

不動産小口化投資における「投資家の権利」

星野 豊

目次

一 序——本稿の課題

二 「不動産小口化商品」の基本的な仕組み

三 不動産小口化商品の法律問題

1 事業の失敗と投資家の利益保護

(イ) 不動産小口化商品の解除の可否

(ロ) 最判平成八年一月一二日の一般論

2 投資家相互間ないし投資家と事業者との権利関係

3 投資家と第三者との利害調整

四 不動産小口化投資における「投資家の権利」

不動産小口化投資における「投資家の権利」(星野)

一 序——本稿の課題

本稿は、いわゆる「不動産小口化商品」に関して生ずる基本的な法律上の問題点を題材として、かかる不動産小口化投資を目的とした法律関係における「投資家の権利」の法的性質について考えようとするものである。

不動産小口化投資をめぐっては、平成期に入って以降、若干の下級審判決が出されているのみであったが、¹⁾ 最判平成八年十一月一二日民集五〇巻一〇号二六七三頁の中で、不動産の売買に関する契約の解除につき、極めて注目すべき一般論が示されるに到った。²⁾ 又、学説においても、不動産特定事業法（平成六年法七七号）に基づく「不動産特定共同事業契約」や、いわゆる「信託型不動産小口化商品」の約款につき、詳細な検討が行われるようになってきている。³⁾

しかしながら、従来の裁判例においても、又、近時の学説による検討においても、不動産小口化投資における「投資家の権利」の理論的な性質については、未だ十分な解明がなされていないように思われる。特に、不動産小口化商品に関して多々指摘されるに到っている法律上の問題点が、どのような理論的原因によって生ずるのか、又、かかる法律関係における投資家の権利に、果たしてどのような理論的問題点が存在するのか、といった点については、必ずしも十分な議論がなされていないように思われる。

以下では、まず不動産小口商品の基本的な仕組みについてごく簡単に説明した後（二）、不動産小口化商品について生じうる法律上の問題点とその実務上の解決指針とを、具体的な裁判例を主な題材として検討する（三（1）〜3）。

そのうえで、不動産小口化投資における投資家の「権利」が内包する理論的な問題点を指摘し、今後のあるべき規制について考察する（四）。

注

(1) 裁判例の具体的な内容については、後記三一ないし三参照。このうち二件について、かつて私は判例研究を公表した（ジュリ一〇六七号一三一頁（一九九五）及びジュリ一〇八七号一五一頁（一九九六））。本稿は、これらの判例研究では紙幅その他の関係から必ずしも十分に検討できなかった、不動産小口化投資における理論上及び実務上の具体的な問題点の解釈や、かかる投資関係における投資家の権利の法的性質について、その後の判例学説の動向をもふまえて、再検討を試みるものである。

(2) 但し後述のとおり、この最判平成八年一月二日で問題となった不動産に関する契約関係は、そもそも投資契約でないとしておけるため、不動産小口化商品における契約関係とは法的性格が異なるものである。後記三一参照。

(3) 近時における実務界と学界との共同研究として、鴻常夫編『商事信託法制』三四九頁以下「信託型不動産小口化商品」〔福井修・岩原神作〕（一九九八）（以下、単に『商事信託法制』と省略して引用する）。

二 「不動産小口化商品」の基本的な仕組み

「不動産小口化商品」とは、不動産に関する権利（典型的には不動産の所有権）を、共有、組合、信託等の法律構成を用いることにより投資対象となりうる共有持分権等の権利ないし利益に変容させて、投資家からの投資を募り、

不動産小口化投資における「投資家の権利」（星野）

投資家から出捐された資金を原資として投資対象である不動産に関連する事業を行う、不動産投資を中心的目的とした金融商品を指す。「小口化」の表現が用いられるのは、投資対象となる不動産に関する権利の価値全体に比して、投資家が投資の対象単位とする個々の権利ないし利益の価値が、極めて小さいことが多いためである。

かかる不動産小口化商品は、不動産に関する権利の分割の仕方によって、「持分譲渡方式」「組合方式」「信託方式」等に分類できる。「持分譲渡方式」とは、投資家が投資対象不動産に関する権利の共有持分権を取得するもの、「組合方式」とは、投資家が民法上の組合を形成して、投資対象不動産に関する権利を組合財産とするもの、そして「信託方式」とは、投資対象不動産に関する権利を信託財産とする信託を設定し、投資家が信託受益権を取得するもの、である。⁴⁾

