

少数投資主提案を端緒とする J-REITの合併（後編）

金田 繁 [瓜生・糸賀法律事務所]
(元・さくら総合リート投資法人監督役員)

投資主総会の結果、執行役員と資産運用会社の交代、合併契約の承認が決定。合併成立まで、相反する関係者との間の板挟み状態で業務を余儀なくされた。そのなかで心に留めていたのは、監督役員そして法律家としての矜持だった。

コンプライアンスが肝要

投資主総会以降、資産運用会社の交代までは、新執行役員（杉原亨氏）と資産運用会社（さくら不動産投資顧問）との間が「ねじれ状態」の中、裁判手続と並行して、投資法人としての通常業務を日々進める必要があった。もっとも、J-REITにおいては、ガバナンス等の観点より、執行役員が資産運用会社の代表者と同一でなく、かつスポンサー以外の出身母体から輩出される例も一定数見受けられた。それに倣えば、「本件でも、適度な緊張関係を保ちながら業務を回していけるのではないか？」といった希望的観測を筆者は持っていた。現に当初は、通常業務でのコミュニケーションが思いのほか難航せず、比較的スムーズに推移したと思っていた。

ただ、資産運用会社の株主たるギャラクシー・ジェイリート（以下、ギャラクシー）が投資法人相手に係争中で

あったため、筆者を含めた関係者は「板挟み」の状態にあった。詳細には触れないが、以下に述べる二方向の善管注意義務を両立させるのは容易でないからである。

投資主総会というオフィシャルな場において、ライオンパートナーズ（以下、ライオン）提案議案に対する投資主の賛意が一応示された以上、何もしない訳にはいかない。新執行役員たる杉原亨氏の立場からは勿論、ライオン招集による臨時投資主総会（以下、ライオン総会）の前は監督役員として反対の意見を示していた筆者も、（温度差はあれど）同様の認識であった。「資産運用委託契約が終了するまで何もせずに待つ」「訴訟や仮処分の結論が出るまで何もせずに待つ」というのが一見安全そうに見えるが、物事にはタイミングがある。合併の実現も時限性があるミッションである以上、役員会での決議事項を徒らに否決していても、ライオン側から善管注意義務を





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。

問われかねない。

かといって、各種争訟が進行中なのを全く無視することもできない。決議取消訴訟の帰趨如何でさくら総合リートに余計な手間と費用が膨らむのは避けたい。

このような中、新執行役員の主導する業務によって、無用な争訟や負の心証を生まないようコーディネート・牽制するのも、筆者の責務の1つだと思っていた^{★1}。例えば、①役員会で慎重な意見を述べる、②決議事項を賛成するにしても、必要に応じて条件を付す、③各種アクションに際しての文面では過激な表現を用いない、等である。

最初のアクションが、さくら総合リートと投資法人みらいとの間の合併契約に係る解除通知の出状であった。詳細には触れないが、役員会決議を経るなど慎重を期して対応した。これに対してみらいは当初、「合併契約解除の有効性について意見を留保する」というスタンスを採っていたが^{★2}、その後、効力発生条件の不成就を理由として、（一定の留保を付しつつも）さくら総合リートとの合併契約が2019年11月1日をもって終了する旨を公表した^{★3}。

しかしながら、その後は全てが友好裡に推移したとは言い難く、ついに

は、さくら不動産投資顧問（資産運用会社；受託者）からさくら総合リート（顧客；委託者）に対して、仮処分^{★4}の申立てまでなされるに至った^{★4}。資産運用会社も「裁判を受ける権利」を有しているので、さくら総合リートをして応訴の手間や各種費用を負担せしめただけの理由では、義務違反を構成しないと考えるが、誰がどう見てもきわめて異例な状態である。どちらの当事者も「総投資主の利益のため」という大義名分の下だが、投資主の側からすれば、この両者間での争訟に手間と費用が掛かっているのは是認し難かったのではないかな。

