわりに、自社の種類株式を、US-REIT の種類株主に交付することはよくある。買収者の種類株式の権利は、US-REIT の種類株式のそれと必ずしも一致していない。

<sup>1311</sup> 本件は普通株主への配当の妥当性をめぐる事件である。メリーランド会社法 2 章 311 条は、「配当についての制限」の規定である。受託者の法令違反の有無を判断するにあたり、同条は最も重要な役割を果たしている。受託者は、同条に違反して、普通株主に配当を行ったことはない。その詳細は、本件の判旨 I を参照。

<sup>1312</sup> 本件において、B 種類株主への配当と、それと普通株主への配当との関係は、主に PGRT の信託約款に規定されている。その詳細は、前掲注（1292）及びそれに対応する本文を参照。受託者の契約違反の有無を判断するにあたり、これら規定に依拠すべきである。受託者は、これら規定に違反して、普通株主に配当を行ったことはない。

理的な判断の範囲を超えており、いかなる根拠によっても説明のつかないもの<sup>1313</sup>」、または「合理的な経営目的によらないもの<sup>1314</sup>」であることを立証しなければならない。なお、実際には、メリーランド州巡回裁判所は、本件配当の妥当性を取り扱う別の事件<sup>1315</sup>で、B 種類株主による不誠実の主張を否定したものがある<sup>1316</sup>。

⑬Fox v. Riverview Realty Partners, No.12-c-9350 (N.D. Ill. May. 10, 2013) (unpublished)

#### 【事実の概要】

Prime Group Realty Trust（以下「PGRT」という）は、メリーランド REIT 法に基づいて設立された信託型の UPREIT である。PGRT はもともと上場 REIT であったが、2005 年に The Lightstone Group（以下「Lightstone」）に買収されたため、非上場 REIT になり、Lightstone の完全子会社になった。2011 年 2 月 11 日、Lightstone は、その有するすべての普通株式を、会計上の対価なしで PGRT に譲渡した。それにより、B 種類株主は PGRT の唯一の株主になった<sup>1317</sup>。その後、Lightstone と利害関係がある受託者は PGRT の受託者会から退任した結果、残りの受託者は、Patterson、Tominus、Sabin、Whittemore の 4 人になった。

2011 年 2 月 14 日、Five Mile Capital Partners LLC<sup>1318</sup> 及びその関連会社（以下「Five Mile」という）と PGRT は、現金合併（以下「2011 年合併」という）を計画・公表した。それと同時に、Five Mile は、PGRT の B 種類株式に対して、1 株 5.00 米ドルの価格で公開買付け

---

<sup>1313</sup> いわゆる「不誠実のテスト」である。その詳細は、本件の判旨 III を参照。

<sup>1314</sup> いわゆる「Sinclair Oil Corp. v. Levien 判決のテスト」である。その詳細は、本件の判旨 II を参照。

<sup>1315</sup> See Jolly Roger Fund LP v. Prime Group Realty Trust, No. 24-C-06-010433, 2007 Md. Cir. Ct. LEXIS 10 (Aug. 16, 2007).

<sup>1316</sup> 同事件は、B 種類株主の契約上の権利に関わるものであるが、誠実及び公平な取引の成否を認定する点で、本件と関係があり、かつ有益である。同裁判所は、PGRT の経営事項に関する受託者会の幅広い権限を特筆したうえで、次のような結論を下した。すなわち、「原告が主張するいかなる取引、売却もしくはその他の事実も、PGRT の不誠実、または抜け殻会社になる兆しを証明することができない。PGRT は、疑いなく継続企業として存続していく。」 See Jolly Roger Fund, 2007 Md. Cir. Ct. LEXIS 10 at \*21.

<sup>1317</sup> PGRT が 4 百万株の B 種類株式を発行したのは 1998 年のことである。その信託約款により、B 種類株式の引き換えという結果をもたらす合併は、2/3 以上の種類株主の同意は必要であるとされる。

<sup>1318</sup> Five Mile は、コネチカット州を主たる事業地とする投資・資産管理会社である。

を行った。PGRT の受託者会は、4 月 5 日に委任状説明書を B 種類株主に交付した。同委任状説明書により、2011 年合併が B 種類株主に否認される場合に、PGRT の受託者会は B 種類株式に対して 1 : 1 の比率で普通株式の割当てを行う予定があった。2011 年合併は、6 月 6 日の株主総会で 2/3 以上の B 種類株式を有する株主の賛成が得られなかったため、失敗した。同株主総会では、B 種類株主は、その権利を行使して、Orticelli と Rameson という 2 人の受託者を選任した<sup>1319</sup>。

新しい受託者会は、当初の予定を変更し、普通株式の割当てではなく、PGRT の信託約款の改正を通じて、B 種類株主に対する議決権付与を計画した。信託約款改正などを目的とする株主総会は、同年 10 月 18 日に開催される予定であった。しかし、PGRT の執行役 (Officers) は、B 種類株主による PGRT の支配を阻止するために、Five Mile の代表者と面談し、(1) Five Mile への普通株式の発行（以下「本件新株発行」という）と、(2) Five Mile による B 種類株式の公開買付け（以下「本件公開買付け」という）を交渉した。それに加えて、執行役は、ファイナンシャル・アドバイザー Duff & Phelps LLC（以下「D&P」という）を雇用し、本件新株発行と本件公開買付けの対価に関するフェアネス・オピニオンを求めるとともに、投資銀行 Compass Point Research & Trading LLC（以下「Compass Point」という）を雇用し、マーケット・チェックを行わせた。以上の交渉・調査を経た結果、双方は、(1) 新株発行の対価がおおよそ 62.5 万米ドルであり、(2) 1 株 5.00 米ドルの公開買付価格が妥当であると合意した。

2011 年 10 月 7 日、執行役は、10 月 10 日の受託者会の開催を PGRT の受託者に電子メールで通知し、171 頁の資料を送付した。会議の議題には、「経営者は Five Mile と株式購入契約及び関連契約を交渉した」という要約がある。Orticelli は週末の休暇に入ったため、電子メールと資料を受け取っていないかった。また、執行役は、Orticelli と Rameson の開催延期の

---

<sup>1319</sup> PGRT の信託約款により、PGRT は連続して 6 つの四半期に優先配当を行わない場合に、B 種類株主は、2 人の受託者を選任する権利を持つ。

要求を拒絶した。そこで、10月10日、受託者会は、通知どおりに開催され、Five Mile に対する新株発行を承認した。その後、Rameson は訴訟を提起したが、同新株発行が完了した後、Five Mile は Rameson と和解し、公開買付価格を1株5.25米ドルまで引き上げた。Rameson 及び一部のB種類株主は、公開買付けに応募した結果、Five Mile は、PGRT の100%の普通株式と約65%のB種類株式を有する支配株主になった。なお、和解契約の一環として、Rameson は、受託者会から退任した。

2012年3月29日のPGRTの年次株主総会で、PGRT は、その議決権を行使し、Patterson、Tominus、Leitman、Reynolds 及び Glasgow の5人を受託者に選任した。支配権交替の原因で、Sabin はもともと受託者会から退任するつもりであったが、Five Mile 及び PGRT の執行役に引き止められた。結局、B種類株主の選任による受託者について、Five Mile は Sabin と Whittemore を、ある種類株主は Orticelli を、それぞれ指名したが、Sabin と Whittemore は、B種類株主の圧倒的な支持（Five Mile 以外の過半数の種類株主の賛成も含む）を得て当選した。そうすると、Five Mile は、受託者会の全員を任命または支配した。

6月26日、Five Mile は、1株5.25米ドルの対価で残りのB種類株式を取得する現金合併（以下「2012年合併」という）をPGRTの受託者会に提案した。翌日、受託者会は、Sabin、Whittemore 及び Tominus という3人からなる独立委員会を組成し、2012年合併に対して審査を開始した。同月28日に、同委員会は、D&Pを再び雇用し、2012年合併の対価に関するフェアネス・オピニオンを求めたが、投資銀行によるマーケット・チェックを行わなかった。9月21日、Sabin は、Five Mile のメンバーに会って、1株5.35米ドルの反対提案を提出したが、同月24日、Five Mile は、当該反対提案を拒絶した。その翌日、同委員会は全員一致で受託者会に2012年合併を推薦した。ただし、少数受託者による過半数の承認という保護措置（Safeguard）の採用を受託者会に提言しなかった。

9月26日、受託者会のメンバーは集まり、同委員会の推薦を検討しようとしたが、Patterson、Leitman 及び Reynolds は棄権し、Glasgow は出席しなかった。残りの受託者（Sabin、Whittemore



及び Tominus) は、2012 年合併を承認した。10 月末に、PGRT は、B 種類株主に委任状説明書を送付した。12 月 5 日の株主総会において、およそ 74% の B 種類株式を有する種類株主は、2012 年合併を承認した。それで、2012 合併を反対する B 種類株主 Fox は、イリノイ州北部連邦地方裁判所（以下「本件裁判所」という）にクラス・アクションを提起し、PGRT 及びその受託者や執行役、Five Mile を被告（被申立人）として、予備的差止命令や損害賠償責任の追及を求めた。しかし、本件裁判所は、12 月 21 日に、Fox による予備的差止命令の申立てを却下した<sup>1320</sup>。

2012 年合併完成後、PGRT は、Riverview Realty Partners に名称変更された。2013 年 2 月、本件被告は、Fox による残りの訴えを却下するよう本件裁判所に申し立てた。原告 Fox の提訴理由は、以下の 5 つに分類される。すなわち、1) PGRT 及びその受託者 (Patterson、Tominus、Sabin、Whittemore という 4 人) や執行役は、B 種類株主に対する信託義務に違反して、本件新株発行を行ったこと、2) PGRT 及びその受託者 (Patterson、Tominus、Sabin、Whittemore、Leitman、Reynolds、Glasgow という 7 人) や執行役は、B 種類株主に対する信託義務に違反して、2012 年合併を行ったこと、3) Five Mile は、PGRT の支配株主として、B 種類株主に対する信託義務に違反して、2012 年合併を行ったこと、4) PGRT の執行役は自己取引を行ったこと、5) Five Mile は、不当利得 (unjust enrichment) を得たことである。

#### 【判旨の概要】

##### I a. 当事者適格について

Fox の提訴理由 1) について、被告は、まず、Fox が直接訴訟より代表訴訟を提起すべきこと、当事者適格を欠くことと反論した。裁判所は、メリーランド法に基づき、株主が直接訴訟を提起できるかどうかを審査する際に、株主の損害の有無ではなく、株主の損害と会社のそれとの区別 (distinct) の可否で判断する<sup>1321</sup>。そのため、株主は、直接損害を被っ

---

<sup>1320</sup> その詳細は、前掲④Fox v. Prime Group Realty Trust 事件の判決を参照。

<sup>1321</sup> See Strougo v. Bassini, 282 F.3d 162, 170, 172 (2d Cir. 2002). この事件は、メリーランド法を準拠法とした。

たこと、またはそれに対する直接的な義務があることを立証できれば、直接訴訟を提起できる<sup>1322</sup>。Fox の陳述 (Allegations) により、本件の被告は、2011 年合併が否認される場合に、受託者会が B 種類株主に対して普通株式の割当てを行う予定があると約束した。これは、B 種類株主への議決権付与を意味している。B 種類株主は、この機会を通じて、受託者の選任、執行役等の任命、よりよい利益の獲得を行うことができる。メリーランド法の判断基準によると、当該陳述は、直接訴訟を提起するのに十分である。議決権の喪失という損害は、会社のものではなく、B 種類株主のものであるのである。

#### b. 受託者について

被告は、受託者会の決定が経営判断原則の保護の下にあるから、Fox の提訴理由 1) を却下すべきと主張した。メリーランド法では、「会社業務の執行は、取締役会の手にあることに鑑み、裁判所は通常、会社の内部経営に干渉することはしない<sup>1323</sup>」からである。この主張に対して、Fox は次のように反論した。すなわち、本件新株発行は支配権の売却に該当し、この場合は、経営判断原則を適用せず、「完全な公正」の基準と呼ばれる厳格な基準による審査を受けるべきである。確かに、デラウェア法では、これは正しいと思われるが、「メリーランド法では、経営判断原則は支配権の移転に関する取締役会の決定にも適用される<sup>1324</sup>。」確かに、メリーランドの判例法理は、この場合における経営判断原則の不適用を認めたが、それは、会社を売却する現金合併の決定が下された場合に限られる<sup>1325</sup>。

---

<sup>1322</sup> See *Wasserman v. Kay*, 197 Md. App. 586, 620, 14 A.3d 1193, 1213 (2011).

<sup>1323</sup> See *Devereux v. Berger*, 264 Md. 20, 31, 284 A.2d 605, 612 (1971).

<sup>1324</sup> See *Hudson v. Prime Retail, Inc.*, No. 24-C-03-5806, 2004 Md. Cir. Ct. LEXIS 26, at\*11 n.13 (Md. Cir. Ct. Apr. 1, 2004).

<sup>1325</sup> See *Shenker v. Laureate Education, Inc.*, 411 Md. 317, 983 A.2d 408, 424 (2009); *In re Nationwide Health Properties, Inc. Shareholder Litigation*, No. 24-C-11-001476, 2011 Md. Cir. Ct. LEXIS 3, at \*25-27 (Md. Cir. Ct. May 27, 2011). 「*Shenker v. Laureate Education, Inc.*判決の文言からみれば、同判決の適用範囲は非常に狭いである。すなわち、会社を売却する現金合併の意思決定が下された場合にのみ適用される。」 See also *Consortium Atl. Realty Trust, Inc. v. Plumbers & Pipefitters National Pension Fund*, No. 365879-V, 2013 Md. Cir. Ct. LEXIS 2, at\*18 (Feb. 5, 2013). 「メリーランド上訴裁判所は別の判示をしない限り、*Shenker v. Laureate*

しかし、受託者会の決定に経営判断原則が適用されたとしても、それは、Fox の主張を却下する理由としては不十分である。原告にとっては、受託者が誠実に行動したとの推定を覆すに十分な証拠（特に不正、自己利益または重過失の証拠）<sup>1326</sup>を示した場合に、その主張の却下を免れるのである<sup>1327</sup>。Fox は、訴状で不正または重過失の事実を識別していないが、受託者が自分の利益のために行動したことを提出した。例えば、Fox は、受託者が本件新株発行を承認した理由は、次の株主総会で受託者会に残ること、及び B 種類株主による支配を剥奪することにあると陳述した。確かに、ただ取締役がその地位を維持する意欲のみでは、経営判断原則の推定を覆すための自己利益に該当しない<sup>1328</sup>が、原告は、取引を承認する際に、会社の支配権を維持する意欲が働いたことを証明することで、経営判断原則の適用に反駁することができる<sup>1329</sup>。したがって、訴答段階（pleading stage）において、Fox は、本件新株発行について、受託者の信託義務違反に関する十分な主張を提出したと認められる。

#### c. 執行役について

メリーランド法に基づき、会社の執行役は取締役と同じような信託義務を負うことから、執行役の決定は、経営判断原則の保護を受ける<sup>1330</sup>。上述のとおり、Fox は、執行役が誠実

---

Education, Inc.判決は、会社を売却する現金合併の意思決定が下された場合に限定されるものと考えられる。」

<sup>1326</sup> See Nationwide Health Properties, 2011 Md. Cir. Ct. LEXIS 3, at \*45.

<sup>1327</sup> See Hudson, 2004 Md. Cir. Ct. LEXIS 26, at\*11.

<sup>1328</sup> See Wittman v. Crooke, 120 Md. App. 369, 375-377, 707 A.2d 422, 425 (1998). 「被控訴人が合併新設会社の取締役になる高い可能性は、経営判断原則の推定を覆すには十分でない。」 See also Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc., 891 A.2d 150, 175, (Del. Ch. 2005). 「取締役が自分の地位を維持することは、説得力の弱い要素である。デラウェア法は多くの場合でこの観点を採用しない。」

<sup>1329</sup> See e.g., Packer v. Yanpol, 1986 WL 4748, at \*14-15 (Del. Ch. Apr. 18, 1986). 同事件は、取締役会による新株発行に対する予備的差止命令が認められた判決である。当該新株発行の主要な目的は、原告の委任状争奪戦を行う能力を遮断し、現経営陣の支配権を維持することにあるのである。

<sup>1330</sup> See Gantler v. Stephens, 965 A.2d 695, 708-09 (Del. 2009). 「執行役の信託義務は、取締役のそれと同じである。」 See also Kaplan v. Centex Corp., 284 A.2d 119, 124 (1971). 「執行役による決定は、経営判断原則の範囲に入る。」

に行動したとの推定を覆すに十分な陳述を提出した場合に、執行役の信託義務違反に関する主張の提出が十分であったといえる。

Fox の訴状での陳述により、執行役は、受託者会の関与がないままで、Five Mile と交渉し、D&P と Compass Point を雇用し、本件新株発行の対価（62.5 万米ドル）を同意した。その後、執行役は、本件新株発行の審議について、受託者会に十分な時間を提供していなかった。上記の原因に鑑み、執行役は、B 種類株主を排斥する目的で、本件新株発行を交渉し、かつ受託者会による審議を急いで行わせたといった合理的な推測が成り立つといえる<sup>1331</sup>。訴答段階において、Fox は、執行役の信託義務違反に関する十分な主張を提出したと認められる。また、執行役は、本件新株発行を承認したものではないと反論したが、本件新株発行の交渉及び促進においてかなり無視できない役割を果たしたことから、執行役は責任を免れることができない。

#### d. 責任免除条項（exculpatory clause）について

メリーランド法は、US-REIT による取締役及び執行役の責任免除条項の導入を認める。ただし、「当該者は、金銭、資産もしくは役務上の不合理な利益または利得を実際に受けたことが証明された場合」、または「当該者の作為または不作為は、積極的なかつ故意の不正直（active and deliberate dishonesty）による結果であり、判決を下すに十分な請求の理由に該当した場合」は、この限りではない<sup>1332</sup>。PGRT の信託約款は、受託者及び執行役の責任を限定するような責任免除条項がある。受託者及び執行役は、これに依拠して Fox の主張の却下を求めた。

本裁判所は、この請求に同意できない。現在、「積極的なかつ故意の」という制定法の規定に関するメリーランド裁判所の明確な解釈が存在しないにもかかわらず、連邦第 7 巡回区控訴裁判所は、この規定について、「不正行為」または「義務に対する意図的な無視」の

---

<sup>1331</sup> See Packer, 1986 WL 4748, at \*14-15.

<sup>1332</sup> See Md. Code, Cts. & Jud. Procs. § 5-419(c).

意味が含まれると提案した<sup>1333</sup>。Fox はその訴状で次のように陳述した。受託者及び執行役は、B 種類株主に対して約束の普通株式の割当てをしておらず、これを B 種類株主を排斥する「共通のプラン及びスキーム」とした。これは、受託者及び執行役の信認義務違反に該当する。この陳述は、その「義務に対する意図的な無視」と解することができる。よって、訴答段階において、PGRT の信託約款における責任免除条項は、Fox の主張を却下する権利を受託者及び執行役に与えたとはいえない。

#### e. PGRT について

Fox は、本件合併について、PGRT が信認義務に違反したと陳述した。しかし、会社は、その株主に対して信認義務を負わない<sup>1334</sup>。そのため、本裁判所は、PGRT に関する主張を却下する。

#### II a. 受託者及び執行役について

Fox の提訴理由 2) は、2012 年合併に関するものである。この取引は現金合併であるため、本裁判所は、完全な公正の基準という厳格な審査による救済が認められるには十分な主張を提出したかどうかについて決定しなければならない。完全な公正の内容としては、公正な取扱いと公正な価格という 2 つの面の要件がある<sup>1335</sup>。Fox が提出した事実から見れば、2012 年合併を評価する手続きと、受託者及び執行役が承認した対価は不公正であると合理的に推測される。不公正な取扱いについて、独立委員会は、マーケット・チェックをしておらず、少数受託者による過半数の承認という保護措置の採用を要求しなかった。にもかかわらず、受託者会は、合併契約を承認した。また、不公正な価格について、執行役は PGRT の資産を過小評価したため、独立委員会の推薦と受託者会の承認を得た 2012 年合併の対価

---

<sup>1333</sup> See *CDX Liquidating Trust v. Venrock Assocs.*, 640 F.3d 209, 216 (7th Cir. 2011).

<sup>1334</sup> See *A.W. Fin. Servs., S.A. v. Empire Resources, Inc.*, 981 A.2d 1114, 1127 n.36 (Del. 2009). 「デラウェア法では、発行会社は株主に対して信認義務を負わない。」 See also *Gaffin v. Teledyne, Inc.*, 611 A.2d 467, 472 (Del. 1992). 「唯一の被告は会社そのものであり、...そのため、信認義務に関する主張がない。」

<sup>1335</sup> See *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A. 2d 701, 711 (Del. 1983).

は低いといえる。確かに、Fox による予備的差止命令の段階において、本裁判所は、この主張について Fox が本案勝訴可能性を立証していないと判示した。しかし、訴え却下の申立て (motion to dismiss) に関わる基準は異なる。つまり、本裁判所は、証拠の比較検討 (weighing) 及び査定 (assessing) をせず、原告のすべての陳述が真実であると信じる。この基準によると、Fox は、2012 年合併について、受託者及び執行役の信認義務違反に関する十分な主張を提出したと認められる。

#### b. PGRT について

以上で検討したとおり、会社は信認義務を負わない。本裁判所は、提訴理由 2) の PGRT に関する部分を却下する。

#### III a. Five Mile の信認義務違反

Fox は提訴理由 3) で、Five Mile が PGRT の支配株主として、B 種類株主に対する信認義務に違反したと陳述した。具体的には、Five Mile は自ら任命した PGRT の受託者会のメンバーに提案・交渉し、2012 年合併を行った。当該取引は、Five Mile が自分と交渉したようなものであるため、価格と手続きにおいて少数株主である B 種類株主にとって不公正である。本裁判所は、Fox が Five Mile の信認義務違反に関する十分な主張を提出したと認める。判例法理は、支配株主の少数株主に対する信認義務を明らかにした<sup>1336</sup>。Fox は、Five Mile が当該取引の両側に立っていると適切に陳述したため、Five Mile は、通常経営判断原則で使われる誠実の推定を利用することができない<sup>1337</sup>。したがって、本裁判所は、Five Mile に

---

<sup>1336</sup> See *Oliver v. Boston Univ.*, No. Civ. A. 16570-NC, 2006 WL 1064169, at \*19 n.185 (Del. Ch. 2006). 「会社の過半数の権益 (a majority interest) を有する株主、または会社の経営業務を実質的に支配する株主は、会社及びその少数株主に対して受託者 (fiduciary) の地位を占めている。」 See also *Strougo*, 282 F.3d at 173. 「メリーランド法も、支配株主の少数訴訟の原因となることを明らかにした。」

<sup>1337</sup> See *In re Budget Rent A Car Corp. Shareholders Litigation*, No. 10418, 1991 WL 16472, at \*225 (Del. Ch. Mar. 15, 1991). 「取引を承認した取締役会の過半数は利害関係のあるものである場合に、または支配株主 (majority stockholder) は取引の両側に立つ場合に、当該取引は裁判所による完全な公正性についての審査を受けることになる。これは、法律上の確定したものである。」 See also *Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc.*, 509 A.2d 584, 594-95 (Del. Ch. 1986). 同事件において、支配株主は、取引の契約条項を準備し、そして、その議

対する信認義務違反の主張を却下しない。

以上の理由から、本裁判所は、被告による訴え却下の申立ての一部を認可するが、一部を拒否する。具体的には、Fox の提訴理由 1) 及び提訴理由 2) における PGRT の信認義務違反の部分、提訴理由 3) における Five Mile による信認義務違反の協助と教唆の部分、提訴理由 4) の全部を却下する。それで、訴え却下の申立ての残りの部分は拒否される。本件訴訟は、2013 年 5 月 23 日午前 9 時 30 分に、証拠開示や本案前のスケジュールに関する審尋手続 (hearing) を行うことにする。

#### 【検討】

本件は、信託型 US-REIT の種類株主 (議決権なし) が、①受託者会による新しい普通株式の発行、及び②発行後の支配株主による種類株式をキャッシュ・アウトする現金合併の対価等に不満を感じて、受託者や執行役の種類株主に対する信認義務違反、及び支配株主の少数株主に対する信認義務違反を理由に、損害賠償責任等を請求した事件である。事実の概要の部分で示されたとおり、原告 Fox の提訴理由は、概ね 1) ～5) に大別されるが、被告は、Fox の訴えを却下するようイリノイ州北部連邦地方裁判所に申し立てた。同裁判所は、被告の訴え却下の申立ての一部を認容したが、一部を拒否した。ここでは、PGRT の受託者は B 種類株主に対する信認義務に違反したかどうかについて検討を行う。

#### (1) 本件新株発行についての信認義務違反

Fox は、PGRT の受託者 (4 人) が B 種類株主への信認義務に違反して本件新株発行を行ったと主張した。まず、受託者の種類株主に対する信認義務の内容についてであるが、⑫ *Konstand v. Prime Group Realty Trust* 事件の判決で示されたとおり、当該信認義務を広く解釈する<sup>1338</sup>ためには、ア) 買収・再編の場面と、イ) 受託者会が唯一の普通株主に支配されて

---

決権を行使することにより、契約の効力発生を強行したが、裁判所は、取引の両側に立っているとまではいえないことから、完全な公正の基準を適用することはしなかった。

<sup>1338</sup> つまり、信託約款や種類株式の権利証書等の契約上の内容に限定せず、それを受託者が普通株主に対して負うような制定法ないしコモン・ロー上の信認義務に広く解釈するということである。その詳細は、

いる場面という 2 つの要件を満たす必要がある。第 1 に、Five Mile は本件新株発行を通じて、PGRT の支配権を取得したため、本件新株発行は、US-REIT の買収の場面であるといえる。第 2 に、2011 年 2 月 11 日、PGRT の完全親会社 Lightstone は、その有するすべての普通株式を、会計上の対価なしで PGRT に譲渡したため、議決権なしの B 種類株主は PGRT が唯一の株主になった。PGRT のすべての経営事項の決定権は、実際に受託者会の手にある。これは、受託者会が唯一の普通株主に支配されている場面とはいえないが、この場合に、受託者の普通株主に対する信認義務がほぼ無意味になり、受託者は、B 種類株主に対する信認義務を第一に考慮しなければならない。したがって、本件裁判所は、受託者の B 種類株主に対する信認義務を広く解釈することができると考えられる。

次に、受託者の信認義務違反の有無を判断するにあたっては、経営判断原則によって審査するか、それともレブロン基準または完全な公正の基準などによって厳格な審査を行うかという問題を明らかにしなければならない。本件新株発行は、支配権の移転をもたらす買収であることから、デラウェア州法でレブロン基準による審査を受ける可能性がある。しかし、メリーランド法では、経営判断原則は、原則として支配権の移転の場面にも適用される。確かに、メリーランド州上訴裁判所は、*Shenker v. Laureate Education, Inc.* 判決<sup>1339</sup>で、レブロン基準の適用もある程度認めたが、その範囲を、会社を売却する現金合併の決定が下された場合のみに限定した<sup>1340</sup>。そのため、本件新株発行は、やはり経営判断原則によって審査すべきである。このような場合において、Fox は、受託者の信認義務違反の責任を追及するために、受託者と B 種類株主との利益相反または受託者の重過失等といった経営判断原則の推定を覆す事実を立証しなければならない<sup>1341</sup>。

---

前掲注（1308）から注（1314）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1339</sup> See *Shenker v. Laureate Education, Inc.*, 411 Md. 317, 983 A.2d 408 (2009). 本件の詳細について、前掲注（954）から注（959）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1340</sup> その詳細は、前掲注（1246）から注（1248）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1341</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 2-405.1(c); Md. Code Ann., Cts & Jud. Proc. § 5-417; See also *Barkan v. Amsted Industries, Inc.*, 567 A.2d 1279, 1286 (Del. 1989).



また、Fox は、受託者と B 種類株主との利益相反を立証するために、次のような事実を取り上げた。すなわち、受託者会は、2011 年合併に対抗するために、B 種類株主への議決権付与を許諾したが、2011 年合併が失敗した後、B 種類株主に議決権を付与したり、普通株式を割り当てたりすることをしていない。そのかわりに、受託者会は、Five Mile への本件新株発行を承認した<sup>1342</sup>。その原因は、恐らく B 種類株主による PGRT の支配を阻止することにあると思われる。特に、受託者会は、B 種類株主による受託者の交替を恐れ、それ以外の第三者 (Five Mile) と一定の条件を約束し、本件新株発行を行うインセンティブがある<sup>1343</sup>。したがって、本件裁判所は、判旨 I b.において、受託者と B 種類株主の利益相反という Fox の主張の提出を認容した。当該判断に賛成である。

さらに、仮に受託者と B 種類株主の利益相反が立証された場合に、受託者は、本件新株発行の公正性について立証する必要がある。しかし、本件新株発行の対価の総額は僅か 62.5 米ドルである。つまり、Five Mile は、1 株 0.10 米ドルの対価で PGRT の支配権を取得した。この金額は、Five Mile が B 種類株式を取得した対価（1 株 5.25 米ドル）と比べても、いかにも低すぎるといわざるを得ない。

---

<sup>1342</sup> 前述のとおり、日本で広く行われている新株第三者割当てによる企業買収については、アメリカでは、証券取引所の上場規則に基づく発行株式数の制限が存在するため、企業買収を実現する方法としてあまり一般的ではない。すなわち、上場会社は、発行済株式の 20%以上に相当する議決権を有する株式を発行する場合や、発行済株式総数の 20%以上に相当する数の株式を発行する場合には、株主総会の決議が要求される。See New York Stock Exchange Listed Company Manual §312.03 and NASDAQ Rule 5635.

本件には次の 2 つの特殊性が存在するため、新株発行の方法で、Five Mile による PGRT の買収が実現された。第 1 に、PGRT は 2005 年に Lightstone に買収されたため、非上場 REIT になり、Lightstone の完全子会社になった。この場合、PGRT の新株発行は、以上の上場規則の制限を受ける必要がなく、PGRT の信託約款に依拠することになる。第 2 に、2011 年 2 月 11 日、Lightstone は、その有するすべての普通株式を、会計上の対価なしで PGRT に譲渡したため、議決権なしの B 種類株主は PGRT の唯一の株主になった。この場合、PGRT のすべての経営事項の決定権は、実際に受託者会の手にある。そのため、受託者会の決議のみで Five Mile への本件新株発行を行ったのは、手続上、特に問題がないように思われる。

<sup>1343</sup> 実際には、Five Mile は、PGRT の支配権を取得した後、Patterson、Tominus、Sabin、Whittemore という 4 人の受託者のいずれも交替していない。

## (2) 2012 年合併についての信認義務違反

Fox は、2012 年合併について、受託者（7 人）の B 種類株主に対する信認義務違反と支配株主（Five Mile）の少数株主（B 種類株主）に対する信認義務違反を主張した。

まず、2012 年合併の時、Five Mile は、PGRT の 100% の普通株式と約 65% の B 種類株式を有する支配株主であり、そして、受託者会の全員を支配した。そのため、2012 年合併については、完全な公正の基準による厳格な審査を受ける。また、2012 年合併は、支配株主が残りの B 種類株式をキャッシュ・アウトする現金合併であることから、レブロン基準による審査も適用される。本件裁判所は、判旨 II a.において、不公正な取扱いと不公正な価格に関する事実可依拠し、Fox による受託者の信認義務違反という主張の提出を認容した。この判断にも賛成である。

これに対して、本件裁判所は、④Fox v. Prime Group Realty Trust 事件の判決で、2012 合併に対する予備的差止命令を否定する際に、受託者の信認義務違反という主張に本案勝訴可能性がないと認定した。しかし、ここで注意しなければならないのは、本件判決があくまでも訴答段階<sup>1344</sup>にあるものであり、本案審理によるものではないということである。訴答段階における訴え却下の申立ての審査基準は、予備的差止命令の段階または本案審理の段階の審査基準と異なる。この段階において、裁判所は、証拠の比較検討（weighing）及び査

---

<sup>1344</sup> アメリカの裁判は、原告が裁判所に訴状（complaint）を提出し、被告がこれに対して答弁書（answer）を提出することから始まる。この段階を訴答段階（pleading stage）という。訴状が提出されると同時に、期日呼出状（summons）が裁判所により発行され被告に送達される。期日呼出状を送達された被告は、答弁書を提出する前に、送達の方法が不備であること、送達書類に不備があること、裁判所に管轄権がないこと、訴状の内容に不備があることなどを理由に、裁判所に対して却下の申立（motion to dismiss）を提出することができる。被告は、裁判所が指定する期日までに、原告の主張に対して答弁書（answer）を作成し、裁判所に提出、同時に原告に送達しなければならない。答弁書には、申し立てられた事実の否認（denial of the fact）と防訴抗弁（demurer：相手方の主張が法律的に成立しないという抗弁であるが、事実の否認ではない）のどちらか又はその両方を記載する。これら原告被告双方の主張を訴答文書（pleadings）と呼ぶ。この申立てを取り上げるかどうかは裁判所の任意裁量である。

定 (assessing) をせず、原告のすべての陳述が真実であると信じる<sup>1345</sup>。そうすると、Fox による予備的差止命令の申立てが、本案勝訴可能性がないことを理由に、本件裁判所に却下されたのは確かであるが、これは、訴答段階において、本件裁判所が Fox の証拠に基づいて、それに有利な判決を下すことを妨げない。また、予備的差止命令の段階で、Fox の主張及び証拠は、2012 年合併のみに関するものであり、本件新株発行などのような Five Mile が PGRT の支配株主になった経緯<sup>1346</sup>と、Five Mile と受託者会との支配関係<sup>1347</sup>等は、まだ明らかにされていなかった。この点は、本件裁判所が態度を変更した一因ではないかと思われる。なお、これと同様に、本案審理の段階において、本件裁判所は、双方の証拠の比較検討及び査定を行ううえで、Fox の主張を退ける可能性も否定できない。

次に、支配株主の少数株主に対する信託義務違反という主張についてであるが、これは、買収者 Five Mile の損害賠償責任の追及を目的とするものである。本件裁判所は、判旨 III a. で、同信託義務の存在と完全な公正の基準による審査を確認した。当該判断には反対しないが、同信託義務の認定についての補足がある。つまり、2012 年合併の時点で、Five Mile は、PGRT において普通株主（100%）と B 種類株主（約 65%）という 2 つの身分を有していた。B 種類株主に対して信託義務を負う根拠としては、どちらの身分に基づいたものかについて、判旨 III a. は明確な意見を示していないが、検討する価値があると思われる。メリーランド州の判例法理により、少数株主に対する信託義務を課されるのは、支配株主が少

---

<sup>1345</sup> 訴え却下の申立ての審査基準は、以下の⑭ *Stender v. Gerardi* 事件でまた詳細に検討する。後掲注（1467）から注（1475）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1346</sup> 例えば、(1) 受託者会は、B 種類株主の支配を排斥する目的で、本件新株発行を通じて Five Mile に PGRT の支配権を付与したこと、(2) 本件新株発行（2012 年合併の場合にも）にフェアネス・オピニオンを提供したファイナンシャル・アドバイザー D&P は、受託者会による授権がなく、Five Mile と密かに交渉する執行役に雇用されたものであることなどである。これらの事実、受託者会の独立性については 2012 合併の公正性に影響を及ぼし得る。

<sup>1347</sup> 例えば、Sabin、Whittemore 及び Tominus という 3 人からなる独立委員会の独立性に対する疑問は、前掲注（1080）及びそれに対応する本文を参照。

数株主と同種類の株式を有する場合に限る<sup>1348</sup>。そうすると、Five Mile は、100%の普通株主として B 種類株主に対して信託義務を負うわけではないが、65%の B 種類株主として残りの B 種類株主に対して信託義務を負うことができる。

### (3) 本件訴訟の結果

本件判決の以降、本件裁判所は、本件訴訟について合わせて 2 つの判決を下した。1 つは、Fox 及びその訴訟代理人 (Orticelli) の訴訟資格を争う事件である。本件裁判所は、彼らの訴訟資格を認めた<sup>1349</sup>。もう 1 つは、Fox によるクラスの承認を求める事件である。同裁判所は、クラスの承認を認めたが、その範囲を 2011 年 11 月 1 日から 2012 年 12 月 26 日までの間に B 種類株式を保有した株主 (被告を除き) に限定した<sup>1350</sup>。

また、2015 年 3 月、Fox と本件被告は、訴訟上の和解契約を締結した。そして、2015 年 5 月 27 日、当該和解契約は、本件裁判所の同意を受けて成立した<sup>1351</sup>。和解契約に基づき、Fox は訴訟を撤回するかわりに、本件被告は、Fox などの B 種類株主及びその弁護士等に対して、合計 825 万米ドルの金額を支払わなければならない。具体的には、以下のような内容が含まれる。(1) 2011 年 10 月 10 日<sup>1352</sup>から 2012 年 12 月 26 日<sup>1353</sup>までの間に B 種類株式

---

<sup>1348</sup> See *Jolly Roger Fund LP v. Prime Group Realty Trust*, No. 24-C-06-010433, 2007 Md. Cir. Ct. LEXIS 10, at\*26-27 (Aug. 16, 2007). 同事件は、B 種類株主 Jolly Roger Fund が PGRT の普通株主への配当を不当なものとして、PGRT の契約違反責任と支配株主の信託義務違反責任を追及するものである。当時、PGRT の支配株主は、100%の普通株式を有する Lightstone であった。メリーランド州巡回裁判所は、次のように判示した。「被告は、原告が Lightstone の原告に対する義務を誤って解釈したと正確に指摘した。原告が引用した先例において、請求の原因となる株主間の利益相反は、同種類の株式を有する株主の間に存在する。本件において、Lightstone は PGRT の普通株式を有するのに対して、原告は PGRT の種類株主である。また、種類株主は、普通株主と異なる特殊な権利を持っているが、当該権利は、信託約款等の契約で明確に制限されている。したがって、Lightstone は支配株主として、原告に対していかなる法律上の義務を負わない。」

<sup>1349</sup> See *Fox v. Riverview Realty Partners*, No.12-c-9350 (N.D. Ill. Dec. 10, 2013) (unpublished).

<sup>1350</sup> See *Fox v. Riverview Realty Partners*, No.12-c-9350 2014 U.S. Dist. LEXIS 55260, (N.D. Ill. Apr. 22, 2014).

<sup>1351</sup> 連邦民事訴訟規則 23 条 (e) 項により、クラス・アクションは、裁判所の同意なしに和解することができず、提案された和解の内容は、裁判所が指示する方法でそのクラスの全員に通知しなければならない。See Fed. R. Civ. P 23(e).

<sup>1352</sup> これは、本件新株発行が受託者会に承認された時点である。

を保有した株主は、最大 1 株 2.2 米ドルの金額を受け取ることができる<sup>1354</sup>。(2) B 種類株主の弁護士は、275 万米ドルの報酬と 42.5 万米ドルの費用補償を受け取ることができる。(3) Fox は、クラス・アクションの代表者として、1 万米ドルの報償金を受け取ることができる。

---

<sup>1353</sup> これは、2012 年合併が株主総会に承認された時点である。

<sup>1354</sup> 具体的には、①2011 年 10 月 10 日と 2012 年 9 月 28 日という 2 つの時点で、B 種類株式を保有した株主は、1 株 2.20 米ドルの金額を受け取ることができる。②2011 年 10 月 10 日と 2012 年 9 月 28 日のいずれの時点で、B 種類株式を保有した株主は、1 株 1.10 米ドルの金額を受け取ることができる。③いずれの時点においても、B 種類株式を保有しなかった株主は、およそ 1 株 0.10 米ドルの金額を受け取ることができる。

### 第三款 UPREIT の仕組みにおける特有の利益相反問題

UPREIT (DOWNREIT も含む。以下は同じ) の仕組みは、1990 年代に登場して以来、US-REIT の飛躍的な発展に大いに貢献しており、現在の上場 US-REIT の主流 (約 64%) となっている<sup>1355</sup>。UPREIT の仕組みにおいて、OP の LP は、もともと非上場の不動産オーナーであった場合が多い。彼らは、保有不動産を REIT 化し株式公開を行うことで市場から資金調達をする際に、含み益のある不動産を REIT に直接移転すると、譲渡益課税が発生するため、それを回避する目的で UPREIT の仕組みを構築した<sup>1356</sup>。これに対し、REIT の株主は、公開証券市場で REIT の株式を取得した一般投資者である場合が多い。彼らは、単なる投資の目的をもって、すなわち REIT 株の配当金及び売買益を取得する目的で UPREIT の仕組みに参加している。つまり、OP の LP と REIT の株主は、それぞれ異なる目的で UPREIT の仕組みに関与しているため、UPREIT の日常経營業務 (不動産の売却、資金の借入れなど)、ないし UPREIT の買収・再編の可否及びその条件等をめぐり、お互いの利益が対立する場面が少なくないことが予想される。以下では、こうした UPREIT の仕組みにおける特有の利益相反問題を考察対象とし、その原因、特徴及びアメリカ法の対応策などについて検討を行う。

#### 1 OP の LP と REIT の株主との間の利益相反問題

UPREIT の仕組みは、REIT と OP との結合である<sup>1357</sup>。非上場の不動産オーナー (スポンサー) は、保有不動産を拠出するかわりに、OP ユニット (持分) を取得し、OP の LP になる。一方、REIT は、公開証券市場で一般投資者から集めた資金を拠出するかわりに、OP

---

<sup>1355</sup> その詳細は、本稿の別紙 2 「US-REIT の基本状況」を参照。

<sup>1356</sup> 不動産オーナーは、法人である REIT ではなく、パートナーシップである OP へ不動産を現物出資するため、法人税法ではなく、パートナーシップ税制が適用となる。IRC721 条では、「パートナーシップ持分との交換に、パートナーシップに資産が拠出される場合、当該パートナーシップ、若しくはそのパートナーは損益を計算しないものとする」と規定されており、譲渡時における譲渡益課税が繰り延べられる。この点については、後掲注 (1359) から注 (1362) まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1357</sup> See Richard M. Lipton, *REITs and UPREITs: The New Game in Real Estate*, Creative Tax Planning for Real Estate Transactions, 850 (ALI-ABA Comm. on Continuing Prof'l Educ. ed., 1994).

ユニットを取得し、OPのGPになる。また、REITの株式を取得した一般投資者は、REITの株主になる。スポンサーは、UPREITの仕組みの構築を通じて、次の3点の税制面のメリットを享受することができる<sup>1358</sup>。

(1) 不動産譲渡益課税の繰延効果：IRC351条(e)項により、含み益のある資産が法人に譲渡された場合は、通常課税の対象となる。そのため、一般のREITは税法上の法人であることから、スポンサーは、含み益のある不動産をREITに現物出資した場合に、取得したREIT株式の価値が不動産の簿価を超える部分について、スポンサーの譲渡益(gain)として認識されることになる。しかし、IRC351条(e)項の規定は法人にしか適用が認められていないが、パートナーシップには適用されない(IRC721条)。つまり、パートナーシップに対する資産譲渡は、譲渡損益の認識(recognition of gain or loss)が発生しないのである<sup>1359</sup>。また、持分の税務上の簿価は、譲渡資産の簿価を引き継ぐため、将来、持分を売却するまで譲渡益課税は繰り延べられる。こうして、スポンサーは、OPに現物出資することにより、不動産譲渡益課税の繰延効果を享受できるようになる。これは、UPREITの仕組みの一番大きなメリットであり、誕生の原動力でもある。

(2) 承継債務課税の繰延効果：IRC357条(c)項により、法人に資産を現物出資した者は、当該資産のすべての債務が当該資産の簿価を超える部分について、譲渡益として認識される。この規定は、一般のREITの利用の妨げになるおそれがある。不動産は減価償却累計額(accumulated depreciation)のため、比較的低い簿価を付するのが一般的であり<sup>1360</sup>、また担保提供等でリファイナンスすることもよくある。それゆえ、不動産の債務は、その修正簿価(adjusted basis)を超える場合が多いのである<sup>1361</sup>。このような不動産がREITに現物

---

<sup>1358</sup> See Chadwick M. Cornell, *REITs and UPREITs: Pushing the Corporate Law Envelope*, 145 U. Pa. L. Rev., 1578-80(1997).

<sup>1359</sup> See IRC § 721: Nonrecognition of gain or loss on contribution.

<sup>1360</sup> See Lipton, *supra* note 1357, at 850. IRC167条と168条は減価償却に関する規定である。

<sup>1361</sup> See Lipton, *supra* note 1357, at 851. 多くのケースにおいて、現物出資された資産の債務は、当該資産の市場価値の80%またはそれ以上の金額に相当する。

出資された場合には、IRC357 条 (c) 項に基づき課税されるが、パートナーシップに現物出資された場合には、譲渡損益を認識しないことが IRC731 条に明記されている<sup>1362</sup>。よって、現物出資の時点では、不動産の簿価を超える承継債務は課税対象とならない。

(3) 「5/50 ルール」の回避：REIT の株式が少数の富裕な投資者に集中することを防ぐためには、IRC856 条 (a) 項は、非同族会社要件を設けて、5 人以下の投資者の直接又は間接の保有割合が発行済株式価値の 50% 以下でなければならないことを要求した。いわゆる「5/50 ルール」である<sup>1363</sup>。しかし、5/50 ルールの規制対象には UPREIT が含まれないことから、スポンサーは、UPREIT の仕組みを利用して、5/50 ルールの要求を回避することができる<sup>1364</sup>。スポンサーはその不動産を OP に現物出資すれば、OP の 50% 超過のユニット・ホルダーを 5 人以下にすることが可能となる。

### 1.1 UPREIT の意思決定における利益相反関係

UPREIT の OP ユニットは、LP (スポンサー) と GP (REIT) の双方が保有する。GP としての REIT は、UPREIT の運用・管理について裁量権限を有しながら、UPREIT の債務について無限責任を負う<sup>1365</sup>。また、REIT の株主は、その保有株式を通じて、UPREIT の運用・管理などの意思決定に影響を与える。これに対して、LP は UPREIT の債務について有限責任しか負わないため、UPREIT の意思決定について何らの権限も有しないことは当然であろう。しかし、問題は、実際には多くの UPREIT がこのようには構築されていないということである。

---

<sup>1362</sup> See IRC § 731: Extent of recognition of gain or loss on distribution.

<sup>1363</sup> 「5/50 ルール」の算定などの詳細について、前掲注 (627) から注 (631) まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1364</sup> See Robert J. Crnkovich, *UPREITs: The Use of Partnerships in Structuring and Operating Real Estate Investment Trusts*, REITs 1993: What You Need to Know Now, 63, 65 (1993).

<sup>1365</sup> アメリカのリミテッド・パートナーシップの一般について、See Robert W. Hamilton, *Fundamentals of Modern Business*, Little Brown & Co, 13.5 (1989).



多くの UPREIT の仕組みにおいて、LP は、その有する OP ユニットを、1:1 の比率で REIT の株式に転換する権利を持つ。こうした REIT 株への転換権は、LP の投資に流動性を付与することを主たる目的とする<sup>1366</sup>。LP は、当該転換権を行使することにより、REIT の株式を取得することができる<sup>1367</sup>。そうすると、当該転換権は、ある意味で LP に対して、UPREIT の意思決定への関与権を付与するものである。仮にすべての LP が当該転換権を同時に行使した場合には、REIT の支配権を取ることが一般的である<sup>1368</sup>。LP の拠出した不動産の価値は、通常一般投資者の拠出した金銭の価値を遥かに超えているからである。

さらに、単なる投資者としての REIT の株主と異なり、LP は、上記税制面のメリットを享受するために、UPREIT の仕組みを構築した。不動産を UPREIT に譲渡した後でも、LP は、不動産の元所有者・管理者として、不動産運用・管理の豊富な経験や専門知識などを有することから、引き続き UPREIT の運用・管理に関与する必要があるし、実際に関与している場合も多い<sup>1369</sup>。関与の形態としては、a) LP を REIT の取締役役に選任する、b) LP の利益が取締役会に十分に反映されること<sup>1370</sup>が考えられる。そうすると、LP は、REIT の取締役会に対する支配権を利用し、UPREIT の運用・管理などの意思決定に影響を与える可能性が十分にある。

---

<sup>1366</sup> See Gray A. Cutson, *Formation and Operation of a REIT/UPREIT: Income Tax Considerations*, REITs 1994: What You Need to Know Now, 119, 121.

<sup>1367</sup> ただし、IRC737 条の規定により、株式への転換は、OP ユニットの償還 (Redemption) とみなされ、通常課税の対象となる。具体的には、取得した株式の価値が OP ユニットの簿価を超える部分については、譲渡益として認識される。See Lipton, *supra* note 1357, at 854-56; Crnkovich, *supra* note 1364, at 73.

<sup>1368</sup> See Barry Vinocur, *Sam Zell's Offer for Chateau Properties Exposes a Flaw in a Common REIT Structure*, Barron's, 34 (1996). もちろん、すべての LP は当該転換権を同時に行使すると、5/50 ルールに違反し、REIT 資格を失うことがよくある。しかし、場合によって、これは問題にならないこともある。例えば、LP は他の REIT との合併または UPREIT の全資産の売却を計画する場合に、REIT 資格の喪失は想定内のことから、LP の計画に影響を及ぼさない。

<sup>1369</sup> See Lipton, *supra* note 1357, at 858-59.

<sup>1370</sup> 例えば、LP に指名される者でなければ、REIT の取締役にならない。いずれの形態においても、LP は REIT の取締役会の支配権を握っているといえる。See Vinocur, *supra* note 1357, at 34.

しかし、LP の利益は、常に REIT の株主の利益と一致するわけではない。LP による意思決定は、自己に有利であるが、REIT の株主に不利であるといった利益相反を生じる場面が少なくないのである。例えば、LP にとっては、税制面のメリットを維持するために意思決定を行うのは当然のことであるが、一般投資者としての REIT の株主は、これらの税制面のメリットには無関心であり、その存在さえ知らない者が多数いるのである。以下では、UPREIT の日常経営の場面と UPREIT の買収・再編の場面に大別して、LP と株主との間の利益相反問題を詳細に検討する。

## 1.2 UPREIT の日常経營業務における利益相反問題

前述のとおり、LP は、REIT の取締役を兼ねる場合が多く、たとえそうでない場合でも、少なくとも REIT の取締役会の意思決定に大きな影響を与えることが可能である。LP は、取締役として株主に対して信託義務を負うものとされるが、LP としての独立の利益を有する。当該利益は、株主に対する信託義務と衝突することが十分予想される。例えば、次の 2 つの日常経營業務の決定の際には、LP と株主の間に構造的な利益相反問題が存在すると考えられる<sup>1371</sup>。

### 1.2.1 不動産関連債務の返済について

UPREIT は、LP による不動産の現物出資と REIT による株式発行といった 2 つの独立の取引によって構成される。株式発行によって募集される資金は、UPREIT に拠出された後、主に不動産関連債務の返済に用いられる<sup>1372</sup>。IRC752 条 (b) 項により、UPREIT に承継された債務に関するいかなる軽減も、LP に対する収益の分配とみなされる<sup>1373</sup>ため、LP の債務軽減における分配額がその OP ユニットの簿価を超える部分については、収益として認識される (IRC731 条)<sup>1374</sup>。そうすると、UPREIT 保有不動産の関連債務の返済は、必ずしも LP

---

<sup>1371</sup> See Cornell, *supra* note 1358, at 1584-86.

<sup>1372</sup> See e.g. Lipton, *supra* note 1357, at 851; Crnkovich, *supra* note 1364, at 69.

<sup>1373</sup> See IRC §752: Treatment of certain liabilities.

<sup>1374</sup> See IRC §731: Extent of recognition of gain or loss on distribution.

に有利であるとは限らない。これに対して、REITの株主は、IRC752条(b)項とIRC731条の効果がある資産を拠出していないことから、不動産関連債務の返済についてLPのような利害関係がない。逆に、場合によっては、不動産関連債務の返済は、REIT及びその株主に経済的なメリットをもたらし得る<sup>1375</sup>。したがって、REITの取締役を兼ねるLPは、不動産関連債務の返済可否を判断する際に、株主と利益相反の立場に立つと評価される。すなわち、彼らは、REITの株主に有利であるが、自己の税負担の拡大をおそれて債務返済の決定を下さない可能性がある。

### 1.2.2 含み損益の処理について

前述のとおり、LPがUPREITに拠出するのは、通常、含み益のある不動産である。これは、不動産の公正な市場価値が拠出時の修正簿価を超えることを意味する。拠出の時点では、不動産の含み益について課税が繰り延べられるが、IRC704条(c)項に基づき、UPREITはその後、当該不動産を処分する場合に、含み益が課税されることとなる<sup>1376</sup>。この場面は、LPと株主間の構造的な利益相反問題をもたらす、もう1つの典型例である。LPにとっては、UPREITによる不動産売却は含み益課税につながり、望ましいことではないが、REITの株主にとっては、不動産売却取引で税負担拡大のリスクにさらされる心配がないのである。それどころか、不動産の市場価値が下落すると予想される場合には、不動産の売却は株主にとって有利である。しかし、この場合においても、LPは、かなり多くの含み益課税を考慮し、不動産売却取引に反対する態度を取るであろう。

### 1.3 UPREITの買収・再編における利益相反問題

上記の日常経營業務をめぐる構造的な利益相反問題のほかには、UPREITの買収・再編の場面においても、LPと株主との間の利益相反問題が発生する可能性は大きくなる。この場面における利益相反問題の原因はやはり、LPと株主のUPREIT仕組みに関与する目的、及

---

<sup>1375</sup> 例えば、UPREITの不動産を抵当に入れて借り入れた資金の利息は上昇していくと予想される場合、当該債務の返済は、UPREITに有利である。See Cornell, *supra* note 1358, at 1585.

<sup>1376</sup> See IRC §704: Partner's distributive share.

び UPREIT 仕組みの果たす役割の違い<sup>1377</sup>にあるように思われる。また、上述したとおり、LP は、REIT の取締役を兼ねる場合には、株主に対して信託義務を負うものとされ、両者間の利益相反問題は一層深刻になる。例えば、もともと REIT の株主に利益をもたらす買収・再編は、かえって OP の LP に不利益を与える可能性が否定できない。以下では、UPREIT の買収・再編において最もよく見られる 2 つの典型的な利益相反問題について検討を行う<sup>1378</sup>。

### 1.3.1 買収・再編の条件について

UPREIT の買収・再編に臨む際に、LP と株主は、その条件をめぐって、時々意見等の不一致が生じることがある。例えば、1996 年 9 月に、Manufactured Home Communities, Inc. (上場 UPREIT、以下「MHC」という) は、Chateau Properties, Inc. (上場 UPREIT、以下「Chateau」という) に対して、全株 (OP ユニットも含む) 取得を目標とする二段階買収 (以下「本件取引」という) を開始した。MHC の提案により、本件取引の対価は、1 株 26 米ドルの現金または MHC の株式 (1 : 1 の比率で、当時の時価は 1 株 21.28 米ドル) であった<sup>1379</sup>。前者は後者より約 5 米ドル近く多いことから、Chateau の株主は、1 株 26 米ドルの現金対価を選ぶのは当然であるように思われる。しかし、Chateau の取締役会を支配している LP にとっては、簡単にそのような結論を出すことはできない<sup>1380</sup>。1 株 26 米ドルの現金が対価とされ

---

<sup>1377</sup> すなわち、LP は、税制面のメリットを享受する目的で、UPREIT 仕組みを構築し、不動産を拠出した。これに対して、REIT の株主は、REIT 株の配当金及び売買益を取得するとの投資目的で、UPREIT 仕組みに参加し、資金を拠出した。

<sup>1378</sup> See Cornell, *supra* note 1358, at 1588-91.

<sup>1379</sup> See Steven Lipin, *Bidding War Breaks Out for Chateau as Sun Communities Makes Rival Offer*, WALL ST. J., Aug. 22, 1996, at A4.

<sup>1380</sup> 本件公開買付けまでに、Chateau は、およそ 600 万の普通株式と 880 万の OP ユニートを発行した。それで、Chateau の持分 (equity interests) は、議決権なしの OP ユニット (60%) と、議決権のある REIT の株式 (40%) からなるといえる。また、880 万の OP ユニートのうち、Chateau の取締役を兼ねる LP に保有されたのは 420 万であり、全体の約 28% を占める。そのため、取締役を兼ねる LP は、保有 OP ユニートをすべて株式に転換すると、約 28% の発行済株式を保有することになる。See Defendant's Answer and Verified Counterclaims at 17, *Chateau Properties, Inc. v. Manufactured Home Communities, Inc.*, No. WMN-96-2930 (D. Md.

る場合、税法上では、LP は OP ユニットを REIT 株に転換または売却することと同じような効果があるので、その譲渡益課税がなされることになるからである<sup>1381</sup>。そうすると、LP は、UPREIT の仕組みによる課税繰延効果<sup>1382</sup>を享受できなくなるため、現金対価に反対するのは当然の行動であるように思われる。

REIT 業界のアナリストの推定により、LP は、1 株 26 米ドルの現金対価を選んだ場合に、最終的に約 19 米ドルを受け取ることができるが、残りの約 7 米ドルは実際の税負担になる<sup>1383</sup>。他方では、LP は、MHC の株式対価を選んだ場合に、IRC345 条 (a) 項 (1) 号により本件取引が非課税であること<sup>1384</sup>から、UPREIT の仕組みによる課税繰延効果を享受し続ける。つまり、現金対価が株主に有利であるが、株式対価が LP に有利である。したがって、本件取引のような UPREIT の買収・再編において、LP の個人的利益は、REIT の株主の利益と正面から衝突していると評価できる。これは、LP と株主間の構造的な利益相反問題に関する典型例である。

### 1.3.2 OP ユニットの転換及びその効果について

UPREIT の買収・再編の場面において、LP と株主は、OP ユニットの転換及びその効果についても、利益相反の可能性があると指摘される。これは、両者間の構造的な利益相反問題が存在するもう 1 つの例である。前述のとおり、LP に保有される OP ユニットは、有限責任のメリットがあるが、議決権がないというデメリットもある。ところが、OP ユニットは、REIT 株への転換が可能であるが、他方、当該転換は課税対象となる。LP は、その OP

---

Sep. 26, 1996); Chateau Properties, Inc., 1994 Proxy Statement, at 3.

<sup>1381</sup> See IRC § 741: Recognition and character of gain or loss on sale or exchange. すなわち、OP ユニットが売却・転換される場合に、LP の当初の譲渡損益が認識されるようになる。この場合の譲渡損益は、OP ユニットの売却・転換の結果に基づいて算定される。See also Treasury Regulation §1.741-1. 同条は、パートナーシップ持分の売却・転換の場合で認識される譲渡損益の種類と性質を規定するものである。

<sup>1382</sup> See IRC § 721: Nonrecognition of gain or loss on contribution.

<sup>1383</sup> See Vinocur, *supra* note 1357, at 34.

<sup>1384</sup> See IRC § 345: Exchanges of stock and securities in certain reorganizations

ユニットを REIT 株に転換する場合に、当初に繰り延べられた譲渡益について課税される<sup>1385</sup>。

上記の MHC v. Chateau 事件において、LP の支配下にある Chateau の取締役会は、結局、MHC の買収提案を拒絶し、ROC Communities, Inc.（上場 UPREIT、以下「ROC」という）との新設合併提案を受け入れた（以下「新設合併」という）。その理由は、恐らく、新設合併であれば、LP の不動産譲渡益課税の繰延効果が認められるのみならず、その税負担を合併新設会社の株主に対し移転することまでも認めること<sup>1386</sup>にあると思われる。新設合併は、LP にかなり有利であるが、以下の 4 点の理由を考慮すると、株主に有利でないことが明らかである。

第 1 に、IRC1016 条 (a) 項により、不動産譲渡益の認識は、不動産の簿価を上げることができ、UPREIT により多くの減価償却控除 (depreciation deductions) をもたらしことができる<sup>1387</sup>。これは株主に有利であるが、他方で新設合併は、不動産譲渡益課税の繰延効果を維持する。第 2 に、株主への配当は、もともと非課税の資本利益 (capital returns) であることが多かったが、課税繰延効果が維持されると、より高い割合の配当は、収益 (income) または譲渡益 (capital gains) として課税されることになった (IRC301 条 (c) 項 (3) 号)<sup>1388</sup>。

---

<sup>1385</sup> See IRC § 741: Recognition and character of gain or loss on sale or exchange.

<sup>1386</sup> 新設合併の効果の 1 つとしては、LP は譲渡益課税を回避することができるということである。具体的には、当該譲渡益は、新設合併会社のバランス・シートに移転され、実質的にはその株主の税負担になった。MHC は、Chateau の取締役の信託義務違反を理由に連邦裁判所に提訴し、新設合併の有効性に挑戦した。See Defendant's Answer and Verified Counterclaims at 7, Chateau Properties, Inc. v. Manufactured Home Communities, Inc., No. WMN-96-2930 (D. Md. Sep. 26, 1996). メリーランド州連邦地方裁判所は仮制止命令 (temporary restraining order) の審尋手続 (hearing) で MHC の主張に支持しないことをほのめかした後、MHC は、本件訴訟を撤回した。また、新設合併の税負担処理の有効性については、MHC に挑戦されていないが、LP の個人の税負担を普通株主に移転するのは、UPREIT の歴史で前代未聞のやり方であり、全く先例のない新たなことである。See Memorandum of Defendants in Support of Their Motion for a Temporary Restraining Order at 8, Chateau (No. WMN-96-2930).

<sup>1387</sup> See IRC § 1016: Adjustments to basis.

<sup>1388</sup> See IRC § 301: Distributions of property. すなわち、REIT の株主への配当がその保有株式の簿価を超える部分については、譲渡益として課税される必要がある。See Treasury Regulation § 1.857-6(a). すなわち、株主が REIT から受け取った配当は、当該課税年度の総収益に含まれる。See also Lipton, *supra* note 1357, at 848-49.

第3に、もともと LP 個人が負担すべき税金が株主に移転されるのは不公平である。新設合併が認められると、LP は、株主に対して信託義務を負うにもかかわらず、税法上の規制を有効に回避でき、株主に損害をもたらす得る<sup>1389</sup>。UPREIT の仕組み構築の本来の目的は、LP に不動産譲渡益課税の繰延効果を享受させる一方、株主に REIT の議決権を取得させるということである。LP は、その OP ユニットを株式に転換しない限り、すなわち譲渡益が課税されない限り、REIT の議決権を取得することができない。新設合併の実質は、LP 個人で負担すべき税金を株主に負わせることである。よって、新設合併を認容することは、税法上のルールに抵触せずに、UPREIT の両方のメリット（課税繰延効果と議決権）を LP に与えることを意味する。最後に、多くの場合において、LP は、すべての OP ユニットを REIT 株に転換することにより、REIT の支配権を取ることができる<sup>1390</sup>。そうすると、OP ユニットの転換は、株主総会における LP 側の勝利を確実にするものであるように思われる。もちろん、このような転換は、通常、5/50 ルールの違反ないし REIT 資格の喪失の結果を招くことになる。しかし、UPREIT の解散または合併等が計画されるならば、REIT 資格の喪失は LP にとって全く問題にならない<sup>1391</sup>。

## 2 UPREIT の仕組みにおける利益相反問題の審査基準

以上に述べたとおり、UPREIT の仕組みは非常にユニークなものであることから、一般 REIT の利益相反問題の審査と比べると、UPREIT の利益相反問題の審査基準はより複雑かつ困難である。さらに、UPREIT の特有の利益相反問題に関する裁判例はまだほとんどない

---

<sup>1389</sup> ここでは、移転された税負担の重大性に注意しなければならない。例えば、新設合併において、LP は、およそ 1 億米ドルの譲渡益を移転したと推測される。これに対して、MHC の現金対価は、およそ 4 億米ドルと評価された。See Memorandum of Defendants in Support of Their Motion for a Temporary Restraining Order at 2, Chateau (No. WMN-96-2930) and Lipin, *supra* note 1379, at A4.

<sup>1390</sup> LP の抛出した不動産の価値は、通常、一般投資者の抛出した金銭の価値を遥かに超えることから、LP は、転換権をすべて行使すると、REIT の支配権を取ることが一般的である。例えば、Chateau の場合において、LP は、転換権を行使すると、発行済株式の約 60%を取得することができる。前掲注（1380）を参照。

<sup>1391</sup> 前掲注（1368）及びそれに対応する本文も参照。

ことから、どのような審査基準が適切か等の問題については、十分な検討がなされないまま今日に至っている。上記の MHC v. Chateau 事件は、当事者の和解により最終的に解決されたので、この点に関して、メリーランド州連邦地方裁判所は法的判断を示す機会がなかった。ただし、同裁判所は、一般の経営判断原則が UPREIT に適用されるべきという見解を暗示している<sup>1392</sup>。しかし、上述した UPREIT の仕組みにおける特有の利益相反問題を鑑みると、同裁判所の見解に疑問を抱かざるを得ない。

以下では、(1) 裁判所は、UPREIT の仕組みにおける特有の利益相反問題を審査する際に、厳格な審査基準を適用すべきか、また (2) もし適用すべきであるとする、会社法の判例法理で確立された厳格な審査基準<sup>1393</sup>を UPREIT にそのまま適用できるか、それとも独自の審査基準を導入する必要があるか、という 2 つの問題に絞って検討する。

## 2.1 厳格な審査基準が必要か

OP の LP と REIT の株主との間の利益相反は、UPREIT 仕組みに起因する固有のものがある。そのため、一般の REIT と比較すると、UPREIT については、より厳格な審査基準が必要であるように思われるが、これら利益相反問題は、UPREIT のすべての取引に存在するわけではなく、特定の意思決定または取引に触発される潜在的なものである。よって、裁判所にとっては、UPREIT 仕組みが存在するだけで、直ちに厳格な基準をもって審査する必要はない。やはり、具体的な案件においては、ケースバイケースで判断することが不可欠である。したがって、以下では、裁判所は、UPREIT の特有の利益相反問題について、厳格な審査基準が必要と結論付ける前に、考慮すべき要素を考察してみる。具体的には、(1) REIT と UPREIT の創設の政策上の目的、(2) UPREIT の仕組みに対する形式的な解釈、(3) UPREIT の仕組みに対する経済的な解釈及び (4) LP と株主との予想の違いといった 4 つの要素について検討を行う。

---

<sup>1392</sup> 前掲注 (1386) を参照。

<sup>1393</sup> 前掲注 (1203)、注 (929) から注 (965) まで及びそれらに対応する本文を参照。



### 2.1.1 REIT と UPREIT の創設の政策上の目的

まず、裁判所は、具体的な案件において、LP と株主とのどちらの利益を優先すべきかという問題を考慮する必要がある。UPREIT の意思決定は、基本的には、LP が構成員である、またはその支配下にある取締役会によって行われるものである。そのため、LP の利益を優先すべきと判断される場合には、取締役会の意思決定による取引（UPREIT の買収・再編取引も含む）は、経営判断原則の保護を受けて審査することが可能であろう。これに対して、株主の利益を優先すべきと判断される場合には、当該取引は、厳格な基準で審査する必要性が高いように思われる。LP と株主とのどちらの利益を優先すべきかという問題を答えるためには、REIT と UPREIT の創設に関する政策上の目的を振り返ることが重要である。アメリカの税法（IRC）は、1960 年代に REIT 制度を創設した。その目的は、中産階級の個人投資者による不動産投資を促進することにあると考えられる<sup>1394</sup>。

REIT の基本的な仕組みを規定する IRC の規定は、その誕生以来、大きな変化を経験しないまま今日までに至っている。しかし、当初に比べると、REIT をめぐる経済環境、REIT の応用場面及び運用・管理方法等は、抜本的な変容を遂げた。特に、1990 年代に、実務の影響を受けて誕生した UPREIT 制度は、仕組みや税制などの面で REIT を大きく修正した<sup>1395</sup>。このような変化に対して、アメリカの連邦議会は、真正面から反応し法改正するなどの対応を行っていないが、UPREIT を不法なものとして弾圧してもいない。確かに、REIT 創設の当時、連邦議会は UPREIT を全く想定していないが、UPREIT 誕生後の連邦議会の態度から見れば、少なくとも UPREIT は当初の政策目的に反していないと解されよう。したがっ

---

<sup>1394</sup> REIT 制度は、従来、機関投資家と富裕層にしか享受できない不動産投資の収益を、個人投資者にも享受させるために作られたものである。See Robert J. Haft & Peter M. Fass, *Real Estate Investment Trusts: An Alternative to the Real Estate Limited Partnership*, in 4C TAX-ADVANTAGED SECURITIES: ILPS, PASS-THROUGHS, AND OTHER VEHICLES § 16.01, at 16-4 to -5.

<sup>1395</sup> 例えば、不動産譲渡益課税の繰延効果、承継債務課税の繰延効果及び「5/50 ルール」の回避などである。詳細は、前掲注（1358）から注（1364）まで及びそれらに対応する本文を参照。

て、裁判所は、上記問題を判断する際に、REIT を創設した政策上の目的、すなわち個人投資家に不動産投資の税制上の手当をすることであった点を念頭に入れるべきである。

前述のとおり、(1) UPREIT の意思決定は、通常、それに不動産を拠出した LP の手にある<sup>1396</sup>。LP は、不動産投資のベテランであり、もともと税制面のメリットを享受するという目的で UPREIT を構築した。彼らは、REIT 制度を創設した法律の保護対象（個人投資者）に明らかに該当しないし、また個人投資者を支援する動機を持っているわけではない。逆に、LP は、UPREIT の意思決定を行う時に、自らの個人的利益を図るインセンティブが十分にある。一方、(2) LP は、REIT の取締役を兼ねる場合には、当然に株主に対して信認義務を負う。また、LP は、REIT の取締役を兼ねない場合でも、取締役会の支配権を有する事実上の支配株主（インサイダー）として、少数株主に対する信認義務を課され得る<sup>1397</sup>。裁判所は、取締役会の意思決定による取引は上記の政策目的に合致するかどうかを判断する際に、以上の 2 つの事実に注意しなければならない<sup>1398</sup>。

### 2.1.2 UPREIT の仕組みに対する形式的な解釈

次に、UPREIT の仕組みを分析すると、OP というリミテッド・パートナーシップと、REIT という公開会社からなることがわかる<sup>1399</sup>。しかし、一見シンプルに見えるこの仕組みは、OP ユニットから REIT 株への転換権が存在することで、複雑化された<sup>1400</sup>。UPREIT の日常

---

<sup>1396</sup> UPREIT の仕組みにおいて意思決定を行うのは、GP たる REIT であるが、LP は、REIT の取締役を兼ねるか、または REIT の取締役会の支配権を有することから、UPREIT の意思決定も、実際に LP の手にあると考えられる。前掲注（1370）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1397</sup> デラウェア法の判例法理により、少数株主に対する信認義務が課されるのは、会社の過半数の株式を有する支配株主のみならず、会社の意思決定を支配する株主（インサイダー）も含まれる。See *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.* 638 A.2d 1110, 1113 (Del. 1994). また、LP は、その OP ユニットの REIT 株への転換権を有することから、REIT の事実上の株主に該当する可能性がある。さらに、LP は、転換権をすべて行使すると、REIT の支配権を取ることが一般的である。この点について、前掲注（1366）から注（1368）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1398</sup> See Cornell, *supra* note 1358, at 1601-03.

<sup>1399</sup> 前掲注（1357）から注（1358）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1400</sup> 前掲注（1366）から注（1368）まで及びそれらに対応する本文を参照。

経営の場面において、LP は転換権をあまり行使しないが、買収・再編の場面において、特に、LP は、UPREIT の支配権等をめぐって株主と激しい争いが生じる場合<sup>1401</sup>に、転換権を行使することが少なくない。つまり、こうした場合では、UPREIT の仕組みには、a) 公開証券市場で REIT 株を購入した株主、b) 転換権を行使して REIT 株を受け取った株主（元 LP）といった 2 つのタイプの普通株主が存在することになると思われる。

このような形式的な二分論の解釈に基づいて考えると、どのタイプの株主が最も多くの株式を保有するかが極めて重要となる。取締役会の意思決定が最も多くの株式を保有する株主の利益に傾くのは、当然の成り行きである。例えば、60%の株式を転換権行使で株主（元 LP）が取得した場合には、取締役会の意思決定は、このタイプの株主の利益、すなわち課税繰延効果の享受という要求を配慮すべきである。これに対して、60%の株式が公開証券市場で REIT 株を購入した株主に保有される場合には、取締役会の意思決定は、このタイプの株主の利益、すなわちより多くの配当金及び売買益の獲得という要求を反映する必要がある。

ただし、このような形式的な解釈は、①UPREIT の意思決定は、2 つのタイプの株主による議決が必要であること、及び②支配株主の利益は少数株主の利益を優先し得ること、という 2 つの前提においてのみ成り立つものである。この民主的な原則 (democratic principles) は会社法の根幹である<sup>1402</sup>。しかし、この 2 つの前提は、常に成り立つわけではない。例えば、①について、UPREIT の買収・再編において、LP は、転換権を行使することが多いが、転換権の行使が必要でない場面もある。このような場面では、LP は、REIT の普通株主になることがないから、議決権を有しない。②について、アメリカ法で、支配株主は、少数株

---

<sup>1401</sup> 例えば、MHC v. Chateau 事件のような買収・再編の条件をめぐって争いが生じる場合である。前掲注 (1379) から注 (1382) まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1402</sup> 会社とは、財産に関する権限が所有者でない経営者（取締役等）によって行使されるような、大量財産の集合体をいう。財産の行使権限を経営者に与える正当性は、所有者である株主による授権、すなわち議決にあると考えられる。See *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651, 659 (Del.Ch. 1988).

主に対して信託義務を負う<sup>1403</sup>ため、株主間の差別的な効果をもたらすような権限行使などをしてはならない<sup>1404</sup>。これら事情に鑑みると、UPREIT の仕組みに対する形式的な解釈は、裁判所の判断に参考となり得るが、少数株主の利益を無視できるほどの十分な正当化根拠を提供するものとはいえない<sup>1405</sup>。

### 2.1.3 UPREIT の仕組みに対する経済的な解釈

続いて、UPREIT に特有の利益相反問題が無視された場合に、UPREIT 制度にもたらす潜在的な経済的効果について検討する。具体的には、株主の利益を害するような REIT の取締役会の行動が認容された場合、潜在的な投資者は、自らの利益損害に怯え、UPREIT を離れていくことになる予想される<sup>1406</sup>。公開証券市場での資金募集能力は、UPREIT の生存に関わる極めて重要な問題である。つまり、REIT の役割は、GP として UPREIT の運用・管理をするほか、初期組成の段階で UPREIT に現金を拠出することもある。UPREIT の運営に必要な不動産が LP が拠出するが、これは、非流動性の資産であることから、将来の不動産取得等に役立つわけではない。UPREIT の運営を維持するには現金が不可欠である。公開証券市場での資金募集は、REIT のファイナンスにとって最も重要な手法である<sup>1407</sup>。したがって、潜在的な投資者の UPREIT に対する評価は、公開証券市場での資金募集能力につな

---

<sup>1403</sup> ここでいう支配株主は、過半数の株式を有することが必要である。See *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 535 A. 2d 1334, 1344 (Del. 1987).

<sup>1404</sup> See *Ivanhoe Partners*, 535 A. 2d at 1344; *Singer v. Magnavox Corp.*, 380 A.2d 969, 975 (Del. 1977).

<sup>1405</sup> See Cornell, *supra* note 1358, at 1603-04.

<sup>1406</sup> REIT 経営者の能力や利益相反への回避は、その資金募集及び募集コストの削減に対して、決定的な役割を果たしていると考えられる。See Philip S. Scherrer, *Why REITs Face a Merger-Driven Consolidation Wave*, *Merger & Acquisitions*, Jul. 17, 1995, at 42.

<sup>1407</sup> また、導管性要件の制限の下で、REIT は、90%以上の収益を株主に分配しなければならないから、剰余金をあまり留保することができない。そのため、REIT は、公開証券市場で株式または債券の発行を行うことで、資金募集をせざるを得ない。そして、REIT は、順調な運営を維持するために、なるべく高いレバレッジを回避する傾向がある。よって、株式発行は、REIT の資金募集の優先的な手法である。See Scherrer, *supra* note 1406, at 44.

り、UPREITの生存に関わる問題であるといえる<sup>1408</sup>。裁判所は、具体的な案件において、厳格な審査基準の必要性を判断する際に、潜在的な投資者に与える影響を考慮する必要がある。

#### 2.1.4 LPと株主との予想の違い

実際には、LPと株主は、それぞれの予想に基づいて、UPREITの仕組みに関与するため、裁判所は、具体的な案件において、特有の利益相反問題を審査する際に、両者間の予想の違いも考慮し得る。具体的には、LPは、そのOPユニットをREIT株に転換する前に、UPREITの仕組み及びその税制上のメリットなどを十分に認識したはずである。彼らは、税制上のメリットを享受するために、UPREITの仕組みを構築したのである。そうすると、LPは、自己と株主との間の利益相反関係について、ある程度の認識が可能であったといえる。これに対して、公開証券市場でREIT株を購入した株主には、UPREITの仕組みの複雑性等について十分な認識を持っていない者が多い。少なくとも、LPと同程度の認識を持つ株主は、相当少ないことに違いない。

この点について、株主は、十分に通知された前提において、自らの意思で購入した金融商品のリスクを甘受すべき、と反論する者がいるかもしれない。この反論は、金融商品のパフォーマンスが悪化するリスクを指摘する意味において、正しいと思われる。しかし、取締役会が信認義務を無視して、または株主の利益に反して行動するリスクを、投資者は負わされるべきではない。投資者は、REIT株を購入する際に、次のような仮説を想定することが一般的である。すなわち、株主の権利を代表する取締役は、株主の最善の利益のために意思決定を行うという仮説である<sup>1409</sup>。よって、LPの支配下にある取締役会が信認義務

---

<sup>1408</sup> UPREITの誕生以来、UPREITの仕組みに潜んでいる利益相反問題は、証券市場での実績に影響を与えるおそれがあると、指摘されている。See Ed McCarthy, *REITs: Is It Time for Another Look?*, Pension Management, Feb. 1, 1996, at 16.

<sup>1409</sup> See Cornell, *supra* note 1358, at 1604-05.

を無視してまたは株主の利益に反して行う意思決定は、基本的に、株主の予想外のものであろう。

また、LP の転換権は、株主の予想に影響を及ぼし得るため、裁判所は、転換権の特徴にも注意する必要がある。第 1 に、公開証券市場で REIT 株を購入した株主は、UPREIT の株主構造を知らない可能性が高いし、そして、REIT 株を購入した時点で、将来利益相反関係の株主（LP）との合流があること、及び合流後に当該株主（LP）が REIT を支配しながら個人的利益を促進するおそれがあることを、予想できるわけではない。これらの事情を知らないうちに REIT 株を購入するのは、株主にとって不公平であるように思われる。

第 2 に、LP は、その個人で負担すべき税金を株主に移転するおそれがある。例えば、上記 MHC v. Chateau 事件において、Chateau の取締役会は、合併契約を作り直して、LP の税負担を合併後の会社の株主への移転を認めた<sup>1410</sup>。当該取引は、株主に予想外の税金を負担させただけでなく、LP にいかなる株主総会の議決においても勝利できるに足る多くの議決権を付与したのである<sup>1411</sup>。MHC による現金買収は、本来的には、株主により多くの利益をもたらすものであるにもかかわらず、LP はその議決権をもってそれを拒否した。同事件のような、REIT の取締役会（LP）が株主に対して発動した経済上の不意打ちは、裁判所による審査の焦点になると予想される。特に、買収競争の場面において、裁判所は、これを根拠として、取締役の行動に厳格な基準を適用して審査することになると予想される<sup>1412</sup>。

## 2.2 厳格な審査基準の内容が何か

裁判所は、上記のいくつかの要素に沿って、厳格な審査基準が必要と判断した場合に、次に問題となるのは、会社法の判例法理で確立された厳格な審査基準<sup>1413</sup>を UPREIT にそのまま適用できるか、それとも独自の審査基準を導入すべきかである。

---

<sup>1410</sup> 前掲注（1386）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1411</sup> 前掲注（1386）から注（1391）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1412</sup> See Cornell, *supra* note 1358, at 1605-06.

<sup>1413</sup> 前掲注（1203）、注（929）から注（965）まで及びそれらに対応する本文を参照。

まず、デラウェア州の裁判所は、会社法の案件についてケースバイケースで審査することを一貫して強調している。つまり、審査基準は、訴訟の結果を左右する（outcome determinative）ものになるべきではないし、特定のタイプの法人形態に適用される際に、当然違法なもの（per se basis）は存在しない<sup>1414</sup>。例えば、UPREIT の取引に利益相反がないにもかかわらず、裁判所は UPREIT の仕組みのみに依拠して、一般 REIT と異なる基準をもって審査するのは、あまりにも機械的・硬直的である。この場合に、裁判所は、やはり判例法理で確立された手続的なフレームワークに沿って審査したほうがよいように思われる<sup>1415</sup>。つまり、信認義務違反を主張する原告は、REIT の取締役会が取引の両側に立つこと<sup>1416</sup>（完全な公正の基準）、または取締役会の行動の主要な目的が株主の議決権の妨害にあること<sup>1417</sup>（中間的な審査基準）などを立証できない場合には、裁判所は、経営判断原則によって審査することができる<sup>1418</sup>。

次に、UPREIT の訴訟のために独自の審査基準を導入することは、おそらく非現実的であろう。UPREIT の仕組みはますます普及しており、6 割以上の上場 US-REIT に採用されているものの、一般事業会社と比べればまだ少数派に留まっている<sup>1419</sup>。そのため、裁判所にとって、わざわざ UPREIT の訴訟のために独立の基準を創設し、それによって審査するのは、非現実的であるように思われる。そして、裁判所は、他の準会社の法人形態（例えば、S コ

---

<sup>1414</sup> 取締役会は、誠実かつ家父長主義的な思いをもって、株主による議決を阻止するおそれがある。しかし、裁判所は、将来における取締役会の意思決定の際のすべての環境を予測することが不可能であるため、当然違法原則（Per se Rule）の適用を控える傾向がある。See *Blasius Industries*, 564 A.2d at 662.

<sup>1415</sup> See Cornell, *supra* note 1358, at 1607-08.

<sup>1416</sup> 取締役会が取引の両側に立つ場合には、完全な公正の基準が緩和されない。取締役会は、当該取引の完全な公正性について立証しなければ、裁判所による厳格な審査を通ることができない。See *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A. 2d 701, 710 (Del. 1983). また、完全な公正の基準の詳細については、後掲注（960）から注（965）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1417</sup> See *Blasius Industries*, 564 A.2d at 661. また、中間的な基準の詳細については、後掲注（936）から注（951）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1418</sup> 経営判断原則の詳細については、後掲注（931）から注（935）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1419</sup> 例えば、2015 年 7 月時点で、すべての上場 US-REIT の数量は 224 社にすぎない。

ーポレーション、LLC、一般 REIT) の訴訟についても、独自の審査基準を設けていない。

また、UPREIT の利益相反問題はあくまでも潜在的なものにすぎない。利益相反問題は、当事者間の紛争と無関係であったり、もともと存在しなかったりなどする場合もあり得る。

よって、裁判所は、紛争の背景にある事実を検証することが重要である。

つまり、裁判所は、UPREIT の利益相反問題の案件を処理する際に、一般に受け入れられた原則の適用基礎を変える必要はない。ただし、UPREIT の取締役会は公開証券市場で REIT 株を購入した株主にとって誠実でない意思決定をする可能性が高いことに鑑み、裁判所は、問題となる取引の実質的内容に対する注意を怠らないことが大切である。もちろん、取締役会による意思決定は、いつも株主に誠実でないとはいえないが、LP は取締役会を支配し、かつ REIT 株の過半数を有するという前提においてであれば、取締役会は、LP の利益を優先的に考慮し、株主の利益を害する可能性が高いといわざるを得ない。しかも、これら株主はもともと REIT 制度を創立した法律が保護しようとした対象であることを考えると、なおさら不公正に思われる<sup>1420</sup>。したがって、裁判所は、会社法の判例法理で確立された基準を適用して審査する前に、UPREIT の仕組みの特殊性及びそこに潜んでいる利益相反を、明確に認識しなければならない。

### 3 UPREIT の買収・再編における特有の利益相反問題の対応策

#### 3.1 UPREIT の利益相反問題の焦点

UPREIT の買収・再編の場面においては、LP と REIT との間の構造的な利益相反問題が表面化する傾向がある。この利益相反問題の焦点は、実際には、①REIT の取締役が株主に対して負う信認義務と、②REIT が GP として LP に対して負う信認義務の 2 つの信認義務の衝突にあると考えられる。つまり、この 2 つの信認義務が衝突する場合に、取締役会は、どちらを優先的に考慮すべきか（またはいかに調和させるか）というジレンマを解かなければならない。①取締役の株主に対する信認義務は理解しやすいものであるが、②REIT の LP

---

<sup>1420</sup> See Cornell, *supra* note 1358, at 1608-09.



に対する信認義務は、あまり検討されていないことから、以下では、②の信認義務について検討を行ったうえで、上記ジレンマの解決策を模索する。

第1に、UPREITの仕組みは、LPとGP(REIT)が締結したパートナーシップ契約に基づいて構築されるものである。各州のリミテッド・パートナーシップ法に基づき、GPは、リミテッド・パートナーシップの運営及び資産管理について大きな権限を委ねられるかわりに、LPに対する信認義務が課される。GPが法人である場合(例えばREIT)、その取締役がLPに対して直接的な信認義務を負担することは一般的にはない。しかし、デラウェア州衡平裁判所<sup>1421</sup>は、USACafes, L.P.決定において、リミテッド・パートナーシップのGPは会社である場合に、当該会社の取締役はLPに対して直接的な信認義務を負うと判示した<sup>1422</sup>。ただし、この決定の射程には争いがあり、GPの取締役のLPに対する信認義務の範囲も不明である<sup>1423</sup>。同決定は、①取締役の株主に対する信認義務と③取締役のLPに対する信認義務の関係について、両者が相互に関連するものではないと認定した<sup>1424</sup>が、LPの主張する

---

<sup>1421</sup> 現在、ほとんどの上場UPREITのOPは、デラウェア州のリミテッド・パートナーシップを準拠法として設立された。

<sup>1422</sup> See *In re USACafes, L.P.*, 600 A.2d 43, 49 (Del. Ch. 1991).

<sup>1423</sup> ほかの州で、この問題を解決するためには、異なるアプローチが採用されている。例えば、取締役会は、会社の買収・再編に臨んでいる際、株主の利益を考慮して行動しなければならないが、会社の他の利害関係者の利益を考慮する必要があるかどうかは明確ではなかった。多くの州は、1990年代に「利害関係者制定法(Nonshareholder Constituency Statutes)」を導入するで、取締役会が他の利害関係者の利益を考慮することを許容した。See James J. Hanks, Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, 21 *Stetson L. Rev.* 97 (1991). UPREITの仕組みにおいて、LPは、REITの利害関係者と解することが可能であるため、REITの取締役会は、買収・再編の取引を行う際、LPの利益も考慮する必要があると考えられる。

1999年、メリーランド州は、法改正を通じて、他の利害関係者の利益への考慮を実現した。具体的には、信託型REITの支配権移転の可能性がある買収・再編の場合、信託約款に特別の規定があるときに、受託者会は、(i)株主、従業員、供給者、顧客及び債権者、(ii)REITのオフィスまたはその他の物件の所在地の地域の利益を考慮することができる。See *Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns* §8-202(b)(2). しかし、メリーランド法の規定は、利害関係者の範囲を限定的に列举した。LPは、REITの利害関係者の範囲に含まれていない。

<sup>1424</sup> 「ここでは、このような信認義務の輪郭を細かく描く必要がない。それは、取締役の株主に対する信認義務のような幅広いものではないが、少なくとも、次のようなことを要求している。すなわち、取締役

ような取締役の自己取引は、LP に対する信認義務に違反することは明らかである。それ以後の裁判例は、この問題について、より多くのガイダンスを提供しておらず、特に、③取締役の LP に対する信認義務の範囲を拡大していない<sup>1425</sup>。そうすると、裁判所は、③取締役の LP に対する信認義務について、詐欺的な行為（overreaching）または不公正取引を回避するための手段にすぎないとみなしているとも解される。

第 2 に、リミテッド・パートナーシップと会社はアメリカで長期的に発展してきた企業組織形態であり、そして、いずれも豊富な判例法理が蓄積されている。スポンサー（LP）は、この 2 つの企業組織形態を結合し、UPREIT の仕組みを構築したとき、この仕組みの法的原則及び当事者の権利と義務について明確な概念を持っていたはずである。よって、裁判所は、上記のジレンマに面して、次のような形式的なアプローチを採ることができる。すなわち、①取締役は、原則として、REIT の株主に対してのみ信認義務を負うものとされる。取締役側に自己取引がある場合を除き、LP の権利行使の対象は、GP である REIT に限定されるべきである。当事者間の契約に特別条項がない限り、②REIT は GP として、LP に対して信認義務を負い、GP としての行動について責任を負わなければならないのである。

第 3 に、②REIT の LP に対する信認義務の内容は、基本的には、各州のリミテッド・パートナーシップ法によるものであるが、多くの州法は、パートナーシップ契約で信認義務を制限または排除することを許容する<sup>1426</sup>。こうした制限がある場合、当事者間のパートナ

---

は、パートナーシップの資産をコントロールする優位に立ちながら、パートナーシップの費用をもって、自らの利益を促進してはならない。これは、まさに本件の問題である。」 See USACafes, 600 A.2d at 49.

<sup>1425</sup> See *Gotham Partners, L.P. v. Hallwood Realty Partners, L.P.*, 2000 WL 1597909 (Oct. 20, 2000); *Gotham Partners, L.P. v. Hallwood Realty Partners, L.P.*, 795 A.2d 1 (Del. Ch. 2001); *Brickell Partners v. Wise*, 794 A.2d 1 (Del. Ch. 2001).

<sup>1426</sup> 例えば、デラウェア州のリミテッド・パートナーシップ法は 1101 条 (f) 項は、次のような内容の規定である。「パートナーシップ契約は、契約違反もしくは義務（信認義務も含む）違反に関するいずれの責任またはすべての責任を制限・排除することができる。当該責任は、パートナーが、リミテッド・パートナーシップ、他のパートナー、またはその他の者（パートナーシップ契約の当事者、パートナーシップ契約の拘束を受ける者）に対して負うものに限定する。パートナーシップ契約は、誠実及び公正取引に関する

ーシップ契約こそがその信認義務の範囲を画する。そのため、LP と REIT (GP) は、パートナーシップ契約を通じて、②REIT の LP に対する信認義務について制限または排除を行うことができる<sup>1427</sup>。そうすると、REIT が LP の特定の利益を考慮しなくてもよいとされる契約条項は、法的には特に問題にならないと考えられる。しかし、②REIT の LP に対する信認義務の全部を排除し得るかは不明である。しかも、LP が信認義務の全部を排除する条項を受け入れるかどうかは実際には疑問である。なお、②REIT の LP に対する信認義務を問わず、パートナーシップ契約は、次のような特別条項で REIT の権限を制限することができる。すなわち、LP の利益に反しない取引の場合でも、REIT は、当該取引を開始・計画する前に、LP の同意を取得しなければならない<sup>1428</sup>。

確かに、UPREIT の買収・再編のような 2 つの信認義務が衝突する場合には、取締役会は、どちらを優先的に考慮すべきか（またはいかに調和させるか）というジレンマに陥る可能性が高い。そして、このジレンマについて、アメリカ法は明確な解決策を提供していない。しかし、以上の検討に基づき、次のように結論付けることが可能であるように思われる。すなわち、取締役会は、一般的には、①取締役の株主に対する信認義務を優先的に考慮するのが相当である<sup>1429</sup>。具体的には、2 つの信認義務が衝突する場合でも、取締役会は、買収・再編取引の条件や手続きなどを決定する際に、②REIT の LP に対する信認義務違反の結果を計算に入れた後、最終的に株主の最善の利益に合致すると判断したときは LP の要求

---

黙示の契約条項への悪意の違反に起因する責任を制限・排除してはならない。」同条 (d) 項は、信認義務を拡大することが許される。この 2 つの条項は、2004 年の法改正によるものである。特に、信認義務の「排除」までも認められるのは、全く新しい内容である。これは、「契約自由の原則」に対する最大限の尊重といわれる。See 6 Del. Code Ann. §§ 17-1101(d) (f).

<sup>1427</sup> また、③取締役の LP に対する信認義務について、USACafes, L.P. 決定で確定した範囲（例えば自己取引に関する責任）で、パートナーシップ契約で制限または排除を行うことが可能と解される。

<sup>1428</sup> ただし、こうした特別条項は、REIT の株主の利益につながるかどうかは疑問である。こうした特別条項の導入は、取締役の義務違反と認定されるおそれがある。よって、実務では、こうした特別条項は非常にまれである。See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 3-17 to 18.

<sup>1429</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 3-16 to 17.

を無視することが可能である。これに対して、ある取引が②REITのLPに対する信託義務違反に該当するおそれがある場合には、取締役会にとって、LPによる訴訟のリスク<sup>1430</sup>が株主に与える影響を考慮するのは妥当と解される。当該取引が株主の最善の利益に合致するものでなければ、取締役会は、REITの利益を鑑み、LPによる訴訟の費用や責任を回避することを理由に、当該取引を断念することができる。もちろん、当事者は、パートナーシップ契約を通じて、この問題に関する特別条項を設けることができる。この場合には、個別的な分析が必要である。

### 3.2 LP取締役は取締役会の過半数を占める場合

UPREITの利益相反問題の裁判で最も肝心な問題は、裁判所が経営判断原則によって取締役の行動を審査するか、それとも厳格な基準を適用して審査するかである。具体的には、REITの取締役会の過半数がLPによって兼ねられまたは支配される（以下、このような取締役を「LP取締役」という）場合には、取締役会はUPREITの買収・再編取引に関して利害関係を有していると評価されるため、経営判断原則は適用されず、株主保護の観点から「完全な公正の基準<sup>1431</sup>」が適用されることになる<sup>1432</sup>。この場合には、取引の公正さを確保するためには、「独立委員会による交渉」または「株主の過半数による承認」が必要である<sup>1433</sup>。

つまり、完全な公正の基準が適用された場合であっても、取締役会は、利害関係のない取締役によって構成された独立委員会を設置し、同委員会に買収・再編条件の審査・交渉

---

<sup>1430</sup> LPの提訴理由として、当該取引は、LPの税制上の利益に不利であることが挙げられる。会社の関連事件において、裁判所は、取締役会は個人株主間の異なる税制上の利益を無視することができると判示したことがある。これと同様に、GPとしてのREITは、ユニット・ホルダー間（LPとGP間）の異なる税制上の利益を無視する権利があると主張できる。しかし、この点に関する裁判例は存在していないため、当該主張の妥当性がまだ検証されていない。

<sup>1431</sup> 完全な公正の基準の詳細については、前掲注（960）から注（965）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1432</sup> See Weinberger, 457 A.2d at 709.

<sup>1433</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 3-19.

に関する権限などを付与した場合には、完全な公正の基準の立証責任を原告（株主）側に転換する効果が生じる<sup>1434</sup>。換言すれば、その場合には、原告が当該取引は完全に公正でないことを立証する必要がある。ただし、同委員会が有効に機能していることの立証責任は、やはり被告（LP 取締役）側にある。

すなわち、LP 取締役は、独立委員会を利用することにより、取引の公正性についての立証責任を転換するために、独立委員会の有効性を立証しなければならない。とりわけ、「独立委員会は、支配株主（UPREIT の場合は LP）と相互に独立の関係にある（on an arm's length basis）本当の交渉権限（real bargaining power）を有しなければならない<sup>1435</sup>」ことを立証する必要がある。具体的には、独立委員会は、まず、①取引に重大な利害関係を有しない独立取締役によって構成されなければならない。独立委員会の構成員が真の独立性（true independence）を具備するかどうかは、常に裁判所の審査の重点となる。例えば、取引と直接的な利害関係を有しないが、支配株主（LP）または経営者に対して義務を負う取締役が独立委員会に選任された場合には、同委員会の利用に立証責任転換の効果が生じないとされる<sup>1436</sup>。また、独立委員会の構成員の 1 人は、支配株主（LP）の子会社のコンサルタントを担当したことがある場合には、同委員会の有効性が裁判所に否定される<sup>1437</sup>。ただし、取締役と CEO 及び支配株主との間に、単なる個人的な友人関係（personal relationship）または

---

<sup>1434</sup> 審査・交渉に関する権限が独立委員会に付与されたとしても、取締役会は、当該買収・再編の取引を承認することが必要である。See 8 Del. Code Ann. § 251(b). 独立委員会の利用が審査基準の選択にもたらす効果については、白井・前掲注（666）219-223 頁を参照。

<sup>1435</sup> デラウェア州最高裁判所は、Kahn v. Lynch Communication 判決において、完全な公正の基準についての立証責任の転換が認められるためには、単に独立取締役により構成される特別委員会を設置するだけでは足りず、支配株主と相互に独立の関係にある本当の交渉権限が同委員会に付与されることが必要であると指摘する。See Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc. 638 A.2d 1110, 1117 (Del. 1994). See also Rabkin v. Olin Corp., 1990 Del. Ch. LEXIS 50, at \*18, aff'd, 586 A.2d 1202 (Del. 1990). Accord, Kahn v. Dairy Mart Convenience Stores, No. 12489, 1996 Del. Ch. LEXIS 38, at \*21 (Mar. 29, 1996).

<sup>1436</sup> 独立委員会の構成員である取締役に要求される独立性の判断にあたっては、厳格な基準が用いられることが前述のとおりである。前掲注（1080）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1437</sup> See In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation, 2004 WL 1305745 (Del. Ch. May 3, 2004).

表面的なビジネス関係（outside business relationship）がある場合には、独立委員会の構成員としての独立性を否定するには不十分である<sup>1438</sup>。さらに、独立委員会は、②独立した財務及び法務に関するアドバイザーから助言を受けて、③すべての重要な情報を把握した<sup>1439</sup>うえで、④支配株主（LP）からの影響を受けずに<sup>1440</sup>、⑤慎重に交渉することが要求される<sup>1441</sup>。

なお、独立委員会の役割の重要な1つとして、独立した財務及び法務に関するアドバイザーの選任がある<sup>1442</sup>。独立委員会は、支配株主（LP）からの影響を受けるおそれがない、かつUPREITの業務及び資産価値などを熟知しているアドバイザーを選任する必要がある<sup>1443</sup>。デラウェア州最高裁判所は、会社のCEO<sup>1444</sup>または支配株主<sup>1445</sup>によるアドバイザーの

---

<sup>1438</sup> See *Beam v. Stewart*, 845 A.2d 1040, 1049-52 (Del. 2004).

<sup>1439</sup> 取引の公正性の立証責任を回避するためには、LP取締役は、次のような情報を独立委員会に通知しなければならない。すなわち、(1) 重要な取引条件、(2) 問題となる資産の使用または価値に関する重要な事実（隠れた価値(hidden value)も含む）、(3) 第三者にとっての当該資産の価値に関する重要な事実（例えば、近いうちの技術更新または法規制の改正）、(4) 資産の譲渡益課税に関する重要な事実などである。しかし、LP取締役は、資産の留保価格または売却益の使用計画を開示する必要がない。これら情報は重要なものであるが、交渉秘匿特権（negotiation privilege）に保護されているのである。See *Kahn v. Tremont Corp.*, No.12339, 1996 Del. Ch. LEXIS 40, at \*53-55 (Mar. 21, 1996), rev'd and remanded 694 A.2d 422 (Del. 1997).

<sup>1440</sup> デラウェア州の裁判所は、独立委員会が本当の交渉権限を有するかを判断する際に、特別委員会に取引を拒絶する権限（the power to “say no”）まで与えられているかどうかを重視することが多い。例えば、支配株主による公開買付けの場面において、独立委員会は公開買付けを拒絶できることを認識していないため、取締役会は、取引の完全な公正性についての立証責任を負うものとされた。See *Kahn*, 638 A.2d at 1117 (Del. 1994); *Kohls v. Duthie*, 765 A.2d 1274, 1285 (Del. Ch. 2000); *In re Western Notional Corporation Shareholders Litigation*, No. 15927, 2000 WL 710192, at \*23-24 (Del. Ch. May 22, 2000).

<sup>1441</sup> *Kahn v. Lynch Communication* 判決において、独立委員会は、独立した財務及び法務に関するアドバイザーから助言を受けて、慎重に交渉したが、デラウェア州最高裁判所は、独立委員会は独立の交渉権限を有する証拠がないことを理由に、支配株主と独立当事者間のように交渉したという原審の判断を棄却した。See *Kahn*, 638 A.2d at 1118-21 (Del. 1994).

<sup>1442</sup> See *Gesoff v. IIC Industries, Inc.*, 902 A.2d 1130 (Del. Ch. 2006).

<sup>1443</sup> 例えば、*Emerging Communications* 株主代表訴訟事件において、支配株主は、会社の元アドバイザーを自分のアドバイザーに選任した。これに対して、独立委員会に選任されたアドバイザーは、独立性を有するが、会社に関する知識が足りない。この点について、デラウェア州最高裁判所は、批判的な見解を示した。See *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 2004 WL 1305745 (Del. Ch. May 3, 2004, revised Jun. 4, 2004).

選任を強く批判した。また、アドバイザーの独立性についても、裁判の争点になりやすい。独立委員会に選任されるアドバイザーは、それに助言を提供するものであるため、UPREITと緊密な関係を持つてはならない。特に、当該アドバイザーは、LP、取締役会または会社に助言を提供するアドバイザーと区別しなければならないと考えられる<sup>1446</sup>。例えば、会社のファイナンシャル・アドバイザーとリーガル・アドバイザーが、独立委員会の財務及び法務に関するアドバイザーに選任された場合において、デラウェア州衡平裁判所は、これらのアドバイザーの独立性及びその助言の公正性を疑問視した<sup>1447</sup>。

### 3.3 LP 取締役は取締役会の過半数に達していない場合

LP 取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、LP 取締役は、UPREIT の買収・再編取引の意思決定手続に参加するために、残りの取締役にその OP ユニット保有状況を開示する必要がある。当該保有状況が取締役に周知されており、かつ REIT の情報開示書類に記載されているのはほとんどである。もちろん、LP 取締役は、意思決定手続への参加を自粛することも考えられる。いずれの方法が妥当かといえ、取引の事実及び背景などによって個別的に判断することが必要である。特に、LP 取締役は、UPREIT の構築または経営に深く関与した場合には、意思決定手続へ参加するのが妥当であり、REIT の株主に有利であろう。

換言すれば、取締役会の過半数が LP 取締役でなく、かつ LP 取締役の OP ユニット保有状況が残りの取締役に把握されている場合、LP 取締役の存在のみでは、取締役会の行動を

---

<sup>1444</sup> See *Mills Acquisition Corp. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, 1279-80 (Del. 1989). 同事件は、競売による会社売却の場面である。会社の CEO によって選任されたファイナンシャル・アドバイザーは、競売手続において重要な役割を果たした。

<sup>1445</sup> See *Gesoff*, 902 A.2d at 1130. 同事件の独立委員会のアドバイザーは、支配株主に厳選 (handpick) されたものである。

<sup>1446</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 3-25 to 26.

<sup>1447</sup> See *In re Telecommunications, Inc. Shareholders Litigation*, 2005 WL 3642727, at \*10 (Del. Ch. Dec. 21, 2005, revised Jan. 10, 2006).

経営判断原則の保護から排除することができない<sup>1448</sup>。裁判所は、取締役会の行動を丁寧にチェックする必要がある。例えば、当該行動の採用もしくは不採用は LP に有利か（または REIT の株主に不利か）、株主利益以外の目的で行動する理由があるかなどを注意しなければならない。LP 取締役の影響が強ければ強いほど、厳格な審査基準の適用可能性が高まる。ただし、取締役会は、裁判で厳格な審査基準の適用可能性を減少させるために、①LP 取締役による意思決定手続の全部または一部への参加、②独立委員会への交渉権限の付与といった対応策を出すことができる<sup>1449</sup>。

#### 4 UPREIT の買収・再編における利益相反問題の判例法理

⑭ *Stender v. Gerardi*, No. 07-2503, 2008 U.S. Dist. LEXIS 83151 (D. Colo. Sep. 30, 2008)

##### 【事実の概要】

Archstone Smith Trust（以下「Archstone REIT」）は、メリーランド法によって設立された信託型の上場 REIT であり、賃貸マンションの取得、開発、再開発、経営等を主な業務とする。Stender と Infinity は、もともと Charles E. Smith Residential Realty L.P.（以下「Smith UPREIT」）に不動産を拠出し、Smith UPREIT の LP であった。2001 年、Smith UPREIT が Archstone Smith Operating Trust（以下「Archstone UPREIT」）に吸収合併されたとともに、Stender と Infinity は、Archstone UPREIT の株式（当該株式は「A-1 ユニット」と呼ばれる）を保有することになった。Archstone UPREIT は、メリーランド REIT 法によって設立された REIT である。Archstone REIT は 89%の株式（当該株式は「A-2 ユニット」と呼ばれる）を保有する同時に、唯一の受託者として Archstone UPREIT の資産運用・管理等の業務を担当する。Archstone UPREIT、Archstone REIT と A-1 ユニット・ホルダー（少数株主ともいう）の三者間の関係は、Archstone UPREIT の信託約款（declaration of trust）において規定されている。

---

<sup>1448</sup> See *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 363 (Del.1993). 経営判断原則の保護から取締役を排除するには、忠実でないこと（disloyalty）を立証することが必要である。単なる自己利益（self-interest）の立証では足りない。modified, 636 A.2d 956 (Del.1994).

<sup>1449</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 3-19 to 20.