一般に述べられているところによれば、かかる不動産小口化商品は、次のような「長所」を有するものであったとされる。すなわち、事業者にとっては、高額となった不動産の販売を促進して早期の資金回収を図ることのほか、広範囲に事業資金を募ることにより、大規模かつ多種多様な不動産事業を行うことを可能とさせる。⁵⁾ 他方、個人投資家等、多額の資金を有しない投資家にとっても、小口化された不動産に投資することにより、事業者の行う「大規模」の（従って「収益率の高い」不動産投資に係る利益の配分を受けることが可能となる。⁶⁾ さらに、投資対象となつていゝる財産が「財産的価値の高い不動産」であるため、「まさかの時」においても、投資家には「不動産の権利」が残されており「心配がない」、などとする宣伝と相俟ち、不動産小口化商品は「夢のある」投資商品として、投資家からの注目を集めることとなつた。⁷⁾

注

- (4) 『商事信託法制』三六七頁〔岩原〕では、「信託型」「任意組合理型」「匿名組合理型」「貸借型」と分類している。このうち、「貸借型」は、本文でいう「持分譲渡方式」によって投資家に共有持分が販売された不動産を、事業者が一括して賃借するものである。同書によれば、現在では、多くの不動産小口化商品が任意組合理型であるとされている。
- (5) 『商事信託法制』三四九頁〔福井〕参照。
- (6) このほか、不動産小口化商品が販売され始めた昭和六〇年代においては、いわゆる損益通算によって税制上の利益を投資家が得られたことが指摘されている。『商事信託法制』三四九頁〔福井〕、三六六頁〔岩原〕。
- (7) 昭和六二年から平成七年末までの実績は、国内分だけで一六六件、六〇九八億円、海外分を合わせると二三三件、七九四七億円、このうち、平成元年から平成三年までの三年間については、国内分が九七件、三五三三億円、海外分を合わせて一三九件、四七九一億円であった。特に、平成三年における不動産小口化商品の類型販売額は一年間で一二三〇億円に達したとされる。『商事信託法制』三五〇頁〔福井〕、三六六頁〔岩原〕。

三 不動産小口化商品の法律問題

しかしながら、前記にいう「不動産小口化商品の長所」は、事業者による不動産事業が順調に行われ、事業から得られた利益が投資家に適正に配分されることを前提として、初めて成立する議論であることはいうまでもない。事実、不動産事業が不振となった平成三年頃以降、不動産小口化商品に関する法的紛争が顕在化し、いくつかの事例で裁判所の判断が示されるに到った。⁽⁸⁾

以下では、具体的な裁判例を紹介しつつ、不動産小口化商品に関する法律上の問題点のうち、1 事業が失敗した場合における投資家の利益保護、2 投資家相互間ないし投資家と事業者との間の権利関係、3 投資家と第三者との利害調整、の三点につき検討を加える。

注

(8) 本稿で具体的な検討の対象とするのは、投資家と事業者との紛争、又は投資家ないし事業者と第三者との紛争についてであるが、裁判例としては、このほか、不動産小口化商品の設定段階における事業者相互間の紛争も存在する。東京地判平成六年四月二二日金法一四〇一三三頁は、信託型不動産小口化商品の設定に関して、受託者である信託銀行が、事業が著しく不振となったことを理由に商品設定事業に係る基本協定を一方的に破棄し、事業者から訴えられたものの、協定の解約要件に該当し協定違反とはならないと判断された事例である。

(9) このほか、実務上重要な点として、不動産小口化商品の利益配当が順調に行われなくなった場合に、不動産小口化商品に関連して締結された融資契約の効力をどう考えるか、という問題がある。しかしながら、この点は、不動産小口化商品の場合に限らず、変額保険等を含めた投資契約全般について問題となるものであるため、不動産小口化商品だけを取りあげて検討しても議論として十分でない。又、この問題は、不動産小口化投資における「投資家の権利」の性質を考えるという本稿の目的にとって、必ずしも適当な題材とは言えない。従って、この点については、以下の検討に際し、必要最小限度の補足をするにとどめ（後記注二四参照）、詳細な検討については今後の課題としたい。

1 事業の失敗と投資家の利益保護

(イ) 不動産小口化商品の解除の可否

東京地判平成四年七月二七日判時一四六四号七六頁、及び、その控訴審である東京高判平成五年七月一三日金法一三九二号四五頁は、概ね次のような事件である。事業者Yは、その所有する不動産について、約四〇〇〇分の一の共有持分権を、一口として一口当たり三〇万円で投資家Xに売却し、同時に当該持分をYがXから賃借して、Yが「賃料」としてXに対して事業利益の配分を行うという、典型的な持分譲渡方式（『商事信託法制』にいう「賃貸借型」）による契約を締結した。その後、Yの行う事業（スポーツプラザ経営）が不振となり、約定された利益配分が行われなくなったことから、Xは、契約全体の解約と支払った金員の返還とを求めた。この事件において争点となったのは、YからXに不動産の共有持分権を譲渡する売買契約の部分とXからYに対する共有持分権の賃貸借契約の部分とが、契約書の外形上別個の契約とされているため、YのXに対する「賃料の不払」、すなわち賃貸借契約上の債務不履行によって、XY間の契約全体、すなわち双方とも履行済である売買契約まで解除できるか否かであった。

