Notes

text by **Shigeru Kaneda**

少数投資主提案を端緒とするJ-REITの合併（前編）

金田 繁［瓜生・糸賀法律事務所］
（元・さくら総合リート監督役員）

業界の注目を集めた、スターアジア不動産による
さくら総合リートの吸収合併を巡る両者の攻防。
後者側の監督役員を務めた弁護士が、一連の出来事を振り返りながら、
J-REIT運営のあり方に問題を投げかける。

はじめに

2020年8月1日、スターアジア不動産を存続法人、さくら総合リートを消滅法人とする吸収合併が成立した★1。その適否をめぐり、各々の立場から尽力された全ての関係者に敬意を表したい。その中で筆者は、監督役員としての通常の職責に加えて、仮処分申立ての債権者や投資主総会の議長、特別委員会の構成員等を通じて本件に関与した。

マーケット上の分析や学術的な論点については、既に幾つかの論考が見受けられるので、それらに委ねたい★2。他方で、筆者自身も浅学の身ながら独自の問題意識を有していたため、所感を綴っておくのも意義があるかと考え、経緯を振り返ることとした。争訟の終結★3からも相応の日数が経過し、お許しいただける時期かと思われたからである。

本稿の公表にあたっては、守秘義務等に十分留意し、事実関係は公開情報に限定するとともに、各関係者のお立場に十分配慮したつもりである。それでも書き過ぎの部分が万一あれば、何卒ご容赦願いたい。

支配権獲得と合併は別物として考えるべき

さくら総合リートは、時期を異にする複数回の投資主総会により、①執行役員と資産運用会社の交代、②スターアジア不動産との合併契約の承認、という経過を辿った。さくら総合リートの少数投資主であるライオンパートナーズ合同会社（以下、ライオン）が、2019年5月、さくら総合リートに対し、「資産運用会社（さくら不動産投資顧問）が投資主利益の最大化を目指す運営を行っていない」として②の合併を提案したのに次いで、①を議案とする投資主総会招集の許可を申し立てたことに端を発する。そしてライオンは、①の時点から②が目的である旨を明示していた。

ただ①が定足数を要さず、かつ過半数の賛成で足りるのに対し、②は投資

★1——本件の経緯については、野間敬和「法令ニュース　リート初の敵対的買収について」（月刊プロパティマネジメント 2019 年 9 月号 46 頁）、植松貴史「REIT 初の敵対的 M&A　露呈した“みなし賛成制度”の問題点」（同 10 月号 10 頁）等の記事を参照されたい。本稿では詳述を割愛する。

★2——脚注 1 に挙げたもののほか、一般論ベースの論考として、渡邉弘志ほか「J-REIT に対する敵対的買収とその防御」（金融法務事情 2151 号 3 頁）が詳しい。

★3——スターアジア不動産の 2020 年 10 月 5 日付プレスリリース「控訴の取下げに関するお知らせ」等を参照。

金田 繁

瓜生・糸賀法律事務所　弁護士 宅地建物取引士

1998 年森綜合（現：森・濱田松本）法律事務所入所、2015 年より現職。（一社）不動産ビジネス専門家協会登録専門家。不動産関連全般を取り扱い、住宅・ホテル・商業施設・オフィス等に係る契約書（売買・ファイナンス・リーシング・開発・ホテルオペレーティング等）の作成及び交渉、不動産 DD、会計士等と協働してのストラクチャリング提案、各種ファンド組成、登録申請ほか当局折衝、不動産関連の争訟等を手掛ける。

主総会において過半数の出席と3分の2の賛成多数を要する★4。これをライオンが少数投資主の立場でいきなりクリアするのは事実上困難であっただろう★5。だからこそ、最初から②を投資主総会に諮るのでなく、まずは「支配権の獲得」を意味する①だけ諮ったのだと思われるが、理論上も、①と②はあくまで別物として考えるべきである。