Smith UPREIT と LP との拠出契約 (contribution agreements) やパートナーシップ契約の内容は、基本的には、Archstone UPREIT に承継され、その信託約款に反映された。例えば、(1) 非課税または課税繰延の取引を除き、Archstone UPREIT は、2022 年 1 月 1 日までに、A-1 ユニット・ホルダーに譲渡益課税の結果を招くような、特定不動産の売却、交換及びその他の処分をしてはならない。仮にこのような処分が行われた場合、Archstone UPREIT は、Stender や Infinity などの A-1 ユニット・ホルダーに課税金額を補償しなければならない (以下「課税保護条項」という)。また、(2) A-1 ユニット・ホルダーは、Archstone UPREIT に A-1 ユニットの買戻しを要求することができる。Archstone UPREIT は、Archstone REIT の普通株式またはその市場価格に相当する現金で、A-1 ユニットを買い戻すことができる (以下「流動性条項」という)。さらに、(3) Archstone UPREIT は、特定不動産の負債比率について一定の水準以下に抑える義務を負う。(4) A-1 ユニット・ホルダーは、四半期ごとに Archstone UPREIT から配当を受け取ることができる。

2007 年 5 月、Archstone REIT は、Lehman Brothers 及び Tishman Speyer との三角合併の契約を合意・公表した。Lehman Brothers 及び Tishman Speyer は、共同出資で設立した完全子会社を通じて、1 株 60.75 米ドルの現金で Archstone REIT のすべての普通株式を取得する予定である (以下「本件合併」という)<sup>1450</sup>。この対価は、公表前の普通株式の市場価格より 22% のプレミアムが付いている。本件合併は、Archstone REIT の株主総会で承認され、2007 年 10 月に効力発生した。一方、Archstone UPREIT において、Archstone REIT 以外の少数株主は、あわせて 11% の株式しか有しないし、合併に関する議決権も有しない。少数株主は、本件合併において、1 株式 (A-1 ユニット) ごとに、① 60.75 米ドルの現金、② 合併後の UPREIT の O ユニット、または③ 両者の組み合わせを受け取ることができる。

しかし、本件合併は、少数株主に消極的な経済効果をもたらす。例えば、現金対価を選

---

<sup>1450</sup> 本件合併の対価総額は、約 222 億米ドルである。この規模は、US-REIT の歴史において、二番目大きな LBO である。

択した少数株主（例えば Stender）は、当初繰り延べられた不動産譲渡益が認識されることになる。また、O ユニットを選択した少数株主（例えば Infinity）は、ユニットの流動性を失うとともに、高い負債比率に伴うリスクを負わざるを得ない。さらに、O ユニートを保有する者は、合併完成後の 5 年の以内は O ユニートを償還してはならない。5 年後にも、その償還価格は固定され、1 ユニット 60.75 米ドルの現金とすべての未分配の配当金に限られる。そして、12 ヶ月以内に償還可能な O ユニットは、発行済 O ユニットの 1/3 を超えてはならないものとされる。

2007 年 11 月 30 日、Stender と Infinity（以下「原告」という）は、Archstone UPREIT、Archstone REIT 及びその受託者と執行役等を被告として、1) 本件合併が拋出契約等に違反したこと、2) Archstone REIT が Archstone UPREIT の受託者としての信託義務に違反したこと、3) Archstone REIT が Archstone UPREIT の支配株主としての信託義務に違反したことを理由に、コロラド州連邦地方裁判所にクラス・アクションを提起した。2008 年 1 月 29 日、被告は、原告の訴えを却下するよう本件裁判所に申し立てた。

#### 【判旨の概要】

I 被告は、原告の提訴理由について次のように反論した。(1) 原告の提訴理由 1) は、本件クラス・アクションは仲裁のために延期もしくは却下されるべきであり、または十分な主張の提出に該当しないため、却下されるべきである。(2) 原告の提訴理由 2) と 3) は、当事者適格の欠如、Archstone UPREIT の信託約款の責任免除条項、メリーランド法の経営判断原則、及び信託約款の合併許容条項の 4 つの理由から、却下されるべきである。(3) いずれの提訴理由が延期または却下されない場合でも、裁判所は、仲裁可能な事項を鑑み、原告の訴訟を延期すべきである。

II まず、被告は、Archstone UPREIT の信託約款の条項を援用したうえで、原告の契約違反の提訴理由が仲裁のために延期または却下されるべきと反論した。これに対して、原告は、当該紛争が仲裁契約の範囲に入らないと主張し、契約違反主張の提訴根拠が信託約款

ではなく、他の契約であると暗示した。しかし、原告は、被告が提供した信託約款の真実に異議を述べていないし、信託約款の関連条項の適用性についても争っていない。

信託約款の仲裁条項により、A-1 ユニット・ホルダーと Archstone UPREIT との紛争については、当事者が誠実な交渉をもって解決できない場合、双方当事者は、独立の公開会計事務所を仲裁人として雇用したうえで、当該紛争を迅速に解決するよう努めるものとする。

また、信託約款 2 条 (a) 項は、特定不動産の売却、交換及びその他の処分を制限する上記課税保護条項である。同条 (c) 項は、A-1 ユニット・ホルダーに譲渡益課税の結果を招くような合併が、(a) 項の処分とみなされることを定めたものである。

原告は、課税保護条項が Smith UPREIT との拋出契約の内容であると主張したが、Smith UPREIT が Archstone UPREIT に吸収合併された後、当該条項は Archstone UPREIT の信託約款に承継された。本件合併は、Stender のような少数株主に譲渡益課税をもたらすものであることから、信託約款 2 条 (c) 項により、同条 (a) 項の課税金額の賠償を引き起こす可能性がある。そのため、課税保護条項の違反という主張は、本件合併の効果が信託約款 2 条 (a) 項の範囲に入ることを前提とする。そして、信託約款の仲裁条項に基づき、Archstone UPREIT と A-1 ユニット・ホルダーは、会計事務所を雇用し、「信託約款 2 条への違反が発生したか」について仲裁を行わなければならない。したがって、本裁判所は、少なくとも、提訴理由 1) の課税保護条項に関連する部分が、仲裁のために延期されるべきと認める<sup>1451</sup>。

III 原告の反論には、契約違反の主張が以下の原因に由来する内容も含まれる。すなわち、本件合併は、Infinity のような少数株主にユニットの流動性及び配当権利の喪失をもたらすものである。この 2 つの権利は、「もともと彼らの拋出契約等によって保障されたもの」である。しかし、原告の訴状は、「当該主張に関する拋出契約等の条項を明確に引用していない」。原告も、この点は認める。連邦最高裁判所は、原告による主張の提出について、「そ

---

<sup>1451</sup> See See, e.g., National Am. Ins. Co. v. SCOR Reinsurance Co., 362 F.3d 1288, 1290 (10th Cir. 2004). 同事件において、裁判所は、「契約の範囲に基づいて」仲裁が必要であるかどうか、そして、「原告の主張がその範囲に入るかどうか」を判断した。

の主張が…何か、どの根拠に基づくかを、被告に適正に通知するもの」でなければならないと認定した<sup>1452</sup>。本件において、原告は、拋出契約等からいかなる条項も引用していないし、契約違反主張の根拠となる拋出契約等も特定していない。そのため、原告は、その主張が何か、どの根拠に基づくかについて、被告に適正に通知したとはいえない<sup>1453</sup>。したがって、本裁判所は、提訴理由 1) の仲裁可能な内容以外の部分が、十分な主張の不提出を理由として却下されるべきとする。

IV 原告は提訴理由 2) で、Archstone REIT 及びその受託者と執行役が Archstone UPREIT の「唯一の受託者」として、その経営管理権限を行使して、本件合併を行うことは信認義務違反であると主張した。Archstone UPREIT は、メリーランド REIT 法によって設立された独立の REIT である。Archstone REIT が Archstone UPREIT に対して信認義務を負うのは当然であるが、その A-1 ユニット・ホルダーに対して信認義務を負うかどうかは検討を要する。しかし、原告の陳述はこの点について全く触れていない。そこで、被告は、当事者適格の欠如などを理由に原告の主張に反論した。原告は、当該信認義務違反の主張を強化するために、メリーランド会社法 2 章 405.1 条 (a) 項及びその関連の裁判例を援用した。そして、これ以外に、その主張を支持する根拠は見つからない。そのため、本裁判所は、同条項及びその判例法理に基づき、原告の当事者適格の問題を分析する。

同条項は、会社の取締役役に誠実義務、注意義務及び忠実義務を課すものである<sup>1454</sup>。しかし、同条 (g) 項は、これら制定法義務の執行手段について次のように制限する。すなわち、

---

<sup>1452</sup> See *Erickson v. Pardus*, 551 U.S. 89, 127 S. Ct. 2197, 2200, 167 L. Ed. 2d 1081 (2007) (quoting *Bell Atlantic Corp. v. Twombly*, 550 U.S. 544, 127 S. Ct. 1955, 1964, 167 L. Ed. 2d 929 (2007)).

<sup>1453</sup> See, e.g. *Connolly v. Mitsui O.S.K. Lines (America), Inc.*, No. 04-5127, 2007 WL 4207836 \*10 (D.N.J. Nov. 21, 2007). 同事件において、裁判所は、原告がその訴状で「いかなる契約条項を陳述または提出していない」ことから、十分な主張の不提出の原因で契約違反の主張を却下した。See also *Parrish v. NFL Players Association*, 534 F. Supp. 2d 1081, 1094 (N.D. Cal. 2007). 「訴状には、原告がサインした契約のコピーがなく、関連条項の引用もない。」同事件の裁判所は、この点を含むいくつかの原因で、原告の提訴を却下した。

<sup>1454</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 2-405.1(a); see also e.g. *Werbowsky v. Collomb*, 362 Md. 581, 766 A.2d 123, 133 (Md. 2001).

「会社による執行または会社の権利に基づく執行を除き、本条は、会社のいずれの取締役にもいかなる執行可能な義務を課すものではない<sup>1455</sup>。」これら条項を個別にまたは総合的に解釈したメリーランド州の下級審裁判例（trial court）は、少なくとも3つある。いずれも、この信認義務違反を主張する訴訟は直接訴訟ではなく、代表訴訟に限られ、または、この信認義務は株主に対するものではなく、会社のみに対するものに限られると判示した<sup>1456</sup>。また、メリーランド州上訴裁判所は、2章405.1条（a）項の取締役の信認義務について、株主に対するものではなく、会社に対するものと解釈する傾向がある<sup>1457</sup>。

本裁判所は、2章405.1条（g）項の規定が明白でかつ曖昧でないと認め、それが、Archstone REIT（及びその受託者と執行役）の Archstone UPREIT の「唯一の受託者」としての信認義務違反に対する直接訴訟を阻止すると認める。確かに、メリーランド法では、会社の取締役の信認義務は、REIT の受託者に適用されるかどうか曖昧であるが、2章405.1条（g）項の制限規定は、REIT の受託者に適用されることは明確である<sup>1458</sup>。さらに、原告は、本件直接訴訟を提起する前に、その苦情の救済を Archstone REIT（または Archstone UPREIT）の受託者会に求めたことがないし、または当該要求が無益であるとの証拠も提供していない。そのため、原告は、メリーランド法に基づき、連邦裁判所で代表訴訟を提起するための書

---

<sup>1455</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §2-405.1(g).

<sup>1456</sup> See *In re Laureate Education Inc. Shareholder Litigation*, No. 24-C-07-000664, 2007 Md. Cir. Ct. LEXIS 11, at\*6 (Md. Cir. Ct. June 26, 2007). 同事件において、メリーランド州巡回裁判所は、2章405.1条（g）項の規定が「明白でかつ曖昧でない」と認定し、それが株主による直接訴訟を阻止すると判示した。See also *Carley v. Kopko*, No. 03-C-06-008836, at \*4 (Md. Cir. Ct. Apr. 2, 2007). 「メリーランド法により、会社の執行役または取締役に対する信認義務違反の主張は、直接訴訟ではなく、代表訴訟で提起されなければならない。」See also *Patterson v. Patterson*, 2006 WL 990998, at \*5 (Md. Cir. Ct. Jan. 31, 2006). 同事件において、メリーランド州巡回裁判所は、2章405.1条（g）項を解釈したうえで、次のように判示した。「原告は、会社の権利に基づいて会社の損失を訴えるのではなく、自分の利益のために訴訟を提起した。被告取締役は、原告に対して405.1条の義務を負わない。」

<sup>1457</sup> See *Werbowsky*, 766 A.2d at 133.

<sup>1458</sup> メリーランド REIT 法は、受託者の責任について、「2章405.1条（d）項から（g）項までの規定が REIT に適用される」と規定した。See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §8-601.1.

面及び事前提訴手続の要求<sup>1459</sup>を満たしていないと認定される<sup>1460</sup>。したがって、本裁判所は、原告に提訴理由 2) を主張する当事者適格を欠くとする。

V 原告は提訴理由 3) で、Archstone REIT が Archstone UPREIT の支配株主としての信託義務に違反したと主張した。この信託義務違反の行為としては、「本件合併に賛成投票したこと」しか取り上げられなかった。また、支配株主による強圧性 (majority oppression) を理由に直接訴訟を提起する点で、双方当事者は、原告の当事者適格について争いがない<sup>1461</sup>が、被告は、原告が支配株主による強圧性に関する十分な主張を提出していないと反論した。

「メリーランド法のコモン・ローは、少数株主が支配株主の不正行為または違法行為から保護されることを認める。特に、閉鎖会社において、支配株主は、少数株主に対して信託義務を負い、その支配権を行使して少数株主に不利益を与えてはならない<sup>1462</sup>。」また、メリーランド州上訴裁判所は、本件と非常に類似した事件で、支配株主の少数株主に対する信託義務に直接言及した<sup>1463</sup>。同事件は、反対少数株主が会社の全資産の売却を承認するための株主総会の開催を差し止めるために提起した訴訟である。同裁判所は次のように判示した。「越権行為、違法行為または不誠実がある場合を除き、会社の取締役は、与えられた価格での全資産の売却を承認する制定法上の権利 (statutory right) を有する。また、2/3 の発行済株式を保有する株主は、その売却を承認することができる。これは、当該株主の財産権である (property right)。当該株主は、その動機、愚かさまたは行為の結果を問わず、誠実に行動すれば、この権利を奪われることはない<sup>1464</sup>。」

---

<sup>1459</sup> See Fed. R. Civ. P 23.1(b)(3)(A)-(B).

<sup>1460</sup> See Werbowsky, 766 A.2d at 133-135. 同判決は、メリーランド実体法上の提訴要求と無益の要件を検討した。

<sup>1461</sup> See Twenty Seven Trust v. Realty Growth Investors, 533 F. Supp. 1028, 1039 n.22 (D. Md. 1982). 同事件では、裁判所は、メリーランド法で、支配株主の少数株主に対する強圧を代表訴訟より直接訴訟で訴えることができるかと判示した。

<sup>1462</sup> See *Mona v. Mona Elec. Group, Inc.*, 176 Md. App. 672, 934 A.2d 450, 464 (Md. Ct. Spec. App. 2007).

<sup>1463</sup> See *Homer v. Crown, Cork & Seal Company*, 155 Md. 66, 141 A. 425 (1928).

<sup>1464</sup> See *Homer v. Crown*, 141 A. at 433-434.

本件訴状の要旨で、Archstone REIT は本件合併に賛成投票したからこそ、原告は A-1 ユニットの不適切な対価を受け取ったと主張された。それによって、Archstone REIT は投票の際に「越権行為、違法行為または不誠実」がなければ、本裁判所は、Archstone REIT に本件合併に賛成投票する財産権があると認める。そして、この投票の「愚かさまたは結果」について、例えば A-1 ユニットの価値を減少させたかどうかなどを問わない。原告は、Archstone REIT の越権行為または違法行為について争っていないが、その訴状には不誠実についての陳述がいくつかある<sup>1465</sup>。しかし、いずれの陳述も、ただ本件合併の原告に与える影響のみを検討し、Archstone REIT の投票の隠れた動機（*Ulterior Motive*）を検討していない。そのため、これら陳述は、Archstone REIT の不誠実を示唆するものではない<sup>1466</sup>。したがって、本裁判所は、原告が提訴理由 3) に関する十分な主張も提出していないと認定する。

#### 【検討】

本件は、実際には、UPREIT 仕組みを採用する US-REIT の現金合併において、LP（原告）がユニットの合併対価に不満を感じて、REIT、GP 及びその受託者等（被告）に損害賠償を請求するために、コロラド州連邦地方裁判所（以下「本件裁判所」という）にクラス・アクションを提起した事件である。被告は、原告の訴えを却下するよう同裁判所に申し立てた。同裁判所は、当事者間の仲裁条項があることを原因に、原告の主張の一部を延期したが、残りの主張をすべて却下した。本件は、UPREIT の買収・再編における LP と株主との利益相反問題が生じた典型的な場面ではないが、UPREIT の買収・再編に関する裁判例が非常にまれな現状では、いくつかの点において先例的な意義がある。

---

<sup>1465</sup> 例えば、(1) Archstone REIT の 1 人の受託者は、Archstone UPREIT で兼任していること、(2) Archstone REIT は、Archstone UPREIT の 89%の株式を保有していること、(3) 60.75 米ドルの合併対価は、課税の繰り延べ、流動性、配当権の喪失を考慮していないため、不適切であること、などである。

<sup>1466</sup> See *Cooperative Milk Serv. v. Hepner*, 198 Md. 104, 81 A.2d 219, 224 (Md. 1951). 支配株主は、「その議決権を行使する際に...会社の利益と相反する隠れた目的がある場合に」、受託者（*Fiduciaries*）になる。See also *Patterson*, 2006 Md. Cir. Ct. LEXIS 18, 2006 WL 990998, at \*5. 同事件において、裁判所は、訴状に「隠れた動機についての事実の陳述がない」ことを理由に、訴え却下の申立てを認容した。

本件では、原告（LP）と被告（GP 等）は、1) パートナーシップ契約等の違反の有無、2) GP の受託者としての信託義務違反の有無、及び 3) GP の支配株主としての信託義務違反の有無の 3 点を中心に争った。また、本件訴訟及び UPREIT の仕組みには、通常と違ういくつかの特殊性がある。以下では、これらの特殊性を分析しながら、本件の争点について検討を進める。

#### （1）訴え却下の申立ての審査基準について

まず、本件訴訟は、上記③Fox v. Riverview Realty Partners 事件と同様、訴答段階における訴え却下の申立てである。訴え却下の申立ての審査基準は、予備的差止命令の段階または本案審理の段階のそれと大きく異なる。つまり、「裁判所は、証拠の比較検討及び査定をせず、原告のすべての陳述が真実であると信じる<sup>1467</sup>」かどうかが基準となる。連邦民事訴訟規則 12 条（b）項（6）号により、被告は、「救済が認められるためには十分な主張の不提出」を理由に、原告の訴え却下の申立てをすることができる<sup>1468</sup>。「訴え却下の申立てにおける裁判所の機能は、当事者が本案で提出可能な潜在的な証拠を比較検討することではなく、救済が認められるために十分な主張を提出したかどうかを査定することである<sup>1469</sup>。」そのため、訴状で的確に提出された事実に関する陳述は、真実として認められ、かつ原告に一番有利な方向に解釈されることになる<sup>1470</sup>。

連邦最高裁判所の Bell Atlantic Corp. v. Twombly 判決<sup>1471</sup>以前は、原告は救済となり得る主張を支持する事実について、1 つも提供できない場合に限り、被告による訴え却下の申立てが認められた<sup>1472</sup>。しかし、Bell Atlantic Corp. v. Twombly 判決において、最高裁判所は、「表

---

<sup>1467</sup> See Cole v. Milwaukee Area Tech. Coll. Dist., 634 F.3d 901, 903 (7th Cir. 2011); Fox v. Riverview Realty Partners, No.12-c-9350, page 15 (N.D. Ill. May. 10, 2013) (unpublished).

<sup>1468</sup> See Fed. R. Civ. P 12(b)(6).

<sup>1469</sup> See Dubbs v. Head Start, Inc., 336 F.3d 1194, 1201 (10th Cir. 2003).

<sup>1470</sup> See Alvarado v. KOB-TV, L.L.C., 493 F.3d 1210, 1215 (10th Cir. 2007).

<sup>1471</sup> Bell Atlantic Corp. v. Twombly, 550 U.S. 544, 127 S. Ct. 1955, 1974, 167 L. Ed. 2d 929 (2007).

<sup>1472</sup> See e.g. Coosewoon v. Meridian Oil Co., 25 F.3d 920, 924 (10th Cir. 1994).



面的な可能性 (Plausibility)」という新しい基準を確立した。この基準によると、原告の訴状には、「救済主張の提出が表面上可能と判断する十分な事実」が含まれる必要がある<sup>1473</sup>。そうすると、当該基準は、実質的には大きな変化をもたらすものとはいえない。同判決が下された2週間後、最高裁判所は、*Erickson v. Pardus* 判決で次のように解釈した。「連邦民事訴訟規則8条(a)項(2)号は、『申立人が救済に値することを説明できる、短いかつ分かりやすい主張の提出』のみを要求する<sup>1474</sup>。」「特定の事実は不要であり、原告による主張の提出は、『その主張が...何か、どのような根拠に基づくかを、被告に適正に通知するものであれば』、十分である<sup>1475</sup>。」

## (2) Archstone UPREIT (OP) の組織形態について

次に、Archstone UPREIT (Archstone REIT の OP) は、通常のリミテッド・パートナーシップという組織形態をとっておらず、メリーランド REIT というビジネス・トラストの組織形態を採用している。これは、本件の最大の特殊性であると思われる。つまり、Archstone UPREIT が発行するユニットは、パートナーシップの持分ではなく、メリーランド REIT の株式である。A-1 ユニット・ホルダー (LP) と Archstone REIT (GP) が締結した契約は、パートナーシップ契約ではなく、メリーランド REIT の信託約款である。上述のとおり、不動産オーナーは、リミテッド・パートナーシップに不動産を拠出する場合に、譲渡益課税を繰り延べられる<sup>1476</sup>。この点が UPREIT の仕組みが誕生した原動力であったことは、前述した。しかし、メリーランド REIT は税法上の法人であることから、それに対する現物出資

---

<sup>1473</sup> See *Bell Atlantic*, 127 S. Ct. at 1974.

<sup>1474</sup> See *Erickson*, 127 S. Ct. at 2200.

<sup>1475</sup> See *Erickson*, 127 S. Ct. at 2200 (quoting *Bell Atlantic*, 127 S. Ct. at 1964); See *Alvarado*, 493 F.3d at 1215 n.2. *Bell Atlantic Corp. v. Twombly* 判決と *Erickson v. Pardus* 判決により、「裁判所は、訴状における特定の陳述に注目し、それは救済に関する法的主張を表面的に支持するものかと判断しなければならない。」See also *Dudnikov v. Chalk & Vermilion Fine Arts, Inc.*, 514 F.3d 1063, 1070 (10th Cir. 2008). 裁判所は、「原告の訴状における表面的な、証拠不十分でない、かつ推論的でない事実について、すべて」真実として取り扱う必要がある。

<sup>1476</sup> See IRC § 721: Nonrecognition of gain or loss on contribution.

には譲渡益課税の繰延効果がない<sup>1477</sup>。そうすると、Archstone UPREIT がメリーランド REIT という組織形態を採用したのはなぜか、そのことが本件訴訟にどのような影響を及ぼしたのであるか。

実際には、本件原告である Stender と Infinity は、もともと Smith UPREIT (OP) に不動産を拠出し、Smith UPREIT と拠出契約やパートナーシップ契約を締結した LP であった。Smith UPREIT は 2001 年に Archstone UPREIT に吸収合併された。この合併において、Stender と Infinity は、現金対価ではなく、Archstone UPREIT の A-1 ユニットを取得した。IRC345 条(a) 項(1)号により当該取引は非課税であること<sup>1478</sup>から、Archstone UPREIT はメリーランド REIT であっても、Stender と Infinity は A-1 ユニット・ホルダーとして、譲渡益課税の繰延効果を享受し続ける。また、Stender と Infinity が当初締結した拠出契約やパートナーシップ契約の課税保護条項や流動性条項などは、Archstone UPREIT の信託約款に承継された。

しかし、Archstone UPREIT の信託約款には、拠出契約やパートナーシップ契約になかった条項があった。本件の仲裁条項はその一例である。Smith UPREIT と Archstone UPREIT との合併取引の詳細は不明であるが、Stender と Infinity は、A-1 ユニットを取得する前に、Archstone UPREIT の信託約款の内容を告知されたはずである。ということは、Stender と Infinity は、信託約款の内容を承知したうえで、A-1 ユニット・ホルダーになることを選択した。そのため、本件の仲裁条項を含む信託約款のすべての内容は、Stender と Infinity に対して拘束力があるといえる。そうすると、同裁判所が判旨 II で、仲裁条項に依拠して、原告の提訴理由 1) の課税保護条項に関連する部分を延期したのは問題がないと考えられる。

また、さらに重要なのは、OP の組織形態の違いが直接訴訟の可能性に与える影響である。つまり、リミテッド・パートナーシップは法人格のない組織であり、その経営管理業務は、GP に任されている。そのため、LP は、GP の受託者としての信託義務違反責任を追及する

---

<sup>1477</sup> See IRC §351 : Transfer to corporation controlled by transferor.

<sup>1478</sup> See IRC §345: Exchanges of stock and securities in certain reorganizations

ために、GPに直接的に訴えることができる。これに対して、本件のようなOPがメリーランドREITであるArchstone UPREIT(OP)は独立の法人格を有することから、StenderとInfinity(LP)は、Archstone REIT(GP)の受託者としての信託義務違反責任を追及するために、原則として代表訴訟の形で提訴しなければならない<sup>1479</sup>。メリーランド法上の例外として、株主の損害と会社またはREITの損害とを区別(distinct)できる場合に、株主は、取締役または受託者に直接訴訟を提起することが認められる<sup>1480</sup>。本件において、StenderとInfinityは、本件合併におけるA-1ユニットの対価の不適切性を陳述した。しかし、この損害は、Archstone UPREITの損害、すなわちその資産価値の過小評価に起因するものから、両者の損害を区別することができない<sup>1481</sup>。そのため、StenderとInfinityは、直接訴訟を提起できる例外に該当しない。したがって、原告には提訴理由2)を主張する当事者適格がないという判旨IVの認定には賛成できる。

### (3) Archstone UPREIT(OP)のユニット保有状況について

UPREITの仕組みは、もともと不動産オーナー(LP)が税制面のメリットを享受するために構築されたものである。LPの拠出した不動産の価値は、一般投資者の拠出した金銭の価値を超えることが多いため、LPのユニットの保有割合は、GP(REIT)のそれを超えるのが一般的である。しかし、本件のArchstone UPREITは、以上の一般的な場面と異なり、不動

---

<sup>1479</sup> 本件合併の当時(2007)、レブロン基準をメリーランド法に一定の範囲で導入した *Shenker v. Laureate Education, Inc.* 判決(2009年)がまだ下されていない。そのため、当時のメリーランド法の下では、取締役または受託者の信託義務違反責任を追及する手段として、通常、株主代表訴訟しかなかった。

<sup>1480</sup> See *Strougo v. Bassini*, 282 F.3d 162, 170 (2d Cir. 2002) (citing *Tafflin v. Levitt*, 92 Md. App. 375, 608 A.2d 817, 820 (Md. 1992)). また、メリーランド州上訴裁判所は、デラウェア法を解釈したうえで、次のように判示した。「派生的な損害(derivative harm)と直接的な損害を区別するテストは、原告が『特別な損害(special injury)』を被ったかどうかということである。」原告は直接訴訟において、「他の株主と独立して区別できる損害、または株主の契約的な権利に対する不当な干渉を陳述しなければならない。例えば、株主の議決権、多数支配権といった会社の権利と独立して存在する権利である。」 See *Paskowitz v. Wohlstadter*, 151 Md. App. 1, 822 A.2d 1272, 1277 (Md. 2003).

<sup>1481</sup> See *Strougo*, 282 F.3d at 170.

産の直接の抛出ではなく、REIT の合併で誕生したものである。そして、Archstone REIT (GP) の保有する Archstone UPREIT の株式 (A-2 ユニット、89%) は、Stender と Infinity などの少数株主 (LP) の保有する株式 (A-1 ユニット、11%) を遥かに超えている。たとえすべての少数株主 (LP) がその転換権を同時に行使したとしても、取得可能な Archstone REIT 株の割合は 1/3 以下に留まる<sup>1482</sup>。この場合、少数株主 (LP) は、Archstone REIT の受託者に選任されたり、または Archstone REIT の受託者会の意思決定に関与したりすることは難しい<sup>1483</sup>。そのため、Archstone REIT (GP) 及びその受託者会は、本件合併交渉にあたり、少数株主 (LP) の税制上の利益を優先し、Archstone REIT の普通株主の利益を犠牲することもないと思われる。よって、本件合併は、LP と株主との利益相反問題が生じる典型的な場面ではなかったといえる。

逆に、Archstone REIT (GP) 及びその受託者会は、本件合併交渉にあたり、Archstone REIT の普通株主の利益を優先し、少数株主 (LP) の税制上の利益を犠牲する可能性が否めない。この点が原告の提出した提訴理由 3) に関連する。換言すれば、Archstone REIT (GP) は、Archstone UPREIT の支配株主として、少数株主 (LP) に対する信認義務に違反する可能性がある。リミテッド・パートナーシップを採用する通常の UPREIT であれば、そのにはそもそも支配株主としての信認義務という概念が存在せず、GP は、LP に対して受託者としての信認義務しか負わない。ところが、メリーランド REIT を採用する Archstone UPREIT では、支配株主としての信認義務があり得るのである。

しかし、本件合併の結果から見れば、買収者が Archstone REIT の普通株主に提供する対価には現金しかないのに対して、Archstone UPREIT の少数株主 (LP) に提供する対価には、①現金、②O ユニット、または③両者の組み合わせという 3 つの選択肢があった。O ユニッ

---

<sup>1482</sup> そして、IRC737 条の規定により、株式への転換は、OP ユニットの償還 (Redemption) とみなされ、通常課税の対象となる。具体的には、取得した株式の価値が OP ユニットの簿価を超える部分については、譲渡益として認識される。See Lipton, *supra* note 1357, at 854-56; Crnkovich, *supra* note 1364, at 73.

<sup>1483</sup> Archstone REIT の受託者会の構成の詳細は、本件訴訟の判決書で判明できない。

トを選択した少数株主（LP）は、譲渡益課税の繰延効果を享受し続けることができる。これは、Archstone REIT（GP）及びその受託者会は、本件合併において少数株主（LP）の利益を考慮したことの証拠になる。さらに、原告の陳述には、Archstone REIT（GP）の不誠実または株主間の差別的な効果をもたらすような権限行使<sup>1484</sup>などの内容がない。そのため、本件裁判所は判旨 V で、原告が提訴理由 3) に関する十分な主張も提出していないと認定した。当該認定には賛同できる。

#### （4）本件訴訟後の進展について

本件訴訟後、原告は、その提訴理由を変更したり、裁判再開を申し立てたりするなどを繰り返した。具体的には、(1) 2008 年 12 月 12 日、原告は、仲裁条項の無効等の提訴理由を追加したが、本件裁判所は、それを却下し、仲裁判断が出るまで裁判を再開しないことを決定した<sup>1485</sup>。(2) 2009 年 10 月 9 日、原告は、仲裁を行わないままに裁判再開を申し立てたが、本件裁判所は、仲裁の結果が原告の他の主張に影響することから、仲裁を先行すべきと認定し、本件訴訟の延期を維持した<sup>1486</sup>。(3) 2009 年 12 月 29 日、原告は、メリーランド法の判例法理の変更<sup>1487</sup>を理由に、裁判再開を申し立てたが、裁判所は、本件が変更後の判例法理の範囲に入らないとして、原告の申立てを却下した<sup>1488</sup>。(4) 2010 年 9 月 15 日、

---

<sup>1484</sup> See *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 535 A.2d 1334, 1344 (Del. 1987); *Singer v. Magnavox Corp.*, 380 A.2d 969, 975 (Del. 1977).

<sup>1485</sup> See *Stender v. Cardwell*, No. 07-2503, 2009 U.S. Dist. LEXIS 88949 (D. Colo. Sep. 28, 2009).

<sup>1486</sup> See *Stender v. Cardwell*, No. 07-2503, 2009 U.S. Dist. LEXIS 97071 (D. Colo. Oct. 20, 2009).

<sup>1487</sup> メリーランド州上訴裁判所の *Shenker v. Laureate Education, Inc.* 判決を指す。同判決の詳細について、前掲注 (954) から注 (959) まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1488</sup> *Shenker v. Laureate Education, Inc.* 判決は、受託者への直接的な責任追及の範囲を、株主をキャッシュ・アウトする現金合併の場面に厳格に制限したのである。同判決の法理によっても、本件の原告は、Archstone REIT に直接的に訴えることができないように思われる。Archstone REIT と River Holding, LP との本件合併（REIT レベルの合併）は現金合併であるが、Archstone UPREIT と River Trust Acquisition (MD), LLC との合併（OP レベルの合併）は、必ずしも現金合併とはいえないのである。Stender と Infinity のような少数株主は、①60.75 米ドルの現金、②合併後の UPREIT の O ユニット、または③両者の組み合わせを受け取ることができる。このような対価が選択可能な合併は、同判決の範囲に入らない。See *Stender v. Cardwell*, No.

原告は、買収者の不当利得等の提訴理由 4) を追加したが、本件裁判所は再度、本件訴訟の延期を維持した<sup>1489</sup>。

2013 年 3 月 8 日、被告に有利な仲裁判断が下され<sup>1490</sup>、本件訴訟も再開された。(5) 同年 11 月、被告は、本件裁判所に仲裁判断の確認を申し立て、他方原告は、仲裁判断の無効を申し立てた。本件裁判所は、仲裁判断の内容を支持し、それを確認した<sup>1491</sup>。(6) 2014 年初頭、原告は、上記仲裁後に新しく発見した証拠<sup>1492</sup>を根拠に、仲裁判断の無効及び仲裁の再開を申し立てた。本件裁判所は、この新しい証拠が仲裁判断の結果に影響を与える重要なものではないことを理由に、原告の申立てを却下した<sup>1493</sup>。

さらに、(7) 2014 年 3 月 14 日、被告は、原告の訴えを却下するよう本件裁判所に申し立てた。原告は、この申立てに対する応答を提出した後、被告は、それに対する反論を提出した。本件裁判所は、提訴理由 2) を却下したが、同理由 1) <sup>1494</sup>、同理由 3) <sup>1495</sup>、及び同理

---

07-02503, 2010 U.S. Dist. LEXIS 52395, at \*12-14 (D. Colo. May 12, 2010).

<sup>1489</sup> See *Stender v. Cardwell*, No. 07-2503, 2011 U.S. Dist. LEXIS 38502 (D. Colo. Apr. 1, 2011).

<sup>1490</sup> 仲裁人は、次のような仲裁判断を下した。「本件仲裁は、A-1 ユニット・ホルダーが本件合併で譲渡益の認識を強いられるかどうかという問題に帰着する。確かに、本件合併は、申立人のような A-1 ユニット・ホルダーに譲渡益の認識の結果を招いたが、これは、彼らが現金対価を自ら選んだからである。彼らは、O ユニットを選択することもできる。それに、O ユニットの選択が譲渡益の認識をもたらす証拠は存在しない。...申立人は、本件合併で譲渡益の認識を強いられていないといえる。よって、被申立人は、信託約款 2 条の課税保護条項に違反していない。」 See *Stender v. Archstone-Smith Operating Trust*, No. 07-2503, 2013 U.S. Dist. LEXIS 160139 at\*5-6 (D. Colo. Nov. 8, 2013).

<sup>1491</sup> See *Stender v. Archstone-Smith Operating Trust*, 2013 U.S. Dist. LEXIS 160139, at \*16.

<sup>1492</sup> 新しく発見した証拠とは、O ユニット・ホルダーが 2013 年 12 月 19 日に提出した納税申告用紙をいう。納税申告用紙の記載により、2013 年 2 月、Archstone UPREIT は、その不動産をいくつか売却した。当該売却は、O ユニット・ホルダーに譲渡益課税をもたらした。

<sup>1493</sup> See *Stender v. Archstone-Smith Operating Trust*, No. 07-2503, 2014 U.S. Dist. LEXIS 98634 (D. Colo. Jul 21, 2014). 具体的には、原告が提出した新しい証拠は、2013 年の不動産売却に関するものである。この証拠は、2007 年の本件合併の時点で A-1 ユニット・ホルダーに予測されるものではない。つまり、この証拠は、A-1 ユニット・ホルダーの合併対価の選択に影響を及ぼし得るものではないため、仲裁判断の結果に影響を与える重要なものではない。

<sup>1494</sup> 被告は、契約違反の提訴理由 1) について、⑭*Stender v. Gerardi* 判決に却下されたことがあり、原告の

由 4) <sup>1496</sup>について、原告による十分な主張の提出を認めただけで、本件訴訟の継続を判示した<sup>1497</sup>。2015 年 6 月現在、本件訴訟は依然として係属中である。

---

主張が不合理なかつ重複な提出に該当することから、却下されるべきと反論した。しかし、本件裁判所は、⑭Stender v. Gerardi 判決が最終的なものではないと認定し、また被告が他の反論を提出していないことに鑑み、提訴理由 1) を却下しないと判示した。

<sup>1495</sup> 本件裁判所は、支配株主の信託義務違反の提訴理由 3) について、主として *Edenbaum v. Schwarcz-Osztreicherne*, 885 A.2d 365, 377-78 (Md. App. 2005) に依拠し、原告による十分な主張の提出を認めた。具体的には、同判決により、「支配株主の行動は、『会社に資本を投下した時における少数株主の合理的な期待を実質的に挫折させた』場合に、支配株主は、少数株主に責任を負うものとされる。」原告は、A-1 ユニットと現金対価または O ユニットとの違いに着目し、特に O ユニットに A-1 ユニットのような「課税保護条項」、「流動性条項」などのメリットがないと陳述した。この陳述により、本裁判所は、Archstone REIT の本件合併の決定が、Archstone UPREIT に投資した時における原告の合理的な期待を実質的に挫折させたものであると認定した。

<sup>1496</sup> 原告は、課税繰延効果に基づく現金対価の下落と、合併完成前の配当金の不分配について、買収者の不当利得に該当すると主張した。これに対して、被告は、この提訴理由 4) について、原告が仲裁において課税保護条項と関連するすべての主張を提出すべきであったが、提出していないことから、却下されるべきと反論した。本件裁判所は、仲裁の相手方が Archstone UPREIT のみであるが、提訴理由 4) の相手方が買収者であること、被告が配当金の不分配に反論していないことを理由に、提訴理由 4) を却下しないと判示した。

<sup>1497</sup> See *Stender v. Archstone-Smith Operating Trust*, No.07-02503, 2014 U.S. Dist. LEXIS 146242 (D. Colo. Oct. 14, 2014).

#### 第四款 本節の議論の小括

##### 1 US-REIT の利益相反管理体制の役割及び限界

本節では、US-REIT の買収・再編における利益相反問題について考察を行った。内部運用・管理型を主流とする US-REIT において、取締役または取締役の利害関係者と REIT との間に利益相反関係が生じ、個人的利益が REIT の利益に優先される可能性がある。このような利益相反は、J-REIT のような投資法人・投資主と外部のサービス業者との利益相反ではなく、主に REIT・株主と取締役等の経営者との利益相反である。その典型例が REIT・株主と取締役等の経営者が、利益相反取引、事業機会の侵奪または取締役の報酬をめぐる争う場面である。そこで、本節第一款では、上記の考察を行うための前提知識として、US-REIT の利益相反管理体制を検討した。具体的には、US-REIT の利益相反管理体制は、(1) 会社法に基づく行為規制、(2) 証券法に基づく開示規制及び (3) NASAA の規則に基づく独立取締役制度から構成されており、日常的な経営の局面に生じ得る利益相反問題に対応するには有効であると考えられる。

しかしながら、この利益相反管理体制は、US-REIT の買収・再編の場面で機能しなくなることがしばしば見受けられる。例えば、二段階の判断枠組みの下では、買収者の選択や買収・再編条件をめぐる交渉は取締役に一任され、株主には、取締役によって形成された買収・再編条件を受け入れるかどうかの判断権しか与えられない<sup>1498</sup>。対象会社の取締役は、買収者との交渉を通じて、買収後の会社における役職の確保、買収者との間のコンサルタント契約の締結、退職金の増額その他の報酬関連の利益を得ることが可能である。つまり、取締役は、本来は株主の利益を図るために与えられた広い裁量権限を、自らの利益を図るために行使し、その結果として、本来ならば株主が享受するはずの利益を犠牲にしている可能性があるのである。これは、二段階の判断枠組みに起因する対象会社の取締役（執行

---

<sup>1498</sup> US-REIT の買収・再編の場面における二段階の判断枠組みの状況は、前掲注（666）から注（677）まで及びそれらに対応する本文を参照。



役等の経営者を含む）と株主間の利益相反問題である。本節第二款では、このような利益相反問題の発生原因及びアメリカ法の対応策の概要を考察した。

## 2 US-REIT の買収・再編における利益相反問題及び対応策

アメリカ法の対応策については、一言でいうと、取締役の信託義務違反の有無に関する判断を通じた裁判所による介入である。ただし、裁判所による介入が有効に機能する前提条件としては、(1) 取締役の信託義務違反の有無を審査するための基準が十分に確立していること、また、(2) 対象会社の株主にとって現実に利用可能な手段があることが不可欠である。前者について、本章第二節第二款で検討したとおり、アメリカの多くの裁判所は、基本的には、デラウェア州の判例法理で確立された経営判断原則、中間的な基準及び完全な公正の基準の3つのレベルの審査基準を採用する<sup>1499</sup>。後者については、本章第二節第一款で検討したとおり、US-REIT の買収・再編の場合では、アメリカ法は、①買収・再編に対する予備的差止命令の申立てという事前の予防手段<sup>1500</sup>、及び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の救済手段といった保障措置を、対象会社の株主に平等に付与する。アメリカ法は、この2つの保障措置を通じて、取締役と株主間の利益相反問題を予防または是正することを図る。

例えば、⑧Phillips v. Reckson Associates Realty 事件は、対象会社の株主が US-REIT 現金合併に対する予備的差止命令を裁判所に申し立てたものである。⑨In re Nationwide Health Properties, Inc.事件と⑩Swope v. Quadra Realty Trust, Inc.事件は、対象会社の株主が US-REIT の合併で被った損害について、対象会社及びその取締役等に対して損害賠償を請求したものである。いずれの事件においても、取締役の信託義務違反の有無が最も重要な論点となった。⑧事件は当事者の和解により最終的に解決されたため、裁判所は法的判断を示す機会がなかった。しかし、和解契約に株主に有利な内容が多いことからすれば、取締役は、

<sup>1499</sup> 各審査基準の内容については、前掲注（929）から注（965）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1500</sup> 予備的差止命令の発令要件については、前掲注（924）から注（925）まで及びそれらに対応する本文を参照。

同現金合併の交渉・推進にあたり、株主の利益を犠牲する利益相反行為を行った可能性が高いように思われる。

⑨事件と⑩事件は、メリーランド法を準拠法とする。前述のとおり、メリーランド法上の取締役の信認義務は、A) メリーランド会社法 2 章 405.1 条 (a) 項の誠実義務、注意義務及び忠実義務<sup>1501</sup>と、B) コモン・ロー上の率直義務<sup>1502</sup> (duty of candor) 及び株主利益の最大化 (maximization of shareholder value) の義務の 2 つのタイプに分けられる。まず、B) コモン・ロー上の信認義務については、2009 年のメリーランド州上訴裁判所による *Shenker v. Laureate Education, Inc.* 判決<sup>1503</sup>で確立されたものであり、会社法上の信認義務に含まれるものではなく、同項に代替するものでもない。株主利益の最大化義務は、デラウェア会社法のレブロン基準と似た内容であるが、その適用場面について、会社を売却する現金合併の意思決定が下された場合のみに限定されている<sup>1504</sup>。その理由は、a) 現金合併と b) 株式を対価とする合併が全く違うタイプの取引であるという発想に由来する<sup>1505</sup>。⑨事件と⑩事件は、いずれも株式を対価とする合併であることから、*Shenker v. Laureate Education, Inc.* 判決の法理に入らない。そのため、裁判所は、取締役が株主に対し株主利益の最大化義務を負わないと認定した。

---

<sup>1501</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 2-405.1(a). 同項の詳細な内容については、前掲注 (1023) を参照。see also e.g. *Werbowsky v. Collomb*, 362 Md. 581, 766 A.2d 123, 133 (Md. 2001).

<sup>1502</sup> つまり、取締役は、買収・再編取引の交渉にあたり、すべての重要情報を完全かつ率直に株主に開示するという義務である。率直義務の内容及び判断基準などは、前掲注 (966) から注 (970) まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1503</sup> See *Shenker v. Laureate Education, Inc.*, 411 Md. 317, 983 A.2d 408 (2009).

<sup>1504</sup> See James J. Hanks, Jr, *supra* note 596, at § 6.6A-2. また、前掲注 (1325) を参照。

<sup>1505</sup> つまり、現金合併において、対象会社の株主に対するプレミアムの支払いは、合併利益を配分する手段である。現金合併の完成後、対象会社の株主は、もはやこの利益を要求及び取得する権利がなくなるのである。これに対して、株式を対価とする合併において、当事者双方の株主は、合併後の会社の株主になり、彼らは合併利益の配分に比例して参加することができる。そのため、この場合には、対象会社の株主に対するプレミアムの支払いが認められない。See Lawrence A. Hamermesh, *Premiums in Stock-for-Stock Mergers and Some Consequences in the Law of Director Fiduciary Duties*, 152 U. Pa. L. Rev. 881, 883-84 (2003).

次に、A) 会社法上の信認義務についてであるが、メリーランド会社法で、取締役は経営判断原則の保護を受けることから、株主は、経営判断原則の推定を覆すために、取締役の不正（重過失など）または不誠実（自己利益など）を立証しなければならない<sup>1506</sup>。取締役の重過失とは、株主の利益を意図的にまたは完全に無視して、買収・再編取引を交渉・承認したことをいう。これに対する立証は、取締役の注意義務違反の有無の判断につながる<sup>1507</sup>。取締役の自己利益とは、取締役会の過半数が取引から個人的な利益を受け取ることを行う。これに対する立証は、取締役の忠実義務違反の有無の判断につながる<sup>1508</sup>。経営判断の推定が覆されない場合、「取締役会の決定が相当な経営目的によるものであれば、裁判所は自らの判断を取締役会の判断と置き換えることはしない<sup>1509</sup>」。

また、株主は、B) コモン・ロー上の信認義務違反を理由に、取締役に直接訴訟を提起することが認められる<sup>1510</sup>が、A) 会社法上の信認義務違反を理由に、取締役に訴えるためには通常代表訴訟によらなければならない<sup>1511</sup>。そのため、⑩事件及び⑭Stender v. Gerardi 事件において、裁判所は、代表訴訟の事前提訴手続を履行していない株主の当事者適格を否定した。なお、株主は、B) コモン・ロー上の信認義務違反を理由とせずに、取締役に直接訴訟を提起するために、株主の損害と会社の損害との区別を立証する必要がある。例えば、⑬Fox v. Riverview Realty Partners 事件において、株主は、両者の区別を的確に陳述したため、取締役に直接提訴を提起する資格があると認められた。

### 3 US-REIT の買収・再編における普通株主と種類株主との利益相反問題

US-REIT の買収・再編における利益相反の関連問題を考察した結果、(1) US-REIT が普

---

<sup>1506</sup> See Nationwide Health Properties, 2011 Md. Cir. Ct. LEXIS 3, at \*44-47.

<sup>1507</sup> See Nationwide Health Properties, 2011 Md. Cir. Ct. LEXIS 3, at \*54-55.

<sup>1508</sup> See Nationwide Health Properties, 2011 Md. Cir. Ct. LEXIS 3, at \*48-49. See also Werbowsky, 362 Md. at 609; In re GM (Hughes) Shareholder Litigation, No. C.A. 20269, 2005 Del. Ch. LEXIS 65 at \*31 (Del. Ch. May 4, 2005).

<sup>1509</sup> See Unocal, 493 A. 2d at 954.

<sup>1510</sup> See Shenker, 411 Md. at 342.

<sup>1511</sup> この点についての検討は、前掲注（1454）から注（1460）までそれらに対応する本文を参照。

通株式と種類株式を同時に発行している場合には、普通株主と種類株主との間の利益相反が常に発生すること、また（２）US-REIT が UPREIT の仕組みを採用する場合には、REIT の株主と OP の LP（ユニット・ホルダー）との間の利益相反があることが特徴的である。つまり、（１）対象会社の取締役の普通株主と種類株主に対する信認義務が同時に存在する場合、取締役会は、どちらの信認義務を優先すべきかという問題がある<sup>1512</sup>。また（２）REIT の取締役が株主に対して負う信認義務と、REIT が GP として LP に対して負う信認義務の２つが衝突する場合には、取締役会は、どちらを優先的に考慮すべきかという問題である<sup>1513</sup>。本節第二款の後半は（１）普通株主と種類株主との利益相反問題を、本節第三款は（２）株主と LP との利益相反問題を、それぞれに考察した。

種類株主の権利は、それと会社との間の契約（会社の定款、種類株式の権利証書など）に限定されているため、取締役は、通常、種類株主に対して契約上の義務しか負わない。取締役は、契約上の義務に違反することがなければ、種類株主に対する信認義務違反はないというべきである。そうすると、普通株主と種類株主との利益相反の場面において、取締役は原則として、やはり普通株主に対する信認義務を第一に考慮しなければならない。

ただし、次のような特殊な事情が存在する場合においてのみ、受託者の種類株主に対する信認義務は、契約上の義務に限定されず、広く解釈することが認められる<sup>1514</sup>。それは、ア）US-REIT の買収・再編において、イ）対象会社の取締役会が唯一の普通株主に支配されている場合である。ア）US-REIT の買収・再編は、種類株主にとっても非常時であり、その影響は比較的に大きい。例えば、買収・再編の影響の下、種類株主の同意がなくても、US-REIT の定款と種類株式の権利証書の内容自体が大きく変動することはあり得る<sup>1515</sup>。イ）

---

<sup>1512</sup> 例えば、買収・再編の取引は、普通株主（株主）と種類株主（LP）とのどちらかに有利であるが、他方に不利であることがあり得る。

<sup>1513</sup> 例えば、買収・再編の取引は、REIT の株主と OP の LP とのどちらかに有利であるが、他方に不利であることがあり得る。

<sup>1514</sup> See Eisenberg, 537 A.2d at 1057; Jedwab, 509 A.2d at 593-594.

<sup>1515</sup> 例えば、US-REIT が買収者に吸収合併された場合、買収者は、US-REIT の種類株式を取得するかわり

唯一の普通株主は、取締役会に対する支配を利用することで、種類株主の利益が損なわれるおそれがある。この場合には、取締役は、普通株主に対する信認義務より、種類株主に対する信認義務を第一に考慮する必要があるが生じる。そして、取締役会が唯一の普通株主に支配されていることから、取締役会の独立性に問題があるといえる。裁判所は、完全な公正の基準に基づいて取締役の信認義務違反を審査することが想定される。

⑪Kimeldorf v. First Union 事件は、ア) の買収・再編の場面であるが、イ) の条件を満たさないとして、裁判所は、種類株主による受託者の信認義務違反の主張を退けた。これに対して、⑫Konstand v. Prime Group Realty Trust 事件は、イ) の条件を満たしたが、ア) の買収・再編の場面ではないため、裁判所は、種類株主による同主張を退けた。また、⑬Fox v. Riverview Realty Partners 事件は、ア) とイ) の 2 つの条件を満たしたことから、裁判所は、受託者が種類株主に対して信認義務を負うことを認めた。そして、受託者会から合併の交渉を委ねられた独立委員会の独立性に問題があるとして、受託者会は、完全な公正の基準の要求をクリアできない可能性があるとして、裁判所は、種類株主による主張の提出を支持した。

#### 4 UPREIT の買収・再編における特有の利益相反問題

UPREIT の仕組みにおける REIT の株主と OP の LP との利益相反問題は、本節第三款で検討した。UPREIT の仕組みは、OP というリミテッド・パートナーシップと、REIT という公開会社からなる。OP の LP は、もともと非上場の不動産オーナーであった場合が多い。彼らは、保有不動産を REIT 化し株式公開を行うことで市場からの資金調達を行う際に、含み益のある不動産を REIT に直接移転すると、譲渡益課税が発生するため、それを回避する目的で UPREIT の仕組みを構築した<sup>1516</sup>。これに対して、REIT の株主は、公開証券市場で REIT の株式を取得した一般投資者の場合が多い。彼らは、単なる投資目的で、すなわち REIT 株

---

に、自社の種類株式を、US-REIT の種類株主に交付することはよくある。買収者の種類株式の権利は、US-REIT の種類株式のそれと必ずしも一致していない。

<sup>1516</sup> 詳細は、前掲注（1359）から注（1362）まで及びそれらに対応する本文を参照。

の配当金及び売買益を取得する目的で UPREIT の仕組みに参加する。つまり、OP の LP と REIT の株主は、それぞれ異なる目的で UPREIT の仕組みに関与しているため、UPREIT の日常経營業務（不動産の売却、資金の借入れなど）、ないし UPREIT の買収・再編の可否及びその条件等をめぐり、お互いの利益が対立する場面が少なくないと予想される。例えば、MHC v. Chateau 事件のような UPREIT の合併において、合併対価が MHC の株式である場合に、当該合併は非課税であることから、LP に有利であるが、株主に必ずしも有利とはいえない<sup>1517</sup>。

また、株主と LP との利益相反問題は、UPREIT 仕組みに起因する固有のものであるため、一般の REIT と比較すると、UPREIT においては、より厳格な審査基準が必要であるように思われるが、こうした利益相反問題は、UPREIT のすべての取引に存在するわけではなく、特定の意思決定または取引に触発されるまでは潜在的なものである。よって、裁判所にとっては、UPREIT 仕組みが存在するだけで、直ちに厳格な基準をもって審査する必要がある。やはり、具体的な案件においては、ケースバイケースで判断することが不可欠である。具体的には、REIT の取締役会の過半数が LP によって兼ねられまたは支配される場合<sup>1518</sup>（以下、このような取締役を「LP 取締役」という）には、取締役会は UPREIT の買収・再編取引に関して利害関係を有していると評価されるため、経営判断原則は適用されず、株主保護の観点から「完全な公正の基準」が適用されることになる。この場合には、取引の公正さを確保するためには、「独立委員会による交渉」または「株主の過半数による承認」が必要である<sup>1519</sup>。これに対して、取締役会の過半数が LP 取締役でなく、かつ LP 取締役の OP

---

<sup>1517</sup> 特に、現金対価の金額は、株式対価のそれより高い場合においてである。

<sup>1518</sup> LP は、不動産の元所有者・管理者として、不動産運用・管理の豊富な経験や専門知識などを有することから、引き続き UPREIT の運用・管理に関与する必要があるし、実際に関与した場合も多い。関与の形態としては、1) LP が REIT の取締役を兼ねることと、2) LP が取締役を支配することが考えられる。

<sup>1519</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 3-19.

ユニット保有状況は残りの取締役役に把握されている場合、LP 取締役の存在のみでは、取締役会の行動を経営判断原則の保護から排除することができない<sup>1520</sup>。

なお、もう 1 つの判断要素としては、a) 取締役の株主に対する信認義務と b) REIT の LP に対する信認義務の 2 つを比較衡量すること<sup>1521</sup>が考えられる。この 2 つの信認義務が衝突する場合において、REIT の取締役会は、一般的には、a) 取締役の株主に対する信認義務を優先的に考慮するのが相当である。ということは、取締役会は、買収・再編取引の条件や手続きなどを決定する際に、b) REIT の LP に対する信認義務違反の結果を計算に入れた後、最終的に株主の最善の利益に合致すると判断したときに、LP の要求を無視することが可能である。これに対して、ある取引が b) REIT の LP に対する信認義務違反に該当するおそれがある場合には、取締役会にとって LP による訴訟のリスク<sup>1522</sup>が株主に与える影響を考慮するのが適切であると解される。当該取引が株主の最善の利益に合致するものでなければ、取締役会は、REIT の利益に鑑み、LP による訴訟の費用や責任を回避することを理由として、当該取引を断念することができる。もちろん、当事者は、パートナーシップ契約を通じて、この問題に関する特別条項を設けることができる。この場合には、個別的な分析が必要である。

## 5 US-REIT の買収・再編に関する裁判例の特徴

US-REIT の買収・再編の場合において、対象会社の株主は、買収・再編に対する予備的差止命令の申立てと、取締役等に対する損害賠償責任の追及といった 2 つの保障措置を使って、自らの権利を救済することが多い。US-REIT の買収・再編に関する裁判例を考察した結果、次のような特徴を指摘できる。すなわち、予備的差止命令の申立訴訟であっても、損害賠償責任追及訴訟であっても、本案審理の段階に入るのは非常に珍しいということで

---

<sup>1520</sup> See *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 363 (Del.1993).

<sup>1521</sup> REIT の LP に対する信認義務の内容と 2 つの信認義務の関係については、前掲注(1421)から注(1428)まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1522</sup> LP の提訴理由として、当該取引は、LP の税制上の利益に不利であることが挙げられる。

ある。

具体的には、予備的差止命令の申立訴訟の場合に、株主は、予備的差止命令の発令 4 要件を全部クリアしなければならないが、これは決して簡単ではない。実際には、株主による予備的差止命令の申立てが許可されたのは、⑦Simon Property Group, Inc. v. Taubman Centers, Inc.判決 1 件しかない。また、裁判所は、株主の申立てを支持した場合、または支持しようとする場合に、取締役側は、和解をもって訴訟の撤回を求めることがよく見受けられる。例えば、③In re American Realty Capital Trust, Inc.事件と⑧Phillips v. Reckson Associates Realty 事件は、株主に有利な和解契約の締結により紛争が解決した。

損害賠償責任追及訴訟の場合には、取締役側は、株主の提訴理由に対して反論を提出し、その訴えを却下するよう裁判所に申し立てること<sup>1523</sup>が一般的である。訴答段階における訴え却下の申立ての審査基準は、予備的差止命令の段階または本案審理の段階のそれと大きく異なり、原告である株主に有利である<sup>1524</sup>が、株主のすべての提訴理由は「十分な主張の不提出」と認定された場合、当該訴訟は、本案審理に移行することなく、裁判所によって却下されることになる。実際には、前記の⑨In re Nationwide Health Properties, Inc.事件、⑩Swope v. Quadra Realty Trust, Inc.事件及び⑫Konstand v. Prime Group Realty Trust 事件において、株主の訴訟は主張の不提出を理由に却下された。裁判所が訴答段階において株主の提訴理由の一部を認容した裁判例としては、⑬Fox v. Riverview Realty Partners 事件と⑭Stender v. Gerardi 事件がある。ただし、⑬事件は、株主に有利な和解契約が成立したので、株主による訴訟撤回で解決した<sup>1525</sup>。つまり、予備的差止命令の申立訴訟の場合と同様、裁判所は、株主の請求を支持しようとする傾向がある場合に、取締役側は、敗訴結果を免れるために、

---

<sup>1523</sup> 連邦民事訴訟規則 12 条 (b) 項 (6) 号により、被告は、「救済が認められるためには十分な主張の不提出」を理由に、原告の訴え却下の申立てをすることができる。See Fed. R. Civ. P 12(b)(6).

<sup>1524</sup> すなわち、訴状で的確に提出された事実に関する陳述は、真実として認められ、かつ原告に一番有利な方向に解釈される。訴え却下の申立ての審査基準は、前掲注 (1467) から注 (1475) まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1525</sup> ⑭事件は、2015 年 6 月現在係属中である。



和解をもって訴訟から撤回することが多いのである。

## 第五節 US-REIT の敵対的買収及び防衛策の問題

### 第一款 総論

#### 1 アメリカの敵対的買収及び防衛策の概要

アメリカでは、1980 年代に入ると企業買収取引が活発化した。こうした 1980 年代の企業買収取引は、敵対的買収の脅威を伴うものであった点で特徴的である。当時のアメリカ企業の経営者の多くは、実際に敵対的買収の脅威を肌で感じていた。もちろん、1980 年代のアメリカにおいても、統計上は友好的買収が敵対的買収を圧倒していたが、当時の友好的買収の場面における買収者と対象会社との間の交渉の多くは、潜在的な敵対的買収の脅威の下で行われていたと分析されている。こうした企業買収取引の状況を踏まえ、1980 年代には、敵対的買収の場面における買収防衛策の有効性をめぐる議論が、アメリカの学説上の主要な関心事項となった。そして、企業買収の場面を対象とした法制度の整備も、主に敵対的買収の事案を念頭に置いて進められていった<sup>1526</sup>。前述の各州の反企業買収法は、このような背景の下で誕生したものである<sup>1527</sup>。

また、アメリカの買収防衛策については、その主要な部分が各州の裁判例によって形成されている。そのうち、最も多くの上場会社があるデラウェア州の裁判例は、最も重要なため、ここで詳細な検討を加える。また、デラウェア州法の内容については理解が必ずしも一致しないが、その基本的な内容は、主として（1）株主利益の最大化、（2）取締役会による防衛策の許容、（3）防衛策の審査基準といった 3 点にまとめられる。

（1）取締役の義務は、株主の最善の利益のために行動することであり、買収防衛策は、株主の利益のためにのみ、正当化される。従業員等、他の会社関係者の利益が考慮されることがあるとしても、それはあくまで、将来のキャッシュ・フロー増加を通じて長期的には株主の利益になるという限度においてのみである。そのことが明確に現れるのは、会社

---

<sup>1526</sup> 白井・前掲注（666）171-172 頁を参照。

<sup>1527</sup> 前掲注（656）から注（664）及びそれらに対応する本文を参照。

が「売却」に出される場面である。この場合に適用される審査基準が前掲のレブロン基準<sup>1528</sup>である。その場面では取締役は、他の会社関係者の利益を考慮することなく、もっぱら株主のために最善の買収条件を引き出すように行動することが義務付けられる<sup>1529</sup>。

(2) 取締役会は、株主の利益のために、敵対的買収に対して合理的な範囲で防衛策を行なうことができる。これは、買収が強圧的な二段階買収等の方法で行われる場合に限らず、非強圧的な方法（例えば 100% 現金買収）による場合も同様である<sup>1530</sup>。その限りで、デラウェア州法は、買収提案に応じるかどうかの株主の選択を取締役会が制限することを許容する。このような立場を支持する理由としては、対象会社の真の価値（inherent value）について、取締役会は株主よりも多くの情報を有している可能性があること、及び取締役会が買収者と交渉をすることにより、買収条件を高め得ることが挙げられている<sup>1531</sup>。支配権争いの帰趨を決めるのは株主であるという原則を強調する日本の裁判例に比べ、デラウェア州の裁判例は防衛策に対して許容的であると思われる。

(3) 取締役会が採り得る具体的な防衛策としては、希釈化型ライツ・プラン、すなわち、対象会社の株主に対し、対象会社の株式の一定割合以上が買収者に取得されること等を条

---

<sup>1528</sup> 前掲注（945）から注（950）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1529</sup> 例えば、ある会社の株式を 100% 現金買収しようとする 2 人の買収（X と Y）がいて、X は、買収価格は低いものの、買収後は会社関係者の利益を適切に考慮するため、長期的には企業価値を高めることができるとし、他方 Y は、買収価格こそ高いものの、買収後は会社関係者の利益をあまり考慮しないため、長期的には、X よりも会社の企業価値を高めることはできないとしよう。もしもデラウェア州法が、株主の利益とは独立に、会社関係者の利益をいくらかでも考慮することを認めているとすれば、この場合に取り締役会が X に対して何らかの優遇的取扱いをすることを認めたかもしれない。しかし、デラウェア州法の下では、それはレブロン基準に反するため許されない。たとえ X が、買収後には Y 以上に企業価値を高めることができるとしても、そのときには、会社の既存株主は持株をすでに買収者に売却してしまっているため、株主の利益とはなり得ないからである。田中・前掲注（24）275 頁。

<sup>1530</sup> 100% 現金買収に対しても防衛策の行使を認めた事例としては、Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A. 2d 1140, 1155 (Del. 1989) と Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A. 2d 1361 (Del. 1995) がある。

<sup>1531</sup> 田中・前掲注（24）276 頁。

件に、買収者以外の株主のみが時価を大幅に下回る行使価額で対象会社の株式を取得できるという内容の新株予約権を割り当てるという方法が認められる。ただし、防衛策は無制限に許容されるわけではなく、ユノカル基準<sup>1532</sup>の下での裁判所による合理性の審査に服する。また、同基準の重要なコロールリーとして、防衛策は、買収に応じる機会を株主から完全に奪うものであってはならない（排他的・強圧的な防衛策の禁止）<sup>1533</sup>。とりわけ、買収者が委任状争奪戦（proxy fight）によって対象会社の取締役を交替させてライツを消却する可能性をも否定するような防衛策は、排他的・強圧的なものとして違法とされる<sup>1534</sup>。もともと、このルールは、株主総会の帰趨を現経営者側に有利にするような効果を持つ防衛策をすべて禁じるものではない<sup>1535</sup>。

## 2 US-REIT に対する敵対的買収の現状

近年のアメリカでは、一般事業会社に対する敵対的買収は減少傾向にあり<sup>1536</sup>、US-REIT に対する敵対的買収は極稀である。最近十年間（2004 年から 2014 年）の上場 US-REIT を対象とする買収・再編は 104 件あるけれども、そのうち敵対的買収の形で完成したものは 1 件もない。もちろん、買収者は、上場 US-REIT に対して、プレミアムを含む敵対的な買収提案をした例もあったが、その後、友好的な対抗者が現れたため、結局、敵対的買収は失

---

<sup>1532</sup> デラウェア州最高裁判所は、1985 年の Unocal 事件において、①会社の政策または機能に対する危険が生じたと信じる合理的な理由（「脅威」の要件）があり、かつ、②防衛策がそうした脅威との関係で相当なものであること（「相当性」の要件）を要件として、敵対的買収に際して取締役会が防衛策を行使することを認めた。その詳細は、前掲注（936）から注（940）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1533</sup> 防衛策が排他的・強圧的であるとして違法とされた事例としては、Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc. 818 A. 2d 914(Del. 2003)がある。

<sup>1534</sup> 委任状争奪戦により交替した取締役には消却できないものとするライツ・プランは違法であると認定した事例としては、Carmody v. Toll Brothers, Inc., 723 A. 2d 1180, 1194-1195(Del. Ch. 1998)がある。

<sup>1535</sup> 例えば、敵対的公開買付けに対抗して行われた自己株式の取得（浮動株を減らし、現職取締役の持株比率を高める効果がある）を、ユノカル基準の下で適法とした。田中・前掲注（24）276-277 頁。

<sup>1536</sup> 2012 年の敵対的買収の数は、十年ぶりの低水準に達した。2008 年には、敵対的買収の企業価値が企業買収・再編全体の 16.15%を占めていたが、2012 年にはこの割合は 4%まで下落した。See Wachtell, *supra* note653, at 3.

敗に終わった<sup>1537</sup>。US-REIT に対する敵対的買収が行われにくい原因としては、主に、(1) 税制上の導管性要件、(2) UPREIT の仕組みにおけるパートナーシップ契約及び (3) US-REIT 附属定款の反企業買収条項による制限を受けなければならないことにあると思われる。以下、順次検討する。

(1) US-REIT は、J-REIT と同じように、①持分保有要件、②非同族会社要件、③資産要件、④収入要件、⑤支配禁止要件及び⑥配当要件等の規制を受ける必要がある。表 30 が示すように、US-REIT の導管性要件は、ほぼすべての面で J-REIT の規制より厳しいことがとわかる。

表 30 US-REIT と J-REIT の導管性要件の比較

	①持分保有要件	②非同族会社要件	③資産要件	④収入要件	⑤支配禁止要件	⑥配当要件
US-REIT	100 人以上の者による保有	5 人以下の投資者の持分保有割合は 50% 以下	75% 以上が不動産関連資産、現金、現金等価物及び国債；これら以外の有価証券が 25% 以下 <sup>1538</sup>	95% 以上が不動産関連資産からの収入；75% 以上が株式・証券以外の不動産関連資産からの収入 <sup>1539</sup>	他の法人の発行済株式総数 10% 超を保有してはならない。ただし、100% 子会社を QRS として保有できる <sup>1540</sup>	90% 以上
期間要求	事業年度のうち最低 335 日	事業年度の下半期の期間	各四半期末の時点	事業年度内	事業年度の全期間	各 REIT の配当時（四半期、半年又は年）

<sup>1537</sup> 例えば、前掲注（689）で説明したとおり、Essex Property Trust は The Town and Country Trust に対して 1 株 \$36.00 米ドルの敵対的買収を提案したが、友好的な Morgan Stanley をはじめとする三社は、1 株 \$40.20 米ドルの価格で勝ち取り、The Town and Country Trust を買収した。

<sup>1538</sup> ただし、新規資本調達資金で取得した株式等は、資本調達後 1 年間は 75% 資産要件の判定上において不動産関連資産とされる。

<sup>1539</sup> ただし、新規資本調達資金からの一時的な投資所得は、資本調達後 1 年間は 75% 収入要件の判定上において適格所得とされる。

<sup>1540</sup> QRS とは、適格 REIT 子会社（qualified REIT subsidiary）をいう。REIT から独立した法人とはみなされないとともに、収入要件や資産要件の判定上及び税務上において、QRS の資産、負債及び収入、費用等は全て REIT 自体のものとして扱われる。

<b>J-REIT</b>	<u>50人以上</u> の者による保有	<u>1人</u> の投資者の持分保有割合は50%以下	<u>50%超</u> が有価証券、不動産、不動産の賃借権、地上権、約束手形及び金銭債権等	なし	他の法人の発行済株式総数の <u>50%以上</u> を保有してはならない	90%超配当
<b>期間要求</b>	事業年度終了の時	事業年度終了の時	事業年度終了の時	なし	事業年度の全期間	事業年度内

導管性要件違反の結果として、①から⑤までのいずれかの要件が満たされない場合は、REIT 自体の資格剥奪となり、原則としてその後5年間はREIT 課税を選択できなくなり、⑥の配当要件が満たされない場合は、当該事業年度の配当金を損金算入できなくなる。そうすると、仮に敵対的買収を試みた結果、導管性要件に抵触し、配当の損金算入を行うことができなくなり、ひいては、REIT の資格を失ってしまった場合には、敵対的買収者は、当該買収・再編から獲得した利益が小さくなり、また他の株主に損害賠償責任が追及される可能性も否定しきれない。したがって、買収者にとっては、緻密を極めた計画を立てなければ、かつ金銭的な損失を被る覚悟がなければ、US-REIT の敵対的買収に踏み出せないであろう。

(2) 現在、上場 REIT の6割以上が UPREIT の仕組みを採用していることは、前述したとおりである。買収者は、UPREIT に対して買収・再編を行う同時に、OP の統合を行わなければならない。しかし、GP (REIT) と LP との間のパートナーシップ契約によると、OP の統合 (OP 合併と GP 交替のいずれも) は、通常、GP による同意と、少なくとも 50% 以上の OP ユニットを有する LP による同意の2つを要する<sup>1541</sup>。GP による同意は、REIT の取締役会の承認を確保していることを意味するものである。それはさておき、50% 以上の OP ユニットを有する LP による同意は容易に達成できるものではない。なぜならば、OP ユニットは非上場で取引しており、LP の個別の同意がなければ取得できないからである。買収者は、50% 以上の OP ユニットを取得しないと、または 50% 以上の OP ユニットを有する LP

<sup>1541</sup> OP 合併の場合については、前掲注 (766) から注 (767) まで及びそれらに対応する本文を参照。GP 交替の場合については、前掲注 (770) から注 (771) まで及びそれらに対応する本文を参照。

の協力がないと、US-REIT に対する敵対的買収を成功させることができないであろう<sup>1542</sup>。

したがって、現在、上場 REIT で普及している UPREIT の仕組みは、買収者が敵対的買収を躊躇する原因にもなっているように思われる。

(3) US-REIT に対する敵対的買収が行われにくいもう 1 つの原因は、US-REIT 附属定款の反企業買収条項による制限が考えられる。その具体例としては、①ライツ・プラン、期差任期制などの買収防衛策、及び②US-REIT で一般的に採用される所有制限及び超過株式条項などが挙げられる。①は一般の上場会社で普及している買収防衛策の典型例と同じであるが、②は US-REIT でしか見られない特有な条項であり、もともと上記の導管性要件の充足を確保するために作り出されるものである。ところが、②は、敵対的買収が行われる際の事実上の買収防衛策としての機能を果たしているように思われる。したがって、本節以下は、第二款でこれら条項が買収防衛策として機能する可能性及びその問題点を考察し、そのうえで、第三款でこれら条項とライツ・プランが併用される場合の効果及び問題点を考察する。最後に、第四款で、防衛策の有効性の判断基準について考察することとしたい。

---

<sup>1542</sup> さらに、LP は実際に REIT の取締役を兼ねることが多い点を念頭におくと、取締役の協力がなければ、US-REIT に対する敵対的買収を成功させることができないといえよう。

## 第二款 買収防衛策としての所有制限及び超過株式条項

### 1 買収防衛策としての可能性

US-REIT の所有制限条項と超過株式条項は、非同族会社要件の「5/50 ルール<sup>1543</sup>」に抵触しないように、定款や附属定款などにおいて設定されるものである。所有制限条項の所有制限は、通常 9.8% に設定されることが多い<sup>1544</sup>が、REIT 資格が脅かされない場合や買収・再編が強圧的でない場合など、取締役会は所有制限条項の適用を免除したり、制限を緩和する条項を付している場合がある<sup>1545</sup>。所有制限条項は、いつも超過株式条項とあわせて規定し、REIT 資格を守る機能を果たしている。すなわち、所有制限を超過した株式は、別の種類株式に転換するものとされる。種類株式の例としては、議決権を認めない種類株式、配当の受け取りができなくなる種類株式、これらを組み合わせた種類株式、慈善信託の受益者によって所有される種類株式、プレミアムなしで買い戻される種類株式などがある<sup>1546</sup>。その結果、買収者は超過株式を取得したとしても、そこから何ら議決権または経済的利益を得ることができない。

以上の規定から明らかなように、買収者は、所有制限及び超過株式条項の設定がある US-REIT に対して買収・再編を行う場合に、対象会社の取締役会の承認がなければ、対象会社の支配権を取得することは困難である<sup>1547</sup>。このように見ると、もともと REIT 資格を

---

<sup>1543</sup> すなわち、5 人以下の投資者 (individual shareholders) の直接又は間接の保有割合は発行済持分価値の 50% 以下でなければならないというルールである。See IRC §§ 856(a)(6), 542(a)(2).

<sup>1544</sup> ただし、当初から 9.8% を超える株主がいる場合には、より低い所有制限 (例えば 5% や 7%) が設定される場合がある。

<sup>1545</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 2-14.

<sup>1546</sup> See Richard T. Garrigan, *supra* note 551, at 51-53.

<sup>1547</sup> 例えば、2013 年の ⑧ CommonWealth REIT v. Corvex Management LP 事件において、対象会社 CommonWealth の信託約款 6.14 条 (c) 項及び附属定款 8.2 条に所有制限及び超過株式条項があるため、敵対的買収者 Corvex と Related は、始終 CommonWealth の 9.8% 以上の株式を取得していない。そのかわりに、すべての株主及び SEC に同意要請趣意書を提出する方法で、株主の書面同意による受託者全員の解任を実現した。この事件の詳細について、後掲注 (1627) 及びそれに対応する本文を参照。



守るために設定される所有制限及び超過株式条項は、US-REIT の買収・再編において事実上の買収防衛策としての機能を果たしているといえる。

## 2 買収防衛策としての不確定性

### 2.1 税法上の原因

US-REIT の所有制限及び超過株式条項は、常に事実上の買収防衛策としての機能を具備しているわけではない。その内容に不確定性が隠れていることには注意が必要である。所有制限及び超過株式条項は、その最も重要な機能が REIT 資格を守ることであることはいうまでもないが、合理的な設定及び開示を経たうえで、買収防衛策としての機能を担うことができるようになる。

前述のとおり、「5/50 ルール」における人数カウントは、IRC 上のルック・スルー・ルールの適用がある<sup>1548</sup>ため、集団（会社、パートナーシップ及び信託など）レベルではなく、その実質所有者（株主、パートナー及び受益者など）レベルで計算する。しかし、所有制限条項の定義は、一般的に、「いかなる者（person）も所有制限を超えて株式を所有してはならない」と定められる<sup>1549</sup>。ここでの「者」は、集団を単位として解釈される可能性があるが、実質所有者と解釈される可能性もある。実質所有者に解釈される場合には、上場 REIT のような公開会社である買収者にとって、所有制限条項はほぼ機能しなくなる。なぜならば、公開会社には不特定多数の株主があるため、その株主（実質所有者）のうち、対象 REIT の所有制限を超えて株式を所有するものは極めて少ないからである。そこで、US-REIT は、所有制限条項を、買収防衛策として機能させるために、集団レベルで人数をカウントすると明確に定める必要がある。そうしないと、所有制限条項は、実質所有者レベルで人数を

---

<sup>1548</sup> See IRC §§ 542(a)(2), 856(h)(3)(A).

<sup>1549</sup> 例えば、上記の Commonwealth の附属定款 8.2 条 (a) 項 (i) 号は、「いかなる者も所有制限を超えて株式を実質的または推定的に所有してはならない。ただし、除外された者はこの限りでない。(No person, other than an excepted holder, shall beneficially own or constructively own shares in excess of the ownership limit)」と規定する。

カウントされ、集団レベルの敵対的買収者に適用できなくなる<sup>1550</sup>。こうした問題は、US-REITの敵対的買収の実務で起きた。前述の1996年のMHC v. Chateau 事件<sup>1551</sup>において、所有制限条項の「者」についての解釈が裁判の争点の1つになった。

## 2.2 MHC v. Chateau 事件

ニューヨーク証券取引所で上場しているREIT二社、すなわちChateauとROC Communities, Inc. (以下「ROC」という)は、もともと新設合併を計画していた<sup>1552</sup>が、MHCは、当該新設合併を阻止するために、1株26米ドルの価格で、Chateauの全株取得を目指して敵対的公開買付け(以下「本件公開買付け」という)を実施した。MHCは、本件公開買付けについて、その取得する株式がChateauの定款上の「超過株式」とは見なされないという条件を設けた。すなわち、本件公開買付けは、Chateauの所有制限及び超過株式条項の適用範囲に入らないことを条件とする。Chateauの「所有制限」は、発行済株式の7%に設定されるが、取締役会は、一定の条件で所有制限及び超過株式条項の適用を免除する裁量権を有する。

Chateauの取締役会は、本件公開買付けについて、所有制限条項に違反するものであり、また同条項の適用を免除する義務を負わないと主張し、反対意見を表明した。その理由として、(1) MHCは所有制限条項の「者」に該当すること、(2) 本件公開買付けはChateauの株式100%の取得を目的とするため、7%の所有制限を超えることは明らかであることが挙げられた。

MHCは、7%の所有制限に関するChateauの取締役会の解釈を疑問視し、次のように反論した。Chateauの公開資料によると、所有制限条項は、ChateauのREIT資格を守るために設定されるものであり、これが7%の所有制限の本来の目的である。「5/50ルール」の人数カ

---

<sup>1550</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 7-3.

<sup>1551</sup> いずれもの当事者も、上場UPREITである。See Complaint, Chateau Properties, Inc. v. Manufactured Home Communities, Inc., No. WMN-96-2930 (D. Md. Sep. 17, 1996).

<sup>1552</sup> 合併後の新設会社はChateau Communities, Inc.である。Chateauの株主は、1:1の比率でChateau Communitiesの株式(約1株\$23.53-\$24.21)を受け取ることができる。ROCの株主は、1:1.042の比率でChateau Communitiesの株式を受け取ることができる。

ウントは、ルック・スルー・ルールを適用するため、当該ルールは、所有制限条項の人数カウントにも適用されると解すべきである。MHC 自体は、所有制限条項の「者」ではないため、たとえ本件公開買付けを通じて Chateau の株式 100%を取得したとしても、MHC の株主には、Chateau の株式の 7%以上を保有する者がいない。そのため、本件公開買付けは、Chateau の所有制限条項に反しないと解すべきである<sup>1553</sup>。

本件は、当事者の和解により最終的に解決されたので、この点に関して、裁判所は法的判断を示す機会がなかった。しかし、本件の検討を通じて、所有制限及び超過株式条項が買収防衛策として機能するための条件について示唆を得ることができる。Chateau は、所有制限及び超過株式条項について、定款の規定に不明確さがあり、またその公開資料において、REIT 資格維持機能のみを開示したが、買収防衛策としての機能及び効果を開示しなかった。その結果、敵対的買収者 MHC に反論の余地を与えた。また、本件公開買付けは全株取得を目的とするため、所有制限及び超過株式条項の規制に服すると解するのが妥当である<sup>1554</sup>が、REIT 資格を脅かす恐れがない部分的買付けの場合には、Chateau は、所有制限及び超過株式条項で敵対的買収を阻止できるかどうかは疑問である。

したがって、US-REIT は、所有制限及び超過株式条項を、買収防衛策として機能させるために、集団レベルで人数をカウントする旨を明確に定める必要がある。そして、目論見書または委任状説明書など株主への公開資料において、所有制限及び超過株式条項の REIT 資格維持機能のみならず、買収防衛策としての機能及び効果も開示したほうが無難である

---

<sup>1553</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 7-4 to 7-6.

<sup>1554</sup> 確かに MHC の反論には一定の合理性があるが、全株取得を目的とする本件公開買付けが Chateau の所有制限条項に反しないという結論には賛成しかねない。仮に一步を譲って、本件公開買付けは、「5/50 ルール」に反しないとしても、100 人以上の者 (persons) による保有という持分保有要件に違反することが明らかである。持分保有要件の「者」は、税法用語ではなく投資法用語の「自然人または法人」である (IRC § 7701(a)(1)) ため、会社や信託の場合はそれ自体が 1 人と数えられる。Chateau の株式 100%が MHC に取得された場合には、株主は 1 人になり、持分保有要件の違反の理由で、Chateau は REIT 資格が剥奪されることになる。Chateau の所有制限条項は、REIT 資格を守るために設定されるものであるため、このような結果をもたらす本件公開買付けは、当該制限に服すると解するのが相当である。

といえる<sup>1555</sup>。しかし、REIT 資格保護以外の目的で株式の所有または譲渡に制限を設けるかどうかについて、アメリカの裁判所は明確な判断を示していない。この点については、最近の州法改正で緩和される傾向がある。例えば、2002 年改正後のメリーランド法では、REIT は、REIT 資格保護及びその他の目的をもって、その定款で株式の譲渡<sup>1556</sup> (transferability) 及び所有 (ownership) に制限を設けることが許されるとされた<sup>1557</sup>。また、デラウェア州は、会社法の改正を通じて、定款による譲渡制限の許容範囲を拡大した<sup>1558</sup>。

### 3 所有制限及び超過株式条項の設定権限

もちろん、所有制限及び超過株式条項を設定した場合については、事前周知という点で開示が重要であるが、最も肝心な問題は、これら条項の設定が取締役会の権限のか、それとも株主の判断によるべきかである。設定権限については、明確な法律規定がないが、アメリカの裁判所は、敵対的買収が最も多かった 1980 年代において、以下の 3 つの裁判例を通じて基準を確立した。すなわち、所有制限及び超過株式条項の設定権限は、原則として株主にあるが、一般的には、株主総会の同意を得たうえで、会社定款（信託約款）に規定する形で導入される。しかし、①現に REIT 資格を失うことが確実な場合に、取締役会は、

---

<sup>1555</sup> 例えば、上場 REIT の Boston Properties, Inc は、1998 年 1 月 23 日付の有価証券発行届出書 (Registration Statement, Form S-11) において、所有制限及び超過株式条項の目的について、REIT 資格を維持すること、及び大株主への所有権集中の弊害から会社を守ることなどと規定した。さらに、目論見書において、所有制限及び超過株式条項の効果について、会社支配権の取得を防止することと規定した。See David M. Einhorn, *supra* note551, at 7-7, n9.

<sup>1556</sup> ただし、税法の授權範囲を超える所有制限条項と超過株式条項は、譲渡制限禁止の規則に違反する理由で、無効と認定される恐れがある (IRC § 856(a)(2) and Treasury Regulation §1.856-1(d)(2))。よって、US-REIT は、所有制限条項と超過株式条項を設ける際にして、譲渡制限禁止の規則に抵触しないように注意しなければならない。この点について、前掲注 (788) と注 (789) 及びそれれに対応する本文を参照。

<sup>1557</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §§ 2-105(a)(12), 8-203(a)(6).

<sup>1558</sup> See 8 Del. Code Ann. § 202(d)(1)(c). 同条により、会社は、REIT 資格維持を目的として、株式譲渡に対して制限を設けることができる。当該目的は、最終的に合理的であると推定できれば良いのである。しかし、株式の譲渡制限は、表面的には REIT 資格維持の目的があるが、集団レベルで人数をカウントすると設定されることも考えられる。デラウェア法は、このような条項は最終的に合理的であると推定できるかどうかについて、明確な意見を示していない。See David M. Einhorn, *supra* note551, at 7-12, n28.

株主の同意がなく、所有制限及び超過株式条項をもって敵対的買収を阻止することができるのか、また、②会社定款（信託約款）に所有制限及び超過株式条項がある場合に、取締役会はどのような場面においてこれら条項を免除する義務を負うのか、という 2 つの問題について争いがある<sup>1559</sup>ため、以下で、順次検討する。

### 3.1 現に REIT 資格を失うことが確実な場合

⑮Pacific Realty Trust v. APC Investments, Inc., 651 P. 2d 163 (Or. App. Sep. 29, 1982)

#### 【事実の概要】

本件申立人 Pacific Realty Trust（以下「Pacific」という）はオレゴン州で設立された上場 REIT である<sup>1560</sup>。被申立人 APC Investments, Inc.（以下「APCI」という）は、デラウェア州で設立された会社である。1981 年 11 月 2 日、APCI は、Pacific に対して、取得株式数を最大 454,000 とする部分的公開買付け（以下「本件公開買付け」という）を開始した。そのとき、APCI は、「Pacific が REIT 資格を確保するための規則を遵守しているにもかかわらず、買収者は、本件公開買付けを完了した場合に、Pacific の REIT 資格を失わせる可能性がある。また、将来に、買収者またはその関係会社は、Pacific と合併する予定がある」旨を開示していた。

1981 年 11 月 8 日、Pacific の受託者会は、本件公開買付けについて審議し、導管性要件の「5/50 ルール」に違反する恐れがあると判断した<sup>1561</sup>。その結果、「5/50 ルール」を満たすためには、Pacific の信託約款 6.17 条<sup>1562</sup>などの規定に基づき、「何人も直接または間接を問わ

---

<sup>1559</sup> 例えば、石田・前掲注（73）37 頁は、「現に REIT 資格を失うことが確実な場合には、株主に承認を求めるまでもないが、不確実な場合には、役員が株主からの授權範囲を超えて、株式譲渡を制限することはできない」と主張する。

<sup>1560</sup> Pacific は信託型 US-REIT である。オレゴン州の法律によると、信託型 US-REIT は、ビジネス・トラストを採用しており、またビジネス・トラストは、会社に関する法律を準用している。See Oregon Revised Statutes §128.580.

<sup>1561</sup> 本件公開買付けが成功したら、5 人以下の個人株主の直接又は間接の保有割合は、Pacific の発行済株式の約 55%になるからである。See Pacific Realty Trust, 651 P. 2d at 164.

<sup>1562</sup> 同条は、所有権集中による REIT 資格の喪失を防止するために、(1) 株式の買戻しと、(2) 新株発行ま

ず、発行済株式総数の 9.8%までしか株式を所有することができない」という附属定款第 9 章の新設を全員一致で採用した。これは本件所有制限条項である<sup>1563</sup>。また、翌日に、Pacific 及び 2 名の主要株主は、APCI の本件公開買付けが 9.8% の所有制限を超過することを理由に、それに対する予備的差止命令について、オレゴン州巡回裁判所に提訴した。APCI は、Pacific の附属定款第 9 章の実施に対する予備的差止命令について、同裁判所に反訴を提起した

巡回裁判所は、「株主の承認を得たものではないとしても、信託約款が目的とする税制特典（導管性）の維持を達成するためのものであれば、役員の権限において所有制限条項を設定することは合法である」とし、附属定款第 9 章は有効であると判示した。ただし、かかる条項によって APCI の公開買付けを差し止めることまではできないとした。APCI は、巡回裁判所の決定を不服として同州の控訴裁判所に控訴し、Pacific も公開買付けを差し止めなかった巡回裁判所の決定を不服として控訴した。本件はこれらを受けたオレゴン州控訴裁判所による控訴審である。

#### 【決定要旨の概要】

まず、Pacific の附属定款第 9 章が信託約款 6.17 条より厳しいという点について、双方の意見は一致している。この点について、Pacific は、附属定款第 9 章は信託約款 6.17 条を実現するためのものと解釈しているが、信託約款 6.17 条が株式譲渡の拒否権を受託者会に付与したのは、特定の場面に限られる。それは、株式譲渡の結果として、Pacific の REIT 資格が脅かされるという場面である。しかし、附属定款第 9 章は、REIT 資格を脅かす恐れがな

---

たは株式譲渡の拒絶という 2 つの権利を受託者に付与した。

<sup>1563</sup> その定義は、附属定款 9.2 条に規定される。すなわち、「いかなる者も 9.8% 以上の株式を所有してはならない。本章において、いかなる者も、IRC 第 542 条 (a) (2) 及び同法第 544 条の目的のために株式を所有しているものとみなし、かつ、その所有株式には、直接的所有分のみならず転換社債などを通じた間接的所有分を含めるものとする。本条が適用される者が所有する転換社債の転換可能株式は、発行済株式として扱われるものとする。上記のいかなる者には法人も含まれるものとする」。See Pacific Realty Trust, 651 P. 2d at 164, n.1.

い株式譲渡についても禁止する<sup>1564</sup>。そうすると、受託者会が1人当たり株式数量を基準とした包括的制限（Blanket Limitation、例えば、9.8%の所有制限）を附属定款第9章に定めることは、信託約款6.17条の授權によるものではなく、また同条を実現するためのものでもないといわざるを得ない。したがって、附属定款第9章は、Pacificの信託約款に抵触すると結論付ける<sup>1565</sup>。

#### 【検討】

本件決定は、US-REITの附属定款で定められる所有制限条項の有効性をめぐって、アメリカの控訴裁判所が意見を示した最初のものである。オレゴン控訴裁判所は、まず、「将来の可能性に基づいて裁判所は判断すべきではない」というオレゴン巡回裁判所（原決定）の立場を支持し、本件公開買付けの差止命令を拒絶した。しかし、その理由付けについては、附属定款第9章（本件所有制限条項）が無効であると認定し、それを有効とした巡回裁判所の判断を覆した。

本件の争点は、Pacificの受託者会は信託約款（declaration of trust）の規定よりさらに厳しい株式譲渡制限を、附属定款（bylaw）第9章によって設けたのが合法的かどうかである。信託型US-REITの受託者会の権限は、信託約款によって規定かつ制限されるというのが一般原則である<sup>1566</sup>。Pacificの信託約款は、受託者会に対して、所有権集中（concentration of ownership）によるREIT資格の喪失という結果をもたらす新株発行または株式譲渡について、拒否権を付与した。しかし、現に9.8%の所有制限を上回ったとしても、それだけで「5/50

---

<sup>1564</sup> この点は、裁判でPacificの受託者会長に認められた。この点の解釈について、APCIは例を挙げて説明した。例えば、Pacificの上位5名の大株主（Aは9%、Bは8%、Cは6%、Dは4%、Eは3%）は、あわせて発行済株式の30%を有する。仮にAは2%の株式の買い増しをしようとしたら、取引の結果、Aの持分割合は11%になるが、上位5名の大株主の持分割合は32%になる。信託約款6.17条に依拠すると、当該取引はPacificのREIT資格を脅かさないため、受託者会はこれを阻止することができない。しかし、定款第9章に依拠すると、当該取引は9.8%の所有制限を超えるため、受託者会はこれを阻止することができる。

See Pacific Realty Trust, 651 P. 2d at 166, n.4.

<sup>1565</sup> See Pacific Realty Trust, 651 P. 2d at 167.

<sup>1566</sup> Savit v. Chicago Title & Trust Co., 277, 68 NE2d 472 (Ill. App. 1946).

ルール」に抵触しない株式譲渡は、確かに存在し、その場合には REIT 資格の喪失という結果をもたらさない。このような株式譲渡をも制限する附属定款第 9 章は、信託約款の授權範囲を超えることが明らかである。したがって、附属定款第 9 章を無効とした控訴裁判所の判断に是認すべきであると思われる。

実際には、REIT 資格を脅かす恐れがない株式譲渡も禁止する点で、附属定款第 9 章は、Pacific の信託約款どころか、税法上の譲渡制限禁止の規則<sup>1567</sup>に違反していると認定される可能性が高い<sup>1568</sup>。この点こそは、附属定款第 9 章が無効とされる最も重要な理由ではないかと思われる。また、附属定款第 9 章には株式超過条項があるかどうかについて、裁判所は明示していない。仮に株式超過条項が存在しないとしたら、買収者は所有制限を超えて株式を取得した場合に、超過株式の議決権及び配当受領権の有無、超過株式の転換または償還の可否などの問題について、附属定款第 9 章には明確な対応がない。この点は、附属定款第 9 章が無効とされる理由であるようにも思われる。本件以後のすべての US-REIT の所有制限条項は、基本的に株式超過条項と組み合わせて設けられる。

また、本件決定は、株式譲渡をどこまで制限するかについて、信託約款の規定に依拠すべきであるとした。信託約款は株主の同意により設定・変更されるため、所有制限条項の設定権限は、原則として株主にあると解される。たとえ（本件のような）現に REIT 資格を失うことが確実な場合<sup>1569</sup>においても、信託約款には所有制限条項がなければ、換言すると、株主の承認がなければ、受託者会は、附属定款で所有制限条項を設けることができない<sup>1570</sup>。

---

<sup>1567</sup> See IRC § 856(a)(2) and Treasury Regulation §1.856-1(d)(2). 譲渡制限禁止の規則については、前掲注 (788) と注 (789) 及びそれれに対応する本文を参照。

<sup>1568</sup> この点について、APCI は、その控訴理由においても主張している。See *Pacific Realty Trust*, 651 P. 2d at 166, n.5.

<sup>1569</sup> 事実の概要で説明したとおり、本件公開買付けが成功したら、Pacific の発行済株式の約 55%は、5 人以下の個人株主に保有されることになる。「5/50 ルール」の 50%の上限を超えるから、REIT 資格を失うことが確実である。

<sup>1570</sup> なお、本件公開買付けについては、別の角度から連邦裁判所でも争われた。申立人 Pacific は、被申立人 APCI の公開買付けに関する情報開示に重大な虚偽記載があることを理由に、本件公開買付けの予備的



### 3.2 現に REIT 資格を失うことが不確実な場合

⑩San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America, 701 F.2d 1000 (1st Cir. Mar. 9, 1983)

#### 【事実の概要】

本件申立人 San Francisco Real Estate Investor（以下「SFREI」という）は、カリフォルニア州に設立された信託型 US-REIT である<sup>1571</sup>。被申立人 Real Estate Investment Trust of America（以下「REITA」という）は、1886 年にマサチューセッツ州に設立された上場信託型 REIT である<sup>1572</sup>。SFREI は、1982 年 5 月 21 日に、市場において 1 株当たり 30.50 米ドルで REITA の 102,400 株式（約 6.3%）を買い占めた。同年 10 月 28 日、SFREI は、REITA に対して、1 株当たり 40 米ドルの（市場価格より約 9 ドル高い）価格で、部分的公開買付け（以下「本件公開買付け」という）を開始した。取得株式数は 149,000 を下限とし、558,000（約 34%）を上限とする。本件公開買付けが上限で成功すれば、SFREI は、その関係者の保有する株式を含め、REITA の発行済株式の 51%を取得することとなり、REITA の支配権を握ることができるというものである。

1982 年 5 月 24 日、すなわち SFREI が市場における買占めを始めた 3 日後に、REITA の受託者会は、SFREI による支配権取得と REIT 資格喪失の可能性を意識したうえで、REIT 資格の維持を目的とする所有制限条項（集団レベルの 9.8%以上保有禁止、受託者会による適用除外）と超過株式条項（超過株式にかかる議決権と配当受領権の制限、受託者会による買戻し。ただし、超過が解消された場合には累積留保した配当が支払われる）を規定す

---

差止命令を求める訴訟を連邦裁判所へ提起した。連邦裁判所は、州裁判所の姿勢を支持しつつ、APCI による公開買付けは、①APCI の財政状態（支払能力）、②過去の公開買付け実績、③利益相反の可能性、④税制特典（導管性）の喪失の可能性について、適切な開示をしておらず、投資者保護の観点から、証券取引所法 14 条（e）項に規定する情報開示が十分になされていないことを理由に、公開買付けを差し止められるべきとした。この事件の詳細は、前掲⑤Pacific Realty Trust v. APC Investments, Inc.事件を参照。

<sup>1571</sup> カリフォルニア州の信託型 US-REIT は、ビジネス・トラストを採用している。

<sup>1572</sup> マサチューセッツ州の信託型 US-REIT は、ビジネス・トラストを採用している。

る附属定款の変更を行った（以下「本件所有制限及び超過株式条項」という）。

SFREI は、本件公開買付けを開始した当日に、かかる附属定款変更の実施の予備的差止めについて、マサチューセッツ州連邦地方裁判所（以下「地方裁判所」という）に提訴する一方、裁判所による予備的差止めの許可を本件公開買付けの条件とした。5 日後に、REITA は、SFREI 及びその関係者は、買収の目的と詐欺による市場操縦について開示していないことを理由に、本件公開買付けの予備的差止めを求める反訴を提起した。同年 11 月 17 日、地方裁判所は、SFREI による附属定款変更の実施の差止請求を否定し、REITA による本件公開買付けの差止請求を肯定した。その後、SFREI は、地方裁判所の決定を不服として、連邦第一巡回控訴裁判所に控訴した<sup>1573</sup>。

#### 【決定要旨の概要】

I 地方裁判所は、予備的差止命令の発令 4 要件<sup>1574</sup>に基づき本件を審査した。本裁判所にとっては、裁量権の濫用または法律適用の誤りがない限り、地方裁判所の決定を尊重すべきことが要求される<sup>1575</sup>。まずは、本件所有制限及び超過株式条項の実施が差し止められた場合における REITA の回復不能の損害についてであるが、地方裁判所は、この点を明確に認定していない。実際には、本件所有制限及び超過株式条項の実施が差し止められると、SFREI 側は、本件公開買付けを合法的に再開し、その結果、REITA の支配権が移転し、REITA の REIT 資格が失われる可能性が出てくる。これは、REITA 及びその株主にとって回復不能の損害であるといえる。

次は、SFREI の差止請求が拒絶された場合における SFREI の回復不能の損害についてであるが、地方裁判所は、この点を取り扱っていない。SFREI は、予備的差止命令の発令の許

---

<sup>1573</sup> ここでは、附属定款変更の実施の差止めの当否に関する本訴の内容に集中して検討を行う。本件公開買付けの差止めの当否に関する反訴については、前掲⑥San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America 事件を参照。

<sup>1574</sup> See Rent-A-Car Agency, Inc. v. Connolly, 686 F.2d 1029 (1st Cir. 1982).

<sup>1575</sup> See Burgess v. Affleck, 683 F.2d 596, 599-600 (1st Cir. 1982); Crowley v. Local No. 82, 679 F.2d 978, 994 (1st Cir. 1982).

可を本件公開買付けの条件とするため、時間と金銭以外に失われるものがない。この点について、本裁判所は、地方裁判所の認定に法律適用の誤りがあると考えられる。本件所有制限及び超過株式条項は、本件公開買付けを完全に凍結させることではないが、間違いなく公開買付けの継続の努力に水をかけるようなことである。つまり、SFREI は、時間と金銭を失う同時に、本件公開買付けの成功の機会も減少している。このような努力が賢明であるかどうかはさておき、「決定的なのは、大手企業の支配権を奪取する機会が失なわれるということである<sup>1576</sup>」。連邦議会は、企業買収場面における「支配権争奪の中立性<sup>1577</sup>」を確保するために、ウィリアムズ法を制定した。それによって、裁判所は、公開買付けを不当に遅らせるようなことについて、妥当でないと認定した<sup>1578</sup>。

SFREI の回復不能の損害の有無について、地方裁判所は、損害がないと判断したことから、それと REITA の損害（REIT 資格の喪失など）との比較衡量が視野に入っておらず、それと公益への影響とを比較衡量することもしていない。仮に本件所有制限及び超過株式条項は受託者会の権限に完全に相応しいもので、かつウィリアムズ法に違反しないものである場合に、その実施の差止めは、公益に役立つものとはいえない。また、市場競争を刺激するという公益については、少なくとも、適切な買収防衛策にバランスされている。これに対して、仮に本件所有制限及び超過株式条項は以上のような得策でない場合に、支配権争奪の結果が本件所有制限及び超過株式条項の実施によって決定されるのは、上記の公益に資するものとは言い難い。したがって、本裁判所は、残りの要件に目を投じて、すなわち申立人の本案勝訴可能性という要件を本件の決定的な判断要素とする。

II SFREI は、本件所有制限及び超過株式条項が REITA の信託約款 6.5 条<sup>1579</sup>に矛盾・違

---

<sup>1576</sup> See *Dan River, Inc. v. Carl C. Icahn, Icahn*, 701 F.2d 278 (4th Cir. 1983); *National City Lines, Inc. v. LLC Corp.*, 524 F. Supp. 906, 912 (W.D. Mo. 1981), *aff'd*, 687 F.2d 1122 (8th Cir. 1982).

<sup>1577</sup> See *Piper v. Chris-Craft Industries, Inc.*, 430 U.S. 1 (1977).

<sup>1578</sup> See *Edgar v. MITE Corp.*, 457 U.S. 624 (1982); *Kennecott Corp. v. Smith*, 637 F.2d 181 (3d Cir. 1980).

<sup>1579</sup> REITA の信託約款 6.5 条は、Pacific の信託約款 6.17 条とほぼ同じである。すなわち、所有権集中による REIT 資格の喪失を防止するために、(1) 株式の買戻しと、(2) 新株発行または株式譲渡の拒絶という 2

反していると主張する。これに対して、REITA の受託者会は、次のように反論した。信託約款 6.5 条は、既知の株式譲渡に起因する現実的または潜在的な所有権集中の問題に対応するものである。一方、本件所有制限及び超過株式条項は、REITA のすべての株主に適用される予防的 (prophylactic) な手段である。受託者会は、信託約款 6.5 条の授權を受けて、REIT 資格を守るために、株式譲渡の拒絶または株式の買戻しをすることができる以上、それほど強烈でない手段を採ることができるはずである。

確かに、本件所有制限及び超過株式条項は、株式譲渡の拒絶または株式の買戻しと比べると、それほど強烈ではない。しかし、この手段は、あまりにも先制的 (preemptive) かつ防止的 (preventive) である。本件所有制限及び超過株式条項に基づくと、REITA の株主には 1%以上の株式を有する者がいなくとも、すなわち、不当な所有権集中のリスクがなくとも、いかなる法人または個人も、9.8%以上の株式を取得することが禁止される。そうすると、受託者会は、本件所有制限及び超過株式条項をもって、信託約款 6.5 条を実質的に廃止しまたは変更するものである可能性を否定し得ない。これは、発行済株式の 3/4 以上の同意を要求する信託約款の変更規定 (信託約款 10.1 条) に明らかに違反するものである。

III また、本件所有制限及び超過株式条項は、信託約款とマサチューセッツ法における株式の譲渡性、利益の配当及び議決権の規定に違反している可能性がある。まず、超過株式を有する株主は、超過分の配当受領権を有さず、その配当金は預金口座に入れられる。超過状態が解消された場合には、累積留保した配当金が株主に支払われる。こうした配当方法は、信託約款 9.1 条の「株主の保有株式に比例して配当する」の規定に反する。次に、本件所有制限及び超過株式条項には、超過株式の性質についての明確な解釈がない。株主の共同保有する金庫株と解する説があるが、買い戻されるべき株式と解する説もある。いずれの説に立っても、超過株式は議決権を有しない。そうすると、超過株式を有する間に株主の議決権が停止されるのは明らかである。これは、信託約款 7.5 条の「1 単位の株式は 1

---

つの権利を、REITA の受託者に付与した。

つの議決権を有する」の規定に反する。

本裁判所は、附属定款変更（本件所有制限及び超過株式条項）の有効性について最終的な判断を下さないが、受託者会による附属定款変更は信託約款の授權範囲を超えているとする SFREI の主張は、本案における勝訴可能性があると認めるべきである。

#### 【検討】

本件決定は、敵対的公開買付けを阻止するために附属定款変更で導入された所有制限条項と超過株式条項の有効性について、アメリカ裁判所が判断した二番目のものである。本件の先例は、⑮Pacific Realty Trust v. APC Investments, Inc.事件である。本件の争点は、⑮事件と同様、附属定款変更で導入された本件所有制限及び超過株式条項は、信託約款の授權範囲を超えるかどうかにある。ただし、⑮事件において、裁判所の検討は、所有制限条項に限られ、超過株式条項に触れていないが、本件において、所有制限条項と超過株式条項がセットで導入されたため、巡回控訴裁判所は、これら条項の効力を一緒に検討した。

まず、本件所有制限条項について、本件決定は、信託約款 6.5 条の内容と比較したうえで、両者には共存する余地がないと認定した<sup>1580</sup>。本件所有制限条項の内容から見れば、それは、もはや信託約款 6.5 条の目的を実現するためのものではなく、信託約款 6.5 条を実質的に廃止または変更するものになるからである。次に、本件超過株式条項について、本件決定は、超過株式の配当受領権と議決権の内容を分析したうえで、信託約款の関連規定に反すると認定した。本件決定の判断は妥当であると思われる。株主の受領配当権について、附属定款の規定は、信託約款の「比例して配当する」との規律に反する理由で否定した裁判例もある<sup>1581</sup>。この裁判例において、小口株主に配当されるのは現金であるが、大口株主に配当されるのは約束手形である。配当金額は同じであるが、大口株主と小口株主の受領形式に違いを設けることだけでは、依然として信託約款の授權範囲を超えていると認定され

---

<sup>1580</sup> See San Francisco Real Estate Investor, 701 F.2d at 20.