第一審は、Yによる商品宣伝の態様、契約の経済的目的からすれば、XY間の契約関係は、契約書の外形上売買契約と賃貸借契約とに分かれて成立していたとしても、その実質は「一個の投資契約」である、と認定し、Xの解除請求を認容した。しかし、控訴審は、XY間の契約の経済的目的が不動産投資にあるとしても、両者の契約関係を構成する「売買契約」と「賃貸借契約」とは法律上別個の契約とされている以上、賃貸借契約の債務不履行によって売買契約が解除されないようXY間の契約は構成されているのであり、Xとしては、賃料請求、賃貸借契約の解除、持分の処分等によって投下資本の回収を図ることができる、と判示して、Xの請求を棄却した（確定）。

この両判決の比較検討を行う際に重要であるのは、このような不動産小口化商品に係る契約関係を把握する際の基本的な指針、すなわち、契約全体の経済的目的を重視して、「投資契約」であることを強調するか、それとも、投資家と事業者との間で締結された法律関係の外形を重視して、個々の契約の組み合わせとして理解すべきか、である。

両判決の視点が端的に分かれていることから明らかなどおり、わが国の判例学説の中では、かかる契約関係の把握に関する基本的な合意が成立しておらず、又、この両者の把握の甲乙は、一概につけられるものではない。投資の目的や手段、投資を行う者の能力が様々である現状では、いずれか一方の考え方で全ての契約関係を解釈することは、どちらの考え方をとったとしても妥当ではないからである。従って、このような場合における「契約の解釈」については、契約の経済的目的、投資家と事業者の交渉能力、事業者による説明と投資家の商品内容に対する理解の程度等を総合判断することにより、いわゆる「当事者の意思」を個別に探求していくべきである。¹¹⁾

この観点からすると、上記の事件では、投下資本の回収方法につき、Xの投資家としての能力や、YからXに対してどの程度の説明があったかが重要となるが、この点については両判決とも明確な認定がなく、Xがどのような投下資本回収手段を期待することができたかについては、現実には何とも言えない部分がある。しかし、上記の控訴審の挙げる投下資本回収方法は、いずれもXにとって実効性のある方法とは言えない。例えば、賃料請求による方法は、事業者の資産が潤沢に存在する場合に限られるし、賃貸借契約を解除する方法については、多数の他の投資家との関係をどのように考えるかが明らかでない。¹²⁾ 又、持分の処分による方法は、共有持分に不動産の使用に係る現実の効用がある場合か、又はかかる持分が譲渡可能である公正な市場が存在することが必要である。従って、Yの説明によりXが契約書の外形から導かれる効果を知っていたとの事情がない限り、かかる不動産小口化商品は、全体として一

個の投資契約と考え、事業者による債務不履行があつた場合には、投資家からの解除を認めることが、少なくとも投資家の意思に合致するものと考えられよう。¹³⁾

なお、以上のように、投資家が契約を解除して投下資本の回収を図る余地を残すよう契約関係全体の解釈をなすべきことは、不動産小口化商品の形態が組合方式ないし信託方式であつた場合でも、基本的には同様であると考えられる。例えば、『商事信託法制』三八五頁以下に資料として掲げられている信託型不動産小口化商品に関する信託契約においては、第一六条第一項で「この信託契約は、契約期間中解除できない」とする一方、第一九条において、受益権は受託者の承諾がない限り譲渡又は質入れできないことを原則としている。しかしながら、これらの条項の下では、前記の控訴審判決が示した投下資本の回収手段の全てが契約によって封じられていることとなり、これが投資家の意思に沿うものとは考え難い。不動産小口化商品が広く受け容れられるためには換金性、流通性を備える必要があるとの指摘があるが、¹⁴⁾それ以前にそもそもかかる契約条項自体の不当性を問題とすべきであろう。例えば、「契約の解除」が制限されていたとしても信託法第三六条第三項に基づく「受益権の放棄」は可能であるとか、¹⁵⁾受託者による債務不履行があつた場合にはかかる契約条項にかかわらず受益者は契約を解除できる等の解釈上の試みがなされるべきであると思われる。