このように、「暫定的な状況下での善管注意義務」という悩ましい課題を突き付けられた次第だが、一義的な基準はなく、是々非々の判断になる。だが、法的には仮処分手続が存在し、債権者側が担保を供託して損害発生に備える制度となっている以上、筋論としては、「決議取消訴訟の帰趨如何によって生じ得る損害の事前防止は、仮処分手続によって（のみ）実現せよ」といったところに帰結すると思われる。したがって、総会決議取消の可能性は常に念頭に置きつつも、最終判断が司法から下されるまでは、通常業務を適時適切に遂行するとともに、合併の実現に向けた合理的な行動に及

★1——「投資主総会で、執行役員のほか監督役員2名についても解任議案を提案し、少数投資主側から輩出すれば、役員会での各種決議を通し易くなる」という向きがあったかもしれない。ただ、「支配権の確保」という観点からは、執行役員のみ交代でも相当程度実現し得るし、既存の監督役員は敢えて残存させるほうが、「総投資主の利益に資する」という大義名分に合致するともいえる。また、「新監督役員の候補者を確保できるか」という現実的な問題もある。

★2——みらいの2019年9月25日付プレスリリース（中編参照）。

★3——同10月31日付プレスリリース。

★4——さくら総合リーートの2020年1月20日付プレスリリース。

ぶのが相当であったろう。実際にも概ね同様の経過を辿っている。

ここで大切な行動指針の1つとなるのが「コンプライアンス（法令遵守）」である。法令や社内規程の遵守、取締役会の承認といった当たり前のことを粛々を行うのである。日本国内の不動産金融、とりわけJ-REITの業界は、安定した法制度と、監督当局（金融庁）や金融商品取引所の所轄下でのプラクティスが確立しており、経験豊富なプレーヤーも多く、成熟したマーケットの代表例だと思われる。立場や主義主張の違いはあれど、プレーヤーであり続けるには、「共通ルール」たるコンプライアンスを怠らないことが肝要である。

特別委員会の設置

合併の可否をゼロベースで検証

出来上がりの姿だけを見れば、規定路線どおりにスターアジア不動産投資法人とさくら総合リートとの合併が実現したように映るかもしれない。だが、前編で述べたとおり、支配権の獲得と合併の話はあくまで別物であって、スターアジア不動産との合併は何らオーソライズされた状況になかった以上、合併契約の締結に向けては、慎重に手順を踏んで進められた。

さらに、実質的な利益相反性に鑑みて公正性を担保すべく、特別委員会が設置された^{★5}。この観点から本件を採り上げている論考等是不見当だが、特別委員会設置の一事例としても参考になり得ると思われる。

特別委員会での検討に際しては、法務・財務のアドバイザー、ファイナンシャルアドバイザー（FA）ほか関係者の多大な尽力を賜った。とりわけ、委員長である渾大防清氏による、専門的見地や本件の社会的意義を踏まえた貢献があったことは特筆したい。こ

の場を借りて改めて御礼を申し上げる。

各種争訟が「現在進行形」で裁判所に係属しているのと並行して、進捗を睨みながらの合併プロセスであったため、投資主に一寸の疑念も生じさせないよう、「公正なM&Aの在り方に関する指針」（2019年、経済産業省）の考え方に沿った「公正性担保措置」として、きわめて慎重かつ保守的な手順が採られた。さくら総合リートの2020年1月30日・3月2日付各プレスリリースで公開されている情報だけを拾っても、例えば、第三者による対抗提案及びその検討の機会を妨げないこととしたほか、「マーケット・チェック」として、スターアジア不動産以外との合併の可能性をゼロベースから改めて探索・検証している。