<sup>1581</sup> See Twenty-Seven Trust v. Realty Growth Investors, 533 F.Supp. 1028 (D.Md.1982).

た。本件において、超過株式を有する株主は、超過株式を放棄しなければ相応の配当金を受けることができない。こうした配当方法は、超過株式の配当金の受領資格を剥奪するのと同然であろう。したがって、本件超過株式条項は信託約款の授權範囲を超えているという判断は妥当であると考えられる。

また、地方裁判所は、本件と Pacific 事件との相違点について以下の 2 点にまとめた。すなわち、Pacific の附属定款変更は、超過株式の所有を完全に禁じたこと、公開買付けの開始後に変更されたことである<sup>1582</sup>。このような説明はやや簡潔すぎるように思われる。実際には、Pacific 事件は、現に REIT 資格を失うことが確実な場合<sup>1583</sup>といえるが、本件はこのような断定することができない。この点は 2 つ事件の大きな違いである。本件公開買付けが成功したら、SFREI の実質所有者 George S. Mann は、およそ REITA の発行済株式の 13% を持つと予想される<sup>1584</sup>が、Mann に次ぐ個人大株主は、それぞれ 3%、1%、1% を持つ 3 人がいると予想される。この 4 人のほかに、32% 以上の株式を持つ個人株主が現れなければ、実質所有者レベルで人数をカウントする「5/50 ルール」には違反しないのである。そうすると、現に REIT 資格を失うことが確実でない場合、受託者会は、株主の承認がなく、本件所有制限及び超過株式条項をもって、本件公開買付けを阻止することはやや合理性に欠けると思われる。本件決定は、地方裁判所の原決定に法律適用の誤りがあると認定し、そして、本件所有制限及び超過株式条項の実施を差し止めるべきと判示した<sup>1585</sup>。

しかし、本件決定は、本件所有制限及び超過株式条項の実施の差止請求を肯定したが、

---

<sup>1582</sup> See San Francisco Real Estate Investor, 701 F.2d at 27.

<sup>1583</sup> Pacific 事件において、敵対的買収者の公開買付けが成功したら、Pacific の発行済株式の約 55% は、5 人以下の個人株主に保有される事態になるからである。

<sup>1584</sup> 事実の概要で説明したとおり、本件公開買付けが上限で成功すれば、SFREI は、その関係者の保有する株式を含め、REITA の株式の 51% を取得することとなる。そのうち、(1) UAC は、SFREI の 50.02% の持分を持つから、REITA の株式の 25.51% を持つとみなされる。(2) UCC は、UAC の 84.5% の持分を持つから、REITA の株式の 21.56% を持つとみなされる。(3) Mann は、UCC の 58.5% の持分を持つから、REITA の株式の 12.61% (約 13%) を持つとみなされる。See San Francisco Real Estate Investor, 701 F.2d at 35, n.14.

<sup>1585</sup> See San Francisco Real Estate Investor, 701 F.2d at 28.

REITA による本件公開買付けの差止請求（反訴）について、地方裁判所の姿勢を支持し、投資者保護の観点から、ウィリアムズ法に規定する情報開示が十分になされていないことを理由<sup>1586</sup>に、本件公開買付けを差し止めるべきと判示した。

以上の 2 つの事件の結論をまとめると、所有制限及び超過株式条項は、原則として株主が承認した会社定款により設定される。現に REIT 資格を失うことが確実な場合であっても、不確実な場合であっても、会社定款にはこれら条項がなければ、取締役会は、附属定款においてこれらの条項を導入し、敵対的買収を阻止することができない。

#### 4 所有制限及び超過株式条項の免除要件

会社定款に所有制限及び超過株式条項がある場合は、取締役会にこれら条項の適用を免除する権利を付与するのが一般的である。取締役会は、濫用的な敵対的買収から REIT 資格を守ることが重要であるが、効率的な敵対的買収に臨む際に、すべての株主が買収プレミアムを享受できるようにも配慮する必要があるからである<sup>1587</sup>。以下の事件を通じて、取締役会はどのような場面においてこれら条項を免除する義務を負うのかについて検討する。

⑪ Realty Acquisition Corp. v. Property Trust of America, 1989 WL 214477 (D. Md. Oct. 26, 1989)

##### 【事実の概要】

1989 年に、Realty Acquisition Corp.（以下「RAC」という）は、Property Trust of America<sup>1588</sup>（以下「PTA」という）に対して、敵対的二段階買収を実施した。しかし、PTA の信託約款には、ライツ・プラン条項と所有制限及び超過株式条項があるため、RAC は、第一段階の

---

<sup>1586</sup> 主な理由は、以下のとおりである。SFREI は、John Starkey（個人）とジェネラル・パートナーシップ（general partnership）を設立し、その 50% の持分を持っている。SFREI は公開買付けで REITA の株式の 51% を取得した場合に、IRC 第 544 条（a）項（2）号の規定に基づき、Starkey は REITA の株式の 51% を取得したとみなされる。そうすると、本件において、「5/50 ルール」の違反が発生する可能性は否定できない。SFREI は、控訴審において、この問題の救済措置を記載する書類を提出したが、このような情報は、REITA の株主に十分に開示しないままであり、REIT 資格の問題が依然として存在している。反訴の詳細については、前掲⑥ San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America 事件を参照。

<sup>1587</sup> See Garrigan & Parsons, *supra* note 528, at 51-53.

<sup>1588</sup> メリーランド州に設立された信託型の上場 REIT である。

公開買付けにおいて、これら条項の免除を条件とした。一方、1989年9月1日に、RACはメリーランド州連邦地方裁判所に提訴し、①ライツ・プラン条項の無効<sup>1589</sup>、②所有制限及び超過株式条項の無効、及び③メリーランド州の事業結合法<sup>1590</sup>（Business Combination Act）と支配株式法<sup>1591</sup>（Control Share Act）の違憲を主張した。

#### 【判旨の概要】

I RACは、PTAの受託者会が本件所有制限及び超過株式条項の免除を拒否したことについて、信託約款の違反及び受託者の信託義務の違反を主張した。

しかし、PTAの信託約款7条(e)項によると、買収者はPTAのREIT資格を脅かさないことについて十分な証拠及び確約(assurances)を提供した場合に、PTAの受託者会は、所有制限及び超過株式条項を免除することができる。ということは、受託者会は、所有制限及び超過株式条項の免除について完全な裁量権を有するため、十分な証拠及び確約が買収者に提供されたとしても、免除する義務を負わない。また、所有制限及び超過株式条項を導入する際の委任状説明書において、株主に次のようなことが開示された。すなわち、企業買収の場面におけるすべての株主の利益を保護するために、原則として9.8%以上の株式取得を禁じる。ただし、全株式取得を目的とする現金公開買付けの際に、買収者（その関係者も含む）以外の株式の過半数が当該公開買付けに応募した場合は、この限りでない。本件において、RACの公開買付けは部分的なものであり、まさに本件所有制限及び超過株式条項の禁止対象になる。

II また、メリーランド州で、裁判所は少数株主の請求によって会社内部の経営について

---

<sup>1589</sup> ライツ・プラン条項についての内容は、ここで検討しないが、以下の「2 所有制限及び超過株式条項とライツ・プランの関係」で取り扱う。

<sup>1590</sup> すなわち、会社の利害関係株主(interested shareholder)は、利害関係株主になった5年間以内に合併等の事業結合行為を行うことは禁止される。ただし、取締役会の推薦を得たうえで、80%以上の発行済株式の同意かつ2/3以上の非利害関係株主(disinterested shareholder)の同意を得た場合は、この限りではない。

<sup>1591</sup> すなわち、2/3以上の非利害関係株主の同意がなければ、会社の支配株式は議決権を有しない。ただし、取締役会の事前同意を得た場合は、この限りではない。



干渉しないのが恒例である。会社の業務執行は取締役会によって行われるため、取締役会の過半数が合理的に経営判断を下したならば、通常、取締役の責任は解除される<sup>1592</sup>。本件において、PTA の受託者会は、免除を拒否した際に重過失または不正があった旨の証拠がない。したがって、PTA の受託者会はその裁量権に基づき、本件所有制限及び超過株式条項の免除を拒否したのは妥当である。

#### 【検討】

US-REIT の取締役会（受託者会）は、敵対的買収の場合において、定款の所有制限及び超過株式条項の免除義務を負うのかについて、従来から争いが存在する。本件では、メリーランド州連邦地方裁判所は、初めて明確な判断を示した。本件の争点は、PTA の受託者会が本件所有制限及び超過株式条項の免除を拒否したのは、信託約款に違反するかどうか、受託者の信託義務に違反するかどうか、という2点である。

前者について、PTA の信託約款の内容から見れば、本件所有制限及び超過株式条項の免除は、受託者会の義務ではなく、その権限であるため、受託者会が信託約款に違反しないのは明確である。また、後者について、本件所有制限及び超過株式条項の免除は、PTA の受託者会の権限である以上、当然に「経営判断原則」の範囲に入る<sup>1593</sup>。受託者会は、免除しないと決定する際に重過失または不正がないならば、信託義務に違反したとはいえない。

ただし、本件決定は、これらの認定にとどまらず、本件所有制限及び超過株式条項を導

---

<sup>1592</sup> See *Mountain Manor Realty, Inc. v. Buccheri*, 461 A.2d 45, 50-51 (Md. App. 1983) (quoting *Parish v. Milk Producers Assn.*, 250 Md. 24, 74, 242 A.2d [\*11] 512 (Md. 1968)).

<sup>1593</sup> 「経営判断原則」は、企業買収・再編の場面に於いて、いくつかの例外ルールがある。これら例外ルールは、基本的にデラウェア州の判例法理により発展してきたのである。しかし、メリーランド州は、制定法を通じて、デラウェア法の例外ルールを排除した。See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §2-405.1(f). 同条は、「高い取得責任の禁止 (no higher acquisition duty)」と呼ばれ、具体的には、「取締役の行為は、会社支配権の取得あるいは取得の可能性に/を関連・影響する場合に、当該行為は、取締役の他のいかなる行為より、高い責任または厳格な審査 (greater scrutiny) を受けない」ということである。また、メリーランド州において、裁判所の相対的な経験不足の原因で、「経営判断原則」の例外ルールの全体像は、未だ明らかではない。See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 7-9 n.11.

入する際に株主に開示した内容に遡り、これら条項の目的及び機能を明らかにした。すなわち、本件所有制限及び超過株式条項は、企業買収の場面におけるすべての株主の利益を保護するために設定されたものである。この目的を実現するためなら、受託者会は、これら条項をもって、9.8%以上の株式取得を禁止することが許される。しかし、受託者会のこの権限は無制限ではないはずである。前記の株主への開示内容に基づき、全株式取得を目的とする現金公開買付けの際に、買収者（その関係者も含む）以外の株式の過半数が当該公開買付けに応募する場合には、受託者会は、これら条項をもって、9.8%以上の株式取得を禁止してはならない。つまり、この場合には、本件所有制限及び超過株式条項を免除する義務が受託者会に課されている。

それによって、取締役会は所有制限及び超過株式条項の免除義務を負うのかというと、US-REIT の会社定款のみで判断すべきではなく、これら条項を導入する際になされた株主への開示内容<sup>1594</sup>にも依拠すべきであると思われる。さらに、部分的公開買付けの場合は、株主への強圧性及び REIT 資格喪失の可能性に鑑み、一般的に取締役会は所有制限及び超過株式条項の免除義務がないとされる。これに対して、全株取得を目的とする現金公開買付けの場合<sup>1595</sup>には、株主への強圧性は比較的に低く、また買付け後の REIT 資格の維持を議論する余地はない<sup>1596</sup>ため、一般的に取締役会は所有制限及び超過株式条項の免除義務があるとされる。

---

<sup>1594</sup> 例えば、委任状説明書と目論見書などである。

<sup>1595</sup> 上記の MHC v. Chatea 事件は、全株取得を目指した現金公開買付けであるが、同事件は、和解により最終判断がなされることはなかったため、所有制限条項と超過株式条項が、全株取得を目的とした現金公開買付けに対して、有効に機能するかどうかを議論する機会を与えなかった。前掲注（1551）を参照。

<sup>1596</sup> 特に、買収者（その関係者も含む）以外の株式の過半数は、公開買付けに応募する場合である。

### 第三款 所有制限及び超過株式条項とライツ・プランとの併用

#### 1 所有制限及び超過株式条項とライツ・プランの関係

上述したとおり、所有制限及び超過株式条項は、法的な不確定性があることから、買収防衛策として機能するためには、導入当時の株主に対する開示内容が非常に重要である。すなわち、(1) 株主への開示内容には REIT 資格維持機能しか記載されない場合、取締役会は、当該所有制限及び超過株式条項をもって、敵対的買収を阻止することができるかどうかは疑問である。また、(2) 株主への開示内容には REIT 資格維持機能のほか、買収防衛策としての機能に関する記載もある場合、当該所有制限及び超過株式条項は、REIT 資格を脅かす恐れがある敵対的買収に対する防衛効果が認められるが、(3) REIT 資格を脅かす恐れがない敵対的買収に対して、防衛効果があるかどうかについては定説がない。

これに対して、アメリカの多くの州は、ライツ・プランの買収防衛策機能を認め、そして、長年の判例法理の積み重ねにより、ライツ・プランを取り扱う法制度が完備している。デラウェア州の裁判所は、多くの事例でライツ・プランが有効であると認めた<sup>1597</sup>。メリーランド州は、制定法でライツ・プランを採用する取締役会の権限を付与した<sup>1598</sup>。のみならず、デラウェア州の裁判所<sup>1599</sup>に否定されたスローハンド (slow-hand) 型ライツ・プランも、メリーランド州においては許容された<sup>1600</sup>。1990 年代になると、一般事業会社におけるライ

---

<sup>1597</sup> 例えば、Grand Metro. Public, Ltd. v. Pillsbury Co., 558 A.2d 1049 (Del. Ch. 1988)において、デラウェア州衡平法裁判所は、詳細なテストを経たうえで、ライツ・プランの有効性を認めた。また、Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d 1361, 1373 n.13 (Del. 1995)において、デラウェア最高裁判所は、ライツ・プランについて、特定の買収防衛の環境で合理的であると判示した。

<sup>1598</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 2-201(c)(1).

<sup>1599</sup> デラウェア州の裁判所は、スローハンド型ライツ・プランとデッドハンド (dead-hand) 型ライツ・プランを不法とした。See Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro, 721 A.2d 1281 (Del. 1998); Carmody v. Toll Brothers, Inc., 723 A.2d 1180 (Del. Ch. 1998).

<sup>1600</sup> 具体的には、取締役会は、ライツ・プランを採用する同時に、その後に選任された取締役の当該ライツ・プランを消却・変更・終了する能力について、180 日以下の制限を設けることができる。See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 2-201(c)(2)(ii).

ツ・プランの導入が進み、各州裁判所もこれを認めたため、所有制限及び超過株式条項と組み合わせてライツ・プランを導入する US-REIT が増加した<sup>1601</sup>。これまでの所有制限及び超過株式条項による買収防衛策に比べ、合理的に設計されたライツ・プランは、①買収者の所有比率を減少させることができること、②買収者等に限定して、より強力な希釈化によるダメージを与えることができること<sup>1602</sup>、③発動については、取締役会の決議により機動的に行うことができること<sup>1603</sup>、④発動を先延ばしできる等の柔軟性があること、⑤株式の譲渡制限が生じないこと等の優位性が認められた<sup>1604</sup>。

したがって、こうした法的な確定性の違いを鑑みると、所有制限及び超過株式条項は、ライツ・プランと併用された場合の補充効果<sup>1605</sup>が認められるが、ライツ・プランに代わって、単独で買収防衛策として機能するには不十分であるといわざるを得ない<sup>1606</sup>。

## 2 ライツ・プランと導管性要件との間の緊張関係

US-REIT のライツ・プランは、一般事業会社のライツ・プランと異なり、会社法上の規

---

<sup>1601</sup> Daniel Scott Lawrance, *An Examination of Agency Costs: The case of REITs*, Texas A&M University, 63 (2002). また、1990 年代には、上場 REIT のライツ・プランを導入するブームが起きた。例えば、1998 年と 1999 年との 2 年間に、ライツ・プランを導入した上場 REIT は 47 社がある。See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 7-14, n.1.

<sup>1602</sup> これに対して、所有制限及び超過株式条項は、買収者に経済的な損失を与えないのが一般的である。前掲注 (787) を参照。すなわち、超過株式が売却される前に対象会社の株式価格は下落しないと、買収者は、何の経済的な損失もない。そのため、所有制限及び超過株式条項は、濫用的な買収者に対する抑止力が相対的に弱いと考えられる。

<sup>1603</sup> 例えば、デラウェア会社法により、取締役会は、定款に禁止規定がない限り、一方的に新株予約権を発行することができる。See 8 Del. Code Ann. §157(a). また、デラウェア最高裁判所は、ライツ・プランの採択が取締役会の権限執行として有効であると判示したことがある。See *Morgan v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985). これに対して、所有制限及び超過株式条項は、会社定款に定めるものであるため、その発動及び変更は、株主総会の決議を要する。

<sup>1604</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 7-14.

<sup>1605</sup> 例えば、所有制限及び超過株式条項は、その発動条件が、通常、ライツ・プランのそれより低い水準に設定されるため、より早い段階で株式の集積を防ぐことができる。

<sup>1606</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 7-8, 7-16.

制のみならず、税法上の規制も受けなければならない。そのため、ライツ・プランが合理的に設計されていない場合には、買収防衛策としての機能どころか、それ自体が REIT の導管性要件に抵触するおそれがある。したがって、ライツ・プランは、所有制限及び超過株式条項との優位性を認める一方、導管性要件との緊張関係も見逃してはならない。以下では、まず、US-REIT に導入されるライツ・プラン条項の仕組みについて簡単に考察し、その後、ライツ・プランと導管性要件との緊張関係について具体的に検討する。

## 2.1 US-REIT に導入されるライツ・プラン条項の仕組み

ライツ・プラン条項に基づき、US-REIT は、その発行済株式に対して、配当として 1 : 1 の比率で新株予約権を付与する。当該新株予約権は、10 年を満了期間とし、最初にそれに対応する発行済株式の一部とみなされるため、株式と分離して取引・行使されてはならない。しかし、付与日になると、当該新株予約権は、株式と分離して行使できるようになる<sup>1607</sup>。行使価格は、通常、当時の株式市場価格の 3 倍から 5 倍の水準に設定される。ここでの「付与日」は、一般的に、(1) 買収者側が US-REIT の一定比率（例えば 20%以上）の発行済株式を取得した後の 10 日目、または (2) 買収者側が 20%以上取得を目標とする公開買付けの実施を発表し、あるいは公開買付けを開始した後の 10 日目に設定される<sup>1608</sup>。ということは、買収者側が「5/50 ルール」や所有制限条項を大幅に超える株式を取得し、またはそのような公開買付けを発表・開始することが、ライツ・プラン発動の「引き金」となる。

また、当該新株予約権は、いわゆる「フリップ・イン (flip-in)」と「フリップ・オーバー (flip-over)」という 2 つの特別な状況に存在する。フリップ・インとは、US-REIT の株式の一定比率（例えば 20%以上）が買収者側に取得された場合に、買収者側以外の株主は、

---

<sup>1607</sup> 典型的なライツ・プラン条項において、発行会社は、付与日後の 10 日間以内に、額面価額（通常 1 個当たりは 0.1 米ドル）で新株予約権を買い戻すことができる。これは、空白期間（Window Period）と呼ばれる。ただし、すべてのライツ・プランは、こうした空白期間を設けているわけではない。

<sup>1608</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 7-17.

新株予約権を行使して、US-REIT の株式を割安（例えば半額）に取得できることをいう<sup>1609</sup>。

フリップ・オーバーとは、US-REIT の合併または過半数の資産等の売却が発生した場合に、買収者側以外の株主は、新株予約権を行使して、買収者側の株式を割安（例えば半額）に取得できることをいう。フリップ・オーバーは、スクイーズ・アウト合併の問題に対応するためのものである<sup>1610</sup>。

そうすると、フリップ・インまたはフリップ・オーバーの場合において、買収者側（買収者側から新株予約権を受けた者も含む）は、新株予約権の行使から排除されることになる。その結果、買収者側は、株式持分が希釈化されるだけでなく、多大なキャピタル・ロスとインカム・ロスを受ける可能性もある<sup>1611</sup>。

## 2.2 ライツ・プランと「5/50 ルール」との緊張関係

前述のとおり、US-REIT のライツ・プランは、IRC 上の導管性要件との間には緊張関係がある。つまり、もともと敵対的買収を防衛するために設定されるライツ・プランは、発動後、導管性要件に抵触してしまい、US-REIT に多くの損失をもたらす可能性がある。導管性要件に抵触する 1 つの可能性として、ライツ・プランは非同族会社要件（いわゆる「5/50 ルール」）に違反するおそれがある。すなわち、IRC 第 544 条（a）項（3）号に基づき、同族会社かどうかの判定の際、株式を取得できる権利（オプション）を持つ者は、それを行使して取得できる株式を有しているものとみなされる。そうすると、ライツ・プラン発動

---

<sup>1609</sup> 例えば、新株予約権の行使価格は 160 米ドルで、US-REIT の株式市場価格は 40 米ドルの場合に、買収者側以外の株主は、160 米ドルで 8 つの株式（市場総価格 320 米ドル）を買えることができる。また、フリップ・オーバーの場合も同様である。

<sup>1610</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 7-17.

<sup>1611</sup> 内国歳入庁は、歳入規則 90-11 において、IRC 上ライツ・プランの付与については非課税であると規定したが、それを補足する説明や分析がないので、課税の取り扱いが不明である。See Rev. Rul. 90-11, 1990-1 C.B. 10. また、権利行使により株式を発行することが配当とみなされた場合、REIT 資格要件であるすべての株主への配当でないと当局から判断される可能性があるが、それについても取り扱いが不明である。US-REIT においても、新株予約権行使に至るケースがないため、課税上の取り扱いが不明である点は、日本と同じである。石田・前掲注（73）54-55 頁を参照。

後に新株予約権が付与された者（買収者側に限らず）は、取得可能な株式を有しているものとみなされる。しかし、フリップ・インまたはフリップ・オーバーの場合になると、買収者側のみは、新株予約権を行使することができないとするため、US-REIT の株式を取得できなくなる。「5/50 ルール」の算定においては、買収者側の持分割合が減少するのに対し、買収者側以外の株主の持分割合が増加することになる。そうすると、次のような場合において、「5/50 ルール」に違反する可能性が生じる。

すなわち、US-REIT の発行済株式総数は 1000 株とし、また 5 人の個人株主がそれぞれ 9% の株式（90 株）を有すると仮定する。買収者側（その関連会社等を含む）は、20% の株式（200 株）を取得した後、US-REIT のライツ・プランが発動され、すべての株主に 1 株につき 8 株を追加取得できる新株予約権が付与された。当該ライツ・プランは、20% の株式取得をフリップ・イン条件とする。この場合において、IRC 第 544 条（a）項（3）号に基づき、買収者側以外の株主は、7200 株（6400+800）を有しているとみなされ、その持分が 80% から 97.3%（7200/7400）まで増加した。また、5 人の個人株主は、4050 株（3600+450）を有しているとみなされ、彼らの持分割合が 45% から 55%（4050/7400）まで増加した。これは、「5/50 ルール」の 50% 以下の要求に反する。さらに、仮に 5 人の個人株主のみが新株予約権を行使し、それ以外の株主が新株予約権を行使しないとする場合に、彼らの持分割合は、88%（4050/(3600+1000)）になる<sup>1612</sup>。

ライツ・プランに起因する「5/50 ルール」の違反、ひいては REIT 資格の喪失を回避するためには、US-REIT の定款に所有制限及び超過株式条項を設けられることが考えられる。例えば、個人株主が有する 9.8% 超過の株式は、議決権と配当受領権がない「超過株式」に転換されるとする。それによって、ライツ・プラン発動後、株主に付与される新株予約権は、IRC 第 544 条（a）項（3）号の「オプション」に該当しなくなる<sup>1613</sup>。また、仮に 5 人

---

<sup>1612</sup> See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 7-20.

<sup>1613</sup> 内国歳入庁の釈明に基づく、オプションを有する者は、自らの選択による株式取得の確実な権利を有しなければならないが、所有制限及び超過株式条項のもとで、新株予約権を有する者は、それを行使し

の個人株主は、新株予約権を行使したとしても、彼らの持分割合が 49%にとどまるのである。したがって、所有制限及び超過株式条項は、ライツ・プラン条項と併用される場合に、ライツ・プランと「5/50 ルール」との緊張関係を解消することができる。これはまさに、所有制限及び超過株式条項のライツ・プランに対する補充効果である。

ただし、所有制限及び超過株式条項は、「5/50 ルール」の違反を回避することができる一方、ライツ・プランの効果を削減し、特に現支配株主の持分割合を下げる危険もあることに注意が必要である。例えば、上記の 5 人の個人株主が US-REIT の創業者家族である場合<sup>1614</sup>は、所有制限及び超過株式条項により、もともと彼らに発行されるべき新株が「超過株式」に転換した。その結果、現支配株主と買収者側の持分割合は、共に減少するが、それら以外の中立的な株主の持分割合は増加することになる。このような場合において、買収者側が、株式を追加取得せずに、委任状争奪戦（proxy fight）または株主の書面同意（consent solicitation）による取締役の交替を行うことにより、有利な立場に立つことになるように思われる<sup>1615</sup>。

### 2.3 ライツ・プランと配当要件との緊張関係

US-REIT の導管性要件に抵触するもう 1 つの可能性として、ライツ・プランは配当要件、換言すれば、課税所得の 90%以上配当という要件に違反するおそれがある。すなわち、ラ

---

ても、株式を取得できるか、またどのくらいの株式を取得できるかが不確実である。なぜならば、5/50 ルールに違反しない場合には、株式を取得できるが、5/50 ルールに違反する場合には、株式を取得できないからである。See Rev. Rul. 68-601, 1968-2 C.B. 124 and Rev. Rul. 89-64, 1989-1 C.B. 91.

<sup>1614</sup> 実際には、多くの US-REIT には、家族経営の非公開不動産会社という背景がある。前掲注（604）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1615</sup> 例えば、2013 年の<sup>18</sup>CommonWealth REIT v. Corvex Management LP 事件において、CommonWealth のライツ・プラン条項（10%以上の株式取得をフリップ・イン条件とする）と所有制限及び超過株式条項（9.8%超過保有株式を超過株式とする）の二重制限の下で、Corvex と Related は、始終 CommonWealth の 9.8%以上の株式を取得していない。そのかわりに、すべての株主及び SEC に同意要請趣意書を提出する方法で、株主の書面同意による受託者全員の交替を実現した。この事件の詳細について、後掲注（1627）及びそれに対応する本文を参照。



イツ・プラン発動後、新株予約権は、発行済株式と1:1の比率で、配当として株主に付与される。しかし、フリップ・インまたはフリップ・オーバーの場合において、買収者側のみは、新株予約権を行使することができないとするため、こうした配当は、実際に按分して行われるわけではない。これは、配当要件が要求する「全株主への平等な配当」に明らかに反するのである。課税所得の90%以上配当を計算するに際しては、当該新株予約権に関連する所得を計上してはならない。それに、ライツ・プランによって付与される新株予約権は決して少数ではないので、これら所得がすべて除外されると、配当要件を満たさなくなる可能性がある<sup>1616</sup>。そうすると、US-REITは、ライツ・プランを設計する際に、配当要件に違反しないように工夫する必要がある。

以上で検討したように、ライツ・プランは、導管性要件の規制を受けているため、合理的な設計が特に重要なポイントとなる。さらに、UPREITの仕組みを採用するUS-REITの場合は、OPのLPの利益にも配慮しなければならない。具体的には、株主のみが新株予約権を行使すると、LPの利益が希釈化されるのは一目瞭然である。こうした問題を避けるためには、LPに新株予約権を同時に付与する方法が考えられる。

### 3 US-REITのライツ・プランの効果及び関連事例

#### 3.1 敵対的買収から友好的買収への転換の事例

前述のとおり、ライツ・プラン条項と所有制限及び超過株式条項を併用した場合は、相当強力な買収防衛策であるといえる。また、ライツ・プランがフリップ・インまたはフリップ・オーバーされた場合、買収者に生じる損失は、通常のキャピタル・ロスだけでなく、一般会社よりも配当性向が高いREIT固有のインカム・ロスが生じるため、買収者は、ライツ・プランが未導入のUS-REITを対象会社にするか、ライツ・プランが導入されている場

---

<sup>1616</sup> ただし、当該新株予約権の配当は、REIT課税所得の配当に該当するかどうかについて、まだ争う余地がある。IRC第857条(d)項(1)号の規定に基づき、当該新株予約権の配当(優先配当とみなされる場合でも)は、REIT課税所得の配当に該当しないように思われる。このような解釈によると、ライツ・プランは、配当要件に違反することがない。See David M. Einhorn, *supra* note 551, at 7-23.

合には対象会社の経営者との事前交渉に臨むことになる<sup>1617</sup>。それで、US-REIT の場合には、ライツ・プランが導入されていると、経営者と買収者側の交渉による合意が多くなるため、敵対的買収から友好的買収に転換することが多い。例えば、2006 年の Public Storage, Inc.（以下「Public Storage」という）が Shurgard Storage Centers, Inc.（以下「Shurgard」という）に対して行った敵対的買収が、このような事例であった。

#### 【Public Storage v. Shurgard 事件】

倉庫 REIT である Shurgard Storage に対する同業 REIT の Public による敵対的買収は、2000 年に失敗したものの、2005 年の再挑戦によって、ようやく成功した。具体的には、2005 年 8 月 1 日に Public Storage は、Shurgard の株式について、14%のプレミアムをつけて約 23 億 9000 万ドルの敵対的公開買付を開始した。Public Storage は、両者が合併すれば、経営効率化により約 2000 万ドルの重複コスト（販売管理費や借入利息など）の削減ができると主張した。しかも、合併後の REIT は、国内 38 州と海外 7 カ国、2000 カ所以上（1 億 2800 万平方フィート以上）を所有し、15 億ドルの収入を計上することになり、株主、顧客、従業員展望のいずれから見ても会社の価値が増加すると発表した。これに対して、Shurgard の創業者は、当該買収提案について断固反対の意見表明をした。さらに、Shurgard は、ライツ・プランを発動することができたので、Public Storage としても、交渉により友好的な解決をする必要性があった。最終的に、Public Storage が Shurgard の株式につき 39%のプレミアムをつけて 32 億ドルと評価する提案を提示し、2006 年 3 月 7 日、Public Storage を存続会社とする合併契約が両者の間で締結された<sup>1618</sup>。

---

<sup>1617</sup> ただし、敵対的買収を継続する意欲がない買収者側に対して、典型的なライツ・プラン条項は、「逃げる道」も用意している。すなわち、買収者側への悪影響が甚大であることを配慮して、新株予約権の付与後、権利行使期間前に、買収者側が株式譲渡などにより所有制限条項に定める比率以下に所有比率を低下させれば、新株予約権の行使を認めるようになるのである。

<sup>1618</sup> 石田・前掲注（73）55 頁を参照。

### 3.2 敵対的買収が阻止された事例

次に、US-REIT の敵対的買収場面においてライツ・プランと所有制限及び超過株式条項が有効に機能して、買収を阻止した事例を紹介する。それは、前述の 1989 年の Realty Acquisition Corp. v. Property Trust of America 事件である。

⑰Realty Acquisition Corp. v. Property Trust of America, 1989 WL 214477 (D. Md. Oct. 26, 1989)

【事実の概要<sup>1619</sup>】

【判旨の概要】

PTA のライツ・プラン条項に基づき、本件ライツ・プランの発動条件は、①20%以上の発行済株式を取得したこと、または②PTA に対する公開買付けを公表したこととされる。また、ライツ・プランの発動後、株主は、新株予約権の行使により、半額で PTA の株式を取得することができる。ただし、発動を引き起こした者（例えば買収者である RAC）は、新株予約権を行使することができない。この点について、本件の RAC は、PTA の株式間の不平等を理由として、メリーランド州法<sup>1620</sup>及び PTA の信託約款に反すると主張した。

REIT の受託者会は、特定の株主に対して優先配当、権利及び資格等を付与する権限があるというなら、この権限は、REIT の信託約款において規定されなければならない<sup>1621</sup>。しかし、PTA の信託約款にはこのような条項がないため、本件ライツ・プランの導入は、受託者会の権限を超えるものである。しかし、PTA の信託約款 2 章 2 条に基づき、受託者会は、その裁量により、株式売却契約について適当な条件を付ける権限がある。本件ライツ・プランの本質は、特定の状況が発生した場合に、PTA が半額で株式を売却でき、株主が半額で株式を取得できるようになることである。そのため、本件ライツ・プランの導入は、PAT の信託約款による授權であり、受託者会の権限を超えるものとはいえない。

---

<sup>1619</sup> 本件の事実の概要について、前掲注（1588）から注（1591）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1620</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 8-203(a). 同条（Classification of Shares）は、REIT 及びその受託者会の信託約款による株式の種類化についての規定である。

<sup>1621</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 8-203(a)(7).

PTA の信託約款 2 章 1 条には、すべての普通株式は「あらゆる点で平等でなければならない」という規定（いわゆる「反差別条項」）がある。RAC は、この規定を理由に、PTA の信託約款はライツ・プランの発動を禁止すると主張した。しかし、本件ライツ・プランは、普通株式に適用されるものではなく、株式売却契約であることから、信託約款の反差別条項に違反しない。たとえ本件ライツ・プランが反差別条項の適用範囲に入るとしても、それは差別的なものであるとはいえない。本件ライツ・プランは、株主を差別するものではないからである。ということは、PTA の株式を有する者は誰でも、新株予約権を有する。PTA の株主は誰でも、ライツ・プランの発動を引き起こさない限り、新株予約権を行使することにより、半額で株式を取得することができる。また、ライツ・プランの発動を引き起こした株主は誰でも、新株予約権を行使することができない。つまり、本件ライツ・プランは、RAC を含むすべての株主に対して、買収から平等な保護を与えている。

#### 【検討】

ライツ・プラン条項と所有制限及び超過株式条項を併用した場合に、その有効性を全面的に認めたのは、本件が最初でかつ唯一のものである。本件の争点は、本件ライツ・プランの導入及び発動が PTA の信託約款に違反するかどうか、という点である。

まず、本件ライツ・プランの導入は、特定の株主に権利等を与えるか、それとも個々の株主との株式売却契約に条件を付けるかについて、RAC（原告）と PTA（被告）との間に争いがある。（RAC による）前者は、信託約款の授権がないことから、受託者会の権限を超えるものであるのに対して、（PTA による）後者は、信託約款の授権があることから、受託者会の権限を超えるものではない。本件判決は、後者の見解を支持した。この結論には賛成であるが、ライツ・プランの本質は株式売却契約に対する条件付けという理由付けには疑問がある。なぜならば、本件ライツ・プラン条項には、新株予約権は株主に対する配当であるとする規定があることから、株式売却契約と解するのはいささか無理であると思われる。他方、本件ライツ・プランが配当であると認めたとしても、受託者会による導入決

定は、信託約款の授權範囲を超えるといえない。PTA の信託約款 3 章 3 条は、配当の実施及び方法等の権限について、受託者会に付与したのである<sup>1622</sup>。したがって、結論的にいえば、本件ライツ・プランの導入は、受託者会の権限を超えるものではない。

次に、本件ライツ・プランの発動が信託約款の反差別条項に違反するかどうかについて、RAC と PTA の見解に相違がある。RAC の主張によつては、ある株主に半額で株式を取得できる権利を与えるが、ある株主にこの権利を与えないのは、信託約款の反差別条項に違反することが明らかである。これに対して、PTA の主張によれば、半額で株式を取得できる権利を、最初にすべての株主に平等に与える。この権利の行使を制限するのは、特定の株主に対して意図的に行うものではなく、特定の状況が発生した場合に限り、当該状況を引き起こしたすべての株主に対して行うものである。これは、全株主を買収から保護しようとするためである。本件は、買収者以外の株主を平等に扱うことを重視し、PTA の主張を支持し、RAC の主張を退けた。

なお、本件決定は、メリーランド州連邦地方裁判所が判示したものである。メリーランド法は、デラウェア法<sup>1623</sup>と異なり、ライツ・プランを採用する取締役会の権限について、制定法で明確に肯定した<sup>1624</sup>。この制定法の規定に鑑みると、本件ライツ・プランの有効性を認めた本件決定の結論には、特に問題がないと考えられる。

### 3.3 敵対的買収を強行して成功した事例

ライツ・プラン条項と所有制限及び超過株式条項を併用した場合の強力な防衛効果に鑑み、買収者は、ライツ・プランが消却されたことを条件にした公開買付けを開始するとともに、①対象会社の株主総会において取締役を交替させるための委任状争奪戦または書面同意応募を行うこと（交替後の取締役会の決議によりライツを消却させることを目指す）、及び②裁判所に対し、ライツの消却（買収防衛策の実施の差止め）を申し立てることがで

---

<sup>1622</sup> See Realty Acquisition Corp., 1989 WL 214477 at \*20, n.2.

<sup>1623</sup> デラウェア法でも、ライツ・プランが有効であると認めた裁判例は多数ある。前掲注（1597）を参照。

<sup>1624</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 2-201(c)

きる。①と②のいずれかで買収者が勝利すれば、ライツを消却させ、買収を進めることが可能である。逆に、①と②のいずれにも買収者が敗れば、公開買付けを撤回することにより、ライツ・プランの発動によって損失を被るおそれがない<sup>1625</sup>。

ただし、これらの方法は、かかるコストが高いし、容易に成功するものではない。例えば、2004 年から 2014 年までの上場 US-REIT を対象とする買収・再編の事例において、敵対的買収の形で成功したものは 1 件しかない。それは、2013 年の<sup>⑮</sup>CommonWealth REIT v. Corvex Management LP 事件である。

表 31 上場 US-REIT に対する敵対的買収提案（2013～2014 年）

年	買収者	対象会社	買収提案（米ドル）	取締役会の意見表明
2013	Corvex Management LP（ヘッジファンド・マネージャー）； Related Fund Management LLC （非公開投資会社）	CommonWealth REIT	1 株\$25.00（58% プレミアム）	拒絶
2014	BlueMountain Capital Management LLC（ヘッジファンド・マネージャー）	Chatham Lodging Trust	1 株\$21.50 （14.5%プレミアム）	拒絶
2014	Regency Centers Corporation （上場 REIT）	AmREIT, Inc.	1 株\$22.00 また は買収者の株式（20% プレ ミアム）	拒絶 <sup>1626</sup>

⑮事件は、受託者解任の厳格化と期差任期制の導入などの買収防衛策の有効性をめぐって、あわせて 3 つの裁判<sup>1627</sup>と 1 つの仲裁<sup>1628</sup>で争われた。以下では、本件の事実概要及びそ

<sup>1625</sup> 田中・前掲注（24）366 頁を参照。

<sup>1626</sup> 2015 年 2 月 18 日、AmREIT は、友好的な買収者 EDENS, Inn から三角合併の提案を受けた。合併対価は、1 株 26.55 米ドルである。

<sup>1627</sup> Corvex Management LP v. Commonwealth REIT, No. 24-C-13-001111 (Md. Cir. Ct. May 8, 2013); Katz v. Commonwealth REIT, No. 24-C-13-001299 (Md. Cir. Ct. Feb. 29, 2014); Delaware County Employees Retirement Fund v. Barry M. Portnoy, No. 13-10405-DJC (D. Mass. Mar. 26, 2014).

<sup>1628</sup> Commonwealth REIT v. Corvex Management LP, No. 11-512-Y-276-13 (AAA. Nov. 18, 2013).

の具体的な法的問題について検討する。

⑱CommonWealth REIT v. Corvex Management LP, No. 11-512-Y-276-13 (AAA. Nov. 18, 2013)

【事実の概要】

2013年2月26日に、Corvex Management LP（以下「Corvex」という）と Related Fund Management LLC（以下「Related」という）は、メリーランド REIT 法によって設立された CommonWealth REIT（以下「CommonWealth」という）の受託者会及びその株主に対して、1株 25.00米ドルの現金で全株式を買収すると提案した。同日に、Corvex/Related は、SEC に Schedule 13D<sup>1629</sup>を提出し、CommonWealth の発行済株式の約 9.75%を保有していると報告した。しかし、CommonWealth の受託者会は、全員一致で Corvex/Related 両社の買収提案を拒絶した。その理由は、主にその買収提案に明確な融資計画が開示されていないことにある。

CommonWealth の信託約款及び附属定款にはライツ・プラン条項（10%以上の株式取得をフリップ・イン条件とする）と所有制限及び超過株式条項（9.8%超過保有株式を超過株式とする）があるため、Corvex/Related は、始終 CommonWealth の 9.8%以上の株式を取得していない。そのかわりに、2013年3月13日に、Corvex/Related は、SEC に対して、CommonWealth の受託者の5人全員の解任を求める同意要請趣意書（consent solicitation statement）を提出し、CommonWealth の全株主を対象とする同意要請応募（以下「本件同意要請」という）を開始した。同趣意書において、CommonWealth の企業価値の過小評価の問題と受託者の利益相反問題が指摘された。すなわち、CommonWealth は外部運用・管理型の REIT であり、その資産運用・管理業務のすべてが Barry Portnoy と Adam Portnoy の所有する REIT Management & Research LLC（以下「RMR」という）に委託されている。Barry Portnoy は、CommonWealth の創業者で、受託者会の会長を担当する人物である。Adam Portnoy は、Barry Portnoy の息

---

<sup>1629</sup> すなわち、上場会社の議決権を有する発行済株式の 5%以上を取得した者は、SEC に対して Schedule 13D を提出することを義務付けられる。日本の大量保有報告書に相当するものである。

子で、CommonWealth の受託者の 1 員でもある。しかし、Barry Portnoy と Adam Portnoy は、RMR に不当に高い資産運用・管理費を支払うことにより、CommonWealth の株主に帰属すべき利益を奪った。その結果、CommonWealth の企業価値は過小評価されている。

これに対して、CommonWealth の受託者会は、2013 年 3 月 18 日に、上記の指摘を否認する同意撤回趣意書（consent revocation statement）を提出した。また、受託者会は、メリーランド非友好的買収法（Maryland Unsolicited Takeovers Act）3-803 条の適用を受け、附属定款を修正し、次の 3 つの対抗策を打ち出した（以下「本件附属定款修正」）。①期差任期制を導入すること。すなわち、受託者を 3 つのグループに分け、I グループ（1 人）の任期を 2013 年株主総会までに、II グループ（2 人）の任期を 2014 年株主総会までに、III グループの任期（2 人）を 2015 年株主総会までにずらした。②書面同意（consent solicitation）による受託者の解任を求める株主の資格を厳格化すること。すなわち、2000 米ドル（または 1%）以上の株式を 1 年以上継続的に保有すること（以下「2+1 ルール」という）から、3%以上の株式を 3 年以上継続的に保有すること（以下「3+3 ルール」という）に変更した。③受託者の解任事由について、「理由がなくても（without cause）」から「正当な理由がある（for cause）」に変更すること。

また、CommonWealth の附属定款 16.1 条は、株主側と受託者側と間のすべての争いについて米国仲裁協会（American Arbitration Association）の商事仲裁規則により最終的に解決されるものとする（以下「本件仲裁条項」という）ため、受託者会は、米国仲裁協会に本件仲裁を申し立て、本件同意要請の無効を求めた。これに対して、Corvex/Related は、メリーランド州ボルチモア市巡回裁判所に提訴し、本件仲裁条項に関する合意がないことを理由に、本件仲裁の中止を求めた<sup>1630</sup>。しかし、2013 年 5 月 8 日に、当該提訴が却下されたため、

---

<sup>1630</sup> See Corvex Management LP v. CommonWealth REIT, No. 24-C-13-001111 (Md. Cir. Ct. May 8, 2013)（判決①）。本件の争点は、Corvex と Related と CommonWealth は、本件仲裁条項に関する合意があるかどうかにある。この点について、判決①は、次のように判示した。すなわち、CommonWealth の株券（share certificate）の説明文書には、「株券の持ち主は、すべての附属定款条項の拘束を受けることに同意する」という明確な



本件仲裁は続行されることになった。その後、Corvex/Related は、本件仲裁に参加し、株主の書面同意による受託者の解任権が実質的に排除されたことを理由に、本件付属定款修正の無効を求める反訴を提起した。

2013 年 8 月 7 日に、仲裁廷は、「3+3 ルール」の無効と「2+1 ルール」の回復を内容とする暫定的命令（interim order）を出した。また、2013 年 11 月 18 日に、仲裁廷は、本件同意要請の無効の仲裁判断書を下したが、公正かつ衡平な結果を達成するために、Corvex/Related は、仲裁判断書に記載する手続きに基づき、新しい同意要請を行うことができるとした。

---

規定がある。Corvex と Related は、洗練された投資者（sophisticated parties）として、CommonWealth の株式を取得する際に、CommonWealth の付属定款を調査したことがあるはずなので、本件仲裁条項についての認識があると推定される。そのため、Corvex と Related の CommonWealth 株式の購入行為は、本件仲裁条項に関する合意（mutual assent）に該当するといえる。よって、判決①は、本件仲裁条項に関する当事者の合意があることを理由に、Corvex と Related の主張を退けた。判決①の以後、CommonWealth のほかの株主は、下記の 2 つの訴訟を提起し、本件仲裁の中止などを求めたが、いずれも却下された。

Katz v. CommonWealth REIT, No.: 24-C-13-001299 (Md. Cir. Ct. Feb. 29, 2014) (判決②) . 本件の Katz は、「洗練された投資者」と認定された Corvex と Related と異なり、CommonWealth の一般投資者（ordinary shareholders）に過ぎない。Katz は、1) 投資の洗練さに欠けること、2) 付属定款の変更権限が受託者会のみにあることを理由に、CommonWealth の株式を取得する際に本件仲裁条項についての認識及び合意がないと主張した。判決②は、裁判管轄条項（forum selection clause）の有効性に関する *Boilermakers Local 154 Retirement Fund v. Chevron Corp.*, 73 A.3d 934 (Del. Ch. Jun. 25, 2013) 判決を引用したうえで、Katz の主張を退けた。具体的には、メリーランド REIT 法 301 条（11）項及び CommonWealth の信託約款 3.3 条は、法律及び信託約款に反しない範囲で、付属定款で REIT の経営管理を規制する権限を受託者会に一方的に付与した。メリーランド州法及び信託約款は、ある意味では、REIT の経営管理方法についての契約フレームワーク（contractual framework）を設定した。付属定款は、このような受託者、執行役と株主の間の拘束力がある弾力的契約（a banding flexible contract）の一部に該当する。投資者は、CommonWealth の株式を取得する際に、上記の契約フレームワークを知ることができるはずであり、本件仲裁条項の内容及び効力についての認識があると推定される。そのため、Katz の CommonWealth 株式の購入行為は、契約フレームワークに同意したとみなされるため、本件仲裁条項に関する合意があるといえる。

*Delaware County Employees Retirement Fund v. Barry M. Portnoy*, No. 13-10405-DJC (D. Mass. Mar. 26, 2014) (判決③) . メリーランド州の裁判所は本件仲裁条項の実行性について確定裁判を下したため、判決③は、まず、既判力（res judicata）の原則を理由に、同条項の実行性について判断を下す権限がないと認定した。ただし、仮に当該権限があるとしても、同条項は実行性があるものと認定すべきである。その理由は、判決①と判決②と同じである。

その後、Corvex/Related は、本件仲裁判断の手続きにそって、2013 年 12 月 3 日に Commonwealth の受託者の全員の解任を求める同意要請趣意書を、株主及び SEC に提出し、新しい同意要請に着手した。受託者会は、これに対抗するために、同 12 日に同意撤回趣意書を提出した。新しい同意要請は、2014 年 2 月 18 日を基準日とする。2014 年 3 月 25 日に、新しい同意要請が完成したので、CommonWealth は、発行済株式の約 81%を有する株主の書面同意を得たとして、受託者全員の解任を公表した。その後の 5 月 23 日に、CommonWealth は、特別株主総会を開催し、Corvex/Related が推薦する候補者 7 人が受託者に選任された。

#### 【仲裁判断の要旨の概要】

I メリーランド非友好的買収法 3-803 条に基づき、「定款または附属定款に別途の規定があるにもかかわらず」、メリーランドの会社は期差任期制を導入することができる。換言すれば、同条は、メリーランド会社（REIT）の取締役会（受託者会）に対して、期差任期制の導入に関する一方的な権限を付与する。当該権限の行使は、株主による授権と無関係であり、また定款または附属定款の規定に反した場合でも有効である。ただし、同法 3-803 条は、取締役（受託者）の解任について何も言及していない。

同法 3-804 条は、取締役（受託者）の解任についての唯一の規定である。同条（a）項により、受託者の解任に要する議決権数については、定款または附属定款に低いレベルの要求があるにもかかわらず、受託者会は、一方的に、2/3 のレベルまで上げることができる。しかし、CommonWealth は、既に 2/3 のレベルを採用していることから、同法 3-804 条の適用を受けず、その必要がない。

また、たとえ同条の適用を受けるとしても、同条（a）項により、メリーランド REIT 法 205 条（b）項（3）号の効力が優先する。ということは、信託約款に別途の規定がある場合を除き、期差任期制を採用した REIT は、正当な理由がなければ、受託者を解任することができない。しかし、CommonWealth の信託約款には、理由がなくても、受託者の解任が可能であるとする明確な規定がある。そのため、2/3 以上の議決権を有する株主は、いつでも、

理由がなくても、CommonWealth の受託者を解任することができる。したがって、同法 3-803 条の適用を受けて行う本件附属定款修正は、CommonWealth の信託約款に基づく株主の受託者に対する解任権（理由がなくても）を変更できないというべきである。

II CommonWealth の信託約款は、書面同意による受託者の解任権を株主に付与したが、本件附属定款修正の「3+3 ルール」は、株主の当該権利を実質的に剥奪し、信託約款に違反するものであるため、無効であるといわざるを得ない。よって、暫定的命令で判示したように、「3+3 ルール」が無効と認定された後、本件附属定款修正前の「2+1 ルール」は、再び有効になった。

ところが、Corvex/Related は、2013 年 1 月に CommonWealth の株主になったが、「2+1 ルール」に依拠しても、本件同意要請の基準日（2013 年 4 月 12 日）に、1 年以上継続保有要件を満たしていない。この点に対して、Corvex/Related は、多くの証拠を提出し、REIT 分野でも極端に珍しいことを理由に、「2+1 ルール」の無効を主張した。しかし、本件の審査は、それがいかに珍しいか、株主の合理的な期待に反するか、または、附属定款が良いコーポレート・ガバナンスといえるか、といったものと無関係である。本件の問題は、信託約款で保障する株主の書面同意による受託者の解任権が剥奪されたかどうかにある。受託者会は証拠を提出し、次の 2 点を証明した。すなわち、(1) 基準日において、「2+1 ルール」を満たしている CommonWealth の株主は半数以上であること、(2) 「2+1 ルール」は合理的であり、かつ達成困難なものではないこと。

また、「2+1 ルール」は有効であることを前提において、本件同意要請を求める Corvex/Related は、2000 米ドル以上の株式を 1 年以上継続的に保有していないため、本件同意要請は無効であると認定すべきである。ただし、2014 年 1 月 16 日は、Corvex/Related の 2000 米ドル株式を取得した後の 1 年の満了日である。この日から、Corvex/Related は、「2+1 ルール」を満たす。以上の認定及び結論に基づき、公正かつ衡平な結果を達成するためには、Corvex/Related に対して、本仲裁判断書に記載する手続きに沿って、新しい同意要請を

行う機会を与える。

III なお、新しい同意要請が成功し、Commonwealth の受託者会の全員が解任された場合、有効に機能している指名委員会とははや存在しなくなる。この場合において、執行役 (Officer) は、信託約款 2.4 条により、新受託者の選任を目的とする特別株主総会を召集することができるが、附属定款は、新受託者の候補者推薦に関する仕組みを設けていない。新受託者の候補者を推薦できるのは、一定の要件を具備する株主のみである。ここで、仮に「3+3 ルール」を適用すると、この要件を具備する株主は、1~2 名に過ぎない。このような局面は、全く筋が通らないだけでなく、間違いなく予想外かつ不適當な結果をもたらすようになる。よって、附属定款にもっと良い仕組みが存在しない現状では、附属定款の「2+1 ルール」は、この問題を解決するための合理的な方法であるといわざるを得ない。

#### 【検討】

US-REIT の敵対的買収はライツ・プラン等の防衛策にあって頓挫した後、買収者は、全株主を対象とする書面同意応募をもって、US-REIT の取締役（受託者）の交替を行うことが可能である。しかし、こうした株主の書面同意による取締役の交替は非常に困難であるため、めったに生じない。本件は、取締役の交替に成功した唯一の事例である。本件の争点は、本件同意要請が開始された後になされた受託者会による本件附属定款修正の有効性である。本件附属定款修正の主な内容は、①期差任期制の導入、②書面同意を求める株主資格の厳格化（「2+1 ルール」から「3+3 ルール」への変更）、③受託者の解任事由の厳格化（理由が必要となる）の3点である。

第一に、受託者会は、本件附属定款修正について、メリーランド非友好的買収法 3-803 条<sup>1631</sup>を根拠とする。同条は、強行法規であることから、信託約款または附属定款の効力に優先する。同条の内容は、期差任期制の導入に関する一方的な権限を受託者会に付与するというものである。受託者会は、株主または信託約款による授權を得なくとも、同条に依拠

---

<sup>1631</sup> 現在のメリーランド会社及び団体法 3 章 803 条である。See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §3-803.

して期差任期制を導入することができる。したがって、本件附属定款修正①を有効とした要旨Ⅰは、妥当であると思われる。

第二に、期差任期制を導入した場合は、メリーランド REIT 法 205 条 (b) 項 (3) 号<sup>1632</sup>により、正当な理由がなければ、受託者は解任されないとされる。しかし、同条は、任意法規であることから、信託約款に別途の規定がある場合には、信託約款の効力は同条に優先する。CommonWealth の信託約款には、このような別途の規定がある。ということは、期差任期制を導入した場合でも、2/3 以上の議決権があれば、いつでも、理由がなくても、受託者の解任が可能である。したがって、CommonWealth の信託約款に違反することを理由に、本件附属定款修正③を無効とした要旨Ⅰは合理的であると思われる。

第三に、②書面同意を求める株主資格の厳格化に関する修正であるが、これは、本件紛争の焦点といっても過言ではない。まず、書面同意を求める株主資格について、受託者会は、附属定款で規定・変更をすることができる。本件附属定款修正②は、受託者会の権限範囲内の事項である。しかし、上述のとおり、CommonWealth の信託約款は、2/3 以上の議決権を有する株主に対して、受託者に対する随時解任権を付与する。受託者会は、株主の資格にあまり厳しい条件を付けると、随時解任権を行使できる株主は極少数に限られ、信託約款上の随時解任権は、実質的に剥奪されてしまう恐れがある。附属定款で設ける株主資格は随時解任権を剥奪したかどうかを判断するに際して、当時の CommonWealth の個々株主の状況を総合的に考慮する必要がある。仲裁廷は、Corvex/Related と受託者会の提出した証拠に基づき、「3+3 ルール」の無効と「2+1 ルール」の有効を認定した。具体的には、「3+3 ルール」を適用すると、適格株主は 1~2 名しかいないため、株主の随時解任権は実質的に剥奪されることになる。これに対して、「2+1 ルール」を適用すると、適格株主は株主総数の半数以上に当たるため、株主の随時解任権は剥奪されていないと認められる。したがって、

---

<sup>1632</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §8-205(b)(3). また、メリーランド会社法にも同様の規定がある。See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §2-406(b)(3).

本件附属定款修正②を無効とした要旨Ⅱは相当であると思われる。

第四に、「3+3 ルール」が無効になると、修正前のバージョンの「2+1 ルール」が回復するのが当然である。それで、仲裁廷は、「2+1 ルール」に基づき、本件同意要請の妥当性を審査した。これは、修正前の附属定款の効力を尊重するためである。Corvex/Related は、本件同意要請の基準日に、「2+1 ルール」を満たしていないことから、本件同意要請の無効と認めざるを得ない。しかし、Corvex/Related は、「2+1 ルール」を満たすために、時間の経過を待てばよい。したがって、仲裁廷は、Corvex/Related に新しい同意要請を行う機会を与えた。これは、修正前の附属定款の効力（すなわち受託者会の権限）を十分に尊重したうえで、Corvex/Related をはじめとする株主の利益に衡平な考慮を払ったものである。

なお、本件において、注意しなければならないことが2点ある。それは、Commonwealthの株式保有は分散している状態にあること、及び創業家族の株式割合は、何度の株式譲渡を経て、2割以下に縮小したことである。この2点は、新しい同意要請が成功した一因であるようにも思われる。ただし、US-REITの敵対的買収の実務では、このような買収者に有利な事情は非常に稀である。

#### 4 防衛策の有効性の判断基準

防衛策は無制限に許容されるわけではなく、ユノカル基準<sup>1633</sup>の下での裁判所による合理性の審査に服する。同基準の重要なコロールリーとして、防衛策は、買収に応じる機会を株主から完全に奪うものであってはならない。とりわけ、買収者が委任状争奪戦または書面同意応募によって対象会社の取締役を交替させてライツを消却する可能性をも否定するような防衛策は、排他的・強圧的なものとして違法とされる。

買収者が発動する、取締役の交替を目的とする委任状争奪戦または書面同意応募に対抗するために、US-REITの現経営者は、常に、「デッドハンド（dead-hand）条項」、「ノーハンド（no-hand）条項」または「スローハンド（slow-hand）条項」をライツ・プランに入れる

---

<sup>1633</sup> ユノカル基準の詳細は、前掲注（936）から注（940）及びそれらに対応する本文を参照。

ことにより、取締役の交替によるライツ・プランの消却を阻止しようとする。これら条項は、新任取締役によるライツ・プラン消却の禁止または制限を目的とするため、各州の裁判所は、従来から、これら条項が過剰なものであるかどうかには審査の重点を置いている。換言すれば、防衛策の有効性の判断において、これら条項の過剰性に関する判断は非常に重要である。

#### 4.1 デッドハンド条項等の内容

デッドハンド条項とは、ライツ・プランの消却に関し、敵対的買収者が選任した新任取締役による消却を不可能とする条項である。具体的には、ライツ・プランの消却は、ライツ・プラン採用当時の取締役又はその同意により後継者として選任された取締役以外の者によっては行うことができない<sup>1634</sup>。また、ノーハンド条項は、デッドハンド条項の変種であり、ライツ・プランを導入した取締役が対象企業の取締役会の過半数を占めなくなった場合には、いかなる取締役会もライツプランを消却できなくすることを内容とする<sup>1635</sup>。スローハンド条項とは、デッドハンド条項やノーハンド条項に、ライツ・プランの消却が制限される期間を所定の期間内に限定する旨の定めが付されたものをいい、一定期間（例えば 6 ヶ月ないし 180 日間）中のみ、新任取締役によるライツ・プランの消却を制限することを内容とする<sup>1636</sup>。これら条項は、新任取締役によるライツ・プラン消却の禁止または制限を目的とするため、防衛策の有効性の判断において重要である。したがって、各州の裁判所は、従来から、これら条項の過剰性の審査に重点を置いている。

#### 4.2 各州の裁判所及び制定法の判断

デラウェア州最高裁判所は、Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro 判決において、デッドハンド条項、ノーハンド条項及びスローハンド条項があるライツ・プランの効力を全面

---

<sup>1634</sup> 企業価値研究会「論点公開：公正な企業社会のルール形成に向けた提案」（2005 年 4 月 22 日）62 頁注 73。

<sup>1635</sup> 企業価値研究会・前掲注（1634）63 頁注 74。

<sup>1636</sup> 企業価値研究会・前掲注（1634）63 頁注 75。

的に否定した<sup>1637</sup>。これに対して、ジョージア州北部地区連邦地方裁判は、*Invacare Corp. v. Healthdyne Technologies, Inc.*判決<sup>1638</sup>において、ジョージア州に基づいて、デッドハンド条項があるライツ・プランの有効性を肯定した。また、メリーランド州には、これら条項に関する裁判例がないが、同州の制定法はスローハンド条項付きのライツ・プランを正面から認めた。具体的には、取締役会は、ライツ・プランを採用すると同時に、その後に選任された取締役の当該ライツ・プランを消却・変更・終了する能力について、180日以下の制限を設けることができるとされる<sup>1639</sup>。

まとめていうと、ジョージア州にはデッドハンド条項を認めた裁判例があるが、デラウェア州をはじめとする多くの州は、デッドハンド条項、ノーハンド条項及びスローハンド条項をまだ認めていない。特に、デッドハンド条項とノーハンド条項のような新任取締役によるライツ・プラン消却の禁止を目的とするものは、防衛策を消却できないことを理由に、過剰な防衛策と認定される可能性が高いと思われる。また、スローハンド条項のような新任取締役によるライツ・プランの消却の制限を目的とするものについては、180日以内の制限を付したものであれば有効とされる余地をメリーランド会社法は認めている。ただし、スローハンド条項を認めた裁判例は、現時点では存在しない。この点に加えて、US-REITのライツ・プランが、上場会社のそれよりも、非常に強力であること<sup>1640</sup>に鑑みると、過剰にならないように配慮することが特に必要である。そうすると、US-REITのライツ・プランにスローハンド条項を導入することは、慎重であったほうがよいのではないかと思われる。

---

<sup>1637</sup> See *Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).

<sup>1638</sup> See *Invacare Corp. v. Healthdyne Technologies, Inc.*, 968 F. Supp. 1578 (N. D. Ga. 1997). 同判決は、デッドハンド条項は、新任取締役のライツ・プラン消却権限に対する不当な制限であるといった買収者の主張を退けた。その主な理由は、ジョージア州の制定法における、取締役会の権限についての明確な「文言」にある。すなわち、取締役会は、その「単独裁量 (sole discretion)」により、ライツ・プラン条項の内容を決定することができる。

<sup>1639</sup> See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns § 2-201(c)(2)(ii).

<sup>1640</sup> ライツ・プラン条項と所有制限及び超過株式条項を併用した場合は、あまりにも強力な防衛策であることから、US-REITに対する敵対的買収を萎縮させる効果をもたらしている恐れがあるのである。



る。

#### 第四款 本節の議論の小括

アメリカでは、企業買収取引が活発化した 1980 年代以来、敵対的買収の場面における買収防衛策の有効性をめぐる議論が、アメリカの学説上の主要な関心事項となっていた。そして、企業買収の場面を対象とした法制度の整備も、主に敵対的買収の事案を念頭に置いて進められていった。しかし、本節第一款でみたように、US-REIT の分野での状況は、少し異なる。従来、上場 US-REIT に対する敵対的買収の数は、もともと多くなかったが、2000 年以降になると、さらに少なくなる<sup>1641</sup>。US-REIT に対する敵対的買収が行われにくい原因の 1 つとしては、ライツ・プラン条項<sup>1642</sup>と所有制限及び超過株式条項を併用した相当強力な防衛策があるためであると考えられる。前者は一般の上場会社で普及している防衛策であるが、後者は US-REIT にしか見られない特有な条項である。

次に、本節第二款でみたように、所有制限及び超過株式条項は、もともと導管性要件の充足を確保するために作り出されたものであるが、敵対的買収が行われる際には、これら条項は事実上の防衛策としての機能も果たしている。所有制限及び超過株式条項は、原則として株主が承認した会社定款によって設定される。現に REIT 資格を失うことが確実な場合であっても、不確実な場合であっても、会社定款にはこれら条項がなければ、取締役会は、附属定款にこれら条項を導入し、敵対的買収を阻止することができない。つまり、所有制限及び超過株式条項の導入権限は、株主総会の手にあるということが出来る。これは、80 年代の⑮Pacific Realty Trust v. APC Investments, Inc.判決と⑯San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America 判決で確立したルールである。

さらに、所有制限及び超過株式条項が導入された場合において、取締役会は所有制限及

---

<sup>1641</sup> 例えば、2004 年から 2014 年までの間に、上場 US-REIT を対象とする買収・再編は 104 件あるけれども、そのうち敵対的買収の形で完成したものは 1 件もないのである。

<sup>1642</sup> すなわち、対象会社の株主に対し、対象会社の株式の一定割合以上が買収者に取得されること等を条件に、買収者以外の株主のみが時価を大幅に下回る行使価額で対象会社の株式を取得できるという内容の新株予約権を割り当てるという方法である。

び超過株式条項の免除義務を負うかという点、US-REIT の会社定款のみで判断すべきではなく、これら条項を導入する際に株主への開示内容<sup>1643</sup>をも考慮すべきであると思われる。なお、部分的公開買付けの場合は、株主への強圧性及び REIT 資格喪失の可能性に鑑み、一般的に取締役会は所有制限及び超過株式条項の免除義務がないとされる。これに対して、全株取得を目的とする現金公開買付けの場合には、株主への強圧性は比較的小さく、また買付け後の REIT 資格の維持を議論する余地がないため、一般的に取締役会は所有制限及び超過株式条項の免除義務があるとされる。⑰Realty Acquisition Corp. v. Property Trust of America 事件において、受託者会は、部分的公開買付けに対して免除義務を負うかが争点となった。裁判所は、当該免除義務がないと認定したうえで、経営判断原則に基づいて受託者の信託義務違反の有無を審査した。

しかし、本節第三款で述べたように、所有制限及び超過株式条項は、法的な不確実性があることから、買収防衛策として機能するためには、導入当時の株主への開示内容が非常に重要である。すなわち、(1) 株主への開示内容には REIT 資格維持機能しか記載されない場合、取締役会は、当該所有制限及び超過株式条項をもって、敵対的買収を阻止することができるかどうかは疑問である。また、(2) 株主への開示内容には REIT 資格維持機能のほか、買収防衛策としての機能に関する記載もある場合、当該所有制限及び超過株式条項は、REIT 資格を脅かす恐れがある敵対的買収に対する防衛効果が認められるが、(3) REIT 資格を脅かす恐れがない敵対的買収に対して、防衛効果を持ち得るのかどうかについては定説がない。こうした法的な不確実性を鑑み、所有制限及び超過株式条項には、ライツ・プランと併用された場合の補充効果が認められるが、ライツ・プランに代わって、単独で買収防衛策として機能するには不十分であるといわざるを得ない。所有制限及び超過株式条項のライツ・プランに対する補充効果として、所有制限及び超過株式条項を併用した場合は、

---

<sup>1643</sup> 例えば、委任状説明書と目論見書などである。

ライツ・プランと「5/50 ルール」との緊張関係<sup>1644</sup>を解消することができる。ただし、ライツ・プラン条項と所有制限及び超過株式条項を併用した場合には強力な防衛効果があるため、買収者と対象会社の現経営者は、このような防衛策の効力をめぐって争いが生じる。⑰判決は、この防衛策の有効性を全面的に認めた最初かつ唯一のものである。

さらに、ライツ・プラン条項と所有制限及び超過株式条項を併用した場合の強力な防衛効果に鑑み、買収者は、ライツ・プラン条項と所有制限及び超過株式条項が消却されたことを条件にした公開買付けを開始するとともに、①対象会社の株主総会において取締役を交替させるための委任状争奪戦または書面同意応募を行うこと（交替後の取締役会の決議によりライツを消却させることを目指す）、及び②裁判所に対し、ライツの消却（買収防衛策の実施の差止め）を申し立てることができる。①と②のいずれかで買収者が勝利すれば、ライツを消却させ、買収を進めることが可能である。しかし、本節第四款で検討したとおり、この 2 つの方法は、かかるコストが高く、容易に成功するものでもない。2015 年 9 月現在まで、敵対的買収者が株主の書面同意によって取締役の交替を実現したのは、⑱ **CommonWealth REIT v. Corvex Management LP** 事件 1 件しかない<sup>1645</sup>。なお、US-REIT の現経営者は、委任状争奪戦または書面同意応募に対抗するために、常に、デッドハンド条項等をライツ・プランに入れることにより、取締役の交替によるライツ・プランの消却を阻止しようとする。これら条項が過剰なものであるかどうかは、防衛策の有効性の判断において非常に重要である。US-REIT の防衛策の強力さ及び敵対的買収に対する萎縮効果に鑑みると、デッドハンド条項等付きのライツ・プランは、過剰な防衛策として否定されるべきであるように思われる。

---

<sup>1644</sup> 前掲注（1612）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1645</sup> それは、CommonWealth の株式保有は分散している状態にあること、及び創業家族の株式割合は、何度の株式譲渡を経て、2 割以下に縮小したことである。この 2 点は、新しい同意要請が成功した一因であるようにも思われる。

## 第六節 アメリカ法の総括

### 第一款 US-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性の確保

#### 1 US-REIT の公正性確保の枠組み

アメリカにおいても、日本と同様に、REIT の買収・再編に際しては、対象会社の企業価値を正確に測定することが難しい。この場合、対象会社の企業価値についての公正性確保は、当事者（特に対象会社の株主）にとっての最大の関心事かつ難問である。アメリカ法は、この問題に対応するために、長年の経験を積み重ね、公正性確保の枠組みを形成した。それでは、アメリカではどのような仕組みによって、REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性を確保しようとしているのだろうか。この問いに対する答えとでもいうべきものを模索し、そこから日本の法制度への示唆を得ることが、本章の端的な目的であった。

具体的には、投資主の選択自由権の強弱を基準とする枠組みを採っている日本法と異なり、アメリカ法は、対象会社の支配権の移転の有無を基準とする枠組みを採っている。US-REIT の買収・再編を実現するための方法としては、主に株式の取得、合併及び資産の取得の 3 つの方法があるが、いずれの実現方法によって買収・再編が行われる場合であっても、対象会社の株主は、選択自由権について大きな違いはなく、最終的な判断を行うことができる<sup>1646</sup>。そうすると、アメリカ法は、株主の選択自由権の強弱により、異なる保障措置を設ける必要はなくなる。US-REIT の支配権の移転を伴う買収・再編の場合であれば、アメリカ法は、対象会社の株主に対して、(1) 最終的な判断権と (2) 同一レベルの保障措置（①買収・再編の差止めの申立てという事前の予防手段及び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の救済手段）を、平等に付与する。

---

<sup>1646</sup> 例えば、J-REIT の新投資口第三者割当ては、基本的に投資主総会決議を要しないのに対して、US-REIT の新株第三者割当ては、上場規則の制限により、発行済株式の 20%以上に相当する議決権を有する株式を発行する場合や、発行済株式総数の 20%以上に相当する数の株式を発行する場合には、株主総会の決議が要求される。US-REIT の買収・再編の実現方法及び株主の最終的な判断権の詳細は、前掲注（666）から注（677）まで及びそれらに対応する本文を参照。

そして、US-REIT の公正性確保の枠組みの制度設計には、(1) 対象投資法人の企業価値評価の的確性や相当性を高めるという客観的な側面を重視するとともに、(2) 対象投資法人の役員の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をも重視する。なぜかという、株主の最終的な判断権の確保と同一レベルの保障措置の付与は、いずれも買収・再編における強圧性や取締役の利益相反などの問題に対処するためのものであるからである。アメリカ法は、この公正性確保の枠組みを通じて、買収・再編の強圧性や取締役の利益相反等の問題を是正した上で、最終的に企業価値評価の公正性を確保することを図る。このように見てくると、上述した 2 つの保障措置は、US-REIT の買収・再編における取締役と株主との利益相反問題を救済するためにも有効な手段であるとともに、企業価値評価の公正性を確保するという観点からも有効な手段と評価できる。

## 2 企業価値評価の公正性の保障措置の比較

上記 2 つの保障措置の適用範囲を考察すると、①買収・再編の差止めの申立ては、②損害賠償責任の追及より広く使われていることが分かる。例えば、①US-REIT の買収・再編の差止めに申し立てるために、申立人は、買収・再編の種類及び申立人の立場によって、様々な法的主張を請求することが可能である。(1) 友好的買収において、申立人が買収・再編の条件が不公正と考える対象会社の株主であることは一般的である。この場合、株主は、常に、取締役の信託義務違反または情報開示義務違反を根拠に、US-REIT の買収・再編の続行の差止めに申し立てる。これに対して、(2) 敵対的買収において、申立人は、敵対的買収を阻止しようとする対象会社の現経営者である場合もあるし、現経営者が打ち出した買収防衛策の実施を阻止しようとする買収者である場合もある。前者の場合、現経営者は、買収者の情報開示義務違反を根拠に、敵対的買収の続行の差止めに申し立てるが、後者の場合、買収者は（株主として）、しばしば現経営者（取締役）の信託義務違反を根拠に、防衛策の実施の差止めに申し立てる。

これに対して、②取締役に対する損害賠償責任の追及という保障措置は、(1) 独立当事

者間の買収・再編の場面で利用されにくい傾向がある。その原因の 1 つは、アメリカにおいて定款による取締役の責任免除が法制度的に確立している点にある<sup>1647</sup>。定款において取締役の責任免除の規定を設けている US-REIT では、株主が取締役の注意義務違反を理由に取締役に対して損害賠償責任を追及する場合には、当該株主の訴えは、被告である取締役の申立てに応じて、本案審理に移行することなく裁判所によって却下されることになる<sup>1648</sup>。ただし、取締役の責任の免除の適用除外事由としては、取締役の忠実義務違反や誠実義務違反などが定められる<sup>1649</sup>。(2) 支配株主による買収・再編の場面では、原告である株主が支配株主または取締役の忠実義務違反を立証することが比較的容易であるため、定款による取締役の免除が認められている会社であっても、支配株主（買収者）またはその支配下にある取締役に対して損害賠償責任を追及することが可能である<sup>1650</sup>。

### 3 US-REIT の買収・再編に対する予備的差止命令の発令要件

US-REIT の買収・再編の差止方法としては、申立人は、買収・再編が完成する前の段階において、裁判所に対して予備的差止命令を申し当てることが可能である。予備的差止命令の発令要件については、アメリカの制定法には規定がない。アメリカの裁判所は、一般的には、(1) 本案勝訴可能性、(2) 回復不能の損害、(3) 損害の比較衡量、そして (4) 公益の 4 要件をもって、予備的差止命令の発令の当否を判断する傾向がある<sup>1651</sup>。発令 4 要件

---

<sup>1647</sup> See 8 Del. Code Ann. § 102(b)(7) and Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §§ 2-104(b)(8), 2-405.2, 8-601(b).

<sup>1648</sup> これに対して、定款において取締役に対する責任の免除が規定されている会社であっても、買収・再編の差止めという保障措置については、取締役の注意義務違反を根拠に申し立てることは当然に可能である。

<sup>1649</sup> 取締役の責任の免除の適用除外事由の詳細は、前掲注（869）から注（874）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1650</sup> US-REIT の買収・再編の裁判例としては、⑩Swope v. Quadra Realty Trust, Inc.事件と⑬Fox v. Riverview Realty Partners 事件などがある。また、デラウェア会社法の裁判例としては、Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701 (Del. 1983) と Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc. 638 A.2d 1110 (Del. 1994) などがある。

<sup>1651</sup> 予備的差止命令の発令要件については、前掲注（924）から注（925）まで及びそれらに対応する本文を参照。

の関係について、各要件はそれぞれ独立しており、相互の影響を認めないという「順次アプローチ<sup>1652</sup>」と、各要件は独立しているが相互に影響を受けるという「総合衡量アプローチ<sup>1653</sup>」がある。メリーランド州とデラウェア州など多くの裁判所は、総合衡量アプローチを採用しているが、順次アプローチを採っている裁判所もある。

(1) まず、申立人による本案勝訴可能性の立証は、予備的差止命令の認否に最も重要な役割を果たしている。本案勝訴可能性の審査基準については、本案の審査基準より多少緩和される。すなわち、申立人は、本案と同じ程度の立証責任を果たす必要がなく、本案で勝訴できるチャンスが無視できないほど大きいことを立証できれば、本案勝訴可能性があると認められる<sup>1654</sup>。ただし、事実に関する争いや困難な法的問題がある場合、通常、申立人の勝訴可能性に疑問があるとされ、この要件が満たされていないことの認定根拠となる。

US-REIT の買収・再編の事件において、対象会社の株主または買収者などの申立人は、通常、A) 会社法上の取締役の信認義務違反<sup>1655</sup>、または B) 証券法上の情報開示義務違反<sup>1656</sup>を理由に、予備的差止命令の発令を申し立てる。この場合、申立人は、いずれの理由につ

---

<sup>1652</sup> このアプローチによれば、裁判所は、本案勝訴可能性及び回復不能の損害についての立証を重視し、高度の説得責任を負わせている。申立人は本案勝訴可能性を立証できない場合に、裁判所は、残りの発令要件を審査する必要がなく、差止請求を却下することができる。

<sup>1653</sup> このアプローチによれば、たとえ 1 つの要件の立証が弱くても、他の要件の立証から状況を推認できるのであれば、それで救済を認めることができる。

<sup>1654</sup> 前掲注 (1055) 及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1655</sup> 例えば、取締役は、買収・再編において、株主の利益を犠牲しながら、自らの利益を図るインセンティブが十分にあり得る。そのため、取締役は、不公正な買収・再編の条件でも受け入れるおそれがあり、または株主に有利な買収・再編を、過剰な防衛策で阻止するおそれがある。このような場合には、取締役の信認義務違反の有無が争いの中心となる。取締役の信認義務違反の審査基準については、前掲注 (929) から注 (965) まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1656</sup> 株主などの投資者は十分に通知されないままに投資判断をすることを防ぐために、買収者または対象会社の取締役は、買収・再編についてのすべての重要な情報を完全かつ率直に開示する義務を負う。①開示情報に重大な虚偽記載がある場合に、または②重要な情報が省略された場合に、合理的な情報開示を行ったとはいえないため、この 2 つの場合は、情報開示義務違反に該当するおそれがある。情報開示義務違反の審査基準については、前掲注 (966) から注 (976) まで及びそれらに対応する本文を参照。



いても本案勝訴可能性を立証しなければならない。ただし、情報開示の欠陥を救済するためには、予備的差止命令はあくまでも補助的な手段である。治癒的な情報開示こそが、通常かつ優先の手段である。これは、予備的差止命令の非常性、緊急性、暫定性及び裁量性という性質<sup>1657</sup>に合致するものである。

(2) 次に、回復不能の損害とは、本案審理における判断がなされる前に発生する可能性が高く、予備的差止命令以外の手段では救済することが不可能又は困難な、相当の損害のことである。この要件は、①損害の相当性、②損害発生の急迫性、③救済手段の適切性を具体的内容とする<sup>1658</sup>。US-REIT の買収・再編に対する予備的差止命令の場合、申立人は、財産的損害をこうむるおそれがあるという主張をすることが多いが、財産的損害は、金銭の支払いを命じる終局判決により救済可能であるから、原則として「回復不能の損害」とは認められない。もっとも、a) 賠償金が回収不能な場合<sup>1659</sup>、b) 賠償額が算定困難な場合<sup>1660</sup>、または c) 著しく重大な損害の場合<sup>1661</sup>において、財産的利益に関するものであっても、例外的に回復不能の損害と認められる。

(3) 損害の比較衡量とは、裁判所は、予備的差止命令の認否の判断にあたり、通常、命令を拒否した場合に申立人が受ける損害と、命令を認容した場合に被申立人が受けるであろう損害とを比較衡量し、被申立人が優位と判断した場合、申立てを拒絶するということがある。具体的には、裁判所は、両当事者の損害に対して比較衡量を行う際に、常に①担保の提供<sup>1662</sup>、②申立ての遅滞<sup>1663</sup>、③自招の損害<sup>1664</sup>、④差止命令の内容<sup>1665</sup>という 4 点を考慮

---

<sup>1657</sup> この 4 つの性質の詳細は、前掲注 (887) 及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1658</sup> この 3 つの考慮要素の詳細は、前掲注 (977) 及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1659</sup> 前掲注 (981) 及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1660</sup> 前掲注 (982) 及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1661</sup> 前掲注 (983) から注 (990) まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1662</sup> 申立人が被申立人の受ける損害の全部または一部を補償できる担保金を提供することが、比較衡量を申立人優位に傾ける場合がある。前掲注 (994) から注 (996) まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1663</sup> 申立人が、損害を知ってから遅滞なく予備的差止命令の申立てを行わなかった場合、申立人が受けた損害は深刻でないことを根拠付ける証拠と捉えられることがある。

する。

(4) 予備的差止命令の発令の当否で考慮すべき「公益」とは、他の3要件では考慮されないものであり（要件の独立性、考察の重複の回避）、かつ、その存否で発令の当否を左右できる程度に重要な利益（利益の重要性）でなければならない。ただし、実際には、特別に優越的な価値を持つ公益が存在する場合でない限り、公益が予備的差止命令の発令の当否を左右する場面は少ない。結果に関して公益が役割を果たすような予備的差止命令の発令は非常にまれである。会社訴訟の分野においては、なおさらである。裁判所は、「公衆の公益<sup>1666</sup>」または「特定非当事者の利益<sup>1667</sup>」を公益の内容と捉えて判示したことがあるが、この場合にいう「公益」は、独立の発令要件としてではなく、結論の正当性を高めるための説明として用いられているにすぎない。

---

<sup>1664</sup> 裁判例は、この点を肯定するものと否定するものとに分かれる。前掲注（997）と注（998）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1665</sup> 裁判所は、差止命令の内容が、特定の行為を命じるものや、本案において勝訴した場合に得られる救済を認めるものについて、一般的に被申立人への負担が重いと考える傾向にあり、発令に慎重な態度をとっている。

<sup>1666</sup> 前掲注（1005）から注（1007）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1667</sup> 前掲注（1008）から注（1010）まで及びそれらに対応する本文を参照。

## 第二款 US-REIT の買収・再編における利益相反問題の対応策

### 1 US-REIT の日常経営における利益相反問題の対応策

US-REIT においては、もともと J-REIT と同様に、日常経営の場面における構造的な利益相反問題と、買収・再編の場面における利益相反問題が存在した。日常経営の場面における利益相反問題は、外部運用・管理型の仕組みに起因する US-REIT と外部のサービス業者との間の利益相反である。外部運用・管理型の仕組みは、REIT の投資ヴィークルとしての特徴であり、また REIT の経営者と投資者との利益相反の回避を図ったものである。しかし、US-REIT の発展に伴い、この仕組みは、ますます複雑になり、かえって US-REIT と外部のサービス業者との間の利益相反問題が新たに浮上した。その一方で、企業の経営者と投資者との利益相反問題は、アメリカ会社法の理論の進展と裁判例の蓄積により、相当程度の解決が図られた。したがって、1986 年税法改正によって、US-REIT 自ら投資判断・運営を行えるような内部運用・管理型の仕組みが認められ、US-REIT と外部のサービス業者の間に存在した利益相反問題が緩和されると同時に、US-REIT の運営に機動性、柔軟性が生まれた<sup>1668</sup>。現在の US-REIT は、外部運用・管理型と内部運用・管理型の選択制であるが、上場 REIT の約 78%は内部運用・管理型を採用している。

そうすると、内部運用・管理型を主流とする US-REIT において、日常経営の場面における利益相反問題は、経営者（REIT の取締役等）と投資者（REIT の株主）との利益相反という原点に再び戻った。つまり、REIT の取締役は、業務執行等を行う際に、REIT 及びその株主の利益よりも、自らの個人的利益を優先させるおそれがあるという問題である。例えば、取締役等による利益相反取引、事業機会の侵奪または取締役の報酬決定などは、こうした利益相反問題の典型例である<sup>1669</sup>。US-REIT は、日常経営の場面における利益相反問題に対

---

<sup>1668</sup> この税法改正を契機に、US-REIT は不動産に投資する信託から、より事業会社（不動産事業会社）としての性質を強く帯びようになっていくと指摘する見解もある。前掲注（542）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1669</sup> この 3 つの典型例の分析は、前掲注（1140）と注（1141）及びそれれに対応する本文を参照。

応するために、(1) 会社法に基づく行為規制、(2) 証券法に基づく開示規制及び (3) NASAA の規則に基づく独立取締役制度から構成される利益相反管理体制を構築した<sup>1670</sup>。

## 2 US-REIT の買収・再編における利益相反問題の対応策

利益相反管理体制は、US-REIT の日常経営における利益相反問題に対応するために、確かに有効であるが、US-REIT の買収・再編における利益相反問題に対応するには不十分であると考えられる。取締役と株主との利益相反問題は、買収・再編の交渉・決定の過程における二段階の判断枠組みに起因する。ということは、二段階の判断枠組みの下では、買収者の選択や買収・再編条件をめぐる交渉は REIT の取締役に一任されており、REIT の株主には、取締役によって形成された買収・再編条件を受け入れるかどうかの判断権しか与えられていない。取締役が REIT から与えられた強力な権限を最大限活用し、株主の最善の利益に合致するように行動しているのであれば特に問題がないが、買収・再編の取引は、REIT にとって通常は 1 回限りの取引であるという特徴を有することから、買収者との交渉にあたる取締役には、株主の利益よりも自らの個人的利益を優先させるインセンティブが生じやすい。

アメリカ法は、US-REIT の買収・再編における取締役と株主との間の利益相反問題に対処するために、①株主の最終的な判断権の行使を通じた規律付け<sup>1671</sup>と、②裁判所による介入を通じた規律付けの仕組みを確立した。裁判所による介入は、主に取締役の信託義務違反の有無に関する判断を通じて行われる。ただし、裁判所による介入が有効に機能する前提条件としては、取締役の信託義務違反の有無を審査するための基準が十分に確立していること、また、対象会社の株主にとって現実に利用可能な手段があることが不可欠である。

---

<sup>1670</sup> US-REIT の利益相反管理体制の主な内容は、上記の表 28「US-REIT における利益相反管理体制の分類」にまとめた。

<sup>1671</sup> ①株主の最終的な判断権の行使を通じた規律付けについては、前掲注 (1196) を参照。また、前述したとおり、株主による最終的な判断権の行使は、US-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性を確保するためにも、重要な役割を果たしている。

まず、株主の利用可能な手段は、企業価値評価の公正性を確保するための保障措置と同様である。すなわち、株主は、①買収・再編の完成前は、取締役等の行為の差止めを裁判所に申し立てることができ、②買収・再編の完成後は、取締役に対して損害賠償責任を追及することができる。

次に、取締役の信認義務違反の審査基準について、1980年代まで、アメリカの裁判所は、企業買収・再編の場面における取締役の行動に対しても、日常経営の場面と同様に、経営判断原則または完全な公正の基準のいずれかを基準として、取締役の信認義務違反の有無を判断していた。具体的には、(1) 支配株主による買収・再編のような取締役に経済的な利害関係が認められる場合には、審査基準として完全な公正の基準が適用され、(2) それ以外の場面では経営判断原則が適用されていた。しかし、買収・再編の場面では、取締役に完全な公正の基準の適用を肯定するほどの経済的な利害関係までは認められない場合であっても、彼らの行動に対して経営判断原則を適用することを肯定できるような状況になると評価すべき場面がある。そこで、1980年代の中盤以降、デラウェア州をはじめとする多くの裁判所は、上記の二分論に基づく伝統的なアプローチの修正を試みた結果、従来の完全な公正の基準と経営判断原則との間に位置する中間的な審査基準が確立された。

例えば、(3) 対象会社が自らの売却や会社支配権の移転を伴う取引に着手する場面において、対象会社の取締役は、株主にとって合理的に入手可能な最善の取引を実現するために、現実の具体的状況を前提に、十分な情報を得て合理的に行動することが要求される（レブロン基準<sup>1672</sup>）。また、(4) 取締役会に導入される取引保護条項の有効性が争われる場合には、株主の最終的な判断権を確保するために、取締役会の行動は、経営判断原則による保護を受ける前に、ユノカル基準の要求を満たす必要がある。つまり、取締役は、取引保護条項の導入に会社の政策または機能に対する脅威が生じたと信じるに足る合理的な根拠が

---

<sup>1672</sup> ただし、メリーランド州の裁判所は、会社を売却する現金合併の決定が下された場合に限って、レブロン基準の適用を認める。前掲注（951）から注（959）まで及びそれらに対応する本文を参照。

あること、かつ取引保護条項がもたされる脅威との関係で相当なものであることを、立証しなければならない<sup>1673</sup>。

### 3 UPREITの買収・再編における特有の利益相反問題の対応策

現在、上場 US-REIT の過半数は、UPREIT という特別な仕組みを採用している。UPREIT の仕組みにおいては、REIT の株主と OP の LP（ユニット・ホルダー）との間に利益相反関係がある点が特徴的である。REIT の株主は投資収益の目的で、他方 OP の LP は専ら税制上の目的<sup>1674</sup>で、それぞれ UPREIT の仕組みに関与しているため、UPREIT の日常経營業務、ないし UPREIT の買収・再編の当否及びその条件等をめぐり、お互いの利益が対立する場面が少なくないことが予想される<sup>1675</sup>。

また、株主と LP との利益相反問題は、UPREIT 仕組みに起因する固有のものであるため、一般の REIT と比較すると、UPREIT の場合は、より厳格な審査基準が必要であるように思われる。しかし、こうした利益相反問題は、UPREIT のすべての取引に存在するわけではなく、特定の意思決定または取引によって触発されるまでは潜在的なものである。よって、裁判所にとっては、UPREIT という仕組みが存在するだけで、直ちに厳格な基準をもって審査する必要がない。やはり、具体的な案件においては、ケースバイケースで判断することが不可欠である。具体的には、REIT の取締役会の過半数が LP に担当または支配される場合（以下、このような取締役を「LP 取締役」という）には、取締役会は UPREIT の買収・再編取引に関して利害関係を有していると評価されるため、経営判断原則が適用されず、株主保護の観点から「完全な公正の基準」が適用されることになる<sup>1676</sup>。これに対して、取

---

<sup>1673</sup> 各審査基準の詳細については、前掲注（929）から注（965）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1674</sup> LP が UPREIT の仕組みを構築した目的については、前掲注（1356）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1675</sup> 日常経営の場面における利益相反問題は、前掲注（1371）から注（1376）まで及びそれらに対応する本文を参照。また、買収・再編の場面における利益相反問題は、前掲注（1378）から注（1385）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1676</sup> 取締役会の過半数が LP 取締役である場合の審査基準は、前掲注（1431）から注（1447）まで及びそれらに対応する本文を参照。

締役会の過半数が LP 取締役でなく、かつ LP 取締役の OP ユニット保有状況が残りの取締役  
に把握されている場合には、LP 取締役の存在をもって、取締役会の行動を経営判断原則  
の保護から排除することはできない<sup>1677</sup>。

また、もう 1 つの判断要素としては、a) 取締役の株主に対する信認義務と b) REIT の  
LP に対する信認義務という 2 つを比較衡量すること<sup>1678</sup>が考えられる。この 2 つの信認義務  
が衝突する場合において、REIT の取締役会は、一般的には、a) 取締役の株主に対する信認  
義務を優先的に考慮するのが相当である。ということは、取締役会は、買収・再編取引の  
条件や手続きなどを決定する際に、b) REIT の LP に対する信認義務違反の結果を計算に入  
れた後、最終的に株主の最善の利益に合致すると判断したときに、LP の要求を無視するこ  
とが可能である。これに対して、ある取引が b) REIT の LP に対する信認義務違反に該当す  
るおそれがある場合には、取締役会にとって、LP による訴訟のリスクが株主に与える影響  
を考慮するのが妥当であると解される。当該取引は株主の最善の利益に合致するものでな  
ければ、取締役会は、REIT の利益に鑑み、LP による訴訟の費用や責任を回避することを理  
由として、当該取引を断念することができる。もちろん、当事者は、パートナーシップ契  
約を通じて、この問題に関する特別条項を設けることができる。この場合には、個別的な  
分析が必要である。

---

<sup>1677</sup> 取締役会の過半数が LP 取締役でない場合の審査基準は、前掲注（1448）と注（1449）及びそれらに対  
応する本文を参照。

<sup>1678</sup> REIT の LP に対する信認義務の内容と 2 つの信認義務の関係については、前掲注（1421）から注（1428）  
まで及びそれらに対応する本文を参照。

### 第三款 US-REIT の買収防衛策及びその有効性の判断基準

#### 1 US-REIT の買収防衛策の具体的な内容

上場 J-REIT の場合と異なり、買収防衛策を導入する上場 US-REIT が多い。しかし、従来、上場 US-REIT に対する敵対的買収の数は、もともと多くなかったが、2000 年以降になると、さらに少なくなる<sup>1679</sup>。US-REIT に対する敵対的買収が行われにくい原因としては、主に、(1) 税制上の導管性要件<sup>1680</sup>、(2) UPREIT の仕組みにおけるパートナーシップ契約<sup>1681</sup>及び(3) ライツ・プラン<sup>1682</sup>と所有制限及び超過株式条項とが併用される相当強力な防衛策の影響があると考えられる。ライツ・プランは一般の上場会社で普及している防衛策の典型例であるが、所有制限及び超過株式条項は US-REIT でしか見られない特有な条項である。

所有制限及び超過株式条項は、もともと税制上の導管性要件の充足を確保するために作り出されたものであるが、敵対的買収が行われる際には、これら条項は事実上の防衛策としての機能も果たしている。所有制限及び超過株式条項は、原則として株主が承認した会社定款により設定される。会社定款にはこれら条項がなければ、取締役会は、附属定款でこれら条項を導入し、敵対的買収を阻止することができない。つまり、所有制限及び超過株式条項の導入権限は、株主総会の手にあるということができる。しかし、所有制限及び超過株式条項は、法的な不確実性があることから、買収防衛策として機能するためには、導入当時の株主への開示内容が非常に重要である<sup>1683</sup>。こうした法的な不確実性に鑑み、所

---

<sup>1679</sup> 例えば、2004 年から 2014 年までの間に、上場 US-REIT を対象とする買収・再編は 104 件あるけれども、そのうち敵対的買収の形で完成したものは 1 件もないのである。

<sup>1680</sup> US-REIT の導管性要件は、ほぼすべての面で J-REIT の規制より厳しいものである。その詳細は、上記の表 30「US-REIT と J-REIT の導管性要件の比較」を参照。

<sup>1681</sup> 前掲注（1541）と注（1542）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1682</sup> すなわち、対象会社の株主に対し、対象会社の株式の一定割合以上が買収者に取得されること等を条件に、買収者以外の株主のみが時価を大幅に下回る行使価額で対象会社の株式を取得できるという内容の新株予約権を割り当てるという方法である。US-REIT におけるライツ・プランの仕組みについては、前掲注（1607）から注（1611）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1683</sup> すなわち、(1) 株主への開示内容には REIT 資格維持機能しか記載されない場合、取締役会は、当該所



有制限及び超過株式条項は、ライツ・プランと併用された場合の補充効果が認められるが、ライツ・プランに代わって、単独で買収防衛策として機能するには不十分であるといわざるを得ない。ライツ・プランに対する補充効果として、所有制限及び超過株式条項を併用した場合は、ライツ・プランと「5/50 ルール」との緊張関係<sup>1684</sup>を解消することができる。

## 2 US-REIT の買収防衛策の有効性の判断基準

ライツ・プラン条項と所有制限及び超過株式条項を併用した場合の強力な防衛効果に鑑みれば、当該防衛策は無制限に許容されるわけではない。アメリカの裁判所は、通常、ユノカル基準とブラシウス基準をもって買収防衛策の有効性について審査する。(1) ユノカル基準により、取締役は、防衛策の導入に会社の政策または機能に対する脅威が生じたと信じるに足る合理的な根拠があること、かつ防衛策がもたされる脅威との関係で相当なものであることを、立証しなければならない<sup>1685</sup>。また、同基準の重要なコローリーとして、防衛策は、買収に応じる機会を株主から完全に奪うものであってはならない。とりわけ、買収者が委任状争奪戦または書面同意応募によって対象会社の取締役を交替させてライツを消却する可能性をも否定するような防衛策は、排他的・強圧的なものとして違法とされる。もっとも、このルールは、株主総会の帰趨を現経営者側に有利にするような効果を持つ防衛策をすべて禁じるものではない<sup>1686</sup>。(2) 取締役会の行動が株主の議決権行使に干渉しまたはこれを妨げることを主要な目的とするものであり、かつ株主が実効的に議決権を行使する十全かつ公正な機会が与えられない場合には、ブラシウス基準が適用される。こ

---

有制限及び超過株式条項をもって、敵対的買収を阻止することができるかどうかは疑問である。また、(2) 株主への開示内容には REIT 資格維持機能のほか、買収防衛策としての機能に関する記載もある場合、当該所有制限及び超過株式条項は、REIT 資格を脅かす恐れがある敵対的買収に対する防衛効果が認められるが、(3) REIT 資格を脅かす恐れがない敵対的買収に対して、防衛効果があるかどうかについては定説がない。

<sup>1684</sup> 前掲注 (1612) 及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1685</sup> ユノカル基準の詳細は、前掲注 (936) から注 (940) 及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1686</sup> 前掲注 (1528) から注 (1535) 及びそれらに対応する本文を参照。

の場合において、同基準に違反すれば、防衛策はユノカル基準にも違反すると認定される<sup>1687</sup>。

また、上場 US-REIT に対する敵対的な買収者としては、ライツ・プラン条項と所有制限及び超過株式条項が消却されたことを条件にした公開買付けを開始するとともに、①対象会社の株主総会において取締役を交替させるための委任状争奪戦または書面同意応募を行うこと（交替後の取締役会の決議によりライツを消却させることを目指す）、及び②裁判所に対し、ライツの消却（買収防衛策の実施の差止め）を申し立てることができる。①と②のいずれかで買収者が勝利すれば、ライツを消却させ、買収を進めることが可能である。逆に、①と②のいずれにも買収者が敗れたときは、公開買付けを撤回することにより、ライツ・プランの発動によって損失を被ることなく、買収から撤退することができる<sup>1688</sup>。

なお、US-REIT の現経営者は、委任状争奪戦または書面同意応募に対抗するために、常に、デッドハンド条項、ノーハンド条項またはスローハンド条項<sup>1689</sup>をライツ・プランに入れることにより、取締役の交替によるライツ・プランの消却を阻止しようとする。これら条項が過剰なものであるかどうかは、防衛策の有効性の判断において非常に重要である。US-REIT の防衛策の強力さ及び敵対的買収に対する萎縮効果に鑑みると、これら条項付きのライツ・プランは、過剰な防衛策として否定されるべきであるように思われる<sup>1690</sup>。

以上、US-REIT の買収・再編における（1）企業価値評価の公正性問題、（2）利益相反の問題及び（3）敵対的買収及び防衛策の問題に対処するためのアメリカ法の規律付けの仕組みを考察した。その結果、買収・再編が完成する前の段階における裁判所による取締役等の行為の差止めを通じた規律付けがもっとも重要な役割を担っていることが分かった。そして、この点こそが、アメリカ法と日本法との最大の相違点であると考えられる。次の第

---

<sup>1687</sup> ブラシウス基準の詳細は、前掲注（941）から注（944）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1688</sup> 田中・前掲注（24）366頁を参照。

<sup>1689</sup> これら条項の内容については、前掲注（1634）から注（1636）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1690</sup> ただし、メリーランド会社法は、スローハンド条項付きのライツ・プランを認める。前掲注（1639）と注（1640）及びそれらに対応する本文を参照。

三章では、本章のアメリカ法の考察を通じて得られた示唆に基づき、J-REIT の買収・再編における上記 3 つの問題を対象として、それらに対処するためのあるべき規律付けの仕組みを、解釈論・立法論の両面にわたって検討することとする。

### 第三章 J-REIT の買収・再編における解釈論・立法論の検討

本章では、第一章で指摘した J-REIT の買収・再編における (1) 企業価値評価の公正性問題、(2) 利益相反問題及び (3) 敵対的買収及び防衛策の問題に関する解決策の大幅な不足という現状に対して、第二章で検討したアメリカ法におけるこの 3 つの問題への対応策から得られた示唆に基づきながら、解釈論または立法論による具体的な解決策を提示することを目的とする。

具体的には、以下の順序で検討を進める。第一節では、アメリカ法に対する比較法的検討を通じて得られた示唆を整理する。また、日本法の検討に立ち入る前に、第二節では、US-REIT と J-REIT の異同、及び一般事業会社の買収・再編と J-REIT の買収・再編の異同について検討を行ったうえで、J-REIT の買収・再編における仕組上及び税制上の特殊性を明らかにする。第三節以下では、アメリカ法からの示唆に基づく上記 3 つの問題に関する対応策が、J-REIT の買収・再編でも同様に適切であると評価できるかどうかについて検討したうえで、仮に適切であると評価できるのであれば、次に、これらの示唆に基づいて、J-REIT の買収・再編における上記 3 つの問題に関する解決策を実現するための解釈論または立法論を検討する。具体的には、まず、第三節では、REIT の買収・再編における投資主（株主）の最終的な判断権の確保という観点から、J-REIT の新投資口第三者割当ての制度の整備について検討する。次に、第四節では、J-REIT の買収・再編において、裁判所による買収・再編の差止めを実現する上で、現時点で障害となっている問題をどのように克服すべきかについて考える。さらに、第五節では、外部運用・管理型の仕組みを前提に、J-REIT の買収・再編における特殊な利益相反問題を重点に置き、その規制方法について提案を試みる。最後に、第六節では、敵対的買収・再編を備えるために、J-REIT はどのような防衛策を導入することが可能なのか、そして、どのような基準に基づいて当該防衛策の有効性を審査すべきかについて試論する。

## 第一節 アメリカ法からの示唆

### 第一款 REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性の確保

#### 1 投資主（株主）の最終的な判断権の確保

アメリカ法からの示唆として最初に指摘すべきことは、US-REIT の公正性確保の枠組みにおいて、対象会社の支配権の移転に伴う株主の最終的な判断権の行使が重視されている点である<sup>1691</sup>。確かに、アメリカにおいても、REIT の買収・再編の是非をめぐる株主の最終的な判断権の行使だけでは、企業価値評価の公正性の確保するためには十分ではないと理解されているが、単体での規律付けの十分性はさておき、株主の最終的な判断権の行使が、公正性確保の枠組みの重要な一環であると考えられていること自体は、疑いのないところであろう。

US-REIT の買収・再編では、制定法または証券取引所の上場規則によって、対象会社の株主が、買収・再編の是非をめぐる最終的な判断権を行使する機会が現実に確保されている。アメリカでは、US-REIT の買収・再編を実現するための方法として、買収者による対象会社の株式の取得、資産の取得、買収者と対象会社との間の合併といった大きく 3 つの方法を利用することが可能であるが、いずれの方法を利用するとしても、対象会社の株主には、買収・再編の是非をめぐる最終的な判断権が与えられることになる<sup>1692</sup>。特に、J-REIT の買収・再編<sup>1693</sup>との重要な相違点として、アメリカでは、証券取引所の上場規則に基づく発行株式数の制限<sup>1694</sup>が存在するため、上場 US-REIT に関しては、大規模な新株第三者割当てを実施することにより、取締役会限りの判断で買収・再編を実現することが困難である

---

<sup>1691</sup> 本稿第二章第三節第一款 1 を参照。

<sup>1692</sup> 本稿第二章第二節第一款 2 を参照。

<sup>1693</sup> J-REIT の買収・再編の実現方法については、本稿第一章第二節第一款を参照。

<sup>1694</sup> 例えば、ニューヨーク証券取引所と NASDAQ の上場規則には、発行済株式の 20%以上に相当する議決権を有する株式を発行する場合や、発行済株式総数の 20%以上に相当する数の株式を発行する場合には、株主総会の決議が要求される旨が規定されている。See New York Stock Exchange Listed Company Manual § 312.03 and NASDAQ Rule 5635.