但し、不動産小口化商品に関する契約関係を原則として「投資契約」と考えることや、一方当事者（特に事業者）の債務不履行があつた場合に他方当事者（である投資家）からの解除を認めることが、常に投資家にとって最大利益をもたらす結果となるとは限らない。例えば、事業者が破産した場合には、投資家からの解除による投下資本の回収が実効性を失う反面、破産管財人によって投資契約が解除される可能性が生ずる。この場合における投資家の出資金

の返還請求権は、破産法第六〇条第二項により一応財団債権となりうるものと考えられるが、他の投資家等、多数の債権者が存在することを考慮すると、投資家の出資金が確実に回収できるとは限らない。従って、当事者によって投資契約が解除される可能性を常に認めておくことは、場合によってはかえって投資家の利益を損なう恐れがある。又、一部の投資家が契約を解除して自己の投下資本を回収する可能性があることを認めれば、投資家から出捐された財産は常に解除に基づく返還請求の可能性に晒されるわけであるから、多数の投資家から出捐された財産の全てを悉く事業の運営に充てることは事実上できなくなる。このように、一部の投資家による解除の可能性を認めることは、他の投資家が投資によって期待できる利益を事実上害する恐れがあることも否定できない。

しかしながら、本稿で主張する「投資家の利益保護」とは要するに、投資家に対して投資判断に必要な情報が事業者から適切に開示されることを前提として、投資に係る基本的かつ重要な判断を投資家に委ね、それから生ずる結果を原則として投資家に帰属させることにある。従って、投資契約の解除の可能性を認めることによって生じうる以上のような危険性は、投資に通常伴うリスクとして、投資家が当然に負うべきものであると考えられる。¹⁷

なお、以上の観点からすれば、契約解除以外の投下資本の回収手段、すなわち、利益配分の履行請求、持分の処分等を行うことも、投資家の自由な選択に委ねられていることはいうまでもない。¹⁸

注

(10) 評釈として、星野豊・ジュリ一〇六七号二三一頁（一九九五）、松本恒雄・法セミ四八二号九六頁（一九九五）。

(11) 星野・前掲注一〇評釈一三三頁。

(12) 後記2における議論をも参照。

(13) 星野・前掲注一〇評釈一三四頁、北村・後掲注一九評釈一〇五頁。

(14) 『商事信託法制』三三三頁〔岩原〕

(15) これにより少なくとも受益者は信託関係における費用補償請求を免れることができるものというべきである。もっとも、信託契約の作成者である受託者側は、かかる放棄をも封じる意図で信託契約の解除ができない旨を定めた可能性があるが、信託法第三六条と同第五八条とを比較してみれば明らかなどおり、受益権の放棄は受益者が自由にこれをなすうるのが原則であるのに対して、信託契約の解除は受益者の意思のみではなしえないことが原則とされているわけであるから（不動産小口化商品において受益者が全受益権を有していることは事実上ありえないので、委託者兼全受益者の意思に基づく解除を認める同第五七条は問題とならない）、「信託契約の解除」を制限する条項を以て「受益権の放棄」を制限ないし禁止することはできないと考えるべきである。

(16) もっとも、この場合には信託法第二七条に基づく責任追及を行うほか、同第四七条に基づいて受託者の解任を求めることができるのみであるとの解釈の方が素直かもしれない。

(17) 以上につき、星野・前掲注一〇評釈一三四頁。

(18) 後記2で紹介する東京地判平成五年七月八日判時一四八一号一四一頁では、投資家から事業者に対する賃料の履行請求が認容されている。

(ロ) 最判平成八年一月二日の一般論

最判平成八年一月二日民集五〇卷一〇号二六七三頁¹⁹⁾は、不動産売買に関する複合的な契約の解除に関して、極めて注目すべき一般論を示した。この事案で問題となった不動産はいわゆるリゾートマンションであり、後記のと

おり購入者が投資目的で不動産を購入したとは認定されていない。従って、この事例におけるマンションの売買は不動産小口化商品とは性格の異なるものと考えざるを得ないが、不動産売買に関する複合的な契約関係の解除について的一般論を示したものである以上、前記（イ）の議論と対比させる意味で検討を加えておくことが有益であろう。事案の概要は次のとおりである。