合併比率の点を含めた慎重な検討・協議を経て、両投資法人間の合併契約が3月2日付で締結された。

投資主総会による合併契約承認

執行役員・監督役員選任のための2020年3月30日付投資主総会において、合併契約承認議案も上程される形が採られたが、ギャラクシーから各種の対抗議案が提案された。結果、投資法人提案・投資主提案の各議案が招集通知に併記された^{★6}。このうち執行役員選任議案も双方から提案されたが、規約上は1名しか選任できない。そのため、両議案とも可決されることのないよう、「第1号議案（＝投資法人提案）及び第10号議案（＝投資主提案）・・・は・・・1名に限り賛成の表示を行うことができることとし、1名を超える候補者に賛成の表示がなされた場合には、両議案・・・について無効な議決議行使として取り扱」うこととされ^{★7}、その旨が招集通知に明記された。

★5——筆者の知る限り、J-REITの合併においては初めてである。

★6——さくら総合リートの2020年3月11日付プレスリリース。

★7——三浦ほか・中編脚注5の99頁も、実務上の取扱いとして挙げている。

ギャラクシーからの投資主提案には、筆者に対する監督役員解任の件も含まれていた。その理由の要旨は、以下のとおりである。

- ①「投資主総会における議長としての判断が誤りであった場合には決議の結果が変わる可能性がある」旨を述べたにもかかわらず、議事運営について具体的な検証を行った形跡はない
- ②合併提案に反対の立場を表明していたが、投資主総会における議事運営の適切性の検証が完了するまで手続を停止させる措置をとっていない

この解任議案は反対多数で否決されているが、①に付言すると、議事運営の適否は総会検査役や裁判所の判断事項であり、筆者自身に検証する権限は無かったであろう。また、②に関する筆者の考え方は、前述のとおり「ライオンから提案された議案が承認可決された外形が存する以上、当該議案に沿って運営をする」というものであり、その時々における多数の投資主の総意に従っていた点で何ら矛盾しない。逆に、ギャラクシーが議案提案で述べたような、手続停止の措置を講じた場合は、ライオン側から善管注意義務違反を問われていただろう。

当時は緊急事態宣言の発出直前ではあったが、8月30日と同じ会場で投資主総会が実開催された。合併承認議案は定足数の確保を要したが、これを満たす形で承認可決された。なお、ライオン総会と異なり、総会決議取消訴訟は提起されなかった^{★8}。

合併まで利益相反なきよう配慮

2020年3月以降は、さくら総合リースの資産運用会社がスターアジ

ア不動産投資顧問へ交代され、約半年間続いた投資法人と資産運用会社との「ねじれ状態」が解消された。半面、合併期日までの5ヶ月間、1つの資産運用会社が複数のJ-REITから運用を受託する状態が続いた。このような実例は本件以外にも幾つか存在するが、一般に、両者間で利益相反が生じないよう、「ローテーション・ルール」^{★9}の策定等の措置を講じる必要がある。

この時期、先述の投資主総会を終えた後は比較的淡々と経過していった。筆者の監督委員としての稼働も平準化していき、8月1日の合併成立に伴うさくら総合リースの消滅をもって、全ての職責が終了した。

最後に

スターアジア不動産にとっては、結果として目論見どおりにさくら総合リースとの合併を実現できた形となった。だがそこに行き着くまでには莫大な時間・費用・手間を要しており、「成否の見込みを問わず選択に値する手段」とまでは言えなかったであろう。

また、投資主総会招集許可申立てや決議取消訴訟の結果も、先例として参考にはなり得るが、あくまで事例判断がなされたに過ぎず、今後も同様の判断が下されるとは限らない。このような側面もあってか、類似事例は今のところ見受けられない。ただ、本件がJ-REIT運用の実務に一石を投じたのは間違いない。投資家も少なからず関心を持った筈である。

本稿は守秘義務等との関係で意図的に割愛している事項も多数に上り、それゆえに分かり辛くなった点があればご容赦願いたい。今後も起こり得るであろうJ-REITの再編にとって、本稿が少しでも参考になれば望外の喜びである。

★8——仮に提起されれば、被告となるさくら総合リースにおいては適時開示の対象だが（上場規程第1213条第2項第1号b(i)・同(t)）、そのような開示はなされていない。

★9——金融商品取引業者等の監督指針VI-2-6-3(3)参照。