点が挙げられる<sup>1695</sup>。

以上の点に鑑みれば、US-REIT の買収・再編において対象会社の株主に与えられる最終的な判断権は、J-REIT の同様の場面における投資主の判断権よりも、強固な基盤を有するものと評価することも可能であるかもしれない。本章第三節では、こうしたアメリカ法の現状を踏まえ、J-REIT の買収・再編でも、買収の是非をめぐる投資主の最終的な判断権を強化する必要があるのではないかという問題意識に基づいて、主に新投資口第三者割当ての制度を題材に、検討を進めていく。

## 2 同一レベルの保障措置の付与

US-REIT の公正性確保の枠組みの一環として、US-REIT の買収・再編では、①買収・再編の差止めの申立てという事前の予防手段、及び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の救済手段といった同一レベルの保障措置を、対象会社の株主に平等に付与することも重要である。アメリカ法は、この 2 つの保障措置を通じて、買収・再編の強圧性や取締役の利益相反等の問題を予防または是正し、企業価値評価の公正性を確保することを図る。そして、既に述べたように、J-REIT の公正性確保の枠組みでは、対象投資法人の役員に対する規律付けは、現実にはほとんど機能していないこと<sup>1696</sup>に鑑みれば、このような保障措置の実効性の違いこそが、日本法とアメリカ法との間に存在する最大の違いであると評価することも可能であろう<sup>1697</sup>。

---

<sup>1695</sup> これに対して、日本の公開会社の場合、定款所定の発行可能株式総数の限度であれば、取締役会限りで募集株式の発行等（第三者割当増資による場合も含む）を行うことが可能である（会社法 201 条 1 項、199 条 2 項）が、会社法 37 条 3 項、113 条 3 項により、発行済株式総数の 4 倍までは発行可能株式総数として取締役会に授権することができる。そして、投信法には、4 倍制限の規定がないし、会社法 37 条 3 項と 113 条 3 項を準用する規定もない。そのため、投資口発行に関して、J-REIT の役員会は、会社の取締役会より広い裁量権を有するということができる。

<sup>1696</sup> 本稿第一章第三節第二款 6 を参照。

<sup>1697</sup> その原因は、おそらく制度設計の発想の違いにあると考えられる。すなわち、J-REIT 公正性確保の枠組みは、対象投資法人の企業価値評価の的確性や相当性を高めるという客観的な側面を重視しているが、対象投資法人の役員の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。これに対して、US-REIT の公正性確保の枠組みは、まさに対象会社の取締役による

アメリカでは、REITの買収・再編において、株主が裁判所に救済を求める際に実際に利用している手段の点についても、日本の同様の場面には観察できない重要な特徴が存在する。すなわち、そこでは、(1) 公開買付けの実施・続行の差止め<sup>1698</sup>、(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<sup>1699</sup>、(3) 取引保護条項の実施の差止め<sup>1700</sup>や(4) 買収防衛策の実施の差止め<sup>1701</sup>などの、買収・再編が完成する前の段階における①買収・再編の差止めが主な保障措置として活用されている。また、②取締役に対する損害賠償責任の追及については、アメリカにおいて定款による取締役の責任の免除という法制度が確立していることから、独立当事者間の買収・再編の場合ではあまり利用されていない<sup>1702</sup>。ただし、支配株主による買収・再編の場合では、対象会社の支配株主または取締役に対する損害賠償責任の追及が、訴訟における少数株主の救済の手段として実際に活用されている。その理由として、こうした場面では、支配株主または取締役の忠実義務違反を主張・立証することが比較的容易であるため、定款による取締役の責任免除の規定が、訴訟を提

---

私的利益の追求に起因する利益相反問題を意識した上で、それに対応するために設けられたものである。詳細は、本稿第二章の注(810)と注(811)及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1698</sup> このような差止めを申し立てる場面としては、2つあることが想定される。1つは、公開買付価格が不公正と考える対象会社の株主は、買収者による公開買付けの実施または続行の差止めを、裁判所に申し立てる場面である。もう1つは、敵対的買収において、対象会社の企業価値を毀損するおそれがあると考え対象会社の取締役は、買収者による公開買付けの実施または続行の差止めを、裁判所に申し立てる場面である。また、申立ての根拠としては、買収者の情報開示義務違反、または取締役(買収を推薦する場合)もしくは支配株主(買収者は支配株主である場合)の信託義務違反が考えられる。

<sup>1699</sup> 例えば、友好的買収において、合併または新株発行の対価が不公正と考える対象会社の株主は、取締役の信託義務違反または情報開示義務違反を根拠に、株主総会の開催の差止めを裁判所に申し立てることができる。

<sup>1700</sup> 例えば、友好的買収において、対象会社の取締役は買収者との間で株主に強圧性を与えたり他の選肢肢を排除したりするような取引保護条項を締結する場合、対象会社の株主は、取締役の信託義務違反または情報開示義務違反を根拠に、取引保護条項の実施の差止めを裁判所に申し立てることができる。

<sup>1701</sup> 例えば、敵対的買収において、取締役会によって導入された買収防衛策が過剰なものとする対象会社の株主(株式を取得した買収者も含む)は、取締役の信託義務違反または情報開示義務違反を根拠に、買収防衛策の実施の差止めを裁判所に申し立てることができる。

<sup>1702</sup> 本稿第二章第三節第一款4.1を参照。

起するにあたっての障害とはなりにくいことが挙げられる。

これに対して、近年の日本で、合併における株主の救済手段として注目を集めている株式買取請求権の行使は、US-REIT の買収・再編では、実際にはほとんど利用されていない。その理由としては、アメリカ法では、買収・再編の差止めや損害賠償責任の追及が機能しているため、そもそも「シナジー反映価格」というコンセプトが株式買取請求権には含まれてないし、公正な利益分配保護または忠実義務違反の損害填補のような機能も期待されていないのである。これに対して、日本法では、取締役や支配株主の忠実義務違反を理由にした買収・再編の差止めや損害賠償責任の追及が認められにくいことから、シナジーの分配も認めることで株式買取請求権による事後的介入を強化し、公正な利益分配保護等を図っている。

それでは、US-REIT の買収・再編におけるこのような保障措置の特徴は、アメリカに特有の事情に起因するものであり、J-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性の保障措置を検討するにあたって特に考慮する必要はないといえるのだろうか。さらに、REIT の買収・再編において、買収・再編の完成前の段階で買収・再編の差止めを中心とした保障措置を提供することは、政策的な観点からはどのように説明することが可能であり、そのことは日本においても同様に妥当するものといえるのだろうか。以上の問題意識を前提として、本章第四節では、J-REIT の買収・再編において、企業価値評価の公正性確保を実現した上で、裁判所による買収・再編の差止めを中心とした保障措置を提供することの適切性や、差止めによる保障措置の提供を可能にするための具体的な法律構成について、検討を進めることとする。



## 第二款 REIT の買収・再編における利益相反問題の対応策

内部運用・管理型の仕組みを採用している US-REIT には、外部運用・管理型の仕組みを採用している J-REIT のような REIT と外部のサービス業者の間の利益相反問題が存在しないが、REIT の取締役は経営者として、REIT の投資者たる株主との間に、日常経營業務または買収・再編の条件などをめぐって、利益が相反する場面も少なくない。J-REIT にとっては、内部運用・管理型の仕組みを導入すると、確かに REIT と外部のサービス業者との間の利益相反問題を解決するには有益であるが、他方、REIT の経営者（役員）と投資者（投資主）との間の利益相反問題が顕在化する。内部運用・管理型の US-REIT の買収・再編の場面においても、取締役と株主との間の利益相反問題<sup>1703</sup>が依然として存在する。

既述のとおり、アメリカ法は、US-REIT の買収・再編における取締役と株主との間の利益相反問題に対処するために、1) 株主による最終的な判断権の行使を通じた規律付けと、2) 裁判所による介入を通じた規律付けの仕組みを確立した。株主の最終的な判断権の行使は、本節第一款 1 で検討したとおりであるが、裁判所による介入は、対象会社の株主が提起した①事前の差止申立または②事後の損害賠償追及の訴訟において、主に取締役の信認義務違反の有無に関する判断を通じて行われている。そして、このような取締役の信認義務の解釈を通じたアメリカの裁判所による規律付けの仕組みは、取締役の信認義務違反の有無を審査するための審査基準が十分に確立され、また、対象会社の株主にとって現実利用可能な手段となっている点で、J-REIT の買収・再編の場面における裁判所による規律付けの仕組みとは大きく異なる。株主の利用可能な手段は、企業価値評価の公正性を確保するための保障措置と同様ある。すなわち、株主は、①買収・再編の完成前に、取締役の行為の差止めを裁判所に申し立てることができるし、②買収・再編の完成後に、取締役に對して損害賠償責任を追及することができる<sup>1704</sup>。

---

<sup>1703</sup> 本稿第二章第四節第二款 1 を参照。

<sup>1704</sup> ただし、前述の原因で、取締役の損害賠償責任の追及という救済手段が活用されるのは、支配株主による買収・再編の場合のみに主に限定されている。本稿第二章第三節第一款 4.2 を参照。

また、US-REIT の買収・再編の場面において、対象会社の取締役の信託義務違反の有無について判断する際に利用されている審査基準としては、経営判断原則、中間的な基準（例えばレブロン基準、ユノカル基準、ブラシウス基準）及び完全な公正の基準という大きく 3 つの基準を挙げることができる。これらの 3 つの審査基準に関しては、対象会社の取締役に対して、それぞれ具体的にどのような規律付けを実現しているかという審査基準の内容面<sup>1705</sup>も重要であるが、適用されるべき審査基準がまだ確立されていない J-REIT の買収・再編の場面において、対象投資法人の役員に対する規律付けのあり方についての示唆を得るという観点からは、それ以上に、どのような考慮要素に基づいてこれらの審査基準が併用されているかという、審査基準の背後にある考慮要素の体系的な理解が特に重要である。そして、アメリカ法において採用されている考慮要素の存在を明確に認識することは、J-REIT の買収・再編の場面において、裁判所による対象投資法人の役員の行為に介入する際のレベルを検討するにあたり、極めて有益であると考えられる。そこで、本章第五節第二款では、J-REIT の買収・再編の場面においても、対象投資法人の役員に対する規律付けを実現するために、考慮要素に基づく審査基準を構築することが可能かどうかについて検討を試みる。

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利益相反問題もある。対象投資法人の役員に対する規律付けを実現するための審査基準を確認した上で、資産運用会社の役員に対する規律付けを実現する必要があると考えられる。現行の法制度は、この問題について一定程度は配慮したと考えられる<sup>1706</sup>が、第五節第三款では、J-REIT の買収・再編の場面において、資産運用会社の役員に対する規律付けを実現するには、どのように解釈すべきかについて検討を進めていく。

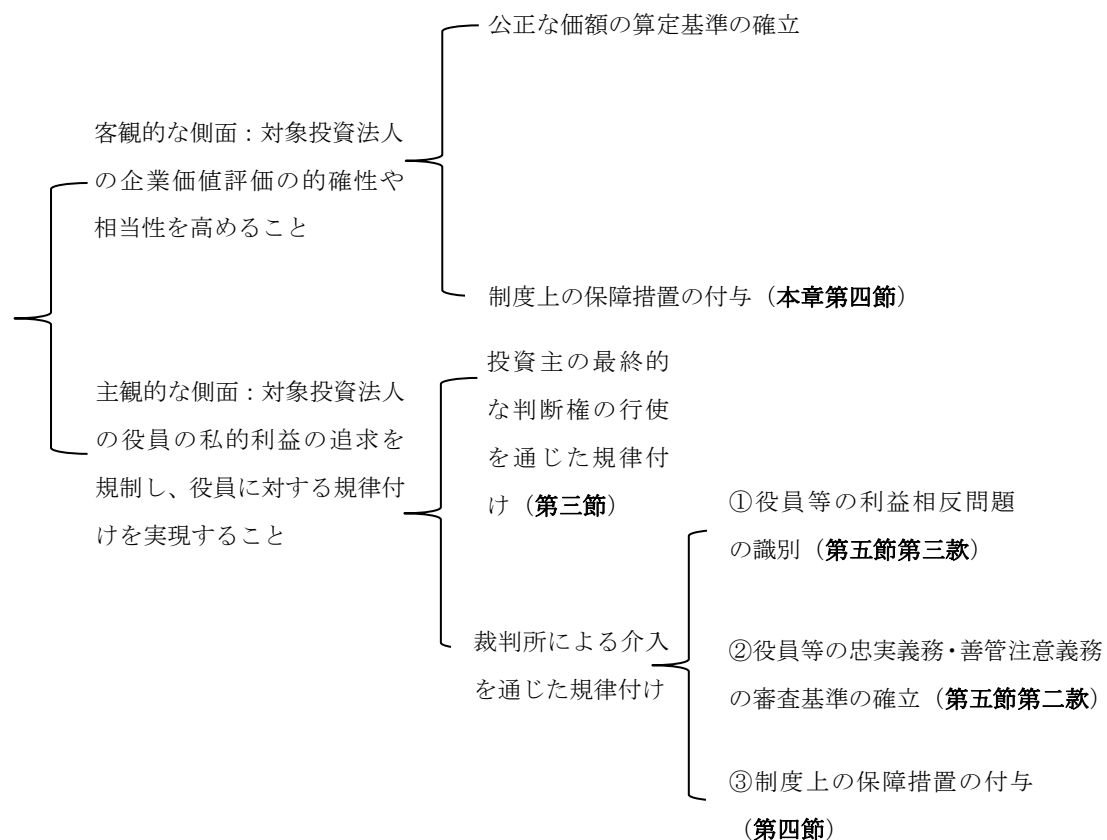
---

<sup>1705</sup> 本稿第二章第三節第二款 5.1.1 を参照。

<sup>1706</sup> 例えば、金商法上の金融商品取引業者の誠実義務（36 条 1 項）、忠実義務（42 条 1 項）及び善管注意義務（42 条 2 項）などである。

なお、以上の検討により、対象投資法人の役員に対する規律付けを実現することは、本稿の考察範囲において、少なくとも次の 2 つの効果があると考えられる。まず、最も直接的な効果としては、対象投資法人の役員の利益相反行為を規制することにより、J-REIT の買収・再編における役員と投資主との利益相反問題の解決につながることを期待される。次に、間接的な効果としては、対象投資法人の役員と投資主との利益相反問題が解決できれば、役員の私的利益の追求に起因する企業価値評価の不公平の問題を解決することが期待される。そのため、本稿では、US-REIT の買収・再編における（1）企業価値評価の問題と（2）利益相反の問題を分けて検討するが、両者間の内在的な関係についても、十分に留意しながら検討を行う。両者間の内在的な関係については、下記の図 20 に示されたとおりである。

図 20 J-REIT の買収・再編における企業価値評価の公正性確保の枠組み



### 第三款 REIT の買収防衛策及びその有効性の審査基準

買収防衛策を導入している上場 J-REIT が 1 つもない現状に対して、ライツ・プランと所有制限及び超過株式条項を併用した防衛策<sup>1707</sup>は上場 US-REIT では一般的に普及している。所有制限及び超過株式条項の内容は、一般に、「いかなる者も所有制限を超えて株式を所有してはならず」、「所有制限を超過した株式は、別の種類株式に転換する」というものである。これは、主として税制上の導管性要件（特に「5/50 ルール<sup>1708</sup>」）の充足を確保するために作り出されたものであるが、敵対的買収が行われる際には、これら条項は事実上防衛策としての機能も果たす。ただし、所有制限及び超過株式条項は、法的な不確定性があること<sup>1709</sup>から、防衛策として機能するためには、導入当時の株主への開示内容が重視される<sup>1710</sup>。

所有制限及び超過株式条項の導入権限は、原則として株主にあるが、一般的には、株主総会の同意を得たうえで、REIT の定款または信託約款に規定する形で導入される。また、取締役会は、個別的な買収に対して所有制限及び超過株式条項の適用を免除することができるが、免除義務の発生については、US-REIT の会社定款のみで判断するのではなく、これら条項を導入する際の株主への開示内容（委任状説明書と目論見書など）や敵対的買収の手法に依拠して判断することもある。例えば、部分的公開買付けの場合は、株主への強圧性及び REIT 資格喪失の可能性に鑑み、一般的に取締役会は所有制限及び超過株式条項の免除義務がないとされる。これに対して、全株取得を目的とする現金公開買付け場合には、株主への強圧性は比較的に低いし、また買付け後の REIT 資格の維持を議論する余地はない<sup>1711</sup>ため、一般的に取締役会には所有制限及び超過株式条項の免除義務があるとされる<sup>1712</sup>。

---

<sup>1707</sup> 本稿第二章第五節第三款 2 を参照。

<sup>1708</sup> すなわち、5 人以下の投資者（individual shareholders）の直接又は間接の保有割合は発行済持分価値の 50% 以下でなければならないというルールである。See IRC §§ 856(a)(6), 542(a)(2).

<sup>1709</sup> US-REIT は、所有制限条項を、買収防衛策として機能させるために、定義で集団レベルで人数をカウントすると明確に定める必要がある。そうしないと、所有制限条項は、実質所有者レベルで人数をカウントする理由で、敵対的買収者に排除される恐れがあるのである。

<sup>1710</sup> 本稿第二章第五節第三款 1 を参照。

<sup>1711</sup> 特に、買収者（その関係者も含む）以外の株式の過半数は、公開買付けに応募する場合である。

所有制限及び超過株式条項には、上記の法的な不確定性があることから、単独で買収防衛策として機能するには不十分であるといわざるを得ない。ただし、ライツ・プランと併用した場合には補充効果が認められる。ライツ・プランに対する補充効果とは、所有制限及び超過株式条項がライツ・プランと「5/50 ルール」との緊張関係<sup>1713</sup>を解消し得ることを指す。ただし、ライツ・プラン条項と所有制限及び超過株式条項を併用した場合の強力な防衛効果に鑑みれば、当該防衛策は無制限に許容されるわけではない。アメリカの裁判所は、通常、ユノカル基準をもって買収防衛策の有効性について審査する。審査の重点は、防衛策が買収に応じる機会を株主から完全に奪うものであるかどうかに置かれている。とりわけ、買収者が委任状争奪戦（proxy fight）または書面同意応募（consent solicitation）によって対象会社の取締役を交替させてライツを消却する可能性をも否定するような防衛策は、排他的・強圧的なものとして違法とされる<sup>1714</sup>。

買収防衛策がまだ導入されていない J-REIT にとっては、US-REIT の防衛策の内容に一定の参考価値があると思われるが、J-REIT と US-REIT との導管性要件には大きく異なるところが多いため、現段階では、J-REIT は、US-REIT のような所有制限及び超過株式条項を導入することが難しいといわざるを得ない。US-REIT の防衛策の導入・発動の判断主体や防衛策の有効性の審査基準を明確に認識することこそは、J-REIT にとってより有益であると考えられる。そこで、本章第六節では、J-REIT は、どのような防衛策を導入することが可能なのか、そして、どのような基準に基づいて防衛策の有効性を審査すべきかについて試論を行う。

---

<sup>1712</sup> 本稿第二章第五節第二款 4 を参照。

<sup>1713</sup> 本稿第二章第五節第三款 2 を参照。

<sup>1714</sup> 本稿第二章第五節第三款 4 を参照。

## 第二節 日本法の検討の前提

本章は、日本では従来ほとんど注目されることのなかった J-REIT の買収・再編を対象に、一般事業会社の買収・再編との比較の視点から、US-REIT の買収・再編の学説上の議論や判例法理から示唆を得ることで、(1) 企業価値評価の公正性問題、(2) 利益相反問題及び(3) 敵対的買収及び防衛策の問題について検討を行う。この検討を始める前には、US-REIT と J-REIT の異同、及び一般事業会社の買収・再編と J-REIT の買収・再編の異同を確認する必要があると思われる。本節では、この 2 点をめぐって順次考察する。

### 第一款 US-REIT と J-REIT の異同

本稿の第一章と第二章の総論では、J-REIT と US-REIT の仕組上や税制上の要件、及び日米両国の REIT の買収・再編の方法や現状などについて考察を行った。その結果、いずれの点でも、両国間にはかなりの違いが存在した。本款では、両国間の異同を整理しながら、J-REIT の買収・再編における特有の法的問題を検討する際の注意点を明らかにする。

#### 1 REIT の仕組上の要件の違い

まず、REIT のヴィークルについて、J-REIT は、信託型（投資信託）と会社型（投資法人）の選択制であるが、現在の上場 J-REIT の実務では投資法人という特別の法人組織しか使われていない。一方、US-REIT は、信託型（ビジネス・トラスト）と会社型（株式会社）の選択制であるが、現在の上場 US-REIT の約 78%は、各州会社法に基づく株式会社を利用している<sup>1715</sup>。また、会社型 J-REIT（投資法人）と会社型 US-REIT（株式会社）との違いといえ、会社型 J-REIT は、外部運用・管理型の仕組みのみを採用しているのに対して、会社型 US-REIT は、外部運用・管理型と内部運用・管理型のいずれかを選択することができる。2014 年 10 月現在、上場 US-REIT の約 78%は内部運用・管理型の仕組みを採用している<sup>1716</sup>。この点は、両者間の最も顕著な違いであると考えられる。

---

<sup>1715</sup> 本稿第二章の表 17「上場 US-REIT の詳細（会社型と信託型の別）」と別紙 2「US-REIT の基本状況」を参照。

<sup>1716</sup> 本稿第二章の表 17「上場 US-REIT の詳細（会社型と信託型の別）」と別紙 2「US-REIT の基本状況」

実際には、アメリカ法は、US-REIT のヴィークルと仕組みについて、(1) 1960 年代の誕生当初、信託型のヴィークルと外部運用・管理型の仕組みしか認めず、(2) 1970 年代の税制改革で会社型のヴィークルを、(3) 1980 年代の税制改革で内部運用・管理型の仕組みを、それぞれに導入した経緯がある<sup>1717</sup>。

(1) US-REIT の誕生については、アメリカのミューチュアル・ファンド（証券投資信託）と類似の経緯がある。具体的には、連邦最高裁の 1935 年の *Morrissey V. Commissioner* 判決<sup>1718</sup>の後、証券投資を目的とするビジネス・トラストも大きなダメージを受けた。1936 年連邦歳入法、次いで 1942 年連邦歳入法は、一定の適格要件<sup>1719</sup>を具備する証券投資信託、すなわち適格投資会社（regulated investment company）に、従前の信託の取扱いに近い免税（pay through）企業体としての地位を与えた。そのため、US-REIT の誕生当初は、ミューチュアル・ファンドと同様の金融商品という考え方が支配的であり、1940 年投資会社法及び 1940 年投資顧問業法の関係規定を流用する形で、IRC に規定されることによって REIT 制度が導入された。それゆえに、投資会社が SEC に登録するのと同様、各州法に基づき設立された法人格なき団体または信託が、REIT 資格の適用を内国歳入庁（IRS）に申請し、IRC 上の要件を満たしている場合には、導管性という税制上の特典を受けることができる REIT として登録される。

ただし、ミューチュアル・ファンドと異なる点として、次の 2 つのことに注意しなければならない。まずは、1940 年投資会社法の適用が除外されていることである。アメリカでは、投資会社は、「幅広い集団投資スキームの取り決め」あるいは「集団投資の代行手段で

---

を参照。

<sup>1717</sup> 各段階の US-REIT の特徴と導入の理由については、本稿第二章第一節第一款と第二款で考察したが、ここでは簡単に振り返ることとする。

<sup>1718</sup> 同判決の詳細については、前掲注（529）を参照。

<sup>1719</sup> 具体的には、総資産の 50%以上が現金類、政府公債その他の証券で構成され、総所得の 90%以上が配当、利子及び他の証券からの利益であり、かつ当該年度の総所得の 90%以上を分配する等の適格要件である。

ある広義の事業主体 (entity)」に位置づけられ、また「証券への投資等の業務に従事し若しくは従事するよう企図する者であって、その資産総額（現金及び政府公債の項目を除く）の 40%を超える価額を有する投資証券を所有するか又は取得しよう企図する者」と定義される<sup>1720</sup>。したがって、主としてモーゲージまたは不動産に直接投資する US-REIT は、「投資会社」とみなされていないのである。次に、当初は株式会社には US-REIT の適格性が認められなかったことである。その理由について、連邦議会も内国歳入庁も何ら説明していないが、信託型の不動産投資組織が強力なロビー活動を行った結果と受け止められている<sup>1721</sup>。

(2) つまり、当初の US-REIT はあくまでもパッシブな投資ヴィークルとみなされ、税制上の導管性要件としてアクティブな投資運用機能を内部に有することは許されず、独立引受人と呼ばれる投資顧問会社が運用を受託することになった。この点は、1970 年代に会社型 US-REIT（株式会社）が解禁された後も変わらなかった。こうした解禁の主な理由としては、ビジネス・トラストと株式会社が組織形態として現れる異なる特徴が挙げられる。具体的には、株式会社の場合、州の会社法により株主の有限責任や取締役の信認義務が明確にされており、判例も多く裁判所の判断も予測しやすかった。これに対し、ビジネス・トラストの場合は、当時、信託の法的枠組みが詳細に整備されていなかったことから、コモン・ローに頼らざるを得ない状況であった。また各州において取り扱いが必ずしも一律ではなく、特にビジネス・トラストの行為に対しては受託者と受益者の責任関係については個々具体的事実に即し、ケースバイケースで判断されることも多かった。このように、ビジネス・トラストにおいては法的枠組みがないためその行為の法的効果に一定の不明確性

---

<sup>1720</sup> See Investment Company Act §3(a)(1).

<sup>1721</sup> 当時最大の不動産信託であった The Real Estate Investment Trust of America に限っても、1960 年の税制改革法案が可決成立するまでの 5 年間に、ロビーイングに 14 万ドルを超える資金を投じたという。See Kahn, *supra* note 532, at 1016 n.41.



が存在したことが、会社型 US-REIT を容認した理由の 1 つとされている<sup>1722</sup>。

このようにみえてくると、この段階において、US-REIT は、会社型のヴィークルを導入したが、外部運用・管理型の仕組みを維持していた。この段階の US-REIT は、現在の J-REIT (及びアメリカのミューチュアル・ファンド) に一番近いものであるといえよう。

他方、J-REIT の誕生と仕組設計は、日本の証券投資信託から受けた影響が大きいといわれている。もともと日本で証券投資信託に会社型の創設が求められたのは、契約型にはなじまない投資者による直接的な監視機能の導入にあった<sup>1723</sup>。その範とされたアメリカでは株式会社組織の投資会社によるミューチュアル・ファンドが一般的であるが、日本で株式会社組織によりこれを行おうとすれば商法上様々な問題があるため、新たに証券投資法人<sup>1724</sup>という特別の法人組織として構成されたのである<sup>1725</sup>。そして、平成 12 年法改正は、資

---

<sup>1722</sup> 会社型 US-REIT を容認したもう 1 つの理由は、本稿第二章第一節第二款 2 を参照。

<sup>1723</sup> 森田章「資産運用手段の多様化」ジュリスト 1145 号 7 頁。

<sup>1724</sup> 証券投資法人は、平成 10 年誕生以来、日本の実務でまだ広く利用されていない。代表的な利用例としては、①特定の国または地域の有価証券に的を絞って投資することを目的として外国で設立されたクローズドエンド型の証券投資法人、及び②未公開ベンチャー企業に投資することを目的として日本で設立されたクローズドエンド型の証券投資法人が挙げられる。

①はカントリーファンドとも呼ばれる。2005 年頃には、大阪証券取引所では「ザ・コリア・ファンド」「ザ・スペイン・ファンド」「ザ・ジャーマニー・ファンド」「コリア・エクイティ・ファンド」「モルガン・スタンレー・アジア・パシフィック・ファンド」「テンプルトン・ドラゴン・ファンド」の 6 つのカントリーファンドが上場していたが、2013 年 7 月 16 日付けで東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場が統合されたのを受け、以後、東京証券取引所に上場されるようになった。しかし、その後、次々に上場廃止となり、2015 年 9 月現在、東証に上場しているカントリーファンドは 1 つもない。

②はベンチャーファンドとも呼ばれる。2014 年末には、東証に上場していたベンチャーファンドは、「ベンチャービジネス証券投資法人」と「ベンチャー・リヴァイタライズ証券投資法人」の 2 つがあった。しかし、前者は 2002 年 1 月 15 日に大証のベンチャーファンド市場に上場し、2015 年 1 月 27 日に存続期間の満了により解散して上場廃止となった。後者は 2004 年 3 月 26 日に大証のベンチャーファンド市場に上場し、2015 年 9 月現在の唯一の上場ベンチャーファンドである。

投資者は、証券投資法人に投資をすることによって、運用益を配当として受け取れるとともに、キャピタルゲインを期待することができる。投資口の価格は、一般事業会社の場合と同様、投資者の投資判断に基づく市場での需給関係によって変動する。この点は、不動産投資法人と同じであるが、純資産額（基準価額）で換金される日本の証券投資信託と大きく異なるところである。今後、証券投資法人の利用拡大が

金の運用対象を、「主として有価証券」から「特定資産」へと不動産を含めた幅広い資産に拡大した。その結果、「証券投資法人」も「投資法人」に改称されて普遍性を持つものに改められ、クローズエンド型の投資法人には債券の発行も認められた<sup>1726</sup>。そうすると、REITの誕生の経緯からみれば、US-REITもJ-REITも、自国の証券投資信託（ミューチュアル・ファンド）から受けた影響が大きいといえる。

(3) しかし、US-REITの発展に伴い、US-REITと外部のサービス業者との間の利益相反問題が新たに浮上した。その一方で、企業の経営者と投資者との利益相反問題は、アメリカ会社法の理論の進展と裁判例の蓄積により、かなり緻密になるとともに明確化した。したがって、1986年税法改正によって、US-REIT自ら投資判断・運営を行えるような内部運用・管理型の仕組みが認められ、US-REITと外部のサービス業者の間に存在した利益相反問題が緩和されると同時に、US-REITの運営に機動性、柔軟性が生まれた。具体的には、1986年税制改正までに、US-REITの不動産は独立引受人が管理・運営するのでなければ収入要件<sup>1727</sup>において、不動産関連資産からの収入として適格所得とは認められず、導管性の喪失につながる可能性があった。しかし、これは、過剰な規制であり、他の不動産会社との競争上極めて不利であると立法者も認識するようになり、1986年税法改正で、US-REITのパッシブな性格を維持しながらも、不動産賃貸に関連するサービスのうち一定のサービスについては、独立引受人を通さずに直接自己の社員または適格REIT子会社<sup>1728</sup>により行

---

重要な課題である。

<sup>1725</sup> 黒沼悦郎「証券投資法人制度：会社型投資信託の導入（1）経緯」インベストメント309号85頁。

<sup>1726</sup> 竹中・前掲注（44）139頁。

<sup>1727</sup> US-REITの導管性要件の1つである。すなわち、US-REITの総収入の75%以上は、株式・証券以外の不動産関連資産からの収入でなければならない。See IRC § 856(c)(3)。

<sup>1728</sup> 以下のいくつかの要件を満たす場合に、適格REIT子会社の保有が認められるようになった。すなわち、①適格REIT子会社が存在するすべての期間に、その100%の株式がUS-REITに保有されること、②適格REIT子会社は課税US-REITから独立した法人とはみなされないこと、③資産要件や収入要件の判定上、税務上適格REIT子会社の資産、負債及び収入、費用等全てUS-REIT自体のものとして扱われることである。See Garrigan & Parsons, *supra* note528, at 37.

うことができることとした。

この税法改正を契機に、US-REIT は不動産に投資する信託から、より事業会社（不動産事業会社）としての性質を強く帯びるようになっていく。これは、不動産という投資対象の特徴に基づいた選択であるように思われる。つまり、US-REIT は、流動性が低い不動産を投資対象とするため、運用満期がないクローズド・エンドのファンドが主流である。そして、US-REIT の資産運用に要する能動性の度合いは、ミューチュアル・ファンド（証券投資信託）のそれより高いと評価できる<sup>1729</sup>。したがって、US-REIT は、継続企業（ゴーイング・コンサーン）を前提とした株式会社により近い存在であるように思われる。

このような特徴について、すなわち不動産事業会社に近いという性質は、J-REIT の場合にもあるというべきである。例えば、現在、J-REIT のヴィークルとして使われる投資法人は営利目的の社团法人であり、それに投資をした多くの投資者（投資主）が社員として実在し、その多数決により法人の基本的事項を決定するとともに、役員を選任してこれに業務執行を委任する。このような基本的枠組みは、一般的に事業活動を行う企業組織である株式会社と変わらない<sup>1730</sup>。もっとも、不動産投資に必要なアクティブな資産運用については、J-REIT では外部のサービス業者への委託のみ認められるが、US-REIT では外部委託のほか、自社による運用も認められる。この点は、仕組上の要件において、J-REIT と US-REIT の違いのポイントとなる。

## 2 REIT の税制上の要件の違い

次に、税制上の要件の内容について、J-REIT と US-REIT との間には、それほど大きな違いがない。いずれも①持分保有要件、②非同族会社要件、③資産要件、④収入要件、⑤支配禁止要件及び⑥配当要件等の規制を受ける必要がある。ただし、表 30 で示したように、US-REIT の導管性要件は、ほぼすべての面でJ-REIT の規制より厳しいといえる<sup>1731</sup>。例えば、

---

<sup>1729</sup> REIT と証券投資信託との違いについては、本稿第一章第一節第一款 3 を参照。

<sup>1730</sup> 竹中・前掲注（44）138 頁。

<sup>1731</sup> 本稿第二章の表 30「US-REIT と J-REIT の導管性要件の比較」を参照。

②非同族会社要件について、J-REIT は、1 人の投資者の持分保有割合が 50%以下であることを要求するのに対して、US-REIT は、5 人以下の投資者の持分保有割合が 50%以下であることを要求する。また、④収入要件について、J-REIT は、これを設けていないのに対して<sup>1732</sup>、US-REIT は、95%以上が不動産関連資産からの収入であることと、75%以上が株式・証券以外の不動産関連資産からの収入であることを要求する。ということは、税制上の要件における J-REIT と US-REIT の違いは、実質的なものではなく、程度の差があるにすぎない。

### 3 REIT の買収・再編の方法の違い

REIT の制度上に存在する以上の 2 つの違いは、アメリカと日本の REIT の買収・再編の方法に大きな影響をもたらしている。つまり、会社型のヴィークルと内部運用・管理型の仕組みは上場 US-REIT の主流であることから、こうした US-REIT の買収・再編の方法は、アメリカの一般事業会社の買収・再編のそれと似た特徴を多く持つ。例えば、アメリカの一般事業会社の買収・再編の方法としては、①合併、②資産取得、③株式取得及び④株式交換の 4 つの方法があるが、US-REIT の場合においては、④株式交換<sup>1733</sup>を除き、①合併、②資産取得、③株式取得が広く利用されており、また合併による買収・再編の数が圧倒的に多い<sup>1734</sup>。

(1) まず、US-REIT の合併について特筆すべきは、一般の合併によって行われた事例が少なく（4 件）、三角合併によって行われた事例が多い（81 件）点である。一般の合併は通常、いわゆる対等合併またはこれに近いものであり、合併対価は現金ではなく、買収者または新設会社の株式である。買収者は、対象会社と対等の立場にあるから、現金交付合併

---

<sup>1732</sup> ただし、J-REIT の導管性要件には、業務委託要件がある。これは、外部運用・管理型の仕組みに合わせるものである。前掲注（86）と注（87）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1733</sup> 株式交換があまり利用されていないのは、US-REIT の附属定款に所有制限条項と超過株式条項が設けられていることが多いからである。前掲注（781）から注（792）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1734</sup> 最近十年間における上場 US-REIT を対象とする買収・再編の事例（合計 104 件）を考察すると、合併によって行われたものは 85 件に達して、全体の 81.8%を占めている。その詳細については、本稿第二章の表 20「上場 US-REIT の買収・再編の件数及び割合（2004～2014）」と別紙 3「US-REIT の買収・再編活動（2004 年-2014 年）」を参照。

をもって、対象会社の株主をキャッシュ・アウトすることは容易ではなく、そうする必要もないのである。一方、一般の合併と比べると、買収者は、三角合併を利用することにより、対象会社から偶発債務等を知らないうちに負担することを防ぐため、対象会社の義務・責任を子会社の範囲に限定することができる。また、買収者自身は合併の当事者ではないため、合併による影響やコストを削減することもできる。したがって、一般の合併より三角合併が、US-REIT の買収・再編方法として一般に利用されるようになった。

これに対して、J-REIT の場合は、合併対価が投資法人の投資口に限定されおり、完全子法人の保有も導管性要件<sup>1735</sup>で禁止されている。この 2 つの克服できない困難が存在するため、J-REIT の三角合併は、現段階において不可能といわざるを得ない。現在、合併によって行われた J-REIT の再編（10 件）は、いずれも一般の合併である<sup>1736</sup>。

また、近年の日本では、合併における株主の救済手段として注目を集めている株式買取請求権の行使は、アメリカではあまり利用されていない。その理由としては、アメリカ法では、合併の差止めや損害賠償責任の追及が機能しているため、そもそも「シナジー反映価格」というコンセプトが株式買取請求権には含まれてないし、公正な利益分配保護または忠実義務違反の損害填補のような機能も期待されていないのである。これに対して、日本法では、取締役や支配株主の忠実義務違反を理由にした合併の差止めや損害賠償責任の追及が認められにくいことから、シナジーの分配も認めることで株式買取請求権による事後的介入を強化し、公正な利益分配保護等を図っている<sup>1737</sup>。

(2) US-REIT の株式取得については、公開買付けと第三者割当てという 2 つの手法がある。しかし、いずれの手法によっても、単独で US-REIT の買収を完成させることは極めてまれであり、二段階買収における第一段階の手法として利用されることがほとんどである

---

<sup>1735</sup> 具体的には、投資法人は、他の法人の発行済株式総数の 50%以上を保有してはならないという支配禁止要件である。

<sup>1736</sup> その詳細は、本稿第一章の表 8「投資法人による他の投資法人に対する買収・再編の実例」を参照。

<sup>1737</sup> 株式買取請求権の関連検討については、本稿第二章第三節第一款 3 を参照。

<sup>1738</sup>。US-REIT の買収者は、対象会社の発行済株式の過半数を取得したとしても、支配株主として少数株主に対し信託義務を負わなければならないため、第二段階の買収・再編を通じて、少数株主の締め出しを行い、完全子会社化の実現を図ることが一般的であるからである。また、二段階買収の方法としては、第一段階で対象会社の株式の最低でも過半数を公開買付けで取得し、公開買付けが成立すれば、第二段階において公開買付価格と同額で合併をすることが通常採用されている。なお、第一段階で対象会社の発行済株式の 90%を超える株式を取得した場合、買収者は、第二段階でその少数株主の同意を取得する必要がなく、略式合併を通じて、対象会社を完全子会社化することができる<sup>1739</sup>。

これに対して、J-REIT の場合において、買収者は、対象投資法人の支配投資主になったとしても、少数投資主に対して忠実義務を負わないため、投資口の公開買付けまたは第三者割当てで J-REIT の買収を完成させることが多い。もちろん、外部運用・管理型の仕組みの影響では、買収者側は、対象投資法人の投資口を取得するのみで十分ではなく、その資産運用会社の株式取得を同時に行う必要もある。また、日本では、アメリカのような証券取引所の上場規則に基づく発行株式数の制限は存在しないため、上場 REIT であっても、第三者割当てを利用することにより、役員会限りの判断で買収・再編を実現する道が残されている<sup>1740</sup>。そのため、J-REIT の実務上は、J-REIT の買収を実現するための方法として、役員会限りの判断で実現できる第三者割当てが頻繁に利用されている<sup>1741</sup>。

---

<sup>1738</sup> その詳細は、本稿第二章の表 24「公開買付け等による上場 US-REIT の買収・再編（2004～2014）」を参照。

<sup>1739</sup> たとえ公開買付けによって発行済株式の 90%を超える株式を取得できなかった場合にも、対象会社から買収者に対して新株を発行して 90%超過保有の条件を実現させるスキーム（トップアップ・オプション）は、アメリカの最近の実務でよく使われる。2014 年 10 月の時点で、トップアップ・オプションを用いた US-REIT の二段階買収は 2 件があり、新株発行の対価は、第二段階の合併対価（第一段階の公開買付価格も）と同額に設定された。トップアップ・オプションの詳細は、本稿第二章第二節第二款 2.2 を参照。さらに、一般の合併と二段階買収の相違については、本稿第二章第二節第二款 2.4 を参照。

<sup>1740</sup> 本稿第一章第三節第二款 3 を参照。

<sup>1741</sup> 例えば、例えば、本稿第一章の表 6「一般事業会社による投資法人に対する買収・再編の事例」（全 14

(3) US-REIT に対する敵対的買収について、最近十年間の買収・再編の事例からみれば、そのうち敵対的買収の形で完成したものは 1 件もない<sup>1742</sup>。US-REIT に対する敵対的買収が行われにくい原因としては、主に、①税制上の導管性要件、②UPREIT の仕組みにおけるパートナーシップ契約及び③US-REIT 附属定款の反企業買収条項による制限を受けなければならないことにあると思われる<sup>1743</sup>。①の原因は、J-REIT に対する敵対的買収の困難性と共通するものであるが、②と③の原因は、US-REIT にしかないものである。また、以上で検討したとおり、US-REIT の場合と比べると、J-REIT の導管性要件はそれほど厳しいものではないため、J-REIT に対する敵対的買収もそれほど難しいわけではないが、このような事例はこれまで 1 件もない。その原因は、J-REIT の買収・再編の実例がそもそも多くないことにあるが、外部運用・管理型の仕組みにもあると考えられる。つまり、資産運用会社はほとんど非公開会社であるため<sup>1744</sup>、その取締役会と支配株主（スポンサー）の同意がなければ、それに対する株式取得または合併等は基本的に不可能であるのである。

## 第二款 一般事業会社の買収・再編と J-REIT の買収・再編の異同

### 1 J-REIT の買収・再編における仕組上の特殊性

J-REIT の買収・再編の法規制の基本となるのは投信法であるが、投信法は、合併、投資主総会や第三者割当ての手続き等、投資法人の買収・再編にかかわる手続きについて会社法の株式会社に関する条文を多数準用しているため、会社法の影響を大きく受けている。例えば、吸収合併や新設合併、投資主総会や第三者割当ての手続き等である。ただし、投信法と会社法は手続きや要件が異なっている部分もあるため、J-REIT に特有の考慮が必要な点もあることに留意を要する。

---

件)で示されたとおり、第三者割当てを利用した事例は 11 件ある。そのうちの 1 件は、公開買付けとセットで行われた。

<sup>1742</sup> もちろん、買収者は、上場 US-REIT に対して、プレミアムを含む敵対的な買収提案をした例もあったが、その後、友好的な対抗者が現れてきたため、結局、敵対的買収は失敗に終わった。このような事例としては、前掲注（1537）の紹介を参照。

<sup>1743</sup> この 3 つの原因に関する検討は、本稿第二章第五節第一款 2 を参照。

<sup>1744</sup> 2015 年 9 月現在、すべての上場 J-REIT（53 社）の資産運用会社は、いずれも非公開会社である。

例えば、(1) 組織再編行為の種類については、投資法人の合併があるが、投資法人の分割、投資口交換・移転等の制度はまだ存在しない。(2) 合併については、合併対象が投資法人に限定され、合併対価が現金によることも認められていない。(3) 投資主総会については、会社法にない「みなし賛成制度」があるが、金商法上の委任状勧誘規制<sup>1745</sup>の適用はないため、投資法人及びその役員等が他の投資主に対して議決権代理行使の勧誘を行う際に同規制に従う必要はない<sup>1746</sup>。(4) 第三者割当ての手続きについては、投信法には有利発行規制がないこと<sup>1747</sup>から、新投資口のディスカウント発行をする場合には一定の法的リスクを負わなければならない。(5) 投資口併合の手続きについては、端数の処理方法が法定されている<sup>1748</sup>ため、端数を競売して代金を分配することが認められない。

## 2 J-REIT の買収・再編における税制上の特殊性

J-REIT は、税制上の導管性要件を満たすことにより、利益の配当等の損金算入が可能となり、法人税と投資主に対する所得税の二重課税を回避することが認められている。したがって、J-REIT に対する買収・再編の実行により、その導管性を失うこととなれば、J-REIT の事業にとって著しい不利益となることから、十分な注意が必要である。具体的には、(1) 買収者が、対象投資法人を支配し、その資産運用会社との間の既存の資産運用業務委託契約を解約させたが、別の資産運用会社を直ちに用意できなかった場合（業務委託要件を欠く）、(2) 買収者が、対象投資法人の投資口を買い集め、その発行済投資口総数の過半数を

---

<sup>1745</sup> 金商法 194 条、金商法施行令 36 条の 2～36 条の 6、上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する内閣府令。

<sup>1746</sup> もちろん、議決権行使の判断資料が十分に提供されるべきことは当然に要請されるものと理解されるべきであろう

<sup>1747</sup> 投信法が有利発行規制を導入しない理由については、①第三者割当てにおける（取締役会の権限より）役員会の広範な権限、②投資主の分散による総会招集の困難性、③投資口 1 口当たりの純資産額（NAV）等の情報開示といった 3 点が指摘できると思われる。前掲注（214）から注（216）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1748</sup> 具体的には、①上場投資口については上場取引所における売却、②店頭売買投資口については店頭売買市場における売却、③それ以外の投資口については「投資法人の純資産の額に照らして公正妥当な金額による売却」と法定されている（投信法 88 条 1 項、同法施行規則 138 条）。



取得するに至ったが、直後の事業年度末までにその状態を解消できなかった場合（非同族会社要件を欠く）、(3) 対象投資法人が他の投資法人の投資口の過半数を取得した場合（会社支配禁止要件を欠く）、などが J-REIT の買収・再編の過程において生じることが考えられる。これらの場合、対象投資法人は導管性を失うことになる。これに対して、一般事業会社の買収・再編の場合は、以上のような導管性要件を全く考慮する必要がない。

表 32 J-REIT の買収・再編における仕組上及び税制上の特殊性

	J-REIT の買収・再編における仕組上の特殊性	J-REIT の買収・再編における税制上の特殊性	一般事業会社の買収・再編との比較
公開買付け	—	投資口の過半数取得が困難	株式の過半数取得が障害とならない
	—	導管性喪失に起因する強圧性	当該強圧性がない
第三者割当て	—	投資口の過半数取得が困難	株式の過半数取得が障害とならない
	発行可能投資口総数に 4 倍制限がない	—	発行可能株式総数に 4 倍制限がある
	発行価格は「投資法人の資産に照らし公正な金額」に限定する	—	有利発行規制がある
	既存投資主に対する事前通知が不要	—	既存株主に対する事前通知が必要
合併	合併対価は投資法人の投資口に限定する	—	現金交付合併や三角合併等が認められる
	みなし賛成制度がある	—	みなし賛成制度がない
	委任状勧誘規制がない	—	委任状勧誘規制がある
キャッシュ・アウト	種類投資口の発行が認められない	—	全部取得条項付種類株式の発行を用いる方法が可能
	端投資口交付合併による場合、端数の処理は「投資法人の純資産の額に照らして公正妥当な金額による売却」となる	—	現金交付合併を用いる方法が可能
	投資口併合による場合、端数の処理は「投資法人の純資産の額に照らして公正妥当な金額による売却」となる	—	株式併合による場合、端数の処理は競売による代金の分配を原則とする

	却」を原則とする		
--	----------	--	--

本款は、一般事業会社の買収・再編と J-REIT の買収・再編の異同について検討を行った上で、J-REIT の買収・再編における仕組上及び税制上の特殊性を明らかにした（表 32）。そこで、次節以下では、J-REIT の買収・再編における（1）企業価値評価の公正性問題、（2）利益相反の問題、及び（3）敵対的買収及び防衛策の問題について、各々詳細に検討を行うことにする。この 3 つの問題を考察するにあたっては、J-REIT の買収・再編と一般事業会社の買収・再編との共通する部分について、会社法上の学説や裁判例などをそのまま引用するが、両者の異なる部分については、J-REIT の買収・再編の特殊性に十分に留意しながら、検討を進める。

### 第三節 投資主の最終的な判断権の確保

#### 第一款 投資主の最終的な判断権を重視する必要性

第一章の検討を通じて、J-REIT の買収・再編に関する現行の法制度は、各法的手続において投資主の選択自由権（すなわち買収・再編条件を受け入れるかどうかに関する権利）の強弱により、公正な価額の算定基準や制度上の保障措置に差を設けるという公正性確保の枠組みを採っていることが分かった<sup>1749</sup>。このような公正性確保の枠組みに一定の合理性があることは否定できないが、買収・再編の各法的手続にはそれぞれ問題点が少なくない<sup>1750</sup>。例えば、新投資口第三者割当ての場合には、役員会限りの判断で買収を実現することができるから、買収に関する最終的な判断権が投資主に全く付与されない。これは、J-REIT の公正性確保の枠組みの実効性を大きく損ない得る。したがって、本款では、J-REIT の買収・再編における投資主の最終的な判断権を確保するという観点から、役員会限りの判断で買収を実現することが可能な日本の新投資口第三者割当ての制度のあり方について、検討を試みる。

US-REIT と同様に、J-REIT の買収・再編の場面において、対象投資法人の投資主には、基本的には買収・再編の是非をめぐる最終的な判断権が与えられている。日本において J-REIT の買収・再編を実現するための方法としては、買収者による対象投資法人の投資口の取得、買収者と対象投資法人との間の合併といった 2 つの方法が考えられる<sup>1751</sup>が、このうち、買収者による投資口の取得が第三者割当ての方法で行われる場合を除けば、いずれの方法による場合であっても、買収を実現するためには、何らかの形で対象投資法人の投資主の同意が必要となる<sup>1752</sup>。したがって、アメリカ法の検討を通じて得られた投資主の最

---

<sup>1749</sup> 本稿第一章第三節第二款 1.3 を参照。

<sup>1750</sup> 本稿第一章第三節第二款 6.1 を参照。

<sup>1751</sup> なお、J-REIT の買収・再編を実現するための方法としては、買収者と対象投資法人との間の事業譲渡が考えられないではないが、事業譲渡を本稿の考察対象から除外された理由については、本稿第一章の注（16）から注（18）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1752</sup> 本稿第一章の表 12「J-REIT の買収・再編における各公正性確保の比較」を参照。

最終的な判断権の確保という観点からは、J-REIT の買収・再編の場面においても、法制度上は、基本的には既に実現されているものと評価することが可能である。

しかしながら、以上の基本原則に対して、日本では、買収者による投資口の取得が第三者割当ての方法で行われる場合には、買収の是非をめぐる投資主の最終的な判断権が奪われることになるという重大な例外が存在することには、十分に注意する必要がある。すなわち、日本では、アメリカのような証券取引所の上場規則に基づく発行株式数の制限が存在しないため、上場 REIT であっても、第三者割当て制度を利用することにより、役員会限りの判断で買収・再編を実現する道が残されているのである<sup>1753</sup>。そのため、J-REIT の実務上は、J-REIT の買収・再編を実現するための方法として、役員会限りの判断で実現できる第三者割当てが頻繁に利用されている<sup>1754</sup>。

それでは、J-REIT の買収・再編の場面における投資主の最終的な判断権をより強固なものとするために、J-REIT で利用されている第三者割当てによる買収・再編の実現という方法に、何らかの制約を課すことは望ましいといえるのだろうか。この問題について考えるにあたっては、まずは、J-REIT の買収・再編の場面においても、US-REIT と同様に、投資主の最終的な判断権を重視することは適切であると評価できるのだろうかという問題について考察する必要がある。

US-REIT の買収・再編の場面において、対象会社の株主の最終的な判断権を重視する理由として、(1) 支配権の移転がある場合のような、すべての株主の利益に重大な影響をもたらす可能性がある買収・再編は、株主の同意<sup>1755</sup>で決められるべき点<sup>1756</sup>、及び(2) 株主

---

<sup>1753</sup> 本稿第一章第三節第二款 3 を参照。また、会社の新株第三者割当てについて、こうした法の間隙をぬって、既存株主の経済的利益を希釈化させる大量の募集株式等の発行が買収防衛等の場面でしばしば行われ、2000 年頃より内外の投資家から不評を買うようになったと指摘された。野村修也「資金調達に関する改正」ジュリスト 1472 号 25 頁。

<sup>1754</sup> 例えば、本稿第一章の表 6「一般事業会社による投資法人に対する買収・再編の事例」(全 14 件)で示されたとおり、第三者割当てを利用した事例は 11 件ある。

<sup>1755</sup> 具体的には、個々の株主の同意または株主総会の決議という 2 つの方法がある。REIT に対する公開買

による判断権の行使には、対象会社の取締役の権限行使の適切性を監視する機能が認められる点<sup>1757</sup>が指摘されている。具体的には、株主の最終的な判断権を行使する機会を確保することは、(1) 企業価値評価の公正性を確保する、及び (2) 株主と利益相反関係に立つ取締役の行為を是正するという 2 つの効果が期待できる。

(1) 支配権の移転を伴う買収・再編が株主に与える影響の重大さ、及び (2) 対象会社の株主と取締役との間の利益相反関係は、アメリカに特有の現象ではない。日本においても、二段階の判断枠組み<sup>1758</sup>が採用されているため、(1) J-REIT の買収・再編の場面における企業価値評価の公正性を確保する、及び (2) 対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題に対処するという観点からは、投資主に対して、買収・再編の是非をめぐる最終的な判断権を行使する機会を与えることが必要である。そして、日本では、アメリカとは異なり、裁判所による介入を通じた規律付けが極めて不十分であること<sup>1759</sup>に鑑みれば、アメリカ以上に、投資主の最終的な判断権の行使を通じた役員に対する規律付けの仕組みの重要性は高いとすらいえるかもしれない。したがって、日本においても、アメリカと同程度か、あるいはそれ以上に、対象投資法人の投資主に対して、買収・再編の是非をめぐる

---

付けは、個々の株主の同意で決定されるが、REIT の事業譲渡または組織再編は、株主総会の決議で決定される。

<sup>1756</sup> 機関権限分配秩序論に基づき、会社法上のガバナンス・システムの基本は、取締役の選任を通じて株主が会社経営をコントロールすることにある。ところが、仮に支配権の移転を取締役会が決定できるとすると、そうした基本的なシステムが骨抜きにされるおそれがある。また、支配株主が存在する会社の場合に関しては、支配株主の財産権が侵害され、ひいては投資が過小になる危険があることから、それを防止するために株主総会の手続きを要求する趣旨も認められる。久保田安彦「第三者割当て」商事法務 2041 号 28 頁、36 頁注 18。

<sup>1757</sup> 支配権の移転がなされる場合は、取締役が自己の利益を株主の利益に優先させた行動をとる危険が小さくない。そうした取締役の利益相反問題に対応するためにも、支配権の移転の決定は取締役会ではなく、株主に行わせるべきであると考えられる。久保田・前掲注 (1756) 28-29 頁。

<sup>1758</sup> 二段階の判断枠組みに起因する利益相反問題については、本稿第一章第三節第三款 3 と第二章第四節第二款 1 を参照。

<sup>1759</sup> 本稿本稿第一章第三節第二款 6 を参照。

最終的な判断権を行使する機会を与える必要がある<sup>1760</sup>。

---

<sup>1760</sup> 白井・前掲注（25）460-463 頁を参照。

## 第二款 大規模な新投資口第三者割当てに対する規制

### 1 規制方法の提案

以上で検討したように、J-REIT の買収・再編の場面において、(1) 企業価値評価の公正性を確保する、及び (2) 対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題に対処するにあたり、投資主に対して、買収・再編の是非をめぐる最終的な判断権を行使する機会を与える必要性は高いと評価できる。そして、このような観点に基づけば、役員会限りの判断で友好的買収を実現できてしまう新投資口第三者割当ての制度に関しては、投資主による判断権を行使する機会を確保するために、少なくとも友好的買収に該当すると評価できるような大規模な新投資口第三者割当てが行われた場合には、役員会の投資口の発行権限を制約する必要があるといえるだろう。役員会の投資口の発行権限を制約する具体的な方法としては、(1) REIT の支配権の移転を基準とする制約方法と (2) 投資口の希釈化を基準とする制約方法がある。

#### 1.1 REIT の支配権の移転を基準とする制約方法

まず、J-REIT の買収・再編の場面における (1) 企業価値評価の公正性の確保、及び (2) 対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題への対処という観点からは、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第三者割当てが行われる場面について、投資法人合併が行われる場面と同様に、投資主総会の特別決議を要求するのは、筋の通った考え方である。これは支配権の移転を基準とする制約方法である。そして、このような規律付けを実現するにあたっては、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第三者割当てという基準の内容を具体的に検討する必要があるが生じるが、この問題に関しては、第三者割当ての結果、引受人が保有することになる投資口に係る議決権数が、総議決権数の 50%を超える場合を一応の目安とすることでよいのではないかと考えられる<sup>1761</sup>。

もっとも、J-REIT の税制上の導管性要件には、1 投資主グループが投資口総数の 50% 超

---

<sup>1761</sup> 白井・前掲注 (25) 464-468 頁を参照。

の投資口を所有してはならないという非同族会社要件<sup>1762</sup>がある。その影響の下で、投資法人には、総議決権数の 50%を超える投資口を保有する投資主が一般的にはない。また、たとえ買収者は、総議決権数の 50%を超える投資口を取得したとしても、事業年度終了の時に、この 50%超の保有状態を解消しないと、投資法人段階で法人税が課税されることになる<sup>1763</sup>。したがって、非同族会社要件違反による投資主の提訴リスクを避けるために、実務では、引受人が保有することになる投資口に係る議決権数が、総議決権数の 50%を超えることになる第三者割当ては、一般的には行われない。

さらに、外部運用・管理型の仕組みを採用する J-REIT において、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判断するにあたり、単なる投資法人の支配権の移転の有無のみを基準とするのは不十分であり、資産運用会社の支配権の移転の有無などとあわせて考慮する必要があるように思われる。例えば、買収者またはその関連会社は、対象投資法人の総議決権数の 50%を超える投資口まで取得しなくても、その資産運用会社の 50%を超える株式を同時に取得することがよく見受けられる<sup>1764</sup>。このような新投資口第三者割当ても、友好的買収に該当すると評価できるというべきであろう。つまり、投資法人の新投資口第三者割当てと資産運用会社の株式譲渡を一体化して、J-REIT の支配権の移転の有無を判断するのである。具体的には、資産運用会社の 50%を超える株式を引受人またはその関連会社への譲渡が同時に行われる場合には、当該第三者割当ては、役員会限りの判断ではなく、投資主総会の決議によって決定されるべきであると思われる。

---

<sup>1762</sup> 租税特別措置法（以下「措法」という）67 条の 15 第 1 項 2 号、同法施行令 39 条の 32 の 3 第 5 項。J-REIT の税制上の導管性要件については、本稿第一章第一節第二款 1 を参照。

<sup>1763</sup> 例えば、FC レジデンシャル投資法人が平成 19 年 10 月期決算において非同族会社要件に抵触し、投資法人段階で法人税が課税される事態が発生した。

<sup>1764</sup> 例えば、本稿第一章の表 6「一般事業会社による投資法人に対する買収・再編の事例」で示されたとおり、第三者割当てを利用した 11 件の事例のうち、資産運用会社の 50%を超える株式が同時に移転されたのは 8 件ある。また、資産運用会社の 100%の株式が同時に移転されたのは 5 件ある。



## 1.2 投資口の希釈化を基準とする制約方法

投資口の希釈化を基準とする制約方法については、投資主割当ての場合を除き、役員会が一度の増資で発行する投資口数を制限することになる。この制約方法による場合には、①特定の第三者に対して一定規模以上の投資口を発行する行為を規制するのか<sup>1765</sup>、それとも②引受人に関係なく一定規模以上の株式を発行する行為を規制するのか<sup>1766</sup>といった問題が生じる。J-REITの買収・再編の場面における(1)企業価値評価の公正性の確保、及び(2)対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題への対処という本稿の観点からは、①の規制で十分とも考えられるが、特に②の規制を否定する理由もないため、どちらの規制の方が望ましいということはない<sup>1767</sup>。さらに、役員会が投資主総会の同意なくして発行できる投資口数の上限(①の規制の場合、特定の第三者に対して発行できる投資口数の上限)として、どの程度の数字を求めるべきかが問題となる。一応の目安としては、アメリカの証券取引所の上場規則のように、増資前発行済株式総数の20%以上の株式発行には株主総会決議を要求すること<sup>1768</sup>などが考えられる。

なお、投資口の希釈化を基準とする制約方法は、大量の新株が発行される場合には支配権の移転が生じやすいことに着目するものであるが、反面、その場合に常に支配権の移転が生じるわけではない。しかし、以上の2つの制約方法は排他的な関係にあるわけではない。つまり、このような制約方法によっても、REITの支配権の移転が生じるような第三者割当ての多くについて投資主総会決議を要求できるようになる点や、投資主総会決議を要求するための基準としては非常に明確である点を考慮すれば、本稿の観点からも、このよ

---

<sup>1765</sup> 例えば、特定の第三者に対して、増資後または増資前の発行済投資口総数の25%もしくは約33%以上に相当する新投資口の割当てがなされる場合を規制の目安とする。

<sup>1766</sup> アメリカの証券取引所の上場規則は、このタイプの規制を実施している。詳細については、前掲注(1694)を参照。

<sup>1767</sup> なお、①の規制による場合には、引受人を複数にすることで規制が潜脱されることのないように、実質的に同一の買収グループに属する引受人に対して発行された株式については、合算して取り扱うなどの対応が必要になることはいままでもない。白井・前掲注(25)469頁を参照。

<sup>1768</sup> この点については、前掲注(1694)を参照。

うな制約方法に賛成することは可能である。しかも、J-REIT の税制上及び仕組上の特徴に起因する問題点<sup>1769</sup>があるため、REIT の支配権の移転の判断基準に関しては、一定の不明確さが残る。そうすると、(1) 支配権の移転を基準とする制約方法よりも、(2) 投資口の希釈化を基準とする制約方法を採用したほうが、役員会の投資口の発行権限を規制するには明快かつ客観的であるといえよう。

以上が、本稿が提案する役員会の投資口の発行権限に対する規制の内容である。そこでは、(1) REIT の支配権の移転を基準とする制約方法と (2) 投資口の希釈化を基準とする制約方法といった 2 つの方法について議論してきた。そして、この 2 つの方法に基づく規制のいずれかまたは両方が実現されることによって、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第三者割当てが行われる場面において、買収の是非をめぐる投資主による判断権を行使する機会を確保することが可能となり、その結果、投資主と利益相反関係に立つ対象投資法人の役員に対して、投資主の利益に十分に配慮して行動するための規律付けを与えること、ないし企業価値評価の公正性を確保することが可能になるだろう<sup>1770</sup>。以下では、近年の日本において、上記 2 つの方法に基づいて行われた制度改革の内容について評価・検討をしてみたい。

## 2 東京証券取引所の有価証券上場規程等の一部改正について

2009 年 8 月 24 日、東京証券取引所は、不適切な第三者割当てを未然に防止するために、有価証券上場規程等（以下「上場規程」という）について一部改正を行ったうえで施行した。改正後の上場規程では、第三者割当てに係る上場会社（上場 REIT も含む）の「遵守すべき事項」として、25%以上の希釈化<sup>1771</sup>または支配株主<sup>1772</sup>の異動を伴う第三者割当てにつ

---

<sup>1769</sup> 前掲注（1762）から注（1764）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1770</sup> 白井・前掲注（1760）468-469 頁を参照。

<sup>1771</sup> ここでいう希釈化率とは、原則として、第三者割当てにより割り当てられる募集株式等に係る議決権数を、当該第三者割当ての決定前の発行済株式に係る議決権の総数で除した値に 100 を乗じた値をいう。東京証券取引所有価証券上場規程 435 の 2 条。

<sup>1772</sup> 支配株主とは、親会社のほか、議決権の過半数を直接又は間接に保有する者もいう。また、第三者割

いては、当該割当ての緊急性が極めて高いものとして同取引所が認めた場合を除き、経営者から一定程度独立した者からの意見聴取、または投資主総会の決議などを通じた投資主意思の確認を要求している<sup>1773</sup>。今回の改正は、(2) 投資口の希釈化（25%以上）を基準とする制約方法と、(1) REIT の支配権の移転を基準とする制約方法<sup>1774</sup>を同時に採用した。また、投資法人にいずれの変化をもたらす第三者割当てを対象として、役員会の投資口の発行権限に制約を設ける点や、その方法として投資主総会決議を要求する点については、本稿の観点からも全面的に賛成である。

しかしながら、今回の改正には、1 つの例外条件と投資主総会決議の代替措置も含まれている。上場 REIT の役員会は、この例外条件または代替措置を利用して、投資主総会決議による制約を潜脱するおそれがあるため、注意を要すると思われる。まず、例外条件については、割当ての緊急性が極めて高いものとして同取引所が認めた場合に、経営者から一定程度独立した者からの意見聴取も、投資主総会の決議などを通じた投資主意思の確認も、いずれも要求しない。もっとも、この例外条件について、同取引所は、「緊急性が高い場合とは、具体的には、資金繰りが急速に悪化して求められる手続きを行うことが時間的に困難である場合などを想定しています。…『緊急性が極めて高い場合』に該当するケースは、極めて限定的になると考えられます<sup>1775</sup>」として、緊急性が極めて高い場合に該当する事例を限定的に解している。このことからすれば、改正後の上場規程の下では、25%以上の希釈

---

当ての場合、支配株主が異動することになるかの判断においては、当該第三者割当てによって生じる潜在株式に係る議決権数を考慮する。東京証券取引所「『2008 年度上場制度整備の対応について』に基づく上場制度の整備等について」（2009 年 5 月 19 日公表）3-4 頁〔番号 3〕を参照。

<sup>1773</sup> 東京証券取引所有価証券上場規程 432 条、同施行規則 435 の 2 条。

<sup>1774</sup> ただし、REIT の支配権の移転の判断基準について、改正後の上場規程は、すべての上場企業に適用されるものから、J-REIT の税制上及び仕組上の特徴を配慮したうえで、会社支配権の移転と異なる判断基準を定めていない。J-REIT の税制上及び仕組上の特徴については、前掲注（1762）から注（1764）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1775</sup> 東京証券取引所「『2008 年度上場制度整備の対応について』に基づく上場制度の整備等について」に寄せられたパブリック・コメントの結果について」（2009 年 7 月 27 日公表）3 頁〔番号 10〕を参照。

化または REIT の支配権の移転を伴う第三者割当てについては、通常は、経営者から一定程度独立した者からの意見聴取、投資主総会の決議などを通じた投資主意思の確認が要求されることになるかと解して問題なかろう。

次に、投資主総会決議の代替措置については、役員会は、第三者委員会などの経営者から一定程度独立した者からの意見聴取をもって、投資主総会決議に代替できるということである。本稿の観点からは、第三者委員会などの経営者から一定程度独立した者からの意見聴取に、対象投資法人の役員に対して規律付けを与える十分な効果を期待することができかどうかの問題となるが、第三者委員会などの構成員の選任の過程等において、役員会が何らかの影響力を行使する可能性が残されているのであれば、そのような効果は限定的なものに止まるといわざるをえない。そして、改正後の上場規程では、第三者委員会などに求められる独立性の要件が、役員会による事実上の影響力についても排除できるほど十分に厳格なものとして確立されているわけではないこと<sup>1776</sup>もあわせて考慮すれば、今回の改正が、第三者委員会などの経営者から一定程度独立した者からの意見聴取をもって、投資主総会決議に代替することを認めている点に対しては、その適切さに疑問を感じないではない。とりわけ、REIT の支配権の移転を伴う第三者割当てが実施される場面に関しては、役員に対する規律付けの必要性が比較的高いことから、基本的には投資主総会決議を要求すべきであると考えられる。つまり、REIT の支配権の移転を伴う第三者割当てが実施される場面では、投資主総会決議を要しないとする例外的な場合は、改正後の上場規程が規定する「割当ての緊急性が極めて高いものとして当取引所が認めた場合」のみに限定すべきであろう<sup>1777</sup>。

---

<sup>1776</sup> 改正後の上場規程では、経営者から一定程度独立した者に該当すると評価されるための具体的な要件については、明らかにされていない。

<sup>1777</sup> 白井・前掲注（25）472-473 頁を参照。

### 3 平成 26 年会社法改正について

#### 3.1 平成 26 年会社法改正の内容

平成 26 年 6 月 20 日に国会で可決・成立した会社法改正法<sup>1778</sup>（以下「平成 26 年会社法改正」という）は、公開会社において引受人及びその子会社等が総株主の議決権の過半数<sup>1779</sup>を有することとなる新株の発行等につき、10%以上の議決権を有する株主が反対通知をした場合（緊急の必要があるときを除く）に、株主総会の普通決議による承認を要求する（会社法 206 条の 2）。この新しい規制は、新株第三者割当てを主たる適用対象とし、公募の場合にも適用される<sup>1780</sup>。ただし、当該引受人（以下「特定引受人」という）が当該公開会社の親会社である場合<sup>1781</sup>、または会社法 202 条に基づく株主割当ての場合<sup>1782</sup>に適用されない。

---

<sup>1778</sup> 今回の会社法改正の最大の意義については、従業員出身者が会社の経営者の地位を独占し、株主利益よりは従業員集団の利益を重視する傾向のあった、日本の株式会社のコーポレート・ガバナンスを、株主利益をより重視する傾向に一步進めたことにあると指摘される。岩原紳作「平成 26 年会社法改正の意義」ジュリスト 1472 号 13-14 頁。

<sup>1779</sup> 議決権の過半数の計算については、引受人とその子会社等の議決権の数を合算する。ここでいう「子会社等」とは、①子会社または②会社以外の者がその経営を支配している法人として法務省令で定めるもの（会社法 2 条 3 号の 2）をいい、②は引受人が会社以外の者である場合に適用される。他方、引受人の親会社等や兄弟会社は合算の対象ではない。野村修也＝奥山健志編『平成 26 年改正会社法：改正の経緯とポイント』（有斐閣・2014 年）154-155 頁。

<sup>1780</sup> 公募が金融商品取引業者によって「買取引受け」の形で行われる場合については、法制上適用除外とはされていないので、もし金融商品取引業者が総株主の議決権の数の 50%を超える株式数を引き受けると、この規制の対象となり得る。規制潜脱の危険を否定できないため、買取引受けは別扱いにされなかった。岩原紳作「『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説 [II]」商事法務 1976 号 7 頁。

<sup>1781</sup> この場合は、公開会社の支配権の移転をもたらさないからである。神田・前掲注（226）153 頁。

<sup>1782</sup> 株主割当ての場合にも支配権の移転は生じ得るにもかかわらず、規制の除外がされているのは、以下の理由によるものと理解される。第一に、公募（買取引受け）の場合と比べて、脱法的に利用される危険が小さいと考えられる。第二、株主割当ての場合は、それによって引受人が議決権の過半数を取得することになるかどうかの判断が難しいために、株主割当ての場合を規制対象に含めると、大規模な株主割当ての場合は一般に法定の手続きを踏まざるを得ないことになりかねないが、それは過剰規制であると考えられる。第三に、会社法 202 条に基づいて株主に割当てを受ける権利を与える場合でも、すべての株主がこの権利を行使して募集株式等の引受人になるとは限らないため、結果として支配権の移転が生じる可能性はあるが、株主の利益を守る機会を提供されていることから、規制する必要性が低いと考えられる。久保田・前掲注（1756）35 頁注 11、野村・前掲注（1753）28 頁を参照。

具体的な手続きとして、公開会社は、まず、払込期日の2週間までに、既存株主に対し、特定引受人の氏名または名称・住所、第三者割当て等により有することとなる議決権の数などの事項を通知・公告しなければならない（同法206条の2第1項）。第三者割当て等の結果として、どのような支配株主が現れるかについての情報が重要であることから、支配権の移転に関する情報開示の充実を図る必要があるため、株主に通知を義務付けたのである。また、株主の反対通知によって株主総会を招集しなければならない可能性を考慮すると、2週間よりも早く通知・公告する必要があるはずである<sup>1783</sup>（同法299条1項）が、会社が当初から下記の株主総会決議が不要な緊急性の例外<sup>1784</sup>を意図している等の事情があれば、2週間前でもかまわない<sup>1785</sup>。しかし、当該例外条件が限定的な場面で適用されること、緊急性の要件が充足されなかった場合には新株発行等の無効の訴えの対象となる可能性があること<sup>1786</sup>を考えると、実務的にこの選択をすることは必ずしも容易ではない<sup>1787</sup>。

なお、新しい規制の例外として、「当該公開会社の財産の状況が著しく悪化している場合において、当該公開会社の事業の継続のため緊急の必要があるとき」は、10%以上の議決権を有する株主からの反対通知があっても株主総会を開催する時間的余裕がないと考えられる<sup>1788</sup>ため、株主総会による承認は不要である（同法206条の2第4項但書）。このようなケースであれば、株主総会の承認を得ることは容易であるかもしれないが、株主総会の開催を待っていたのでは、会社事業の継続が困難となるような事情が緊急性の要件に該当するであろう<sup>1789</sup>。

---

<sup>1783</sup> 上場会社が株主総会を開催するには、基準日を定めて株主総会招集通知を発送することを考えると、1.5ヵ月から2ヵ月程度は期間を要することとなる。野村・前掲注（1779）159頁。

<sup>1784</sup> 後掲注（1788）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1785</sup> 江頭・前掲注（223）755頁注5。

<sup>1786</sup> 後掲注（1793）から注（1797）及びそれれに対応する本文を参照。

<sup>1787</sup> 野村・前掲注（1779）159頁。

<sup>1788</sup> 例えば、会社を倒産の危機から救済するための資金注入目的のものがあり、この場合には、株主総会の開催・承認を受ける時間的余裕がないことがあり得る。江頭・前掲注（223）755頁。

<sup>1789</sup> 吉本健一「支配株主の異動を伴う募集株式等の発行等」金商1461号35頁〔2015年3月増刊号〕。

### 3.2 平成 26 年会社法改正の問題点

平成 26 年会社法改正の問題の 1 つとしては、株主総会決議が要求されるための一定の要件が考えられる。すなわち、この改正では、総株主の議決権の 10%以上の議決権を有する株主が、支配権の移転を伴う第三者割当て等に反対通知をしたときに初めて、当該第三者割当ての是非をめぐる株主総会決議が要求される。このような内容となった背景には、資金調達の緊急性が高い場合にまで株主総会決議を要求すると、柔軟な対応をすることができず、かえって株主の利益に反する結果となり得るとの指摘<sup>1790</sup>を踏まえ、簡易組織再編の要件を満たす組織再編について、一定数以上の議決権を有する株主が反対通知をした場合には、株主総会決議を要するものとされている（会社法 796 条 3 項）ことを参考に、これと同様の趣旨に基づく規律を設けることが望ましいという考え方があるのだろう<sup>1791</sup>。もっとも、資金調達の緊急性に配慮するという観点から、総株主の議決権の 10%以上の議決権を有する株主が反対する場合に初めて株主総会決議を要求するという内容の規制が、必ずしも導き出されるわけではないようにも思われる<sup>1792</sup>。

次の問題は、株主総会決議が不要な例外として、会社の事業の継続のため緊急の必要があるかどうかとの判定である。この点については、緊急に第三者割当て等を行わなければ資金がショートして手形の不渡りを出すなど、企業の存立が危ぶまれる場合を意味するのであって、単に事業計画が達成できないといった程度の必要性では足りないものと解される<sup>1793</sup>。この解釈によると、当該例外条件は、相当限定的な場面で適用されることが想定される。なお、この点は、新株発行等の差止訴訟の中で判断するものとされている<sup>1794</sup>。しかし、法定の株主の反対通知があったことが判明した直後に効力発生日が来る可能性が高い

---

<sup>1790</sup> 法務省民事局参事官室「会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明」（2011 年 12 月公表）18 頁。

<sup>1791</sup> 法務省民事局参事官室・前掲注（1790）19 頁。

<sup>1792</sup> 白井・前掲注（25）474-475 頁を参照。

<sup>1793</sup> 野村・前掲注（1753）29 頁。

<sup>1794</sup> 岩原・前掲注（1780）7 頁。

ため、反対株主には、通常、当該差止仮処分申立を行う時間的余裕がないであろう<sup>1795</sup>。また、払込みを認めなかったために倒産する危険があるため、裁判所にも、差止めの可否を判断する時間的余裕はないであろう<sup>1796</sup>。したがって、上記緊急性の要件の充足の有無は、効力発生日後に、新株発行等の無効の訴えで争うほかないと考えられる<sup>1797</sup>。

第三に、新しい規制の対象は、第三者割当て等によって引受人が議決権の過半数を取得する場合に限定されている。ところが、引受人が議決権の過半数未満（例えば 40%）を取得するにすぎない場合でも、事実上の支配権の移転は生じ得る。事実上の支配権の移転の場合にも、取締役会限りで決定するのを許すと、既述の弊害が生じ得ることに変わりはないであろう<sup>1798</sup>。このことからすると、平成 26 年会社法改正は、過半数未満の議決権の取得を通じた事実上の支配権の移転の場合について、規制を強化する必要がないと考えているわけではなく、資金調達の機動性とのバランスから、あくまで株主総会決議の手續規制の対象からは除外したにすぎないと理解される。換言すれば、事実上の支配権の移転につき、第三者割当ての差止めまたは無効の訴えを通じた規律付けを強化すべきとするのが、同改正の隠れたメッセージであるといえる<sup>1799</sup>。

---

<sup>1795</sup> また、反対株主としては、不公正発行の差止めを当初から申し立てておくことも考えられる。その場合に大規模な第三者割当てに対して不公正発行を根拠に差止訴訟が先行して係属している間に、反対株主通知がどの程度集まるのかが、不公正発行への該当性を否定する方向に働く余地もあろうか。武井一浩＝本柳祐介「上場企業の第三者割当てをめぐる法制整備の概要」ジュリスト 1470 号 16 頁 15。

<sup>1796</sup> 例えば、払込期日の直前に 10%以上の反対通知が集まり、それでもなお会社が株主総会を開催しないと判断した場合には、仮に発行差止めがなされても裁判審理するのにあまりにも短期間しかない場合もあり得る。武井・前掲注（1795）16 頁。

<sup>1797</sup> 江頭・前掲注（223）756 頁注 9、新谷勝『詳解改正会社法：平成 26 年改正の要点整理』（税務経理協会・2014 年）、山下哲哉「支配株主の異動を伴う募集株式の発行等」法学教室 402 号 21 頁、武井・前掲注（1795）17 頁、97 頁、野村・前掲注（1753）29 頁、久保田・前掲注（1756）29-30 頁などを参照。

<sup>1798</sup> 法制審議会会社法制部会でも議決権の 1/3 取得の場合を規制すべきとの意見が有力であった。岩原・前掲注（1780）7 頁。これには、その場合には一義的に明確な支配権の変動を生じるわけではないという反論も見られたが、それは事実上の支配権の移転に対する規制強化の必要性を否定するものではない。

<sup>1799</sup> 久保田・前掲注（1756）29 頁、36 頁注 22。



### 3.3 平成 26 年会社法改正に対する評価

従来から、第三者割当て含む新株の発行に係る意思決定は、既存株主の利益保護と資金調達の機動性とのバランスの中で規律されている。平成 26 年会社法改正は、既存株主の利益を保護するための規制であるが、支配権の移転を伴う第三者割当て等を組織再編と同視しているわけではなく、株主総会決議は普通決議<sup>1800</sup>とされ、また反対株主の買取請求権は認められていない<sup>1801</sup>。

立法の過程では、第三者割当て等による新株の発行は、既存株主の会社持分割合を低下させてその利益を大きく毀損し得るという希釈化の問題も取り上げられていた<sup>1802</sup>が、改正によって設けられた新しい規制は、会社支配権の移転が現れるのでない限り、既存株主の持分の希釈化の程度がどれだけ大きくとも適用されない<sup>1803</sup>。今回の改正が（2）株式の希釈化を基準とする制約方法ではなく、（1）支配権の移転を基準とする制約方法を採用した理由については、次のように解されている。すなわち、仮に日本で（2）の制約方法を採用するとしたときは、支配権の移転が生じる場合に限らず、大規模な資金調達の場合は一般に株主総会決議の手続きが要求される場所、そのことは、株主に企業経営の効率性（資金調達の使途）に対するモニタリング機会を与えるという機能をも果たし得る。仮に株主のモニタリングに期待できるのであれば、（2）の制約方法は正当化できるし、期待できないのであれば、規制対象が広すぎることになる。この点について、日本の証券市場には、機関投資家の株式保有比率が高くなく、その影響力が弱いという事情があるため、アメリカやイギリスと比べて、経営効率性に関する株主のモニタリングに期待できる度合いが比較

---

<sup>1800</sup> つまり、議決権を行使することができる株主の議決権の過半数を有する株主が出席し（定足数）、その出席株主の議決権の過半数（議決要件）で決定する。ただし、この定足数は定款で軽減・排除することができるが、役員の選任・解任の決議と同様、定足数の定款による引下げは議決権を行使することができる株主の議決権の 1/3 までにしかできない。なお、議決要件を定款で引き上げることは認められる。

<sup>1801</sup> 神田・前掲注（226）152 頁を参照。

<sup>1802</sup> 岩原・前掲注（1780）6 頁。

<sup>1803</sup> 松尾健一「資金調達におけるガバナンス」商事法務 2062 号 27 頁。

の小さいことに鑑みると、平成 26 年会社法改正が（2）の制約方法を選択せず、支配権の移転にフォーカスした（1）の制約方法を採用したこと自体は妥当であったと評価される<sup>1804</sup>。

しかし、新しい規制の適用対象はそう広くはなく、問題がある場面をカバーできない可能性は小さくない。例えば、特定の者が会社から第三者割当てを受けて事実上の支配権（過半数未満の議決権）を取得した上で、当該会社の親会社にもなり、その後、再度の第三者割当てに関する手続規制の適用を免れ得る。また、第三者割当てで特定の者に議決権の 49% を取得させた後に、会社が自己株式を取得して当該特定の者の議決権比率を過半数にする事例では、規制の適用はないように見える<sup>1805</sup>。もっとも、規制潜脱の危険は、過半数の議決権取得という形式基準で規制対象を画することに必然的に伴うものである。このことは、必ずしも新しい規制の意義が乏しいことを意味しない。なぜなら、当該規制が適用されない場合は、不公正発行の差止めによる規律が中心になる点では従前と変わりはない。既述のように、事実上の支配権の移転につき、差止めを通じた規律付け<sup>1806</sup>を強化すべきとするのが平成 26 年会社法改正の隠れたメッセージであると理解するときは、不公正発行の認定のあり方にも変化が生じて然るべきと考えられるからである。そして、そのことは規制潜脱事例に対する一定程度の歯止めにもなると期待される<sup>1807</sup>。

### 3.4 平成 26 年会社法改正に伴う投信法の改正

以上の内容から見れば、平成 26 年会社法改正は、（1）の制約方法のみを採用したものであり、以上で検討した東京証券取引所の有価証券上場規程の規律付けと比べると、適用範囲をより限定した上で、厳格な手続きを課すものといえる。具体的には、公開会社の支配権の移転を伴う第三者割当て等が行われる場面を対象に、一定の要件（10%以上の議決権を

---

<sup>1804</sup> 久保田・前掲注（1756）28 頁を参照。

<sup>1805</sup> 第三者割当て等と自己株式の取得が、全体として一体の取引であると考えられる場合であれば、規律の潜脱を許さない解釈をすべきであるとの見解もある。しかし、潜脱を許さない解釈を通じて、具体的に対抗措置・救済措置を取り得るかは明らかではない。松尾・前掲注（1803）28 頁。

<sup>1806</sup> 買収・再編の差止めを実現するための法律構成については、本稿本章第三節第三款を参照。

<sup>1807</sup> 久保田・前掲注（1756）30 頁を参照。

有する株主による反対通知) が満たされる場合には、株主による判断権を行使する機会の確保を求める。これは、株主による判断権を行使する機会を一切与えてこなかった日本の第三者割当制度に対して、大きな方向転換をもたらしたといえるだろう<sup>1808</sup>。本稿の観点からも、支配権の移転を伴う大規模な第三者割当てが行われる場面を対象として、株主（投資主）による判断権を行使する機会を従来以上に確保しようとする点については、全面的に賛成である。

しかし、会社法改正法と同日に成立した整備法<sup>1809</sup>によると、投信法は、会社法 206 条の 2 のような新しい規制を導入していないし、同条も準用していない。具体的な理由はまだ明らかにされていないが、J-REIT の第三者割当ての意思決定の制度設計に関しては、その税制上及び仕組上の特徴に起因する問題点<sup>1810</sup>が存在することから、投信法改正の場で熟議した後でなければ、相応しい結論を見出すことは難しいと推測される。もっとも、支配権の移転を伴う大規模な第三者割当てが行われる場面において、会社法では、株主による判断権を行使する機会が確保された以上、会社法の特別法としての投信法は、特別な理由がない限り、投資主に対して判断権の行使機会を同様に付与すべきであろう。この点の実現は、将来の投信法改正に期待したい。

また、具体的な規制の内容については、以下のような 2 つの理由に鑑み、投信法は、会社法 206 条の 2 が採用した (1) 支配権の移転を基準とする制約方法ではなく、(2) 投資口の希釈化を基準とする制約方法を採用すべきであると提言したい。まずは、J-REIT の支配権の移転の有無の判断基準に不明確な点が多いことである。例えば、J-REIT の非同族会社要件の影響の下で、投資法人には、総議決権数の 50% を超える投資口を保有する投資主が一般的にはない。そうすると、会社法のような議決権の過半数取得を規制基準とした制約

---

<sup>1808</sup> 白井・前掲注 (25) 474 頁を参照。

<sup>1809</sup> 正式な名称は「会社法の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」である。

<sup>1810</sup> J-REIT の税制上及び仕組上の特徴については、前掲注 (1762) から注 (1764) まで及びそれらに対応する本文を参照。

方法は、J-REIT に当てはめられるかどうかは疑問である。もちろん、J-REIT の場合の規制基準を議決権の 1/3 取得または 1/4 取得まで引き下げることが可能であるが、どの程度の数字を求めるべきかが問題となる。また、J-REIT の日常経營業務が外部の資産運用会社に担われていることから、投資法人の総議決権数の 50% を超える投資口まで保有しないが、資産運用会社の 50% を超える株式を保有している者は、J-REIT の事実上の支配投資主であると考えられる。この点について、投資法人の新投資口第三者割当てと資産運用会社の株式譲渡を一体化して、J-REIT の支配権の移転の有無を判断することは可能であるが、どのような組み合わせが最適かが問題となる<sup>1811</sup>。これらの問題については、基本的には投資法人の投資口保有構造と J-REIT に対する支配権の実態を分析する実証研究等に委ねられるべき問題であり、安易に結論を出すことはできない。したがって、(1) の制約方法より (2) の制約方法を採用したほうが、役員会の投資口の発行権限を規制するには明快かつ客観的であるといえよう。

次は、投信法には、会社法上の発行可能株式総数に関する 4 倍制限に相当する規定がないことである。この点は、投資口発行に関して、J-REIT の役員会は、会社の取締役会より広い裁量権を有することを意味する。つまり、投信法は、投資法人の第三者割当てを含む新投資口の発行を規律するにあたり、資金調達の機動性という要素より、既存投資主の利益保護という要素を、会社法以上に重視する必要があるように思われる。したがって、新投資口の発行で既存投資主の持分割合の低下による利益毀損という希釈化の問題にも対応するためには、(2) の制約方法がより有効的であると考えられる。

---

<sup>1811</sup> 極端な例で言えば、買収者は、第三者割当てで取得した投資口が 1 投資口しかないが、資産運用会社の 50.1% の株式を取得した場合において、J-REIT の支配権の移転が発生したといえるかについては、疑問の余地がないではない。

## 第四節 同一レベルの保障措置の付与

### 第一款 問題の設定

J-REIT の買収・再編における (1) 企業価値評価の公正性を確保する、及び (2) 対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題に対処するための枠組みとしては、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を通じたものと大きく分けることができる。そして、本稿第一章で述べたように、J-REIT の買収・再編の場面では、裁判所による介入を通じた対象投資法人の役員に対する規律付け<sup>1812</sup>が、特に実効性を欠くものとなっている<sup>1813</sup>。その理由としては様々なものが考えられるが、主な理由を指摘するとすれば、(1) 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基準が明らかではないことと、(2) 裁判所が介入するための制定法上の保障措置が対象投資法人の投資主にとって利用しにくいものであることの 2 点を挙げることができる。

(1) 役員の善管注意義務・忠実義務違反の審査基準については、J-REIT の買収・再編における利益相反問題に最も関係していることから、次節の議論に委ねることとする。本節では、J-REIT においても、裁判所による介入を通じた対象投資法人の役員に対する規律付けの実効性を高めるために、US-REIT に対する比較法的検討を通じて得られた示唆を軸として、(2) 制定法上の保障措置を実現するための具体的な法律構成について検討を試みる。まず、第二款では、アメリカの裁判所によって採用されている買収・再編の差止めという保障措置を提供することが、J-REIT の買収・再編においても同様に適切であると評価できるかどうかについて検討する。その上で、第三款では、仮に適切であると評価できるのであれば、J-REIT において、そのような保障措置を提供することを可能にするための具体的

---

<sup>1812</sup> 前述したとおり、本稿の問題意識からは、裁判所による介入を通じた対象投資法人の役員に対する規律付けは、J-REIT の買収・再編の場面における (1) 企業価値評価の公正性の確保、及び (2) 対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題への対処を実現するという 2 つの意味で機能を果たしているものと評価できる。

<sup>1813</sup> 本稿第一章第三節第二款 6 を参照。

な解釈論・立法論について検討する。最後に、第四款では、本節の議論を整理する。

## 第二款 買収・再編の差止めを通じた保障措置の適切性

第二章で見てきたように、US-REIT の買収・再編の場面では、(1) 企業価値評価の公正性を確保する、及び(2) 対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題に対処するための枠組みの重要な一環として、①買収・再編の差止めの申立てという事前の予防手段、及び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の救済手段という保障措置が、対象会社の株主に平等に付与されている。そして、US-REIT では、このような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を実現する上で、買収・再編が完成する前の段階における買収・再編の差止めが、積極的に活用されており、かつ重要な役割を果たしている<sup>1814</sup>。

それでは、J-REIT の買収・再編の場面においても、買収・再編が完成する前の段階で、買収・再編の差止めを通じた保障措置を提供することは適切であると評価できるのだろうか。この問題を考えるにあたっては、J-REIT の買収・再編の場面において、買収・再編の差止めを実現することの利点や問題点を、他の保障措置による場合と比較しながら具体的に考察することが適切であろう。本稿第一章で検討したとおり、J-REIT の買収・再編における対象投資法人の役員に対する規律付けを実現するための保障措置としては、①差止めを通じたもののほかにも、②買収・再編の無効の訴え、③対象投資法人の役員に対する損害賠償責任の追及、及び④反対投資主の買取請求権の行使などがある<sup>1815</sup>。

### 1 他の保障措置の実効性についての評価

(1) まず、対象投資法人の投資主としては、事後的に訴訟において J-REIT の買収・再編の無効を争うこともできるが、新投資口発行や投資法人合併等の無効事由は、投信法・会社法上は明確に定められておらず、解釈に委ねられている。さらに、いったん買収・再編が完成した後で問題となっている買収・再編それ自体を無効とすることには、取引の安全を著しく害する可能性が高いという問題や、買収・再編によって投資主に多少の利益は生

---

<sup>1814</sup> 本稿第二章第三節第一款及び第三款を参照。

<sup>1815</sup> 本稿第一章の表 12「J-REIT の買収・再編における各公正性確保の比較」を参照。

じるものの、役員が適切に権限を行使していればより多くの利益が生じることが認められるような事例では、無効と判断されることで投資主としてはむしろ損失を被ることにもなりかねないため、保障措置としては、利用されにくいという問題が存在する。このことに鑑みれば、J-REIT の買収・再編における役員に対する規律付けを実現するための保障措置としては、買収・再編の差止めのほうが優れているように思われる。したがって、J-REIT の買収・再編の場面においても、US-REIT と同様に、買収・再編の差止めを通じた保障措置を充実させることが先決であろう<sup>1816</sup>。

(2) 次に、J-REIT の買収・再編の場面において、役員に対する損害賠償責任の追及を通じた規律付けを実現することも考えられないではないが、現時点でそれが実効性をもって十分に機能しているとまでは評価できない。まず、役員の投資法人の責任（投信法 115 条の 6）を投資主代表訴訟（投信法 116 条・会社法 847 条）により追及する方法については、投信法 115 条の 6 が規定する投資法人の損害の要件を満たすことが困難である場合が少なくないことがその理由の 1 つである<sup>1817</sup>。また、仮に、買収・再編条件の不公正により、買収・再編条件で不利益に扱われた対象投資法人が損害を生じた場合、その役員が対象投資法人に対して損害を賠償すると、買収・再編条件で有利に扱われた買収者側は、対象投資法人の支配投資主（公開買付けもしくは第三者割当てによる場合）または合併存続法人（合併による場合）として、不公正な買収・再編により二重に利得をすることになる。二重利得の可能性自体は、役員の責任を否定する理由とはならないが、対象投資法人の財産状態を変化させるわけではない合併比率の不公正につき、役員が何らかの責任を負うべきである

---

<sup>1816</sup> 白井・前掲注（25）507 頁注 1759 を参照。

<sup>1817</sup> 例えば、投資法人合併が行われる場合には、合併の対価は直接に対象投資法人の投資主に支払われることになるため、合併に関する対象投資法人の執行役員の行為によって、対象投資法人の投資主には損害の発生が観念できても、対象投資法人自体に損害が発生することは観念できないとも考えられるからである。



とすれば、対象投資法人に賠償させることにより投資主の被った不利益を埋め合わせるより、不利益を被った投資主に直接賠償させるほうがより望ましい解決であるといえる<sup>1818</sup>。

しかし、投資主が役員に対して直接に責任を追及する方法（投信法 115 条の 7）には、役員の任務懈怠を判断する際の審査基準（換言すれば役員の善管注意義務・忠実義務の具体的な内容）が明確ではないこと<sup>1819</sup>、投資主にとって訴訟の提起は費用倒れになる可能性が高いこと<sup>1820</sup>などの問題がある。とりわけ、役員の対第三者責任においては、悪意又は重過失<sup>1821</sup>が求められることから、買収・再編が不公正であることを理由に役員の責任が肯定されるのは、きわめて限定的な場合になりそうである。そして、役員の義務違反が認められたとしても、損害額の立証の困難さから、役員に対する損害賠償責任の追及が不公正な買収・再編において、投資主の利益の回復に果たし得る役割は小さい。

（3）最後に、反対投資主の買取請求権は、対象投資法人ひいては対象投資法人を取得した買収者に対して、公正な価格による投資口の買取りを請求するものであり、対象投資法人の役員に対して何らかのペナルティを科すものではない。1）企業価値評価の公正性を確保するための保障措置としては、反対投資主による買取請求権の行使が確かに有効な手段であるが、その利用範囲は、投資法人の合併に限られており、投資口の公開買付けや第三者割当てによる J-REIT の買収・再編の場面には適用されない。そして、合併による J-REIT の買収・再編の場面においても、投資主は、買取請求権を行使することにより、被っている不利益を補償されているかどうかは明らかではない<sup>1822</sup>。

---

<sup>1818</sup> 齊藤・前掲注（273）111-112 頁を参照。

<sup>1819</sup> 例えば、伝統的な取締役の善管注意義務・忠実義務（会社法 330 条・民法 644 条、会社法 355 条）は、会社に対して負うものと理解されている。会社の財産状態を悪化させるわけではないが、株主間に富の不当な移転が起こる事態を招くことは、会社に対する義務違反には収まりにくい。

<sup>1820</sup> 本稿第一章の注（232）及び注（233）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1821</sup> ここでの重過失は、故意に準じたという意味ではなく、著しい任務懈怠と解されている点に注意を要する。

<sup>1822</sup> 本稿第一章第三節第二款 4.3.1（3）を参照。

また、2) 役員と投資主との間の利益相反問題を救済するための手段として、反対投資主の買取請求権が効果的に機能するのは、支配投資主による買収・再編や MBO などの買収者と対象投資法人の役員の少なくとも一部が経済的に一体であるような場面に、基本的には限定されるものと考えられる<sup>1823</sup>。そして、このような場面では、買取請求権の行使に期待が集まりそうだが、買取請求権の行使を通じた役員に対する規律付けの効果にも限界がないわけではない。例えば、買取請求権に役員（支配投資主も含む）の忠実義務の機能を代替させることには次のような問題点がある。買取請求権が行使された場合に投資口を買い取るのは投資法人であるから、投資法人に残存する投資主に負担に帰することになる。とりわけ、投資法人合併の対価が投資口に限定されるため、合併を推進する投資主（支配投資主等）以外の投資主が投資法人に残ることもあり得る。しかし、このような場合に、買取価格に利益相反行為によって生じる不利益の補償機能を果たさせると、本来は利益を得

---

<sup>1823</sup> また、買収者と対象投資法人の役員の少なくとも一部が経済的に一体であるような場面を除けば、反対投資主の買取請求権が行使される可能性が存在するとしても、そのことによって対象投資法人の役員に生じる規律付けの効果は限定的なものであるとも考えられる。もちろん、反対投資主の買取請求権が行使される可能性が存在することによって、対象投資法人の役員が買収者から引き出すことのできる私的利益の額に影響が生じることも、理論的には考えられるところである。しかし、現実には、対象投資法人の役員が得る私的利益の額は、そのことに起因して対象投資法人の投資主が被る損失の額よりも十分に小さいことが予想されることからすれば、買取請求権の行使によって投資主が確保する利益の額と役員が得る私的利益の額が、一対一で対応するわけではないだろう。買取請求権の行使によって投資主が確保する利益は、買収者が対象投資法人の役員に私的利益を提供することで、買収・再編の対価を低く抑えることや買収・再編を確実なものとすることに成功し、その結果として買収者が得ることになる利益の中から支払われる可能性も十分に考えられるからである。そして、買収者の観点に立てば、こうした利益が買取請求権の行使による損失を十分に補うに足りるほど大きなものであり、かつ、対象投資法人の役員が一定規模の私的利益の提供を受けない限り、買収・再編の対価を低く抑えることや買収・再編を確実なものとするに同意しないのであれば、たとえ買取請求権が行使される可能性が存在するとしても、買収者が対象投資法人の役員に対して提供する私的利益の額を、一定規模以下に減らすことはないと思われる。白井・前掲注（25）90 頁注 262 を参照。

た者が負担すべき制裁をそうでない投資主に負担させることになる<sup>1824</sup>。したがって、投資法人合併の場合には、買取請求権に忠実義務の代替的機能を期待すべきではない。

なお、買取請求権の行使による規律付けの限界として、1) 買取請求権を行使するには事前の反対の通知・投資主総会での反対票を投じることをその基本とする「反対投資主」の要件（投信法 149 条の 3 第 1 項・149 条の 8 第 1 項・149 条の 13 第 1 項）を満たさなければならないなど、権利行使のための手続きが非法律家の投資主にとってはハードルが高いこと、2) 投資主総会の承認決議後に対価の不当性を示す事実が明らかになったような場合には、投資主総会の時点で投資主がそのことを知らずに賛成票を投じてしまえば、買取請求権を行使できないこと、3) 裁判所があるべき対価を正確に算定することには困難が伴い、裁判所が過大に算定すると買取請求権の過剰な行使を招く一方、過小に算定すると過小な行使しかされないという問題が発生することなどが指摘されている<sup>1825</sup>。

## 2 差止めを通じた保障措置の利点及び問題点

以上のように考えると、J-REIT の買収・再編における役員に対する規律付けを実現するための保障措置として、残された措置である買収・再編の差止めに期待が集まるのは自然であるようにも思われる。まず、J-REIT の買収・再編の場面において、買収・再編の差止めを実現することの利点としては、少なくとも次の 3 点を指摘することが可能である。

第一に、買収・再編の差止めが問題となる場面では、救済を実現するにあたって損害の額を立証する必要がない<sup>1826</sup>。これに対して、役員に対する損害賠償責任の追及による場合

---

<sup>1824</sup> 飯田・前掲注（26）312 頁を参照。

<sup>1825</sup> 飯田秀総「組織再編等の差止請求規定に対する不満と期待」ビジネス法務 2012 年 12 月号 77-78 頁を参照。同稿は、以上の点を踏まえて、株式買取請求権は少数株主の保護として有用ではあっても完璧な制度ではなく、他の法的規律によって補完する必要がある仕組みであると指摘する。当該指摘は、投資口買取請求権制度にも同様に妥当するというべきであろう。

<sup>1826</sup> すなわち、投資主は、買収・再編によって投資法人に損害が生じるおそれがあることや、投資主が不利益を受けるおそれがあることの立証は求められることがあっても、具体的な損害の額の立証までは求められない。投信法 84 条 1 項・会社法 210 条、投信法 109 条 5 項・会社法 360 条 1 項、投信法 150 条・会社法 784 条の 2・796 条の 2・805 条の 2。

には、投資主は投資法人または自らが被った損害の額を立証する必要があり、また、買取請求権の行使による場合についても、あるべき対価の立証には困難が伴うことが予想され、これらの立証の負担が規律付けを実現する上での障害となりかねないことが懸念される<sup>1827</sup>。したがって、他の保障措置と比べると、買取・再編の差止めを利用する際の投資主の立証の負担は比較的軽いと考えられ、買取・再編の差止めという手段は、対象投資法人の役員に対する規律付けを実現する上で生じ得る障害がより小さい手段であるといえるだろう。

第二に、裁判所の介入により生じ得る役員に対する萎縮効果は、差止めによる救済が提供される場合には比較的小さく抑えられる可能性がある。たとえ裁判所によって差止めが認められたからといって、問題となっている買取・再編がもはや実現不可能になるわけではなく、役員としては、自らの善管注意義務・忠実義務違反が解消されるように誠実に行動することで、いったんは差し止められた買取・再編を最終的に実現することも十分に可能である<sup>1828</sup>。これに対して、役員に対する損害賠償責任の追及は、いったん裁判所によって認められてしまうと、それ以後のJ-REITの買取・再編において、役員に対して極めて強い萎縮効果をもたらす可能性がある。また、買取・再編の無効は、法律関係を著しく不安定にするおそれがあるため、裁判所によって無効と認められてしまうと、役員に対して極めて強い萎縮効果をもたらすことが懸念される<sup>1829</sup>。

第三に、差止めを通じた保障措置では、差し止められた買取・買収について、投資主の判断に必要な情報を追加で開示したり、当事会社が再度誠実に交渉したり、または新たな

---

<sup>1827</sup> 白井正和「組織再編等に関する差止請求権の拡充：会社法の視点から」川嶋四郎＝中東正文編『会社事件手続法の現代的展開』（日本評論社・2013年）212頁注21。

<sup>1828</sup> 確かに、日本の場合はアメリカと異なり、いったん差し止められると条件を変えて再度チャレンジということが生じづらいという主張がある。しかし、例えば、役員の善管注意義務・忠実義務違反が解消されるまでの間に限って、投資主総会の開催などの買取・再編を完成させる行為の差止めを認めることとすれば、役員としては、以後は誠実に交渉を行ったり、マーケット・チェックを行ったりなどすることで、当該買取・再編を最終的に実現することも十分に可能である。白井・前掲注（1827）212頁注22を参照。

<sup>1829</sup> 白井・前掲注（25）509-512頁を参照。

取引相手の有無を模索・検討したりすることで、裁判所があるべき買収・再編の条件を具体的に設定しなくても、市場等を通じてより望ましい買収・再編が実現する可能性がある。すなわち、差止めを通じた保障措置では、対象投資法人の役員の利益相反が抑止されるとともに、効率的な買収・再編が阻止されるような投資主一般の利益が害されることは少ない<sup>1830</sup>。

以上に対して、買収・再編の差止めを通じた保障措置の問題点としては、日本では、アメリカほどは証拠開示制度<sup>1831</sup>が充実していないことから、差止めを通じた保障措置に実効性をもたせることは難しいのではないかと考える余地がある点が挙げられる。買収・再編の差止めには時間的な制約<sup>1832</sup>が存在することからすれば、差止めが規律付けの仕組みとしての実効性を備えるためには、原告にとって利用可能な証拠開示制度が充実している必要があるだろう。そのため、証拠開示制度がアメリカほどは充実していない日本では、アメリカと異なり、差止めによる規律付けの仕組みが十分に機能しない可能性は完全には否定できないところである。ただし、近年では、日本の裁判所においても、会社が保有する証拠を原告に開示するように求める動きが観察され始めており、日本における証拠開示制度の不十分性は、買収・再編の差止めを通じた保障措置を不適切と評価するほどの障害であるとはいえないようにも思われる。また、役員に対して損害賠償責任を追及する場合であ

---

<sup>1830</sup> 白井・前掲注（1827）212 頁を参照。

<sup>1831</sup> アメリカでは、裁判所の命令を待つまでもなく、自らに有利な証拠・情報も不利な証拠・情報も、あらかじめ相手方によって科されることになると指摘されているが、日本ではこのような強力な証拠開示制度は用意されていない。アメリカの証拠開示制度については、浅香吉幹『アメリカ民事手続法（第2版）』（弘文堂・2008年）73-95 頁を参照。

<sup>1832</sup> すなわち、差止めを通じた保障措置に実効性を備えるためには、J-REIT の買収・再編が完成するまでの間に、裁判所によって差止めが認められる必要がある。具体的には、投資主総会決議が必要となる買収・再編では、投資主総会が開催されるまでの間に差止めが認められる必要がある。また、日本では、役員会限りの判断で大規模な第三者割当てを通じて友好的買収を実現することも可能であるが、この場合には、役員会の行為が効力を生じるまでの間に差止めが認められる必要があるため、時間的な制約はさらに厳しいものとなる。

っても、証拠開示制度の不十分性が役員に対する規律付けを実現する上での障害となり得ることには変わりはないため、この問題は、他の保障措置を利用すれば解決できる性質の問題ではないといえるかもしれない<sup>1833</sup>。

以上の検討により、J-REIT の買収・再編の場面における対象投資法人の役員に対する規律付けは、アメリカと同様に、買収・再編が完成する前の段階において、買収・再編の差止めを中心に実現していくことが適切であるといえることができる。そこで、次の第三款では、J-REIT において、裁判所による買収・再編の差止めを実現するための解釈論・立法論について検討する。

---

<sup>1833</sup> 白井・前掲注（25）512-513 頁を参照。

### 第三款 買収・再編の差止めを実現するための法律構成

#### 1 平成 26 年会社法改正の内容及び影響

本稿第一章で検討したとおり、現行の J-REIT の買収・再編における公正性確保の枠組みでは、対象投資法人の投資主は、新投資口第三者割当てによる買収について、投資口の不正発行の差止めを裁判所に申し立てることができる（投信法 84 条 1 項・会社法 210 条）が、公開買付けや投資法人合併による買収・再編と、端投資口交付合併または投資口併合によるキャッシュ・アウトについて、一般的な差止請求権が認められていなかった<sup>1834</sup>。

これに対して、一般事業会社の買収・再編の場面において、平成 26 年会社法改正は、組織再編、全部取得条項付種類株式の取得及び株式併合について、一般的な差止請求に係る規定を新設した（会社法 784 条の 2・796 条の 2・805 条の 2、171 条の 3、182 条の 3）。このほか、今回の法改正は、会社法上のキャッシュ・アウト手続きの問題<sup>1835</sup>を解決するために、特別支配株主による株式等売渡請求の制度<sup>1836</sup>を設けた（同法 179 条以下）。また、株式等売渡請求制度における売渡株主等の救済方法としては、①売渡株主等による売渡株式等の取得をやめることの請求（差止請求<sup>1837</sup>、同法 179 条の 7）、②売買価格の決定の申立て（同

---

<sup>1834</sup> 本稿第一章の表 12「J-REIT の買収・再編における各公正性確保の比較」を参照。

<sup>1835</sup> 会社法上、キャッシュ・アウトを行うための主な手法としては、①金銭を対価とする組織再編、②全部取得条項付種類株式の取得、及び③株式の併合が存在する。ただし、③については、少数株主を保護するための制度が欠けていることから、事実上、キャッシュ・アウトには利用されていない。また、①及び②については、税制上の理由等により、主に用いられるのは②の手法である。しかしながら、①については、いわゆる略式組織再編に該当しない限り、キャッシュ・アウトの対象となる株式を発行している会社において株主総会の特別決議が必要とされており、また、②については、常に当該会社において株主総会の特別決議が必要となるため、いずれにおいても、キャッシュ・アウトの完了には長時間を要し、時間的・手続的なコストが大きいと指摘されている。野村・前掲注（1779）92 頁。