不動産の売買等を業とするYは、Xらとの間で、いわゆるリゾートマンションに関する売買契約を締結すると同時に、同マンションに併設するスポーツクラブの会員権契約を締結した。Yが書式を作成した売買契約の契約書には、同マンションがスポーツクラブ「会員権付」であることが表示されていたほか、マンションの買主は区分所有権購入と同時にスポーツクラブの会員となることが記載されていた。又、スポーツクラブの会則には、マンションの区分所有権がスポーツクラブ会員権と分離して譲渡できないこと、区分所有権を他に譲渡したときは会員としての資格が自動的に消滅すること、区分所有権を譲り受けた者はYの承諾によりスポーツクラブの会員登録ができることが、それぞれ記載されていた。

Yは、Xらとの契約締結時における広告等で、スポーツクラブの施設内容として、テニスコート、屋外プール、サウナ、レストラン等が完備されているほか、屋内温水プールが完成予定である旨を明記していたが、その後、Xらの再三にわたる要求にもかかわらず、屋内プールの着工に到らなかつた。このため、Xらは、屋内プール完成の遅延を理由として、スポーツクラブ会員権契約の解除と共に、リゾートマンションの売買契約についても解除する旨意思表示したうえで、マンションの売買代金等の返還を求めた。

第一審である大阪地裁は、当該マンションの購入者がスポーツクラブを利用することが契約の中で当然に予定され、

その前提としてマンションの区分所有権とクラブ会員権とは帰属を一にしているわけであるから、マンションの売買契約とスポーツクラブ会員権契約とは不可分の一体化したものと考えるべきである、と判示して、Xらの請求を全部認容した。これに対して、原審である大阪高裁は、リゾートマンションとスポーツクラブ会員権とは別個独立の財産権であり、これらが一個の客体としてマンションの売買契約の目的となつてゐることはできない、と判示した。そして、スポーツクラブ会員権契約の義務の履行がマンションの売買契約締結の目的として必須であり、かつそのことが契約締結に当たつて表示されていなければスポーツクラブ会員権契約の債務不履行を理由にマンションの売買契約を解除することはできない、として、Xらの請求を棄却した。

以上に対して、Xらが上告したところ、最高裁は原審を破棄し、次のような一般論を述べてXらの請求を認容した。「同一当事者間の債権債務関係がその形式は甲契約及び乙契約といった二個以上の契約から成る場合であつても、それらの目的とするとところが相互に密接に関連付けられていて、社会通念上、甲契約又は乙契約のいずれかが履行されるだけでは契約を締結した目的が全体としては達成されないと認められる場合には、甲契約上の債務不履行を理由に、その債権者が法定解除権の行使として甲契約と併せて乙契約をも解除することができるものと解するのが相当である。」

この判決に対しては、Xらによる売買契約の解除を認めたとはいふ具体的な解決については概ね好意的に受けとめられているものの、二つの契約の「密接関連性」によつて解除の可否が定まるという理由付けに対しては必ずしも全面的な賛同は得られておらず、様々な議論が提示されている。すなわち、「契約の個数」という概念について、理論的な再構成が必要であるとする見解、²⁰一方の契約の債務不履行が他方の契約のどのような債務不履行となるかを明確

にすべきであるとの見解²¹、目的が関連する複数の契約関係を「複合契約」ないし「ハイブリッド契約」と名付け、かかる契約関係では一つの契約における債務不履行が他の契約の解除原因となりうるとする見解²²、複数の契約の「相互の密接関連性」という判旨の要件に疑問を提示する見解²³、同一の当事者間における複数の契約のみならず多数当事者間における複数の契約関係について議論が波及する可能性があることを指摘する見解²⁴等が存在する。

本稿の目的との関係で、ここで検討しておく必要があるのは、最高裁が前記のようなやや複雑な一般論を提示した実質的理由についてである。すなわち、Xらによる解除請求を認めるための理論構成として、最高裁はマンシヨンの売買契約とスポーツクラブの会員権契約とが二つの異なる契約であると認定した後、両契約が相互に密接に関連していたことを述べ、前記の一般論を導いている。しかしながら、最高裁が両契約の密接関連性の論拠として挙げている具体的な事実は、①マンシヨンの売買契約においてスポーツクラブ会員権付であることが明示されており、スポーツクラブ施設の利用がマンシヨン購入の目的となっていたこと、及び②マンシヨンの区分所有権とスポーツクラブ会員権とは、契約上帰属が分離できない旨約定されていたこと、というものであり、これは要するに第一審が両契約が全体として一体不可分な契約関係であることの論拠として指摘した事実と実質的に同一である²⁵。そうであるとすれば、最高裁がなぜ第一審の理由付けを是認することなく、民法の条文から必ずしも単純には導けないような一般論を敢えて提示する実質的理由があったのかを考えてみる必要がある²⁶。