この点、通常の事業会社においても、会社側と敵対的関係にある株主は、株主総会において代表取締役の解選任を求める議案の提案や、株主総会招集許可の申立てといった手段を講じることができる。しかしながら、単に代表取締役が交代しただけでは、組織体である事業会社の全てを掌握し、コントロールするのが困難な場合も多いのではないか。

これに対して投資法人は、いわば「ハコ」に過ぎず、概して言えば、交代後の執行役員や資産運用会社でも十分に運営し得る。それゆえ、本件のような事案では、「合併には反対だが、執行役員と資産運用会社の交代には賛成」という投資主も一定数出てこよう。今後は、そもそも合併を企図せず、「支配権の獲得」たる執行役員と資産運用会社の交代それ自体を最終目的として、議案提案等に及ぶようなケースも考えられる★6。

招集許可が決定されそうなら投資法人側で総会を開催すべき

ライオンから前述の投資主総会招集許可申立てを受けた関東財務局に対し、さくら総合リートは権利濫用である旨を主張したが、財務局は6月28日、招集許可を決定した。この判断にあたっては財務局も悩んだと思われる。事業会社の事例でも、株主総会招集許可申立てが権利濫用目的であることを理由に棄却される可能性は高くないと解されるが★7、法令の最終的な解釈を行う裁判所と異なり、行政庁たる財務局は、「権利濫用」との判断を下す格好になるのを一層避けたかった、あるいは、「再編を通じたJ-REIT市場全体の活性化」のような意義も無視できなかったのかもしれない。いずれにせよ、結果から見ると、「濫用」との主張だけでは財務局に訴求し切れなかったようである。

実際に招集許可が決定されると、投資法人から対抗議案を提案しても取扱いが不確実になるため、リスクが増大する。したがって、戦略論としては、手続の過程で招集許可が決定される見込みを感じたならば、投資法人側招集の総会を開催するよう先手を打って招集許可を回避するのが得策と思われる★8-9。

ここで、ライオンによる招集許可申立てが濫用的か否かはさて措き、「敵対的買収」という見出しで多くの報道がなされた。もっとも、投資主総会における機関投資家の動きや出席投資家の発言等から窺えたのは、多くの投資家にとって、「友好的か、敵対的か」は必ずしも重大な関心事でなかったことである。要は「最終的に、どちらが儲

★4——投信法 93 条の 2 第 2 項 5 号、149 条の 2 第 1 項。通常は投資法人側から対抗議案が提案され、みなし賛成（投信法 93 条；後述）は適用されない可能性が高いため、同制度を用いずに定足数や賛成票を確保する必要がある。

★5——そもそも、合併契約承認議案を投資主が提案することの可否から問題となる。株式会社を前提にした分析につき、邉英基「株主提案と組織再編・自己株式取得」（商事法務 2272 号 56 頁）が詳しい。

★6——支配権獲得の手法としては、ほかにも TOB（公開買付け）があり、2021 年 4 月、スターウッド・キャピタル・グループがインベスコ・オフィス・ジェイリートに対する TOB を開始した（6 月 15 日付で TOB 不成立）。ただ、当該事案は全投資口の取得資金を調達して「キャピタルゲイン」を狙ったものと考えられるのに対し、本件は合併後の長期的な「インカムゲイン」狙いと解され、両者は支配権獲得の目的を異にする。

★7——伊藤広樹ほか「株主の招集による上場会社の株主総会の実務対応」（商事法務 2239 号 30 頁）等を参照。

★8——伊藤ほか・前掲脚注 7 も同旨。磯野真宇「少数株主による臨時株主総会招集請求がなされた事例」（資料版／商事法務 2020 年 6 月号 58 頁）も「実務上は・・裁判所による許可がなされる見込みが高いことを前提に、発行会社が招集決定を行っていることが通例であると考えられる」とする。

★9——東京高決令和 2 年 11 月 10 日（金融・商事判例 1608 号 46 頁）は、株主総会招集許可申立却下決定に対する抗告審の審問期日において、被抗告人たる会社側から臨時株主総会の開催を誓約されたことを受けて、「・・招集を許可したとしても、本件臨時株主総会より前に（筆者注：株主招集による）株主総会を開催することができる見込みがない特段の事情が認められる」として、訴えの利益が失われたと判示した。