<sup>1836</sup> 株式等売渡請求の制度では、キャッシュ・アウトの対象となる株式を発行している会社の総株主の議決権の 90%以上を有する「特別支配株主」は、当該会社の株主総会決議を受けることなく、当該会社の少数株主に対し、当該会社の株式等の売渡しを請求することが可能とされた。野村・前掲注（1779）93 頁。

<sup>1837</sup> 特別支配株主による株式等売渡請求の手続きは、経済的実質的には、金銭を対価とする略式株式交換とほぼ同じである。そこで、売渡株主等が特別支配株主に対して売渡株式等の取得の差止めを求める場合も、略式組織再編と同じ要件が科される。田中亘「各種差止請求権の性質、要件および効果」神作裕之ほか編『会社裁判にかかる理論の到達点』（商事法務・2014 年）19 頁。

法 179 条の 8)、③売渡株式等の取得の無効の訴え(同法 846 条の 2 以下)が定められている。それで、平成 26 年会社法改正がなされた後、一般事業会社の買収・再編の場面における公正性確保の枠組みは、下表のような内容になった。

表 33 一般事業会社の買収・再編における公正性確保の枠組み(平成 26 年会社法改正後)

	公開買付け	新株第三者割当て	会社の合併	特別支配株主による株式等売渡請求によるキャッシュ・アウト	全部取得条項付種類株式の取得によるキャッシュ・アウト	株式併合によるキャッシュ・アウト
決定主体	個々の株主	取締役会または株主総会	株主総会	取締役会	株主総会	株主総会
制度上の保障措置	1. 情報開示規制 2. 買収者の損害賠償責任 3. 買収者の役員等の連帯責任 4. 取締役の損害賠償責任	1. 情報開示規制 2. <u>募集株式の発行等の差止請求権</u> 3. 新株発行の無効の訴え 4. 取締役の損害賠償責任 5. 特定引受人の差額支払義務	1. 情報開示規制 2. <u>合併の差止請求権</u> 3. 反対株主の買取請求権 4. 合併無効の訴え 5. 取締役の損害賠償責任	1. 情報開示規制 2. <u>売渡株式等取得の差止請求権</u> 3. 売買価格の決定の申立て 4. 売渡株式等取得の無効の訴え	1. 情報開示規制 2. <u>全部取得条項付種類株式の取得の差止請求権</u> 3. 反対株主の買取請求権 4. 取得価格の決定の申立て 5. 株主総会決議の取消しの訴え 6. 取締役の損害賠償責任	1. 情報開示規制 2. <u>株式併合の差止請求権</u> 3. 反対株主の買取請求権 4. 株主総会決議の取消しの訴え 5. 取締役の損害賠償責任

以上の内容から見れば、平成 26 年改正後の会社法では、公開買付けに対する差止請求権を除き、新株第三者割当てや会社の合併による各買収・再編と、各手法によるキャッシュ・アウトに対する差止請求権が全面的に認められるようになった。このような傾向は、本稿の観点からも大変望ましいものと評価できる。しかしながら、整備法により、現時点で投信法に導入された内容については、投資法人合併や投資口併合に対する差止請求権しか認



められない（投信法 81 条の 2 第 2 項、150 条）。公開買付けに対する差止請求権と、特別支配投資主による投資口等売渡請求の制度については、2015 年 9 月現在まだ実現されていない。以下では、平成 26 年改正後の会社法と投信法については、「平成 26 年改正法」と併称する。

表 34 J-REIT の買収・再編における公正性確保の枠組み（平成 26 年改正法後）

	公開買付け	新投資口第三者割当て	投資法人の合併	端投資口交付合併によるキャッシュ・アウト	投資口併合によるキャッシュ・アウト
決定主体	個々の投資主	役員会	投資主総会	株主総会	株主総会
制度上の保障措置	1. 情報開示規制 2. 買収者の損害賠償責任 3. 買収者の役員等の連帯責任 4. 役員等の損害賠償責任	1. 情報開示規制 2. <u>新投資口発行の差止請求権</u> 3. 新投資口発行の無効の訴え 4. 役員等の損害賠償責任 5. 投資口引受人の差額支払義務	1. 情報開示規制 2. <u>合併の差止請求権</u> 3. 反対投資主の買取請求権 4. 合併無効の訴え 5. 役員等の損害賠償責任	1. 情報開示規制 2. <u>合併の差止請求権</u> 3. 反対投資主の買取請求権 4. 合併無効の訴え 5. 役員等の損害賠償責任	1. 情報開示規制 2. <u>投資口併合の差止請求権</u> <sup>1838</sup> 3. 投資主総会決議の取消しの訴え 4. 役員等の損害賠償責任

以下では、J-REIT の買収・再編の場面において、買収・再編が完成する前の段階で、裁判所による買収・再編の差止めを実現することを目的として、(1) 投資法人合併、(2) 新投資口第三者割当て、(3) キャッシュ・アウト、(4) 公開買付けによる買収・再編の場面について、それぞれの場面ごとに、現時点で投資主が買収・再編の差止めを求めるにあたり障害となっている問題点を克服するための解釈論・立法論を検討する。

<sup>1838</sup> 投資口併合の制度について、投信法 81 条の 2 第 2 項は、会社法 182 条の 3 を準用する形で、それに対する差止請求を認めた。しかし、投信法には会社法 182 条の 4（反対株主の株式買取請求）と 182 条の 5（株式の価格の決定等）を準用する規定がないため、反対投資主の投資口買取請求権は認められていない。

## 2 新投資口第三者割当てによる J-REIT の買収に対する差止め

### 2.1 投資法人の損害か投資主の損害かによる 2つのアプローチ

新投資口第三者割当てによる友好的買収が行われようとしている場面では、対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題によって生じる損害は、場合によっては投資法人の損害と評価できることもあれば、場合によっては投資主に直接生じる損害と評価できることもある。例えば、対象投資法人の役員が、役職を確保したり、顧問契約の締結や退職金の増額などの何らかの経済的な利益を得たりする一方、そうしないことを正当化する特段の事情がないにもかかわらず、買収者との間で投資口の発行条件について十分な交渉を行わなかったり、より条件の良い買収提案を行う買収者が他にいないかを調査・検討しないままに、買収者に対して大規模な第三者割当てを実施し、対象投資法人の支配権を買収者に移転させてしまうような事例について考えてみる。このような事例では、対象投資法人の役員が、買収者との交渉や他の買収者に関する調査・検討を十分に行わなかった結果、対象投資法人としてはより多くの資金を調達できる機会を喪失した可能性が考えられる一方、対象投資法人の投資主としては、より高い買収プレミアムを得る機会を喪失した可能性が考えられる<sup>1839</sup>。そして、前者であれば投資法人の損害が問題となり、後者であれば投資主に直接生じる損害が問題となるだろう。このように考えれば、対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題に十分に対処するためには、投資法人の損害が問題となる場合であっても、投資主に直接生じる損害が問題となる場合であっても、投資主に対して、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第三者割当てを差し止めるための手段を提供することが望ましい<sup>1840</sup>。

そこで、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第三者割当てを差し止めるための理論構成が問題となる。平成 26 年改正法の枠内で考えるのであれば、(1) 投資法人の損害が問題となる場合には執行役員の違法行為差止請求権（投信法

---

<sup>1839</sup> 田中亘「募集株式の有利発行と取締役の責任」新堂幸司＝山下友信編『会社法と商事法務』148-149 頁。

<sup>1840</sup> 白井・前掲注（25）519-520 頁を参照。

109 条 5 項・会社法 360 条 1 項) を、(2) 投資主の損害が問題となる場合には新投資口発行の差止請求権 (投信法 84 条 1 項・会社法 210 条) を利用することが考えられる。そして、執行役員の違法行為差止請求権については、差止事由としての「法令違反」には、執行役員の善管注意義務・忠実義務違反も含まれると一般に解されているため、当該義務違反に該当する執行役員の行為を差し止めるための法律上の根拠として利用することが現実可能であろう<sup>1841</sup>。本稿第一章で検討したとおり、違法行為差止請求権を行使するにあたって最も問題となるのは、(2) 投資主の損害が問題となる場合には投資法人の損害要件の問題が克服できないということである。しかし、(1) 投資法人の損害が問題となる場合には、投資法人の損害要件の問題は、投資主にとって全く障害とならない。

これに対して、新投資口発行の差止請求権については、差止事由としての「法令違反」には、具体的な法令違反のみが含まれ、役員の善管注意義務・忠実義務違反といった抽象的な規定の違反は含まれないと一般に解されている<sup>1842</sup>ため、こうした従来の解釈に従う限りは、対象投資法人の役員の行為を十分には規律することができない点に問題がある。

## 2.2 新投資口発行の差止請求権を利用する場合の問題点

投資主は、投資法人に対して新投資口の発行を求めるためには、当該発行が法令または規約に違反し、または著しく不公正な方法により行われる場合であって、かつ投資主が不利益を受けるおそれがあることが必要である (投信法 84 条 1 項・会社法 210 条)。ここにいう「法令違反」とは、新投資口発行に関する具体的な法令の規定の違反を意味し、役員の善管注意義務・忠実義務違反は含まれないと一般に解されている。もっとも、そのように解すべき根拠は、それほど明確というわけではない。一応の理由付けとしては、新投資口発行の差止めは投資法人を名宛人とするところ、役員の投資法人に対する善管注意義務・忠実義務違反は、投資法人を名宛人とする法令の違反ではないからである<sup>1843</sup>。しかし、

---

<sup>1841</sup> 執行役員の違法行為差止請求権の要件及び問題点については、本稿第一章第三節第二款 3.3.1 を参照。

<sup>1842</sup> 本稿第一章の注 (213) 及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1843</sup> 上柳克郎＝竹内昭夫＝鴻常夫編『新版注釈会社法〈7〉』(有斐閣・1987 年) 289 頁〔近藤光男〕、酒巻

投資法人は役員等の業務執行機関を通じてしか行為できないことを考えると、投資法人の行為と業務執行機関の行為を峻別する上記の説明がどれほど説得的であるかについては、議論の余地がありそうである<sup>1844</sup>。また、新投資口発行に関する投資法人を名宛人とする規制<sup>1845</sup>の多くも、投資法人または投資主の利益保護を目的としているのであり、その点で、役員<sup>1846</sup>の善管注意義務・忠実義務と本質的な違いがあるのかという点も、問題となり得ると思われる<sup>1846</sup>。

この点に関しては、募集株式の発行等の差止請求権を行使する株主にとって、特に大きな問題（差止事由が限定的になってしまうこと）にならないと考えられる。募集株式の発行等の差止事由としての「法令違反」に取締役の善管注意義務・忠実義務違反は含まれないと解するとしても、株主は、①「特に有利」な払込金額であるのに株主総会の特別決議を経ていないこと、または「②著しく不公正な方法」による発行を理由に、差止めを請求することができ、かつ、①または②と認められる場合は、取締役の善管注意義務・忠実義務違反と認められる場合よりもさらに広いと解されているからである。上記の解釈に対して従来あまり疑義が呈せられてこなかったのは、このような事情によるところが大きいように思われる<sup>1847</sup>。

しかしながら、投信法では、会社法上の有利発行規制（会社法 201 条 1 項）が認められておらず、そのかわりに、投資口発行の払込金額（発行価格）は、投資法人の保有する資産の内容に照らし公正な金額でなければならない（投信法 82 条 6 項）という規律が課されている<sup>1848</sup>。つまり、投信法は、有利発行に該当するかどうかについて投資主総会で検証す

---

俊雄＝龍田節編『逐条解説会社法〈第3巻〉』（中央経済社・2009年）142頁〔伊藤靖史〕を参照。

<sup>1844</sup> 太田洋＝安井桂大「組織再編等の差止請求制度とその論点」商事法務 1988 号 17 頁を参照。

<sup>1845</sup> 例えば、必要な投資法人の機関の承認を得る（投信法 82 条 1 項・2 項、）とか。

<sup>1846</sup> 田中・前掲注（1837）15-16 頁を参照。

<sup>1847</sup> 田中・前掲注（1837）16-18 頁を参照。

<sup>1848</sup> 投信法が有利発行規制を認めない理由については、前掲注（214）から注（216）まで及びそれらに対応する本文を参照。

る機会を設けていないため、投資口の発行価格を投資法人の資産に照らし公正な金額に限定することにした。そのため、対象投資法人の投資主は、投信法 82 条 6 項の規定に違反したこと（投信法 84 条 1 項が準用する会社法 210 条 1 号の「法令違反」）を理由に、新投資口発行の差止めを請求することができる。この場合の焦点は、投資口の発行価格が投資法人の資産に照らし公正な金額であるかどうかといった判断に集約される。公正な金額でないことについての立証は、差止めを請求する投資主が負担するが、「公正な金額」の基準について、日証協指針<sup>1849</sup>を 1 つの主要な参考指標として利用することには一定の合理性が認められることから、日証協指針のルールを利用することができると、投資主の立証責任が軽減されるようになると思われる。日証協指針のルールの主なる内容は、次の 2 点にまとめられる。

すなわち、〈1〉払込金額は、新投資口の発行に係る役員会の承認の直前日の市場価格に 0.9 を乗じた額以上の価額であること、〈2〉ただし、直近日又は直前日までの市場価格又は売買高の状況等を勘案し、当該承認の日から払込金額を決定するために適当な期間（最長 6 か月）をさかのぼった日から当該承認の直前日までの間の平均の市場価格に 0.9 を乗じた額以上の価額とすることができるが、その場合には、新投資口の発行に係る役員会の承認の直前日の市場価格を勘案しない理由及び払込金額を決定するための期間を採用した理由を適切に開示することが求められる。

当該ルールに基づき、公正な金額は、原則として承認直前日の市場価格によって算定されなければならないが、一定の例外の場合<sup>1850</sup>のみにおいて、承認直前日の市場価格によら

---

<sup>1849</sup> 日証協指針とは、業界の自主規制（ソフトロー）として、日本証券業協会が平成 22 年 4 月 1 日に公布した「第三者割当増資の取扱いに関する指針」を指す。

<sup>1850</sup> ここにいう例外の場合としては、新株発行の裁判例において、買占めにより株価が大きく上昇する傾向にあった場合（札幌地決平成 20 年 11 月 11 日金商 1307 号 44 頁）、会社の業績発表の影響により発行価額決定の直前に株価が著しく高騰していた場合（横浜地決平成 19 年 6 月 4 日金商 1270 号 67 頁）、新株発行決議以前に投機等により株価が急騰していた場合（東京地決平成元年 9 月 5 日判時 1323 号 48 頁）などが認められた。

ないことが許容される。もっとも、投資法人の資産に照らし公正な金額でなければならないことと、発行可能投資口総口数についての制限が設けられていないこと<sup>1851</sup>などの事情を併せて鑑みると、承認直前日の市場価格によらないことの許容範囲については、新株発行の場合よりも、投資口発行の場合において厳格に解釈されるべきであろう。そうすると、承認直前日の市場価格によることに合理性がないことが役員会に立証されたような、特定の例外を除き、払込金額は、役員会の承認の直前日の市場価格に 0.9 を乗じた額以上の価額に限定されるべきであり、当該価額を下回る払込金額は、公正な金額でないと解するのが妥当であろう。

以上のような解釈論を確立することができれば、投資主の損害が問題となる場合には、投資主は、新投資口発行の差止請求権を利用することにより、不公正な金額による投資口発行<sup>1852</sup>を差し止めることが可能となる。しかし、J-REIT の買収・再編の場面における (1) 企業価値評価の公正性の確保という観点からは、この解釈で対処することができると思われるが、(2) 対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題への対処という観点からは、やはり十分とはいえない。例えば、買収者の払込金額は、対象投資法人の資産に照らし公正な金額であるが、対象投資法人の役員が他の買収者に関する調査・検討を行えば、より多くの資金を抛出する他の買収者を容易に見つけたような場合は十分にあり得る。この場合において、新投資口第三者割当ては、投信法 82 条 6 項の規定に違反しないことから、「法令違反」に基づく差止めが認められない可能性が高い。しかし、対象投資法人の役員は、より条件の良い買収提案を行う買収者が他にいないかを調査・検討しないままに、買収者に対して大規模な第三者割当てを実施し、対象投資法人の支配権を買収者に移転さ

---

<sup>1851</sup> 投信法には、会社法 37 条 3 項と 113 条 3 項の 4 倍制限の規定がないし、それらを準用する規定もない。それで、投資口発行については、投資法人の役員会は、取締役会よりも相当広い裁量権を有すると評価できる。

<sup>1852</sup> 例えば、役員会は、買収者との間で投資口の発行条件について十分な交渉を行わなかったことに起因するものである

せてしまうと、当該第三者割当ては、投資主に不利益ないし損害をもたらすものであることに疑いはないだろう<sup>1853</sup>。

そのため、J-REIT の買収・再編の場面における（２）対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題への対処という観点からは、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第三者割当てが、役員の善管注意義務・忠実義務に違反する態様で行われようとしている場面において、新投資口発行の差止請求権に基づき、当該第三者割当てを差し止めることを可能にするような別の解釈論を示す必要がある。

### 2.3 「著しく不公正な方法」に基づく差止めの可能性

投信法 84 条 1 項が準用する会社法 210 条の規定には、「著しく不公正な方法」（２号）という差止事由がある。以下では、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第三者割当てが、役員の善管注意義務・忠実義務に違反する態様で行われようとしている場面には、当該第三者割当ては、「著しく不公正な方法」に基づくものであるとして、その差止めが認められるかどうかを検討する。

まず、不公正な方法による発行とは、不当な目的を達成する手段として投資口発行が利用される場合をいい、具体的には、支配権の帰属をめぐる争いが生じているときに、役員が、議決権の多数を維持・争奪する目的<sup>1854</sup>または反対派の少数投資主権を排斥する目的<sup>1855</sup>

---

<sup>1853</sup> 具体的な例でいうと、役員会の承認の直前日における対象投資法人の投資口の市場価格は 20 万円とし、買収者の払込金額は 1 投資口につき 18.5 万円とする。当該払込金額は、役員会の承認の直前日の市場価格に 0.9 を乗じた額以上の価額であることから、以上で提案した判断基準によっても不公正発行に該当するものではない。しかし、対象投資法人の事業の将来性が評価されているため、市場には 1 投資口につき 18.5 万円より高い払込金額との提案を出せる（または出した）対抗買収者が 2 社ある。にもかかわらず、対象投資法人の役員は、これらの対抗買収者と真剣に交渉しておらず、買収者への新投資口第三者割当てを決めた。このような場合において、対象投資法人の投資主はより高い買収プレミアムを得る機会を失うことが明らかであり、役員は善管注意義務・忠実義務違反に該当する可能性が高いといえるだろう。

<sup>1854</sup> 例えば、問題となっている新株発行は、現経営者の会社支配権の維持を主要な目的とするものであるとして、不公正な方法による発行に該当すると判断した裁判例として、東京地決平成元年 7 月 25 日判時 1317 号 28 頁などがある。

<sup>1855</sup> 例えば、原告である株主が、彼らの会計帳簿の閲覧請求権をはじめとする少数株主権を排斥する目的

で、投資口発行を行う場合などがこれにあたりと解されてきた<sup>1856</sup>。すなわち、従来の不公正な方法による発行規制の下では、支配権の帰属をめぐる争いが生じている場面における、役員の支配権の維持・確保目的の行為に対する規律付けが主な議論の対象とされている<sup>1857</sup>。これに対して、その支配権に争いが生じていない対象投資法人が、友好的買収を実現するために第三者割当てで投資口発行を行う場合において、役員の行為を規律する手段として新投資口発行の差止請求権を利用することは、従来ほとんど想定されてこなかった<sup>1858</sup>。

しかしながら、会社法 210 条 2 号の不公正な方法による発行規制の内容を、判例法理により形成されている主要目的ルールが専ら想定する局面に限定する必要はないだろう。つまり、「著しく不公正な方法」とは多義的に理解できる概念であることからすれば、通常は敵対的買収の場面において問題となる主要目的ルールに基づく不公正な方法による発行規制とは別に、友好的買収の場面においても、支配権の移転を伴う新投資口第三者割当てが不公正な方法により行われる場合には、投信法 84 条 1 項が準用する会社法 210 条 2 号を根拠に当該第三者割当ての差止めを認める余地は十分にあるように思われる。具体的には、主要目的ルールに基づく従来の不公正な方法による発行規制とは別の枠組みとして、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第三者割当てが問題となる場面では、善管注意義務・忠実義務に違反する役員の行為についても、不公正な方法による発行を根拠付ける事実として評価することは可能であると考え<sup>1859</sup>。つまり、不公

---

で、第三者割当てによる新株発行が行われようとしていると主張し、こうした目的に基づく新株発行は不公正な方法による発行に該当すると主張して争った裁判例として、大阪地決昭和 48 年 1 月 31 日金商 355 号 10 頁がある。

<sup>1856</sup> 江頭・前掲注 (223) 764 頁を参照。

<sup>1857</sup> 例えば、大阪地決平成 16 年 9 月 27 日金商 1204 号 6 頁は、会社支配権の帰属をめぐる争いが生じていないことを理由の 1 つとして、問題となっている新株発行は不公正な方法による発行には該当しないと判断した。

<sup>1858</sup> 白井・前掲注 (25) 111-112 頁を参照。

<sup>1859</sup> この点に関連して、鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法〔第 3 版〕』（有斐閣・1994 年）423 頁注 1 は、不公正な方法による発行は多くの場合、取締役の善管注意義務・忠実義務を規定した旧商法 254 条 3 項（会社



正な方法による発行規制を、敵対的であるか友好的であるかを問わず、J-REIT の買収・再編における対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題に対処することを目的とした、役員に対する規律付けを実現するための法理として理解することは、十分に可能であろう<sup>1860</sup>。

以上の検討を通じて、平成 26 年改正法の枠内でも、(1) 投資法人の損害が問題となる場合には執行役員の違法行為差止請求権（投信法 109 条 5 項・会社法 360 条 1 項）を、(2) 投資主の損害が問題となる場合には新投資口発行の差止請求権（投信法 84 条 1 項・会社法 210 条）を利用することで、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第三者割当てが、役員の善管注意義務・忠実義務に違反する態様で行われようとしている場面において、投資主が当該第三者割当てを差し止めることは十分に可能であると考えられる。

#### 2.4 投資主による判断権の行使機会が確保された場合の差止請求権

投信法は、会社法 201 条 3 項及び 4 項の募集要項の通知・公告の規定を準用していないため、新投資口発行事項の通知・公告を欠いた場合には、投資主の知らないうちに新投資口発行が行われ、投資主は差止めを請求する機会を奪われることになるという問題が存在する<sup>1861</sup>。通知・公告がなされないことにより、差止めによる規律付けの実効性が損なわれる可能性も十分に考えられる。もっとも、本稿は、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第三者割当てが行われる場面では、当該第三者割当ての是非をめぐり、そもそも投資主による判断権を行使する機会を確保する必要があると考えている<sup>1862</sup>。そして、仮にそのような規制が実現されるのであれば、本稿が議論の対象とす

---

法 330 条）・254 条ノ 3（会社法 355 条）のような抽象的な事実として善管注意義務・忠実義務に違反する取締役の行為を挙げることは、日本の伝統的な学説における理解とも整合的であるといえるだろう。

<sup>1860</sup> 白井・前掲注（25）522-524 頁を参照。

<sup>1861</sup> この問題の詳細は、前掲注（219）と注（220）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1862</sup> 友好的買収に該当すると評価できるような新投資口第三者割当てが行われた場合には、役員会の投資口の発行権限を制約する方法としては、本稿本章第二節第二款を参照。

る支配権の移転を伴う新投資口第三者割当てが行われる場面では、投資主総会の開催が要求されることになるため、新投資口発行事項の通知・公告を欠くという問題も同時に解決されることになる。

仮に将来の投信法改正では、投資主による判断権の行使機会が確保されたとした場合には、支配権の移転を伴う大規模な第三者割当てが行われる場面において、10%以上の議決権を有する投資主が反対通知をした場合に、投資主総会決議による承認が要求されることになるだろう<sup>1863</sup>。同規制の違反事由としては、①投資主に対する通知・公告手続<sup>1864</sup>の違反（通知・公告の欠缺、通知漏れ、期間不足など）及び②適法な投資主総会決議の欠缺（投資主総会決議がないこと、投資主総会決議に瑕疵があることなど）が考えられる。これらの場合において、投資主は、新投資口発行の差止請求権を利用して救済を求めることができる。

これらの場合における差止請求権については、従来からの解釈が参考となるが、上記のような手続的瑕疵があれば、会社法 210 条 1 号の「法令違反」として、差止事由があることになる。また、これによる投資主の不利益も認められよう<sup>1865</sup>。問題は、会社法 210 条 2 号の不公正な方法による発行であるが、手続違反がない場合、特に投資主総会決議があった場合にも、なお不公正な方法による発行に該当するケースがあるかが問題となる。しかし、不公正な方法による発行を理由とする差止請求自体は、当該規制にもかかわらず存続する。したがって、同規制に係る投資主総会決議があることが不公正な方法による発行の該当性の判断に影響を与えることはあっても<sup>1866</sup>、全く不公正な方法による発行のケースがなくなるわけではない。例えば、投資主総会決議に瑕疵がある場合はもちろん、そうでな

---

<sup>1863</sup> この点に関する議論については、前掲注（1809）から注（1811）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1864</sup> 会社法 206 条の 2 第 1 項により、払込期日の 2 週間までに、既存株主に対し、特定引受人の氏名または名称・住所、第三者割当て等により有することとなる議決権の数などの事項を通知・公告しなければならない。

<sup>1865</sup> 森本大介「第三者割当増資に関する規律および子会社株式等の譲渡に関する改正」商事法務 1985 号 28 頁、山下徹哉「支配株主の異動を伴う募集株式の発行等」法学教室 402 号 20 頁注 26 を参照。

<sup>1866</sup> 山下・前掲注（1865）20 頁を参照。

い場合であっても、買収防衛策として適法であると認められないような内容であれば、不公正な方法による発行として差止めが認められるべきであろう<sup>1867</sup>。また、少数投資主権の行使が見込まれる場合において、当該少数投資主の持株比率を低下させて投資口保有要件を満たさないようにする目的<sup>1868</sup>で、同規制に該当する投資口発行を行う場合には、これを承認する投資主総会決議があったとしても、不公正な方法による発行に該当する可能性が認められる<sup>1869</sup>。

### 3 投資法人合併による J-REIT の再編に対する差止め

#### 3.1 投資法人合併の差止請求制度を新設した理由

平成 26 年改正前の会社法は、略式組織再編以外の組織再編について差止請求を認めていなかった。また、投資法人については、もともと合併以外の組織再編やいわゆる略式合併という方法が認められていないため、平成 26 年改正前の投信法は、投資法人合併について差止請求を一切認めていなかった。この点について、解釈論として、明文の規定が設けられていない場合において、①投資主総会決議の取消しの訴え（投信法 94 条 2 項・会社法 831 条 1 項）を本案とする仮処分命令の申立てや②執行役員の違法行為差止請求（投信法 109 条 5 項・会社法 360 条 1 項）により、投資法人合併の差止めを請求することができるとする見解がある<sup>1870</sup>が、これらの制度は、いずれも組織再編の差止めを直接的な目的とした制度ではないことから、一定の制約が存在する。

---

<sup>1867</sup> 例えば、買収防衛策が投資法人の企業価値ひいては投資主の共同の利益を維持するためではなく、専ら経営を担当している役員またはこれを支持する特定の投資主の経営支配権を維持するためのものである場合には、当該防衛策は原則として著しく不公正な方法によるものと解すべきことになる。最決平成 19 年 8 月 7 日民集 61 巻 5 号 2215 頁（ブルドックソース事件）を参照。

<sup>1868</sup> 例えば、執行役員に対して投資主総会の招集請求を行うことが見込まれる場合において、投資口発行を行うことにより、招集請求が必要とされる投資口保有要件（3%以上）を満たさないようにする目的である。

<sup>1869</sup> 吉本・前掲注（1789）35-36 頁を参照。

<sup>1870</sup> 実際に、株主総会決議の取消しの訴えを本案とする仮処分による組織再編の差止めを認めた事例として、甲府地決昭和 35 年 6 月 28 日判時 237 号 30 頁がある。もっとも、会社法改正後は、株主総会の翌日にも組織再編の効力を生じさせることが可能になっているために、タイミング的にこの方法では止められ

まず、①投資主総会決議の取消しの訴えを本案とする仮処分命令の申立てについては、仮の地位を定める仮処分（民事保全法 23 条 2 項）に関する解釈論として、差止めの根拠は実体法上の個別的な規定に基づく差止請求権によるべきであり、こうした被保全権利の疎明がなければ仮処分は認められないとの指摘がある<sup>1871</sup>。というのは、仮の地位を定める仮処分は、本案の確定判決を待たず権利関係を暫定的に実現することを認める制度であるところ、決議取消の訴えを認容する確定判決があったとしても、決議がないことになるだけであって、合併を投資主が差し止める実体法上の権利が当然に生じるわけではないからである。決議がないのに合併を行うことは法令に違反する行為であるが、投資主が法令に違反する合併の差止めを求める実体法上の根拠としては、平成 26 年改正法では、②執行役員の違法行為差止請求の規定が見出せるだけである<sup>1872</sup>。しかし、②執行役員の違法行為差止請求には、下記のような投資法人の損害要件という克服できない障害がある。

次に、②執行役員の違法行為差止請求については、本稿第一章で検討したように<sup>1873</sup>、「当該投資法人に回復することができない損害」が発生する必要があるところ、かかる要件の立証は困難であるとの指摘がある<sup>1874</sup>。つまり、投資法人合併が行われる場合には、合併の対価は直接に対象投資法人の投資主に支払われることになるため、合併に関する対象投資法人の執行役員の行為によって、対象投資法人の投資主には損害の発生が観念できても、対象投資法人自体に損害が発生することは観念できないとも考えられるからである。また、投信法は、投資法人間の合併しか認めておらず、またいわゆる現金交付合併を認めていな

---

ない状態になっているとの指摘がある。法制審議会会社法制部会第 7 回会議（平成 22 年 11 月 24 日開催）議事録 45 頁〔野村修也発言〕。

<sup>1871</sup> すなわち、被保全権利の疎明がなければ本案でも差止めを求めることはできないし、本案でできないことを仮処分で求めることは、よほど特殊な事情がない限り難しいということである。瀬木比呂志『民事保全法（新訂版）』（日本評論社・2014 年）299 頁。

<sup>1872</sup> 田中・前掲注（1837）24 頁を参照。

<sup>1873</sup> 本稿第一章第三節第二款 3.3.1 及び 4.3.5 を参照。

<sup>1874</sup> 東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社訴訟Ⅱ（第 3 版）』（判例タイムズ社・2011 年）717 頁。

いため、対象投資法人の投資主に交付する対価は、買収者の投資口でなければならない。  
合併対価が投資口に限定される場合には、買収者側としては、投資主間の不公平（すなわち買収者の投資主の損害）が生じることはあり得るとしても、投資法人の損害を認識することは一般には困難である<sup>1875</sup>。

そこで、違法行為差止請求に基づいて、（合併対価の不公正に起因する）善管注意義務違反・忠実義務違反に該当する投資法人の執行役員の行為の差止めを現実に請求できるようにするためには、投資法人合併が行われる場合であっても、執行役員の行為によって投資法人に損害が生じるとの認定を可能にするような何らかの理論構成が必要となる<sup>1876</sup>が、現実にはそのような理論構成は容易ではない<sup>1877</sup>。そのため、立法論としては、投資法人合併の場面で、投資法人の執行役員の行為が善管注意義務・忠実義務に違反する場合において、当該行為によって対象投資法人の投資主が不利益を受けるおそれがあるときには、投資主には当該行為に対する差止請求権を認めることが適切であろう。したがって、平成 26 年会社法改正に伴って、投信法は、上記のような①実体法上の差止請求権の不存在や②投資法人の損害要件といった障害を克服するために、投資主が被る不利益のおそれを要件とした差止請求権を投資主に付与した。

---

<sup>1875</sup> 会社法の裁判例として、株式を対価とした合併の存続会社または新設会社において、不公正な合併比率を理由とした買収者の損害の発生を否定するものがある。大阪地判平成 12 年 5 月 31 日判時 1742 号 141 頁、東京地決平成 6 年 11 月 30 日資料版商事法務 131 号 89 頁、東京地判平成 6 年 11 月 24 日資料版商事法務 130 号 89 頁等を参照。

<sup>1876</sup> 例えば、違法行為差止請求における会社の損害の要件に関しては、不公正な合併が後に無効とされる場合に生じる原状回復費用や会社の評判の低下などを根拠に、会社の損害の発生を認める見解も存在する。田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室 304 号 82 頁、弥永真生「ゴーイング・プライベート」法学セミナー 629 号 104 頁。

<sup>1877</sup> これら学説上の有力説の見解に従うとしても、役員の行為の差止めが認められるのは、合併が後に無効と評価されるような例外的な場面に限られることになる。白井・前掲注（25）515 頁を参照。

### 3.2 投資法人合併の差止請求制度の内容

平成 26 年改正法では、投資法人合併が法令または規約に違反する場合において、投資主が不利益を受けるおそれがあるときは、投資主は、投資法人に対して、当該合併をやめることを請求することができるものとした（投信法 150 条・会社法 784 条の 2、796 条の 2、805 条の 2）。そして、会社法と異なり、投信法には略式合併と非略式合併を区分する発想がもともと存在しないため、この新しい規定は、投資法人合併に対する差止請求権を投資主に付与したものといえる。ただし、簡易合併の存続投資法人の投資主には差止請求権がない（会社法 796 条の 2 但書、投信法施行令 102 条の 3）。これは、簡易手続の要件を満たす場合には投資主にとっての影響が軽微であるという理由によるものである<sup>1878</sup>。

第 1 に、投資法人合併の差止事由としては、当該合併が法令または規約に違反する場合である。まず、合併の法令違反とは、投資法人が合併に適用される法令に違反することである。具体的には、合併契約の内容の違法<sup>1879</sup>、事前開示書面等の不備置・不実記載、合併契約につき法定の要件を満たす承認がないこと<sup>1880</sup>、投資口（新投資口予約権）買取請求に係る法定手続の不履行、債権者保護手続の不履行、簡易合併の要件を満たさないにも関わらず、簡易合併の手続きがとられること、合併対価の割当ての違法、独占禁止法違反等が、法令違反に当たるとされている。次に、合併の規約違反の具体例としては、存続投資法人の規約所定の目的（投信法 67 条 1 項 1 号）の範囲外の事業を営むこととなる合併等があり得る<sup>1881</sup>。

---

<sup>1878</sup> 法制審議会会社法制部会資料 12「親子会社に関する規律に関する論点の検討（2）」17 頁を参照。

<sup>1879</sup> 例えば、合併契約の必要的記載事項が欠けているか、合併契約を無効とする有害的記載がある場合などである。

<sup>1880</sup> 例えば、投資主総会の招集手続や決議方法は法令に違反するような合併承認決議の瑕疵や欠如の場合である。また、特別利害関係人の議決権行使による著しく不当な合併条件の決定も、合併承認決議の取消事由であるから（投信法 94 条 2 項、会社法 831 条 1 項 3 号）、差止事由となる。

<sup>1881</sup> 江頭・前掲注（223）883-884 頁を参照。

第2に、法令または規約に違反する投資法人合併により、投資主が不利益を受けるおそれがあることも、差止請求の要件とされている。その規定振りからすれば、合併の差止めを請求する投資主がこれを証明・疎明する必要がある。買取請求権の行使のための投資主に対する通知・公告の懈怠（投信法149条の3第2項・3項等の違反）や、事前開示手続の懈怠（同法149条等の違反）の場合は、買取請求権や差止請求権の行使機会の喪失等として投資主の不利益の認定は行いやすい<sup>1882</sup>。しかし、ここにいう投資主の不利益は、問題となった法令・規約違反と関連する具体的な不利益であることが求められているとすると、法令・規約違反の具体的な内容によっては、投資主の不利益の認定が困難であり、直ちに差止請求の対象とならない場合もあり得る<sup>1883</sup>。

投資法人合併の差止請求の名宛人は、自己が投資主である投資法人である。ただし、投資主は、合併相手方の投資法人に生じた事由を差止事由として主張することはできない。また、投資法人合併が予定されているなかで通常訴訟によって差止めを求めても、事実上間に合わないであろうから、この差止請求権は仮処分によって行使されることが予測される<sup>1884</sup>。

### 3.3 投資法人合併の差止請求制度の問題点

(1) J-REITの買収・再編における役員に対する規律付けを実現するための保障措置として、平成26年改正法で新設された投資法人合併の差止請求制度にも問題がないわけではない。例えば、対価の不当性自体は、差止事由とはならないと解釈されている<sup>1885</sup>。そうすると、対価が著しく不当であることのみを理由としては、投資主は当該差止請求権を利用することができないようになった。つまりは、平成26年改正法の下で不公正な対価の合併の

---

<sup>1882</sup> 受川環大「組織再編における差止事由の検討」ビジネス法務14巻11号99頁を参照。

<sup>1883</sup> 中村信男「組織再編の差止」金商1461号97-98頁〔2015年3月増刊号〕を参照。

<sup>1884</sup> 野村秀敏「組織再編等に関する差止請求権の拡充：手続法の観点から」川嶋四郎＝中東正文編『会社事件手続法の現代的展開』（日本評論社・2013年）225頁。

<sup>1885</sup> 岩原紳作『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説〔V〕商事法務1979号9頁、坂本三郎ほか「平成二十六年改正会社法の解説〔VI〕」商事法務2046号21頁を参照。

場合が投資主の差止請求権の射程に含まれないとする解釈が行われると、当該差止請求権の法定の趣旨を大きく減殺しかねず、問題である。この点について、法改正過程で考慮された重要な理由は、仮処分で争われることから短期間で裁判所が判断しなければならないため、明確な要件を定める必要があるということであった<sup>1886</sup>。

しかし、会社法の条文の構造<sup>1887</sup>に基づいて解釈すると、対価の不当性が差止事由でないとの結論は妥当であると考えられるが、略式合併制度の存在しない投信法では、このような文言解釈が必ずしも成り立つとは限らない。また、たとえこの文言解釈によっても、対価の相当性に係る判断を短期間に行うことが困難であるという理由は、会社法上のすべての差止制度において通用するものではないように思われる。例えば、略式合併の差止めの場合において、合併対価が「著しい不当」であることが明示的な差止事由として掲げられていること（会社法 784 条の 2 第 2 号）から、裁判所は、短期間で対価が著しい不当であるかどうかを判断せざるを得ない<sup>1888</sup>。

実際には、差止仮処分申立の段階において、裁判所は、相当と評価できる合併対価の具体的な金額までを算出する必要がなく、投資主が不利益を受けるおそれがあるかどうかこそが審査の重点である。なぜかという、投資主にとっては、対価が著しく不当であることのみを理由に、投資法人の合併を差し止めるためには、①それが差止事由に該当すること、及び②「投資主が不利益を受けるおそれがあること」という 2 つの要件を満たさなければならないからである。そして、①の要件はさておき、②の要件の立証責任は、債権者

---

<sup>1886</sup> 法務省民事局参事官室・前掲注（1790）53-54 頁。また、法制審議会会社法制部会では、裁判官出身の委員・幹事からは、組織再編の差止めは、実際には仮処分申立事件として行われ、裁判所は数日という短期間で審理が求められることから、もしも対価の不当性が差止事由になるとすれば、實際上、裁判所が仮処分手続において審理することが困難になる旨の指摘がなされた。岩原・前掲注（1885）9 頁。

<sup>1887</sup> 平成 26 年改正後の会社法の文言上、略式合併のみ対価が著しく不当な場合を明示的に定め、合併一般については法令・定款違反のみを規定している（会社法 784 条の 2 第 1 号・2 号対照）。

<sup>1888</sup> 略式合併の差止事由においては、対価の相当性が法令・定款違反から独立した差止事由とされているから、保全手続における裁判所の審査能力は、立法論上も解釈上も、対価の相当性を差止事由から外す理由としては十分ではないとの指摘がある。斉藤・前掲注（273）127 頁。



の投資主側にあることから、投資主がこの点を立証できなければ、裁判所は直ちに差止仮処分申立を却下すればよいであろう<sup>1889</sup>。

(2) また、合併対価の不当性を法令違反と解するには、1つの方法として役員の善管注意義務・忠実義務違反を認定する必要があるが、その場合は、そもそも「法令」の範囲として役員の善管注意義務・忠実義務違反を定める規定（投信法 109 条 5 項・110 条 3 項、会社法 355 条）が含まれるとする解釈が前提となる。しかし、今般の法改正の経緯に鑑みると、立案担当者は、役員の善管注意義務・忠実義務違反について、「法令違反」に含まれないと解釈する<sup>1890</sup>。こうした解釈は、対象投資法人の役員に対する規律付けを実現する上で深刻な問題となり得ると考えられる。

上記解釈の主なる理由としては、次の 2 点が挙げられている。第 1 に、平成 26 年改正法のもとになった中間試案の（A 案）は、略式合併の差止めや募集株式の発行等の差止めの場合の解釈と同様に、「法令違反」には取締役の善管注意義務・忠実義務違反は含まれないという趣旨で起草された<sup>1891</sup>。こうした中間試案の理解が、改正法にも妥当することが確認されている<sup>1892</sup>。第 2 に、合併の差止めは、会社（投資法人）を名宛人とするところ、取締役（役員）の会社（投資法人）に対する善管注意義務・忠実義務違反は、会社（投資法人）を名宛人とする法令違反ではないと説明される<sup>1893</sup>。

しかし、第 1 の理由について、条文の構造の異なる投信法では、投資法人合併に従来の会社法の解釈をそのまま当てはめることができるのか疑問が残る。第 2 の理由について、投資法人は役員といった業務執行機関を通じてしか行為できないことを考えると、投資法人の行為と業務執行機関の行為を峻別する上記の説明がどれほど説得的であるかについて

---

<sup>1889</sup> ②の要件の判断要素は、後掲注（1907）から注（1915）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1890</sup> 法務省民事局参事官室・前掲注（1790）54 頁、坂本ほか・前掲注（1885）21 頁を参照。

<sup>1891</sup> 法務省民事局参事官室・前掲注（1790）55 頁。

<sup>1892</sup> 岩原・前掲注（1885）9 頁。

<sup>1893</sup> 坂本ほか・前掲注（1885）21 頁、森本滋編『会社法コンメンタール〈18〉』（商事法務・2010 年）81 頁〔柴田和史〕。

は、議論の余地がありそうである<sup>1894</sup>。そして、名宛人のみを基準とすると、善管注意義務・忠実義務以外の役員の義務違反が差止事由からすべて排除されることになる。例えば、役員に一定の行為を命じる形をとる、投資主総会参考書類への理由などの記載（投信法 91 条 4 項、同法施行規則 141 条）や説明義務（投信法 94 条、会社法 314 条）といった投資主総会に関する規定などである<sup>1895</sup>。しかし、投資主総会の手続きを定める法令への違反は差止事由に含まれないことが前提とされていたわけではなく、むしろ含まれるとする解釈が有力である。また、事前開示を定める規定（投信法 149 条等）は差止事由に含まれるにもかかわらず、類似した情報開示機能を持つ投資主総会の招集手続に関する規定が含まれないのは合理性が見出し難い。このように、名宛人を基準とする解釈は、名宛人にかかわらず当該規定に定められた職務を行うのは役員であるという点を看過しているため、より大きな不整合が生じる<sup>1896</sup>。

### 3.4 投資法人合併の差止請求制度の改善策

#### 3.4.1 差止請求制度の射程の明確

整備法に基づき、投信法 150 条は、会社法 784 条の 2、796 条の 2、805 条の 2（以下「各条」と総称する）の規定を準用する形で、投資法人合併の差止請求を導入した。この場合の必要な技術的読替えは、投信法施行令 102 条の 3 に定められているが、投信法 150 条・同施行令 102 条の 3 の内容は、株主（投資主）の不利益に係る各条の本文の規定に限定されており、差止事由に係る各条 1 号・2 号の規定に言及していない。上述したとおり、各条 1 号は、合併一般の差止事由となる「法令・定款違反」の場合であるのに対して、2 号は、略式合併の特別な差止事由となる対価が「著しく不当である」場合である。そのため、略式合併制度のない投信法が、どのような形式で各条 1 号・2 号の規定を準用するかは、明らかではない。この点につき、投信法は投資法人の略式合併を認めていない以上、各条 2 号

---

<sup>1894</sup> 太田＝安井・前掲注（1844）17 頁を参照。

<sup>1895</sup> 取締役の説明義務についての指摘として、奥山健志＝若林功晃「組織再編における株主・債権者保護に関する規律の見直し等」商事法務 1960 号 16 頁、19 頁を参照。

<sup>1896</sup> 松中学「子会社株式の譲渡・組織再編の差止め」商事法務 2064 号 17 頁を参照。

は投信法と無関係であり、投資法人合併の差止請求には特別な差止事由が存在しないと解する余地があるように思われる。もちろん、制度の射程に疑義を生じさせないために、今後の投信法または同法施行令の改正では、この点を明確にすることが必要であろう。

また、合併対価の不当性が差止事由でない前提において、仮に「法令違反」に役員の善管注意義務・忠実義務違反は含まれないとすると、投資法人合併の差止請求制度が、J-REITの買収・再編における役員に対する規律付けを実現するための保障措置として機能する余地は、著しく限定されることになるだろう。例えば、支配投資主が少数投資主に対して、不十分な対価しか交付せずに合併を通じて投資法人から締め出す場合であっても、合併を実現するための手続上の具体的な違反行為<sup>1897</sup>が存在しなければ、当該合併は差し止められないということになりそうである<sup>1898</sup>。また、2つの合併提案が競合している場合に、より低い対価の合併提案を対象投資法人の役員が支持して合併を実現しようとしているときであっても、手続上の具体的な違反行為が存在しなければ、差止めは認められないことになるとの指摘もある<sup>1899</sup>。

したがって、平成26年改正法下でも、投資法人合併の対価が著しく不当である場合に、不利益を受けるおそれがある投資主が合併の差止めを請求できるかどうかは、依然として検討を要する重要論点といえ、投資主による差止請求の余地を導き出す解釈論または立法論が模索されるべきであろう。改善アプローチとしては、第1に、役員の善管注意義務・忠実義務違反を「法令違反」に包摂する方法、第2に、投資法人合併の情報開示規制を強化する方法などが考えられる。以下、順に試論を行う。

### 3.4.2 役員の善管注意義務・忠実義務違反を「法令違反」に包摂する方法

J-REITの買収・再編における規律付けの不足という現状や、役員に対する規律付けを実現するための保障措置としての差止請求制度の望ましさなどを考慮すれば、差止事由とし

---

<sup>1897</sup> 前掲注（1879）から注（1881）まで及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>1898</sup> 太田＝安井・前掲注（1844）17頁を参照。

<sup>1899</sup> 飯田・前掲注（1825）79頁を参照。

での「法令違反」に、役員の善管注意義務・忠実義務違反が含まれると解する余地を残すべきであろう<sup>1900</sup>。特に、上述した投信法と会社法との条文の構造の違い<sup>1901</sup>に鑑みると、こうした解釈論は、最も素直で十分検討に値する方法であると考えられる。もっとも、従来の解釈を大きく変更するものであることから、多くの批判が寄せられると予想される<sup>1902</sup>。本稿も、こうした解釈論が実現される前提条件として、以下の2つの障害を克服することが不可欠であるとする。

まず、J-REITの買収・再編における役員の善管注意義務・忠実義務違反の有無の審査基準を明確化・類型化する試みを進展させることが不可欠である。確かに日本では、当該義務違反の有無の審査基準すら明確ではないことを踏まえれば、差止仮処分申立において、当該違反の有無を判断することは容易ではない側面があることも否定できない。しかし、このことは逆にいえば、当該義務違反の有無の審査基準を明確化・類型化する試みが今後進展すると期待できるのであれば、日本でも、買収・再編の差止めを通じた保障措置を機能させることは、十分に可能であるともいえる<sup>1903</sup>。実際には、本稿第四款で検討したように、近年、J-REITの買収・再編における役員の善管注意義務・忠実義務違反の有無の審査基準を明確化・類型化する学説及び裁判例は、ある程度積み重ねてきたところである。将来、このような明確化・類型化する試みの進展が期待できるといえる<sup>1904</sup>。

次に、対価の相当性ないし義務違反の有無に係る判断を短期間に行うことが困難であるという裁判所側の要望を無視することができない。「法令違反」に役員の善管注意義務・忠

---

<sup>1900</sup> こうした解釈論を主張する見解としては、白井・前掲注（1827）217-218頁と飯田・前掲注（1825）79-80頁がある。

<sup>1901</sup> 前掲注（1887）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>1902</sup> 実際には、会社法に基づく解釈論に対しては、民事保全法の問題として、このような解釈による差止仮処分が難しいことを指摘するものとして、野村・前掲注（1884）235頁以下がある。

<sup>1903</sup> 白井・前掲注（25）218頁。

<sup>1904</sup> J-REITの買収・再編における役員の善管注意義務・忠実義務違反の審査基準の提案については、本章第四節第二款を参照。

実義務違反が含まれないといった解釈が示された背景として、短期間での判断が求められる差止仮処分申立においては、義務違反の有無等の判断が容易な手続上の具体的な違法行為に差止事由を限定することが望ましいとの価値判断があるのかもしれない<sup>1905</sup>。確かに日本の裁判所は、アメリカの裁判所と異なり、企業買収に関連する裁判例の経験が浅く、特に、株式買取請求や価格決定申立てなどのような、裁判所による対象会社株式の価格算定が求められたこれまでの裁判例には対象会社株式を過大評価する傾向が見られる<sup>1906</sup>。しかし、上述したとおり、買取請求や価格決定申立てなどの事件と異なり、差止仮処分申立事件において、裁判所は、相当と評価できる合併対価の具体的な金額までを算出する必要はなく、(1) 役員会で決められた対価が投資主に不利益を与えるものかどうかを判断すること、そして(2) 投資主側の不利益と投資法人側の不利益とを比較衡量することが、肝要である。この2つの判断要素は、アメリカの裁判所に採用される予備的差止命令の発令要件から得られた示唆であり、投資法人合併の差止めを対象とする仮処分申立事件の場合に対しても、重要な参考価値があると考えられる。以下では、それぞれについて試論的な分析を行う。

#### (1) 投資主が不利益を受けるおそれ

投資主が被る不利益、換言すれば対価の不当性の程度は、被保全権利の存否に係る判断において考慮され得る。具体的には、投資法人合併の差止請求権については、役員の善管注意義務・忠実義務違反があるといえるか、投資主総会決議の取消しの訴え（投信法 94 条 2 項、会社法 831 条 1 項 3 号）については「著しく不当」な決議といえるか<sup>1907</sup>、などであ

---

<sup>1905</sup> 白井・前掲注 (25) 218 頁。

<sup>1906</sup> この傾向に関する実証研究は、星明男「株式買取請求か差止めか? : 裁判所による価格算定の不確定性が企業買収の成否に与える影響の分析」飯田秀総ほか編『商事法の新しい礎石：落合誠一先生古稀記念』（有斐閣・2014 年）363-364 頁を参照。

<sup>1907</sup> 合併を承認する投資主総会決議につき、特別利害関係人の議決権行使による著しく不当なものを理由として、不利益を受ける投資主が当該決議取消しの訴えを提起した上で、これを本案として民事保全法 23 条に基づく議決施行停止の仮処分を求めた場合である。

る。そして、このような場合において、債権者たる投資主側<sup>1908</sup>は、役員の善管注意義務・忠実義務違反がない場合に得られるべき対価と義務違反がある場合に得た対価との差額を不利益ないし損害とすることが多いと想定される。しかし、当該不利益は、金銭賠償で十分に補償されるものであることから、保全の必要性の判定において十分なものであるかどうかは疑問である。

アメリカの裁判所は、財産的損害について、a) 賠償金が回収不能なもの、b) 賠償額が算定困難なもの、または c) 著しく重大なものという 3 つの場合を除き、金銭の支払いを命じる終局判決により救済可能であるから、基本的には「回復不能の損害」とは認めない<sup>1909</sup>。これと類似する考え方は、日本の民事保全法にも存在する。例えば、特別事情による保全取消（民事保全法 39 条）における「特別の事情」としては、債務者に「仮処分命令により償うことができない損害を生ずるおそれがある」場合、または、「保全すべき権利の実現について金銭賠償をもって足りる場合<sup>1910</sup>」が挙げられている。そのため、投資主側が主張する不利益は金銭賠償で十分に補償されるものである場合に、裁判所は、保全の必要性の判

---

<sup>1908</sup> ただし、差止仮処分による救済に期待が寄せられる理由の 1 つは、1 人の投資主による申立ての反射的効果が他の投資主にも及ぶ点に求められるから、債権者の利益として、債権者となった投資主個人の利益だけでなく、投資主全体、あるいは他の潜在的な申立権者の利益をも考慮に入れるべきである。齊藤・前掲注（273）129-130 頁。

<sup>1909</sup> 金銭賠償で十分に補償されるとの理由で、US-REIT の買収・再編に対する予備的差止命令を却下した裁判例については、本稿第二章で考察した②Foster v. The Town and Country Trust 事件と③In re American Realty Capital Trust, Inc.事件の判決を参照。

<sup>1910</sup> 旧民事訴訟法の下においては、債務者に償うことができない損害を生ずるおそれがあるとき（異常損害の発生）、または保全すべき権利の実現について金銭補償をもって足りるとき（金銭的補償の可能性）のいずれか一方に該当すれば、特別の事情があると解されていた（最判昭和 26 年 2 月 6 日民集 5 卷 3 号 21 頁、最判昭和 27 年 4 月 4 日民集 6 卷 4 号 404 頁）。民事保全法 39 条は、異常損害の発生のみを例示しており、金銭的補償の可能性には言及していないが、後者を否定する趣旨ではなく、解釈に委ねたものであり、特別事情の意義につき実質的な内容の変更をしたものではないとされる。東京地裁保全研究会編『民事保全の実務〔第 3 版〕（下）』（金融財政事情研究会・2012 年）113 頁。

定において不十分なものとして、その差止仮処分申立をあらかじめ却下することができるように思われる。

ただし、ここで注意すべきは、アメリカ法の上記3つの例外が、日本法の場合においても当てはまるかどうかである。この点につき、アメリカ法は「回復不能の損害」を発令要件とするのに対して、日本法は「不利益を受けるおそれ」を要件とするため、そのまま適用するのは難しいが、一定の参考価値があることを否定できない。例えば、投資法人合併の結果、対象投資法人の債務超過・倒産につながるおそれがあるような「賠償金が回収不能な場合」には、または企業の顧客、信用及びのれん等の無形固定資産が喪失されるおそれがあるような「賠償額が算定困難な場合」には、投資主が不利益を受けるおそれものとして、当該合併の差止仮処分申立により投資主に不利益が生じる相当な理由があるというべきであろう。もちろん、これら例外の場合に関する立証責任は、債権者たる投資主側にあると解すべきである。

## (2) 双方当事者の不利益の比較衡量

以上の被保全権利の存否の判定において、差止めにより債務者たる対象投資法人及びその関係者に生じ得る不利益ないし損害を考慮に入れてよいかは、実体法上の規定から明らかではない。しかし、差止仮処分の運用次第では、経済的に望ましい行為も過度に抑制されてしまうおそれを伴う。また、暫定的な措置である仮処分が取り消されて合併を実行する余地が残されているとはいっても、合併の実行の時期の延期は、対象投資法人に多大な損害をもたらす可能性がある。不公正な合併を差し止めるべきかどうかは、合併実行を差し止めた場合に対象投資法人及びその関係者が被る不利益と、差し止められなかった場合に投資主が被る不利益を比較衡量して判断されるべきであると思われる。なお、仮の地位を求める仮処分において、原則として当事者双方の立会審尋が開かれ、保全の必要性の判定に当たっては、当事者双方の事情に基づいた比較衡量が行われるとされる<sup>1911</sup>。さらに、

---

<sup>1911</sup> 債務者の事情を重視する場合には、保全の必要性を否定し、申立てを却下するのが実務の大勢である。

保全の必要性の判定において債務者の事情が加味されないとしても、上記の保全取消における「特別の事情」であるところの、債務者に「仮処分命令により償うことができない損害を生ずるおそれがある」場合に該当するかどうかの判断において、対象投資法人側の事情と投資主側の事情の比較衡量がなされる余地があると考えられる<sup>1912</sup>。

実際には、役員の善管注意義務・忠実義務違反を「法令違反」に包摂するといった解釈論に対する反対意見としては、差止仮処分申立の双方当事者の利益衡量を考慮した上で、次のように指摘したものがある。すなわち、「日本では、組織再編はタイミングが重要であり、時間的な限定を加えるとしても差止めが認められると、それ自体を止めてしまうことにつながると指摘されている<sup>1913</sup>し、組織再編には何十億、何百億、あるいは何千億円という企業価値がかけられていることもあるのである<sup>1914</sup>。そうであるとすれば、差止めが認められても、多少時間的に遅れるだけで結局は組織再編が実現されることになるアメリカの場合とは異なって、日本では、利益衡量は債務者である会社側に傾き、差止仮処分申立は却下されざるを得ないことになろう<sup>1915</sup>。」しかし、組織再編のタイミングが重要である点は、日米両国においてさほど大きな差異があるわけではない。また、差止めによる会社の経済的な損害が多大であるとすれば、利益衡量は債務者である会社側に傾き、差止仮処分申立は却下されざるを得ないとするが、債権者である株主側の利益として何が想定されているのかは、明らかでない。逆に考えると、差止められなかった場合に株主側が被る不利益な

---

原井龍一郎＝河合伸一編『実務民事保全法〔3訂版〕』（商事法務・2011年）164頁、瀬木・前掲注（1871）246、249-250頁。

<sup>1912</sup> 齊藤・前掲注（273）129-130頁を参照。

<sup>1913</sup> 法制審議会会社法制部会第7回会議（平成22年11月24日開催）議事録44頁〔八丁地隆発言〕、同第12回会議（平成23年8月31日開催）議事録36頁〔杉村豊誠発言〕。

<sup>1914</sup> 法制審議会会社法制部会第7回会議（平成22年11月24日開催）議事録49頁〔鹿子木発言〕、同第12回会議（平成23年8月31日開催）議事録36頁〔鹿子木発言〕。

<sup>1915</sup> 野村・前掲注（1884）235-236頁。



いし損害がより大きいとすれば、利益衡量が債権者である株主側に傾くことになる」と理解することもできる<sup>1916</sup>。

なお、アメリカ法の裁判所は、損害の比較衡量を行うに当たって、担保の提供を常に考慮する。この点は、日本の裁判所が不利益の比較衡量を迫られた際には参考すべきところがあると思われる。つまり、投資主側は、合併実行を差し止めた場合に対象投資法人及びその関係者が被る不利益を修復するために、相当な金額を担保に提供できれば、裁判所は、発令の当否を判断する際に、投資主側の有利な方向に働くことが可能であるが、明らかに不合理な金額しか提供できないのは、投資主側にとって不利な事情であることに疑いはないだろう。

### 3.4.3 投資法人合併の情報開示規制を強化する方法

差止事由としての「法令違反」の典型例は、事前開示（投信法 149 条等）などの投信法及び金商法上の情報開示規制<sup>1917</sup>に違反した場合である。仮に役員の善管注意義務・忠実義務違反を「法令違反」に包摂できないとしても、合併の手續規制として投資主に対する一定の情報開示が求められている以上、情報開示に関する具体的な法令の規定の解釈次第では、投資法人合併の場面での情報開示規制を強化するものとして、差止請求制度を位置付けることも考えられないではない。つまり、重要な情報が開示されることなく合併を承認する投資主総会が開催されようとしている場合には、合併に関する投信法等の情報開示規制に対する違反が認められる可能性があるため、投資主は、合併の差止めを請求することが可能であると考ええる余地があるのである<sup>1918</sup>。ここで問題となるのが、差止事由としての

---

<sup>1916</sup> 取締役の信託義務違反を差止対象とすることが可能なアメリカでも、株主側にとっては、この点に関する立証が困難であるといわざるを得ない。実際には、US-REIT の買収・再編に対する予備的差止命令が認められた裁判例は極めてまれである。ただし、裁判所は、不利益の比較衡量を行う際に、債権者である株主側に傾く可能性があることを否定できない。

<sup>1917</sup> 合併の情報開示規制の内容については、本稿第一章第三節第二款 4.3.3 を参照。

<sup>1918</sup> 飯田・前掲注（1825）80 頁、太田＝安井・前掲注（1844）19-20 頁を参照。

情報開示規制違反を考えるに当たって、合併に関するどのような事項の不開示をその対象にすべきかである。

#### (1) 情報開示規制違反を差止対象とするアメリカ法のアプローチ

この問題に関して、日本よりも企業買収に関する歴史が深く、取引事例も豊富なアメリカでは、取締役の信認義務に基づく要請として、US-REIT の買収・再編の場面における取締役の情報開示義務を位置づけること<sup>1919</sup>により、実質的な観点から株主の判断にとって重要な情報が開示されていない場合には、当該情報が開示されるまでの間は、株主総会の開催等を差し止めることが可能となっている<sup>1920</sup>。ここでいう「重要な情報」の判断基準は、非常にシンプルなものであるように見えるが、実際には、アメリカ法は、取引の安全性と規制の柔軟性を同時に考慮する上で、次の3つの方面から両者のバランスを図っている。

まず、取締役は、株主に有用であると思われる一切の情報を開示する必要はない。他方、株主は、①開示情報に重大な虚偽記載があること、または②重要な情報が省略されたことを立証しなければならないとされる。これは「重要性」の判断基準である。

次に、①虚偽記載が重大なものであるかどうか、または②省略事実が重要な情報に該当するかどうかを判定する際に、アメリカの裁判所は、いわゆる「合理的な投資者」の判断基準を採る。すなわち、合理的な投資者の判断に著しい影響を及ぼすものである場合にしか、「重要な情報」とは認められない。

---

<sup>1919</sup> デラウェア法及びメリーランド法では、コモン・ロー上の信認義務の一環として、取締役は、買収・再編取引の交渉にあたり、すべての重要情報を完全かつ率直に開示すべき義務（いわゆる「率直義務（duty of candor）」）を負うと解される。このようなコモン・ロー上の信認義務は、会社法上の信認義務（注意義務・忠実義務等）に含まれるものではなく、それに代替するものでもない。

<sup>1920</sup> US-REIT の買収・再編の場面において、取締役の情報開示義務違反をめぐり、買収・再編に対する予備的差止命令の発令の当否を争った裁判例としては、本稿第二章で考察した④Fox v. Prime Group Realty Trust 事件、⑤Pacific Realty Trust v. APC Investments, Inc.事件、⑥San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America 事件及び⑦Simon Property Group, Inc. v. Taubman Centers, Inc.事件の判決がある。

第三に、情報開示義務違反の立証について、重大な虚偽記載がある、または重要な情報が省略されたといった包括的な立証を行うのでは不十分であり、申立人は、どのような①虚偽記載が重大なものであるか、またはどのような②省略事実が重要な情報に該当するかについて、具体的に識別する必要がある<sup>1921</sup>。

最後に、情報開示の欠陥を救済するためには、予備的差止命令は、あくまでも補助的な役割を果たしている。つまり、情報開示の欠陥がある場合に、裁判所は、法によりさらなる情報開示が必要かと判断できるまでの間、またはすべての必要な情報が開示されたと判断できるまでの間、買収・再編を差し止める傾向があるが、合理的な投資者の判断によって十分な情報が開示されたならば、当該買収・再編を継続することが許される<sup>1922</sup>。

## (2) 日本法に基づいた解釈論または立法論

しかし、「法令違反」に役員の善管注意義務・忠実義務違反が含まれないとする解釈を前提とするのであれば、情報開示に関する具体的な法令の規定に違反しない限りは、投資主が合併の差止めを求めることはできない。したがって、差止事由としての情報開示規制違反の内容を検討するに当たっては、まずは情報開示に関する具体的な法令の規定の解釈という形で議論を展開する必要がある<sup>1923</sup>。現行法において、合併対価の相当性に関する事項（投信法 149 等、同法施行規則 193 条等）が事前開示事項<sup>1924</sup>とされていることが注目され

---

<sup>1921</sup> 例えば、前記④事件において、申立人は重要な情報を明確に識別していないため、その差止命令の発令請求が裁判所に却下された。これに対して、前記⑤と⑥事件において、申立人はそれぞれ 5 つの重要な情報を識別したため、彼らの差止命令の発令請求が裁判所に支持された。

<sup>1922</sup> 換言すれば、治癒的な情報開示こそは、通常かつ優先の手段である。それゆえ、⑥と⑦事件のような差止命令の発令が回避できない場合でも、それを一定の条件と期間に限定する必要がある。

<sup>1923</sup> 本稿第二章で考察したとおり、連邦証券取引所法 14 条 (d) 項と (e) 項等の開示規制は、買収者または対象会社の取締役が US-REIT の買収・再編についてのすべての重要な情報を完全かつ率直に開示する義務を負うといった抽象的な規定である。また、デラウェア法及びメリーランド法では、情報開示義務がコモン・ロー上の取締役の信託義務の一環として位置付けられる。そのため、それに基づく予備的差止命令の申立ては、情報開示に関する具体的な法令違反が不要であると解される。本稿第二章第三節第二款 5.1.2 を参照。

<sup>1924</sup> 合併対価の相当性に関する事項を含む事前開示事項については、本稿第一章第三節第二款 4.3.3 及び表

る。そして、近年の学説上は、この対価の相当性に関する事項には、フィナンシャル・アドバイザー等の第三者機関の独立性に関する事項も含まれるべきであって、かかる事項が開示されていない場合には、合併の差止事由に該当すると解する見解がある<sup>1925</sup>。すなわち、第三者機関が対価の相当性を評価した場合におけるその独立性など、投資主の意思決定や対価に影響する情報が開示されていない場合に差止めを認める余地がある。本稿もこうした見解に賛同する。

これに対して、第三者機関の独立性などのような事前開示事項に該当するかどうか自体につき、解釈上争いのある事項に関して開示がされていない場合に、「法令違反」があるとして安易に合併の差止めが認められることになれば、効率的な合併まで含めて、合併を萎縮させる効果をもたらしかねないという批判もある<sup>1926</sup>。確かに取引の安全性という観点からは、事前開示事項に関して可能な限り明確な基準が設けられることが望ましいことは事実であるが、その一方で、合併は個々に異なる特徴を有する取引であることから、法令において、投資主の判断にとって重要な事項を事前にすべて書き尽くすことは容易ではないということも、同時に考慮しなければならないだろう<sup>1927</sup>。

また、取引に対する萎縮効果という点については、情報開示がなされるまでの間に限って合併の差止めを認め、求められた情報を追加で開示すれば差止めは解除されとすることによって、さほど大きなものとはならないと考える余地もあるだろう。特に、当事者の事前の行動を考えると、懸念すべき萎縮効果を引き起こすとはまでは単純にいい切れない。開示義務があるかどうか不明確な事項を開示しないことで差止めのリスクを負う場合、開

---

10 「投資法人合併の事前開示事項の概要」を参照。

<sup>1925</sup> こうした解釈論を主張する見解としては、白井・前掲注（1827）220-221 頁、飯田・前掲注（1825）80-81 頁、松中・前掲注（1896）18 頁などがある。

<sup>1926</sup> 太田＝安井・前掲注（1844）20-21 頁、野村・前掲注（1884）235-236 頁を参照。

<sup>1927</sup> 白井・前掲注（1827）220-221 頁。前述したアメリカ法の実質的な観点からのアプローチは、株主の判断にとって重要な事項を事前に書き尽くすことは容易ではないという、REIT の買収・再編取引に特有の問題に起因するのかもしれない。

示して進める余地もあるからである<sup>1928</sup>。これに加えて、平成 26 年改正法が、基本的には対価の不当性そのものは事前に争えず、開示をはじめとする手続きを通じて公正さを担保するとしたものと理解するのであれば、差止めを通じて重要な情報の開示を充実させることこそ今回の法改正と整合的であるといえよう<sup>1929</sup>。

以上の点を踏まえれば、対価の相当性に関する事項をある程度柔軟に解釈し、同文言に投資主の判断にとって重要な情報を一定程度読み込むことで、情報開示規制を強化するものとして、投資法人合併の差止請求を機能させることが望ましい。また、仮にこのような議論が解釈論として難しいのであれば、投信法施行規則の改正を通じて、合併対価の相当性に関する事項として、対価の相当性に関して投資主の判断に影響を及ぼす重要な事実といった内容（例えば第三者機関の独立性）を加えることが検討されるべきであろう<sup>1930</sup>。

以上みてきたように、投資法人合併の場面では、差止請求権を利用する上で、「法令違反」に役員の善管注意義務・忠実義務違反を含めないといった解釈が大きな障害として存在しているため、当該差止請求権の法定の趣旨を大きく減殺しかねない。そこで、このような障害を克服し、上記の懸念を払拭するために、投資法人合併の場面では、第一義的には解釈の内容変更を通じて、「法令違反」に善管注意義務・忠実義務違反を含ませることが望ましい。仮にそのような解釈の内容変更が実現されない場合には、現行法の枠内であっても、投資法人合併の場面では、差止請求制度の事前予防手段としての特徴を重視することで、対価の相当性に関して投資主の判断に影響を及ぼす重要な情報の不開示をもって、「法令違反」の要件が満たされると解することが、解釈論として検討されてもよいであろう。

---

<sup>1928</sup> なお、差止請求制度は、個別案件で効率的な企業買収の成立を阻止する可能性があるという欠点があるが、企業買収の一般的抑止効果を生ぜしめない点で優れていると指摘する見解もある。星・前掲注(1884) 368 頁を参照。

<sup>1929</sup> 松中・前掲注(1896) 18 頁。

<sup>1930</sup> 白井・前掲注(1827) 221 頁、飯田・前掲注(1825) 81 頁を参照。

## 4 J-REIT のキャッシュ・アウトに対する差止め

### 4.1 端投資口交付合併によるキャッシュ・アウトに対する差止め

端投資口交付合併によるキャッシュ・アウトとは、対象投資法人を消滅投資法人、非上場投資法人を存続投資法人とする吸収合併を行い、かつ、消滅投資法人の投資口をすべて端投資口とした上で、投信法の定め（149 条の 17 第 1 項 1 号）に従って端投資口を処分して得られた現金を端投資主に交付する方法をいう。投信法は、投資法人合併の差止請求制度を導入した以上、端投資口交付合併によるキャッシュ・アウトが行われようとする場面においても、対象投資法人の投資主は、当該キャッシュ・アウトに対して差止めを請求することが可能となる<sup>1931</sup>。

### 4.2 投資口併合によるキャッシュ・アウトに対する差止め

#### 4.2.1 投資口併合の差止請求制度を新設した理由

投資口併合によるキャッシュ・アウトとは、対象投資法人について投資口の併合を行い、少数投資主の投資口をすべて端投資口とした上で、投信法の定め（88 条 1 項）に従って端投資口を処分して得られた現金を端投資主に交付する方法をいう。平成 26 年改正前の投信法では、投資口併合によるキャッシュ・アウトについては、少数投資主が対価を争う方法が少ないこと等<sup>1932</sup>から、キャッシュ・アウト手続全体の公正さを担保できないとして、キャッシュ・アウトの方法としては広く利用されることはなかった。平成 26 年改正後の投信法は、投資口併合により端数となる少数投資主の保護を中心に制度を整備している。すなわち、投資口併合をする投資法人による事前開示と事後開示（投信法 81 条の 2 第 2 項・会

---

<sup>1931</sup> 投資法人合併の差止請求制度の内容、問題点及び改善策等については、本稿本章第三節第三款 3 を参照。

<sup>1932</sup> 例えば、平成 26 年改正前の会社法では、情報開示、株主による差止請求権、反対株主の買取請求権などの、少数株主を保護するための制度が整備されていなかったことから、不公正なかつ株主の利益を損ねる濫用的な株式併合が多発していると批判された。新谷・前掲注（1797）141 頁を参照。平成 26 年改正前の投信法も、これらの保障措置を用意していなかった。

社法 182 条の 2、182 条の 6)、及び投資主による差止請求権（投信法 81 条の 2 第 2 項・会社法 182 条の 3）が新設された<sup>1933</sup>。

投資口併合については、通常、効力発生日の 2 週間前までに投資主及びその登録投資口質権者に対する通知・公告を要する（投信法 81 条の 2 第 2 項・会社法 181 条、投信法施行令 70 条）。投資法人は、投資口併合をしようとするときは、その都度、投資主総会の特別決議によって、①併合の割合、②効力発生日を定めなければならない（投信法 81 条の 2 第 2 項・会社法 180 条 2 項 1 号 2 号、投信法施行令 70 条）。

また、投資法人は、投資口併合に関する事項を記載した書面または電磁的記録の開示手続を行う必要があるものとされる（事前開示手続）。記載・記録すべき事項としては、上記①と②のほか、③端数の処理の方法、④当該処理により投資主に交付することが見込まれる金銭の額及び当該額の相当性、⑤投資法人に支配投資主<sup>1934</sup>がある場合には、当該投資法人の投資主（当該支配投資主を除く）の利益を害さないように留意した事項等が考えられる（投信法施行規則 131 条の 2）。これは、投資口の端数化によって不利益を受ける可能性のある投資主に対する情報開示である。今回の法改正に伴う事前・事後の情報開示の充実、これまで適時開示において求められてきた開示事項の多くが投信法上の開示事項とされ、それによって、後述する投資口併合に関する事前の差止めと事後の投資主総会決議の取消しの訴え等について、それらの中でより直接的な判断材料となり得るものが増やされた。それにより、キャッシュ・アウトを行う者をして、そうした申立てや訴えがなされる

---

<sup>1933</sup> 平成 26 年改正後の会社法は、株式併合により端数となる株式について、反対株主に端数となる株式の買取請求権を認めた（会社法 182 条の 4）。しかし、投信法には会社法 182 条の 4（反対株主の株式買取請求）と 182 条の 5（株式の価格の決定等）を準用する規定がないため、反対投資主の投資口買取請求権は認められていない。その原因は、投資口併合により端数となる投資口の処理について、もともと「公正な金額による売却」の方法（投信法 88 条 1 項、同法施行規則 138 条）が要求されることにありと推測される。

<sup>1934</sup> ここでいう「支配投資主」とは、投資法人の発行済投資口の総口数の過半数の投資口を有する投資主及び親法人をいう（投資法人の計算に関する規則第 62 条 6 号）。

ような事態に陥らないようにするよう行動させる、ある意味で不公正なキャッシュ・アウトを抑止する効果が期待される<sup>1935</sup>。

なお、同様の配慮から、執行役員は、投資主総会において、投資口併合をすることを必要とする理由を説明しなければならない<sup>1936</sup>（投信法 81 条の 2 第 2 項・会社法 180 条 4 項、投信法施行令 70 条）。

#### 4.2.2 投資口併合の差止請求制度の内容及び問題点

投資口併合においては、投資主総会決議の取消しの訴えによる救済の余地もあるが、平成 26 年改正法により、投資口併合が法令または規約に違反する場合において、それにより投資主が不利益を受けるおそれがあるときは、投資主は、投資法人に対して、投資口併合の差止めを請求することができる。投資口併合の差止請求権は、投資法人合併の差止請求権とほぼ同じ法律構成をとっている。つまり、差止事由は、法令・規約違反の場合だけで著しく不公正な投資口併合は含まれない。法令・規約違反の例としては、投資主総会決議の瑕疵、通知・公告の瑕疵、情報開示の瑕疵、併合の割合の不平等取扱等が考えられる<sup>1937</sup>。

他方で、「法令違反」には役員の善管注意義務・忠実義務違反は含まれないと解される<sup>1938</sup>ため、キャッシュ・アウトの対価が不公正であることは、直ちに差止事由には当たらないものと思われる。もっとも、投資口併合における端数の処理方法としては、株式併合の場合<sup>1939</sup>と異なり、①上場投資口については上場取引所における売却、②店頭売買投資口については店頭売買市場における売却、③それ以外の投資口については「投資法人の純資産の

---

<sup>1935</sup> 和田宗久「キャッシュ・アウト手段としての全部取得条項付種類株式と株式併合」金商 1461 号 79 頁〔2015 年 3 月増刊号〕を参照。

<sup>1936</sup> 江頭・前掲注（223）284-285 頁を参照。

<sup>1937</sup> 江頭・前掲注（223）289 頁注 1 を参照。

<sup>1938</sup> 岩原・前掲注（1885）9 頁。

<sup>1939</sup> 株式併合により 1 株に満たない端数が生じた場合は、競売して代金を分配するのが原則であるが、市場価格がある株式は市場価格で売却または買取り、また市場価格がない株式でも裁判所の許可を得て競売以外の方法で売却または買取り、代金を分配することも認められる（会社法 234 条・235 条、同法施行規則 52 条）。神田・前掲注（226）120 頁。



額に照らして公正妥当な金額による売却」と法定されている（投信法 88 条 1 項、同法施行規則 138 条）。本稿の観点から見れば、当該規定は、J-REIT の買収・再編における（1）企業価値評価の公正性を確保することを図るものであると評価できよう。

投資口併合の場合に、前記①及び③の売却方法がとられるべきかは、対象投資法人の上場投資口数<sup>1940</sup>や上場廃止のタイミング<sup>1941</sup>により左右され得ると考えられる。投資口併合により上場投資口数が 4000 口未満となる場合、投資口併合の効力発生日において上場廃止となっていることが多いと思われ、その場合には、対象投資法人の投資口の市場価格ではなく、純資産額（NAV）を基準として対価の公正性が判断されるべきである。そのため、こうした場合において、端数となる投資口を対象投資法人の純資産額から著しく乖離する金額（たとえ投資口の市場価格であっても）で売却しようとするときには、投資主は、投信法施行規則 138 条の規定に違反したことを理由に、投資口併合の差止めを請求し、対価の不公正による不利益のおそれを防止することができる。

これに対して、上場廃止基準に抵触しても、効力発生日においてなお上場廃止となっていない場合や、上場投資口数が 4000 口以上残るような併合割合で投資口の併合を行う場合も考えられ、この場合には、上場取引所における売却の方法がとられることから、対象投資法人の純資産額ではなく、投資口の市場価格を基準として対価の公正性が判断されるべきである。それによって、こうした場合において、端数となる投資口を対象投資法人の投資口の市場価格と異なる金額（たとえ純資産額であっても）で売却しようとするときには、投資主は、上記の「法令違反」を理由に、投資口併合の差止めを請求し、対価の不公正による不利益のおそれを防止することができる。

---

<sup>1940</sup> 上場規程 1218 条 2 項 6 号により、上場投資口口数が 4000 口未満になると、上場廃止基準に抵触する。

<sup>1941</sup> 東証の場合には、上場投資口数が 4000 口未満となる場合において、東証が対象投資法人から上場投資口口数の減少に関する投資主総会決議についての書面による報告を受けたときは、上場廃止基準に該当するものとして取り扱われ（上場規程施行規則 1233 条 2 項）、東証が上場廃止を決定した日の翌日から起算して 1 ヶ月を経過した日に上場廃止となる。

しかしながら、本稿第一章で検討したとおり、上記の端数となる投資口の売却方法には、少なくとも純資産額の変動性及び売却方法の硬直性という2つの問題が存在する<sup>1942</sup>。まず、理論的には不動産投資法人の投資口価格は1口当たりの純資産額に等しいが、実際には、投資口価格と純資産額とは乖離していることがほとんどである。純資産額は投資口の市場価格総額を上回る場合もあるが、それを下回る場合もある。純資産額が投資口の市場価格総額を下回る場合には、純資産額の基準を維持すると、キャッシュ・アウトの少数投資主に交付する対価は、一般の投資法人合併の投資主に交付する対価よりも少なくなるおそれがある。

これに加えて、さらに問題となるのは、投資口端数の売却方法が硬直的であることである。つまり、①上場投資口については上場取引所の市場価格でしか売却できないが、③それ以外の投資口については投資法人の純資産の額に照らして公正妥当な金額でしか売却できない。そうすると、売却方法は、対象投資法人の上場投資口数や上場廃止のタイミングという人為的または偶発的な要素により左右されてしまうおそれがある<sup>1943</sup>。そのため、利益相反関係に立っている対象投資法人の役員<sup>1944</sup>は、少数投資主に不利な売却方法で投資口

---

<sup>1942</sup> 本稿第一章第三節第二款5.3を参照。

<sup>1943</sup> 具体的には、純資産額が投資口の市場価格総額を上回る場合には、対象投資法人の役員は、併合割合について上場投資口数が4000口以上残るように設定し、または効力発生日について上場廃止日までに設定すれば、比較的に低い金額（投資口の市場価格）で端数を売却できるようになる。これに対して、純資産額が投資口の市場価格総額を下回る場合には、対象投資法人の役員は、併合割合について上場投資口数が4000口未満となるように設定すれば、依然として比較的に低い金額（純資産額による算定）で端数を売却できるようになる。

とりわけ、二段階買収の場合を考えると、この問題はより厳重になる可能性がある。例えば、買収者は、第一段階の公開買付けで投資口の市場価格にプレミアムを加算した価格で、対象投資法人の投資主から2/3以上の投資口を取得すれば、第二段階の投資口併合で投資口の市場価格より遥かに低い金額（純資産額が投資口の市場価格総額を下回る場合）で残存の投資主に対してキャッシュ・アウトを行う可能性が十分ある。

<sup>1944</sup> キャッシュ・アウトの場面において、対象投資法人の役員会が支配投資主にコントロールされていることが多いため、対象投資法人の役員は、常に少数投資主との間に利益相反関係に立っているといえよう。

併合によるキャッシュ・アウトを進めようとする場面においてであっても、その売却方法が投信法施行規則 138 条の規定に違反していないことから、投資主は、当該キャッシュ・アウトを差し止めることができないだろう。

したがって、J-REIT の買収・再編における (2) 対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題への対処という本稿の観点からは、投資口併合によるキャッシュ・アウトが、役員の善管注意義務・忠実義務に違反する態様で行われようとしている場面において、当該キャッシュ・アウトを差し止めることを可能にするような解釈論を示す必要がある。この問題に関しては、大きくは 2 つの方法が存在するように思われるため、以下では、それぞれについて具体的に検討を進める。

#### 4.2.3 投資口併合の差止請求制度の改善策

投資口併合の差止請求権は、投資法人合併の差止請求権とほぼ同じ法律構成をとっていることから、役員の善管注意義務・忠実義務に違反する態様で行われようとしている投資口併合によるキャッシュ・アウトを差し止めるに当たっては、投資法人合併の差止請求権を改善するために提案した 2 つの解釈論で問題の解決を図ることが考えられないではない。つまりは、①役員の善管注意義務・忠実義務違反を「法令違反」に包摂する方法と、②投資口併合の情報開示規制を強化する方法の 2 つの解釈論である。順次検討を加える。

##### (1) 特別利害関係人の議決権行使に基づく差止仮処分を利用する方法

まず、役員の善管注意義務・忠実義務違反を「法令違反」に包摂するという解釈論についてであるが、本稿の観点からは望ましいものと考えられるが、投資口併合によるキャッシュ・アウトと投資法人合併との違いに鑑み、このような解釈論を採用しなくても、次のような方法をとれば、役員の善管注意義務・忠実義務に違反する態様で行われようとしている投資口併合によるキャッシュ・アウトへの差止めは、十分に可能であるように思われる。すなわち、キャッシュ・アウトの対価が著しく低いことは、投資主総会決議の取消事由（特別の利害関係を有する者が議決権を行使したことによる著しく不当な決議、投信法

94 条 2 項・会社法 831 条 1 項 3 号) には該当し得ること<sup>1945</sup>から、かかる取消請求権を被保全権利とする仮の地位を定める仮処分（民事保全法 23 条 2 項）として、投資口併合の差止仮処分を申し立てることが考えられる。

以上で述べたとおり、対価が不当な投資法人合併を差し止めるにも、当該方法が利用可能である<sup>1946</sup>が、その範囲は、特別利害関係人の議決権行使による著しく不当な決議が出るおそれがある場合のみに限定される。しかし、投資法人合併の場面には、常に特別利害関係人が存在しているわけではない。支配投資主による投資法人合併の場合には、たとえ対価が少数投資主にとって著しく不当であっても、当該合併は、特別利害関係人である支配投資主の議決権行使によって承認される可能性が高い。これに対して、支配関係のない独立当事者間による投資法人合併の場合には、そもそも支配投資主のような特別利害関係人が存在しないことから、投資主は、以上の方法で当該合併の差止仮処分を申し立てることができないだろう。

他方、投資口併合によるキャッシュ・アウトの場面において、買収者は、少なくとも対象投資法人の投資主総会特別決議が必要とされる 2/3 以上の発行済投資口を保有・支配する必要があるため、支配投資主のような特別利害関係人が存在するのが通常である。たとえキャッシュ・アウトの対価が少数投資主にとって著しく不当であっても、当該投資口併合は、特別利害関係人である支配投資主の議決権行使によって承認される可能性が高い。そこで、少数投資主は、常に、以上の方法で投資口併合の差止仮処分を申し立てることができるだろう。ただし、キャッシュ・アウトにより投資口を失う少数投資主は、投資主総会

---

<sup>1945</sup> キャッシュ・アウトの対価として交付される金銭の額が対象投資法人の投資口の公正な価格に比して著しい低いことは、「著しい不当な決議」として取消しの原因となり得ると考えられる。東京地決平成 22 年 9 月 6 日判タ 1334 号 117 頁を参照。

<sup>1946</sup> 前掲注（1907）及びそれに対応する本文を参照。

決議の取消しの訴えの原告適格を失わない<sup>1947</sup>ため、保全の必要性が認められないと判断される余地もある<sup>1948</sup>。この点は、投資口併合の差止仮処分の実効性を損ないかねない。

## (2) 投資口併合の情報開示規制を強化する方法

次に、今回の法改正では、投資口併合については、基本的には投資法人合併が行われる場合と同様・同等の規律が整備された。すなわち、投資法人合併に関して設けられたものと同様の事前・事後開示手続や差止請求権が設けられたことがそれに当たる。また、「法令違反」に役員・善管注意義務・忠実義務違反が含まれないとする解釈を前提とするのであれば、情報開示に関する具体的な法令の規定に違反しない限りは、投資主が投資口併合の差止めを求めることができないことは、投資法人合併の場合と同様である。

しかし、投資口併合の事前開示事項には、①併合の割合、②効力発生日、③端数の処理方法、④投資主に交付する金銭の額及びその相当性、及び⑤支配投資主以外の投資主の利益を害さないように留意した事項等がある（投信法施行規則 131 条の 2）。これらの事項については、不開示や虚偽の開示がなされている場合には、差止事由としての「法令違反」に該当し、投資主は、これをもって投資口併合の差止めを請求することができる。前述した例で考えると、確かに端数の処理方法（売却方法）は法定された（投信法施行規則 138 条）が、具体的な売却方法の選択は、併合の割合や効力発生日の設定によって左右され得るものである<sup>1949</sup>。利益相反関係に立っている対象投資法人の役員は、少数投資主に不利な売却方法で投資口併合によるキャッシュ・アウトを進めようとする場面において、併合の割合や効力発生日の設定理由（売却方法の決定経緯）は、キャッシュ・アウトの対価ないし少数投資主の利益に影響を及ぼす重要な情報であるため、④対価の相当性または⑤支配

---

<sup>1947</sup> 平成 26 年改正法により、決議の取消しにより株主（投資主）となる者が原告適格を有することが明文化されており（会社法 831 条 1 項）、キャッシュ・アウトされる株主（投資主）はこれに該当することから、原告適格は認められる。

<sup>1948</sup> 東京地決平成 25 年 7 月 17 日ジュリスト 1459 号 2 頁以下を参照。

<sup>1949</sup> 端数の処理方法に存在する純資産額の変動性及び売却方法の硬直性という 2 つの問題については、前掲注（1942）から注（1944）及びそれらに対応する本文を参照。

投資主以外の投資主の利益を害さないように留意した事項として開示されるべきと解する余地も残るように思われる。したがって、これらの事項が開示されていない場合には、投信法施行規則 131 条の 2 の事前開示事項という「法令違反」に基づく差止めを認めることも考えられる。

また、近時の MBO の裁判例では、対象会社の役員の（適正）情報開示義務が重視されている。例えば、レックス事件<sup>1950</sup>とシャルレ事件<sup>1951</sup>では、（適正）情報開示義務違反があったことが認められつつも、損害があったとは認められないとして、最終的に損害賠償責任が否定されている。ただし、そのような義務違反に対する実効的な救済手段としては、事後的な損害賠償による救済よりも、むしろ、事前の差止めのほうが適しているとも考えられよう<sup>1952</sup>。このような傾向は、今回の法改正の方向性に合致しているといえよう。

以上の検討を踏まえれば、④対価の相当性または⑤支配投資主以外の投資主の利益を害さないように留意した事項をある程度柔軟に解釈し、同文言に投資主の判断にとって重要な情報を一定程度読み込むことで、情報開示規制を強化するものとして、投資口併合の差止請求を機能させることが望ましい。

### （3）投資口併合の差止請求権の射程を広く解釈する必要性

以上では、端数の処理方法に存在する純資産額の変動性及び売却方法の硬直性という 2 つの問題に触れた上で、これに起因する対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題を議論した。そして、問題解決のためには、投資口併合の事前開示事項をある程度柔軟に解釈し、それを差止対象に含めることを提案した。実際には、こうした投資口併合の差

---

<sup>1950</sup> 東京高判平成 25 年 4 月 17 日金商 1420 号 20 頁以下。

<sup>1951</sup> 神戸地判平成 26 年 10 月 16 日金商 1456 号 15 頁以下。ただし、同判決は、取締役の一部が、MBO 担当の執行役員に対して、株価の算定に関して様々な指示をメールで与えた点について、「MBO の手続的公正さの確保に対する配慮義務」（手続的公正性配慮義務）に違反したものとして、これによって会社が負担することとなった費用等の賠償責任を認めた。同判決の評釈については、志谷匡史「シャルレ株主代表訴訟事件第一審判決の検討」商事法務 2061 号 4 頁などを参照。

<sup>1952</sup> 和田・前掲注（1935）85 頁。

止請求制度の射程の拡大を図ろうとする解釈論は、平成 26 年改正法の影響の下で、キャッシュ・アウト手法の変化に対応するために必要かつ有益なものであると考えられる。

これまで、税制上の理由からキャッシュ・アウトには全部取得条項付種類株式を用いることが会社の実務上は一般的であった<sup>1953</sup>ものの、全部取得条項付種類株式についてはいわゆる 100%減資をもっぱら念頭に置いて作られた制度であること<sup>1954</sup>、また、株式併合については主として投資単位の大括り化のための制度であると理解されてきたこと<sup>1955</sup>などから、これらの制度をもっぱらキャッシュ・アウトの目的で利用することにはかねてから抵抗感が示されてきた<sup>1956</sup>。また、J-REIT のキャッシュ・アウトの実務の状況を見れば、今までは投資法人に対するキャッシュ・アウト（MBO と二段階買収も含む）は 1 件もない。こうした現状の下で、投資口併合及び端数の処理方法等の規定は、主として投資口の大括り化という本来の目的を考慮して設けられたものであるといえよう。

しかしながら、平成 26 年改正法により、株式の併合について、他の手法によるキャッシュ・アウトの場合と遜色のない株主保護手続が設けられ、キャッシュ・アウトに用いることのできる制度間の規律の非対称性が一定程度解消されたため、あえて複雑な手順を要する全部取得条項付種類株式の取得を用いる必要性は乏しくなっている。この点を踏まえると、改正法施行後は、買収者が対象会社の総株主の議決権の 9 割以上を有する場合は、株式等売渡請求により、それ以外の場合には株式の併合によって、キャッシュ・アウトを行うことが一般的になると予想される<sup>1957</sup>。

---

<sup>1953</sup> 前掲注（1835）及び水野信次＝西本強『ゴーイング・プライベート（非公開化）のすべて』（商事法務・2010 年）17 頁などを参照。

<sup>1954</sup> 江頭憲治郎『会社法制の現代化に関する要綱案』の解説〔IV〕商事法務 1724 号 8-9 頁、相澤哲『一问一答：新・会社法』（商事法務・2005 年）17 頁。

<sup>1955</sup> 鈴木・前掲注（1859）187 頁、江頭・前掲注（223）283 頁。

<sup>1956</sup> 船津浩司「キャッシュ・アウト：全部取得条項付種類株式・株式併合」商事法務 2064 号 4 頁。

<sup>1957</sup> 田中亘「キャッシュ・アウト」ジュリスト 1472 号 45 頁。

種類投資口制度及び投資口等売渡請求制度を導入していない投信法では、キャッシュ・アウトを行うために利用できる手法は、会社法の場合よりも選択肢が限られる。そうすると、平成 26 年改正法後、投資法人の場合においてキャッシュ・アウトの手法として利用されるのは、投資口併合であると予想される。このことに鑑みると、将来、投信法は、キャッシュ・アウトの手法として利用される可能性及び必要性<sup>1958</sup>を考慮した上で、投資口併合の制度整備を行うべきではないかと思われる<sup>1959</sup>。反対に、投信法においてそのような対応がなされていない現状では、投資口併合の差止事由を広く解釈することは、キャッシュ・アウトによって不利益を受けるおそれのある投資主を保護するための次善の策であろう。

なお、株式等売渡請求制度は、キャッシュ・アウトを行うための専用の制度であり、(1) 議決権の 9 割以上を有する支配株主のみが請求できること、(2) 事前に決定された額の金銭を少数株主に交付すること、(3) 株主総会の決議を要しないこと、及び (4) 対象会社の新株予約権や新株予約権付社債も対象とすること、などの点で、その他のキャッシュ・アウトの手法と異なる<sup>1960</sup>。将来的には、投信法は、これに相当する投資口等売渡請求制度を導入することが望ましい。もっとも、非同族会社要件の影響の下で、投資法人には、総議決権数の過半数の投資口を保有する支配投資主が一般的にはない。投資口等売渡請求制度は、通常、J-REIT の二段階買収において第二段階の買収手法として利用されると想定される。

---

<sup>1958</sup> 二段階買収における現行の投資併合制度の問題点については、前掲注 (1943) を参照。

<sup>1959</sup> 制度整備の方向としては、①独立委員会の設置や②少数派投資主の過半数の同意が必要とする条件といった手続的な保護の新設と、③キャッシュ・アウトの実施者に対して自己の有する投資口を買い取らせるといったセル・アウト権利の付与などが考えられる。平成 26 年改正では、立法段階で②と③について議論したが、結局、これらの立法化が見送られ、それによって、キャッシュ・アウトの実施者に有利な傾向がより一層強められた。

<sup>1960</sup> 野村・前掲注 (1779) 94-95 頁を参照。



## 5 公開買付けによる J-REIT の買収に対する差止め

### 5.1 公開買付けに対する差止めの必要性

公開買付けに応募するかどうかの判断は、対象投資法人の投資主の任意なので、公開買付けを規制する金融商品取引法には公開買付けの差止めを認める明文の規定は置かれていない<sup>1961</sup>。ただし、最近、企業買収プロセスを全体として捉えて公開買付けにも差止めを認めるという立法政策を主張する見解も見られる<sup>1962</sup>。特に、MBO の場面において、第一段階の取引である公開買付けの差止めを認めることについて、学説上はその必要性を主張する見解<sup>1963</sup>が増えつつあり、本稿もこうした見解に賛成するが、すべての公開買付けについて差止めが必要であるとまで解することはできないと考える。したがって、以下では、まず、どのような場面において公開買付けに対する差止めが必要であるかについて、検討を試みる。

#### 5.1.1 MBO を含む二段階買収の場合

確かに、公開買付けに応じるかどうかにつき対象投資法人の個々の投資主に選択権があることは事実であるが、本稿第一章で検討したとおり、J-REIT の二段階買収<sup>1964</sup>の場合には、

---

<sup>1961</sup> 公開買付けの差止めは認められないと解するのが一般的である。池永朝昭ほか「MBO（マネージメント・パイアウト）における株主権」金商 1282 号 3 頁などを参照。

<sup>1962</sup> 星・前掲注（152）351 頁注 10）、得津晶「民事保全法出でて会社法減ぶ？：会社法に明文なき組織再編差止制度の可能性」法時 82 巻 12 号 30 頁などを参照。

<sup>1963</sup> 大杉謙一「MBO における株主保護の実効性の確保」金商 1282 号 19 頁、田中亘「MBO における『公正な価格』」金商 1282 号 21 頁。

<sup>1964</sup> 一般事業会社の二段階買収の方法としては、第一段階で対象会社の普通株式の最低でも過半数を公開買付けで取得し、公開買付けが成立すれば、第二段階において公開買付価格と同額で現金合併をすることが通常採用されている。また、第一段階で対象会社の発行済株式の 90% を超える株式を取得した場合、買収者は、第二段階でその少数株主の同意を取得する必要がなく、略式合併または株式等売渡請求を通じて、対象会社を完全子会社化することができる。

しかし、2015 年 9 月現在、投信法は、投資法人の現金合併や略式合併を認めていないし、特別支配投資主による投資口等売渡請求制度も導入していない。これら制度の導入可否及び内容などをめぐっては、今後も継続的な議論が必要であるが、現時点では、投資法人の二段階買収としては、次のような方法しか考えられないといえよう。すなわち、買収者は、第一段階で対象投資法人の 2/3 以上の発行済投資口を公開買付けで取得し、公開買付けが成立すれば、第二段階で対象投資法人に対して端投資口交付合併または投

強圧性の問題が生じる可能性が高いこと<sup>1965</sup>から、二段階買収における投資主の選択権がどこまで実質的なものであるかどうかは疑問である。例えば、第二段階のキャッシュ・アウトが投資口併合によって行われる場合には、投信法では投資主には買取請求権や売買価格決定の申立権が与えられていない<sup>1966</sup>し、買取請求権等の代替措置としての「公正な金額による」売却の方法に問題があること<sup>1967</sup>から、そのような取引は全体として投資主の選択権を奪うものとして評価することが可能であろう。

これに対しては、公開買付けという第一段階で選択権が奪われたとしても、投資主は、キャッシュ・アウトという第二段階において、投資法人合併または投資口併合の差止請求権を利用することで、二段階買収の完成を阻止することがあり得る、といった反論が考えられる。しかし、キャッシュ・アウトを実施できる第二段階になると、買収者が既に対象投資法人の2/3以上の発行済投資口を有する支配投資主になっているのが通常であろう。一般の投資法人合併または投資口併合の場面と比較して、この場合において、対象投資法人の役員に具体的な法令違反がなければ、少数投資主が不公正な対価のみに依拠し、これらの差止請求権を利用することは、より難しくなると予想される。なぜなら、キャッシュ・アウトによる完全子法人化の実現は、シナジー効果の発生などの対象投資法人の利益の増大につながるからである。そうすると、裁判所は、差止仮処分申立の双方当事人の利益衡量を行う際に、差止めによる投資法人の経済的な損害が多大であると判断し、債務者たる投資法人側に傾く可能性がより高まると考えられるのである<sup>1968</sup>。

---

資口併合によるキャッシュ・アウトを実施し、その完全子法人化を実現する。

<sup>1965</sup> 強圧性の問題の詳細については、本稿第一章第三節第二款 2.2.2 を参照。

<sup>1966</sup> 平成 26 年改正後の投信法は、投資口併合の買取請求権や売買価格決定の申立権を認めない理由について、前掲注（1933）を参照。

<sup>1967</sup> つまりは、上記の純資産額の変動性及び売却方法の硬直性という 2 つの問題である。前掲注（1942）から注（1944）及びそれれに対応する本文を参照。

<sup>1968</sup> 差止仮処分申立の双方当事人の利益衡量の詳細については、前掲注（1911）から注（1916）及びそれらに対応する本文を参照。

また、二段階買収における強圧性の問題を類型化すると、2つの場面が想定される。第1は、対価が公正であるかどうかにかかわらず、投資主の意思に反して投資口を奪われるという問題である。第2は、不公正な対価の交付によってキャッシュ・アウトされてしまうという問題である。そのため、二段階買収における強圧性の問題を解決するためには、①投資主が対象投資法人から締め出されず、対象投資法人の事業への投資を継続できる利益を保護する、②締め出される際に受け取る対価の相当性を担保するという2つの要請を同時に考慮しなければならない<sup>1969</sup>。

仮に第二段階のキャッシュ・アウトに対する差止めが認められた<sup>1970</sup>としても、第一段階の公開買付けに応じて投資口を売却した投資主にとっては、買収者または対象投資法人の役員に対して損害賠償を求める以外に、他の救済手段が存在しない。そして、公開買付価格が公正であるとすれば、当該投資主は、どのような「損害」を被ったと主張できるのか、また損害額がどのように算定されるのかなど、克服すべき障害は少なくない。つまり、公開買付けによるJ-REITの買収の場面において、情報開示規制及び損害賠償責任のみを保障措置とする現行法では、①投資主の投資の継続性と②対価の相当性を保護しようとしても限界がある<sup>1971</sup>。

したがって、MBOを含むJ-REITの二段階買収の場面において、対象投資法人の役員に対するより実効性のある規律付けを実現するためには、投資主に対して、第二段階の投資口併合または投資法人合併の差止請求権を与えることに加えて、第一段階の取引である公開買付け自体を差し止める手段を提供することも、検討に値する。

---

<sup>1969</sup> とりわけ、現金合併等が認められていない投信法では、投資主の投資の継続性は、会社の株主と比べてより保護に値すべきものであると考えられる。

<sup>1970</sup> 例えば、対象投資法人の役員による不実の情報開示という具体的な法令違反がある場合である。そして、この不実の情報開示は、第一段階から第二段階まで一貫しているものとする。

<sup>1971</sup> 換言すれば、公開買付後の第二段階での救済では、既に支配投資主が投資口保有を固めており救済が手遅れとなる。得津・前掲注（1962）30頁を参照。

### 5.1.2 支配権の移転を伴う公開買付けの場合

買収者は、対象投資法人の完全子法人化を目標とすることではなく、対象投資法人の過半数の発行済投資口を公開買付けで取得し、スポンサーの交替等を図ることも十分に考えられる<sup>1972</sup>。過半数の発行済投資口の取得は、対象投資法人の支配権の移転を伴うから、投資主に重大な影響を与えるような J-REIT の買収と評価することができよう<sup>1973</sup>。支配権の移転を伴う公開買付けの場合には、二段階買収の場合のような強圧性がないため、保障措置の考慮要素としては、①投資主の投資の継続性を一般的に考える必要がなく、もっぱら②対価の相当性に集中して制度設計を行うことが可能となる。

しかしながら、上述したように、公開買付けによる J-REIT の買収の場面において、投資主が利用可能な保障措置としては、情報開示規制と損害賠償責任の追及しかない。また、J-REIT の支配権の移転が投資主に与える影響の重大さは、投資口の公開買付けであろうが、新投信口第三者割当てであろうが、買収者が選んだ買収・再編の手法と直接的に関係しているわけではない。表 34 に示したとおり、平成 25 年投信法改正と平成 26 年会社法改正を経た現在では、新投資口発行、投資法人合併及び投資口併合に対する差止請求が全面的に認められた。以上の点を踏まえて、論理的な一貫性及び制度全体の整合性を維持する観点から<sup>1974</sup>は、J-REIT の買収と評価できるような支配権の移転を伴う公開買付けが行われる場

---

<sup>1972</sup> J-REIT の投資口に対する公開買付けの実例としては、アップルリンゴ・ホールディングス・ビー・ヴィ（以下「アップルリンゴ」という）が、平成 20 年 8 月 29 日から平成 20 年 11 月 10 日にかけて、リプラス・レジデンシャル投資法人（現日本賃貸住宅投資法人、以下「リプラス」）の投資口に対して行ったものがある。ただし、本件公開買付け後もリプラスが措法上の非同族会社要件に抵触しないよう、導管性要件を維持するためには、アップルリンゴを含むマスター会社グループの保有割合は発行済投資口数の 48.40% に留まった。本件公開買付けの詳細については、本稿第一章第三節第二款 2.4 を参照。

<sup>1973</sup> ただし、J-REIT の支配権の移転の判断基準については、J-REIT の税制上及び仕組上の特徴を配慮したうえで、会社の支配権の移転と異なる判断基準を採用することが検討に値するところである。この点は、前掲注（1762）から注（1764）まで及びそれらに対応する本文を参照。本節の議論は、平成 26 年会社法改正が採用した過半数の議決権の取得という形式的な基準（会社法 206 条の 2）に依拠するとする。

<sup>1974</sup> また、(1) 企業価値評価の公正性の確保、及び (2) 対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題への対処という本稿の観点からも同様である。

面においても、投資主に対して事前の差止請求権を付与することはありえないとはいえないだろう。

## 5.2 公開買付けに対する差止めの可能性

以上の検討を通じては、MBOを含む二段階買収や支配権の移転を伴う公開買付けという2つの場面において、公開買付けの差止めが必要であることを明らかにした。以下では、日本の現行法に基づき、公開買付けによるJ-REITの買収に対する差止めを可能にするための具体的な解釈論・立法論について試論を行う。

ただし、この検討に立ち入る前に、まず、公開買付けの差止めの請求権者は誰かについて明らかにする必要がある。REITの買収・再編の先進国とされているアメリカの状況<sup>1975</sup>から見れば、公開買付けの差止めの請求権者は、友好的買収の場合と敵対的買収の場合とに分けて、次のような者が想定される。まず、(1) 友好的買収において、買収者は、対象投資法人の役員と合意し、その支持を得た後に、公開買付けを開始することが一般的である。この場合、公開買付けの差止めの請求権者は、公開買付価格の不当または情報開示の不備と考える対象投資法人の投資主であることが多い。これに対して、(2) 敵対的買収における請求権者は、上記対象投資法人の投資主のほか、敵対的買収を阻止しようとする対象投資法人の役員である場合もある。もっとも、対象投資法人の役員は、通常、対象投資法人の投資口を保有していることが考えられるから、投資主の地位として公開買付けの差止めを請求することが可能である。そのため、わざわざ対象投資法人の役員に対しては、公開買付けの差止請求権を付与する必要がないかもしれない。

### 5.2.1 執行役員の違法行為差止請求権に基づく解釈論

友好的買収の場合において、公開買付けの差止めの手段として執行役員の違法行為差止請求権（投信法 109 条 5 項・会社法 360 条 1 項）を利用することが考えられる。具体的には、投資主は、執行役員による法令違反行為を理由に、裁判所に対して差止めを請求するという手段である。しかし、このような差止請求の先例はなく、裁判所側の態度は不明で

---

<sup>1975</sup> アメリカの状況については、本稿第二章第六節第一款2を参照。

ある。たとえ差止請求が可能であったとしても、次の 2 つの問題を克服しなければならない。すなわち、執行役員の違法行為の差止めの要件は、①6 ヶ月間の投資口の継続保有、②執行役員の法令又は規約違反行為の存在またはそのおそれがあること、③当該行為によって投資法人に回復することができない損害が生じるおそれがあることの 3 点である。①の要件については、通常問題とならないが、②と③の要件については、公開買付けの差止めの手段として利用する際に問題となり得る。

②の「法令違反」の要件に関して、下記の 2 つの解釈が可能であるが、検討すべきところもあると思われる。まず、投資口の公開買付けそのものは違法ではないが、投資主に対する適切な開示を怠った状況で公開買付けを行った場合は、法令違反と認定される可能性が否めない。対象投資法人は、公開買付開始公告がなされた日から 10 日以内に、関東財務局長に対して意見表明報告書を提出する必要がある、また、その写しを買収者や金融商品取引所に送付しなければならない（金商法 27 条の 10 第 1 項、9 項）。この規定は、公開買付けの手続的な保証を担保するものであるが、実質的には投資主が受け取る対価の公正性の問題について配慮して設けられたものであると解される<sup>1976</sup>。例えば、意見表明報告書の様式の記載上の注意には、公開買付けに関する意見表明にあたって、意見の内容として「公開買付けに応募することを勧める」、「公開買付けに応募しないことを勧める」、「意見の表明を留保する」という旨が例として挙げられている（他社株買付府令第 4 号様式の記載上の注意（3）a）。また、開示資料は、公開買付けに応募するかどうかを選択すべき立場にある投資主の立場を十分に考慮した上、意見の内容に加えて、分かりやすく具体的に意見の根拠及び理由を述べ、投資主の公開買付けの応募の是非を判断するための的確な情報を提供すべき旨が記されている。そうすると、例えば、対象投資法人の執行役員が市場に出ていない情報を隠したまま意見表明報告書を作成し、投資主に対して公開買付けに応募する

---

<sup>1976</sup> 公開買付けに対する金商法の規制目的の 1 つとして、公開買付けに応じるかどうかについて投資家が適切な判断を行うことができる機会を確保することが挙げられるのである。山下・前掲注（170）248 頁。

よう勧めた場合には、合理的な根拠に基づいて投資主に対して情報を開示したことにはならないので、金商法に違反し、②の「法令違反」の要件が充足される<sup>1977</sup>。

次に、執行役員の違法行為差止請求権については、差止事由としての「法令違反」には、執行役員の善管注意義務・忠実義務違反も含まれると一般に解されているため、当該義務違反に該当する執行役員の行為を差し止めるための法律上の根拠として利用することが現実的に可能である。とりわけ、近時の MBO における取締役の義務ないし責任が問題とされたレックス事件<sup>1978</sup>とシャルレ事件<sup>1979</sup>の判決では、MBO の構造的な利益相反性及び情報の非対称性ゆえに、取締役の負う善管注意義務の一環として、「公正な企業価値の移転を図らなければならない義務（公正価値移転義務）」、「意見表明において、株主が株式公開買付けに応じるか否かの意思決定を行う上で適切な情報を開示すべき義務（適正情報開示義務）」、「企業価値の向上に資する内容の MBO を立案、計画した上で、その実現（完遂）に向け、尽力すべき義務（MBO 完遂尽力義務）」、「著しく合理性に欠ける MBO を実行しないとの義務（MBO の合理性確保義務）」、及び「MBO の手続的公正さの確保に対する配慮義務（手続的公正性配慮義務）」が課せられることを明らかにした。そうすると、J-REIT の MBO の場面において、これら義務のいずれに違反するような事実があったときに、これは執行役員の善管注意義務違反を構成し、②の「法令違反」に該当することが考えられる。

③の投資法人の損害要件に関して、対象投資法人の投資主にとっては、この点を証明するのは非常に困難である。なぜなら、公開買付けの対価は応募した投資主に支払われることになるため、対価が不公正であっても、公開買付けは、投資主に損害をもたらすおそれがあるといえるのに対し、投資法人に回復することができない損害を与えるおそれがあるとはいえないからである。この点に関する解釈の方向性としては、二段階買収または支配

---

<sup>1977</sup> 藤田真樹「略式組織再編以外の組織再編の差止：著しく不当な対価によるキャッシュ・アウトの差止の手法」彦根論叢 397 号 33 頁を参照。

<sup>1978</sup> 東京高判平成 25 年 4 月 17 日金商 1420 号 20 頁以下。

<sup>1979</sup> 神戸地判平成 26 年 10 月 16 日金商 1456 号 15 頁以下。

権の移転を伴う公開買付けが成功した場合、当該取引が対象投資法人全体に与える影響の有無・内容等を確認することが考えられる。例えば、公開買付けの結果、対象投資法人の過半数の発行済投資口が買収者に取得された場合には、J-REIT の税制上の非同族会社要件に抵触してしまう可能性がある。すなわち、事業年度終了の時に、1 投資主グループにより投資口総数の過半数の投資口を所有されていないことが必要である<sup>1980</sup>ため、買収者は、当該事業年度終了の時に、対象投資法人の過半数の投資口保有状態を解消しない<sup>1981</sup>と、対象投資法人は、投資法人段階で法人税が課税されることになる<sup>1982</sup>。法人税の課税は、対象投資法人にとって重大な損害である。この点に鑑み、二段階買収または支配権の移転を伴う公開買付けは、投資法人に回復することができない損害を与えるおそれがあると解する余地があると思われる<sup>1983</sup>。

ただし、この法人税の損害は、上記の執行役員の違法行為との間に因果関係があるかどうかについて検討を要する<sup>1984</sup>。執行役員が買収者となる MBO の場面において、公開買付

---

<sup>1980</sup> 措法 67 条の 15 第 1 項 2 号ニ、同法施行令 39 条の 32 の 3 第 5 項。

<sup>1981</sup> 解消の方法としては、投資口を処分して保有率を 50%以下に下げることが考えられる。

<sup>1982</sup> 厳密に言えば、対象投資法人は、所得金額の計算について、損金算入の優遇措置を享受できなくなる。措法 67 条の 15 第 1 項本文を参照。

<sup>1983</sup> US-REIT の買収・再編の場面において、REIT 資格の喪失の有無は、一般的には対象会社の損害と考えられ、敵対的公開買付けに対する予備的差止命令の審査の争点とされる。この点について、本稿第二章で考察した⑩San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America 事件の判決を参照。

<sup>1984</sup> 会社法 360 条 1 項の「当該行為によって当該株式会社に回復することができない損害が生ずるおそれがあるとき」という文言から見れば、取締役の違法行為は、会社の損害との間に因果関係があることを要求すると解される。ただし、ここでの因果関係は、直接的なものでなければならないかが不明である。取締役の違法行為を事前に防止するという本条の趣旨を広く解すると、直接的な因果関係に限定して解釈することはしないほうがよいかもしれない。

これに対して、新投資口発行の差止請求権（投信法 84 条 1 項・会社法 210 条）、投資法人合併の差止請求権（投信法 150 条・会社法 784 条の 2、796 条の 2、805 条の 2）及び投資口併合の差止請求権（投信法 81 条の 2 第 2 項・会社法 182 条の 3）については、いずれの規定にも「株主が不利益を受けるおそれがあるとき」という文言しかなく、上記「当該行為によって」のような文言がない。そのため、差止事由としての「法令・定款違反」等と投資主の不利益との因果関係は不要であると解される。



けの実施（「当該行為」）は、対象投資法人に法人税の損害を与えるおそれがあるものであるから、両者間には直接的な因果関係があると認められる。これに対して、執行役員が買収者に協力を提供する友好的買収の場面において、執行役員による不実の情報開示（「当該行為」）は、法人税の損害発生との間に直接的な因果関係があるとはいえない。あえていうとすれば、不実の情報開示は、公開買付けの成立につながる 1 つの原因として、法人税の損害発生との間に間接的な因果関係があると解することができる。

以上のように、②の「法令違反」と③の投資法人の損害という 2 つの要件が同時に満たされる場合には、対象投資法人の投資主は、執行役員の違法行為差止請求権を利用することで、公開買付けの差止めを請求できるといえるだろう。

#### 5.2.2 公開買付けの差止請求権に関する立法論

しかしながら、このような執行役員の違法行為差止請求権に基づく解釈論は、非常に限定された場合にのみ利用できる。具体的には、②の要件に関する情報開示義務違反または善管注意義務違反との解釈は、対象投資法人の執行役員が買収者に協力を提供する友好的買収、または執行役員が買収者となる MBO の場面に適用されるが、執行役員が買収者と無関係の敵対的買収の場面に適用されない。また、③の要件に関する投資法人の法人税損害との解釈は、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すべての場面に通用するものである。もっとも、買収者は、a) 公開買付けの成立後から事業年度終了の時までに、対象投資法人の過半数の投資口保有状態を解消すること<sup>1985</sup>、b) 対象投資法人の法人

---

<sup>1985</sup> 実際には、J-REIT は外部運用・管理型の仕組みを採用しているため、敵対的買収者にとっては、対象投資法人の過半数の投資口を取得した後、投資主総会の承認決議でその資産運用会社を自分の傘下の会社への交替を実現すれば、過半数の投資口保有状態を維持しなくても、対象投資法人の事実上の支配権を握っているといえる。また、友好的買収者にとっては、対象投資法人の役員及びスポンサーとの合意で、資産運用会社の支配権取得または交替を実現すれば、対象投資法人の過半数の投資口を取得しなくても、その事実上の支配権を取得することが可能である。なお、不動産投資法人の買収・再編の方法及びその留意点については、本稿第一章第二節第一款を参照。

税損害を全額補償することなどを、事前に約束し開示すれば、法人税損害ないし③の要件への抵触を回避することができる。

以上をまとめていうと、執行役員の違法行為差止請求権に基づく解釈論は、友好的公開買付<sup>1986</sup>と MBO の場面には有用であるが、敵対的公開買付<sup>1987</sup>の場面には対応できない。そして、友好的公開買付と MBO の場面であっても、買収者が一定の対応策を採用した場合には、当該解釈論は対応できなくなるおそれがある。日本では、特定の法律上の行為に対する裁判上の救済を制定法で個別に規定するという仕組みが採用されているため、現行法の解釈論として公開買付けの差止めを認めることには限界があるといわざるを得ない<sup>1988</sup>。他方、アメリカでは、衡平法（エクィティ）により取締役の信託義務違反（または情報開示義務違反）に基づく柔軟な救済が認められており、公開買付けを差止めることも制度上可能である<sup>1989</sup>。

以上の点を踏まえて、J-REIT の買収と評価できるような支配権の移転を伴う公開買付けが行われる場面において、投資主による差止めを実現するためには、公開買付けに対する差止めの規定を金商法に定めることが必要であるように思われる。請求権者は、以上で検討したとおり、対象投資法人の投資主と設定すればよい<sup>1990</sup>。また、差止事由の定め方としては、「法令・規約違反」とすることが考えられる。さらに、公開買付けの対価が投資主に支払われることに鑑み、投資主が被る不利益のおそれを要件とする必要があろう。

したがって、新投資口発行、投資法人合併及び投資口併合に対する差止請求制度等を参考に、次のような内容の規定を金商法に新設することを提案する。すなわち、「公開買付者

---

<sup>1986</sup> ここでいう「友好的公開買付」とは、友好的な二段階買収と支配権の移転を伴う公開買付けを指す。

<sup>1987</sup> ここでいう「敵対的公開買付」とは、敵対的な二段階買収と支配権の移転を伴う公開買付けを指す。

<sup>1988</sup> 学説には、買付者の義務を認めることに解釈論上争いが残されており、この点を克服しない限り、公開買付けの差止めは難しいとの見解がある。得津・前掲注（1962）32 頁。

<sup>1989</sup> Hideki Kanda & Curtis J. Milhaupt, *Re-examining Legal Transplants: The Director's Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law*, 51 AM. J. COMP. L. 887, 895-896 (2003).