しかしながら、本稿の前記（イ）の議論と対比させてみれば、最高裁がやや複雑な一般論を敢えて判示した理由は説明できないわけではないと思われる。

すなわち、仮に、マンシヨンの売買とスポーツクラブの会員権の売買とが全体として一体的な契約関係にあったと

すると、Yが倒産した場合には、この契約関係は双方未履行の双務契約と解釈されるから、破産法第五九条により破産管財人から解除を行うことが可能となる。その際、解除の対象となるのは、スポーツクラブの会員権契約のみならず、マンシヨンの売買契約も含まれることとなるであろう。このような結果がXらの利益に反するものであることは明らかである。そして、Xらにかかる結果を甘受させるための前提としては、このリゾートマンシヨンに係る契約関係がXらにとって「投資契約」であったことを認定し、Xらは自己の自由な判断に基づき投下資本を回収する機会が与えられていた反面、事業者の倒産等によって生ずる損害を投資のリスクとして負うべきである、との議論を展開することが必要となる。

このように考えると、Xらによるリゾートマンシヨンの売買が投資活動と認定されなかつた以上、XらとYとの契約関係が全体として投資契約と同一の結果をもたらす事態は、避けられるべきであつたと言える。そして、最高裁の判示した一般論に従う場合には、Xらの側に何らかの債務不履行がない限り、Y（及びその破産管財人）の側からマンシヨンの売買契約を解除することはできないこととなる。²⁶従つて、前記のようなやや複雑な一般論を最高裁が敢えて判示したことには、理論上も実務上も十分な合理性があるものと評価することが可能であろう。

以上のとおり、最判平成八年一月二二日における契約解除の解釈に係る一般論は、同事件における契約関係が「投資契約」でないことに着目すれば、不動産小口化投資に関する従来の下級審裁判例と異なる理論構成を採用していることにも十分な合理性があり、従来の裁判例と理論的に整合した判断をしたものと位置づけることができる。

注

- (19) 解説、評釈等として、近藤崇晴・ジュリー一〇七号二三〇頁(一九九七)、金山直樹・法学教室二〇一号二四頁(一九九七)、池田真朗・NBL六一七号六四頁(一九九七)、大村敦志・平成八年度重判六八頁(一九九七)、近藤崇晴・曹時四九卷八号二〇九九頁(一九九七)、北村實・法律時報六九卷二二号一〇三頁(一九九七)、山本豊・判タ九九九号四八頁(一九九七)、池田真朗・NBL六三三三三六頁(一九九八)、本田純一・私法判例リマックス一六号三五頁(一九九八)、河上正二・判例セレクト97二〇頁(一九九八)、渡辺達徳・法学新報(中央大学)一〇四卷四二五号一六一頁(一九九八)、河上正二・判例評論四七〇号一七五頁(一九九八)、原啓一郎・判タ九九七号七〇頁(一九九八)、水辺芳郎
 Ⅱ清水恵介・日本法学(日本大学)六四卷二四四一頁(一九九八)、近藤崇晴・最判解説民事篇平成八年度三五事件(一九九九)。
- (20) 金山・前掲注一九評釈一一五頁、山本・前掲注一九評釈五一頁、大村・前掲注一九評釈七〇頁。これに対して、近藤・前掲注一九最判解説九六〇頁ないし九六三頁参照。なお、近藤調査官解説が契約の個数につき示唆を受けたとする議論として、道垣内弘人「一部の追認・一部の取消」『星野英一先生古稀記念・日本民法学の形成と課題・上』三二六頁(一九九六)参照。
- (21) 北村・前掲注一九評釈一〇七頁。
- (22) 池田・前掲注一九評釈NBL六一七号六六頁、及び同・前掲注一九評釈NBL六三三三三二頁以下。
- (23) 水辺Ⅱ清水・前掲注一九評釈四四七頁。
- (24) 山本・前掲注一九評釈五二頁、河上・前掲注一九評釈判例セレクト二〇頁、同・前掲注一九評釈判例評論一八〇頁。
- この点に関して実務上最も重要である点は、不動産小口化商品に関連して締結された融資契約を、不動産小口化商品事業それ自体に関する契約の債務不履行を理由に解除することができるか、である。近時の裁判例として、東京地判平成九年七月二八日判時一六四六号七六頁では、一〇年後の買取保証付の不動産小口化投資事業が中途で不振となった

め、投資家が投資契約それ自体の解除のほか、関連して締結されていた融資契約の錯誤無効又は詐欺による取消を求めたという事案に対し、①融資契約の当事者が事業運営者と異なっていること、②投資家の中には融資契約を締結していない者もあり、投資契約と融資契約とが必然的に結び付いているとは言えないこと、③融資契約締結当時の経済状況からすれば、投資契約の利益の見込みが客観的に不合理であったとは言えないこと等を理由に、投資家の主張を排斥している。

