

論文の内容の要旨

論文題目 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
氏 名 段 磊

本論文は、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・再編との比較という視点から、アメリカの学説上の議論や判例法理から示唆を得つつ、(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するものである。

1 日本法の問題

(1) まず、日本法は、J-REIT の買収・再編の法的手続において、投資主の選択自由権の強弱により、公正な価額の算定基準や制度上の保障措置について差異を設けるという枠組みを採用していると解されるが、そのような現行法の枠組みでは、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と考えられる。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のに対し、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に問題点がある。すなわち、対象投資法人の役員に対する規律付けには不十分な点が多いと考えられ、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、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の下では、J-REIT の買収・再編における利益相反問題に十分に対処することができない。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、前者については、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は判断の機会が与えられていないこと、さらにそれ以外の場面で強圧性及び取引保護条項等の問題によって実質的に判断権が制限さ

れ得ることなどを考慮すれば、投資主の判断にどの程度の実効性があるのかは疑問の余地がある。また、後者については、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う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。

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。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の下では、投資主としては、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、またそのような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。

(3) さらに、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 に対し敵対的買収が行われる動機及び可能性は十分に存在していることに鑑みるならば、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ように思われる。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導入された現在、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、①投資主平等の原則に抵触するおそれがあること、及び②買収者に経済的損失を与えるおそれがあること、という2つの問題が存在する。

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、本論文は、次に、日本の法制度に対する示唆を得るために、アメリカ法を題材に、そこで実現されている(1)企業価値評価の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する。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した上で、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の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的な救済手段という保障措置が、買収・再編の方法を問わず横断的に対象会社の株主に付与される。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。そして、これら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についても見受けられ、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。

(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対象会社の取締役に対する規律付けは、複数の審査基準（経営判断原則、中間的な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。特に、後者については、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として、予備的差止め命令を裁判所に申し立てることにより、1) 公開買付けの実施・続行の差止め、2) 合併または新株発行を承認するための株主総会の開催の差止め、3) 取引保護条項の実施の差止め、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はあまり行われない。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があると考えられる。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にしか見られない特有な条項である。確かに、これら2つを併用した場合の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）において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、買収を撤回することにより、防衛策の発動による損失を回避することが可能である。

3 日本法への提言

以上のアメリカ法の考察を踏まえて、本論文は、最後に、(1) 企業価値評価の公正性確保の枠組み、(2) 対象投資法人の役員等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試みた。

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べきであるとした上で、J-REITの税制上及び仕組上の特徴に基づき、そのための具体的な検討を試みた。

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、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。例えば、MBO を含む二段階買収や支配権の移転を伴う公開買付けの場面では、投資主による差止めを実現するために、①買収が実現された場合の法人税に係る損害を、執行役員の違法行為差止請求権を行使する際の「投資法人の損害」と解すべきこと、②株主（投資主）が被る不利益のおそれを要件とした公開買付けに対する差止めの規定を金商法に定めるべきことを提案する。

第三に、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。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展開した。まず、資産運用会社の役員をカバーする責任としては、資産運用会社の役員の対第三者責任を定める規定が既にあることに鑑み、投資法人及びその投資主を「第三者」に包摂することを提案する。次に、資産運用会社の役員をカバーする義務としては、資産運用会社の役員には金商法上の誠実公正義務があることに鑑み、同義務の違反を差止事由の「法令違反」に包摂することを提案する。

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が可能になったため、防衛策の有効性の審査基準を確認する上で、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、これら 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は重大な欠陥があることから、新しい仕組みの設計が必要である。そして、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 つの争う手段を付与した上で、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する。