<sup>1990</sup> 前掲注（1975）及びそれに対応する本文を参照。

（特殊の関係のある個人及び法人を含む）が公開買付対象者の総株主の議決権の過半数を有することとなる公開買付けについて、それが法令又は定款に違反する場合において、公開買付対象者の株主が不利益を受けるおそれがあるときは、公開買付対象者の株主は、公開買付者に対して、公開買付けをやめることを請求することができる。」

#### 第四款 小括

以上みてきたように、本節では、J-REIT の買収・再編の場面において、裁判所による介入を通じた対象投資法人の役員に対する規律付けを実現するにあたり、必要となる解釈論・立法論の検討を行った<sup>1991</sup>。具体的には、J-REIT の買収・再編の場面では、裁判所による対象投資法人の役員に対する規律付けを実現する上で、裁判所が介入するための制定法上の保障措置が対象投資法人の投資主にとって利用しにくいことが障害となっていることから、この点について、アメリカ法に対する比較法的検討を通じて得られた示唆に基づきながら、障害を克服するための理論構成を検討した。

まず、第二款では、アメリカの裁判所によって採用されている買収・再編の差止めという保障措置を提供することが、J-REIT の買収・再編においても同様に適切と評価できるかどうかについて検討した。具体的には、J-REIT の買収・再編の場面において、買収・再編の無効の訴え、対象投資法人の役員に対する損害賠償責任の追及、及び反対投資主の買取請求権という 3 つの保障措置と比較した上で、買収・再編の差止めを実現することの利点や問題点を明らかにした。結論からいえば、買収・再編の差止めを実現することの利点は、他の保障措置より優れていると評価できる。他方、その問題点は、他の保障措置による場合と共通するため、他の保障措置を利用すれば解決できる性質の問題ではないといえる。したがって、J-REIT の買収・再編の場面における対象投資法人の役員に対する規律付けは、アメリカと同様に、買収・再編が完成する前の段階において、買収・再編の差止めを中心に実現していくことが適切であるといえることができる。

次に、第三款では、J-REIT の買収・再編の場面でも、買収・再編が完成する前の段階における買収・再編の差止めを通じて、対象投資法人の役員に対する規律付けを実現するこ

---

<sup>1991</sup> 本稿の問題意識から考えると、裁判所による介入を通じた対象投資法人の役員に対する規律付けは、J-REIT の買収・再編の場面における (1) 企業価値評価の公正性の確保、及び (2) 対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題への対処を実現するという 2 つの意味で機能を果たしているものと評価できる。

とが適切であることを確認した上で、現時点で投資主が J-REIT の買収・再編の差止めを求めるにあたり、障害となっている問題点を克服するための解釈論・立法論を検討した。具体的には、第一に、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第三者割当てが行われようとしている場面では、(1) 投資法人の損害が問題となる場合には執行役員の違法行為差止請求権（投信法 109 条 5 項・会社法 360 条 1 項）を、(2) 投資主の損害が問題となる場合には新投資口発行の差止請求権（投信法 84 条 1 項・会社法 210 条）を利用することが考えられるが、後者の場合において投資主が新投資口発行の差止請求権を現実に利用できるようにするために、①日証協指針に基づく「公正な金額」の判断基準を確立すべきことと、②善管注意義務・忠実義務に違反する対象投資法人の役員の行為についても、不公正な方法による発行を根拠付ける事実として評価すべきことを提案した。

第二に、投資法人合併が行われようとしている場面では、投資法人合併の差止請求権（投信法 150 条・会社法 784 条の 2、796 条の 2、805 条の 2）を利用することができるが、役員の善管注意義務・忠実義務違反について、差止事由としての「法令違反」に含まれないと解釈されている。そのため、投資主による差止請求の余地を導き出す解釈論としては、①役員の善管注意義務・忠実義務違反を「法令違反」に包摂する方法と、②投資法人合併の情報開示規制を強化する方法を提案した。

第三に、投資口併合によるキャッシュ・アウトが行われようとしている場面では、投資口併合の差止請求権（投信法 81 条の 2 第 2 項・会社法 182 条の 3）を利用することが可能であるが、端数の処理方法には純資産額の変動性及び売却方法の硬直性という問題があるため、善管注意義務・忠実義務に違反する対象投資法人の役員の行為を差し止めることができないおそれがある。よって、それに対する差止めを可能にするような解釈論としては、①特別利害関係人の議決権行使に基づく差止仮処分を利用する方法と、②投資口併合の情報開示規制を強化する方法を提案した。

第四に、公開買付けのうち、MBO を含む二段階買収や J-REIT の買収と評価できるような支配権の移転を伴う公開買付けが行われようとしている場面では、投資主による差止めを実現するためには、①買収が実現した場合の法人税損害を、執行役員の違法行為差止請求権（投信法 109 条 5 項・会社法 360 条 1 項）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した。

表 35 J-REIT の買収・再編の差止めを実現するための法律構成

	投資法人に回復することができない損害が生ずるおそれがあるとき	投資主が不利益を受けるおそれがあるとき	改善提案①	改善提案②
支配権の移転を伴う新投資口第三者割当ての場合	執行役員の違法行為差止請求権	新投資口発行の差止請求権（提案①と②）	①日証協指針に基づく「公正な金額」の判断基準を確立すべきこと	②善管注意義務・忠実義務に違反する対象投資法人の役員の行為についても、不公正な方法による発行を根拠付ける事実として評価すべきこと
投資法人合併の場合	—	投資法人合併の差止請求権（提案①と②）	①役員の善管注意義務・忠実義務違反を「法令違反」に包摂すべきこと	②投資法人合併の情報開示規制を強化すべきこと
投資口併合によるキャッシュ・アウトの場合	—	投資口併合の差止請求権（提案①と②）	①特別利害関係人の議決権行使に基づく差止仮処分を利用すべきこと	②投資口併合の情報開示規制を強化すべきこと
MBO を含む二段階買収の場合 支配権の移転を伴う公開買付けの場合	執行役員の違法行為差止請求権（提案①）	公開買付けの差止請求権（提案②）	①買収が実現された場合の法人税損害を、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

## 第五節 J-REIT の買収・再編における利益相反問題の対応策

### 第一款 総論

第一章で述べたように、J-REIT の買収・再編の場面において、裁判所による介入を通じて対象投資法人の役員に対する規律付けが実効性を欠く主な理由としては、(1) 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基準が明らかではないことと、(2) 裁判所が介入するための制定法上の保障措置が対象投資法人の投資主にとって利用しにくいものであることの2点を挙げることができる。本章第三節は、(2) の買収・再編の差止めという保障措置の整備について議論を展開した。本節では、まず、(1) J-REIT の買収・再編における役員の善管注意義務・忠実義務違反の有無の審査基準について検討する（第二款）。

また、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特有の利益相反問題もある。現行の J-REIT の利益相反管理体制では、この特有の利益相反問題に対応するには不十分であるといわざるを得ない。投資主としては、いかなる根拠で資産運用会社の役員の利益相反行為を阻止するのか、またその行為によって損害を被った時にどのような根拠で資産運用会社の役員の責任を追及するのかが不明である。そこで、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の仕組みについて試論を行う（第三款）。その後、本節の議論を整理する（第四款）。

## 第二款 J-REIT の買収・再編における善管注意義務・忠実義務違反の審査基準

J-REIT の買収・再編の場面では、裁判所による介入を通じた対象投資法人の役員に対する規律付けがほとんど機能していない理由の 1 つとして、日本では、これまでのところ、役員 of 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が確立していないという問題が存在する。こうした日本の現状を踏まえて、本款では、J-REIT の買収・再編においても、裁判所による介入を通じた対象投資法人の役員に対する規律付けを十分に機能させることを目的として、裁判所が採用すべき望ましい審査基準の内容について議論していく<sup>1992</sup>。具体的には、J-REIT の買収・再編における対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題に対処するために、US-REIT の買収・再編の判例法理において採用されている審査基準の検討<sup>1993</sup>を通じて得られた示唆を踏まえながら、J-REIT の買収・再編における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のあり方について検討を試みる。

### 1 裁判所の介入のレベルを考えるにあたっての考慮要素

#### 1.1 US-REIT の買収・再編の判例法理で採用されている考慮要素

US-REIT の買収・再編の場面において、対象会社の取締役の信認義務違反の有無について判断する際に利用されている審査基準としては、経営判断原則、中間的な基準（例えばレブロン基準、ユノカル基準、ブラシウス基準）及び完全な公正の基準といった大きく 3 つの基準を挙げることができる。これらの 3 つの審査基準に関しては、対象会社の取締役に対して、それぞれ具体的にどのような規律付けを実現しているのだろうかという審査基準の内容面<sup>1994</sup>も重要であるが、適用されるべき審査基準がまだ確立されていない J-REIT の

---

<sup>1992</sup> すなわち、裁判所による介入を通じた対象投資法人の役員に対する規律付けを実現する仕組みのうち、裁判所による介入のレベルに関する議論を主に対象とする。なお、裁判所による介入を実現するための具体的な手段（例えば買収・再編の差止め、損害賠償責任の追及など）に関する議論も、役員に対する規律付けを実現するにあたっては、同様に重要であることはいうまでもない。そのため、役員に対する規律付けを実現する仕組みの手段面に関しては、本稿本章第三節の議論を参照。

<sup>1993</sup> 本稿第二章第三節第四款、第四節第四款及び第五節第四款を参照。

<sup>1994</sup> 本稿第二章第三節第二款 5.1.1 を参照。



買収・再編の場面において、対象投資法人の役員に対する規律付けのあり方についての示唆を得るという観点からは、それ以上に、どのような考え方に基づいてこれらの審査基準が併用されているのだろうかという、審査基準の背後にある考え方の体系的な理解が特に重要である。

具体的には、(1) 支配株主による買収・再編のように、取締役会の利益相反性が特に強いと評価される場面、(2) 会社を売却する現金合併のように、会社の真の経済的価値に関して情報優位の立場にある取締役の裁量を尊重しても、そのことに基づいて株主にもたされる利益は小さいと評価される場面、または(3) 強力な取引保護条項が導入された場合のように、訴訟における審査対象が、株主の最終的な判断権の行使を通じた取締役に対する規律付けの実効性を大きく損ない得る場面では、対象会社の株主の利益を保護するために、裁判所による積極的な介入が正当化されることになる。このように、アメリカでは、以上の 3 つの考慮要素に基づいて、経営判断原則、中間的な基準（レブロン基準、ユノカル基準、ブラシウス基準）、及び完全な公正の基準といった複数の審査基準を確立し、併用することで、審査基準の明確化の要請と、問題となっている事案に応じた裁判所による適切なレベルの介入の要請を、少なくとも一定程度は両立させているものと評価できる<sup>1995</sup>。

そして、アメリカ法において採用されている以上の 3 つの考慮要素の存在を明確に認識することは、J-REIT の買収・再編の場面において、裁判所による対象投資法人の役員の行為に対する介入のレベルについて検討するにあたり、極めて有益であると考えられる。そこで、以下では、J-REIT の買収・再編の場面において、対象投資法人の役員に対する規律付けを実現するために、以上の 3 つの要素に基づく審査基準を構築することが可能かどうかについて検討を試みる。

---

<sup>1995</sup> 白井・前掲注 (25) 455-456 頁を参照。

## 1.2 J-REIT の買収・再編における適用可能性

(1) まず、利益相反性の強弱という第一の考慮要素に関しては、J-REIT の買収・再編においても、投資主と役員の上に強い利益相反関係が認められる場合には、裁判所による介入を通じた役員に対する規律付けの必要性が高まると考えることは、同様に適切であると評価できるだろう。こうした考え方は、例えば、日本でも、会社の利益ではなく自己または第三者の利益を図るために行った取締役の経営判断に対しては、経営判断原則は適用されないものと理解されている<sup>1996</sup>ように、日本の取締役の行為に対する司法審査の場面において既に採用されている考え方である。そして、J-REIT の買収・再編の場面に限ってこうした考え方を特に否定する理由は見当たらないことを踏まえれば、利益相反性の強弱という第一の考慮要素は、J-REIT の買収・再編においても考慮すべき重要な要素であると評価できる。

(2) 次に、取締役裁量を認めることで株主が享受できる利益の大小という第二の考慮要素について検討する。この第二の考慮要素をどこまで重視すべきかについては議論の余地があるものの、少なくとも、対象会社の取締役（対象投資法人の役員）には、情報開示制度の充実によっても十分に解消できない企業の真の経済的価値に関する情報優位性が存在すること自体は、日本においてもアメリカと同様に認められると考えてよいのではないだろうか。したがって、裁判所による対象投資法人の役員の行為に対する介入のレベルを検討するにあたり、問題となっている J-REIT の買収・再編の事案が、情報優位の立場にある役員に広範な裁量を認めることで、投資主により多くの利益が帰属する性質ものかどうかを考慮する第二の要素は、J-REIT の買収・再編においても妥当する重要な要素であると評価できる。

(3) 最後に、訴訟における審査対象となっている取締役の行為が、株主の最終的な判断権の行使を通じた規律付けの実効性を損ない得る程度の大小という第三の考慮要素につい

---

<sup>1996</sup> 近藤光男『経営判断と取締役の責任』（中央経済社・1994年）124頁など。

て検討する。既に述べたように、J-REIT の買収・再編においても、1) 企業価値評価の公正性を確保する、及び 2) 対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題に対処するにあたり、投資主による最終的な判断権の行使を通じた規律付けの実効性を確保することは必要である<sup>1997</sup>。裁判所による介入を通じた規律付けに加えて、投資主による最終的な判断権の行使を通じた規律付けの実効性を確保することで初めて、強力な権限を有する対象投資法人の役員の行為を十分に規律することが可能になると考えられるからである。したがって、J-REIT の買収・再編においても、訴訟における審査対象となっている役員の行為が、投資主の最終的な判断権の行使を通じた規律付けの実効性を損ない得るような場合<sup>1998</sup>には、当該行為に対する審査に関しては、裁判所による介入のレベルを高めることで、投資主による最終的な判断権の行使を通じた規律付けの実効性が損なわれることのないように<sup>1999</sup>、十分に配慮する必要があるだろう。

これまでみてきたように、アメリカ法に対する比較法的検討を通じて得られた以上の 3 つの考慮要素は、J-REIT の買収・再編における対象投資法人の役員の行為に対する司法審査の基準を検討する上でも、考慮すべき重要な要素である。つまり、J-REIT の買収・再編においても、US-REIT の買収・再編の判例法理で採用されていると考えられる以上の 3 つの考慮要素に基づいて、訴訟において問題となっている事案を類型化し、その類型ごとに、裁判所が対象投資法人の役員の行為に介入するレベルを検討することが適切である<sup>2000</sup>。

### 1.3 投資法人の役員の善管注意義務・忠実義務の対象

具体的な検討に入る前に、もう 1 点確認しておきたい問題がある。日本の法律上は、役員の善管注意義務・忠実義務は役員が投資法人に対して負う義務として規定されている（善管注意義務につき投信法 97 条・民法 644 条を、忠実義務につき投信法 109 条 5 項、110 条 3

---

<sup>1997</sup> 本稿本章第二節第一款を参照。

<sup>1998</sup> 典型的には、訴訟において、買収者との間で強力な取引保護条項を締結した対象投資法人の役員の行為が、役員の善管注意義務・忠実義務違反の観点から適切かどうかを審査されるような場合が挙げられる。

<sup>1999</sup> 本稿第二章の注（936）から注（944）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>2000</sup> 白井・前掲注（25）481-483 頁を参照。

項・会社法 355 条)。そのことからすれば、US-REIT の買収・再編において、対象会社の株主の利益を最大限確保するという観点に基づいて構築された以上の 3 つの考慮要素を、法律上は投資法人に対して負う義務として規定されている役員の善管注意義務・忠実義務違反の有無を判断する際として挙げることは、そもそも適切とはいえないのではないかという疑問も考えられないではない。特に、役員の行為が、投資法人の利害を通すことなく、投資主の利害に直接に影響を与えることになる新投資口第三者割当て<sup>2001</sup>、投資法人合併、投資口併合及び公開買付けの場面では、確かに以上の疑問についても検討する必要性が生じる。

会社法上の伝統的な取締役の善管注意義務・忠実義務は、会社に対して負うものと理解されている。会社の財産状態を悪化させるわけではないが、株主間に富の不当な移転が起こる事態を招くことは、会社に対する義務違反には収まりにくい。しかし、近年は、取締役の善管注意義務・忠実義務の内容として、株主利益の最大化を図る義務があるという主張が有力である<sup>2002</sup>。また、とりわけ企業買収の場面では、取締役の善管注意義務・忠実義務には株主の共同の利益に配慮する義務が含まれると解する主張も多い<sup>2003</sup>。投資法人の役員の善管注意義務・忠実義務と会社の取締役の善管注意義務・忠実義務との内容には大きな違いがないことに鑑み、以上の主張は、投資法人の役員の善管注意義務・忠実義務に同様にあてはまると考えられる。つまり、役員は、職務として何らかの行為をするにあたり、

---

<sup>2001</sup> 前述したとおり、新投資口第三者割当てによる友好的買収が行われようとしている場面では、対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題によって生じる損害は、場合によっては投資法人の損害と評価できることもあれば、場合によっては投資主に直接生じる損害と評価できることもある。前者の場合では、以上の疑問はあたらないことから、ここでの議論は、後者に限定する。この点につき、前掲注 (1839) と注 (1840) 及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>2002</sup> 江頭・前掲注 (223) 22-26 頁、落合誠一「企業法の目的：株主利益最大化原則の検討」岩村正彦ほか編『岩波講座・現代の法 (7)・企業と法』(岩波書店・1998 年) 23-25 頁など。

<sup>2003</sup> 岩倉正和「取締役の責任・行動準則」岩倉正和＝太田洋編『M&A 法務の最先端』(商事法務・2010 年) 9-14 頁、石綿学「MBO に関する指針の意義と実務対応」商事法務 1813 号 4-6 頁、十市崇「MBO (マネージメント・バイアウト) における利益相反性の回避又は軽減措置」判タ 1259 号 107 頁、111 頁など。

自らの利益を追求する結果、投資法人の財産状態が悪化することはなくとも、投資主の財産状態が一様に悪化すれば、それは投資主の共同の利益を害するものとして、善管注意義務・忠実義務に反すると評価される場合があり得る。

もっとも、支配投資主による投資法人合併や投資口併合によるキャッシュ・アウトなどのような、一部の投資主から他の投資主に直接的に富が移転するおそれがある場合に、一部の投資主の利益を図る義務というのは、伝統的な取締役の会社に対する善管注意義務・忠実義務の内容とは必ずしも認識されてこなかった。近年は、取締役が個々の株主に対して直接義務を負うと主張する見解もある<sup>2004</sup>が、少なくとも、株主間の利害状況が一様ではなく、構造的な利益相反が認められる場合には、取締役が利益相反によって不利益を被る立場にある株主の利益のために行動する義務を負うことがあるという主張が有力である<sup>2005</sup>。後者の主張は、J-REIT の買収・再編の場面に適用可能であると考えられる。

以上により、J-REIT の買収・再編における対象投資法人の役員の行為に対する司法審査の基準を検討するにあたり、以上の3つの考慮要素を、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考慮要素として挙げることは、日本においても十分に可能である

---

<sup>2004</sup> 玉井利幸「少数株主に対する取締役と支配株主の義務と責任：少数株主の締出を中心に」布井千博ほか編『川村正幸先生退職記念論文集：会社法・金融法の新展開』（中央経済社・2009年）303頁。また、斉藤・前掲注（273）113-114頁は、「MBOの場面においては、会社に対する善管注意義務・忠実義務の枠内で、取締役は、売主となる個々の株主のために取引の公正さを確保すべき義務を負うことを前提に、行為の公正さについても、裁判所が審査することを明らかにした」と解した。その理由は、主に上記のレックス事件の判決に依拠した。すなわち、レックス事件の判決は、取締役は、「会社の利益、ひいては企業所有者たる株主の共同の利益」のために行動することが善管注意義務・忠実義務の一環として求められるとした上で、取締役は、「MBOに際して、公正な企業価値の移転を図らなければならない義務（公正価値移転義務）を負う」とし、MBO実施の可否だけでなく、当該MBOに伴う公開買付けの条件に照らして、対象会社の取締役会が賛同表明をすべきであったかを審査対象とした。東京高判平成25年4月17日金商1420号27-28頁を参照。

<sup>2005</sup> 江頭憲治郎ほか「座談会：MBO取引・完全子会社化時の取締役の行動規範を考える（上）」ビジネス法務11巻6号33頁〔江頭憲治郎発言〕、前田雅弘ほか「座談会：『会社法制の見直しに関する要綱』の考え方と今後の実務対応」商事法務1978号34頁〔前田雅弘発言〕。

といえる。そこで、以下では、この3つの考慮要素に基づいて、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具体的な審査基準の内容について、検討することとする。

## 2 J-REITの買収・再編における審査基準の提案

基本的な考え方としては、問題となっているJ-REITの買収・再編の事案ごとに、以上の3つの考慮要素を総合的に勘案することで、裁判所による介入のレベルを判断することが望ましいだろう。そのため、以下では、この3つの考慮要素に基づいてあらかじめ事案を類型化することが可能な場面を対象として、類型ごとに、対象投資法人の役員に対する適切な審査基準の内容を検討してみたい。

### 2.1 対象投資法人の役員と投資主との間に強い利益相反関係がある場面

まず、①支配投資主による買収・再編やMBOのような役員が取引の両側に立つと評価できる場面、及び②独立当事者間の買収・再編であっても、対象投資法人の役員の経済的な利害関係が役員会の判断の独立性に重大な影響を与えていると評価できる場面<sup>2006</sup>では、審査基準としては、取引の公正さを基準とすることが望ましい<sup>2007</sup>。これらの場面では、役員と投資主との間の利益相反関係が特に深刻であることから、役員が与えられた権限を投資主の利益のために適切に行使するかどうかは極めて疑わしいからである。そのため、第一の考慮要素の観点からは、裁判所による役員に対する積極的な規律付けを実現する必要性が高い。同時に、このような利益相反問題が特に深刻な場面では、たとえ役員に投資法

---

<sup>2006</sup> 対象投資法人の役員の経済的な利害関係が役員会の判断の独立性に重大な影響を与えていると評価できる場合としては、デラウェア州の判例法理に基づき、①重大な利害関係を有する取締役が取締役会の過半数を占める場合、②重大な利害関係を有する取締役が取締役会を支配している場合、または、③重大な利害関係を有する取締役が取引についての利害関係を取締役会に開示することを怠り、かつ、合理的な取締役であれば、問題となっている取引を評価するにあたり、当該利害関係の存在を重要な事実と捉えていたであろうと評価される場合の3つの場合を主に念頭に置いている。本稿第二章の注(961)及びそれに対応する本文を参照。

<sup>2007</sup> なお、既に紹介したように、アメリカの裁判所は、完全な公正の基準が適用される場面では、取締役に対して取引の公正さについての立証責任を負わせている。本稿第二章で考察した④Fox v. Prime Group Realty Trust 事件の判決を参照。

人の真の経済的価値に関する情報優位性が認められるとしても、役員は、自らの利益を追求し、投資主から利益を搾取するための手段として、自らの情報優位性を濫用する可能性が高いことからすれば、第二の考慮要素の観点からも役員に広範な裁量を認める必要性の低い場面であるといえるだろう。したがって、これらの場面では、投資主の利益を十分に確保するために、対象投資法人の役員に対する積極的な規律付けを実現する必要性が極めて高いと評価できる。

また、これらの場面では、買収者との交渉の結果として対象投資法人の役員会が合意した買収・再編条件の内容が、投資主の利益を十分に図った結果であるとは推定できないという問題があるため、裁判所としては、買収・再編条件の合意に至るまでの過程のみならず、買収・再編条件の内容についても積極的に判断することが必要となる。以上のように考えると、審査基準としては、役員に対して、問題となっている取引が公正な取扱いの産物であり、かつ公正な価格を反映したものであることの立証<sup>2008</sup>を要求することが適切であろう<sup>2009</sup>。これを立証できない場合には、対象投資法人の役員に善管注意義務・忠実義務違反があると解することができる。この場合において、投資主は、以上で提案した買収・再編の差止めの方法<sup>2010</sup>を利用して、当該取引を差し止めることができる。

## 2.2 強力な取引保護条項が導入された場面

次に、対象投資法人の役員と投資主との間に強い利益相反関係はないが、役員会が買収者との間で締結された取引保護条項が、投資主による最終的な判断権の行使を制限するおそれがあると評価できるような場面<sup>2011</sup>では、審査基準としては、取引の公正さを基準とするのではなく、役員の行為の合理性を基準とすることが望ましい。つまり、現実の具体的

---

<sup>2008</sup> 公正な取扱い及び公正な価格の具体的な内容については、本稿第二章の注（962）から注（965）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>2009</sup> 白井・前掲注（25）493-494頁を参照。

<sup>2010</sup> 本稿本章第三節第三款を参照。

<sup>2011</sup> 典型的な場面としては、莫大な額の解約金条項が存在するために、投資主が買収・再編提案に応じざるを得ないような場面が挙げられる。

状況の下における合理性という観点<sup>2012</sup>に基づき、買収者と取引保護条項を締結した対象投資法人の役員の行為が、役員の善管注意義務・忠実義務に違反するかどうかを判断するのである。なぜならば、これらの場面では、J-REIT の買収・再編を成立させるかどうかの最終的な判断権は原則として投資主が有することになってはいるが、現実には、対象投資法人の投資主の判断権は制限され、場合によっては形骸化してしまっている可能性があるからである。よって、これらの場面では、第三の考慮要素の観点からは、対象投資法人の投資主の利益を保護するために、裁判所による役員に対する積極的な規律付けを実現する必要性が高いと評価できる。このように考えれば、審査基準としては、役員に対して、問題となっている取引保護条項の締結が合理的な根拠に基づいたものであり、かつその内容が相当なものであることの立証<sup>2013</sup>を要求することが適切であろう。この立証責任を果たせない場合には、対象投資法人の役員に善管注意義務・忠実義務違反があると解される余地が生まれる。

しかしながら、たとえ取引保護条項の締結は不合理なものであっても、それは J-REIT の買収・再編取引と異なる行為であるため、対象投資法人の投資主は、以上で提案した方法<sup>2014</sup>を利用して、当該取引自体を差し止めることができないように思われる。他方、投資主は、以下の 2 つの方法を利用して、不合理な取引保護条項の締結を差し止めることが不可能ではないが、それぞれの方法に困難を伴う場合が少なくない。

第一に、投資主は、法令違反による役員会決議の無効の訴え<sup>2015</sup>を本案とする仮処分命令を申し立てることにより、取引保護条項の締結を差し止めることが考えられないではない

---

<sup>2012</sup> これは、問題となっている現実の具体的状況を前提に、その状況の中で、役員の行為が合理的なものであったと評価できるかどうかを基準とすることを意味する。また、役員の行為の合理性に関する立証責任も、基本的には被告である役員の側にあると考えられる。白井・前掲注（25）530 頁を参照。

<sup>2013</sup> つまり、アメリカ法のユノカル基準で利用される合理性テスト及び相当性テストである。その具体的な内容については、本稿第二章の注（939）と注（940）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>2014</sup> 本稿本章第三節第三款を参照。

<sup>2015</sup> 取締役会の決議の内容・手続きに瑕疵がある場合については、株主総会の場合と異なり、特別の訴え



が、仮処分に関する解釈論として、差止めの根拠は実体法上の個別的な規定に基づく差止請求権によるべきであり、こうした被保全権利の疎明がなければ仮処分は認められない<sup>2016</sup>。そして、役員会決議を無効とする法令違反に、役員の善管注意義務・忠実義務違反を含むと解するかどうかは、意見の分かれるところであろう。例えば、役員会決議を無効とする法令違反に忠実義務違反が含まれると解することは、取引保護条項の締結が問題となる場面に止まらず、投資法人の取引一般の場面における取引の安全を害する可能性があるとの批判がある<sup>2017</sup>。

第二に、投資主は、執行役員の違法行為差止請求権（投信法 109 条 5 項・会社法 360 条 1 項）を利用することで、取引保護条項の締結を差し止めることができる。とりわけ、執行役員の違法行為差止請求権については、差止事由としての「法令違反」には、執行役員の善管注意義務・忠実義務違反も含まれると一般に解されているため、当該義務違反に該当する執行役員の行為を差し止めるための法律上の根拠として利用することが現実に可能であろう。しかし、ここで障害となるのは、執行役員の違法行為差止請求権を利用するには投資法人の損害要件が必要である点である。なぜなら、不合理な取引保護条項の締結は、投資主による最終的な判断権の行使を制限するおそれがあるといえるが、投資法人に回復することができない損害を与えるおそれがあるとは一概にはいえないからである。この点に関する解釈の方向性としては、取引保護条項の締結が実現された場合は、対象投資法人全体に与える影響の有無・内容等を確認することが考えられる。例えば、莫大な額の解約金条項が存在する場合には、買収者から多額の解約金の支払いが求められる可能性があるため、この解約金の支払いが投資法人の損害と解する余地があるように思われる。ただし、

---

の制度は設けられていない。したがって、瑕疵の性質いかんに関わらずその決議は当然に無効であり、誰から誰に対しても、何時いかなる方法でも、無効を主張できる。一般に、取締役会の決議内容に法令・定款違反がある場合には、当該取締役会決議は無効であると解されている。江頭・前掲注 (223) 420 頁注 19。

<sup>2016</sup> 前掲注 (1871) 及びそれに対応する本文を参照。

<sup>2017</sup> 石綿学ほか「取引保護条項の法的枠組みの検討（下）」金商 1305 号 7 頁を参照。

取引保護条項の内容は様々であり、場合によっては投資法人の損害要件が満たされないことが起こり得る。したがって、現行法の枠組みでは、不合理な取引保護条項の締結を事前に差し止めるためには、ハードルが高いといわざるを得ない。

また、取引保護条項の合理性が問題となる場面では、投資主の救済手段として、事後的にその法的効力を争うこともあり得る。しかし、契約の相手方である買収者が取引保護条項に対して有する契約上の合理的期待を保護する必要があるため、その法的効力を一概に否定・制限することはできない。具体的には、取引保護条項が、会社法や投信法等によって明文で保障されている投資主の議決権を侵害しているとまで評価できるような場面では、強行法規違反等を理由として取引保護条項の法的効力を否定・制限することが適切である<sup>2018</sup>。これに対して、取引保護条項が強行法規違反等とまで評価できない場面であっても、取引保護条項を締結した役員の善管注意義務・忠実義務違反を、取引保護条項の法的効力に関連付けることで、その法的効力を否定・制限できるかどうかが問題となる。実際には、取引保護条項の法的効力を判断するにあたり、買収者は、対象投資法人の役員の善管注意義務・忠実義務違反を認識していたか、または認識すべきであったかどうかを重視することが必要である。その上で、買収者の契約上の期待よりも対象投資法人の投資主の利益を優先する必要があると判定された場合には、信義則などの一般条項を根拠として、取引保護条項の効力を否定・制限することが考えられる<sup>2019</sup>。

---

<sup>2018</sup> 伊勢田道仁「M&A 契約における取引保護条項の有効性」金沢法学 47 巻 2 号 82 頁、玉井利率「合併契約の保護（2・完）」小樽商科大学商学討究 56 巻 4 号 114-116 頁、石綿ほか・前掲注（2017）8-9 頁、白井・前掲注（25）529-530 頁などを参照。

<sup>2019</sup> この点に関する詳細な検討は、白井・前掲注（25）531-532 頁を参照。また、同様に買収者側の主観を問題とする見解として、買収者が、取引保護条項を締結した対象会社の取締役の善管注意義務違反につき悪意または重過失である場合には、取引保護条項の履行または損害賠償を請求することは、信義則上許されないとする見解もある。伊勢田・前掲注（2018）88 頁を参照。

### 2.3 支配権の移転を伴う J-REIT の買収・再編に着手する場面

最後に、上記 2 つの場面以外の支配権の移転を伴う J-REIT の買収・再編に着手する場面について検討する。デラウェア州の判例法理によれば、対象会社の取締役が会社の売却または支配権の移転を伴う取引に着手する場面では、審査基準としてはレブロン基準が適用されることになる<sup>2020</sup>。具体的には、このような場面では、対象会社の取締役は、株主にとって合理的に入手可能な最善の取引を実現するために、十分な情報を得て合理的に行動することが求められる。この要求を満たさない場合には、取締役には善管注意義務・忠実義務に違反することがあるという結論を下すことができる。しかしながら、J-REIT の買収・再編においても、こうしたデラウェア州の判例法理の考え方を同様に採用すべきであるとは単純には結論付けられない。

まず、日本の学説には、対象会社の取締役が、現金などの買収者の株式以外の財産に対価を限定した友好的買収に着手する場面では、第二の考慮要素の観点からは、対象投資法人の投資主の利益を保護するために、レブロン基準と同程度の厳格さの審査基準を、取締役の善管注意義務・忠実義務違反の有無を判断する際の基準として用いるべきとの主張がある<sup>2021</sup>。しかし、投信法は、会社法と異なり、組織再編の方法について投資法人間の合併しか認めていないし、合併の対価について吸収合併存続法人または新設合併設立法人（以下「合併存続法人」という）の投資口に限定されている（投信法 147 条 1 項 2 号、148 条 1 項 5 号）。つまり、現金などの買収者の株式以外の財産を対価とする合併の手法が投信法に存在しないため、対象投資法人の投資主は、対象投資法人の隠れた価値に基づく利益を享受する前に、現金合併等で投資法人から締め出されてしまう危険がない<sup>2022</sup>。このような場

---

<sup>2020</sup> レブロン基準の発動要件や内容については、本稿第二章の注（945）から注（959）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>2021</sup> 白井・前掲注（25）489-490 頁。

<sup>2022</sup> 換言すれば、買収者の投資口が対価として交付される J-REIT の買収・再編の場面では、対象投資法人の投資主が買収後の投資法人の長期的利益を享受できる地位にある限りは、買収後の投資法人の長期的利益という観点から役員の権限行使の合理性を正当化することが認められる余地は十分にある。

合は、対象投資法人の役員の裁量に大幅な制約を課すことを正当化する前提が欠けている。したがって、上記の主張は、日本の一般事業会社の買収・再編の場面で支持できるものの、J-REIT の買収・再編の場面に同様に当てはめることはできない。

次に、デラウェア州の判例法理によれば、買収の対価が買収者の株式であったとしても、対象会社の取締役が支配権の移転を伴う取引に着手する場面では、審査基準としてはレブロン基準が適用されることになる。しかし、日本の投信法では、デラウェア会社法<sup>2023</sup>とは異なり、投資法人合併を行うためには、合併契約または計画について、投資主総会における出席投資主の議決権の 2/3 以上の賛成が必要である<sup>2024</sup>。そのことからすれば、対象投資法人の役員が支配権の移転を伴う取引に着手することをもって、取引後には少数投資主の地位に甘んじることになる対象投資法人の投資主が、投資法人の隠れた価値に基づく利益を享受する前に投資法人から締め出されてしまう危険に直面しているとは、必ずしも評価できない可能性がある。その理由として、少なくとも次の 2 点が挙げられる。

第一に、支配株主に少数株主に対する信託義務が課されているアメリカとは異なり、そのような義務が観念されていない日本では、少数投資主が投資法人に残ることで支配投資主に生じる不利益は大きくはないことが想定されるため、J-REIT の買収・再編を通じて投資法人の支配権を手に入れた支配投資主が、少数投資主を買収・再編後に締め出さない可能性は、アメリカ以上に存在するといえるだろう<sup>2025</sup>。

第二に、投資ヴィークルとして位置づけられる投資法人は、原則として投資口保有が分散化していることが想定されている。そのため、J-REIT の導管性要件として、投資法人に対しては、1 投資主グループが投資口総数の過半数の投資口を所有してはならないという非

---

<sup>2023</sup> デラウェア州では、合併を実現するためには、対象会社においては、合併の対価などについて取締役会の同意を得た後で、株主総会において議決権を有する発行済株式の過半数の同意を得ることが必要となる。See 8 Del. Code Ann. § 251(c).

<sup>2024</sup> 投信法 149 条の 2 第 1 項、149 条の 7 第 1 項、149 条の 12 第 1 項、93 条の 2 第 2 項 5 号。

<sup>2025</sup> 白井・前掲注 (25) 492 頁注 1729 を参照。

同族会社要件<sup>2026</sup>が課されている。その影響の下で、投資法人には、総議決権数の過半数の投資口を保有する投資主が一般的にはない。また、たとえ買収者は、J-REIT の買収・再編を通じて対象投資法人の総議決権数の過半数の投資口を取得したとしても、J-REIT の継続経営を維持することを前提にすれば、対象投資法人の過半数の投資口保有状態を解消するのが基本である。つまり、J-REIT の完全子法人化を目標とする二段階買収の場合を除き、支配権の移転を伴う J-REIT の買収・再編の場面では、少数投資主が取引後に締め出される可能性は極めて低いというべきであろう。

また、レブロン基準の適用範囲については、アメリカ国内でも州ごとに制度が大きく異なる。例えば、メリーランド州の裁判所は、もともとレブロン基準の適用を否定する態度をとった<sup>2027</sup>が、2009 年の *Shenker v. Laureate Education, Inc.* 事件の判決<sup>2028</sup>で、会社を売却する現金合併の決定が下された場合に、取締役が株主の利益を最大化する義務を負うと認めた。株主利益の最大化の義務は、デラウェア会社法のレブロン基準と似た内容であるが、その適用範囲について、会社を売却する現金合併の意思決定が下された場合のみに限定されている<sup>2029</sup>。現金と株式の混合の形で合併対価が交付された場合であっても、株主利益の最大化の義務を取締役は負うものではないとされた<sup>2030</sup>。つまり、メリーランド州の裁判所は、支配権の移転を伴う取引に着手する場面におけるレブロン基準の採用を否定した。実

---

<sup>2026</sup> 租税特別措置法（以下「措法」という）67 条の 15 第 1 項 2 号、同法施行令 39 条の 32 の 3 第 5 項。J-REIT の税制上の導管性要件については、本稿第一章第一節第二款 1 を参照。

<sup>2027</sup> 例えば、レブロン基準の適用の否定を明言したメリーランド州巡回裁判所の判決としては、本稿第二章で考察した① *Jasinover v. The Rouse Company* 事件と② *Foster v. The Town and Country Trust* 事件の判決がある。

<sup>2028</sup> この判決は、メリーランド州の最上級裁判所である上訴裁判所に言い渡されたものである。See *Shenker v. Laureate Education, Inc.*, 411 Md. 317, 983 A.2d 408 (2009). その概要について、本稿第二章の注（954）を参照。

<sup>2029</sup> *Shenker v. Laureate Education, Inc.* 判決の射程が現金合併の場面に限定されるという点について、本稿第二章で考察した⑨ *In re Nationwide Health Properties, Inc.* 事件と⑩ *Swope v. Quadra Realty Trust, Inc.* 事件の判決を参照。

<sup>2030</sup> この点について、本稿第二章で考察した⑭ *Stender v. Gerardi* 事件の判決及び注（1488）を参照。

際には、上場 US-REIT の半数以上は、メリーランド法を準拠法として設定されている。これに加えて、メリーランド会社法は合併承認決議について日本法と同じような 2/3 以上の同意の基準を採用していること<sup>2031</sup>に鑑みれば、以上のメリーランド州の判例法理は、J-REIT の買収・再編取引の実態により近いものであるといえる。

以上みてきたように、対象投資法人の役員が支配権の移転を伴う J-REIT の買収・再編に着手する場面では、デラウェア州の判例法理において採用されているレブロン基準と同程度の厳格さの審査基準を、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基準として採用すべきではないというであろう。

---

<sup>2031</sup> ただし、会社定款または信託約款において別途の規定（過半数以上でなければならないもの）がある場合は、この限りではない。See Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns §§2-104(b)(5), 3-105(e), 8-202(c), 8-501.1(g).

### 第三款 J-REIT の買収・再編における特有の利益相反問題の検討

#### 1 問題の設定

第一章で検討したとおり、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利益相反問題もある。これは、J-REIT の買収・再編に特有の利益相反問題である<sup>2032</sup>。具体的には、買収者の選択や J-REIT の買収・再編条件の交渉などを行う権限は、対象投資法人の役員に付与されているが、外部運用・管理型の仕組みがとられている J-REIT において、日常経営などの資産運用管理業務は資産運用会社が行うため、買収・再編条件の交渉にあたっては、実際には、資産運用会社が主導して検討・協議を行うのが通常である。資産運用会社の役員は、この過程に関与することが多く、かつ、大きな役割を担っている。そうすると、資産運用会社の役員は、自らの利益の保全のために、投資法人及びその投資主の利益を害する行為に出てしまうといった利益相反問題が構造的に生じやすい。そして、こうした特有の利益相反問題は、まだ広く認識されていないのが現状である<sup>2033</sup>。

しかし、現行の J-REIT の利益相反管理体制は、J-REIT の日常経営における利益相反問題を想定し、主に資産運用会社の資産運用行為を対象としているものの、J-REIT の買収・再編の取引は基本的にその規制範囲に含まれていない<sup>2034</sup>。そのため、現行の利益相反管理体制では、J-REIT の買収・再編における利益相反問題、特に資産運用会社の役員と投資主との特有の利益相反問題に対応するには不十分であるといわざるを得ない。これに加えて、資産運用会社は、金融商品取引業者として、投資法人に対して金商法上の忠実義務・善管

---

<sup>2032</sup> この特有の利益相反問題の詳細については、本稿第一章第三節第三款 4 を参照。

<sup>2033</sup> 例えば、資産運用会社の役員が自ら買収者となって、投資法人に対して買収・再編を行うこと（以下「資産運用会社の役員による買収」という）も考えられる。この場合においても、投資法人の役員による MBO のような構造的な利益相反関係及び情報の非対称性が存在するから、資産運用会社の役員が投資主の利益を犠牲し、自己に有利なタイミングや条件で取引を行う可能性が大きいと思われる。ここで問題となるのは、資産運用会社の役員による買収は、投資法人の役員による MBO と同程度の弊害があるが、MBO として認識されておらず、MBO に関する法制度及び指針等の規制も適用されないことである。

<sup>2034</sup> J-REIT の利益相反管理体制の内容及び問題点については、本稿第一章第三節第三款 5、6 を参照。

注意義務（金商法 42 条）を負わなければならないが、資産運用会社の役員には、運用を受託している投資法人及びその投資主に対する直接的な法的義務がない。そうすると、投資主としては、いかなる法的根拠で資産運用会社の役員の利益相反行為を阻止するのか、またその行為によって損害を被った時にどのような法的根拠で資産運用会社の役員の責任を追及するのかが不明である。

これまで、裁判所による介入を通じた対象投資法人の役員に対する規律付けを実現するために必要とされる、(1) 役員の善管注意義務・忠実義務違反の審査基準と、(2) 買収・再編の差止めという保障措置の整備を検討した。そこでの検討結果を踏まえながら、本款以下では、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のあるべき仕組みに関し、立法・解釈論の両面にわたって検討を進めていくこととする。

## **2 内部運用・管理型の仕組みを導入する必要があるか**

### **2.1 特有の利益相反問題の本質**

資産運用会社の役員と投資法人の投資主との特有の利益相反問題は、根本的にいえば、J-REIT が採用する外部運用・管理型の仕組みに起因するものであると考えられる。つまり、投資法人は、単なる資産の集合体としてのヴィークルとして位置づけられたため、その資産運用や資産保管などの業務を自ら行うことが禁じられており、資産運用会社をはじめとする外部のサービス業者に委託しなければならない。投資法人のガバナンスは、基本的にこの「所有と経営の分離」の原則に従って構築されているといえるが、一般事業会社と異なるのは、経営者としての役割が内部の役員会と外部のサービス業者により分担されている点である。よって、これらのサービス業者については、彼らを業務委託先と位置づけるよりも、投資法人の共同経営者と考えたほうが合理的であろう<sup>2035</sup>。

---

<sup>2035</sup> この点は、平成 25 年の投信法改正においても、ある程度で肯定されている。今回の法改正は、上場投資法人に関するインサイダー取引の「会社関係者」を定義する際に、資産運用会社を投資法人と一体として取り扱っている。これは、投資法人のガバナンスの特殊性に基づいた法改正であると考えられる。本稿第一章第三節第一款 4.1 を参照。



しかし、これらのサービス業者は、投資法人の実質的な経営者でありながら、投資法人及びその投資主と異なる利害関係を有しているため、サービス業者と投資法人との間の利益相反問題が構造的に生じやすい。現行法では、サービス業者の利益相反行為等を規制するためには、一般事業会社の取締役と同じような善管注意義務・忠実義務が彼らに課されている<sup>2036</sup>。ただし、当該善管注意義務・忠実義務は、単にサービス業者に課されるものに過ぎず、その役員までをカバーすることはできない。例えば、資産運用会社は、投資法人に対して金商法上の忠実義務・善管注意義務を負わなければならないが、資産運用会社の役員は投資法人及びその投資主に対して何の義務を負わない。そうすると、①資産運用会社の投資法人に対する忠実義務・善管注意義務と、②役員の資産運用会社に対する忠実義務・善管注意義務とが衝突する場合には、換言すれば①投資法人の利益と②資産運用会社の利益が相反する場合には、資産運用会社の役員は、どちらを優先的に考慮すべきかジレンマに陥る可能性が高い。とりわけ、J-REITの買収・再編の場面では、資産運用会社の役員は、役員としての地位を失うことに不安を抱き、保身的な行動を取りがちである<sup>2037</sup>。また、資産運用会社の存続または報酬維持などの点を考慮に入れなくとも、資産運用会社の役員が資産運用会社の利益の保全のために投資法人及びその投資主の利益を害する行為に出ってしまうといった利益相反問題は依然として存在している<sup>2038</sup>。

---

<sup>2036</sup> 資産運用会社の善管注意義務・忠実義務につき金商法42条に、資産保管会社の善管注意義務・忠実義務につき投信法209条に、一般事務受託者の善管注意義務・忠実義務につき投信法118条に、それぞれ規定されている。

<sup>2037</sup> 例えば、投資法人間の合併が行われる場合、実務的には、資産運用会社の役員が主導して合併の検討・協議を行なっているのが通常であるが、資産運用会社としては、投資法人からより高額の報酬を取得し続けることができる途を探って、ある合併を企図することもあり得る。そもそも、かかる合併以前に、資産運用会社の交替や事業譲渡などまでを視野に入れて検討すべきにもかかわらず、自らの保身のためにこれらの選択肢を排斥し、真に投資法人の最大限の利益を目指して行動するという方向に向かないおそれを潜在的にはらむ利益相反関係にある。

<sup>2038</sup> 例えば、スポンサー交替に際しては、投資法人の買収・再編条件と資産運用会社の株式譲渡の条件決定とは、一体的な交渉がなされることが考えられる。よって、資産運用会社の役員は、資産運用会社の株式譲渡の条件を新スポンサーにとって不利（換言すれば資産運用会社にとって有利）に設定する代わりに、投

## 2.2 内部運用・管理型の仕組みを導入することの限界

このような外部運用・管理型の仕組みに起因する利益相反問題に鑑み、J-REIT は、US-REIT のように、内部運用・管理型の仕組みを導入するのであれば<sup>2039</sup>、すなわち内部の役員会と外部のサービス業者により分担されている役割を統合すれば、(1) サービス業者と投資法人との間の利益相反問題、ひいては(2) 資産運用会社の役員と投資法人の投資主との特有の利益相反問題を解決することができるとも考えられる。

確かに、内部運用・管理型の仕組みを採用している US-REIT には、J-REIT のような REIT と外部のサービス業者の間の利益相反問題が存在しないが、取締役は REIT の経営者として、REIT の投資者である株主との間に、日常経營業務及び買収・再編の条件などをめぐって、利益相反する場面も少なくない<sup>2040</sup>。したがって、J-REIT にとっては、内部運用・管理型の仕組みを導入すると、(1) REIT (投資法人) と外部のサービス業者との間の利益相反問題を解決するために有益である<sup>2041</sup>が、これは、(3) REIT の経営者(役員)と REIT の投資者(投資主)との間の利益相反問題を根本的に解決する方法であるとは思われない。なぜならば、もともと外部のサービス業者にあった役員は、たとえ内部化を通じて投資法人の役員会の一員に転換したとしても、(3) 投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題は依然として存在するからである。言い方を変えれば、内部運用・管理型の仕組みの導入は、(2) 資産運用会社の役員と投資法人の投資主との特有の利益相反問題を解決するものではなく、それを(3) 投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題に転換するに過ぎない。そして、内部運用・管理型の仕組みを導入することは、今まで資産の集合体及び投資のヴィークル

---

投資法人の買収・再編条件を新スポンサーにとって有利(換言すれば投資法人にとって不利)に設定する、という形の利益相反問題が生じるおそれがある。

<sup>2039</sup> US-REIT が内部運用・管理型の仕組みを導入した経緯は、本稿第二章第一節第一款 3 を参照。

<sup>2040</sup> US-REIT の日常経営における利益相反問題につき本稿第一章第三節第一款を、US-REIT の買収・再編における利益相反問題につき本稿第一章第三節第二款を、それぞれ参照。

<sup>2041</sup> また、もともと外部のサービス業者にあった役員は、内部化を通じて、投資法人の役員会の一員に転換すると、現行法上の善管注意義務・忠実義務はサービス業者の役員をカバーできるになり、上記の問題は解決される。

と位置付けられてきている投資法人の制度全体に大きな転換を与えることを意味する。そこで、それを実現するには、投信法及び措法などの既存の条文に改正を加えたり、規律を新設したりなどの作業が不可欠である。こうした立法による対応は、法改正の難易度及びコストの観点からみれば、相当に難しいといわざるを得ない。

したがって、J-REIT の買収・再編における利益相反問題への対処という本稿の観点からは、裁判所による介入を通じた対象投資法人の役員に対する規律付けを実現することこそが、根本的な解決の方法であるといっても過言ではない。その上で、現行法の枠組みにはサービス業者の役員をカバーできるような義務または責任があるかについて精査・検討を要する。仮に現行法に基づく解釈論による対応が難しい場合、またはそのコストが立法論による対応よりも高い場合には、内部運用・管理型の仕組みを導入するといった立法論による対応が考えられるが、そうでない場合には、解釈論による対応を優先させるべきではないかと考える。

### 3 現行法に基づく解釈論による対応策

#### 3.1 投信法に基づく解釈論による対応策

対象投資法人の役員に対する規律付けの仕組みは、そのまま資産運用会社の役員に適用できないため、資産運用会社の役員をカバーできるような義務または責任が必要である。まず、資産運用会社の役員をカバーできるような責任としては、資産運用会社の役員の対第三者責任（投信法 204 条 3 項・会社法 429 条 1 項）が考えられる。つまり、資産運用会社の役員がその職務を行うについて悪意又は重大な過失があったときは、当該役員は、これによって第三者に生じた損害を賠償する責任を負う。

一般に、会社法 429 条の役員の対第三者責任の規定は、会社以外の第三者が役員の責任を追及するにあたっての根拠となる。そして、会社法 429 条 1 項が規定する「第三者」には、役員の任務懈怠により直接に損害を被った会社の株主も含まれると解されている<sup>2042</sup>。

---

<sup>2042</sup> 江頭・前掲注（223）504-505 頁注 3、神田・前掲注（226）263 頁、伊藤・前掲注（223）251-253 頁、龍田・前掲注（223）96 頁、前田・前掲注（221）452-454 頁などを参照。

投信法 204 条 3 項は、会社法 429 条 1 項に準用したものであり、それと同じような機能を担っているため、ここでいう「第三者」には資産運用会社の株主も含まれると解するのは特に問題にならないが、「第三者」には投資法人及びその投資主も含まれると解することができるかは明確ではない。会社法では「第三者」の範囲について制限が加えられていないし、また学説も「第三者」を広く解する傾向にある。以上のことを踏まえて、J-REIT の買収・再編における資産運用会社の役員に対する規律付けを実現する観点からは、「第三者」に投資法人及びその投資主を含ませることが望ましい。

投資法人及びその投資主を「第三者」に包摂するという解釈論が可能であれば、投資主の損害が問題となる場合<sup>2043</sup>には、投資主は、資産運用会社の役員の対第三者責任を利用して、当該役員に損害賠償を請求することができる。また、投資法人の損害が問題となる場合<sup>2044</sup>には、投資法人は、資産運用会社の役員の対第三者責任を利用して、当該役員に損害賠償を請求することができる<sup>2045</sup>。

しかし、このような解釈論による対応策には、次の 2 つの問題がある。第一に、投資主は、資産運用会社の役員の悪意又は重大な過失について立証することが必要である。この立証責任は、決して簡単なことではない。第二に、役員の対第三者責任は、あくまでも事後の救済手段に過ぎないため、本稿で既に提案したように、J-REIT の買収・再編が完成す

---

<sup>2043</sup> 例えば、投資法人合併による J-REIT の再編において、資産運用会社の役員の利益相反行為により、対象投資法人の投資主は不公正な対価が交付された場合である。

<sup>2044</sup> 例えば、新投資口第三者割当てによる J-REIT の買収において、資産運用会社の役員の利益相反行為により、対象投資法人は不公正な対価が交付された場合である。

<sup>2045</sup> なお、J-REIT の買収・再編において、投資法人の役員は、資産運用会社の役員と同じ立場に立ち、当該役員の対第三者責任追及の訴えを提起しない可能性が否定できない。このような場合では、投資主は、投資主代表訴訟（投信法 204 条 3 項）を通じて、当該役員に損害賠償を請求できるかが問題となる。投信法 204 条 3 項は、会社法第七編第二章第二節の株主代表訴訟の規定を準用する際に、「資産運用会社の責任を追及する訴えについて」という限定を加えている。資産運用会社の役員の対第三者責任が資産運用会社の責任（投信法 204 条）に含まれること、また資産運用会社の役員が実質的には資産運用会社の責任の連帯債務者であること（江頭・前掲注（223）503 頁）に鑑み、投資主は、投資主代表訴訟を通じて、当該役員に損害賠償を請求できると解するのが相当であろう。

る前の段階において、裁判所による買収・再編の差止めを通じて、資産運用会社の役員に対する規律付けを実現するためには、やはり資産運用会社の役員をカバーできるような義務が必要であろう。

### 3.2 金商法に基づく解釈論による対応

次に、資産運用会社の役員をカバーできるような義務としては、資産運用会社が投資法人に対して負う誠実公正義務（金商法 36 条 1 項）が考えられる。この誠実公正義務は、金融商品取引業者としての資産運用会社のみには課されるものではなく、資産運用会社の役員及び使用人も、投資法人（顧客<sup>2046</sup>）に対して誠実かつ公正にその業務を遂行しなければならない。この誠実公正義務は、証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則から取り込まれたものと考えられ<sup>2047</sup>、役員及び使用人も義務の主体となっている点で金商法 42 条の善管注意義務や忠実義務と異なる<sup>2048</sup>。

また、この誠実公正義務は、すべての金融商品取引業者等に適用される通則に規定されている<sup>2049</sup>ため、具体的な違反行為の損害賠償の根拠規定となるかどうかは検討を要する。下級審裁判例には、誠実公正義務違反が不法行為法上の違法に該当すると判示したものがある<sup>2050</sup>ため、日本では、業法違反、特に金商法 36 条 1 項の誠実公正義務違反が不法行為責

---

<sup>2046</sup> 同条の「顧客」は、資産運用会社と資産運用委託契約を締結する投資法人と解するのが妥当である。しかし、投資法人の投資主は、「顧客」の範囲に含まれないと考えられる。ただし、前述したとおり、特定の場合には、投資法人の利益を投資主の共同の利益と解する余地もある。

<sup>2047</sup> 誠実公正義務を日本法が導入するきっかけとなった IOSCO の行動規範原則は、利益相反に関する原則である。神作裕之「金融商品取引業における利益相反：利益相反管理体制の整備義務を中心として」金融商品取引法研究会研究記録第 32 号 12-13 頁。

<sup>2048</sup> 河村賢治「金融商品取引法と投資顧問業法：投資助言・運用業規制の基本的考え方」ファンドマネジメント 49 号 15 頁。また、金商法 36 条 1 項の誠実公正義務には、民事上の忠実義務・善管注意義務の中には解消し切れない要素が、沿革的にも、諸外国の状況を見ても、含まれていると解される。神作・前掲注（2047）29 頁。

<sup>2049</sup> なお、「顧客に対して」とは、顧客の集合体としての抽象的な市場全体に対する誠実公正さも要求していると解される。河村・前掲注（2048）15 頁。

<sup>2050</sup> 横浜地判平成 21 年 3 月 25 日証券取引損害判例セレクト 35 巻 1 頁は、「顧客にとって合理性及び必要性がなく、またはそれらが乏しい取引を勧誘した場合には、そのような勧誘は誠実公正義務に著しく違反

任を導く可能性がある」と評価できる<sup>2051</sup>。したがって、J-REIT の買収・再編において、資産運用会社の役員は、①資産運用会社の利益または②自らの私的利益を追求しながら、対象投資法人に損害をもたらした場合には、対象投資法人は、この誠実公正義務違反に基づき、資産運用会社及びその役員に対して不法行為責任を追及できると解する余地があるといえよう<sup>2052</sup>。

そして、資産運用会社の役員が投資法人に対して負う誠実公正義務に基づけば、J-REIT の買収・再編が完成する前の段階において、裁判所による買収・再編の差止めを通じて、資産運用会社の役員に対する規律付けを実現できるようになるであろう。例えば、上述したとおり、投資法人合併の場面において、①投資法人の合併対価と②資産運用会社の株式譲渡価格（または合併対価）については、通常、一体的な交渉により決定される。そこで、対象投資法人の資産運用会社の役員は、一体的な交渉をするにあたり、①合併対価を投資法人にとって不利な条件を設定する代わりに、②株式譲渡価格を資産運用会社にとって有利に設定する、というような利益相反行為を行うおそれがある<sup>2053</sup>。このような場合において、対象投資法人の投資主は、資産運用会社の役員が金商法 36 条 1 項の誠実公正義務に違反するという「法令違反」（投信法 150 条・会社法 784 条の 2 第 1 項、796 条の 2 第 1 項、805 条の 2 第 1 項）をもって、当該投資法人合併を差し止めることができないだろうか。

---

するものとして、不法行為法上も違法となると解するのが相当である」と判示した。また、大阪高判平成 16 年 10 月 15 日判時 1890 号 54 頁も参照。

<sup>2051</sup> 神作・前掲注（2047）42-43 頁。

<sup>2052</sup> なお、投資法人の役員は、資産運用会社の役員と同じ立場に立ち、当該不法行為責任追及の訴えを提起しない場合には、投資主は、投資主代表訴訟（投信法 204 条 3 項）を通じて、資産運用会社及びその役員に対して不法行為責任を追及できるかどうか問題となる。前掲注（2045）で検討したとおり、投信法 204 条 3 項が準用する株主代表訴訟の範囲は、「資産運用会社の責任」に限定したため、投資主は、投資主代表訴訟を通じて、資産運用会社の不法行為責任を追及できると解することができる。しかし、資産運用会社の役員の不法行為責任については、役員の対第三者責任（投信法 204 条 3 項）と異なることから、投資主代表訴訟で追及できないものと解せざるを得ない。

<sup>2053</sup> この場合における特有の利益相反問題の詳細について、前掲注（2038）及びそれに対応する本文を参照。

もちろん、現行の解釈では、投資法人の役員の善管注意義務・忠実義務違反が「法令違反」に含まれないのは、前述したとおりである<sup>2054</sup>。同様に、資産運用会社の役員の誠実公正義務違反も、「法令違反」の範囲に入らないというしかない。しかしながら、「法令違反」に役員の善管注意義務・忠実義務違反を含めない解釈は、投資法人合併の差止請求権の法定の趣旨を大きく減殺する懸念がある。そこで、この懸念を払拭するためには、解釈の内容変更を通じて、「法令違反」に役員の善管注意義務・忠実義務違反を含ませることを提案した<sup>2055</sup>。仮にこうした提案が採用可能であれば、J-REIT の買収・再編における利益相反問題への対処という本稿の観点からは、資産運用会社の役員の誠実公正義務違反を「法令違反」に包摂するという解釈論をも採用することが望ましい。

そのように解釈できれば、対象投資法人の投資主は、投資法人合併の差止請求権のみならず、それと同じ法律構成の新投資口発行の差止請求権（投信法 84 条 1 項・会社法 210 条）や投資口併合の差止請求権（投信法 81 条の 2 第 2 項・会社法 182 条の 3）も利用して、J-REIT の買収・再編における資産運用会社の役員の利益相反行為を阻止することができるようになる<sup>2056</sup>。ただし、対象投資法人の投資主は、執行役員の違法行為差止請求権（投信法 109 条 5 項・会社法 360 条 1 項）を利用することはできないと考えられる。というのは、当該差止請求権の対象は、投資法人の執行役員の違法行為に限定されているからである。資産運用会社の役員が投資法人の執行役員を兼任しない場合に、当該差止請求権の対象とならないのは当然である。この点について特に注意を要する。

---

<sup>2054</sup> その詳細は、前掲注（1890）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>2055</sup> 同提案の理由及び内容等については、本稿本章第三節第三款 3.4.2 を参照。

<sup>2056</sup> J-REIT の買収・再編の差止めを実現するための法律構成は、本章の表 35 を参照。

#### 第四款 小括

以上みてきたように、本節では、J-REITの買収・再編の場面における（1）対象投資法人の投資主と役員との間の利益相反問題と、（2）対象投資法人の投資主と資産運用会社の役員との特有の利益相反問題に対処するにあたり、必要となる解釈論・立法論の検討を行った。具体的には、J-REITの買収・再編の場面では、（1）対象投資法人の役員に対する規律付けを実現する上で、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基準が明確ではないこと<sup>2057</sup>と、（2）資産運用会社の役員に対する規律付けを実現する上で、現行法上の善管注意義務・忠実義務が資産運用会社の役員をカバーできないことの2点が障害として存在すると評価できることから、それぞれの点について、アメリカ法に対する比較法的検討を通じて得られた示唆に基づきながら、障害を克服するための理論構成を検討した。

まず、本節第二款では、J-REITの買収・再編においても、裁判所による介入を通じた対象投資法人の役員に対する規律付けを十分に機能させることを目的として、J-REITの買収・再編における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の内容を検討した。具体的には、役員の善管注意義務・忠実義務違反の有無を判断するにあたっては、①当該事案における対象投資法人の投資主と役員との利益相反性の強弱、②当該事案において、情報優位の立場にある対象投資法人の役員に広範な裁量を認めることで、対象投資法人の投資主が享受できる利益の大小、③訴訟において審査対象となっている役員の行為が、投資主による最終的な判断権の行使を通じた規律付けの実効性を損ない得る程度の大小という3つの考慮要素に基づいて、訴訟において問題となっている事案を類型化し、類型ごとに、裁判所が対象投資法人の役員の行為に対して、どの程度積極的な介入

---

<sup>2057</sup> 対象投資法人の役員に対する規律付けを実現する上で、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、反対投資主の買取請求権といった手段が、いずれも対象投資法人の投資主にとって極めて利用しにくいものであることといった障害もある。当該障害を克服するための理論構成は、既に本稿本章第三節で検討を行った。



を行うべきかを判断していくことが、審査基準の明確化及び投資主利益の確保の見地からは望ましい。

その上で、以上の3つの考慮要素に基づいてあらかじめ事案を類型化することが可能な場面については、類型ごとに、対象投資法人の役員に対する適切な審査基準の内容を検討した。検討の結果として、第一に、支配投資主による買収・再編やMBOなどのような役員が取引の両側に立つと評価できる場面、及び独立当事者間の買収・再編であっても、対象投資法人の役員の経済的な利害関係が役員会の判断の独立性に重大な影響を与えていると評価できる場面では、審査基準としては、取引の公正さを基準とすることが望ましいと考える。具体的には、対象投資法人の役員に対して、問題となっている取引が公正な取扱いの産物であり、かつ公正な価格を反映したものであることの立証を要求する必要があるだろう。第二に、対象投資法人の役員会が買収者との間で締結された取引保護条項が、投資主による最終的な判断権の行使を制限するおそれがあると評価できるような場面では、審査基準としては、取引の公正さを基準とするのではなく、役員の行為の合理性を基準とすることが望ましいと考える。具体的には、対象投資法人の役員に対して、問題となっている取引保護条項の締結が合理的な根拠に基づいたものであり、かつその内容が相当なものであることの立証を要求することが適切であろう。第三に、対象投資法人の役員が支配権の移転を伴うJ-REITの買収・再編に着手する場面では、対象投資法人の少数投資主が取引後に締め出される可能性が極めて低いことなどを鑑みれば、デラウェア州の判例法理において採用されているレブロン基準と同程度の厳格さの審査基準を、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基準として採用する必要はないだろう。

次に、第三款では、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にあたり、障害となっている問題点を克服するための立法論・解釈論を検討した。まず、内部運用・管理型の仕組みの導入は、投資法人の投資主と資産運用会社の役員との特有の利益相反問題を解決するも

のではなく、それを投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題に転換するに過ぎないことを確認した。そのため、現段階では、法改正を通じて、内部運用・管理型の仕組みをJ-REITに導入する必要があるとは思えない。その上で、現行法の枠組みに基づき、資産運用会社の役員に対する規律付けを実現するために、次のような2つの解釈論による対応策を提案した。

第一に、資産運用会社の役員をカバーできるような責任としては、資産運用会社の役員の対第三者責任があることに鑑み、投資法人及びその投資主を「第三者」に包摂する方法を提案した。そうすると、投資主の損害が問題となる場合には、投資主は、当該役員の対第三者責任を利用して、役員に損害賠償を請求することができる。また、投資法人の損害が問題となる場合には、投資法人は、当該役員の対第三者責任を利用して、役員に損害賠償を請求することができる。

第二に、資産運用会社の役員をカバーできるような義務としては、資産運用会社の役員の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」に包摂する方法を提案した。そうすると、対象投資法人の投資主は、投資法人合併の差止請求権、新投資口発行の差止請求権及び投資口併合の差止請求権を利用して、J-REITの買収・再編における資産運用会社の役員の利益相反行為を阻止することができる。

## 第六節 J-REIT の買収防衛策及びその有効性の審査基準

### 第一款 問題の設定

第一章では、J-REIT の敵対的買収の実例はこれまでないが、これから J-REIT に対する敵対的買収を行う動機及び可能性は十分に存在していることが確認された<sup>2058</sup>。また、現行法において、買収者に対する行為規制が不十分であり、敵対的買収の強圧性を防止することができないため、J-REIT は、買収防衛策を導入することにより、投資主の利益保護を促進する必要があることも認識された<sup>2059</sup>。そして、平成 25 年投信法改正により、新投資口予約権制度が認められたため、J-REIT は、上場会社の事前警告型防衛策における対抗措置として多く見られる新株予約権の無償割当てに相当する対抗措置を講じることができるようになった。しかし、差別的な新投資口予約権<sup>2060</sup>の発行は、投資主平等の原則に抵触するおそれがあるため、J-REIT の買収防衛策として有効に機能できなくなる問題が潜んでいる。また、差別的な新投資口予約権の行使は、買収者に経済的損失を与えるおそれがあることから、裁判所に違法と判断される可能性が否定できない<sup>2061</sup>。

本節では、J-REIT の敵対的買収の場面において、差別的な新投資口予約権を対抗措置とする買収防衛策の実効性を高めるために、US-REIT に対する比較法的検討を通じて得られた示唆を軸として、以上の 2 つの問題を克服するための具体的な法律構成について検討を試みる。まず、第二款では、差別的な新投資口予約権の適法性の問題について検討する上で、個々の上場 J-REIT において、誰がどのように買収防衛策を導入し、発動する旨の判断を行うかについて試論を行う。次に、第三款では、ニッポン放送事件決定以来の判例法理

---

<sup>2058</sup> 本稿第一章第三節第四款 2 を参照。

<sup>2059</sup> 敵対的買収は、その手法によっては、投資主に対し買収に応じるような圧力を加える可能性がある。こうした強圧性の問題がある場合、投資主（その多数派）が真に支持するわけではない買収が実現してしまうことがある。それは、「会社の経営支配権争いの帰趨は、株主が決するべきである」というニッポン放送事件における東京高裁の立場を前提にしても、望ましいことではない。本稿第一章第三節第四款 3 を参照。

<sup>2060</sup> すなわち、買収者に対する差別的行使条件あるいは差別的取得条項が付される新投資口予約権である。

<sup>2061</sup> 本稿第一章第三節第四款 4.2 を参照。

に基づいて、J-REIT の買収防衛策の有効性の有無を判断する際に採用すべき基準について検討を行う。具体的には、(1) 敵対的買収に対して防衛策を導入・発動する必要があるのか（必要性の要件）、そして (2) 当該防衛策は、強圧性を回避するのに相当なものなのか（相当性の要件）、という 2 点をめぐって議論を展開する。さらに、この 2 つの要件をクリアするために障害となっていることを確認した上で、J-REIT の敵対的買収及び防衛策に関する新しい仕組みの設計を提案することとしたい（第四款）。最後に、本節の議論を整理する（第五款）。

## 第二款 J-REIT の買収防衛策の内容及び導入・発動の判断主体

### 1 差別的な新投資口予約権の適法性の問題

まず、事前警告型防衛策の対抗措置としての差別的な新投資口予約権は、投資主（株主）平等の原則（投信法 77 条 4 項・会社法 109 条 1 項）に抵触するのではないか、という点が問題となり得る<sup>2062</sup>。次に、買収者は自己に割り当てられた新投資口予約権を、他人に譲渡することができる<sup>2063</sup>が、もし譲渡できないでいる間に他の投資主に付与された新投資口予約権が行使または取得されれば、買収者は経済的損失を被るおそれがある。

投資主（株主）平等の原則に関しては、従来、「新株予約権を行使する権利は、株主としての権利の内容ではないから、新株予約権の行使の条件として、買収者以外の株主であることという条件を付すことは、株主平等の原則に違反するものではない」との見解がある<sup>2064</sup>。また、投信法はあらゆる場合に投資主の平等取扱いを要求しているわけではない<sup>2065</sup>。学説上も、株主平等の原則を厳格に適用することには弊害もあるとし、合理的な理由に基づく一定の区別を許容する見解が有力であり、差別的な新株予約権についても、防衛策として合理的（必要かつ相当）なものであれば株主平等の原則に反せず、適法に行い得るとの見解も従来から提唱されてきたところである<sup>2066</sup>。言い換えれば、投資主（株主）平等の原則という適法性の問題をクリアするには、防衛策として必要かつ相当であるという理由づ

---

<sup>2062</sup> すなわち、新投資口予約権の無償割当ては、投資主に対してその持分数に応じ無償で新投資口予約権を付与するものであるところ、投資法人が一部の投資主にだけ行使のできない新投資口予約権を割り当てることは、投資主をその有する投資主の内容及び数に応じて、平等に取り扱うことにならないから、投資主平等の原則の趣旨に照らして問題があるということである。

<sup>2063</sup> 会社法では譲渡制限新株予約権が認められる（同法 243 条 2 項 2 号）が、投信法 88 条の 6 第 2 項は、新投資口予約権の譲渡について、役員会の承認を必要とすることその他の制限を設けることを禁じる。

<sup>2064</sup> 経済産業省・法務省が 2005 年 5 月 17 日に共同で公表した「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」の注（4）①を参照。

<sup>2065</sup> 例えば、投資法人合併や投資口併合に際し、端数が金銭処理される（投信法 88 条、149 条の 17）結果として、少数投資主の持株比率だけが減少あるいは消滅することがある。また、会社法の場合も同様である（会社法 234 条、235 条）。

<sup>2066</sup> パネル・ディスカッション「日本型ポイズン・ピルの導入に関する法的諸問題」武井一浩＝太田洋＝中山龍太郎編『企業買収防衛戦略』（商事法務・2004 年）233 頁、243 頁〔大杉謙一発言〕。

けを加える必要がある。最高裁は、ブルドックソース事件決定において、この点について同様の見解を示した<sup>2067</sup>。したがって、防衛策の必要性和相当性に関する疎明・立証は、差別的な新投資口予約権の適法性の問題をクリアするための要件のみならず、買収防衛策の有効性の有無を判断する際の重要な論点でもあると評価できる。以下では、この 2 つの要件については、詳細な検討を加える。

ただし、この検討に立ち入る前に、まず、(1) 差別的な新投資口予約権を対抗措置とする事前警告型防衛策のほか、J-REIT の導管性要件に基づく防衛策を導入することが可能か、(2) J-REIT の買収防衛策の導入・発動主体が誰かについて明らかにする必要がある。

## 2 所有制限及び超過株式条項の導入の可能性

差別的な新投資口予約権を対抗措置とする事前警告型防衛策のほか、J-REIT は、US-REIT で一般的に普及されている所有制限及び超過株式条項を導入し、買収防衛策として使うことも考えられないではない。特に、このような J-REIT の導管性要件に基づく防衛策が導入可能であれば、投資主（株主）平等の原則という適法性の問題を回避することができるようである。しかし、J-REIT と US-REIT との間には大きく異なるところが多いため、現段階では、J-REIT は、US-REIT のような所有制限及び超過株式条項を導入することは難しいといわざるを得ない。具体的な理由は、以下のとおりである。

まず、導管性要件についてであるが、US-REIT の非同族会社要件は 5 人以下の投資者の持分保有割合が 50%以下を要求しているのに対して、J-REIT の非同族会社要件は 1 人以下の投資者の持分保有割合が 50%以下を要求している<sup>2068</sup>。第二章で考察したとおり、US-REIT

---

<sup>2067</sup> 最高裁は、「個々の株主の利益は、一般的には、会社の存立、発展なしには考えられないものであるから、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生じるなど、会社の企業価値が毀損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるような場合には、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、これを直ちに同原則の趣旨に反するものということとはできない」と判示した。最決平成 19 年 8 月 7 日民集 61 卷 5 号 2215 頁。

<sup>2068</sup> 本稿第二章の表 30「US-REIT と J-REIT の導管性要件の比較」を参照。

の所有制限及び超過株式条項は、主に非同族会社要件の「5/50 ルール」に抵触しないように、定款や附属定款などにおいて設定されたものである。そのうちの所有制限は、通常 9.8% に設定されることが多い<sup>2069</sup>が、REIT 資格が脅かされない場合や買収・再編が強圧的でない場合など、取締役会は所有制限条項の適用を免除したり、制限を緩和する条項を付している場合がある。しかし、J-REIT の非同族会社要件は、US-REIT のそれと比べてみれば、非常に緩いものであるといえるから、このような厳しい所有制限を規約に定めると、導管性要件を守るためには不要かつ過剰なものと認定される可能性が高いのである<sup>2070</sup>。

次に、所有制限及び超過株式条項は、実質的には、株式（投資口）の譲渡について一定の制限を設けるものである。US-REIT の株式譲渡の制限については、法律で認められる範囲で有効であるが、それを超える範囲で禁止される<sup>2071</sup>。それゆえに、この範囲を超える所有制限及び超過株式条項は、譲渡制限禁止の規則に違反する理由で、無効と認定される恐れがある<sup>2072</sup>。これに対して、J-REIT の投資口譲渡の制限については、役員会の承認を必要とすることその他の制限を設けることが一切禁じられる<sup>2073</sup>（投信法 78 条 2 項）。そのため、所有制限及び超過株式条項の設定自体が、投信法の譲渡制限禁止の規定に違反するものと

---

<sup>2069</sup> ただし、当初から 9.8% を超える株主がいる場合には、より低い所有制限（例えば 5% や 7%）が設定される場合がある。

<sup>2070</sup> たとえ 9.8% の所有制限ではなく、20% または 30% の所有制限を規約に設けた場合でも、1 人当たり 50% 以下という要求まで相当な距離があり、このような所有制限を設ける必要性が疑われることは必至である。また、仮に 48% または 49% の所有制限を規約に設けた場合でも、その必要性に問題がないかもしれないが、このような所有制限を設ける実用性が問われることになろう。

<sup>2071</sup> See IRC § 856(a)(2) and Treasury Regulation § 1.856-1(d)(2). すなわち、「US-REIT の取締役は、その会社定款あるいは附属定款によって、株式買戻条項または株式譲渡制限条項を設けることができる。ただし、これら条項の設定は、株式を買い戻さないと、または株式譲渡を制限しないと、REIT 資格の喪失という結果をもたらすと取締役が誠実に信じる場合に限り認められる」。

<sup>2072</sup> よって、US-REIT は、所有制限条項と超過株式条項を設ける際にして、譲渡制限禁止の規則に抵触しないように工夫する必要がある。実際には、どのような所有制限条項と超過株式条項が譲渡制限禁止の規則に反しないかといえ、これは非常に困難な問題である。この点について、本稿第二章の注（789）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>2073</sup> この点で株式会社とも異なる。会社法では譲渡制限株式が認められる（同法 2 条 17 号）。

認定されるおそれがあるのである。

### 3 J-REIT の買収防衛策の導入・発動の判断主体

第一章で検討したように、一般的には、防衛策は投資主利益の観点から肯定されるべきである<sup>2074</sup>が、それは、上場 J-REIT は、すべての敵対的買収に対して防衛策を導入・発動する必要があるというわけではない。日本の場合、防衛策の導入や発動に関する具体的な制度が存在しないため、個々の上場 J-REIT は防衛策を導入する必要があるのか、そして、各々の敵対的買収に直面する際に防衛策を発動させる必要があるのか、これらの判断が誰によって行われるべきか、必ずしも明確ではない。

一般論としていえば、防衛策が必要になるのは、買収者による経営支配権の取得に伴い、投資法人の企業価値が毀損され、投資法人の利益ひいては投資主の共同の利益が害されることになるような場合であると思われる。これは、防衛策の導入・発動に関する判断の前提となるべきであろう<sup>2075</sup>。また、利益相反問題を回避する観点から、自らの地位保全につながり得る J-REIT の経営者ではない者に判断させたほうがより合理的というべきであろう<sup>2076</sup>、利益相反問題を回避する措置としては、一般に（1）投資主総会による決定、（2）独立役員が意思決定を主導できる会議体による決定といった 2 つの選択肢が考えられる<sup>2077</sup>。以下では、J-REIT のガバナンスの特殊性を考慮しながら、順次検討する。

#### 2.1 投資主総会による判断の妥当性について

敵対的買収は、本質的にいうと、敵対的買収者が企業の現経営者から支配権を奪おうとする行動である。これは、いわゆる「支配権の争い」である。強圧的な敵対的買収によって不利益を被るのは、不本意な価格で買付けに応じさせられる投資主であるため、現経営

---

<sup>2074</sup> 本稿第一章第三節第四款 3 を参照。

<sup>2075</sup> 松井・前掲注（449）605 頁。

<sup>2076</sup> 敵対的買収が行われようとしている場面において、対象投資法人の経営者は、役員等の地位を剥奪される可能性がある。当該買収に対する防衛策を講じる場合、投資主の利益を考慮することなく自己の保身に走っている可能性もあり、これはまさに前節で検討した J-REIT の買収・再編における利益相反問題である。

<sup>2077</sup> 松井・前掲注（449）601-602 頁を参照。



者と敵対的買収者のいずれに経営を委ねるべきかの判断は、投資主によってされるべきである。つまり、買収者による経営支配権の取得に伴い、投資法人の企業価値が毀損され、投資法人の利益ひいては投資主の共同の利益が害されることになるかどうかについては、最終的には、投資法人の利益の帰属主体である投資主自身により判断されるべきものである。

投資主による判断の方法は、原則として投資主総会の決議に委ねるべきであるが、投資主は、いわゆる合理的無関心（*rational apathy*）のゆえに、防衛策の影響について十分に検討しないまま、経営者の提案（経営者には有利な防衛策）に賛成する可能性があるから、投資主総会による判断の実効性を疑問視する声もある。しかし、たとえ合理的無関心に陥った投資主が存在するとしても、彼らは経営者の提案に賛成するというよりも、むしろ全く投票しなくなると考えたほうが合理的である。それに加えて、防衛策を許容するかどうかという問題は、経営者と投資主の利害が大体において一致する通常の経営判断とは異なり、両者の利害が衝突する可能性は明白なのであるから、投資主としても、通常の総会決議における行動原理をそのまま踏襲するのではなく、より用心深い行動をとると考えたほうが自然である<sup>2078</sup>。

投資主総会による判断の妥当性が肯定された場合には、「特別決議」によって決定するのか、それとも「普通決議」によって決定するのか、という問題が残っている。上場 J-REIT の場合には、上場会社のような持合株主その他の安定保有株主の影響<sup>2079</sup>が少ないが、前述した「みなし賛成制度<sup>2080</sup>」があることに鑑みれば、経営支配権の帰属問題における少数投資主の利益を保護する観点から、特別決議という高いハードルを課すことが実質的にも妥

---

<sup>2078</sup> 田中・前掲注（24）95-96 頁。

<sup>2079</sup> 持合株式の権利を行使するのは持合株主である企業の経営者であるから、持合株主が、敵対的買収から現経営者を守るように協調行動をとるおそれは十分に現実的である。

<sup>2080</sup> みなし賛成制度とは、投資法人は、その規約において、投資主が投資主総会に出席せず、かつ議決権を行使しないときは、当該投資主はその投資主総会に提出された議案について賛成するものとみなす旨を定めることができることをいう（投信法 93 条 1 項）。

当なのではないかと考えられる。

## 2.2 役員会による判断の妥当性について

役員が判断する場合でも、利益相反性の薄い独立役員が意思決定を主導できる場合には、これらの者による防衛策の意思決定を尊重する方向が考えられる。つまり、独立社員が意思決定を主導できる会議体における決定を行うという方法である。独立役員という存在が、自らその利益を守ることができない株主に代わってその保護を図る者であり、これと同時に役員によって行われる高度の経営判断の独立性を保護するものであるとすれば、防衛策の導入や発動の判断をこれに委ねることには一定の合理性がある。とりわけ、前述のとおり、J-REIT の役員会は、執行役員と監督役員で構成され、その過半数が監督役員に占められている。そして、監督役員は執行役員、スポンサー及びスポンサー等と一定の関係のある者などとの兼職が禁止されるため、役員会で実質的に社外取締役に近い役割を果たしている<sup>2081</sup>。そのため、J-REIT の役員会は、一般事業会社の取締役会以上の中立性・独立性を有しており、「独立社員が意思決定を主導できる会議体」といっても過言ではない。

しかし、前述のとおり、防衛策を導入・発動するかどうかという問題は、現経営者と投資主の利害が大体において一致する通常の経営判断とは異なり、一般的に利益相反性が小さいと思われる監督役員であっても、敵対的買収の際には、役員としての地位を失うことに不安を抱き、保身的な行動を取りがちである。敵対的買収において構造的に利益相反的な立場にある役員会は、「独立社員が意思決定を主導できる会議体」であるとしても、何ら効率的な目的からではなく、単に役員の地位の維持を目的として防衛策を行使すると、投資主の利益に資しないであろう。逆に、投資主の利益を害する危険が大いにある。そのような防衛策の行使は、企業価値を増大させる買収の妨げになるだけでなく、事前的にも、

---

<sup>2081</sup> 実務において、弁護士、公認会計士、不動産鑑定士または大学教授などの外部専門家は執行役員に選任されるケースが多い。本稿第一章の注（59）及びそれに対応する本文と、表2「上場 J-REIT（46 社）の監督役員構成の概況」を参照。

役員に対する市場の規律<sup>2082</sup>を弱めることによる非効率をもたらす。

### 2.3 投資主総会による事前導入と役員会による発動判断の組合わせ

以上、防衛策の導入と発動を一体化して考えて、投資主総会のみで判断するのか、それとも役員会のみで判断するのかについて検討した。実際には、防衛策の導入と発動を分けて考えて、それぞれの判断を異なる主体に任せることも可能である。現在、上場会社の実務で普及している事前警告型防衛策の多くは、このような方法を採用している。すなわち、具体的な買収が試みられていない段階で、株主総会は特別決議をもって定款変更を行って、防衛策を事前に導入し（平時導入）、それと同時に、「買収者が定められた手続きを履践せずに買収を試みた場合、取締役会は差別的な新株予約権の無償割当て等の対抗措置を発動することができる」といった条項を定款に挿入する、という方法である。これは、株主があらかじめ、取締役会に対して支配権争いに介入する権限を授權することを意味する。上場 J-REIT は、このような方法を採用するなら、上記の「支配権争いの問題は投資主自身に決定させるべきである」という立場を堅持しながら、役員会による判断の専門性及び効率性を保証することもできる。結局、上記の立場は、「役員会は、投資主による承認（事前の授權を含む）がある場合にのみ、敵対的買収に対して防衛策を行使することができる」という立場だと捉え直すことが可能になる。

実際、真摯に合理的な経営を目指すものではない敵対的買収者が現れたときは、役員会に「一種の緊急避難的行為」として相当な対抗手段を採る必要がある場合があるが、平時導入ではそのような緊急性という事情がないから、むしろかえって平時導入型のほうが投資主総会の意思に基づき行う必要性が高いと解し得る。さらに、現在の東京地裁の立場——買収者の持株比率の低下を伴う差別的な新株予約権の無償割当てを取締役会のみで行える

---

<sup>2082</sup> 投資法人の経営が非効率である場合には、投資口の価格が低落し、それが敵対的買収を促すことから、経営者は普段から効率的な経営を行い、投資口の価格を高めることを動機付けられることになる。柳川範之『法と企業行動の経済分析』（日本経済新聞社・2006年）62頁。

場面を相当に限定的にとらえる<sup>2083</sup>——を考慮すると、投資主の事前の授権がないときは、防衛策は禁止し、逆に事前の授権があるときは、その授権の範囲内である限り、広範な防衛策を許容すべきであろう。

---

<sup>2083</sup> 防衛策をめぐる紛争は、仮処分事件という性格上、最高裁の決定が頻繁に出されることは期待できないから、買収防衛法理の形成においては、東京地裁の決定が重要な役割を果たすと考えられる。田中・前掲注（2078）266頁。

### 第三款 J-REIT の買収防衛策の有効性の審査基準

以上の内容を踏まえて、本款では、J-REIT の買収防衛策の有効性の有無を判断する際に採用すべき基準について検討を行う。具体的には、(1) 敵対的買収に対して防衛策を導入・発動する必要があるのか（必要性の要件）、そして(2) 当該防衛策は、強圧性を回避するのに相当なものなのか（相当性の要件）、という2点をめぐって議論を展開する。検討の方法としては、日本の上場会社の買収防衛策に関する今までの裁判例を整理し、その有効性の審査基準を明らかにした上で、それを上場 J-REIT の場合に当てはめることができるかどうかについて検討することとする。

#### 1 防衛策の導入・発動の必要性の審査基準

まず、防衛策の導入・発動の必要性の審査基準については、今までの裁判例の基本的立場に基づいて考察すると、(1) 取締役会による導入・発動の判断と、(2) 株主総会による導入・発動の判断との違いによって、2種類の審査基準が採用されていることがわかる。(1) の代表的な事件はニッポン放送事件決定<sup>2084</sup>であるが、(2) の代表的な事件はブルドックス事件決定<sup>2085</sup>である。以下では、それぞれについて詳細な検討を加える。

第一に、ニッポン放送事件決定は、会社の支配権争いに際して、誰に会社の経営を委ねるべきかの判断は、株主が資本多数決により決すべきであるという原則を明らかにし、以後の裁判例の基調を形成した先駆的なものであるといえる。同決定は、現に支配権争いが生じている場面において、取締役会の判断によって導入・発動した差別的な新株予約権の無償割当てといった防衛策は、原則として必要性を認められないと判示した<sup>2086</sup>。ただし、以上の一般原則に対する例外として、株主全体の利益保護の観点から新株予約権の無償割

---

<sup>2084</sup> 東京高決平成 17 年 3 月 23 日判時 1899 号 56 頁。

<sup>2085</sup> 最決平成 19 年 8 月 7 日民集 61 卷 5 号 2215 頁。

<sup>2086</sup> 具体的な判示内容は、このように要約できる。経営支配権の維持・確保を目的とした新株等の発行がされた場合には、原則として、不公正な方法による発行として差止請求が認められるということである。ここでいう「経営支配権の維持・確保を目的とした新株等の発行」は、取締役自身や第三者の個人的利益を図るためのものだけでなく、敵対的買収者の持株比率を低下させ、現経営者を支持し事実上の影響力を及ぼしている第三者の経営支配権を確保するために行ったものも含む。

当てを正当化する特段の事情があること、具体的には、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復しがたい損害をもたらす事情があることを会社が立証した場合に限り、会社の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような防衛策の必要性は認めることができると述べた。このような実質的な側面から防衛策の必要性を判断する考え方は、きわめて厳格な審査基準であるといえる<sup>2087</sup>。

第二に、ブルドックス事件決定は、現実には敵対的買収に直面した場面において、これに対する防衛策を講じる必要性については原則として最終的に株主により判断されるべきであると認定した点で、ニッポン放送事件決定が表明した基本的立場と同様の立場に立った。しかし、同決定は、株主総会の特別決議によって防衛策が採用されたものであることから、取締役会の判断で対抗措置を講じた場合とは異なる基準を採用するとし、具体的には、「特定の買収者による経営支配権の取得が企業価値を損なうおそれがあるという対抗手段の必要性の判断については、原則として株主総会に委ねられるべきであり、当該株主総会の判断が明らかに合理性を欠く場合に限り、対抗手段の必要性が否定されるものというべきである」とし、防衛策の必要性については株主総会の特別決議による判断を尊重した。「株主総会の判断が明らかに合理性を欠く場合」の例としては、株主総会の手続きが適正を欠く場合と、判断の前提とされた事実が不存在であったり虚偽であるといった重大な瑕疵がある場合などが挙げられる。これは、「会社に回復しがたい損害をもたらす事情がある」かどうかという実質的な側面からの審査ではなく、手続的な側面からの審査である。同決定は、買収者以外の「ほとんどの既存株主」（80%以上の議決権）が賛成したことを主な根拠として、必要性の基準が満たされるとした。

以上で検討したとおり、(1) 経営支配権争いの問題については、利益の帰属主体である投資主自身により判断されるべきであるという点で、投資法人の場合と会社の場合は同様

---

<sup>2087</sup> ニッポン放送事件決定以後には、取締役会の決議による防衛策の行使（差別的な新株予約権の無償割当て）を違法としたものとして、ニレコ事件決定（東京高決平成 17 年 6 月 15 日判時 1900 号 156 頁）とビコイ事件決定（東京高決平成 20 年 5 月 12 日金商 1298 号 46 頁）もある。

である。そのため、投資法人の利益の究極的な帰属主体である投資主の大半が行った（投資主総会の特別決議による）防衛策の導入・発動の判断は、それとして尊重されるべきである。また、(2) 敵対的買収において構造的に利益相反的な立場にあるという点で、取締役会と役員会との違いはさほど大きくない。そのため、役員会を中心として防衛策の導入・発動を判断した場合、その判断が極めて厳格に審査されるべきである。したがって、上場 J-REIT の防衛策の導入・発動の必要性については、上場会社の関連裁判例で確定した上記の審査基準に基づいて審査を行うことができると考えられる。

ただし、事前警告型防衛策をあらかじめ投資主総会の承認を得て採用し、実際に買収者が現れたときの防衛策の発動の有無の判断は役員会に授權するという形の防衛策を採用した場合、役員会による判断に対してはいかなる審査基準が採られるのであろうか。役員会のみによる判断の場合の実質的な審査基準がそのまま適用されるのか、それとも投資主総会のみによる判断の場合の手続的な審査基準が適用されるのか、現在の裁判例の蓄積は十分でなく、その審査基準は不明である。ただ、上場 J-REIT の役員会は、上場会社の取締役会より、その独立性・中立性が高いこと<sup>2088</sup>に鑑みれば、手続的な審査基準を採用する余地がないともいえない。

なお、こうした場合には、何らかの中間的な審査基準が採用されることも考えられる<sup>2089</sup>。例えば、アメリカ法のユノカル基準やブラシウス基準のように<sup>2090</sup>、委任状争奪戦等を通じて消却できないような防衛策は「強圧的」かつ「排除的」なものであるとして違法とされ、また「取締役会の行為が、株主の議決権の行使に干渉またはこれを妨げることを主要な目的とするものであり、かつ、株主が実効的に議決権を行使する十全かつ公正な機会が与

---

<sup>2088</sup> J-REIT の役員会の構成及び独立性・中立性の高さについては、本稿第一章第一節第一款 1.1 を参照。

<sup>2089</sup> 田中・前掲注（2078）267 頁。

<sup>2090</sup> ユノカル基準の内容については、本稿第二章の注（939）と注（940）及びそれらに対応する本文を参照。ブラシウス基準の内容については、本稿第二章の注（941）と注（944）及びそれらに対応する本文を参照。

えられない場合」には、「やむにやまれぬ正当事由」のあるときを除き、その行為は違法とされる。確かに、防衛策の必要性ひいては有効性をクリアするための方法としては、こうした中間的な審査基準を導入することが望ましいが、それを実現するには、J-REIT の敵対的買収及び防衛策に関する新しい仕組みの設計が不可欠であろう。新しい仕組みの設計の具体的な内容については、第四款で提案する。

## **2 防衛策の導入・発動の相当性の審査基準**

### **2.1 防衛策の相当性を判断する際の考慮要素**

仮に防衛策の導入・発動の必要性については、投資主総会の判断を尊重してこれを認めた場合、次の課題は、どのような防衛策であれば相当であるのかという問題である。防衛策の理想的な例としては、投資主に対する強圧性（防衛策の必要性）が認められる買収の場合には、その強圧性を回避させるための交渉手段となり得るような防衛策である。当該防衛策は、敵対的買収の強圧性を回避することができるが、投資主の利益または企業買収それ自体を挫折させることにはならない。すなわち、防衛策は強圧性を回避するのに相当な範囲での効果を持つものに限定されるべきである（防衛策の相当性）。ニッポン放送事件以来の裁判所の基本的立場をまとめて考えると、相当性を判断する際の考慮要素としては、（1）防衛策の事前導入の有無と、（2）買収者を含む投資主の利益損失の有無という2点が極めて重要であると思われる。