しかし、例えば投資事業の事業者と融資を行った金融機関とが親子会社であったような場合については、最判平成八年十一月一二日の一般論が及ぶとの解釈も成立する可能性があるであろう。

(25) 山本・前掲注一九評釈五〇頁、河上・前掲注一九評釈判例セレクト二〇頁。なお、河上・前掲注一九評釈判例評論一七八頁参照。

(26) この点を明示に指摘するものとして、渡辺・前掲注一九評釈一七七頁。

(27) 近藤・前掲注一九最判解説九六六頁注一三参照。

(28) 但し、この考え方を進めると、例えばXらがスポーツクラブの会費等を滞納した場合には、マンションの売買契約がYによって解除される可能性を認めざるを得ないこととなる(北村・前掲注一九評釈一〇七頁)。契約の目的が全体として達成されるか否かについての解釈で調整をすることも不可能でないかもしれないが、Xからの解除を認めるとする解釈との均衡からすれば、Xらによるスポーツ会員権契約上の債務不履行が行われた場合に、Yからの契約解除の可能性を否定することは困難であろう。

2 投資家相互間ないし投資家と事業者との権利関係

不動産小口化商品が、多数の投資家から投資を募るものである以上、不動産小口化商品に関する紛争は、投資家と

事業者との間のみで生ずるとは限らない。又、投資家と事業者との間で生じた紛争においても、問題解決の前提として、投資家相互間の関係をどのように構成するかにより、解決の原則は異なってくる。まして、不動産投資事業において登場する建物賃借人や取引の相手方等の第三者と、投資家ないし事業者との関係をどのように考えるかについては、さらに複雑な考慮が必要となる筈である。しかし、従来の議論では、これらの点に関する検討はほとんど行われおらず、考えられる様々な法律構成においても、後に述べるとおり、それぞれ法律上の問題点が山積している。以下では、まず、投資家相互間ないし投資家と事業者との関係について、問題となる点を具体的に検討してみる。

投資家相互間ないし投資家と事業者との関係において最も困難な問題を生じさせるのは、個々の投資家と事業者との間で各々締結される契約の理論的關係をどのように考えるべきかである。すなわち、不動産小口化商品を販売する際、事業者は多数の投資家と同時又は順次に契約を締結していくことになるが、このとき、不動産小口化商品に係る各契約關係が、個々の投資家と事業者との間で各々別個に成立していると考えるべきか、それとも、多数の投資家が法律上一体とした団体類似の關係を形成した後、事業者との間で一つの契約關係を形成していると考えるべきか、という点が問題となるわけである。

東京地判平成五年七月八日判時一四八一号一四一頁は、次のような事案である。建物の区分所有権（ホテルの一室）を投資対象とする不動産小口化商品に関して、事業者Yが投資家に約定の利益配当を行わなかったため、投資家の一部であるXらがYに対して利益配当の履行を求めた。これに対し、Yは抗弁として、当該商品における投資家は、全体で民法上の組合を形成していると考えるべきであるから、投資家としての権利行使は、組合全体の意思決定の手続を経たうえで行う必要がある、と争った。裁判所は、かかる投資契約は個々の投資家と事業者との間にそれぞれ別個

に成立しており、投資家相互間で民法上の組合が形成されているとはいえないから、個々の投資家は、契約に係る権利を各々単独で行使することができる、と判示し、Xらの請求を認容した（確定）。

不動産小口化商品に対して投資を行う投資家として一般的に想定すべきであるのは、個人投資家を典型とする小口の投資家であるから、これらの投資家相互間で意思の疎通を図ることは、通常は困難であると前提して差し支えない。そして、多数の投資家が、事業者と同一内容の契約関係を締結しているとの一事のみでは、投資家相互間に意思の疎通があると考えることは困難であるから、少なくとも持分譲渡方式に関しては、個々の投資家と事業者との間で各々別個に契約関係が成立していると考えることが自然であり、投資家相互間に民法上の組合関係が形成されていると解釈すべきではないであろう。もっとも、多数の投資家が、事業者の開催した「説明会」等に参集して事業者から同一内容の説明等を受け、その場で同一内容の契約を締結したような場合には、投資家相互間に事実上「意思の疎通」があったと認定することが必ずしも不可能ではなくなるから、この点に関する解釈が相当微妙なものとなる可能性は否定できない。