★10——さくら総合リートの2019年7月4日付プレスリリース。

★11——さくら総合リートの2019年8月22日付プレスリリース。

★12——さくら総合リートの同日付プレスリリース。

★13——恐らくは本件を受けて、「みなし賛成」に関する規約を変更して一部不適用としたJ-REITの事例が多数公表されている。

かるか」が判断基準であっただろう。

許可決定に基づきライオン招集による臨時投資主総会（以下、ライオン総会）が開催されるのを受けて、筆者が「監督役員の行動規範」として常に念頭に置いていたのは、投資法人に対して善管注意義務を負う関係上、あくまで、「背後に存在する、その時々における多数の投資主の総意に従う」というものであった。ライオン総会の開催前は、役員会の意見として、「ライオンパートナーズの提案がスターアジア不動産投資法人との上記の利益相反を発生させた上で合併プロセスを遂行するという意味で濫用的であり、本投資法人の投資主の利益保護の観点から容認できない」との立場を採っていた★10。

他方で「ライオンパートナーズの提案する議案が可決された場合には、本投資法人の運用体制に混乱が生じることは不可避」と意見しつつも、当該可決された議案が投資主の総意である以上、「当該議案に反対していた監督委員が議案に沿った運営をしないことは必至」といった意見は決して述べなかった。この点は、もう1名の監督役員（諫山弘高氏）とも申し合わせ、スタンスを擦り合わせていた。

総会前日に仮処分の和解成立

さくら総合リートの資産運用会社（さくら不動産投資顧問）親会社のギャラクシー・ジェイリート・ピーティワイ・リミテッド（以下、ギャラクシー）は、ライオン総会に対し、三井物産・イデラパートナーズ（みらいの資産運用会社）との資産運用委託契約締結等の対抗議案を提案したが、当該議案は招集通知や議決権行使書に記載されなかった。これを受けて8月19日、ギャラクシー及び監督役員としての筆者が債権者となり、「ギャラクシーの対抗議案を投資主が公正に検討する機会を奪い、法令違反又は著しく不公正」との理由で決議禁止の仮処分を申し立てた★11。

喧々諤々の議論の結果、ライオン総会の前日である8月29日、混乱回避等の観点より、①同総会においてギャラクシーの提案した対抗議案を修正動議の形で提出できること、②①の結果、ライオンが提案した執行役員選任及び資産運用委託契約締結の各件で「みなし賛成」の適用がなくなること、③筆者が議長を務めるべく選任議案を諮ること、等を内容とする和解に応じることとなった★12。

ただ、対抗議案の提出こそ認められたが、招集通知や議決権行使書には対抗議案が記載されなかったことにより、議決権行使書による投票の対象から除外されてしまった。さくら総合リート側で企図されていたことが概ね実現できたわけではないことを付言する。

和解条項のうち上記②で言及された「みなし賛成」（投信法93条）の適否について、一般論ベースで述べておきたい。これは、投資口が仕組み金融商品であるため、議決権行使に関心のない投資主も多数に上ることが想定されることから導入された便宜的な制度である。実務上も、上場投資法人の投資主は議決権行使に積極的でないため、通常は「みなし賛成」により可決となり易い。

ところが、少数投資主が投資主総会の招集を行う場合に、他の投資主による議案提案権や投資法人が提案する議案が一切上程できないとなれば、少数投資主の提案する議案と相反する趣旨の議案は存在し得ないこととなる。そうなると「みなし賛成」が常に適用され、議決権を行使しない投資主は全て少数投資主による提案に賛成するものとみなされてしまい、投資主の意思が適切に反映されない結果を招くおそれがある。実質論としても、運用体制に大きな影響を与える重要な議案は、その制度趣旨からして、「みなし賛成」に頼るべきではないだろう★13。

次回中編では、個人委任状の取扱いをめぐり紛糾したライオン総会での出来事と、議長として総会に携わった筆者の所感等を述べていきたい。