（1）まず、防衛策の事前導入の有無についてであるが、事前警告型防衛策を平時に導入している投資法人が有事に当該防衛策の内容に従って対抗措置としての新投資口予約権の無償割当てを行った場合と、事前警告型防衛策を導入していない投資法人が有事に対抗措置として新投資口予約権の無償割当てを行った場合とで、法的効果においていかなる違いがあるかが問題になる。この点については、上記のブルドックソース事件は、事前警告型防衛策を導入していない会社を買収者に対して新株予約権無償割当てを行うことによって対抗した事案として、参考になる。同事件において、最高裁は、新株予約権の無償割当てが著しく不公正な方法によるものであるかどうかの検討に当たって、経営支配権を取得し



ようとする行為に対する対応策の内容等が事前に定められて、これを示している場合には、これによって株主、投資家、買収者等の関係者の予見可能性を高めることになる旨にわざわざ言及していることからすると、このような事項について事前に定めておくことは、裁判所における不公正発行に該当するかどうかの判断に際して会社側にとって有利な事情になり得ると考えられる。

そうすると、事前警告型防衛策をあらかじめ導入しているかどうかは、対抗措置発動の相当性の判断に影響があるという考え方があり得よう。ある種の事態が生じてから、初めて異例な方策を講じてその事態を打開しようとすることに高いハードルがあることは当然であるとする見解が有力である<sup>2091</sup>。また、多くの上場企業が事前警告型防衛策を導入しているのにもかかわらず、あえてそれを導入していない上場 REIT の場合には、買収者に対して対抗措置を発動することは、買収者や自らの投資主の予測可能性を害する不意打ち的な対抗措置の発動であるから対抗措置の発動として相当とはいえないと裁判所において判断される可能性がある。したがって、事前に防衛策を導入していない上場 REIT の場合には、事前にそれを導入していた上場 REIT が有事に際して対抗措置を発動した場合と比較すると、新投資口予約権の無償割当てをもって対抗することができる範囲が狭い可能性があると考えられる<sup>2092</sup>。そして、防衛策を事前に警告することは、買収者その他の利害関係者にとっての予見可能性を高め、防衛策の相当性が認められやすくなるということはあるであろう。

(2) 他方、ここで注意しなければならないのは、事前に防衛策を導入していることのみによって、直ちにそれは相当なものであるかどうかが決せられるわけではない、ということである。例えば、事前防衛策の有効性が争われた裁判例としてのニレコ事件決定<sup>2093</sup>にお

---

<sup>2091</sup> 森本滋ほか「座談会：会社法への実務対応に伴う問題点の検討：全面適用下の株主総会で提起された問題を中心に」商事法務 1807 号 30 頁〔相澤哲発言〕。

<sup>2092</sup> 佐藤丈文＝高木智宏「平時における買収防衛策の導入と発動」岩倉正和＝太田洋編『M&A 法務の最先端』（商事法務・2010 年）284－285 頁を参照。

<sup>2093</sup> 東京高決平成 17 年 6 月 15 日判時 1900 号 156 頁。

いて、裁判所は、もし新株予約権が行使されれば、買収者のみならず他の株主も、持株に希釈化により損失を被ること<sup>2094</sup>を理由に、新株予約権の発行を著しく不公正なものと認定した。これに対して、事前に防衛策を導入していない日本技術開発事件決定<sup>2095</sup>において、裁判所は、対抗措置は買収者の株主としての地位に実質的変動（持株比率の低下や経済的な損失）をもたらさないから、新株発行差止めの規定の類推適用はないと判示した。また、ブルドックソース事件の対象会社も、事前に防衛策を導入していないが、その新株予約権の無償割当てを著しく不公正な方法によるものではないと解する理由については、裁判所は、買収者に付与された新株予約権は対象会社が金銭を対価として取得するものとするることにより、買収者に経済的損失を与えないような仕組みが採られていたことを指摘する。

そうすると、防衛策の相当性の判断において決定的な役割を果たす考慮要素は、防衛策を事前に導入しているかどうかではなく、当該防衛策は、買収者を含む投資主の利益を損なう可能性を有する措置であるかどうかにあると解することができる<sup>2096</sup>。まず、既存投資主の利益については、そもそも防衛策は敵対的買収から投資主の利益を守るために生まれたものである。もし役員等の地位保全といった、投資主の利益を損なう措置が認められれば、それは防衛策の目的に反するから、相当なものとはいえない。また、買収者の利益については、究極的に投資主の利益につながるものである。買収者が買収を仕掛けた後、いつも差別的な取扱いに基づく損失を負わせられると、それは、買収の試み自体を過度に萎縮させるという悪影響を生じさせる可能性が高い。これは、かえって投資主の利益を損な

---

<sup>2094</sup> この新株予約権は、防衛策の導入時点において、その時点の株主に無償で発行されたものであり、そして、買収が仕掛けられたときには行使価額 1 円で行使することができることとなっている。この方法では、新株予約権者と買収の時点の株主とは一致しなくなる。

<sup>2095</sup> 東京地決平成 17 年 7 月 29 日判時 1909 号 87 頁。同事件に採用された対抗措置は、新株予約権の無償割当てではなく、株式分割である。その詳細は、本稿第一章の注（504）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>2096</sup> もっとも、このことは、防衛策を事前に警告することの意味が全くないということは意味しない。ブルドックソース事件決定も指摘しているように、防衛策を事前に警告することは買収者その他の利害関係人にとっての予見可能性を高め、防衛策の相当性が認められやすくなるということはあるであろう。田中・前掲注（2078）260 頁注 89。

い得る<sup>2097</sup>。したがって、強圧性を伴う敵対的買収がなされている場合であっても、防衛策はその強圧性に伴う買収者を含む投資主への不利益を回避するのに最低限の範囲でのみ認められ、それを超えて一般的に企業買収を抑圧する等、買収者を含む投資主への不利益が不相当に大きくなる場合はやはりその防衛策は正当化されないのである<sup>2098</sup>。

## 2.2 防衛策の相当性をクリアするための方法

差別的な新投資口予約権の行使または取得されて、新投資口が発行されると、買収者は差別的な取扱いに基づく損失を被るおそれがある。そこで、対象投資法人は、防衛策の相当性ひいては有効性をクリアするための方法として、買収者への損失を補償することが考えられる。ブルドックソース事件において採用された金銭対価による新株予約権の取得がその一例である<sup>2099</sup>。しかし、この方法には以下のような2つの問題が残っている<sup>2100</sup>。

第1は、いくらの対価で新投資口予約権を取得すれば相当な防衛策といえるのかという問題である。同事件の取得価格（1,584円）は、当初の公開買付価格を基準に設定されたものであるが、これで買収者の損失を十分に補えるかがわからない。もし買収者が、

---

<sup>2097</sup> また、買収防衛策に関する法理論は、敵対的買収の機能（効率的な買収を実現し、また経営陣に対する規律を働かせること）を損なうことなく非効率的な買収をなるべく防ぐためにはいかなるルール設計をすべきかというように、投資主全体の利益さらには社会全体の利益の観点から、適法な防衛策の限界を考えていかなくてはならないのであり、単に買収者に不意打ちを与えなければ何をしてよいという話にはならないはずである。田中・前掲注（2078）259-260頁を参照。

<sup>2098</sup> 松井・前掲注（449）581-582頁を参照。

<sup>2099</sup> 他社株式を対価とする新株予約権の取得の事例としては、ピコイ事件決定（東京高決平成20年5月12日金商1298号46頁）がある。同事件において、対象会社は、基準日の株主に対して、株式1株につき3個の割合で新株予約権を割り当てた。しかし、買収者については、非適格者として対象会社に取得条項を行使され、その予定対価は対象会社が保有する他社株式であって対象会社の株式ではない。したがって、買収者以外の株主が新株予約権を行使し、これに対応する株式が買収者以外の株主に交付された場合には、買収者の持株比率、議決権比率が大幅に希釈化されることとなる。同決定は、他社株式を対価とするという点について明確な意見を示していないが、新株予約権の無償割当ては、株主平等の原則の例外として許容される場合に該当せず、専ら経営を担当している取締役等（現経営者）の経営支配権を維持するためのものであることを理由に、当該防衛策の行使が違法であると判示した。

<sup>2100</sup> 他社株式等の対価による新株予約権の取得の場合には、金銭対価による場合と異なるから、このような問題点もある。

買収後に企業価値を高めることによって利益を上げようと真摯に考えていたとすれば、当該取得価格は、買収者にとって不本意なはずである。逆に、もし買収者が、対象会社側主張のとおりグリーンメーラー（Greenmailer）<sup>2101</sup>であれば、これは買収者が望むところであろう。とりわけ、グリーンメーラーから株式を買い取ることを法が公認すれば、グリーンメールを一層助長するおそれがあるように思われる<sup>2102</sup>。

第 2 は、このような方法（買収者への損失補償）がない場合、果たして差別的な新株予約権を用いた防衛策は株主平等の原則に反せず、適法に行い得るのかについては、なお不確定性があるという問題である。

したがって、金銭対価による新株予約権の取得等の、買収者への損失を補償することは、防衛策の相当性をクリアするための方法として欠陥があるといわざるを得ない。さらに、平成 20 年 6 月の企業価値研究会による新たな報告書は、買収者に対する補償（金員等の交付）はすべきではないと言明している<sup>2103</sup>。そうすると、防衛策の相当性ひいては有効性をクリアするための方法としては、新しい仕組みの設計が必要となる。

---

<sup>2101</sup> グリーンメーラーとは、ある企業の株式を多く保有してその発行会社等に対して、その株式を高値での取引を要求する者をいう。また、当該行為や、買収対象企業が、乗っ取りを目論む者に対して支払う金銭のことをグリーンメール（Greenmail）という。

<sup>2102</sup> 田中・前掲注（2078）257－258 頁。

<sup>2103</sup> このような金員等の交付は、本来、配当などの形で株主に還元されたはずの資金、あるいは、投資に回されることにより被買収者の株主共同の利益に貢献したはずの資金が買収者に移転する結果、被買収者の株主の利益が害されるおそれがある。企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（2008 年 6 月 30 日）3 頁。

#### 第四款 新しい仕組みの設計に関する提案：争う手段と撤退機会の付与

この点、差別的な新株予約権を用いた防衛策（ライツ・プラン）の普及したアメリカでは、買収者は、防衛策としての新株予約権（ライツ）が消却されることを条件にした公開買付けを開始するとともに、①対象会社の株主総会において取締役を交替させるための委任状争奪戦または書面同意応募を行うこと<sup>2104</sup>（交替後の取締役会の決議によりライツを消却させることを目指す）、及び②裁判所に対し、ライツの消却（買収防衛策の実施の差止め）を申し立てること<sup>2105</sup>ができる。①と②のいずれかで買収者が勝利すれば、ライツを消却させ、買収を進めることが可能である。逆に、①と②のいずれにも買収者が敗れば、公開買付けを撤回すれば、防衛策の発動によって損失を被るおそれがなく、買収の試みから「撤退」することができる。J-REIT の敵対的買収においても、買収者は、防衛策に関して、①投資主による判断権の行使（投資主総会の委任状争奪戦<sup>2106</sup>も含む）と②裁判所による介入という 2 つの手段で争う可能性、及び失敗した場合に撤退する機会を保障することが望ましい。

また、以上で検討したとおり、J-REIT の買収・再編における利益相反問題に対処するための枠組みとしては、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を通じたものと大きく分けることができる。前者は、上記①の手段に相当するものであり、後者は上記②の手段に相当するものであるといえる。対象投資法人の投資主と役員との間の利益相反問題は、J-REIT の敵対的買収の場面にも存在する。したがって、J-REIT の買収・再編における利益

---

<sup>2104</sup> 書面同意応募で対象会社の取締役の交替を実現した US-REIT の敵対的買収の事例としては、本稿第二章で考察した⑱CommonWealth REIT v. Corvex Management LP 事件がある。

<sup>2105</sup> 裁判所にライツの消却（買収防衛策の実施の差止め）を申し立てた US-REIT の事例としては、本稿第二章で考察した⑥San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America 事件がある。

<sup>2106</sup> 投資主総会については、会社法にない「みなし賛成制度」があるが、金商法上の委任状勧誘規制の適用はないため、投資法人及びその役員等が他の投資主に対して議決権代理行使の勧誘を行う際に同規制に従う必要はない。

相反問題への対処という本稿の観点からも、投資主（投資口を取得した買収者も含む）に争う手段を付与することが望ましい。本款以下では、それを可能にするような解釈論・立法論を提案することとしたい。

### 1 投資主による判断権の行使（委任状争奪戦）で争う手段の付与

まず、対象投資法人の投資主総会で争う機会についてであるが、買収者は、事前の防衛策の発動条件<sup>2107</sup>を満たす前に、対象投資法人の投資主総会で、自己の推薦する者を役員にする旨の投資主提案を行い<sup>2108</sup>、委任状争奪戦を行うことにより、対象投資法人の役員の交替を目指すことは可能である。ニッポン放送事件決定以来の判例法理は、会社の経営支配権争いの帰趨は株主によって決せられるべきであるという原則を強調している。その点に鑑みると、買収者が、公開買付けと委任状争奪戦を組み合わせることによって、対象投資法人の支配権取得を目指している場合に、対象投資法人の役員会が、投資主総会（委任状争奪戦）の結果を待つことなく、新投資口予約権の無償割当てにより買収者の持分比率を低下させて買収を妨げることは、支配権争いの帰趨について投資主が判断する機会を奪うものにほかならないから、原則として違法とされるべきだと考える。

ただし、このように防衛策の発動条件を満たす「前」に役員の交替を実現しようとする場合、買収者は、公開買付けの開始前に、投資主総会における投資主提案や委任状争奪戦を行わなければならない。その場合、対象投資法人の投資主は、買収者が本当に公開買付

---

<sup>2107</sup> 日本で一般に用いられている事前警告型防衛策は、対象会社の一定比率（典型的には議決権の 20%）以上の株式の取得を「目的」とする「買付行為」に対して適用されると定められている。

<sup>2108</sup> 投信法 94 条 1 項・会社法 303 条 2 項、305 条 1 項本文及び 4 項。具体的には、発行済投資口の 1%（これを下回る割合を規約で定めた場合にあっては、その割合）以上の口数の投資口を 6 ヶ月（これを下回る期間を規約で定めた場合にあっては、その期間）前から引き続き有する投資主は、執行役員に対し、一定の事項を投資主総会の目的とすることを請求することができる。この場合において、その請求は、投資主総会の日の 8 週間（これを下回る期間を規約で定めた場合にあっては、その期間）前までにしなければならない。このような投資主は、執行役員に対し、投資主総会の日の 8 週間前までに、投資主総会の目的である事項につき当該投資主が提出しようとする議案の要領を投資主に通知すること（投信法第 91 条 1 項又は 2 項の通知に記載し、又は記録すること）を請求することができる。

けをするかどうかが不明なまま、買収者の提案に賛同するかどうかを求められることになる。それでは、十分な数の投資主が賛同するかは疑問がありえよう。この問題を解決するためには、アメリカで現に行われているように、買収者が、防衛策が発動されないことを条件にした公開買付けをするとともに、公開買付期間中に開催される対象投資法人の投資主総会で、委任状争奪戦を通じて役員の交替を試みることができるようになればよい。公開買付期間中に、役員の交替についての投資主総会の決議を実現することは、買収者が慎重にスケジュールを設定すれば可能である<sup>2109</sup>。また、買収者は、対象投資法人が防衛策の発動として通常想定される行為（新投資口予約権の無償割当て<sup>2110</sup>）を決定することを、公開買付けの撤回条件にすることができる（金商法 27 条の 11 第 1 項ただし書、同法施行令 14 条 1 項 1 号ワ）。対象投資法人が防衛策を導入している場合において、公開買付期間中に当該防衛策を維持する旨の決定をしたことをもって、公開買付けの撤回条件にすることもできる（同法施行令 14 条 1 項 2 号）<sup>2111</sup>。

---

<sup>2109</sup> 買収者としては、公開買付期間中に投資主総会が開催されるように、投信法 90 条 3 項・会社法 297 条に基づく投資主総会の招集請求権を行使することが考えられる。具体的には、発行済投資口の議決権の 3%（これを下回る割合を規約で定めた場合にあっては、その割合）以上の口数の投資口を 6 ヶ月（これを下回る期間を規約で定めた場合にあっては、その期間）前から引き続き有する投資主は、執行役員に対し、投資主総会の目的である事項（当該投資主が議決権を行使することができる事項に限る）及び招集の理由を示して、投資主総会の招集を請求することができる。

また、請求の後遅滞なく招集の手続が行われない場合、または請求があった日から 8 週間（これを下回る期間を規約で定めた場合にあっては、その期間）以内の日を投資主総会の日とする投資主総会の招集の通知が発せられない場合には、当該請求をした投資主は、内閣総理大臣の許可を得て、投資主総会を招集することができる。

なお、株式会社と異なり、投資法人には決算期ごとの定時総会の制度がない。それで、計算書類等の承認については、役員会の承認事項とされている（投信法 131 条 2 項）。これは、総会開催コストを削減するという投資法人特有の要請や、投資主の分散による総会招集の困難性が考慮されたものと解されている。竹中・前掲注（44）150 頁。

<sup>2110</sup> 投信法 88 条の 4 は、新投資口予約権の発行方法について、投信法 88 条の 13 に規定する新投資口予約権の無償割当てを行う場合に限定している。

<sup>2111</sup> 田中・前掲注（2078）367-368 頁を参照。

また、こうした撤回条件付きの敵対的な公開買付けが開始されれば、対象投資法人の役員会は、自らの立場を投資主や買収者に対して明示する意味で、防衛策の発動（すなわち差別的な新投資口予約権の無償割当て）を決定することもできる。そのような決定の効力が発生すること自体が直ちに違法となるわけではないが、ただ、そうした決定の効力が発生する日及び新投資口予約権を投資主に割り当てる際の基準日を上記投資主総会の日から十分後に設定しておくことによって、投資主総会の決議（委任状争奪戦の結果）を踏まえて、当該決定を撤回する機会を確保しておく必要があると解するべきである。そうでないと、投資主から判断の機会を奪う防衛策であるとして、違法とされるべきだと考える。なお、そのような委任状争奪戦において、買収者の提案が否決された場合に、買収者が公開買付けを撤回したときは、対象投資法人はもはや防衛策を発動することはできないと解すべきである。その場合には、防衛策を発動する必要性が認められないからである<sup>2112</sup>。

## 2 裁判所による介入で争う手段の付与

以上で提案した公開買付けと委任状争奪戦を組み合わせることは確かに有効な手段ではあるが、常に買収者に対して、その手段による防衛策の克服を求めることは妥当ではないと考えられる。というのは、買収に多額の費用をかける必要がある買収者に対して、委任状争奪戦という「二度手間」を求めることは、それ自体、買収を抑制するおそれがあるからである。そのため、対象投資法人の役員会が不当に防衛策を発動する場合には、買収者は、委任状争奪戦によるまでもなく、裁判でその違法性を争う手段も認めておくべきである<sup>2113</sup>。また、対象投資法人の役員と投資主との間の利益相反問題を鑑み、役員が恣意的に防衛策を発動して効率的な買収を阻止することを防ぐために、対象投資法人の投資主に対して相応の救済手段を付与することが必要であろう。

前述したとおり、US-REITの敵対的買収の場面では、対象会社の株主（株式を取得した買収者も含む）は、取締役の信託義務違反または情報開示義務違反を根拠として、買収防

---

<sup>2112</sup> 田中・前掲注（2078）370頁を参照。

<sup>2113</sup> 田中・前掲注（2078）372-373頁を参照。



衛策の実施の差止めを裁判所に申し立てることができる<sup>2114</sup>。当該予備的差止命令の発令当否を判断する際の重点は、対象会社の取締役会に発動された買収防衛策が US-REIT の定款の授權範囲を超えているかどうかにかかれる<sup>2115</sup>。また、日本の上場会社の場合においても、対象会社の株主は、新株予約権発行の差止請求権（会社法 247 条）を利用して、差別的な新株予約権の発行を差し止めることができる。

これに対して、現行の投信法は、新投資口予約権発行の差止請求権制度を設けていないし、会社法 247 条の規定も準用していない。そのため、投資主（投資口を取得した買収者も含む）は、差別的な新投資口予約権の発行<sup>2116</sup>を差し止めるために、執行役員の違法行為差止請求権（投信法 109 条 5 項・会社法 360 条 1 項）を利用せざるを得ないことになる。しかし、当該差止請求権を利用するには、投資法人の損害要件といった障害を克服しなければならないが、差別的な新投資口予約権の発行は、投資主（買収者も）に投資口保有比率の低下や経済的損失を与えるおそれがあるものであるといえるが、対象投資法人に「回復することができない損害が生ずるおそれがある」ものと解することができない。したがって、買収者に対する裁判所による介入で争う手段の付与と、J-REIT の買収・再編における利益相反問題への対処という本稿の観点からは、投信法は、会社法 247 条のように、投資主が被る不利益のおそれを要件とした新投資口予約権発行の差止請求権を新設することが望ましい。

---

<sup>2114</sup> 例えば、本稿第二章で考察した⑥San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America 事件の判決である。

<sup>2115</sup> US-REIT の場合は、事前警告型防衛策をあらかじめ株主総会の承認を得て定款に導入し、実際に買収者が現れたときの防衛策の発動の有無の判断は取締役会に授權するという形の防衛策を採用することが一般的である。

<sup>2116</sup> 実際には、新投資口予約権の発行方法は、無償割当てのみに限定されている（投信法 88 条の 4 第 1 項）。また、発行された新投資口予約権の行使期間は、無償割当ての効力発生日から 3 ヶ月を超えることができない（同条 2 項）。

さらに、防衛策の発動が裁判で適法とされた場合に、買収者が持分比率の低下（それによる経済的損失）を避けられないとすると、買収を萎縮させてしまうおそれがあることに鑑み、いったん防衛策が発動した後でも、買収者による買収の撤退機会が保障されることはいうもでもなく、役員会による防衛策の発動の撤回も要求されるべきであろう。したがって、防衛策を適法と認める前提としては、防衛策の発動について次のような条件が付されることが必要ではないかと考える。すなわち、防衛策の発動の適否についての裁判（差止めの仮処分）で差止めが認められなかった場合には、買収が撤回されれば、防衛策の発動もまた撤回されるという条件である。このような解釈は、敵対的買収の萎縮を防ぐと同時に、そうした条件が付されていれば、買収者に対する経済的補償がなくても、差別的な新投資口予約権の無償割当てを適法と認め得ると解することにより、補償目当ての投資口買集行為を防ぐことになり、対象投資法人にとっても利益となり得るものである<sup>2117</sup>。

---

<sup>2117</sup> 田中・前掲注（24）373-374頁を参照。

## 第五款 小括

以上みてきたように、本節では、J-REIT の敵対的買収及び防衛策の仕組をめぐって、必要となる解釈論・立法論の検討を行った。具体的には、J-REIT の敵対的買収の場面では、差別的な新投資口予約権を対抗措置とする買収防衛策の利用を実現する上で、①差別的な新投資口予約権の発行が投資主平等の原則に抵触するおそれがあることと、②差別的な新投資口予約権の行使が買収者に経済的損失を与えるおそれがあることの2点が障害として存在すると評価できることから、それぞれの点について、アメリカ法に対する比較法的検討を通じて得られた示唆に基づきながら、障害を克服するための理論構成を検討した。

まず、本節第二款では、差別的な新投資口予約権の適法性の問題と買収防衛策の有効性の問題との関係を明らかにした上で、これら問題の回避方法としては、US-REIT のような所有制限及び超過株式条項を導入することも考えられないではないが、J-REIT と US-REIT との間に制度上の大きな違いがあることから、現時点での導入が時期尚早であるといわざるを得ない。また、個々の上場 J-REIT における買収防衛策の導入・発動の判断については、会社の経営支配権争いの帰趨は株主によって決せられるべきであるという原則を強調しているニッポン放送事件決定以来の判例法理により、原則として投資主総会の決議に委ねるべきである<sup>2118</sup>。

次に、第三款では、J-REIT の買収防衛策の有効性の有無を判断する際に採用すべき基準について検討を行った。具体的には、(1) 敵対的買収に対して防衛策を導入・発動する必要があるのか、また (2) 当該買収防衛策は強圧性を回避するのに相当なものであるかどうか(相当性の要件)、という2点を判断する際の考慮要素、及びそれらをクリアするための

---

<sup>2118</sup> なお、事前警告型防衛策をあらかじめ投資主総会の承認を得て採用し、実際に買収者が現れたときの防衛策の発動の有無の判断は役員会に授権するという方法を採用した場合は、上記の原則に反しないものと解される。しかし、こうした場合において、現在の裁判例の蓄積は十分でなく、防衛策の審査基準は不明であるという問題が残る。この点に関する検討は、前掲注(2088)及びそれに対応する本文を参照。

方法を検討した。検討を行う根拠としては、表 36 に示したとおり、日本の上場会社で普及している事前警告型防衛策に関する、今までの裁判例で確定した基本的原則である。

表 36 事前警告型防衛策の有効性の関連裁判例

事件	対抗措置	有効性	理由			
			必要性		相当性	
			判断主体	審査基準	事前導入	損失のリスク
ニッポン放送事件	差別的な新株予約権	否定	取締役会（社外取締役が半数以下）	実質的な側面	なし	あり
ニレコ事件	差別的な新株予約権	否定	取締役会（独立委員会の勧告あり）	実質的な側面	あり	あり
日本技術開発事件	株式分割	肯定	取締役会	実質的な側面	なし	なし
ブルドックス事件	差別的な新株予約権	肯定	株主総会（特別決議）	手続的な側面	なし	なし
ピコイ事件	差別的な新株予約権	否定	取締役会	実質的な側面	なし	あり

(1) 必要性の要件については、経営支配権争いの問題について、利益の帰属主体である投資主自身により判断されるべきであるから、防衛策は投資主総会の特別決議により導入・発動がなされた場合、その判断は基本的に尊重されるべきであり、手続的な側面から審査すればよいと考えられる。これに対して、敵対的買収において構造的に利益相反的な立場にある役員会を中心として防衛策の導入・発動を判断した場合、その判断は実質的な側面から厳格に審査すべきであると考えられる。しかし、役員会は投資主総会の事前の授權を得た上で防衛策の発動が判断された場合には、役員会のみによる判断の場合の実質的な審査基準がそのまま適用されるのか、それとも投資主総会のみによる判断の場合の手続的な審査基準が適用されるのか、現在の裁判例の蓄積は十分でなく、その審査基準は不明である。この場合には、何らかの中間的な審査基準（例えばアメリカ法のユノカル基準や

ブラシウス基準に相当するもの) が採用されることが望ましい。

(2) 相当性の要件については、その判断の際の考慮要素としては、1) 防衛策の事前導入の有無と、2) 買収者を含む投資主の利益損失の有無という 2 点が極めて重要であると思われるが、決定的な役割を果たすのは、防衛策を事前に導入しているかどうかではなく、当該防衛策は、買収者を含む投資主の利益を損なう可能性を有する措置であるかどうか、という点にあると解すべきである。しかし、防衛策の相当性については有効性をクリアするための方法としては、今まで採用されてきた買収者への損失補償という方法に重大な欠陥があるから、新しい仕組みの設計が必要である。

そこで、第四款では、J-REIT の敵対的買収及び防衛策に関する新しい仕組みの設計について提案を試みた。具体的には、防衛策に関して、①投資主による判断権の行使と②裁判所による介入という 2 つの争う手段、及び失敗した場合の撤退機会を、買収者に付与することが望ましい。①投資主による判断権の行使で争う手段については、対象投資法人の役員会が防衛策を盾にして不当に買収提案を拒絶していると買収者が考える場合<sup>2119</sup>には、公開買付けと委任状争奪戦を組み合わせる方法により、対象投資法人の投資主に対して、直接に買収提案への支持を求めるべきことを提案した。これにより、対象投資法人の投資主の十分な賛同を得ている買収は、たとえ役員会が反対していても、相当程度に実現が期待できるであろう。②裁判所による介入で争う手段については、投資主が被る不利益のおそれを要件とした新投資口予約権発行の差止請求権を、投信法に新設することを提案した。新投資口予約権発行の差止請求権が投資主に付与された場合には、対象投資法人の投資口を取得した買収者は、当該差止請求権を利用して、防衛策の発動の適否について裁判（差止め仮処分）で争うこともできる。

---

<sup>2119</sup> 例えば、対象投資法人の役員会は、買収者に対して不必要な情報提供要求を繰り返している場合などである。

## 結章 本稿の結論と残された課題

### 1 本稿の結論

本稿は、日本では従来ほとんど注目されることのなかった J-REIT の買収・再編を対象に、一般事業会社の買収・再編との比較の視点から、アメリカの学説上の議論や判例法理から示唆を得ることで、(1) 企業価値評価の公正性問題、(2) 利益相反問題及び (3) 敵対的買収及び防衛策の問題について検討してきた。

#### 1.1 日本法の問題

(1) 本稿は、まず、各法的手続において投資主の選択自由権の強弱により、異なる公正な価額の算定基準や制度上の保障措置を設けるという現行の J-REIT の公正性確保の枠組みでは、買収・再編における対象投資法人の企業価値の公正性を確保できないおそれがあることを指摘した<sup>2120</sup>。とりわけ、現行の公正性確保の枠組みは、1) 対象投資法人の企業価値評価の的確性や相当性を高めるという客観的な側面を重視しているが、2) 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点<sup>2121</sup>に、十分に留意する必要がある。こうした原因から、対象投資法人の役員に対する規律付けは極めて不足している状態にあるといっても過言ではない。この点は、J-REIT の買収・再編における利益相反問題への対処にも影響を及ぼしている。

(2) 次に、本稿は、J-REIT の日常経営における利益相反問題を想定し、資産運用会社の資産運用行為を主たる対象とする現行の利益相反管理体制では、J-REIT の買収・再編における利益相反問題に対処できないことを指摘した<sup>2122</sup>。J-REIT の買収・再編における利益相反問題に対処するための枠組みとしては、一般的には、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を通じたものと大きく分けることができる。しかし、投資主による最終的な判断権の行使を通じた規律付けについては、新投資口第三者割当てによる J-REIT の買収の場面

---

<sup>2120</sup> 本稿第一章第三節第二款 6.1 を参照。

<sup>2121</sup> 本稿第一章第三節第二款 6.2 を参照。

<sup>2122</sup> 本稿第一章第三節第三款 5、6 を参照。

で投資主による権限行使の機会が与えられないこと、それ以外の場面で強圧性及び取引保護条項の問題によって実質的には権限が制限され得ることなどを考慮すれば、どの程度の実効性があるといえるのかは疑問の余地がある。また、裁判所による介入を通じた規律付けについては、日本では、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及び反対投資主の買取請求権の行使といった4つの介入の手段が考えられるが、いずれの手段についても十分に機能しているとは評価できない。以上の手段を利用する上で障害となり得る問題として、日本では、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が確立されていないという問題や、これらの手段が対象投資法人の投資主にとって非常に利用しにくいものになっているという問題が存在するからである。

そして、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特有の利益相反問題もある<sup>2123</sup>。しかし、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現状では、投資主としては、いかなる根拠で資産運用会社の役員の利益相反行為を阻止するのか、またその行為によって損害を被った時にどのような根拠で資産運用会社の役員の責任を追及するのかが不明である。

(3) さらに、本稿は、J-REIT の敵対的買収の実例はこれまでないが、これから J-REIT に対する敵対的買収を行う動機及び可能性は十分に存在していること<sup>2124</sup>を鑑み、J-REIT は、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ことを指摘した<sup>2125</sup>。そして、新投資口予約権の発行が認められる現在、J-REIT は、上場会社のように、差別的な新投資

---

<sup>2123</sup> 本稿第一章第三節第三款 4 を参照。

<sup>2124</sup> 本稿第一章第三節第四款 2 を参照。

<sup>2125</sup> 敵対的買収は、その手法によっては、投資主に対し買収に応じるような圧力を加える可能性がある。こうした強圧性の問題がある場合、投資主（その多数派）が真に支持するわけではない買収が実現してしまうことがある。それは、「会社の経営支配権争いの帰趨は、株主が決するべきである」というニッポン放送事件における東京高裁の立場を前提にしても、望ましいことではない。本稿第一章第三節第四款 3 を参照。

口予約権を対抗措置とする事前警告型防衛策を採用することが可能になった。しかし、当該防衛策を利用する上で障害となり得る問題として、投資主平等の原則に抵触するおそれがあるという問題や、買収者に経済的損失を与えるおそれがあるという問題が存在する。この2つの問題を克服できなければ、J-REITの買収防衛策としては有効に機能しているとは評価できない。

## 1.2 アメリカ法からの示唆

こうしたJ-REITの買収・再編における現状と問題点を踏まえた上で、本稿は、次に、日本の法制度への示唆を得ることを目的として、アメリカ法を題材<sup>2126</sup>に、そこで実現されている(1)公正性確保の枠組み、(2)対象会社の取締役に対する規律付けの仕組み、及び(3)敵対的買収及び防衛策の仕組みを考察した<sup>2127</sup>。そして、考察の結果として次のような内容の示唆を得ることができた。

(1)最初に指摘すべき点として、アメリカでは、US-REIT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する上で、支配権の移転を伴う買収・再編の場合であれば、その是非をめぐる株主による最終的な判断権の行使が重視されている。もう1つの特徴として、支配権の移転を伴うUS-REITの買収・再編の場合では、①買収・再編の差止めの申立てという事前の予防手段及び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の救済手段という保障措置を、買収・再編の方法を問わず横断的に対象会社の株主に平等に付与する。これらの特徴は、まさに対象会社の取締役による私的利益の追求に起因する利益相反問題を意識した上で、それに対応するために設けられたものである<sup>2128</sup>。そして、この2つの特徴は、対象会社の取締役に対する規律付けの仕組みでも見受けられ、US-REITの買収・再編における利益相反問題に対処する際にも重要な役割を果たしている。

---

<sup>2126</sup> アメリカ法を考察の対象として選択する理由については、本稿序章4を参照。

<sup>2127</sup> 詳細については、本稿第二章第三節以下を参照。

<sup>2128</sup> 本稿第二章第三節第一款を参照。



(2) また、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規律付けは、複数の審査基準（経営判断原則、中間的な基準（例えばレブロン基準、ユノカル基準、ブラシウス基準）及び完全な公正の基準の大別して3種類の審査基準）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ている点で、特徴的である。複数の審査基準が併用されている点については、US-REIT の買収・再編の場面では、対象会社の株主の利益が最大なものとなるように、併せて3つの考慮要素に基づいて訴訟において問題となっている事案を類型化し、類型ごとに、裁判所が取締役の行為に介入するレベルを選択しているものと理解できる<sup>2129</sup>。買収・再編の差止めを通じた保障措置を広く認めている点については、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、及び4) 買収防衛策の実施の差止めを実現することができる。

(3) さらに、アメリカにおいても、US-REIT に対する敵対的買収が行われにくいという現象がある。その原因の1つとしては、ライツ・プランと所有制限及び超過株式条項が併用される相当強力な防衛策の影響にあると考えられる。前者は一般の上場会社で普及している防衛策の典型例であるが、後者はUS-REIT でしか見られない特有な条項である。そして、所有制限及び超過株式条項は、ライツ・プランと併用された場合の補充効果が認められるが、ライツ・プランに代わって、単独で買収防衛策として機能するには不十分であると評価できる<sup>2130</sup>。確かに、ライツ・プランと所有制限及び超過株式条項を併用した場合の

---

<sup>2129</sup> 具体的には、①支配株主による買収・再編のように、取締役会の利益相反性が特に強いと評価される場面、②会社を売却する現金合併のように、会社の真の経済的価値に関して情報優位の立場にある取締役の裁量を尊重しても、そのことに基づいて株主にもたされる利益は小さいと評価される場面、または③強力な取引保護条項が導入された場合のように、訴訟における審査対象が、株主の最終的な判断権の行使を通じた取締役に対する規律付けの実効性を大きく損ない得るものである場面では、対象会社の株主の利益を保護するために、裁判所による積極的な介入が正当化される。

<sup>2130</sup> 本稿第二章第五節第三款1、2を参照。

強力な防衛効果は否定できないが、買収者は、防衛策に関して、①株主総会（委任状争奪戦または書面同意応募も含む）及び②裁判所（防衛策の実施の差止め）という 2 つの手段で争う機会が保障されている。他方、①と②のいずれにも買収者が敗れば、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<sup>2131</sup>。

### 1.3 日本法への提言

以上のアメリカ法の考察を踏まえて、本稿は、最後に、（1）公正性確保の枠組み、（2）対象会社の取締役に対する規律付けの仕組み、及び（3）敵対的買収及び防衛策の仕組みに関して、解釈論・立法論の両面から提言を行った。具体的には、次の 4 つの観点に基づく提言を行った。

第一に、投資主による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第三者割当てが行われる場面では、投資法人合併と投資口併合などが行われる場面と同様に、投資主総会の特別決議を要求する必要があることを示した上で、そのための具体的な検討を行った<sup>2132</sup>。具体的な規制の内容については、J-REIT の税制上及び仕組上の特徴に鑑み、投信法は、会社法 206 条の 2 が採用した（1）支配権の移転を基準とする制約方法ではなく、（2）投資口の希釈化を基準とする制約方法を採用すべきことを提案した。

第二に、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、新投資口第三者割当て、投資法人合併、投資口併合によるキャッシュ・アウト、及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<sup>2133</sup>、現在障害となっている問題を克服するための解釈論・立法論を検討した<sup>2134</sup>。具体的には、まず、支配権の移転を伴

---

<sup>2131</sup> 本稿第二章第五節第三款 3、4 を参照。

<sup>2132</sup> 本稿第三章第二節を参照。

<sup>2133</sup> J-REIT の買収・再編においても、対象投資法人の役員に対する規律付けは、買収が完成する前の段階における買収・再編の差止めを中心に実現していくことが適切であると評価できる点については、本稿第三章第三節第二款を参照。

<sup>2134</sup> 本稿第三章第三節第三款を参照。

う新投資口第三者割当ての場面では、投資主が新投資口発行の差止請求権を現実にご利用できるような解釈論として、①日証協指針に基づく「公正な金額」の判断基準を確立すべきことと、②善管注意義務・忠実義務に違反する対象投資法人の役員の行為についても、不公正な方法による発行を根拠付ける事実として評価すべきことを提案した。次に、投資法人合併の場面では、投資主による差止請求の余地を導き出す解釈論としては、①役員の善管注意義務・忠実義務違反を「法令違反」に包摂する方法と、②投資法人合併の情報開示規制を強化する方法を提案した。さらに、投資口併合によるキャッシュ・アウトの場面では、善管注意義務・忠実義務違反を理由とした役員の行為の差止めを可能にするために、解釈論としては、①特別利害関係人の議決権行使に基づく差止仮処分を利用する方法と、②投資口併合の情報開示規制を強化する方法を提案した。最後に、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損害を、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した。

第三に、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した。審査基準については、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にあたり、原則として、問題となっている現実の具体的状況を前提に、その状況の中で、①取引の公正さまたは②役員の行為の合理性を基準とすることが適切である<sup>2135</sup>。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にあたり、障害となっている問題点を克服するための解釈論を検討した<sup>2136</sup>。まず、資産運用会社の役員

---

<sup>2135</sup> 本稿第三章第四節第二款を参照。

<sup>2136</sup> 本稿第三章第四節第三款を参照。

をカバーできるような責任としては、資産運用会社の役員の対第三者責任があることに鑑み、投資法人及びその投資主を「第三者」に包摂する方法を提案した。次に、資産運用会社の役員をカバーできるような義務としては、資産運用会社の役員の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」に包摂する方法を提案した。そうすると、対象投資法人の投資主は、投資法人合併の差止請求権、新投資口発行の差止請求権及び投資口併合の差止請求権を利用して、J-REIT の買収・再編における資産運用会社の役員の利益相反行為を阻止することができる。

第四に、差別的な新投資口予約権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 の敵対的買収及び防衛策の仕組みをめぐって、必要となる解釈論・立法論の検討を行った。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が、この2つの要件をクリアするための方法としては、今まで採用されてきた買収者への損失補償という方法に重大な欠陥があるから、新しい仕組みの設計が必要である<sup>2137</sup>。次に、新しい仕組みの設計としては、防衛策に関して、①投資主による判断権の行使（委任状争奪戦）と②裁判所による介入（新投資口予約権発行の差止請求権）という2つの争う手段、及び失敗した場合の撤退機会を、買収者に付与すべきことを提案した<sup>2138</sup>。

## 2 残された課題

しかしながら、本稿の検討は、J-REIT の買収・再編の場面における諸問題の一部を取り扱ったものに過ぎず、今後に残された課題が存在することは否定できない。本稿を終えるにあたって、残された課題の中でも特に重要であると考えられるものについて、その内容を明らかにしておきたい。

第一に、本稿では、アメリカ法からの示唆を得ることで、裁判所による介入を通じた対象投資法人の役員や資産運用会社の役員に対する規律付けを提案しているが、こうした仕

---

<sup>2137</sup> 本稿第三章第五節第三款を参照。

<sup>2138</sup> 本稿第三章第五節第四款を参照。

組みが機能する上で必要となる訴訟制度に関する詳細な検討を行っていない。この点に関して、まず、日本法の仮処分（民事保全法 23 条 2 項）については、差止めの根拠が実体法上の個別的な規定に基づく差止請求権によらなければならないという制限がある<sup>2139</sup>が、アメリカ法の予備的差止命令については、こうした制限がないことから、その利用範囲が日本法より広いと評価できる<sup>2140</sup>。また、日本では、アメリカとは異なり、クラス・アクションなどの投資主による集団訴訟制度は認められていないため、訴訟費用などの面で訴訟を提起する個々の投資主の負担が大きくなることは否定できない<sup>2141</sup>。なお、日本では、アメリカと比較して、証拠開示制度が十分とはいえないことも事実である<sup>2142</sup>。本稿が提案する裁判所による介入を通じた規律付けの仕組みの実効性を高めていく上で、こうした訴訟制度に関する検討は欠かすことができないものであり、今後取り組むべき研究課題としたい。

第二に、現在の US-REIT の特徴としては、UPREIT の仕組みを採っているものが多いという点が挙げられる。UPREIT の仕組みは、1990 年代に誕生以来、上場 REIT の飛躍的な発展・拡大に大きく促進した。UPREIT の仕組みの影響の下では、従来から資産の集合体及び投資のヴィークルと位置付けられてきている US-REIT は、節税のヴィークルへ転換する傾向が現れはじめた<sup>2143</sup>。しかし、UPREIT の仕組みは、REIT の株主と OP の LP との間の

---

<sup>2139</sup> 前掲注（1871）及びそれに対応する本文を参照。

<sup>2140</sup> 例えば、アメリカの証券法にも、公開買付けの買付者（買収者）に対する差止請求権という実体法上の個別的な規定がないけれども、対象会社の株主は、買収者の情報開示義務違反または信託義務違反（MBO などの場合）、公開買付けの実施・続行の差止めを裁判所に申し立てることができる。

<sup>2141</sup> これに対して、アメリカでは、上場 US-REIT の買収・再編に関する訴訟（101 件）のうち、クラス・アクションにより提起されたもの（76 件）が全体の約 75.2%にも相当し、他の訴訟形態を圧倒していることも示された。この 80 件のクラス・アクションの中には、その詳細は、本稿第二章の表 27「上場 US-REIT の買収・再編に関する訴訟件数」と別紙 4「上場 US-REIT の買収・再編に関する訴訟（101 件）」を参照。

<sup>2142</sup> 前掲注（1831）と注（1832）及びそれらに対応する本文を参照。

<sup>2143</sup> つまり、OP の LP は、もともと非上場の不動産オーナーであった場合が多い。彼らは、保有不動産を REIT 化し株式公開を行うことで市場からの資金調達を行う際に、含み益のある不動産を REIT に直接移した場合、譲渡益課税が発生するため、それを回避する目的で UPREIT の仕組みを構築した。これに対して、REIT の株主は、公開証券市場で REIT の株式を取得した一般投資者の場合が多い。彼らは、単なる投資の

新たな利益相反問題<sup>2144</sup>をもたらした。そして、UPREIT の買収・再編においても、REIT の株主と OP の LP とが利益相反する場面が少なくない<sup>2145</sup>。現在、アメリカの制定法には、この問題に対処するための規定がなく、アメリカの判例法理は、この問題を解決するための明確な規範が確立している状況にない<sup>2146</sup>。以上のような UPREIT の仕組みのメリットとデメリットを踏まえて、J-REIT はこれから、UPREIT の仕組みを導入する必要性が全くないとはいえない。この問題に関して、詳細かつ膨大な検討が新たに必要となること<sup>2147</sup>から、その重要性は認識しつつも、本稿では深く立ち入ることができなかった。今後の研究課題としたい。

第三に、J-REIT は、その根拠法の 1 つである投信法により、会社型（不動産投資法人）と信託型（不動産投資信託）という 2 つの種類があるが、信託型 J-REIT は日本の実務ではほとんど利用されていない。そのような現況<sup>2148</sup>に鑑み、本稿では、主に会社型 J-REIT、すなわち不動産投資法人の買収・再編における法的問題を考察の対象として、検討を行った。しかし、信託型 J-REIT については、なぜ日本で利用されていない理由が明らかにされていないし、その利用可能性、及びそれに対する買収・再編を行う方法等に関する研究も、現時点で見当たらない。これらの問題については、信託型 J-REIT の仕組み及び税法上の特徴を検討する上で、さらに比較法的な視点から信託型 REIT を採用している外国法（例えばオ

---

目的をもって、すなわち REIT 株の（二重課税がない）配当金及び売買益を取得する目的で UPREIT の仕組みに参加した。本稿第二章第四節第三款を参照。

<sup>2144</sup> 本稿第二章第四節第三款 1 を参照。

<sup>2145</sup> 本稿第二章第四節第三款 1.3 を参照。

<sup>2146</sup> UPREIT の買収・再編における特有の利益相反問題の対応策については、本稿第二章第四節第三款 3 を参照。

<sup>2147</sup> 例えば、UPREIT の仕組みを導入する必要性及び可能性については、J-REIT の仕組み及び税制上の特徴に基づいて、日本の不動産譲渡益課税や有限責任事業組合または匿名組合などの制度を考察する必要がある。

<sup>2148</sup> 2015 年 9 月現在、東証で上場されているすべての J-REIT（53 社）は、いずれも会社型 J-REIT（不動産投資法人）である。

ーストラリア法)を考察する必要があると考える。今後の研究課題として取り組んでいきたい。

### 3 最後に

以上みてきたように、本稿が積み残した課題は少なくないが、J-REITの買収・再編が継続的に増加する傾向にある今日において、本稿が、J-REITの買収・再編の場面における(1)公正性確保の枠組みや利益相反問題に関する議論、(2)対象投資法人の役員や資産運用会社の役員に対する規律付けのあり方に関する議論、及び(3)敵対的買収や防衛策の仕組みの設計に関する議論の進展に、少しでも貢献できれば幸いである。

## ●判例索引

### 〔最高裁判所〕

最判昭和 26 年 2 月 6 日民集 5 卷 3 号 21 頁  
最判昭和 27 年 4 月 4 日民集 6 卷 4 号 404 頁  
最二小判昭和 46 年 7 月 16 日判時 641 号 97 頁  
最決昭和 48 年 3 月 1 日民集 27 卷 2 号 161 頁  
最判平成 5 年 10 月 5 日資料版商事法務 116 号 196 頁  
最一小平成 5 年 12 月 16 日民集 47 卷 10 号 5423 頁  
最一小判平成 6 年 7 月 14 日判時 1512 号 178 頁  
最一小決平成 7 年 4 月 21 日資料版商事法務 136 号 63 頁  
最判平成 9 年 1 月 28 日民集 51 卷 1 号 71 頁  
最判平成 9 年 9 月 9 日判時 1618 号 138 頁  
最判平成 10 年 7 月 17 日判時 1653 号 143 頁  
最決平成 19 年 8 月 7 日民集 61 卷 5 号 2215 頁  
最決平成 21 年 5 月 29 日金商 1326 号 35 頁  
最決平成 22 年 12 月 3 日資料版商事法務 323 号 11 頁  
最決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 卷 3 号 1311 頁  
最決平成 23 年 4 月 26 日判時 2120 号 126 頁  
最決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁

### 〔高等裁判所〕

東京高判平成 7 年 1 月 20 日資料版商事法務 132 号 48 頁  
東京高決平成 11 年 3 月 25 日判時 1686 号 33 頁  
大阪高判平成 16 年 10 月 15 日判時 1890 号 54 頁  
東京高決平成 17 年 3 月 23 日判時 1899 号 56 頁  
東京高決平成 17 年 6 月 15 日判時 1900 号 156 頁  
東京高決平成 17 年 6 月 28 日判時 1911 号 163 頁  
名古屋高決平成 18 年 1 月 1 日判時 1937 号 143 頁  
東京高決平成 20 年 5 月 12 日金商 1298 号 46 頁  
大阪高決平成 21 年 9 月 1 日金商 1326 号 20 頁  
東京高決平成 22 年 10 月 27 日資料版商事法務 322 号 174 頁  
東京高決平成 22 年 10 月 19 日判夕 1341 号 186 頁  
東京高判平成 25 年 4 月 17 日金商 1420 号 20 頁

### 〔地方裁判所〕



甲府地決昭和 35 年 6 月 28 日判時 237 号 30 頁  
東京地判昭和 31 年 6 月 13 日下民 7 卷 6 号 1550 頁  
東京地決昭和 37 年 9 月 20 日判タ 136 号 103 頁  
大阪地決昭和 48 年 1 月 31 日金商 355 号 10 頁  
東京地決昭和 58 年 2 月 10 日判時 1068 号 110 頁  
東京地決昭和 58 年 10 月 11 日判タ 515 号 159 頁  
東京地決昭和 60 年 11 月 21 日判時 1174 号 144 頁  
東京地決平成元年 7 月 25 日判時 1317 号 28 頁  
東京地決平成元年 9 月 5 日判時 1323 号 48 頁  
東京地判平成 6 年 11 月 24 日資料版商事法務 130 号 89 頁  
東京地判平成 6 年 11 月 30 日資料版商事法務 131 号 89 頁  
大阪地判平成 12 年 5 月 31 日判時 1742 号 141 頁  
東京地決平成 16 年 6 月 23 日金商 1213 号 61 頁  
大阪地決平成 16 年 9 月 27 日金商 1204 号 6 頁  
東京地決平成 17 年 7 月 29 日判時 1909 号 87 頁  
横浜地決平成 19 年 6 月 4 日金商 1270 号 67 頁  
札幌地決平成 20 年 11 月 11 日金商 1307 号 44 頁  
東京地決平成 20 年 11 月 26 日資料版商事法務 299 号 330 頁  
横浜地判平成 21 年 3 月 25 日証券取引損害判例セレクト 35 卷 1 頁  
東京地決平成 22 年 3 月 31 日金商 1344 号 36 頁  
東京地決平成 22 年 5 月 10 日金商 1343 号 21 頁  
東京地決平成 22 年 5 月 11 日金商 1343 号 35 頁  
東京地決平成 22 年 9 月 6 日判タ 1334 号 117 頁  
東京地決平成 22 年 11 月 25 日金商 1357 号 32 頁  
東京地決平成 23 年 3 月 30 日金商 1370 号 19 頁  
東京地決平成 24 年 2 月 20 日金商 1387 号 32 頁  
大阪地決平成 24 年 4 月 27 日判時 2172 号 122 頁  
東京地決平成 25 年 7 月 17 日ジュリスト 1459 号 2 頁  
神戸地判平成 26 年 10 月 16 日金商 1456 号 15 頁

## ● 欧文判例索引

Aetna Ins. Co. v Capasso, 75 N.Y.2d 860 (1990)

AHI Metnall, LP by Asahi Kansas, Inc. v. J.C. Nichols Co., 891 F. Supp 1352 (W. D. Mo. 1995)

Amalgamated Sugar Corp. v. NL Industries, Inc., 644 F.Supp. 1229 (S.D.N.Y.1986)

Am. Mining Corp. v. Theriault, 51 A.3d 1213 (Del. 2012)

Alabama By-Products Corp. v. Neal, 588 A.2d 255 (Del. 1991)

Alleco., Inc. v. Harry & Jeanette Weinberg Found., Inc., 340 Md. 176, 186, 665 A.2d 1038, 1043 (1995)

Allenson v. Midway Airlines Corp., 789 A.2d 572 (Del. Ch. Jul. 6, 2001)

Alpha Builders, Inc. v. Sullivan, No.698-N, 2004 WL 2694917 (Del. Ch. Nov. 5, 2004)

Alvarado v. KOB-TV, L.L.C., 493 F.3d 1210 (10th Cir. 2007)

Am. LegalNet, Inc. v. Davis, 673 F. Supp. 2d 1063 (C.D. Cal. 2009)

Angelo, Gordon & Co., L.P. v Allied Riser Communications, Corp., 805 A2d 221 (Del. Ch. 2002)

Apple Inc. v. Samsung Elecs. Co., Ltd., 768 F. Supp. 2d 1040 (N.D. Cal. 2011)

Arnold v. Soc'y for Sav. Bancorp, Inc., 650 A.2d 1270 (Del. 1994)

Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984)

Atlantis Group, Inc. v. Alizac Partners, 1991 U.S. Dist. LEXIS 12106 (W.D. Mich. Aug. 27, 1991)

Auerbach v. Bennett, 47 N.Y.2d 619 (1979)

Ault v. Soutter, 167 A.D.2d 38 (1991), lv dismissed 81 N.Y.2d 1007 (1993)

A.W. Fin. Servs., S.A. v. Empire Resources, Inc., 981 A.2d 1114 (Del. 2009)

Ayyash v. Bank Al-Madina, 233 F.R.D. 325 (S.D.N.Y. 2005)

Bacon v. Arey, 203 Md. App. 606, 40 A.3d 435 (Md. Ct. Spec. App. Mar. 29, 2012)

Barkan v. Amsted Industries, Inc., 567 A.2d 1279 (Del. 1989)

Bartlett v. New York, New Haven & Hartford R.R. Corp., 221 Mass. 530, 109 N.E. 452 (1915)

Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 108 S. Ct. 978, 99 L. Ed. 2d 194 (1988)

Beam v. Stewart, 845 A.2d 1040 (Del. 2004)

Bell & Howell Document Management Products Corp. v. Altek Systems, 132 F.3d 701 (Fed. Cir. 1997)

Bell Atlantic Corp. v. Twombly, 550 U.S. 544, 127 S. Ct. 1955, 167 L. Ed. 2d 929 (2007)

Billman v. State Deposit Ins. Fund Corp., 88 Md. App. 79, 593 A.2d 684 (1991), cert. denied, 325 Md. 94, 599 A.2d 447 (1991)

Black v. Fox Hills North Community Association, Inc., 90 Md. App. 75, 599 A.2d 1228 (Ct. Spec. App.), cert denied 326 Md. 177, 604 A.2d 444 (Ct. App. 1992)

Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del.Ch. 1988)

Blue Chip Capital Fund II L.P. v. Tubergen, 906 A.2d 827 (Del. Ch. 2006)

Boilermakers Local 154 Retirement Fund v. Chevron Corp., 73 A.3d 934 (Del. Ch. Jun. 25, 2013)

Boland v. Boland, 194 Md. App. 477, 5 A.3d 106 (Md. Ct. Spec. App. 2010)

Brewer v. Proprietors of Boston Theatre, 104 Mass. 378 (1870)

Brickell Partners v. Wise, 794 A.2d 1 (Del. Ch. 2001)

Burgess v. Affleck, 683 F.2d 596 (1st Cir. 1982)

Carley v. Kopko, No. 03-C-06-008836 (Md. Cir. Ct. Apr. 2, 2007)

Carmody v. Toll Brothers, Inc., 723 A. 2d 1180 (Del. Ch. 1998)

Case v. McConnell & Forrester, 5 Cal.App.2d 688, 44 P.2d 414 (1935)

Cavalier Oil Corp. v. Harnett, 564 A.2d 1137 (Del. 1989)

Cede & Co. v. JRC Acquisiton Corp., 2004 WL 286963 (Del. Ch. Feb. 10, 2004)

Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345 (Del. 1993)

CDX Liquidating Trust v. Venrock Assocs., 640 F.3d 209 (7th Cir. 2011)

Chateau Properties, Inc. v. Manufactured Home Communities, Inc., No. WMN-96-2930 (D. Md. Sep. 26, 1996)

Chesapeake Corp. v. Shore 771 A.2d 293 (Del.Ch. 2000)

Cole v. Milwaukee Area Tech. Coll. Dist., 634 F.3d 901 (7th Cir. 2011)

Cordis, Corp. v. Medtronic, Inc., 835 F.2d 859 (Fed. Cir. 1987)

Corenco Corp. v. Schiavone & Sons, Inc., 488 F.2d 207 (2d Cir. 1973)

CommonWealth REIT v. Corvex Management LP, No. 11-512-Y-276-13 (AAA. Nov. 18, 2013)

Connolly v. Mitsui O.S.K. Lines (America), Inc., No. 04-5127, 2007 WL 4207836 (D.N.J. Nov. 21, 2007)

Consortium Atl. Realty Trust, Inc. v. Plumbers & Pipefitters National Pension Fund, No. 365879-V, 2013 Md. Cir. Ct. LEXIS 2 (Feb. 5, 2013)

Cooperative Milk Serv. v. Hepner, 198 Md. 104, 81 A.2d 219 (Md. 1951)

Coosewoon v. Meridian Oil Co., 25 F.3d 920 (10th Cir. 1994)

Corvex Management LP v. CommonWealth REIT, No. 24-C-13-001111 (Md. Cir. Ct. May 8, 2013)

County of York Employees Retirement Plan v. Merrill Lynch & Corp., No. 4066, 2008 LEXIS 162 (Del. Ch. Oct. 28, 2008)

Cox v. City of Chicago, 868 F.2d 217 (7th Cir. 1989)

Crowley v. Local No. 82, 679 F.2d 978 (1st Cir. 1982)

Cummings v. United Artists Theatre Circuit, Inc., 237 Md. 1, 204 A.2d 795 (1964)

Curry v. Vertex Restoration Corp., 252 AD 2d 360 N.Y.S.2d 537 (1st Dep't 1998)

Daniels v. Millar Elevator Indus., Inc., 44 AD 3d 895, 845 N.Y.S.2d 785 (2d Dep't 2007)

Dan River, Inc. v. Carl C. Icahn, Icahn, 701 F.2d 278 (4th Cir. 1983)

Datz v. Keller, 347 Mass. 766, 196 N.E.2d 922 (1964)

Delaware County Employees Retirement Fund v. Barry M. Portnoy, No. 13-10405-DJC (D. Mass. Mar. 26, 2014)

Devereux v. Berger, 264 Md. 20, 284 A.2d 605 (1971)

Dimension Data N. Am., Inc. v. NetStar-1, Inc., 226 F.R.D. 528 (E.D.N.C. 2005)

Dorrah v. United States, 282 F.R.D. 442, 445 (N.D. Iowa 2012)

Dubbs v. Head Start, Inc., 336 F.3d 1194 (10th Cir. 2003)

Dudnikov v. Chalk & Vermilion Fine Arts, Inc., 514 F.3d 1063 (10th Cir. 2008)

Dunphy v. Traveller Newspaper Assn., 146 Mass. 495 , 16 N.E. 426 (1888)

E. Aranow, H. Einhorn & G. Berstein, Developments in Tender Offers for Corporate Control 134 (1977)

East Park Ltd. Partnership v. Larkin, 167 Md. App. 599 , 619-620, 893 A.2d 1219 (2005)

Edenbaum v. Schwarcz-Osztreicherne, 885 A.2d 365 (Md. App. 2005)

Edgar v. MITE Corp., 457 U.S. 624 (1982)

Eisenberg v. Chicago Milwaukee Corp., 537 A.2d 1051 (Del. Ch. 1987)

Electronic Specialty Corp. v. International Controls Corp., 409 F.2d 937 (2d Cir. 1969)

Emerald Partners v. Berlin, 787 A.2d 85 (Del. 2001)

Erickson v. Pardus, 551 U.S. 89, 127 S. Ct. 2197, 167 L. Ed. 2d 1081 (2007)

Eyeticket Corp. v. Unisys Corp., 155 F. Supp. 2d 527 (E.D. Va. 2001)

Farmers State Bank & Trust Corp. v. Gorman Home Refinery, 3 S.W. 2d 65 (Tex. Com. App. 1928)

First American v. Shivers, 629 A.2d 1334 (Md. App. 1993)

Fogle v. H&G Restaurant, Inc., 337 Md. 441, 654 A.2d 449 (1995)

FoodComm Int'l v. Barry, 328 F.3d 300 (7th Cir. 2003)

Foster v. The Town and Country Trust, No. 24-C-06-001442, 2006 WL 991000 (Md. Cir. Ct. Feb. 24, 2006)

Fox v. Prime Group Realty Trust, No. 12 C 9350, 2012 WL 6680349 (N.D. Ill. Dec. 21, 2012)

Fox v. Riverview Realty Partners, No.12-c-9350 (N.D. Ill. May. 10, 2013) (unpublished)

Fox v. Riverview Realty Partners, No.12-c-9350 (N.D. Ill. Dec. 10, 2013) (unpublished)

Fox v. Riverview Realty Partners, No.12-c-9350, 2014 U.S. Dist. LEXIS 55260 (N.D. Ill. Apr. 22, 2014)

Froelich v. Senior Campus Living, LLC, 355 F.3d 802 (4th Cir. 2004)

Gabelli & Co. v. Liggett Group, Inc., 479 A. 2d 276 (Del. 1984)

GAF Corp. v. Milstein, 453 F.2d 709 (2d Cir. 1971), cert. denied, 406 U.S. 910 (1972)

Gaffin v. Teledyne, Inc., 611 A.2d 467 (Del. 1992)

Gantler v. Stephens, 965 A.2d 695 (Del. 2009)

General Aircraft Corp. v. Lampert, 556 F.2d 90 (1st Cir. 1977)

Gesoff v. IIC Industries, Inc., 902 A.2d 1130 (Del. Ch. 2006)

Gholl v. eMachines, Inc. No. 19444, 2004 WL 2847865 (Del. Ch. 2004)

Giammargo v. Snapple Beverage Corp., No. 13845, 1994 WL 672698 (Del. Ch. Nov. 15, 1994)

Gilbert v. El Paso Corp., 575 A. 2d 1131 (Del. 1990)

Glicksman v. Board of Educ., 278 AD 2d 364, 717 N.Y.S.2d 373 (2d Dep't 2000)

Global GT LP v. Golden Telecom, Inc., 993 A.2d 497 (Del. Ch. 2010)

Globis Partners, L.P. v. Plumtree Software, Inc., No.1577-VCP, 2007 Del. Ch. LEXIS 169 (Del. Ch. Nov. 30, 2007)

Goldwater v. Oltman, 210 Cal. 408, 292 P. 624 (1931)

Gorman v. Coogan, 273 F. Supp. 2d 131 (D. Me. 2003)

Gotham Partners, L.P. v. Hallwood Realty Partners, L.P., 2000 WL 1597909 (Oct. 20, 2000)

Gotham Partners, L.P. v. Hallwood Realty Partners, L.P., 795 A.2d 1 (Del. Ch. 2001)

Grand Metro. Public, Ltd. v. Pillsbury Co., 558 A.2d 1049 (Del. Ch. 1988)

Gray v. Cytokine Pharmasciences, Inc., No. 17451, 2002 WL 853549 (Del. Ch. 2002)

Greenfield v. Caporella, No.8710, 1986 WL 13977 (Del. Ch. Dec. 3, 1986)

Greenspun v. Lindley, 36 NY2d 473 (1975)

Grupo Mexicano de Desarrollo, S.A. v. Alliance Bond Fund, Inc., 527 U.S. 308 (1999)

Guth V. Loft, Inc. 5 A.2d 503(Del. 1939)

HB Korenvaes Invx., LP v. Marriott Corp., No. 12922, 1993 WL 257422 (Del. Ch. Jul. 1, 1993)

HB Korenvaes Invx., LP v. Marriott Corp., No. 12922, 1993 WL 205040 (Del. Ch. Jun. 9, 1993)

Highfields Capital, Ltd. v. AXA Finacial, Inc., 939 A.2d 34 (Del. Ch. 2007)

Hodas v. Spectrum Technology Inc., No. 11265, 1992 WL 364682 (Del. Ch. 1992)

Hollinger v. Hollinger International, Inc., 858 A. 2d 342(Del. Ch. 2004)

Homer v. Crown, Cork & Seal Company, 155 Md. 66, 141 A. 425 (1928)

Hudson v. Prime Retail, Inc., No. 24-C-03-5806, 2004 Md. Cir. Ct. LEXIS 26 (Md. Cir. Ct. Apr. 1, 2004)

Hughes Network Systems, Inc. v. InterDigital Communications Corp., 17 F.3d 691 (4th Cir. 1994)

In re 3Com Shareholders Litigation, No.5067-CC, LEXIS 215 (Del. Ch. Dec. 18, 2009)

In re American Realty Capital Trust, Inc., Shareholder Litigation, No.24-C-12-005306 (Md. Cir. Ct. Dec. 13, 2012)

In re Answers Corp. Shareholders Litigation, No. 6170-VCN, 2011 LEXIS 57 (Del. Ch. Apr. 11, 2011).

In re Asian Yard Partners & Asian Yard Venture Corp., 1995 WL 1781675 (Bankr. D. Del. Sept.18, 1995)

In re Budget Rent A Car Corp. Shareholders Litigation, No. 10418, 1991 WL 16472 (Del. Ch. Mar. 15, 1991)

In re Cogent, Inc. Shareholder Litigation, 7 A.3d 487 (Del. Ch.Qct. 5, 2010)

In re Conver's Estate, 295 Ill. App. 443, 14 N.E.2d 980(1938)

In re Cysive, Inc. Shareholders Litigation, 836 A.2d 531 (Del. Ch. 2003)

In re Dollar Thrifty Shareholder Litigation, 14 A.3d 573 (Del Ch. 2010)

In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation, 2004 WL. 1305745 (Del. Ch. May 3, 2004, revised Jun. 4, 2004)

In re Fort Howard Corp. Shareholders Litigation, No.9991, 1988 Del. Ch. LEXIS 110 (Del. Ch. Aug. 8, 1988)

In re GM (Hughes) Shareholder Litigation, No.20269, 2005 Del. Ch. LEXIS 65 (Del. Ch. May 4, 2005)

In re Harrah's Entertainment, Inc. Securities Litigation, No. 95-3925 (E.D. La. Feb. 3, 1997)

In re ICX Tech, Inc. Shareholder Litigation, No.5769-VCL, D.I. 24, Tr. at. 6-8 (citing Gholl v. eMachines, 2004 WL 2847865 (Del. Ch. Nov. 24, 2004)

In re Integrated Resources, Inc., No. 90-B-10411 (CB), 1990 WL 325414(Bankr. S.D.N.Y. Oct. 22, 1990)

In re International Jensen Shareholders Litigation, No.14992, 1996 WL 422345 (Del. Ch. Jul. 16, 1996)

In re IXC Communications, Inc. Shareholders Litigation, No.17324, 17334, LEXIS 210 (Del. Ch. Oct. 27, 1999)

In re John Q. Hammons Hotels, Inc. Shareholders Litigation, No. 758, 2009 WL 3165613 (Del. Ch. Oct. 2, 2009)

In re Laureate Education Inc. Shareholder Litigation, No. 24-C-07-000664, 2007 Md. Cir. Ct. LEXIS 11 (Md. Cir. Ct. June 26, 2007)

In re Micromet, Inc. Shareholders Litigation, No. 7197, 2012 WL 681785 (Del. Ch. Feb. 29, 2012)

In re MONY Group, Inc. Shareholder Litigation, 852 A.2d 9, 19 (Del Ch. 2004)

In re National City Corp. Shareholders Litigation, No.4123-CC, 2009 Del. Ch. LEXIS 137 (Del. Ch. July 31, 2009) ,  
aff'd, 998 A.2d 851 (Del. 2010)

In re Nationwide Health Properties, Inc., Shareholder Litigation, No.24-C-11-001476, 2011 Md. Cir. Ct. LEXIS 3  
(Md. Cir. Ct. May 27, 2011)

In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation, 924 A.2d 204 (Del.Ch. 2007)

In re Pure Resources, Inc. Shareholders Litigation, 808 A.2d 421 (Del.Ch. 2002)

In re Rexene Corp. Shareholders Litigation, 1991 WL 77529 (Del. Ch. 1991)

In re Staples, Inc. Shareholders Litigation, 792 A.2d 934 (Del. Ch. 2001)

In re Sunbelt Beverage Corp. Shareholders Litigation, 2010 WL 26539 (Del. Ch. Jan. 5, 2010))

In re Sunstates Corp. Shareholder Litigation, 788 A.2d 530 (Del. Ch. 2001)

In re Telecommunications, Inc. Shareholders Litigation, 2005 WL 3642727 (Del. Ch. Dec. 21, 2005, revised Jan. 10, 2006)

In re USACafes, L.P., 600 A.2d 43 (Del. Ch. 1991)

In re Western Notional Corporation Shareholders Litigation,, No. 15927, 2000 WL 710192 (Del. Ch. May 22, 2000)

International Jensen v. Metrosound U.S.A., 4 F.3d 819 (9th Cir.1993)

Invacare Corp. v. Healthdyne Technologies, Inc., 968 F. Supp. 1578 (N. D. Ga. 1997)

Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., 535 A.2d 1334 (Del. 1987)

Jano Justice Systems, Inc. v. Burton, No. 08-C-3209, 2010 WL 2012941 (C.D. Ill. May 20, 2010)

Jasinover v. The Rouse Company, No.13-C-04-59594, 2004 WL 2747382 (Md. Cir. Ct. Nov. 4, 2004)

Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc., 509 A.2d 584 (Del. Ch. 1986)

Jolly Roger Fund LP v. Sizeler Property Investors, Inc., No. RDB 05-841, 2005 WL 2989343 (D. Md. 2005)

Jolly Roger Fund LP v. Prime Group Realty Trust, No. 24-C-06-010433, 2007 Md. Cir. Ct. LEXIS 10 (Aug. 16, 2007)

Kahn v. Dairy Mart Convenience Stores, No. 12489, 1996 Del. Ch. LEXIS 38 (Mar. 29, 1996)

Kahn v. Tremont Corp., No.12339, 1996 Del. Ch. LEXIS 40 (Mar. 21, 1996), rev'd and remanded 694 A.2d 422 (Del. 1997)

Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc. 638 A.2d 1110 (Del. 1994)

Kansas Health Care Association, Inc. v. Kansas Department of Social & Rehabilitation Servs., 31 F. 3d 1536 (10th Cir. 1994)

Kaplan v. Centex Corp., 284 A.2d 119 (1971)

Katz v. Bregman, 431 A. 2d 1274(Del. Ch. 1981)

Katz v. Commonwealth REIT, No. 24-C-13-001299 (Md. Cir. Ct. Feb. 29, 2014)

Kellers Systems, Inc. v. Transport International Pool, Inc., 172 F.Supp. 2d 992 (N.D. Ill. 2001)

Kennecott Corp. v. Smith, 637 F.2d 181 (3d Cir. 1980)

Kimeldorf v. First Union, 309 A.D.2d 151, 764 N.Y.S.2d 73 (NY App. Div. 1st Dep't. Sep. 4, 2003)

Konstand v. Prime Group Realty Trust, No.1-11-0388 2011 Ill. LEXIS 2988 (Ill. App. Sep.29, 2011)

Kohls v. Duthie, 765 A.2d 1274 (Del. Ch. 2000)

Kramer v. Liberty Property Trust, 408 Md. 1, 24, 968 A.2d 120 (2009)

Krim v. ProNet, Inc., 744 A.2d 523 (Del. Ch. 1999)

La. Mun. Police Employees' Retirement System v. Crawford, 918 A. 2d 1172 (Del. Ch. 2007)

Leary v. Daeschner, 228 F.3d 729, 736 (6th Cir. 2000)

Lerner v. Lerner, 306 Md. 771, 511 A.2d 501 (1986)

Llewellyn v. Queen City Dairy, Inc., 187 Md. 49, 48 A.2d 322 (1946)

Lyondell Chemical Corp. v. Ryan, 970 A.2d 235, 237 (Del. 2009)

Macmillan Acquisition Corp. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. 1989)

Maddux v. Schur, 53 AD 3d 738, 861 N.Y.S.2d 814 (3d Dep't 2008)

Malpiede v. Townson, 780 A.2d 1075 (Del. 2001)

Marriott Corp. v. Chesapeake & Potomac Tel. Co., 124 Md. App. 463, 723 A.2d 454 (1998)

Mason v. Minn. State High Sch. League, No. 03-6462, 2003 U.S. Dist. LEXIS 23460 (D. Minn. Dec. 30, 2003)

Matter of Huie, 20 NY2d 568, 232 N.E.2d 642, 285 N.Y.S.2d 610 (1967)

Matter of Kauffman Mut. Fund Actions, 56 FRD 128 (D.Mass. 1972), affd 479 F.2d 257 (1st Cir.), cert den, 414 U.S. 857 (1973)

Matter of Levandusky v. One Fifth Ave. Apt. Corp., 75 NY2d 530 (1990)

McMahon v. City of New York, 105 AD 2d 101, 483 N.Y.S.2d 228 (1st Dep't 1984)

McMillan v. Intercargo Corp., 768 A.2d 492 (Del. Ch. 2000)

McMullin v. Beran, 765 A.2d 910 (Del. 2000)

Meridian Mutual Insurance Corp. v. Meridian Insurance Group, Inc., 128 F.3d 1111 (7th Cir. 1997)

Mills Acquisition Corp. v. MacMillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. 1989)

MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d. 1118 (Del. 2003)

Mobil Corp. v. Marathon Oil Corp., 669 F.2d 366 (6th Cir.1981)

Moltan Corp. v. Eagle-Picher Industries, Inc., 55 F.3d 1171 (6th Cir. 1995)

Mona v. Mona Electric Group, Inc., 176 Md. App. 672, 934 A.2d 450 (Ct. Spec. App. 2007)

Montgomery Cellular Holding Corp. v. Dobler, 880 A.2d 206 (Del. 2005)

Morgan v. Household International, Inc., 500 A.2d 1346(Del. 1985)

Morrissey V. Commissioner, 296 U.S.344; 56S.CT289; 80L.Ed.263 (U.S. 1935)

Motor Vehicle Admin. V. Armacost, 299 Md. 392, 474 A.2d 191 (1984)

Mountain Manor Realty, Inc. v. Buccheri, 461 A.2d 45 (Md. App. 1983)

M.P.M. Enterprises, Inc. v. Gilbert, 731 A.2d 790 (Del. 1999)

Mullen v. Academy Life Insurance Corp., 705 F.2d 971 (8th Cir. 1983)

Multi-Channel TV Cable Corp. v. Charlottesville Quality Cable Operating Corp., 22 F.3d 546 (4th. Cir. 1994)

Nataro v. Koch, 95 F.R.D. 403, 405 (S.D.N.Y. 1982)

National Am. Ins. Co. v. SCOR Reinsurance Co., 362 F.3d 1288 (10th Cir. 2004)

National City Lines, Inc. v. LLC Corp., 524 F. Supp. 906 (W.D. Mo. 1981), *aff'd*, 687 F.2d 1122 (8th Cir. 1982)

National Steel Car, Ltd. v. Canadian Pacific Railway, Ltd., 254 F.Supp.2d 527 (E.D.Pa.2003)

Natural Resources Defense Council v. Pena., 972 F. Supp. 9 (D.D.C. Aug. 8, 1997)

Nicholas M. Salgo Associates v. Continental Illinois Properties, 532 F. Supp. 279 (D.D.C. 1981)

Nixon v. Blackwell, 626 A.2d 1366 (Del. 1993)

Novartis Consumer Health, Inc. v. Johnson & Johnson-Merck Consumer Pharmaceuticals Corp., 290 F.3d 578 (3rd Cir. 2002)

Ohio Oil Co. v. Conway, 279 U.S. 813 (1929)

Oliver v. Boston Univ., No. Civ. A. 16570-NC, 2006 WL 1064169 (Del. Ch. 2006)

Olson v. EV3. Inc., No.5583-VCL (Del. Ch.Feb. 21, 2011)

Pacific American Realty Trust v. Lonctot, 62 Wn.2d 91, 381 P.2d 123 (1963)

Pacific Realty Trust v. APC Investments, Inc., 685 F. 2d 1083 (9th Cir. Aug. 27, 1982)

Pacific Realty Trust v. APC Investments, Inc., 651 P. 2d 163 (Or. App. Sep. 29, 1982)

Pankos Diner Corp. v. Nassau County Legislature, 321 F. Supp. 2d 520 (E.D.N.Y. 2003)

Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34 (Del. 1994)

Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A. 2d 1140 (Del. 1989)

Parish v. Maryland and Virginia Milk Producers Association, 250 Md. 24, 242 A.2d 512 (1968), *aff'd on reh'g*, 261 Md. 618, 277 A.2d 19, *cert. denied*, 404 U.S. 940, 92 S. Ct. 280, 30 L. Ed. 2d 253 (1971)

Parrish v. NFL Players Association, 534 F. Supp. 2d 1081 (N.D. Cal. 2007)

Paskill Corp. v. Alcoma Corp., 747 A.2d 549 (Del. 2000)

Paskowitz v. Wohlstadter, 151 Md. App. 1, 822 A.2d 1272 (Md. 2003)

Patterson v. Patterson, 2006 WL 990998 (Md. Cir. Ct. Jan. 31, 2006)

Peterson v. Hopson, 306 Mass. 597, 29 N.E.2d 140 (1940)

Pharmacia Corp. v. GlaxoSmithKline Consumer Healthcare, 292 F. Supp. 2d 594 (D.N.J. 2003)

Phillips v. Reckson Associates Realty, Corp., No.06-12871 (Sup. Ct. N.Y. Cty. 2006)

Phillips v. Reckson Associates Realty, Corp., No.06-05971, 2006 U.S. Dist. LEXIS 83288 (E.D. N.Y. Nov. 15, 2006)

Piper v. Chris-Craft Industries, Inc., 430 U.S. 1 (1977)

Pomerantz v. Clark, 101 F. Supp. 341 (D. Mass. 1951)

Prescott Group Small Cap LP v. The Coleman Corp., No. 17802, 2004 WL 2059515 (Del. Ch. 2004)

Quadrangle Offshaore (Cayman) LLC v. Kenetech Corp., 1999 WL 893575 (Del. Ch. 1999)

Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro, 721 A.2d 1281(Del. 1998)

Qwest Commc'ns Int'l, Inc. v. WorldQuest Networks, Inc., 213 F.R.D. 418 (D. Colo. 2003)



Rabkin v. Olin Corp., 1990 Del. Ch. LEXIS 50, aff'd, 586 A.2d 1202 (Del. 1990)

Realty Acquisition Corp. v. Property Trust of America, 1989 WL 214477 (D. Md. Oct. 26, 1989)

Reis v. Hazelett Strip-Casting Corp., 28 A.3d 442 (Del. Ch. 2011)

Renbaum v. Custom Holding, Inc., 386 Md. 28 (2005)

Rent-A-Car Agency, Inc. v. Connolly, 686 F.2d 1029 (1st Cir 1982)

Review Printing & Stationery Corp. v. McCoy, 276 Ill.App. 580, 291 Ill.App. 524, 10 N.E.2d 506 (1937)

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986)

Rondeau v. Mosinee Paper Corp., 422 U.S. 49, 95 S. Ct. 2069, 45 L. Ed. 2d 12 (1975)

Rosan v. Chicago Milwaukee Corp., No. 10526, 1990 WL 13482 (Del. Ch. Feb. 6, 1990)

Ronson Corp. v. Liquifin Aktiengesellschaft, 370 F. Supp. 597, (D. N.J.), aff'd, 497 F.2d 394 (3d Cir. 1974), cert. denied, 419 U.S. 870 (1975)

Rothschild International Corp. v. Liggett Group, Inc., 474 A.2d 133 (Del. 1984)

Roudachevski v. All-American Care Centers, Inc., 648 F.3d 701 (8th Cir. 2011)

Rust Environment & Infrastructure, Inc. v. Teunissen, 131 F.3d 1210 (7th Cir. 1997)

Ryan v. Lyondell Chemical Corp., No.3176-VCN, 2008 Del. Ch. LEXIS 105 (Del. Ch. Jul. 28, 2008), rev'd on other grounds, 970 A.2d 235 (Del. 2009)

San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America, 701 F.2d 1000 (1st Cir. Mar. 9, 1983)

Savit v. Chicago Title & Trust Co., 277, 68 NE2d 472 (Ill. App. 1946)

Scotts Corp. v. United Industries. Corp., 315 F.3d. 264 (4th Cir.2002)

SEC v. Mayhew, 121 F.3d 44 (2d Cir. 1997)

Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977)

Semitool, Inc. v. Tokyo Electron Am., Inc., 208 F.R.D. 273, 276 (N.D. Cal. 2002)

Semmes Motors, Inc. v. Ford Motor Corp., 429 F.2d 1197 (2d Cir.1970)

Shelton v. Montoya Oil & Gas Corp., 292 S.W. 165 (Tex. Com. App. 1927)

Shenker v. Laureate Education, Inc., 411 Md. 317, 983 A.2d 408 (2009)

Simon Property Group, Inc. v. Taubman Centers, Inc., 240 F. Supp. 2d 642 (E.D. Mich. Jan. 22, 2003)

Simon Property Group, Inc. v. Taubman Centers, Inc., 261 F. Supp. 2d 919 (E.D. Mich. May. 1, 2003)

Simon Property Group, Inc. v. Taubman Centers, Inc., 262 F. Supp. 2d 794 (E.D. Mich. May. 20, 2003)

Simon Property Group, Inc. v. Taubman Centers, Inc., 262 F. Supp. 2d 794 (E.D. Mich. Jun. 9, 2003)

Sinclair Oil Corp. v. Levien 280 A.2d 717 (Del. 1971)

Singer v. Magnavox Corp., 380 A.2d 969 (Del. 1977)

Skeen v. Jo-Ann Stores, Inc., 750 A.2d. 1170 (Del. 2000)

Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985)

S. Muoi & Col. LLC v. Haiimark Entertainment Invesestment Corp., No. 4729, 2011 WL 863007 (Del. Ch. Mar. 9, 2011)

Solash v. Telex Corporation, 1988 WL 3587, 13 Del.J.Corp.L. 1250 (Del. Ch. Jan. 19, 1988)

Solomon & Sons Trust, v. New England Theatres Operating Corp., 326 Mass. 99, 93 N.E.2d 241 (1950)

Sonesta International Hotels Corp. v. Wellington Associates, 483 F.2d 247 (2d Cir. 1973)

Sound of Music Corp. v. Minnesota Min. & Mfg. Corp., 477 F.3d 910 (7th Cir. 2007)

Spillyards v. Abboud, 278 Ill. App. 3d 663 (1996)

Star. Cellular Telephone Company, Inc. v. Baton Rouge CGSA, Inc., 19 Del. J. Corp. L. 875 (Del. Ch. 1993)

State Department of Health & Mental Hygiene v. Baltimore County, 281 Md. 548, 383 A.2d 51 (1977)

State of Wisconsin Investment Board v. Bartlett, No.17727, 2000 Del. Ch. LEXIS 42 (Del. Ch. Feb. 24, 2000)

Sterling v. Mayflower Hotel Corp., 93 A.2d 107 (Del. 1952)

Stender v. Archstone-Smith Operating Trust, No. 07-2503, 2013 U.S. Dist. LEXIS 160139 (D. Colo. Nov. 8, 2013)

Stender v. Archstone-Smith Operating Trust, No. 07-2503, 2014 U.S. Dist. LEXIS 98634 (D. Colo. Jul 21, 2014)

Stender v. Archstone-Smith Operating Trust, No.07-02503, 2014 U.S. Dist. LEXIS 146242 (D. Colo. Qct. 14, 2014)

Stender v. Cardwell, No. 07-2503, 2009 U.S. Dist. LEXIS 88949 (D. Colo. Sep. 28, 2009)

Stender v. Cardwell, No. 07-2503, 2009 U.S. Dist. LEXIS 97071 (D. Colo. Oct. 20, 2009)

Stender v. Cardwell, No. 07-02503, 2010 U.S. Dist. LEXIS 52395 (D. Colo. May 12, 2010)

Stender v. Cardwell, No. 07-2503, 2011 U.S. Dist. LEXIS 38502 (D. Colo. Apr. 1, 2011)

Stender v. Gerardi, No. 07-2503, 2008 U.S. Dist. LEXIS 83151 (D. Colo. Sep. 30, 2008)

Street v. Vitti, 685 F. Supp. 379 (S.D.N.Y 1988)

Strougo v. Bassini, 282 F.3d 162 (2d Cir. 2002)

Swope v. Quadra Realty Trust, Inc., No. 600381-08, LEXIS 4386 (Sup. Ct. N.Y. Cty. Jul. 16, 2009)

Swope v. Quadra Realty Trust, Inc., 957 N.Y.S.2d 639, LEXIS 3260 (Sup. Ct. N.Y. Cty. Jun. 8, 2010)

Thorpe v. CERBCO, Inc., 676 A. 2d 436(Del. 1996)

Tom Doherty Associates Inc. v. Saban Entertainment, Inc., 60 F.3d 27, 38 (2d Cir. 1995)

Tri-Continental Corp. v. Battye, 74 A.2d 71 (Del. 1950)

TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976)

Twenty Seven Trust v. Realty Growth Investors, 533 F. Supp. 1028 (D. Md. 1982)

Ty, Inc. v. Jones Group, Inc., 237 F.3d 891 (7th Cir. 2001)

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Corp., 493 A. 2d 946 (Del. 1985)

Union Illinois 1995 Investment Ltd. Partnership v. Union Financial Group, Ltd., 847 A.2d 340 (Del. Ch. Dec. 19, 2003)

Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d 1361 (Del. 1995)

Washington v. Reno, 35 F.3d 1093 (6th Cir. 1994)

Wasserman v. Kay, 197 Md. App. 586, 14 A.3d 1193 (2011)

Weber Engine Corp. v. Alter, 120 Kan. 557, 245 P. 143 (1926)

Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701 (Del. 1983)

Werbowsky v. Collomb, 362 Md. 581, 766 A.2d 123 (2001)

Wilcox Indus. Corp. v. Hansen, 279 F.R.D. 64 (2012)

Wilson v. Tully, 243 A.D.2d 229 (1998)

Wittman v. Crooke, 120 Md. App. 369, 707 A.2d 422 (1998)

W.T. Grant Co. v. Srogi, 52 N.Y.2d 496 (1981)

Zirn v. VLI Corp., 621 A.2d 773 (Del. 1993)

別紙 1：J-REIT の基本状況									
2014 年 6 月現在									
J-REIT	執行役員	監督役員	上位株主	資産運用会社	役員	上位株主	スポンサー	資産保管会社	一般事務受託者
日本ビルファン ド投資法人	西川 勉	平井 良之(不動産 鑑定士)	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社 (20.61%)	日本ビルファン ドマネジメン ト株式会社	田中 健一(社長)	三井不動産株式会社 (43%)	不動産系	三井住友信託銀 行	三井住友信託銀 行
		津川 哲郎(弁護士)	資産管理サービス信託銀行 株式会社 (7.95%)		松藤 浩二 (取締役)	住友生命保険相互会社 (35%)			
		深谷 豊(公認会計 士・税理士)	三井不動産株式会社 (3.29%)		三竿 公彦 (取締役)				
ジャパンリアル エステイト投資 法人	寺澤 則忠	日下部 健司 (公認会 計士)	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社 (15.74%)	ジャパンリアル エステイトアセ ットマネジメン ト株式会社	片山 浩 (社長)	三菱地所株式会社 (63%)	不動産系	三井住友信託銀 行	三井住友信託銀 行
		岡野谷 知広(弁護士)	資産管理サービス信託銀行 株式会社 (7.49%)		長沼 文六 (取締役)	第一生命保険株式会社 (27%)			
			日本マスタートラスト信託銀行 株式会社 (6.47%)		菊田 徹也 (取締役)	三井物産株式会社 (10%)			
日本リテールフ ァンド投資法人	難波 修一 (弁護士)	西田 雅彦 (公認会 計士)	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社 (21.43%)	三菱商事・ユービ ーエス・リアルテ ィ株式会社	辻 徹 (社長)	三菱商事株式会社 (51%)	商社系	三菱 UFJ 信託銀 行	三菱 UFJ 信託銀 行
		臼杵 政治 (経済学 教授)	日本マスタートラスト信託銀行 株式会社 (8.05%)		吉本 隆信 (副社長)	UBS A.G. (49%)			
			資産管理サービス信託銀行 株式会社 (6.05%)		倉富 正敏 (監査役)				
産業ファンド投 資法人	倉都 康行	滝口 勝昭 (公認会計 士)	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社 (14.92%)	三菱商事・ユービ ーエス・リアルテ ィ株式会社	辻 徹 (社長)	三菱商事株式会社 (51%)	商社系	三井住友信託銀 行	三井住友信託銀 行
		本多 邦美 (弁護士)	日本マスタートラスト信託銀行 株式会社 (7.92%)		吉本 隆信 (副社長)	UBS A.G. (49%)			
			資産管理サービス信託銀行 株式会社 (7.48%)		倉富 正敏 (監査役)				
オリックス不動 産投資法人	安田 博	石上 尚弘 (弁護士)	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社 (22.36%)	オリックス・アセ ットマネジメン ト株式会社	亀本 由高 (社長兼補欠 執行役員)	オリックス株式会社 (100%)	金融系	三井住友信託銀 行	三井住友信託銀 行
		小池 敏雄 (公認会 計士)	日本マスタートラスト信託 銀行株式会社 (9.07%)		山下 鉄也 (取締役)				
		服部 毅(不動産鑑 定士)	資産管理サービス信託銀行 株式会社 (6.71%)		篠原 佐知子 (取締役)				
日本プライムリ アルティ投資法 人	金子博人 (弁護士)	安田 莊助 (公認会 計士)	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社 (23.43%)	株式会社東京リ アルティ・インベ ストメント・マネ ジメント	大久保 聡 (社長)	東京建物株式会社 (40%)	不動産系	みずほ信託銀行	みずほ信託銀行
		出縄 正人 (弁護士)	日本マスタートラスト信託 銀行株式会社 (6.28%)		林 康弘 (取締役)	大成建設株式会社 (20%)			

			資産管理サービス信託銀行株式会社（6.28％）		杉瀬 一樹（取締役）	安田不動産株式会社（20%）			
プレミアム投資法人	高野博明	飯沼 春樹（弁護士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（23.60％）	プレミアム・リート・アドバイザーズ株式会社	奥田 孝浩（社長）	エヌ・ティ・ティ都市開発株式会社（53.1%）	不動産系	三井住友信託銀行	三井住友信託銀行
		櫻井 憲二（公認会計士）	資産管理サービス信託銀行株式会社（5.55％）		木村 一浩（取締役）	株式会社ケン・コーポレーション（30%）			
			エヌ・ティ・ティ都市開発株式会社（4.42）		安武 文宏（副社長）	総合地所株式会社（10%）			
東急リアル・エステート投資法人	堀江 正博	近藤丸人（弁護士、人大留学）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（27.79％）	東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント株式会社	堀江 正博（社長）	東京急行電鉄株式会社（100%）	鉄道系	三菱 UFJ 信託銀行	三菱 UFJ 信託銀行
		柳澤義一（公認会計士）	日本マスタートラスト信託銀行株式会社（8.38％）		狩矢 淳雅（取締役）				
			東京急行電鉄株式会社（5.01）						
グローバル・ワン不動産投資法人	北島 洋一郎（明治生命）	立石 則文（弁護士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（18.41％）	グローバル・アライアンス・リアルティ株式会社	山内 正教（社長）	明治安田生命保険相互会社（10%）	金融系	三菱 UFJ 信託銀行	三菱 UFJ 信託銀行
	齊藤 利雄（森ビル）	西村 裕（公認会計士）	資産管理サービス信託銀行株式会社（9.02％）		小森 義文（取締役）	近畿日本鉄道株式会社（10%）			
		伊藤 紀幸(不動産鑑定士)	ジューピー モルガン チェース バンク（4.34％）		花田 英男（取締役）	森ビル株式会社（10%）			
野村不動産オフィスファンド投資法人	伊藤 慶幸	一條 實昭（弁護士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（19.59％）	野村不動産投資顧問株式会社	福井 保明（社長）	野村不動産ホールディングス株式会社（100%）	不動産系	三菱 UFJ 信託銀行	三菱 UFJ 信託銀行
		宮 直仁（公認会計士）	野村信託銀行株式会社（5.16％）		新橋 健一（副社長）				
			野村不動産株式会社（4.10％）		片山 優臣（取締役）				
野村不動産レジデンシャル投資法人	棗 正臣	相川 榮徳(不動産鑑定士)	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（24.40％）	野村不動産投資顧問株式会社	福井 保明（社長）	野村不動産ホールディングス株式会社（100%）	不動産系	三菱 UFJ 信託銀行	三菱 UFJ 信託銀行
		横瀬 元治（公認会計士）	野村不動産株式会社（9.48％）		新橋 健一（副社長）				
			野村信託銀行株式会社（5.48％）		片山 優臣（取締役）				
野村不動産マスターファンド投資法人	片岡 隆	吉村 貞彦（公認会計士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（16.97％）	野村不動産投資顧問株式会社	福井 保明（社長）	野村不動産ホールディングス株式会社（100%）	不動産系	三井住友信託銀行	三菱 UFJ 信託銀行
		吉田 修平（弁護士）	資産管理サービス信託銀行株式会社（5.44％）		新橋 健一（副社長）				
			野村不動産株式会社（5.27％）		片山 優臣（取締役）				
ユナイテッド・アーバン投資法	村上仁志	渡瀬 正員（弁護士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（21.65％）	ジャパン・リート・アドバイザー	吉田 郁夫（社長）	丸紅株式会社（95%）	商社系	三井住友信託銀行	三井住友信託銀行

人		秋山 正明（公認会計士）	日本マスタートラスト信託銀行株式会社（7.65％）	ズ株式会社	夏目 憲一（取締役）	極東証券株式会社（5％）			
			資産管理サービス信託銀行株式会社（6.69％）		金子 英二（取締役）				
森トラスト総合リート投資法人	堀野 郷	田中 清（弁護士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（23.78％）	森トラスト・アセットマネジメント株式会社	堀野 郷（社長）	森トラスト株式会社（65％）	不動産系	三井住友信託銀行	三井住友信託銀行
		今尾 金久（公認会計士）	株式会社森トラスト・ホールディングス（22.73％）		小師 直人（取締役）	株式会社パルコ（10％）			
			日本マスタートラスト信託銀行株式会社（6.56％）		山本 道男（取締役）	株式会社損害保険ジャパン（10％）			
フロンティア不動産投資法人	永田 和一	片柳 昂二（弁護士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（25.5％）	三井不動産フロンティアリートマネジメント株式会社	田中 浩（社長）	三井不動産株式会社（100％）	不動産系	三井住友信託銀行	三井住友信託銀行
		落合 孝彰（公認会計士）	日本マスタートラスト信託銀行株式会社（8.70％）		牧野 辰（取締役）				
			三井不動産株式会社（5.9％）		鹿島 義之（取締役）				
平和不動産リート投資法人	東原 正明	福井 琢（弁護士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（32.32％）	平和不動産アセットマネジメント株式会社	市川 隆也（社長）	平和不動産株式会社（100％）	不動産系	みずほ信託銀行	みずほ信託銀行
		窪川 秀一（公認会計士）	平和不動産株式会社（17.07％）		山中 智（取締役）				
			JP MORGAN CHASE BANK（4.58％）		平野 正則（取締役）				
日本ロジスティクスファンド投資法人	川島 高之	須藤鷹千代(不動産鑑定士)	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（19.99％）	三井物産ロジスティクス・パートナーズ株式会社	川島 高之（社長）	三井物産株式会社（51％）	商社系	三井住友信託銀行	三井住友信託銀行
		平岩正史（弁護士）	日本マスタートラスト信託銀行株式会社（10.88％）		倉本 勲（取締役）	三井住友信託銀行株式会社（29％）			
		東 哲也（公認会計士）	資産管理サービス信託銀行株式会社（6.85％）		菱田 幸男（取締役）	ケネディクス株式会社（20％）			
福岡リート投資法人	松雪 恵津男	新道 弘康（弁護士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（29.26％）	株式会社福岡リアルティ	松雪 恵津男（社長）	福岡地所株式会社（50％）	不動産系	三菱UFJ信託銀行	三菱UFJ信託銀行
		篠原 俊（公認会計士）	福岡地所株式会社（10.11％）		茶木 正安（会長）	九州電力株式会社（10％）			
			資産管理サービス信託銀行株式会社（5.58％）		西尾 陽一（取締役）	株式会社福岡銀行（5％）			
ケネディクス・オフィス投資法人	内田 直克	鳥羽 史郎（公認会計士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（15.85％）	ケネディクス不動産投資顧問株式会社	本間 良輔（社長）	ケネディクス株式会社（100％）	外資系	みずほ信託銀行	みずほ信託銀行
		森島 義博(不動産鑑定士)	資産管理サービス信託銀行株式会社（7.60％）		田中 晃（取締役）				

		関 高浩（弁護士）	日本マスタートラスト信託銀行株式会社（6.71%）		内田 直克（取締役）				
ケネディクス・レジデンシャル投資法人	田中 晃	千葉 理（弁護士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（18.95%）	ケネディクス不動産投資顧問株式会社	本間 良輔（社長）	ケネディクス株式会社（100%）	外資系	みずほ信託銀行	みずほ信託銀行
		小川 聡（公認会計士）	ジェーピー モルガン チェース バンク（4.74%）		田中 晃（取締役）				
			ケネディクス株式会社（3.02%）		内田 直克（取締役）				
積水ハウス・S I 投資法人	坂本 光司	高松 薫（弁護士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（26.73%）	積水ハウス・S I アセットマネジメント株式会社	南 修（社長）	積水ハウス株式会社（75%）	不動産系	みずほ信託銀行	みずほ信託銀行
		小谷野 幹雄（公認会計士）	日本マスタートラスト信託銀行株式会社（6.48%）		佐藤 信義（副社長）	株式会社スプリング・インベストメント（25%）			
			積水ハウス株式会社（4.88%）		坂本 光司（取締役）				
いちご不動産投資法人	高塚 義弘	福永 隆明（公認会計士）	いちごトラスト・ピーティーイー・リミテッド（38.42%）	いちご不動産投資顧問株式会社	織井 渉（社長）	いちごグループホールディングス株式会社（100%）	金融系	三井住友信託銀行	三井住友信託銀行
		寺田 昌弘（弁護士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（6.71%）		岩崎 謙治（会長）				
			日本マスタートラスト信託銀行株式会社（6.51%）		内藤 卓巳（副社長）				
大和証券オフィス投資法人	大村 信明	平石孝行（弁護士）	株式会社大和インベストメント・マネジメント（32.57%）	大和リアル・エステート・アセット・マネジメント株式会社	山内 章（社長）	株式会社大和証券グループ本社（100%）	金融系	三井住友信託銀行	三井住友信託銀行
		佐久間宏（公認会計士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（15.84%）		篠塚 裕司（副社長）				
			株式会社大和証券グループ本社（14.99%）		西垣 佳機（副社長）				
阪急リート投資法人	白木 義章	宇多 民夫（弁護士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（19.83%）	阪急リート投信株式会社	白木 義章（社長）	阪急電鉄株式会社（100%）	鉄道系	三菱UFJ 信託銀行	三菱UFJ 信託銀行
		堀之内清孝（公認会計士）	株式会社池田泉州銀行（4.40%）		庄司 敏典（取締役）				
			阪急電鉄株式会社（3.99%）		福井 康樹（取締役）				
トップリート投資法人	佐原 純一	栗林康幸（弁護士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（29.24%）	トップリート・アセットマネジメント株式会社	遠藤 晋民（社長）	三井住友信託銀行株式会社（69%）	金融系	三井住友信託銀行	三井住友信託銀行
		常山邦雄（公認会計士）	三井住友信託銀行株式会社（2.05%）		大橋 周作（取締役）	王子不動産株式会社（31%）			
			王子不動産株式会社（2.04%）		新井 健治（取締役）				
大和ハウス・レジデンシャル投	多田 哲治	岩崎 哲也（公認会計士）	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（24.86%）	大和ハウス・アセットマネジメン	土田 耕一（社長）	大和ハウス工業株式会社（100%）	不動産系	三井住友信託銀行	三井住友信託銀行



資法人		石川 浩司（弁護士）	大和ハウス工業株式会社 (10.08%)	ト株式会社	岡田 勝（取締役）				
			日本マスタートラスト信託銀行 株式会社（8.40%）		有馬 正彦（取締役）				
ジャパン・ホテル・リート投資法人	伊佐 幸夫	松澤 宏（プレミア投資法人の前執行役員）	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社（17.12%）	ジャパン・ホテル・リート・アドバイザーズ株式会社	石戸 俊啓（社長）	Rockrise Sdn Bhd (87.6%)	外資系	三井住友信託銀行	三井住友信託銀行
		御宿哲也（弁護士）	日本マスタートラスト信託銀行 株式会社（11.83%）		松原 宗也（取締役）	株式会社共立メンテナンス（10.3%）			
			太陽インベストメント特定目的 会社（4.85%）		有働 和幸（取締役）	オリックス不動産株式会社（2.1%）			
日本賃貸住宅投資法人	トシヤ・クロダ（弁護士）	藪田 広平（弁護士）	アップルリンゴ・ホールディングス・ビー・ヴィ（41.7%）	株式会社ミカサ・アセット・マネジメント	東野 豊（社長）	アップルリンゴ・ホールディングス・ビー・ヴィ（87.4%）	外資系	三菱UFJ信託銀行	三菱UFJ信託銀行
	東野 豊	永峰 潤（公認会計士）	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社（23.2%）		中村 聡（取締役）	アップルリンゴ・インベストメンツ・ビー・ヴィ（10.6%）			
		ダンフォース・トーマス（コンサルタント）	リンゴ・レジデンシャル特定目的 会社（3.6%）		近持 淳（取締役）				
ジャパンエクセレント投資法人	小川 秀彦	長濱 毅（弁護士）	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社（20.60%）	ジャパンエクセレントアセットマネジメント株式会社	小川 秀彦（社長）	新日鉄興和不動産株式会社（54%）	不動産系	みずほ信託銀行	みずほ信託銀行
		前川 俊一（不動産鑑定士）	新日鉄興和不動産株式会社（6.35%）		佐々木 敏彦（取締役）	第一生命保険株式会社（26%）			
		高木 英治（公認会計士）	第一生命保険株式会社（1.84%）		宮崎 敦志（取締役）	株式会社第一ビルディング（5%）			
インヴィンシブル投資法人	福田 直樹	高橋 孝志（弁護士）	Calliope 合同会社（38.77%）	コンソナント・インベストメント・マネジメント株式会社	福田 直樹（社長）	Calliope 合同会社（100%）	外資系	三井住友信託銀行	三井住友信託銀行
		藤元 拓志（公認会計士）	R a y o 合同会社（9.53%）		横山 伸（取締役）				
			ニュー・ミッション・ファンディ ン グ株式会社（8.22%）						
日本アコモデーションファンド投資法人	登張 信實	富田 武夫（弁護士）	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社（27.13%）	株式会社三井不動産アコモデーションファンドマネジメント	村上 公成（社長）	三井不動産株式会社（100%）	不動産系	三井住友信託銀行	三井住友信託銀行
	村上 公成	高部 道彦（弁護士）	野村信託銀行株式会社（6.99%）		西元 亮（取締役）				
		袖山 裕行（公認会計士・税理士）	三井不動産株式会社（3.38%）		野原 聡史（取締役）				



M I Dリート投 資法人	後藤 智之	喜多村 晴雄（公認会 計士）	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社（7.96%）	M I D リートマネ ジメント株式会 社	後藤 智之（社長）	M I D 都市開発株式会社 （100%）	不動産系	三井住友信託銀 行	三井住友信託銀 行
		谷口 直大（弁護士）	M I D都市開発株式会社 （5.01%）		齋藤 裕孝（取締役）				
			ジェーピー モルガン チェース バンク（4.99%）		飯嶋 紀行（取締役）				
森ヒルズリート 投資法人	磯部 英 之	箭内 昇（りそな銀 行出身）	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社（21.26%）	森ビル・インベス トメントマネジ メント株式会社	磯部英之（社長）	森ビル株式会社（100%）	不動産系	三井住友信託銀 行	三井住友信託銀 行
		小杉 丈夫（弁護士）	森ビル株式会社（17.7%）		齋藤敏文（取締役）				
		田村 誠邦（三井建 設出身）	日本マスタートラスト信託銀行 株式会社（12.2%）		（取締役）				
アドバンス・レ ジデンス投資法 人	高坂 健 司	松田 秀次郎（公認会 計士）	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社（25.15%）	A Dインベスト メント・マネジメ ント株式会社	高坂 健司（社長）	伊藤忠商事株式会社 （46.6%）	商社系	三井住友信託銀 行	三井住友信託銀 行
		大嶋 芳樹（弁護士）	日本マスタートラスト信託銀行 株式会社（7.31%）		高野 剛（取締役）	伊藤忠都市開発株式会社 （19.4%）			
			伊藤忠商事株式会社（2.81%）		東海林 淳一（取締役）	日本土地建物株式会社 （19.4%）			
スタートプロシ ード投資法人	平出 和也	野村 茂樹（弁護士）	スタートコーポレーション株式 会社（13.64%）	スタートアセッ トマネジメント 株式会社	平出 和也（社長）	スタートコーポレーショ ン株式会社（100%）	不動産系	三井住友信託銀 行	三井住友信託銀 行
		松下 素久（公認会 計士）	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社（11.89%）		時武 洋平（取締役）				
			日本マスタートラスト信託銀行 株式会社（4.05%）		津組 圭介（監査役）				
アクティビア・ プロパティーズ 投資法人	坂根 春樹	山田 洋之助（弁 護士）	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社（21.58%）	東急不動産アク ティビア投信株 式会社	坂根 春樹（社長）	東急不動産株式会社 （100%）	不動産系	三井住友信託銀 行	三井住友信託銀 行
		有賀 美典（公認会 計士）	東急不動産株式会社（10.47%）		細井 成明（取締役）				
			日本マスタートラスト信託銀行 株式会社（9.38%）						
大和ハウスリー ト投資法人	寛 正澄	佐々木 秀一（弁 護士）	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社（29.18%）	大和ハウス・リー ト・マネジメント 株式会社	名島 弘尚（社長）	大和ハウス工業株式会社 （100%）	不動産系	三井住友信託銀 行	三井住友信託銀 行
		菊池 哲史（公認会 計士）	大和ハウス工業株式会社 （13.55%）		松竹 健二郎（取締役）				
			日本マスタートラスト信託銀行 株式会社（8.26%）		山岸 祐一（取締役）				
G L P投資法人	三木 真 人	井上 寅喜（公認会 計士）	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社（18.67%）	GLP ジャパン・ア ドバイザーズ株 式会社	三木 真人（社長）	グローバル・ロジスティッ ク・プロパティーズ株式会 社（98%）	外資系	三菱UFJ 信託銀 行	三菱UFJ 信託銀 行

		山口 孝太（弁護士）	ジーエルピーキャピタルジャパ ンツープライベートリミテッド （14.84％）		帖佐 義之（取締役）	GLP キャピタル合同会社 （1％）			
			資産管理サービス信託銀行 株式会社（9.44％）		堤 一浩（取締役）	GLP Capital Japan 2 Private Limited（1％）			
コンフォリア・ レジデンシャル 投資法人	遠又 寛行	片岡 義広（弁護士）	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社（28.71％）	東急不動産コン フォリア投信株 式会社	遠又 寛行（社長）	東急不動産株式会社 （100％）	不動産系	三菱 UFJ 信託銀 行	三菱 UFJ 信託銀 行
		山本 浩二（公認会 計士）	東急不動産株式会社（9.99％）		柏木 信英（取締役）				
日本プロロジス リート投資法人	坂下 雅 弘	島村 勝巳（元国土 交通省運輸審議会委 員）	プロロジス・プロパティ・ジャパ ン特定目的会社（14.94％）	プロロジス・リー ト・マネジメント 株式会社	坂下 雅弘（社長）	株式会社プロロジス （100％）	外資系	三井住友信託銀 行	三井住友信託銀 行
		濱岡 洋一郎（他社 社長）	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社（14.09％）		戸田 淳（取締役）				
			資産管理サービス信託銀行 株式会社（9.47％）		山口 哲（取締役・補欠 執行役員）				
星野リゾート・ リート投資法人	秋本 憲二	品川 広志（弁護士）	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社（13.96％）	株式会社星野リ ゾート・アセット マネジメント	秋本 憲二（社長）	株式会社星野リゾート （100％）	不動産系	三菱 UFJ 信託銀 行	三菱 UFJ 信託銀 行
		藤川 裕紀子（公認会 計士）	株式会社星野リゾート（10％）		金谷 隆行（取締役）				
					隆 哲郎（取締役）				
S I A不動産投 資法人	勝野 浩幸	片山 典之（弁護士）	シンプレクス・インベストメン ト・アドバイザーズ（15％）	株式会社シンプ レクス・リート・ パートナーズ	勝野 浩幸（社長）	シンプレクス・インベスト メント・アドバイザーズ （100％）	外資系	三菱 UFJ 信託銀 行	三井住友信託銀 行
		那須 伸裕（公認会計 士）	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社（6.25％）		市来 直人（取締役）				
			SBI 証券（1.08％）		中野 信義（取締役）				
イオンリート投 資法人	河原 健次	安保 智勇（弁護士）	イオン株式会社（18.95％）	イオン・リートマ ネジメント株式 会社	河原 健次（社長）	イオン株式会社（100％）	小売系	三井住友信託銀 行	三菱 UFJ 信託銀 行
		関 葉子（弁護士）	日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社（14.56％）		塚原 啓仁（取締役）				
					小櫻 和志（取締役）				
ヒューリックリ ート投資法人	時田 榮治	島田邦雄（弁護士）	ヒューリック株式会社（100％）上 場時点	ヒューリックリ ートマネジメン ト株式会社	時田 榮治（社長）	ヒューリック株式会社 （100％）	不動産系	みずほ信託銀行	みずほ信託銀行
		杉本 茂（公認会計 士）			一寸木和朗（取締役）				
					田口浩行（取締役）				
日本リート投資	石川 久夫	島田 康弘（弁護士）	アジリティー・アセット・アドバ	双日リートアド	石川 久夫（社長）	双日株式会社（67％）	商社系	三菱 UFJ 信託銀	三菱 UFJ 信託銀

法人		矢作 大（税理士）	イザーズ株式会社（100％）上場 時点	バイザーズ株式 会社	渾大防 清（副社長）	クッシュマン・アンド・ウ ェイクフィールド・アセッ トマネジメント株式会社 （18％）		行	行
					水野 文彦（取締役）	アジリティー・アセット・ アドバイザーズ株式会社 （15％）			
インベスコ・オ フィス・ジェイ リート投資法人	松本吉史	下門敬史（弁護士）	アイアールイー・ジェイリート合 同会社（100％）上場時点	インベスコ・グロ ーバル・リアルエ ステート・アジア パシフィック・イ ンク	辻 泰幸（社長）	タワー・エイジアパック・ ホールドコ・エルエルシー （100％）	外資系	三井住友信託銀 行	三井住友信託銀 行
		川崎英嗣（元アリコ ジャパン執行役員）			中田 隆吉（取締役）				
					山田 卓也（取締役）				

別紙 2 : US-REIT の基本状況								
								2014 年 10 月現在
US-REIT 名称	上場市場	本社所在地	投資形態	主な投資対象	法人形態	管理方法	UP/DOWN	OP
HCP, Inc. (HCP)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Health Care	会社型	内部型	DOWN	
W. P. Carey Inc.(WPC)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	DOWN	
Associated Estates Realty Corporation(AEC)	NYSE	Ohio (OH)	エクティ型	Residential	会社型	内部型	DOWN	
Developers Diversified Realty Corporation(DDR)	NYSE	Ohio (OH)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	DOWN	DDR DownREIT LLC
UDR, Inc.(UDR)	NYSE	Colorado (CO)	エクティ型	Residential	会社型	内部型	DOWN	
Urstadt Biddle Properties, Inc. (UBA)	NYSE	Connecticut (CT)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	DOWN	
Retail Opportunity Investments Corp(ROIC)	NASDAQ	California (CA)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	UP	Retail Opportunity Investments Partnership, LP
Sabra Health Care REIT, Inc. (SBRA)	NASDAQ	California (CA)	エクティ型	Health Care	会社型	内部型	UP	Sabra Health Care Limited Partnership
Medical Properties Trust Inc.(MPW)	NYSE	Alabama (AL)	エクティ型	Health Care	会社型	内部型	UP	MPT Operating Partnership, L.P.
American Residential Properties, Inc. (ARPI)	NYSE	Arizona (AZ)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	UP	American Residential Properties OP, L.P.
Healthcare Trust of America, Inc. (HTA)	NYSE	Arizona (AZ)	エクティ型	Health Care	会社型	内部型	UP	Healthcare Trust of America Holdings, LP
Spirit Realty Capital (SRC)	NYSE	Arizona (AZ)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	UP	Spirit Realty, LP
Alexandria Real Estate Equities, Inc. (ARE)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	Alexandria Real Estate Equities, L.P.
American Assets Trust, Inc (AAT)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	UP	American Assets Trust, L.P.
BioMed Realty Trust, Inc. (BMR)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	BioMed Realty, L.P.
Digital Realty Trust, Inc. (DLR)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	UP	Digital Realty Trust, L.P.
Douglas Emmett, Inc. (DEI)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	Douglas Emmett Properties, LP
Essex Property Trust, Inc. (ESS)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Residential	会社型	内部型	UP	Essex Portfolio, L.P.
Excel Trust, Inc. (EXL)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	UP	Excel Trust, L.P.

Hudson Pacific Properties, Inc. (HPP)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	Hudson Pacific Properties, L.P.
Kilroy Realty Corporation (KRC)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	Kilroy Realty, L.P.
Macerich Co (MAC)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	UP	Macerich Partnership L.P.
Prologis, Inc.(PLD)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	Prologis, L.P.
PS Business Parks, Inc.(PSB)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	PS Business Parks, L.P.
Rexford Industrial Realty, Inc. (REXR)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	Rexford Industrial Realty, L.P.
Sunstone Hotel Investors, Inc. (SHO)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Lodging/Resorts	会社型	内部型	UP	Sunstone Hotel Partnership, LLC
Apartment Investment and Management Co (AIV)	NYSE	Colorado (CO)	エクティ型	Residential	会社型	内部型	UP	AIMCO Properties, L.P.
Boston Property, Inc.(BXP)	NYSE	Massachusetts(MA)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	Boston Properties Limited Partnership
Brixmor Property Group Inc.(BRX)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	UP	Brixmor Operating Partnership LP
Cedar Realty Trust, Inc.(CDR)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	UP	Cedar Realty Trust Partnership LP
SL Green Realty Corporation(SLG)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	SL Green Operating Partnership, L.P.
Sovran Self Storage, Inc.(SSS)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Self Storage	会社型	内部型	UP	Sovran Acquisition, LP
City Office REIT, Inc. (CIO)	NYSE	Vancouver, BC	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	City Office REIT Operating Partnership, L.P.
American Realty Capital Healthcare Trust, Inc.(HCT)	NASDAQ	New York(NY)	エクティ型	Health Care	会社型	外部型	UP	American Realty Capital Healthcare Trust OP LP
American Realty Capital Properties, Inc.(ARCP)	NASDAQ	New York(NY)	エクティ型	Retail	会社型	外部型	UP	American Realty Capital OP, LP
Gladstone Commercial Corporation (GOOD)	NASDAQ	Virginia(VA)	エクティ型	Office	会社型	外部型	UP	Gladstone Commercial LP
Gladstone Land Corporation(LAND)	NASDAQ	Virginia(VA)	エクティ型	Diversified	会社型	外部型	UP	Gladstone Land LP
Preferred Apartment Communities, Inc(APTS)	NYSE	Georgia (GA)	エクティ型	Residential	会社型	外部型	UP	Preferred Apartment Communities Operating Partnership, L.P.

Silver Bay Realty Trust Corp. (SBY)	NYSE	Minnesota(MN)	エクティ型	Diversified	会社型	外部型	UP	Silver Bay OP, LP
Bluerock Residential Growth REIT, Inc.(BRG)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Residential	会社型	外部型	UP	Bluerock Residential Holdings, L.P.
New York REIT Inc.(NYRT)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Office	会社型	外部型	UP	New York Recovery OP, LP
Independence Realty Trust, Inc.(IRT)	NYSE MKT	Pennsylvania(PA)	エクティ型	Residential	会社型	外部型	UP	Independence Realty OP, LP
Berkshire Income Realty(BIR-A)	NYSEMKT	Massachusetts(MA)	エクティ型	Residential	会社型	外部型	UP	Berkshire Income Realty - OP, LP
Invesco Mortgage Capital, Inc.(IVR)	NYSE	Georgia (GA)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	UP	IAS Operating Partnership LP
Cherry Hill Mortgage Investment Corporation(CHMI)	NYSE	New Jersey(NJ)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	UP	Cherry Hill OP, LP
ZAIS Financial Corp. (ZFC)	NYSE	New Jersey(NJ)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	UP	ZAIS Financial Partners, LP
Arbor Realty Trust, Inc.(ABR)	NYSE	New York(NY)	モーゲージ型	Commercial Financing	会社型	外部型	UP	Arbor Realty LP
Altisource Residential Corporation (RESI)	NYSE	U.S. Virgin Islands(VI)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	UP	Altisource Residential, LP
Trade Street Residential, Inc.(TSRE)	NASDAQ	Florida (FL)	エクティ型	Residential	会社型	内部型	UP	Trade Street OP, L.P.
Supertel Hospitality, Inc.	NASDAQ	Nebraska(NE)	エクティ型	Lodging/Resorts	会社型	内部型	UP	Supertel LP; E&P Financing LP
Gaming and Leisure Properties, Inc.(GLPI)	NASDAQ	Pennsylvania(PA)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	UP	GLP Capital, LP or its subsidiaries
CyrusOne Inc.(CONE)	NASDAQ	Texas(TX)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	UP	CyrusOne LP
SoTHERLY Hotels Inc.(SOHO)	NASDAQ	Virginia(VA)	エクティ型	Lodging/Resorts	会社型	内部型	UP	MHI Hospitality, LP
Wheeler Real Estate Investment Trust, Inc.(WHLR)	NASDAQ	Virginia(VA)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	UP	Wheeler Real Estate Investment Trust, LP
CoreSite Realty Corporation(COR)	NYSE	Colorado (CO)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	UP	CoreSite, L.P.
DCT Industrial Trust Inc.(DCT)	NYSE	Colorado (CO)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	DCT Industrial Operating Partnership LP
Parkway Properties, Inc.(PKY)	NYSE	Florida (FL)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	Parkway Properties LP
Rayonier, Inc.(RYN)	NYSE	Florida (FL)	エクティ型	Timber	会社型	内部型	UP	Rayonier Timberlands Operating Company, L.P.
Regency Centers Corporation(REG)	NYSE	Florida (FL)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	UP	Regency Centers, L.P.
CatchMark Timber Trust, Inc. (CTT)	NYSE	Georgia (GA)	エクティ型	Timber	会社型	内部型	UP	Catchmark Timber Operating Partnership, L.P.
Columbia Property Trust, Inc.(CXP)	NYSE	Georgia (GA)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	Columbia Property Trust Operating

								Partnership, LP
Piedmont Office Realty Trust, Inc.(PDM)	NYSE	Georgia (GA)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	Piedmont Operating Partnership, L.P.
Post Properties, Inc.(PPS)	NYSE	Georgia (GA)	エクティ型	Residential	会社型	内部型	UP	Post Apartment Homes, L.P.
Aviv REIT, Inc.(AVIV)	NYSE	Illinois (IL)	エクティ型	Health Care	会社型	内部型	UP	Aviv Healthcare Properties Limited Partnership
Equity Lifestyle Properties, Inc.(ELS)	NYSE	Illinois (IL)	エクティ型	Residential	会社型	内部型	UP	MHC Operating Limited Partnership
First Industrial Realty Trust, Inc. (FR)	NYSE	Illinois (IL)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	First Industrial, L.P.
General Growth Properties, Inc. (GGP)	NYSE	Illinois (IL)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	UP	GGP Limited Partnership
Strategic Hotels & Resorts, Inc. (BEE)	NYSE	Illinois (IL)	エクティ型	Lodging/Resorts	会社型	内部型	UP	Strategic Hotel Funding, L.L.C.
Ventas, Inc. (VTR)	NYSE	Illinois (IL)	エクティ型	Health Care	会社型	内部型	UP	Ventas Realty, Limited Partnership
Duke Realty Corporation(DRE)	NYSE	Indiana (IN)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	Duke Realty Limited Partnership
Simon Property Group, Inc.(SPG)	NYSE	Indiana (IN)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	UP	Simon Property Group, L.P.
QTS Realty Trust, Inc.(QTS)	NYSE	Kansas (KS)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	UP	QualityTech, LP
DiamondRock Hospitality Company(DRH)	NYSE	Maryland (MD)	エクティ型	Lodging/Resorts	会社型	内部型	UP	DiamondRock Hospitality L.P.
Host Hotels & Resorts, Inc.(HST)	NYSE	Maryland (MD)	エクティ型	Lodging/Resorts	会社型	内部型	UP	Host Hotels & Resorts, L.P.
Stag Industrial, Inc. (STAG)	NYSE	Massachusetts(MA)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	STAG Industrial Operating Partnership, L.P.
Agree Realty Corporation (ADC)	NYSE	Michigan (MI)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	UP	Agree L.P.
Sun Communities, Inc.(SUI)	NYSE	Michigan (MI)	エクティ型	Residential	会社型	内部型	UP	Sun Communities Operating L.P.
Taubman Centers, Inc.(TCO)	NYSE	Michigan (MI)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	UP	Taubman Realty Group L.P.
EastGroup Properties, Inc. (EGP)	NYSE	Mississippi (MS)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	EastGroup Properties, L.P.
Mack-Cali Realty Corporation (CLI)	NYSE	New Jersey(NJ)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	Mack-Cali Realty, LP
Empire State Realty Trust, Inc. (ESRT)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	Empire State Realty OP,LP
Gramercy Property Trust Inc.(GPT)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	UP	GPT Property Trust LP
Home Properties, Inc.(HME)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Residential	会社型	内部型	UP	Home Properties, LP
Rouse Properties, Inc.(RSE)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	UP	Rouse Properties, L.P.

Campus Crest Communities (CCG)	NYSE	North Carolina (NC)	エクティ型	Residential	会社型	内部型	UP	Campus Crest Communities Operating Partnership, LP
Highwoods Properties, Inc.(HIW)	NYSE	North Carolina (NC)	エクティ型	Office	会社型	内部型	UP	Highwoods Realty LP
Tanger Factory Outlet Centers, Inc.(SKT)	NYSE	North Carolina (NC)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	UP	Tanger Properties LP
Education Realty Trust, Inc.(EDR)	NYSE	Tennessee (TN)	エクティ型	Residential	会社型	内部型	UP	Education Realty OP, LP
Mid-America Apartment Communities Inc(MAA)	NYSE	Tennessee (TN)	エクティ型	Residential	会社型	内部型	UP	Mid-America Apartments, L.P.
Ryman Hospitality Properties, Inc.(RHP)	NYSE	Tennessee (TN)	エクティ型	Lodging/Resorts	会社型	内部型	UP	RHP Hotel Properties, LP
American Campus Communities, Inc.(ACC)	NYSE	Texas(TX)	エクティ型	Residential	会社型	内部型	UP	American Campus Communities OP LP
AmREIT, Inc. (AMRE)	NYSE	Texas(TX)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	UP	AmREIT OP, LP
Ashford Hospitality Prime, Inc. (AHP)	NYSE	Texas(TX)	エクティ型	Lodging/Resorts	会社型	内部型	UP	Ashford Hospitality Prime LP
Ashford Hospitality Trust, Inc.(AHT)	NYSE	Texas(TX)	エクティ型	Lodging/Resorts	会社型	内部型	UP	Ashford Hospitality LP
FelCor Lodging Trust Inc(FCH)	NYSE	Texas(TX)	エクティ型	Lodging/Resorts	会社型	内部型	UP	FelCor Lodging LP
Summit Hotel Properties Inc.(INN)	NYSE	Texas(TX)	エクティ型	Lodging/Resorts	会社型	内部型	UP	Summit Hotel OP, LP
Extra Space Storage, Inc.(EXR)	NYSE	Utah (UT)	エクティ型	Self Storage	会社型	内部型	UP	Extra Space Storage LP
Armada Hoffler Properties, Inc.(AHH)	NYSE	Virginia(VA)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	UP	Armada Hoffler, LP
Plum Creek Timber Company, Inc. (PCL)	NYSE	Washington(WA)	エクティ型	Timber	会社型	内部型	UP	Plum Creek Timberlands, LP
DuPont Fabros Technology, Inc.(DFT)	NYSE	Washington, DC(DC)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	UP	DuPont Fabros Technology, L.P.
Farmland Partners Inc.(FPI)	NYSEMKT	Colorado (CO)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	UP	Farmland Partners OP, LP
Roberts Realty Investors, Inc.(RPI)	NYSEMKT	Georgia (GA)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	UP	Roberts Properties Residential, LP
Hannon Armstrong Sustainable Infrastructure Capital, Inc.(HASI)	NYSE	Maryland (MD)	モーゲージ型	Commercial Financing	会社型	内部型	UP	Hannon Armstrong Sustainable Infrastructure, L.P.
NorthStar Realty Finance Corporation(NRF)	NYSE	New York(NY)	モーゲージ型	Commercial Financing	会社型	内部型	UP	NorthStar Realty Finance LP
LTC Properties, Inc. (LTC)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Health Care	会社型	内部型	一般	
Realty Income Corporation(O)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	一般	
Terreno Realty Corporation (TRNO)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Office	会社型	内部型	一般	
Health Care REIT, Inc.(HCN)	NYSE	Ohio (OH)	エクティ型	Health Care	会社型	内部型	一般	
American Homes 4 Rent (AMH)	NYSE MKT	California (CA)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	一般	
CorEnergy Infrastructure Trust, Inc. (CORR)	NYSE	Missouri(MO)	エクティ型	Infrastructure	会社型	外部型	一般	Corridor InfraTrust Management, LLC(Manager:an affiliate of Tortoise Capital Advisors, LLC)



Alexanders, Inc.(ALX)	NYSE	New Jersey(NJ)	エクティ型	Retail	会社型	外部型	一般	Vornado Realty Trust (Manager)
American Capital Agency Corp. (AGNC)	NASDAQ	Maryland (MD)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	一般	American Capital AGNC Management, LLC (Manager : an affiliate of American Capital, Ltd)
American Capital Mortgage Investment Corp. (MTGE)	NASDAQ	Maryland (MD)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	一般	American Capital MTGE Management, LLC
Anworth Mortgage Asset Corporation(ANH)	NYSE	California (CA)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	一般	Anworth Management, LLC(Manager)
Colony Financial, Inc. (CLNY)	NYSE	California (CA)	モーゲージ型	Commercial Financing	会社型	外部型	一般	Colony Financial Manager, LLC
Owens Realty Mortgage, Inc.(ORM)	NYSE	California (CA)	モーゲージ型	Commercial Financing	会社型	外部型	一般	Owens Financial Group, Inc.
Western Asset Mortgage Capital Corporation(WMC)	NYSE	California (CA)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	一般	Western Asset Management Company(Manager:a wholly-owned subsidiary of Legg Mason, Inc. )
ARMOUR Residential REIT, Inc.(ARR)	NYSE	Florida (FL)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	一般	ARMOUR Residential Management LLC
JAVELIN Mortgage Investment Corp.(JMI)	NYSE	Florida (FL)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	一般	ARMOUR Residential Management, LLC
Ares Commercial Real Estate Corporation (ACRE)	NYSE	Illinois (IL)	モーゲージ型	Commercial Financing	会社型	外部型	一般	Ares Management, L.P.
Two Harbors Investment Corp.(TWO)	NYSE	Minnesota(MN)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	一般	PRCM Advisers LLC(Manager:a wholly-owned subsidiary of Pine River, or PRCM Advisers)
AG Mortgage Investment Trust, Inc.(MITT)	NYSE	New York(NY)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	一般	AG REIT Management, LLC(Manger)
Annaly Capital Management, Inc.(NLY)	NYSE	New York(NY)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	一般	Annaly Management Company LLC (Manager)
Apollo Commercial Real Estate Finance, Inc.(ARI)	NYSE	New York(NY)	モーゲージ型	Commercial Financing	会社型	外部型	一般	ACREFI Management, LLC(Manager:an indirect subsidiary of Apollo Global Management, LLC)
Apollo Residential Mortgage, Inc.(AMTG)	NYSE	New York(NY)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	一般	ARM Manager, LLC(Manager:an indirect subsidiary of Apollo Global

								Management, LLC)
Blackstone Mortgage Trust, Inc.(BXMT)	NYSE	New York(NY)	モーゲージ型	Commercial Financing	会社型	外部型	一般	BXMT Advisors LLC(a subsidiary of The Blackstone Group LP) or Blackstone
Chimera Investment Corporation(CIM)	NYSE	New York(NY)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	一般	Fixed Income Discount Advisory Company(Manager:a wholly-owned subsidiary of Annaly Capital Management, Inc.)
Five Oaks Investment Corp.(OAKS)	NYSE	New York(NY)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	一般	Oak Circle Capital Partners LLC(Manager)
New Residential Investment Corporation(NRZ)	NYSE	New York(NY)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	一般	an affiliate of Fortress Investment Group LLC(Manager)
Newcastle Investment Corporation(NCT)	NYSE	New York(NY)	モーゲージ型	Commercial Financing	会社型	外部型	一般	an affiliate of Fortress Investment Group LLC(Manager)
Resource Capital Corp.(RSO)	NYSE	New York(NY)	モーゲージ型	Commercial Financing	会社型	外部型	一般	Resource Capital Manager, Inc.(an indirect wholly owned subsidiary of Resource America, Inc.)
Hatteras Financial Corp (HTS)	NYSE	North Carolina (NC)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	一般	Atlantic Capital Advisors LLC
CIM Commerical Trust Corp(CMCT)	NYSE MKT	Texas(TX)	モーゲージ型	Commercial Financing	会社型	外部型	一般	CIM Group(Manager)
Orchid Island Capital, Inc. (ORC)	NYSEMKT	Florida (FL)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	外部型	一般	Bimini Capital Management, Inc.(Manager)
Gyrodyne Company of America, Inc.(GYRO)	NASDAQ	New York(NY)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	一般	
Potlatch Corporation(PCH)	NASDAQ	Washington(WA)	エクティ型	Timber	会社型	内部型	一般	
Equity One, Inc.(EQY)	NYSE	Florida (FL)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	一般	
National Retail Properties, Inc.(NNN)	NYSE	Florida (FL)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	一般	
The GEO Group, Inc.(GEO)	NYSE	Florida (FL)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	一般	
Cousins Properties, Inc.(CUZ)	NYSE	Georgia (GA)	エクティ型	Office	会社型	内部型	一般	
Inland Real Estate Corporation (IRC)	NYSE	Illinois (IL)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	一般	
Retail Properties of America, Inc. (RPAI)	NYSE	Illinois (IL)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	一般	
Omega Healthcare Investors, Inc.(OHI)	NYSE	Maryland (MD)	エクティ型	Health Care	会社型	内部型	一般	
Saul Centers, Inc.(BFS)	NYSE	Maryland (MD)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	一般	
American Tower Corporation(AMT)	NYSE	Massachusetts(MA)	エクティ型	Infrastructure	会社型	内部型	一般	

Monmouth Real Estate Investment Corporation (MNR)	NYSE	New Jersey(NJ)	エクティ型	Office	会社型	内部型	一般	
UMH Properties, Inc. (UMH)	NYSE	New Jersey(NJ)	エクティ型	Residential	会社型	内部型	一般	
Getty Realty Corp.(GTY)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	一般	
Kimco Realty Corporation(KIM)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	一般	
One Liberty Properties, Inc.(OLP)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	一般	
CBL & Associates Properties, Inc.(CBL)	NYSE	Tennessee (TN)	エクティ型	Retail	会社型	内部型	一般	
Corrections Corporation of America(CXW)	NYSE	Tennessee (TN)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	一般	
Healthcare Realty Trust, Inc(HR)	NYSE	Tennessee (TN)	エクティ型	Health Care	会社型	内部型	一般	
National Health Investors, Inc.(NHI)	NYSE	Tennessee (TN)	エクティ型	Health Care	会社型	内部型	一般	
Crown Castle International Corporation(CCI)	NYSE	Texas(TX)	エクティ型	Infrastructure	会社型	内部型	一般	
AvalonBay Communities, Inc.(AVB)	NYSE	Virginia(VA)	エクティ型	Residential	会社型	内部型	一般	
Weyerhaeuser(WY)	NYSE	Washington(WA)	エクティ型	Timber	会社型	内部型	一般	
Franklin Street Properties Corp.(FSP)	NYSE MKT	Massachusetts(MA)	エクティ型	Office	会社型	内部型	一般	
HMG/Courtland Properties, Inc.(HMG)	NYSEMKT	Florida (FL)	エクティ型	Diversified	会社型	内部型	一般	
New York Mortgage Trust, Inc.(NYMT)	NASDAQ	New York(NY)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	内部型	一般	
Redwood Trust, Inc. (RWT)	NYSE	California (CA)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	内部型	一般	
Starwood Property Trust, Inc. (STWD)	NYSE	Connecticut (CT)	モーゲージ型	Commercial Financing	会社型	内部型	一般	
CYS Investments, Inc.(CYS)	NYSE	Massachusetts(MA)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	内部型	一般	
ISar Financial Inc.(STAR)	NYSE	New York(NY)	モーゲージ型	Commercial Financing	会社型	内部型	一般	
MFA Financial, Inc. (MFA)	NYSE	New York(NY)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	内部型	一般	
Capstead Mortgage Corporation(CMO)	NYSE	Texas(TX)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	内部型	一般	
Dynex Capital, Inc.(DX)	NYSE	Virginia(VA)	モーゲージ型	Home Financing	会社型	内部型	一般	
Federal Realty Investment Trust(FRT)	NYSE	Maryland (MD)	エクティ型	Retail	信託型	内部型	DOWN	
Lexington Realty Trust(LXP)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Diversified	信託型	内部型	DOWN	Lepercq Corporate Income Fund L.P.;Lepercq Corporate Income Fund II L.P
Vornado Realty Trust(VNO)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Diversified	信託型	内部型	UP	Vornado Realty LP
Glimcher Realty Trust(GRT)	NYSE	Ohio (OH)	エクティ型	Retail	信託型	内部型	UP	Glimcher Properties LP
InnSuites Hospitality Trust (IHT)	NYSEMKT	Arizona (AZ)	エクティ型	Lodging/Resorts	信託型	内部型	UP	RRF LP
Starwood Waypoint Residential Trust, Inc. (SWAY)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Diversified	信託型	外部型	UP	Starwood Waypoint Residential Partnership, L.P.

PennyMac Mortgage Investment Trust (PMT)	NYSE	California (CA)	モーゲージ型	Home Financing	信託型	外部型	UP	PennyMac OP, LP
Ellington Residential Mortgage REIT(EARN)	NYSE	Connecticut (CT)	モーゲージ型	Home Financing	信託型	外部型	UP	Ellington Residential Mortgage LP
Chatham Lodging Trust(CLDT)	NYSE	Florida (FL)	エクティ型	Lodging/Resorts	信託型	内部型	UP	Chatham Lodging, L.P.
Equity Residential(EQR)	NYSE	Illinois (IL)	エクティ型	Residential	信託型	内部型	UP	ERP Operating Limited Partnership
Kite Realty Group Trust(KRG)	NYSE	Indiana (IN)	エクティ型	Retail	信託型	内部型	UP	Kite Realty Group, L.P.
Chesapeake Lodging Trust(CHSP)	NYSE	Maryland (MD)	エクティ型	Lodging/Resorts	信託型	内部型	UP	Chesapeake Lodging, L.P.
Corporate Office Properties Trust(OFC)	NYSE	Maryland (MD)	エクティ型	Office	信託型	内部型	UP	Corporate Office Properties, L.P.
First Potomac Realty Trust(FPO)	NYSE	Maryland (MD)	エクティ型	Office	信託型	内部型	UP	First Potomac Realty Investment L.P.
LaSalle Hotel Properties(LHO)	NYSE	Maryland (MD)	エクティ型	Lodging/Resorts	信託型	内部型	UP	LaSalle Hotel Operating Partnership, L.P.
Pebblebrook Hotel Trust(PEB)	NYSE	Maryland (MD)	エクティ型	Lodging/Resorts	信託型	内部型	UP	Pebblebrook Hotel L.P.
RLJ Lodging Trust(RLJ)	NYSE	Maryland (MD)	エクティ型	Lodging/Resorts	信託型	内部型	UP	RLJ Lodging Trust, L.P.
Ramco-Gershenson Properties Trust(RPT)	NYSE	Michigan (MI)	エクティ型	Retail	信託型	内部型	UP	Ramco-Gershenson Properties, L.P.
Chambers Street Properties(CSG)	NYSE	New Jersey(NJ)	エクティ型	Office	信託型	内部型	UP	CSP Operating Partnership, LP
Acadia Realty Trust (AKR)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Retail	信託型	内部型	UP	Acadia Realty LP
Winthrop Realty Trust(FUR)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Diversified	信託型	内部型	UP	WRT Realty LP
Investors Real Estate Trust(IRET)	NYSE	North Dakota(ND)	エクティ型	Diversified	信託型	内部型	UP	IRET Properties LP
Brandywine Realty Trust(BDN)	NYSE	Pennsylvania(PA)	エクティ型	Office	信託型	内部型	UP	Brandywine OP, LP
CubeSmart(CUBE)	NYSE	Pennsylvania(PA)	エクティ型	Self Storage	信託型	内部型	UP	CubeSmart LP (REIT)
Hersha Hospitality Trust(HT)	NYSE	Pennsylvania(PA)	エクティ型	Lodging/Resorts	信託型	内部型	UP	Hersha Hospitality LP
Liberty Property Trust (LPT)	NYSE	Pennsylvania(PA)	エクティ型	Office	信託型	内部型	UP	Liberty Property LP
Pennsylvania Real Estate Investment Trust (PEI)	NYSE	Pennsylvania(PA)	エクティ型	Retail	信託型	内部型	UP	PREIT Associates, L.P
Camden Property Trust(CPT)	NYSE	Texas(TX)	エクティ型	Residential	信託型	内部型	UP	Camden Operating, L.P
Whitestone REIT(WSR)	NYSE	Texas(TX)	エクティ型	Diversified	信託型	内部型	UP	Whitestone Reit OP, LP
Physicians Realty Trust (DOC)	NYSE	Wisconsin(WI)	エクティ型	Health Care	信託型	内部型	UP	Physicians Realty LP
Power REIT(PW)	NYSEMKT	New York(NY)	エクティ型	Infrastructure	信託型	内部型	UP	Power REIT LP
RAIT Financial Trust (RAS)	NYSE	Pennsylvania(PA)	モーゲージ型	Commercial Financing	信託型	内部型	UP	RAIT Partnership, LP
Public Storage(PSA)	NYSE	California (CA)	エクティ型	Self Storage	信託型	内部型	一般	

CommonWealth REIT(CWH) ; Equity Commonwealth(EQC)	NYSE	Massachusetts(MA)	エクティ型	Office	信託型	外部型	一般	REIT Management & Research LLC
BRT Realty Trust(BRT)	NYSE	New York(NY)	エクティ型	Diversified	信託型	内部型	一般	
Government Properties Income Trust(GOV)	NYSE	Massachusetts(MA)	エクティ型	Office	信託型	外部型	一般	Reit Management & Research LLC
Hospitality Properties Trust (HPT)	NYSE	Massachusetts(MA)	エクティ型	Lodging/Resorts	信託型	外部型	一般	Reit Management & Research LLC
Select Income REIT(SIR)	NYSE	Massachusetts(MA)	エクティ型	Diversified	信託型	外部型	一般	Reit Management & Research LLC
Senior Housing Properties Trust(SNH)	NYSE	Massachusetts(MA)	エクティ型	Health Care	信託型	外部型	一般	Reit Management & Research LLC
Washington Real Estate Investment Trust(WRE)	NYSE	Maryland (MD)	エクティ型	Diversified	信託型	内部型	一般	
EPR Properties(EPR)	NYSE	Missouri(MO)	エクティ型	Diversified	信託型	内部型	一般	
Universal Health Realty Income Trust (UHT)	NYSE	Pennsylvania(PA)	エクティ型	Health Care	信託型	内部型	一般	
Weingarten Realty Investors(WRI)	NYSE	Texas(TX)	エクティ型	Retail	信託型	内部型	一般	

別紙3：US-REITの買収・再編活動（2004年-2014年）							
年	買収者(その完全子会社等)	買収者の類型	対象会社	買収・再編方法	対価	買収形態	OPユニット対価
2004	Ventas, Inc.(Ventas Sub, LLC, a wholly owned subsidiary of it)	Public REIT	ElderTrust	逆三角合併	\$184million (\$12.50 per share) in cash	友好的	\$12.50 per unit (acquire all of the limited partnership units directly from their owners)
2004	Transwestern Investment Company, L.L.C (Aslan Realty Partners II, L.P,an affiliate of it)	Private Real Estate Company	Great Lakes REIT	正三角合併	\$550 million (\$15.65 per share) in cash	友好的	
2004	ProLogis Six Rivers, LP[joint venture formed by ProLogis and certain affiliates of investment funds managed by Eaton Vance Management] (Six Rivers REIT Merger Sub LLC, a direct wholly owned subsidiary of ProLogis)	Public REIT/Investment Advisor	Keystone Property Trust	逆三角合併	\$1.7 billion (\$23.80 per share) in cash	友好的	\$23.80 in cash or receive newly issued ProLogis OP unit per unit
2004	Simon Property Group, Inc.( Simon Acquisition I, LLC, a wholly owned subsidiary of SPG LP)	Public REIT	Chelsea Property Group, Inc.	逆三角合併	\$67.61 per share: \$36.00 cash, 0.2936 Simon common stock(\$16.61), and 6% Series I Preferred Stock(\$15.00)	友好的	0.6459 common unit in SPG OP and 0.6600 of a 6% Series I Preferred Units
2004	General Growth Properties, Inc.(Red Acquisition, LLC, a subsidiary of it)	Public REIT	The Rouse Company	逆三角合併	\$12.7 billion (\$67.50 per share) in cash	友好的	
2004	PL Retail LLC[a joint venture between Kimco Realty Corporation and clients advised by DRA Advisors LLC](PL Acquisition Corp., a wholly-owned subsidiary of it)	Public REIT/Investment Advisor	Price Legacy Corporation	逆三角合併	\$19.097 per share in cash	友好的	
2005	Camden Property Trust(Camden Summit, Inc.(Camden Sparks, Inc.), a wholly owned subsidiary of it)	Public REIT	Summit Property Group	正三角合併	\$1.9 billion (\$31.20 or 0.6687 Camden common stock per share)	友好的	\$31.20 or .6687 of a new unit per unit(Camden Summit became the GP of OP)
2005	iStar Financial, Inc(Flash Acquisition Company LLC, a wholly owned subsidiary of it)	Public REIT	Falcon Financial Investment Trust	1.公開買付け, 2.略式逆三角合併	1. \$7.50 per share in cash(97.7%), 2.\$7.50 per share in cash	友好的	
2005	Colonial Properties Trust(CLNL Acquisition Sub, LLC, a wholly-owed subsidiary of it)	Public REIT	Cornerstone Realty Income Trust	正三角合併	a.0.2581 Colonial Properties common shares or b.0.4194 Colonial Properties Series E preferred depositary shares per share	友好的	
2005	Centro Properties Limited(Centro Watt America REIT III LLC, a wholly-owed subsidiary of it)	Australian LPT	Kramont Realty Trust	正三角合併	\$23.50 per share in cash	友好的	\$23.50 or \$25.00 per unit
2005	The Lightstone Group(Prime Office Merger Sub, LLC, an affiliate of Lightstone)	Private Real Estate Company	Prime Group Realty Trust	逆三角合併	\$889.4 million(\$7.25 per share) in cash	友好的	\$7.25 per unit

2005	ProLogis(Palmtree Acquisition Corporation, an indirect wholly-owned subsidiary of it)	Public REIT	Catellus Development Corporation	正三角合併	a.\$33.81 per share(35% ), or b.0.822 of a share of ProLogis(65%)	友好的	
2005	DRA Advisors LLC(DRA CRT Acquisition Corp.,a wholly-owned subsidiary of Parent, The Parent is client advised by DRA Advisors LLC)	Investment Advisor	CRT Properties, Inc.	正三角合併	\$1.8 billion(\$27.80 per share) in cash	友好的	\$27.80 per unit
2005	ING Clarion Partners(Bulldog Properties Trust, a wholly owned subsidiary of ING Clarion and Lehman Brothers)	Private Equity Joint Venture	Gables Residential Trust	正三角合併	\$2.8 billion (\$43.50 per share) in cash	友好的	receiving \$43.50 in cash or Class A Common Unit in Lion Gables Realty Limited Partnership per unit
2005	Flag Fund V LLC[advised by DRA Advisors LLC](CA Acquisition REIT, a wholly-owned subsidiary of it)	Investment Advisor	Capital Automotive REIT	正三角合併	\$3.4 billion (\$38.75 per share) in cash	友好的	
2006	Brandywine Realty Trust(Brandywine Cognac I, LLC, a subsidiary of Parent, Brandywine Operating Partnership, L.P.)	Public REIT	Prentiss Properties Trust	正三角合併	\$3.3 billion (\$43 per share:\$21.50 and 0.690 Brandywine common shares(\$21.50) )	友好的	
2006	CDP Capital-Financing Inc.(Cadim W.F. Co.,an indirect subsidiary of it)	Investment Advisor/Pension Fund	Criimi Mae Inc.	逆三角合併	\$328 million (\$20.00 per share)	友好的	
2006	Prime Property Fund, LLC(Atom Acquisiton, LLC.a wholly owned subsidiary of it)	Investment Advior/Brokerage Firm	AMLI Residential Properties Trust	正三角合併	\$2.1 billion (\$37.75 per share) in cash	友好的	\$37.75 per unit
2006	Duke Realty Corp.	Public REIT	The Mark Winkler Company	資産取得	\$867.6 million(primarily through assumed mortgage loans and new borrowings)	友好的	
2006	CalEast Industrial Investors, LLC (Solstice Merger Trust, a wholly owned subsidiary of it)	Real Estate Operating Partnership	CenterPoint Properties Trust	逆三角合併	\$3.4 billion(\$50 per share) in cash	友好的	
2006	Magazine Acquisition LP[a joint venture investment vehicle formed by affiliates of Morgan Stanley Real Estate, Onex Real Estate and Sawyer Realty Holdings LLC.](Magazine Acquisition LLC,an affiliate of it)	Private Real Estate Joint Venture	The Town and Country Trust	正三角合併	\$1.5 billion(\$40.20 per share) in cash	友好的	\$40.20 per unit
2006	Kimco Realty Corporation(SI 1339, Inc., a wholly-owned subsidiary of it)	Public REIT	Atlantic Realty Trust	正三角合併	\$82.5 million(0.5680 Kimco common stock per share)	友好的	

2006	Host Marriott Corporation(Horizon Supernova Merger Sub, LLC, a wholly-owned subsidiary of Host Marriott, L.P.)	Public REIT	Starwood Hotels and Resorts	正三角合併	\$4.04 billion(\$0.503 cash and 0.6122 Common Stock of Host Marriott Corporation)[issue approximately \$2.3 billion of equity (133,529,412 common shares at the exchange price of \$17.00 per share)]	友好的	\$13.32 in cash per common unit or \$66.76 in cash per Class A Unit
2006	GE Capital Corporation(Atlas Merger Sub, Inc., a wholly-owned subsidiary of it)	Public non-REIT	Arden Realty Trust	正三角合併	\$4.8 billion(\$45.25 per share ) in cash	友好的	unit holders of Arden's OP exchange their units for units of Trizec OP
2006	Blackstone Group(Alcor Acquisition LLC, an affiliate of it)	Private Equity Firm	MeriStar Hospitality Corporation	正三角合併	\$2.6 billion(\$10.45 per share) in cash	友好的	\$10.45 per unit
2006	LBA Realty LLC(LBA Realty Fund II - WBP I LLC,an affiliate of it)	Private Real Estate Company	Bedford Property Investors	正三角合併	\$435.4 million(\$27.00 per share) in cash	友好的	
2006	Spirit Finance Corp.( Spirit Finance Acquisitions, LLC,a wholly owned subsidiary of it)	Public REIT	Sun Capital Partners, Inc. (sale of an affiliate named "SKO Group Holding Corp".)	資産取得	\$815.3 million(Spirit's cash on hand and existing short-term credit facility were used to finance. \$611.5 million in long-term, fixed-rate mortgage notes jointly financed through Citigroup Global Markets Realty Corp. and Barclay Capital Real Estate Inc.)plus debt.	友好的	
2006	Mack-Cali Realty Corp.(the GP of Mack-Cali Realty, L.P.)	Public REIT	SL Green Realty Corp. and Gale Real Estate Services Corp.	資産取得	\$505.5 million(A.\$378 million:all the ownership interests in 13 class A office properties; B.\$127.5 million:one-half of the ownership interests in 7 class A office properties)	友好的	
2006	Blackstone Group(Nantucket Acquisition Inc, an affiliate of it)	Private Equity Firm	CarrAmerica Realty Corp	正三角合併	\$5.6 billion(\$44.75 per share)	友好的	\$44.75 per unit
2006	Archstone-Smith(Archstone Europe Trading B.V., a wholly owned subsidiary of it)	Public REIT	Deutsche WohnAnlage GmbH(Gemany Company)	株式の相対取引	\$780 million(\$271million cash and the assumption of \$509 million in DeWAG liabilities)	友好的	



2006	Public Storage Inc.(ASKL Sub LLC, an indirect subsidiary of it)	Public REIT	Shurgard Storage Centers Inc.	正三角合併	\$3.1 billion(0.82 Public Storage common stock per share), Ownership of new company : PSA 77%, SHU 23%	友好的	
2006	Braveheart Investors LP[an affiliate of Westmont Hospitality Group and Cadim Inc.](Braveheart II Realty (Ohio) Corp.,a wholly owned subsidiary of it)	JV- Public Pension Fund	Boykin Lodging Company	逆三角合併	\$11.00 per share in cash	友好的	\$11.00 per unit
2006	Accredited Home Lenders Holding Corp.(AHL Acquisition, LLC, a wholly owned subsidiary of it)	Mortgage Banking Firm	Aames Investment Corporation	正三角合併	\$340 million(\$5.35 per share:\$109 million cash(32%) and 0.0700 Accredited's common stocks per share(68%))	友好的	
2006	Brookfield Properties Corporation(3147013 Nova Scotia Company,an affiliate of it in Canada)	Real Estate Operating Company	Trizec Canada, Inc.	正三角合併	\$2.67 billion(\$30.9809 per share)	友好的	
2006	Grace Holdings LLC[a jv funded by Brookfield Properties Co and Blackstone Group](Grace Acquisition Corporation., a subsidiary of it)	JV- Private Equity Firm & REOC	Trizec Properties, Inc.	正三角合併	\$6.5 billion(\$29.0209 per share) in cash	友好的	\$29.0209 per share
2006	Health Care Property Investors(Ocean Acquisition 1, Inc. a wholly owned subsidiary of HCP)	Public REIT	CNL Retirement Properties	正三角合併	\$5.3 billion(\$13.50 per share:\$11.1293 cash and 0.0865 HCP common stock)	友好的	
2006	Centro Properties Group(Centro Saturn MergerSub LLC,affiliates of it)	Australian LPT	Heritage Property Investment Trust Inc	正三角合併	\$3.2 billion(\$36.675 per share) in cash	友好的	\$36.675 in cash or hold their OP units in Bradley Operating Limited Partnership.
2006	Kimco Realty Corporation(KRC Acquisition, Inc., a subsidiary of it)	Public REIT	Pan Pacific Retail Properties	正三角合併	\$4.0 billion(\$70 per share: \$60 and 0.239555 Kimco common stock)	友好的	
2006	Revenue Properties Company Limited(Revenue Properties (Sizeler) Inc., a indirect wholly-owned subsidiary of it)	Canadian REIT	Sizeler Property Investors, Inc	正三角合併	\$324 million(\$15.10 per share) in cash	友好的	
2006	Morgan Stanley Real Estate(Gridiron Acquisition LLC,a wholly owned subsidiary of it)	Brokerage Firm	Glenborough Realty Trust, Inc.	正三角合併	\$1.9 billion(\$26.00 per share) in cash	友好的	\$26.00 in cash, or receive either common units or a preferred unit in the surviving op per unit
2006	Health Care REIT(Heat Merger Sub, LLC, a wholly-owned subsidiary of it)	Public REIT	Windrose Medical Properties Trust	正三角合併	\$877 million(0.4509 Health Care REIT common stock, representing a price of \$18.06 per share)	友好的	0.4509 Health Care REIT common stock per unit
2006	Koll/PER LLC(a limited liability company owned by The Koll Company )	Real Estate Operating Partnership	AmeriVest Properties	資産取得	\$273 million(includes an assumption of \$126 million	友好的	

					existing property level debt)		
2006	Lexington Corporate Properties	Public REIT	Newkirk Realty Trust, Inc.	一般の合併	0.80 Lexington common stock per share	友好的	
2006	SL Green Realty Corp(Wyoming Acquisition Corp.a wholly-owned subsidiary of it)	Public REIT	Reckson Associates Realty Corp	正三角合併	\$6.0 billion(\$31.68 cash and 0.10387 SL Green common stock per share)	友好的	\$31.68 cash and 0.10387 shares of SL Green common stock per unit
2006	Morgan Stanley Mortgage Capital Inc.(Angle Merger Sub Corporation, a direct wholly-owned subsidiary of it)	Brokerage Firm	Saxon Capital	逆三角合併	\$706 million (\$14.10 per share)	友好的	
2006	Babcock & Brown Real Estate Investments(Babcock & Brown Bravo Acquisition LLC,a wholly owned subsidiary of it)	Investment Advisor Firm	BNP Residential Properties Inc.	正三角合併	\$766 million(\$24.00 per share) in cash	友好的	\$24.00 cash or receive units in the surviving op per share
2006	Hospitality Properties Trust(HPT TA Merger Sub Inc. a wholly owned subsidiary of it)	Public REIT	TravelCenters of America Inc.	逆三角合併	\$1.925 billion (\$31.75 per share) in cash	友好的	
2006	Geo Group(GEO Acquisition II, Inc.,a wholly-owned subsidiary of it)	Correctional Facility Operator	CentraCore Properties Trust	正三角合併	\$356.1 million(\$32.58 per share) in cash	友好的	
2006	Crown Castle International Corporation(CCGS Holdings LLC, a wholly owned subsidiary of it)	Public Tower Company	Global Signal Inc	正三角合併	\$3.9 billion( \$55.95 or 1.61 Crown Castle common stock per share)	友好的	
2006	Developers Diversified Realty Corp(DDR IRR Acquisition LLC, a wholly owned subsidiary of it)	Public REIT	Inland Retail Real Estate Trust, Inc.	正三角合併	\$6.2 billion(\$14.00 per share: \$12.50 in cash in addition to 0.021569 shares of DDR common stock)	友好的	
2006	Record Realty Trust(Record Realty (US) LLC, a wholly owned subsidiary of it)	Australian LPT	Government Properties Trust, Inc.	正三角合併	\$10.75 per share in cash	友好的	
2006	General Electric Capital Corporation(TSY-FF Acquisition Company, Inc. ,a subsidiary of it)	Financial Lending Company	Trustreet Properties, Inc.	正三角合併	\$3 billion(\$17.05 per share) in cash	友好的	\$17.05 in cash per unit
2006	JPMorgan Asset Management's Special Situation Property Fund (SSPF/CET OP Holding Company LLC, a subsidiary of it)	Pension Trust Fund	Columbia Equity Trust	正三角合併	\$502 million(\$19.00 per share) in cash	友好的	(a)\$19.00 cash or (b)1 unit of common or preferred equity membership interest in SSPF/CET Operating Company LLC, or (c)a combination of any of (a) through (b)
2006	National HealthCare Corporation(Davis Acquisition Sub LLC,a wholly-owned subsidiary)	Health Care Provider (Public Company)	National Health Realty	正三角合併	\$9.00 and 1 NHC Preferred Stock per share	友好的	
2007	Ventas, Inc.[(a) 2124678 Ontario Inc.,(b)2124680 Ontario Inc.]	Public REIT	(a)Sunrise REIT Canadian Holdings Inc.,(b)Sunrise Senior	(a)株式の相対取引, (b)資産取得	(a) Cdn \$16.50 per unit, (b)\$1.96 billion (cash and the assumption of all outstanding	友好的	

			Living REIT		debt)		
2007	Simon Property Group and Farallon Capital Management(1.SPG-FCM Ventures, LLC 2.a subsidiary of it)	Public REIT/Investment Advisor	Mills Corporation	1.公開買付け, 2.略式正三角合併	1.\$25.25 per share(96.8%), 2.\$25.25 per share in cash	友好的	
2007	Ashford Hospitality Trust, Inc.(Sapphire Acquisition LLC, a wholly-owned subsidiary of it)	Public REIT	CNL Hotels & Resorts Inc	資産取得	\$2.4 billion in cash( issue 8,000,000 shares of Series C Cumulative Redeemable Preferred Stock on or about the date of the Company Asset Sale for a purchase price of \$200million)	友好的	
2007	MS Resort Holding LLC[formed by Morgan Stanley Real Estate Fund V ], (MS Resort Acquisition LLC, a wholly-owned subsidiary of it)	Brokerage Firm	CNL Hotels & Resorts Inc	逆三角合併	\$6.6 billion(\$20.50 per share)in cash	友好的	
2007	Brookfield Asset Management Inc.(Horizon Acquisition Co., a wholly owned subsidiary of it)	Asset Management Firm	Longview Fibre	逆三角合併	\$2.15 billion(\$24.75 per share) in cash	友好的	
2007	Blackstone Real Estate Partners(Blackhawk Acquisition Trust, an affiliate of it)	Private Equity Firm	Equity Office Properties Trust	正三角合併	\$39 billion(\$55.50 per share) in cash	友好的	\$55.50 per unit
2007	Credit-Based Asset Servicing and Securitization LLC(Rock Acquisition Corp, a subsidiary of C-BASS)	Mortgage Banking Firm	Fieldstone Investment Corporation	逆三角合併	\$5.53 per share	友好的	
2007	Centro Properties Group(Super MergerSub, Inc. an affiliate of it)	Australian LPT	New Plan Excel Realty Trust, Inc	1.公開買付け, 2.トップアップ・オプション, 3. 略式正三角合併	1.\$33.15 per share(88%), 2.\$33.15 per share(2%), 3. \$33.15 net per share(10%)	友好的	
2007	Redford Holdco, LLC(Redford MergerCo., an affiliate of it)	Investment Advisor/Brokerage Firm	Spirit Finance Corporation	逆三角合併	\$3.5 billion(\$14.50 per share) in cash	友好的	
2007	Inland American Real Estate Trust Inc.(Inland American Acquisition (Winston), LLC, a wholly-owned subsidiary of it)	Asset Management Firm	Winston Hotels, Inc.	正三角合併	\$15.00 per share, \$25.44 per Series B preferred stock in cash	友好的	IARET will purchase 100% Common Units of Winston Hotels OP for a purchase price of \$100.00, whereby the Company will become a limited partner of WINN.
2007	Apollo Investment Corporation(Grand Prix Acquisition Trust, a wholly-owned subsidiary of Grand Prix Holdings LLC)	Closed-End Investment Company	Innkeepers USA Trust	正三角合併	\$1.5 Billion(\$17.75 per share) in cash	友好的	\$17.75 in cash or continue as a limited partner in the Innkeepers USA Limited Partnership

2007	JER Partners Acquisitions IV, LLC(Blackjack Merger Corporation,an affiliate of it)	Private Equity Firm	Highland Hospitality Corporation	正三角合併	\$2.1 billion(\$19.50 per share, \$25.00 per Series A Cumulative Redeemable Preferred Stock) in cash	友好的	\$19.50 per unit
2007	AP AIMCAP Holdings LLC[a joint venture of Apollo Real Estate Venture Fund V, L.P](AP AIMCAP Corporation, an affiliate of it)	Closed-End Investment Company	Eagle Hospitality Properties Trust, Inc.	正三角合併	\$13.35+\$0.0875 per share, 1 Merger Sub Preferred Stock per Preferred share	友好的	\$13.35 per unit(Merger Sub owns approximately 96% of the limited partnership interest)
2007	Morgan Stanley Real Estate( Moon Acquisition LLC, a wholly-owned subsidiary of Moon Acquisition Holdings LLC)	Brokerage Firm	Crescent Real Estate Equity	正三角合併	\$6.5 billion(\$22.80 per share) in cash	友好的	\$22.80 per unit
2007	Tishman Speyer Real Estate Venture VII, L.P. and Lehman Brothers Holdings Inc.(River Holding, LP, an entity jointly controlled by )	Real Estate Company/ Brokerage Firm	Archstone-Smith Trust	正三角合併	\$22.2 billion(\$60.75 per share) in cash	友好的	\$60.75 in cash or one newly issued Series O Unit or Combination per unit
2007	Whitehall Street Global Real Estate LP 2007(Grace Acquisition I, Inc., an affiliate of Whitehall)	Investment Advisor/Brokerage Firm	Equity Inns, Inc.	正三角合併	\$2.2 billion (\$23 per share) in cash	友好的	\$23.00 per unit
2007	Sentinel Omaha LLC(Sentinel White Plains LLC, an affiliate of it)	Real Estate Advisory Firm	America First Apartment Investors	正三角合併	\$25.30 per share in cash	友好的	
2007	Liberty Property Trust(Liberty Acquisition LLC,a wholly owned subsidiary of Liberty)	Public REIT	Republic Property Trust	正三角合併	\$900 million(\$14.70 per share)	友好的	\$14.70 per unit(Republic LP merged with and into Liberty LP, with Liberty LP surviving.)
2007	Gramercy Capital Corp(GKK Stars Acquisition Corp., a wholly owned subsidiary of it)	Public REIT	American Financial Realty Trust	正三角合併	\$3.3 billion(\$5.50 cash and 0.12096 Gramercy common stock per share)	友好的	
2008	American Campus Communities(American Campus Acquisition LLC, a wholly owned subsidiary of the ACC OP)	Public REIT	GMH Communities Trust	正三角合併	\$3.36 cash and 0.07642 ACC common stock per share	友好的	0.07642 unit in ACC OP in the event the holder made a valid election to receive units and \$3.36 cash per unit
2008	Hypo Real Estate Bank AG(Hypo Real Estate Capital Corp., a wholly owned subsidiary of it)	Brokerage Firm	Quadra Realty Trust	1.公開買付け, 2.略式逆三角合併	1.\$10.6506 per share(96.8%), 2.\$10.6506 per share in cash	友好的	
2008	Boston Properties, Inc(Boston Properties LP)	Public REIT	Macklowe Properties	資産取得	\$3.949 billion (1.\$1.4655 billion of cash, 2.the issuance to one of the selling entities of \$10 million of common units of LP interest in the Company, 3.the assumption of \$2.4735 billion of fixed rate debt.)	友好的	

2008	Green Courte Partners, LLC(GCP Sunshine Acquisition, Inc. an affiliate of GCP REIT II)	Private Equity Investment Firm	American Land Lease	1.公開買付け, 2.逆三角合併	1.\$14.20 per share(85.5%), 2. \$14.20 per share in cash(14.5%)	友好的	\$14.20 per unit
2010	Brookfield Asset Management Inc. (B Acquisition Sub, Inc, an indirect wholly owned subsidiary of it)	Asset Management Firm	Crystal River Capital, Inc.	逆三角合併	\$0.60 per share in cash	友好的	
2010	Tiptree Financial Partners, LP	Real Estate Advisory Firm	Care Investment Trust, Inc.	1.新株発行, 2.自己公開買付け	1.\$9.00 per share in cash(92.2%,6,185,050 newly issued common stock of Care Investment Trust), 2..\$9.00 per share in cash(97.4%)	友好的	
2010	HCP, Inc.(HCP 2010 REIT LLC, an indirect subsidiary of it)	Public REIT	HCR ManorCare, Inc.	資産取得	\$6.1 billion (1.\$3.528 billion in cash,2.\$852 million in HCP common stock will be issued directly to the shareholders of HCR ManorCare, 3.\$1.72 billion will be reinvested from the payoff of HCP's existing debt )	友好的	
2011	AMB Property Corp.	Public REIT	ProLogis	一般の合併	\$17.2 billion(0.4464 common stock of Prologis, Inc. per share)	友好的	
2011	Ventas, Inc.(Needles Acquisition LLC, a wholly owned subsidiary)	Public REIT	Nationwide Health Properties, Inc.	逆三角合併	\$7.6 Billion(0.7866 Ventas Common Stock per share)	友好的	
2011	Ventas, Inc.(TH Merger Company, LLC,a wholly owned subsidiary)	Public REIT	Cogdell Spencer, Inc.	正三角合併	\$4.25 per share or \$25.00 per preferred share in cash	友好的	\$4.25 per unit
2012	Realty Income Corp.(Tau Acquisition LLC, a direct wholly owned subsidiary of it)	Public REIT	American Realty Capital Trust, Inc.	正三角合併	\$44.04(\$0.35 per share and 0.2874 Realty Income common stock per share) , \$3.2 billion	友好的	
2012	HCP, Inc.	Public REIT	Sunwest JV [a joint venture between Emeritus Corp and Blackstone Real Estate Partners VI(an affiliate of Blackstone)]	資産取得	\$1.743 billion(1.\$1.73 billion in cash consideration(include sell 22 million shares of common stock to Goldman, Sachs & Co. as sole underwriter), 2.assumed \$13 million of mortgage debt)	友好的	

2012	AvalonBay Communities, Inc. and Equity Residential	Public REIT	Archstone Enterprise LP(from Lehman Brothers Holdings, Inc.)	資産取得	\$6.5 billion (1.\$2.7 billion cash, 2.a fixed number of shares of Equity Residential and AvalonBay's common shares to Lehman, which valued at \$3.8 billion as of the market's close on 2012.11.23)	友好的	
2012	American Realty Capital Properties, Inc.(Tiger Acquisition, LLC. a direct wholly owned subsidiary of it)	Public REIT	American Realty Capital Trust III, Inc.	正三角合併	\$12 cash(30%) or 0.95 American Realty Capital Properties common stock(70%) per share	友好的	
2013	Cole Credit Property Trust II, Inc.	Non-traded REIT	Spirit Realty Capital, Inc.	一般の合併	\$18.55 per share(1.9048 shares of common stock of the combined company per share)	友好的	
2013	Annaly Capital Management, Inc.(CXS Acquisition Corporation, a newly formed subsidiary)	Public REIT	CreXus Investment Corp.	1.公開買付け, 2.正三角合併	1.\$13.05206 per share(84.5%), 2.\$13.05206 per share	友好的	
2013	Brookfield Office Properties Inc(Brookfield DTLA Fund Office Trust Inc., a wholly owned subsidiary of it)	Real Estate Operating Company	MPG Office Trust, Inc.	正三角合併	\$3.15 per share in cash(21% premium)	友好的	\$3.15 per unit in cash
2013	American Realty Capital Properties, Inc.(Safari Acquisition, LLC, a wholly owned subsidiary of it)	Public REIT	CapLease, Inc.	正三角合併	\$8.50 in cash per common share, \$25.00 in cash per preferred share	友好的	\$8.50 in cash per unit(Caplease, LP mergerd with and into ARC Properties OP, LP)
2013	Mid-America Apartment Communities, Inc.	Public REIT	Colonial Properties Trust	一般の合併	0.360 of a newly issued MAA common stock per share( Colonial mergerd with and into MAA)	友好的	0.360 limited partnership units in MAA OP [Martha Merger Sub, LP(a indirect wholly-owned subsidiary of MAA OP) mergerd with and into Colonial LP]
2013	American Realty Capital Properties, Inc.(Thunder Acquisition, LLC, a direct wholly owned subsidiary of the ARCP OP)	Public REIT	American Realty Capital Trust IV, Inc.	正三角合併	\$30.52((1) \$9.00 in cash; (2) 0.5190 of a share of ARCP common stock valued at \$6.68 and (3) 0.5937 shares of ARCP's 6.70% Series F Preferred Stock valued at \$14.84)	友好的	(i) \$9.00 in cash, (ii) ARCP OP units and (iii) ARCP OP Series F Preferred Units (ARCT IV OP merge with and into ARC Properties OP)
2013	W. P. Carey, Inc.(WPC REIT Merger Sub Inc. an indirect subsidiary of it)	Public REIT	Corporate Property Associates 16	正三角合併	\$4.0 billion(0.1830 shares of W. P. Carey common stock per share, representing \$11.25)	友好的	
2013	American Realty Capital Properties, Inc.(Clark Acquisition, LLC, a wholly owned subsidiary of	Public REIT	Cole Real Estate Investments, Inc.	正三角合併	\$13.82 in cash(2% ) or 1.0929 ARCP common shares valued	友好的	

	ARCP)				at \$14.59(98%) per share		
2013	Essex Property Trust, Inc.(BEX Portfolio, Inc.(Bronco Acquisition Sub, Inc.),a direct wholly owned subsidiary of Essex)	Public REIT	BRE Properties, Inc.	正三角合併	\$12.33 in cash and 0.2971 Essex common stock per share	友好的	
2014	Ventas, Inc.(Stripe Sub, LLC, a direct wholly-owned subsidiary of it)	Public REIT	American Realty Capital Healthcare Trust, Inc.	正三角合併	\$2.6 billion(\$11.33 in cash or 0.1688 Ventas common stock per share)	友好的	0.1688 Class C Units of surviving partnership per unit(Stripe OP mergerd into American Realty Capital Healthcare Trust OP)
2014	EDENS, Inc.(Saturn Subsidiary, LLC, a wholly-owned subsidiary of it)	Private Real Estate Company	AmREIT, Inc.	正三角合併	\$763 million(including debt.\$26.55 per share in cash)	友好的	
2014	NorthStar Realty Finance Corp.(NRF Healthcare Subsidiary, LLC, a direct wholly-owned subsidiary of it)	Public REIT	Griffin-American Healthcare REIT II, Inc.	正三角合併	\$11.50(\$7.75 per share in cash, \$3.75 per share in stock) \$4 billion,	友好的	
2014	Select Income REIT(SC Merger Sub LLC, a direct wholly-owned subsidiary of it)	Public REIT	Cole Corporate Income Trust, Inc.	正三角合併	\$10.50 in cash(80%) or 0.36 of a SIR common share(20%)	友好的	
2014	GoldenTree Asset Management LP	Asset Manager	Origen Financial, Inc	資産取得	\$47 million	友好的	
2014	Washington Prime Group Inc.(WPG Subsidiary Holdings I, LLC, a wholly-owned subsidiary of it)	Public REIT	Glimcher Realty Trust	正三角合併	\$4.3 Billion(\$14.20 per share: \$10.40 in cash and 0.1989 of a share in WPG stock)	友好的	0.7431 WPG LP partnership unit
2014	Omega Healthcare Investors, Inc.(OHI Healthcare Properties Holdco, Inc., a wholly-owned subsidiary of it)	Public REIT	Aviv REIT, Inc.	正三角合併	0.90 Omega common stock	友好的	0.90 Omega Partnership Unit
2014	Griffin Capital Essential Asset REIT, Inc.(Griffin SAS, LLC, a direct wholly owned subsidiary of)	Public REIT	Signature Office REIT, Inc.	正三角合併	2.04 GCEAR common stock	友好的	
2013	Corvex Management LP; Related Fund Management LLC	Hedge Fund Manager/ Private Equity	CommonWealth REIT	買収提案	\$2.9 billion(\$24.50 per share)	敵対的	
2014	BlueMountain Capital Management LLC	Hedge Fund Manager	Chatham Lodging Trust	買収提案	\$21.50 per share	敵対的	
2014	American Realty Capital Properties, Inc.(Desert Acquisition, Inc. a wholly-owned subsidiary of it)	Public REIT	Cole Credit Property Trust, Inc.(the first traded REIT offered by Cole Capital, the private capital management business of ARCP)	1.公開買付け,2.トップアップ・オプション,3. 略式正三角合併	1. \$7.25 per share(77%), 2.\$7.25 per share (13%+1share) 3. \$7.25 per share in cash	友好的	

別紙 4：上場 US-REIT の買収・再編に関する訴訟（101 件）							
買収・再編	訴訟	原告/申立人	被告/被申立人	訴訟形態	提訴請求	起訴事由	理由
SL Green Realty は Reckson Associates Realty との三角合併	Phillips v. Scott H. Rechler et al., No. 06-12871 (Sup. Ct. N.Y. Cty. 2006) 州裁判所	Phillips(対象会社の株主)	Reckson Associates Realty(対象会社), Barnett 等 10 人 (対象会社の取締役), SL Green Realty(買収者)	クラス・アクション	予備的差止命令請求	合併を承認するための株主総会の開催の差止め	取締役の信託義務違反、委任状説明書における不実開示
	Phillips v. Reckson Associates Realty, Corp., No.06-cv-05971(E.D. N.Y. Nov. 15, 2006)	Phillips(対象会社の株主)	Reckson Associates Realty(対象会社), Barnett 等 10 人 (対象会社の取締役), SL Green Realty(買収者)	クラス・アクション	予備的差止命令請求	本件訴訟をニューヨーク最高裁判所に送還すべき	
	Robert Lowinger v. Reckson Association Realty Corp. et al., No. 06-012524 (Sup. Ct. N.Y. Cty. 2006)	Lowinger(対象会社の株主)	Reckson Associates Realty(対象会社), Barnett 等 10 人 (対象会社の取締役), SL Green Realty(買収者)	クラス・アクション	予備的差止命令請求		
	Lawrence Lighter v. Scott H. Rechler et al., No. 06-CV-012738 (Sup. Ct. N.Y. Cty. 2006)	Lighter(対象会社の株主)	Reckson Associates Realty(対象会社), Barnett 等 10 人 (対象会社の取締役), SL Green Realty(買収者)	クラス・アクション	予備的差止命令請求		
	In re Reckson Realty Corp. Shareholders' Litigation, Consol. No. 24-C-06-006323 (Md. Cir. Ct. 2006) (以下の 3 件訴訟から併合されたもの)	Pittleman(対象会社の株主)	Reckson Associates Realty(対象会社), Barnett 等 10 人 (対象会社の取締役), SL Green Realty(買収者)	クラス・アクション	予備的差止命令請求		
	Sheldon Pittleman v. Reckson Associates Realty Corp., No. 24-C-06-006323(Md. Cir. Ct. 2006)						
	John Borsch v. Scott H. Rechler, No. 24-C-06-006451 (Md. Cir. Ct. 2006)						
	Mary Teitelbaum v. Reckson Associates Realty Corp., No. 24-C-06-006937 (Md. Cir. Ct. 2006)						
Magazine Acquisition GP LLC は The Town and Country Trust との三角合併	Foster v. The Town and Country Trust, No. 24-C-06-001442, 2006 WL 991000 (Md. Cir. Ct. Feb. 24, 2006) 州裁判所	Foster(対象会社の株主)	The Town and Country Trust(対象会社及びその受託者)	クラス・アクション	予備的差止命令請求	合併を承認するための株主総会の開催の差止め	受託者の信託義務違反、取引保護条項の排他性
Gotham Golf Partners は First Union Real Estate Equity and Mortgage Investments との三角合併	Kimeldorf v. First Union, No.02-107176 (Sup. Ct. N.Y. Cty. Nov. 21, 2002) 州裁判所	Kimeldorf and First Carlina Investors, Inc.(対象会社の優先株主)	First Union(対象会社), Ackman 等 5 人(対象会社の受託者), Gotham Golf Partners(買収者)	クラス・アクション	予備的差止命令請求	合併を承認するための株主総会の開催の差止め	受託者の優先株主に対する信託義務違反、契約違反(合併は優先株式の買戻事由の「清算」に該当するか)



	Kimeldorf v. First Union, 309 A.D.2d 151, 764 N.Y.S.2d 73 (NY. App. Div. 1st Dep't. Sep. 4, 2003) 州裁判所	Kimeldorf and First Carlina Investors, Inc.(対象会社の優先株主)	First Union(対象会社), Ackman 等(対象会社の受託者), Gotham Golf Partners(買収者)	クラス・アクション	予備的差止命令請求	合併を承認するための株主総会の開催の差止め	二審:解約金条項及びその実行は差止命令に反すること
	Fink v. First Union, No.03-600265 (Sup. Ct. N.Y. Cty. 2003)	Fink(対象会社の普通株主)	First Union(対象会社), Ackman 等(対象会社の受託者), Gotham Golf Partners(買収者)	クラス・アクション	予備的差止命令請求	合併を承認するための株主総会の開催の差止め	受託者の信託義務違反、解約金の返還
	K-A & Company, LTD. v. First Union, No.03-CV-0460 (N.D. Oh. 2003)	K-A & Company(対象会社の普通株主)	First Union(対象会社), Ackman 等(対象会社の受託者), Gotham Golf Partners(買収者)	クラス・アクション	予備的差止命令請求	合併を承認するための株主総会の開催の差止め	
<b>Realty Income は American Realty Capital Trust との三角合併</b>	In re American Realty Capital Trust, Inc., Shareholder Litigation, No.24-C-12-005306 (Md. Cir. Ct. Dec. 13, 2012) (以下の6件訴訟から併合されたもの)州裁判所	Quaal 等(対象会社の株主)	American Realty Capital Trust(対象会社), Schorsch 等5人(対象会社の取締役), Realty Income(買収者)	クラス・アクション、代表訴訟	予備的差止命令請求	合併を承認するための株主総会の開催の差止め	証拠開示をめぐる争い:取締役の信託義務違反
	Quaal v. American Realty Capital Trust Inc., No. 24-C1-2005306 (Md. Cir. Ct. 2012)						
	Hill v. American Realty Capital Trust, Inc., No. 24-C-005502 (Md. Cir. Ct. 2012)						
	Goldwurm v. American Realty Capital Trust, Inc., No. 24-C-005524 (Md. Cir. Ct. 2012)						
	Gordon v.Schorsch, No. 24-C-12-5571 (Md. Cir. Ct. 2012)						
	Gregor v. Kahane, No. 24-C-12-5563 (Md. Cir. Ct. 2012)						
	Rooker v. American Realty Capital Trust Inc., (Md. Cir. Ct. 2012)						
	Goldwurm v. American Realty Capital Trust, Inc., et al., No.12-cv-3516 (D. Md. Dec. 21, 2012) 連邦裁判所	Goldwurm(対象会社の株主)	American Realty Capital Trust(対象会社), Schorsch 等5人(対象会社の取締役), Realty Income(買収者)	クラス・アクション、代表訴訟	予備的差止命令請求	合併を承認するための株主総会の開催の差止め	証拠開示をめぐる争い
	In re American Realty Capital Trust Shareholders Litigation, No. 653300-2012 (Sup. Ct. N.Y. Cty. Nov. 9, 2012) (以下の2件訴訟から併合されたもの)	The Carol L. Possehl Living Trust 等(対象会社の株主)	American Realty Capital Trust(対象会社), Schorsch 等5人(対象会社の取締役), Realty Income(買収者)	クラス・アクション、代表訴訟	予備的差止命令請求	合併を承認するための株主総会の開催の差止め	
	The Carol L. Possehl Living Trust v. American Realty Capital Trust, Inc., No. 653300-2012, (Sup. Ct. N.Y. Cty. 2012)						

	Salenger v. American Realty Capital Trust, Inc., No.353355–2012(Sup. Ct. N.Y. Cty. 2012)						
<b>Brookfield Office Properties は MPG Office Trust との三角合併</b>	Coyne v. MPG Office Trust, Inc., et al., No. BC507342 (S.D. Cal. 2013) 州裁判所	Coyne(対象会社の株主)	MPG Office Trust(対象会社) Weinstein 等 8 人(対象会社の取締役), Brookfield Office Properties(買収者)	クラス・アクション	予備的差止 命令請求	合併を承認するための株主総会の開催の差止め	取締役の信託義務違反、レブロン基準、情報開示義務違反
	Masih v. MPG Office Trust, Inc., et al., No. BC507962 (S.D. Cal. 2013)	Masih(対象会社の株主)	MPG Office Trust(対象会社) Weinstein 等 8 人(対象会社の取締役), Brookfield Office Properties(買収者)	クラス・アクション	予備的差止 命令請求		
	Kim v. MPG Office Trust, Inc. et al., No. 24 C-13-002600 (Md. Cir. Ct. 2013)	Kim(対象会社の株主)	MPG Office Trust(対象会社) Weinstein 等 8 人(対象会社の取締役), Brookfield Office Properties(買収者)	クラス・アクション	予備的差止 命令請求		
	Perkins v. MPG Office Trust, Inc., et al., No. 24-C-13-002778 (Md. Cir. Ct. 2013)	Perkins(対象会社の株主)	MPG Office Trust(対象会社) Weinstein 等 8 人(対象会社の取締役), Brookfield Office Properties(買収者)	クラス・アクション	予備的差止 命令請求		
	Dell’Osso v. MPG Office Trust, Inc., et al., No. 24 C-13-003283 (Md. Cir. Ct. 2013)	Dell’Osso(対象会社の株主)	MPG Office Trust(対象会社) Weinstein 等 8 人(対象会社の取締役), Brookfield Office Properties(買収者)	クラス・アクション	予備的差止 命令請求		
	In re MPG Office Trust Inc. Preferred Shareholder Litigation, No. 24-C-13-004097 (Md. Cir. Ct. 2013)(以下の 2 件訴訟から併合されたもの)	Cohen と Donlan(対象会社の種類株主)	MPG Office Trust(対象会社) Weinstein 等 8 人(対象会社の取締役), Brookfield Office Properties(買収者)	クラス・アクション	予備的差止 命令請求	合併を承認するための株主総会の開催の差止め	取締役の信託義務違反、レブロン基準
	Cohen v. MPG Office Trust, Inc. et al., No. 24-C-13-004097 (Md. Cir. Ct. 2013)						
	Donlan v. Weinstein, et al., No. 24 C-13-004293 (Md. Cir. Ct. 2013)						
<b>General Growth Properties は The Rouse Company との三角合併</b>	Jasinover v. The Rouse Company, No.13-C-04–59594, 2004 MDBT 12 (Md. Cir. Ct. Nov. 4, 2004) 州裁判所	Jasinover(対象会社の株主)	The Rouse Company(対象会社), Deering 等 10 人(対象会社の取締役), General Growth Properties(買収者)	クラス・アクション	予備的差止 命令請求	合併を承認するための株主総会の開催の差止め	取締役の信託義務違反
	Illinois case1			クラス・アクション	予備的差止 命令請求		
	Illinois case2			クラス・アクション	予備的差止 命令請求		

<b>Ventas は Nationwide Health Properties との三角合併</b>	In re Nationwide Health Properties, Inc., Shareholder Litigation, No.24-C-11-001476 (Md. Cir. Ct. May 27, 2011)(以下の4件訴訟から併合されたもの)州裁判所	Crowley 等(対象会社の株主)	Nationwide Health Properties, Inc.(対象会社), Pasquale 等 8 人(対象会社の取締役)	クラス・アクション	損害賠償請求	取締役の信認義務違反、取引保護措置の排他性、開示書類の不実開示、	
	Michael Crowley v. Nationwide Health Properties, Inc., No. 24-C-11-001476 (Md. Cir. Ct. 2011)						
	Ron Taylor v. Nationwide Health Properties, Inc., No. 24-C-11-001563 (Md. Cir. Ct. 2011)						
	Haughey Family Trust v. Douglas Pasquale, No. 24-C-11-001835 (Md. Cir. Ct. 2011)						
	Marcella and Stanley Rappoport v. Douglas Pasquale, No.24-C11-002186 (Md. Cir. Ct. 2011)						
<b>Whitehall Street Global Real Estate LP は Equity Inns との三角合併</b>	Roberts v. McNeill, No. W2010-01000-COA-R9-CV(Tenn. Ct. App. Feb. 23, 2011) 州裁判所	Roberts 等 8 人(対象会社の優先株主)	McNeill 等 5 人(対象会社の取締役及び普通株主)	クラス・アクション	損害賠償請求	取締役の優先株主に対する信認義務違反	クラス・アクションにおけるクラスの承認を求めること
	Roberts v. McNeill, No. W2013-01072-COA-R3-CV(Tenn. Ct. App. May. 30, 2014)	Roberts 等 8 人(対象会社の優先株主)	McNeill 等 5 人(対象会社の取締役及び普通株主)	クラス・アクション	損害賠償請求	取締役の優先株主に対する信認義務違反	クラスの承認を求めること
<b>The Lightstone Group は Prime Group Realty Trust との逆三角合併</b>	Konstand v. Prime Group Realty Trust, No. 09-CH-40152 (Cir. Ct. Cook County, Ill., Chancery Div. 2009) 州裁判所	Konstand(対象会社の優先株主)	Prime Group Realty Trust(対象会社), Lichtenstain 等 8 人(対象会社の受託者), The Lightstone Group(買収者), Prime Office(買収者の子会社、対象会社の唯一の普通株主)	代表訴訟	損害賠償請求	受託者の会社及び優先株主に対する信認義務違反、支配株主の信認義務違反	普通株主に対する不正な配当、支配権濫用による会社利益の略奪及び浪費
	Konstand v. Prime Group Realty Trust, No. 09-CH-40152 (Cir. Ct. Cook County, Ill., Chancery Div. Jan. 5, 2011)	Konstand(対象会社の優先株主)	Prime Group Realty Trust(対象会社), Lichtenstain 等 8 人(対象会社の受託者), The Lightstone Group(買収者), Prime Office(買収者の子会社、対象会社の唯一の普通株主)	代表訴訟	損害賠償請求	受託者の会社及び優先株主に対する信認義務違反、支配株主の信認義務違反	普通株主に対する不正な配当、会社の支配権状況及び受託者会の不独立性、注意義務違反(会社の経営損失及びキャッシュ・ソースの不足)
	Konstand v. Prime Group Realty Trust, No.1-11-0388(Ill. App. Nov.3, 2011)	Konstand(対象会社の優先株主)	Prime Group Realty Trust(対象会社), Lichtenstain 等 8 人(対象会社の受託者), The Lightstone Group(買収者), Prime Office(買収者の子会社、対象会社の唯一の普	代表訴訟	損害賠償請求	受託者の優先株主に対する信認義務違反、支配株主の信認義務違反	二審

			通株主)				
<b>Five Mile は Prime Group Realty Trust に対する現金合併</b>	Fox v. Prime Group Realty Trust, No. 12 C 9350, 2012 WL 6680349 (N.D. Ill. Dec. 21, 2012) 州裁判所	Fox(対象会社の優先株主)	Prime Group Realty Trust(対象会社), Sabin 等 5 人(対象会社の受託者), Five Mile Capital Partners(買収者), Riverview Realty Partners(買収者の子会社、対象会社の唯一の普通株主)	クラス・アクション	予備的差止命令請求	合併続行の差止め	受託者の優先株主に対する信認義務違反、合併に関する開示義務違反
	Fox v. Riverview Realty Partners, No.12-c-9350 (N.D. Ill. May. 10, 2013)	Fox(対象会社の優先株主)	Riverview Realty Partners(対象会社), Sabin 等 11 人(対象会社の受託者等), Five Mile Capital Partners(買収者)	クラス・アクション	損害賠償請求	受託者の優先株主に対する信認義務違反、受託者等の自己取引、支配株主の信認義務違反	合併後、Prime Group Realty Trust の訴訟上の権利と地位は、Riverview Realty Partners に承継された
	Fox v. Riverview Realty Partners, No.12-c-9350 (N.D. Ill. Dec. 10, 2013)	Fox(対象会社の優先株主)	Riverview Realty Partners(対象会社), Sabin 等 11 人(対象会社の受託者等), Five Mile Capital Partners(買収者)	クラス・アクション	損害賠償請求	原告及びその代理人の訴訟資格に関する争い	原告代理人は、被告の元受託者であるから
	Fox v. Riverview Realty Partners, No.12-c-9350 (N.D. Ill. Apr. 22, 2014)	Fox(対象会社の優先株主)	Riverview Realty Partners(対象会社), Sabin 等 11 人(対象会社の受託者等), Five Mile Capital Partners(買収者)	クラス・アクション	損害賠償請求	クラスの承認を求めること	承認された
<b>Hypo Real Estate Bank AG は Quadra Realty Trust に対する二段階買収</b>	Swope v. Quadra Realty Trust, Inc., 2009 NY Slip Op 31639(U)(Sup. Ct. N.Y. Cty. Jul. 16, 2009) 州裁判所	Swope(対象会社の株主)	Quadra Realty Trust(対象会社), Mundhei,m 等 8 人(対象会社の受託者), Hypo Real Estate Capital Corp.(対象会社の支配株主)	クラス・アクション、代表訴訟	損害賠償請求	取締役の信認義務違反、支配株主の信認義務違反	支配株主によるキャッシュ・アウト
	Swope v. Quadra Realty Trust, Inc., 957 N.Y.S.2d 639(Sup. Ct. N.Y. Cty. Jun. 8, 2010)	Swope(対象会社の株主)	Quadra Realty Trust(対象会社), Mundhei,m 等 8 人(対象会社の受託者), Hypo Real Estate Capital Corp.(対象会社の支配株主)	クラス・アクション、代表訴訟	損害賠償請求	取締役の信認義務違反、支配株主の信認義務違反	
<b>Blackstone Real Estate Partners は Equity Office Properties Trust との三角合併</b>	Beck v. Dobrowski, No.06-C-6411 (N.D. Ill. Nov. 14, 2007) 連邦裁判所	Beck 等(対象会社の株主)	Equity Office Properties Trust(対象会社), Dobrowski 等 10 人 (対象会社の受託者)	クラス・アクション、代表訴訟	損害賠償請求	取締役の信認義務違反、情報開示義務違反	委任状説明書における不実開示(取引保護条項の排他性)
	Beck v. Dobrowski, 559 F.3d 680 (7th Cir. Mar. 20, 2009)	Beck 等(対象会社の株主)	Equity Office Properties Trust(対象会社), Dobrowski 等 10 人(対象会	クラス・アクション、代表訴訟	損害賠償請求	取締役の情報開示義務違反	二審

			社の受託者)				
	In re Equity Office Properties Trust Transaction Litigation, Case No. 06-CH-25190 (Cir. Ct. Cook County, Ill. Feb. 16, 2007) (以下の4件訴訟から併合されたもの)州裁判所	Blaz 等(対象会社の株主)	Equity Office Properties Trust(対象会社), Dobrowski 等 11 人(対象会社の受託者)	クラス・アクション、代表訴訟	損害賠償請求	取締役の信認義務違反	
	Blaz v. Equity Office Properties Trust, (Case No. 06-CH-25190)						
	Phillips v. Zell, (Case No. 06-CH-25196)						
	Kaiman v. Zell, (Case No. 06-CH-25278)						
	Staehr v. Equity Office Properties Trust, (Case No. 06-CH-25402)						
	In re Equity Office Properties Trust Transaction Litigation, Case No. 24-C-06-010525(Md. Cir. Ct. Jun. 26, 2007) (以下の3件訴訟から併合されたもの)州裁判所	Engel 等(対象会社の株主)	Equity Office Properties Trust(対象会社), Dobrowski 等 10 人(対象会社の受託者), Blackstone Group L.P.(買収者)	クラス・アクション、代表訴訟	損害賠償請求	取締役の信認義務違反	レブロン義務違反、不当な自己取引、
	Engel v. Equity Office Properties Trust (Case No. 24-C-06-010525),						
	Lefari v. Equity Office Properties Trust . (Case No. 24-C-06-010716)						
	Casden v. Equity Office Properties Trust (Case No. 24-C-06-010969)						
Accredited Home Lenders Holding は Aames Investment との三角合併	Atlas v. Accredited Home Lenders Holding Co., F. Supp. 2d 1142(S.D. Cal. Jan. 4, 2008)(以下の5件訴訟を併合したもの) 州裁判所	Atlas 等(対象会社の株主)	Accredited Home Lenders Holding Co.(対象会社), Konrath 等(対象会社の取締役)	クラス・アクション	損害賠償請求	取締役の情報開示義務違反	経営事項及び三角合併についての不実開示
	Joory v. Accredited Home Lenders Holding Co., NO. 07-CV-0506-H (S.D. Cal. 2008)						
	Pourshafie v. Accredited Home Lenders Holding Co., NO. 07-CV-0531-H (S.D. Cal. 2008)						
	Theda v. Accredited Home Lenders Holding Co., NO. 07-CV-0597-H (S.D. Cal. 2008)						
	City of Brockton Retirement System v. Accredited Home Lenders Holding Co., NO. 07-CV-0843-H (S.D. Cal. 2008)						
	Kornfeld, JR. v. Accredited Home Lenders Holding Co., NO. 07-CV-0864-H (S.D. Cal. 2008)						

River Holding,LP は Archstone-Smith Trust との三角合併	Katz v. Gerardi, No.08-CV-4035 (N.D. Ill. Sep. 23, 2008) 州裁判所	Katz(OP のユニットホルダー)	Archstone-Smith Trust(対象会社, GP), Archstone-Smith Operating Trust(OP), Gerardi 等 13 人(対象会社の受託者等), Lehman Brothers and Tishman Speyer(買収者の親会社)	クラス・アクション	損害賠償請求	連邦証券法違反(証券詐欺(1933 年法)、合併に関する証券届出書及び目論見書の虚偽記載(1934 年法))、OP 契約違反(合併によって課税繰延効果の喪失)	本件裁判の連邦地方裁判所への移行を請求
	Katz v. Gerardi, 552 F.3d 558, 563 (7th Cir. Ill. Jan. 5, 2009)	Katz(OP のユニットホルダー)	Archstone-Smith Trust(対象会社, GP), Archstone-Smith Operating Trust(OP), Gerardi 等 13 人(対象会社の受託者等), Lehman Brothers and Tishman Speyer(買収者の親会社)	クラス・アクション	損害賠償請求	連邦証券法違反、OP 契約違反	二審(再考慮すべき)
	Stender v. Cardwell, No. 07-CV-2503 (D. Colo. Feb. 27, 2008)	Stender and Infinity Clark Street Operating(OP のユニットホルダー)	Archstone-Smith Trust(対象会社, GP), Archstone-Smith Operating Trust(OP), Gerardi 等 13 人(対象会社の受託者等), Lehman Brothers and Tishman Speyer(買収者の親会社)	クラス・アクション	損害賠償請求	(1) 契約(OP 出資契約と UPREIT 信託約款)違反、(2) 支配ユニットホルダーの信認義務違反、(3) 受託者(GP)の信認義務違反	
	Stender v. Gerardi, No. 07-CV-2503 (D. Colo. Sep. 30, 2008)	Stender and Infinity Clark Street Operating(OP のユニットホルダー)	Archstone-Smith Trust(対象会社, GP), Archstone-Smith Operating Trust(OP), Gerardi 等 13 人(対象会社の受託者等), Lehman Brothers and Tishman Speyer(買収者の親会社)	クラス・アクション	損害賠償請求	(1) 契約違反、(2) 支配ユニットホルダーの信認義務違反、(3) 受託者(GP)の信認義務違反	信託約款に仲裁条項があることから、双方は、(1)の主張について仲裁を行うべきである。原告は、(2)の主張について支配ユニットホルダーの権限踰越、不法または悪意を立証できない。(3)の主張は、代表訴訟に該当し、提訴要求を満たさない。
	Stender v. Cardwell, No. 07-CV-2503 (D. Colo. Sep. 28, 2009)	Stender and Infinity Clark Street Operating(OP のユニットホルダー)	Archstone-Smith Trust(対象会社, GP), Archstone-Smith Operating Trust(OP), Gerardi 等 13 人(対象会社の受託者等), Lehman Brothers and Tishman Speyer(買収者の親会社)	クラス・アクション	損害賠償請求	(1) 契約違反、(2) 支配ユニットホルダーの信認義務違反、(3) 受託者(GP)の信認義務違反、(4) 仲裁条項の無効	各主張を再判断: (1)と(3)の主張に関する判断を是認したが、(2)の主張に関する判断に疑問である。(4)の主張を退けた。
	Stender v. Cardwell, No. 07-CV-2503 (D. Colo. Oct. 20, 2009)	Stender and Infinity Clark Street Operating(OP のユ	Archstone-Smith Trust(対象会社, GP), Archstone-Smith Operating Trust(OP), Gerardi 等 13 人(対象会	クラス・アクション	損害賠償請求	(1) 契約違反、(2) 支配ユニットホルダーの信認義務違	原告は、仲裁を行わないままに裁判再開を申し立てが、仲裁の結果は、原告の他の主張を影響するから、仲



		ニットホルダー)	社の受託者等), Lehman Brothers and Tishman Speyer(買収者の親会社)			反、(3)受託者(GP)の信認義務違反、(4)仲裁条項の無効	裁を先行すべきと判示された。
	Stender v. Cardwell, No. 07-CV-2503 (D. Colo. May. 12, 2010)	Stender and Infinity Clark Street Operating(OPのユニットホルダー)	Archstone-Smith Trust(対象会社, GP), Archstone-Smith Operating Trust(OP), Gerardi 等 13 人(対象会社の受託者等), Lehman Brothers and Tishman Speyer(買収者の親会社)	クラス・アクション	損害賠償請求	(1) 契約違反、(2) 支配ユニットホルダーの信認義務違反、(3)受託者(GP)の信認義務違反、(4) 仲裁条項の無効	判例法理の変更を理由に、仲裁係属中の裁判再開を請求したが、本件は変更後の判例法理の範囲に入っていないため、原告の請求を却下する。
	Katz v. Gerardi, No. 09-CV-1340 (D. Colo. Agu. 3, 2010)	Katz, Stender and Infinity Clark Street Operating(OPのユニットホルダー)	Archstone-Smith Trust(対象会社, GP), Archstone-Smith Operating Trust(OP), Gerardi 等 13 人(対象会社の受託者等), Lehman Brothers and Tishman Speyer(買収者の親会社)	クラス・アクション	損害賠償請求	連邦証券法違反	Katz 訴訟は、連邦地方裁判所に移行された後、Stender と Infinity は訴訟参加を求めたが、その請求は棄却された。また、Katz の主張については、本件の行為は証券の売却で、証券の取得または購入ではないため、1933 年法の証券詐欺に該当しない。さらに、Katz は、虚偽記載による損失を証明していない。(一審)
	Stender v. Cardwell, No. 07-CV-2503 (D. Colo. Apr. 1, 2011)	Stender and Infinity Clark Street Operating(OPのユニットホルダー)	Archstone-Smith Trust(対象会社, GP), Archstone-Smith Operating Trust(OP), Gerardi 等 13 人(対象会社の受託者等), Lehman Brothers and Tishman Speyer(買収者の親会社)	クラス・アクション	損害賠償請求	(1) 契約違反、(2) 支配ユニットホルダーの信認義務違反、(3)受託者(GP)の信認義務違反、(4) 買収者の不当利得	原告の訴訟主張変更と主張追加による裁判再開の請求
	Katz v. Gerardi, 655 F.3d 1212 (10th Cir. Aug. 25, 2011)	Katz and Infinity Clark Street Operating(OPのユニットホルダー)	Archstone-Smith Trust(対象会社, GP), Archstone-Smith Operating Trust(OP), Gerardi 等 13 人(対象会社の受託者等), Lehman Brothers and Tishman Speyer(買収者の親会社)	クラス・アクション	損害賠償請求	連邦証券法違反	二審: 前記一審の判断を確認した
	Stender v. Archstone-Smith Operating Trust, No. 07-CV-2503-WJM-MJW (D. Colo. Nov. 8, 2013)	Stender, Silver and Infinity Clark Street Operating(OPのユニットホルダー)	Archstone-Smith Trust(対象会社, GP), Archstone-Smith Operating Trust(OP), Gerardi 等 13 人(対象会社の受託者等), Lehman Brothers and Tishman Speyer(買収者の親会社)	クラス・アクション	損害賠償請求	仲裁判断の無効の申立て	仲裁判断は有効である

	Stender v. Archstone-Smith Operating Trust, No. 07-CV-2503-WJM-MJW (D. Colo. Jul 21, 2014)	Stender, Silver and Infinity Clark Street Operating(OP のユニットホルダー)	Archstone-Smith Trust(対象会社, GP), Archstone-Smith Operating Trust(OP), Gerardi 等 13 人(対象会社の受託者等), Lehman Brothers and Tishman Speyer(買収者の親会社)	クラス・アクション	損害賠償請求	原告は、仲裁後に新しく発見した証拠により、仲裁判断の無効及び仲裁の再開を申し立てた	この新しい証拠が仲裁判断の結果に影響を与える重要なものでない
	Stender v. Archstone-Smith Operating Trust, No. 07-CV-2503-WJM-MJW (D. Colo. Oct. 14, 2014)	Stender, Silver and Infinity Clark Street Operating(OP のユニットホルダー)	Archstone-Smith Trust(対象会社, GP), Archstone-Smith Operating Trust(OP), Gerardi 等 13 人(対象会社の受託者等), Lehman Brothers and Tishman Speyer(買収者の親会社)	クラス・アクション	損害賠償請求	(1) 契約違反、(2) 支配ユニットホルダーの信認義務違反、(3) 受託者 (GP) の信認義務違反、(4) 買収者の不当利得	(3) の起訴理由が却下されたが、(1) (2) (4) の起訴理由が十分な主張の提出と認められた。
<b>Ventas は Sunrise Senior Living REIT に対する資産取得</b>	Ventas, Inc. v. Sunrise Senior Living REIT, 2007 ONCA 205(Ont. App. Mar. 23, 2007)	Ventas(事業譲渡競売の入札者)	Sunrise Senior Living REIT(事業譲渡会社)	一般の訴訟	他の請求	秘密保持契約のスタンドスティル条項の履行	スタンドスティル条項違反の恐れ
	Ventas, Inc. v. HCP.Inc., No.07-CV-238-H(W.D. Ky. Dec. 18, 2007) 州裁判所	Ventas(事業譲渡競売の入札者)	HCP.Inc.(競争入札者)	一般の訴訟	他の請求	本訴: 不法行為の停止	
	Ventas, Inc. v. HCP.Inc., No.07-CV-238-H(W.D. Ky. Mar. 24, 2009)	Ventas(事業譲渡競売の入札者)	HCP.Inc.(競争入札者)	一般の訴訟	他の請求	反訴: 競売手続に関する不当表示	
	Ventas, Inc. v. HCP.Inc., No.07-CV-238-H(W.D. Ky. May. 26, 2009)	Ventas(事業譲渡競売の入札者)	HCP.Inc.(競争入札者)	一般の訴訟	他の請求	反訴: 原告は不当な手続きで Sunrise の資産取得をしたこと	
	Ventas, Inc. v. HCP.Inc., No.07-CV-238-H(W.D. Ky. Jun. 24, 2009)	Ventas(事業譲渡競売の入札者)	HCP.Inc.(競争入札者)	一般の訴訟	他の請求	本件証拠の内容に関する争い	
	Ventas, Inc. v. HCP.Inc., No.07-CV-238-H(W.D. Ky. Jul. 25, 2009)	Ventas(事業譲渡競売の入札者)	HCP.Inc.(競争入札者)	一般の訴訟	他の請求	不法行為による損害賠償	被告はスタンドスティル条項に違反し、別途で Sunrise に対する買収提案をしたことを理由に。
	Ventas, Inc. v. HCP.Inc., No.07-CV-238-H(W.D. Ky. Aug. 27, 2009)	Ventas(事業譲渡競売の入札者)	HCP.Inc.(競争入札者)	一般の訴訟	他の請求	損害賠償額を計算する際の為替レートに関する争い	
	Ventas, Inc. v. HCP.Inc., No.07-CV-238-H(W.D. Ky. Sep. 8, 2009)	Ventas(事業譲渡競売の入札者)	HCP.Inc.(競争入札者)	一般の訴訟	他の請求	裁判手続に関する争い	損害賠償額について、陪審員団は 1.01 億ドルと決定した後、被告は、連邦民事訴訟法違反があると主張した。
	Ventas, Inc. v. HCP.Inc., 647 F.3d 291(6th Cir. May 17, 2011)	Ventas(事業譲渡競売の入札者)	HCP.Inc.(競争入札者)	一般の訴訟	他の請求	不法行為による損害賠償	二審
	Ventas, Inc. v. HCP.Inc., No.07-CV-238-H(W.D.	Ventas(事業譲渡競	HCP.Inc.(競争入札者)	一般の訴訟	他の請求	上記損害賠償判決	



	Ky. Aug. 18, 2011)	売の入札者)				の執行の申立て	
<b>APC Investments は Pacific Realty Trust に対する敵対的買収</b>	Pacific Realty Trust v. APC Investments, Inc., 651 P. 2d 163(Or. App. Sep. 29, 1982) 州裁判所	APC Investments, Inc.(買収者)	Pacific Realty Trust(対象会社)	一般の訴訟	予備的差止 命令請求	所有制限条項実施 の差止め	附属定款変更の無効
	上記事件の一審	APC Investments, Inc.(買収者)	Pacific Realty Trust(対象会社)	一般の訴訟	予備的差止 命令請求		
	Pacific Realty Trust v. APC Investments, Inc., 685 F. 2d 1083(9th Cir. Aug. 27, 1982) 連邦裁判所	APC Investments, Inc.(買収者)	Pacific Realty Trust(対象会社)	一般の訴訟	予備的差止 命令請求	公開買付の差止め	公開買付についての不十分な開示
	上記事件の一審	APC Investments, Inc.(買収者)	Pacific Realty Trust(対象会社)	一般の訴訟	予備的差止 命令請求		
<b>San Francisco Real Estate Investor は Real Estate Investment Trust of America に対する敵対的買収</b>	San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America, 692 F.2d 814 (1st Cir. Nov. 9, 1982) 連邦裁判所	San Francisco Real Estate Investor(買収者)	Real Estate Investment Trust of America(対象会社)	一般の訴訟	予備的差止 命令請求	本訴:所有制限及び 超過株式条項実施 の差止め;反訴:公 開買付の差止め	本訴:附属定款変更の無効;反訴: 公開買付についての不十分な開示
	San Francisco Real Estate Investor v. Real Estate Investment Trust of America, 701 F.2d 1000 (1st Cir. Mar. 9, 1983)	San Francisco Real Estate Investor(買収者)	Real Estate Investment Trust of America(対象会社)	一般の訴訟	予備的差止 命令請求	本訴:所有制限及び 超過株式条項実施 の差止め;反訴:公 開買付の差止め	本訴:附属定款変更の無効;反訴: 公開買付についての不十分な開示
	上記事件の一審	San Francisco Real Estate Investor(買収者)	Real Estate Investment Trust of America(対象会社)	一般の訴訟	予備的差止 命令請求		
<b>Realty Acquisition は Property Trust of America に対する敵対的買収</b>	Realty Acquisition Corp. v. Property Trust of America, 1989 WL 214477 (D. Md. Oct. 26,1989) 連邦裁判所	Realty Acquisition Corp.(買収者)	Property Trust of America(対象会社)	一般の訴訟	他の請求	ライツ・プラン条項の 無効、所有制限及 び超過株式条項の 無効	部分的略式判決 (Partial Summary Judgment)
<b>Simon Property Group は Taubman Centers に対する敵対的買収</b>	Simon Property Group v. Taubman Centers, Inc., 240 F. Supp. 2d 642(E.D. Mich. Jan. 22, 2003) 州裁判所	Simon Property Group(買収者), Simon Property Acquisiionts, Inc.(買収者の子会社)	Taubman Centers(対象会社), Robert S. Taubman 等 9 人(対象会社の取締役)	一般の訴訟	予備的差止 命令請求	ミシガン州の「支配 株式法」違反	B 優先株主の議決権行使の差止め、 超過株式条項の実施の差止め
	Simon Property Group v. Taubman Centers, Inc., and Glancy v. Robert S. Taubman, 261 F. Supp. 2d 919(E.D. Mich. May. 1, 2003)	Simon Property Group(買収者), Simon Property Acquisiionts, Inc.(買	Taubman Centers(対象会社), Robert S. Taubman 等 9 人(対象会社の取締役)	一般の訴訟;ク ラス・アクション、 代表訴訟	予備的差止 命令請求	ミシガン州の「支配 株式法」違反	

		収者の子会社),Glancy (対象会社の株主)					
	Simon Property Group v. Taubman Centers, Inc., 262 F. Supp. 2d 794(E.D. Mich. May. 20, 2003)	Simon Property Group(買収者), Simon Property Acquisitions, Inc.(買収者の子会社)	Taubman Centers(対象会社), Robert S. Taubman 等 9 人(対象会社の取締役)	一般の訴訟	予備的差止命令の執行	被告は控訴したが、差止命令の執行を中止しないこと	
	Simon Property Group v. Taubman Centers, Inc., 262 F. Supp. 2d 794(E.D. Mich. Jun. 9, 2003)	Simon Property Group(買収者), Simon Property Acquisitions, Inc.(買収者の子会社)	Taubman Centers(対象会社), Robert S. Taubman 等 9 人(対象会社の取締役)	一般の訴訟	予備的差止命令の修正	被告による法案改正に関するロビー活動を禁止すること	
	Glancy v. Robert S. Taubman, No. 02-75120 (E.D. Mich., 2003)	Glancy (対象会社の株主)	Robert S. Taubman 等 8 人(Alfred Taubman を除く対象会社の取締役)	クラス・アクション、代表訴訟	予備的差止命令請求	ミシガン州の「支配株式法」違反	B 優先株主の議決権行使の差止め
	Glancy v. Taubman Centers, Inc., 373 F.3d 656(6th Cir. Jun. 16, 2004) 連邦裁判所	Glancy(対象会社の株主)	Robert S. Taubman 等 8 人(Alfred Taubman を除く対象会社の取締役)	クラス・アクション、代表訴訟	損害賠償請求	取締役の信認義務違反	一審判決の取消し、連邦地方裁判所に差し戻した
	上記事件の一審	Glancy(対象会社の株主)	Robert S. Taubman 等 8 人(Alfred Taubman を除く対象会社の取締役)	クラス・アクション、代表訴訟	損害賠償請求	取締役の信認義務違反	大株主(パートナーシップ)が訴訟に参加できないため、請求却下となった
<b>Corvex Management と Related Fund Management は CommonWealth REIT に対する敵対的買収</b>	Corvex Management LP v. CommonWealth REIT, Case No. 24-C-13-001111 (Md. Cir. Ct. May 8, 2013)州裁判所	Corvex Management LP, Related Fund Management LLC(買収者、対象会社の株主)	CommonWealth REIT(対象会社), Portnoy 等(対象会社の受託者)	クラス・アクション、代表訴訟	他の請求	受託者の信認義務違反	仲裁条項に関する合意がないから、仲裁を中止すべきである
	Katz v. CommonWealth REIT, Case No.: 24-C-13-001299 (Md. Cir. Ct. Feb. 29, 2014)	Katz (対象会社の株主)	CommonWealth REIT(対象会社), Portnoy 等(対象会社の受託者)	クラス・アクション、代表訴訟	他の請求	受託者の信認義務違反	仲裁条項に関する合意がないから、仲裁を中止すべきである
	Delaware County Employees Retirement Fund v. Barry M. Portnoy, No. 13-10405-DJC (D. Mass. Mar. 26, 2014) 州裁判所	Delaware County Employees Retirement Fund (対象会社の株主)	CommonWealth REIT(対象会社), Portnoy 等(対象会社の受託者)	クラス・アクション、代表訴訟	他の請求	受託者の信認義務違反	仲裁条項に関する合意がないから、仲裁を中止すべきである