しかも、以上のように個々の投資家と事業者との間で各々別個に契約関係が成立していると解釈したとしても、全ての問題が明確に解決されるわけではない。

例えば、事業者が投資家に不動産の持分権を販売した後、当該不動産を一括して「賃借」していた場合における、賃貸借契約の解除について考えてみると、個々の投資家と事業者との間で別個独立の「賃貸借契約」が締結されているとすれば、必ずしも全ての投資家が一致して解除の意思表示を行う必要はなくなるかもしれない（民法第五四四条参照）。しかしながら、個々の投資家が各々単独で事業者との賃貸借契約を解除することが可能であるとしても、そ

の後の不動産の権利関係がどうなるかは全く明らかでない。仮に、残余の投資家との関係では事業者の賃借権が存続すると考えるのであれば、多くの場合事業者は圧倒的多数の持分についての賃借権を不動産に関して持ち続けるわけであるから、個々の投資家の行い解除は事実上実効性がないことになるであろう。他方、他の投資家との関係でも事業者との賃借権が消滅すると考えることは、個々の投資家と事業者とが別々の契約を締結しているとの前提と相容れないことになってしまう。³⁰⁾

さらに、そもそも、持分譲渡方式の不動産小口化商品において投資家が有している財産は、不動産という「物」ではなく、不動産の共有持分権という「権利」であることに注意しなければならない。すなわち、これまででは漫然と「投資家の持分を事業者が賃借する」と論じてきたが、そもそも現行民法上、「権利を賃借する」ということが果たして可能であるか、という理論的な問題点が生じてくるわけである。³¹⁾ 判例（最判昭和二十九年一月二三日民集八卷一 二号二二三五頁）によれば、数人の共有に係る不動産に対する地上権等の負担は共有者全員の負担となるから、かかる負担の設定には持分権者全員の同意が必要である、とされている。³²⁾ この判例において地上権設定行為の対象として想定されているのは、あくまで共有「不動産」それ自体であつて、共有「持分権」ではない。そして、仮に、共有持分権が賃貸借契約の対象となるとすると、かかる持分権を賃借した者は、原則として過半数の持分権を賃借すれば、他の共有持分権者の意向を排除して共有不動産の管理を行うことができることとなる（民法第二五一条参照）が、これは前記最判昭和二十九年の趣旨を没却することとなりかねない。

以上のことからすれば、投資家と事業者との間で個別の契約関係が各々成立したとする考え方は、投資家と事業者との間で成立する「賃貸借契約」を、「投資契約の一部」と認識する考え方を前提としてとらない限り、説明が困難

となるように思われる。³²

一方、組合方式や信託方式の場合には、形成される法律関係の性格からして、組合員としての権利や信託受益権の内容は、当事者間の合意によって自由に定められることが原則となる。³³従つて、事業者が投資家との間で契約を締結する際、投資家による単独での権利行使を制限することや、そもそも投資家の有する権利内容を不動産の共有持分権よりも相当程度制限することは、持分譲渡方式の場合と比べて比較的容易に行われる可能性があるから、かかる商品に投資を行った投資家の利益保護をどう図るかが問題となってくる。

しかしながら、事業者が、不動産小口化投資に関する事業を安定かつ効率的に遂行するために、個々の投資家による単独での権利行使を制限することそれ自体を、全く合理性がないとまでいうことはできない。むしろ、投資家にとつて契約解除等による投下資本の回収手段が確保されている限り、具体的な事業の運営等については、事業者の裁量をやや広範に認めることが合理的であるとも考えられよう。従つて、この点については、契約解除の可能性に関する点と異なり、投資家が契約内容を了知して契約を締結したのであれば、個々の投資家の権利行使が契約により制限されていることによつて投資家が損害を被る恐れのあることは、やむを得ないといふべきである。

もつとも、組合契約や信託契約における投資家の権利内容が、前記のとおり事業者側が作成する約款等において自由に設定できるものである以上、契約書の条項のみからでは必ずしも明らかにならないようにされている可能性もある。しかしながら、前記の議論からすれば、かかる場合の対処が仮に必要であるとしても、投資家に対する事業者の説明義務の問題として解決するほかにないように思われる。又、そもそも不動産小口化投資に投資する投資家の目的は、投資によつて得られる経済的利益の獲得にある以上、不動産小口化投資の経済的な目的を理解して投資を行ったとい

う場合には、仮に法律構成が若干複雑であったとしても、契約内容の変更や契約の不成立を安易に認めるべきではないであろう。³⁴⁾

注

(29) 星野・前掲注一〇評釈一三三三頁参照。

(30) むしろ、このような契約関係の法律構成としては、投資家の有する持分権を投資家に代わって行使する旨の代理権が委任契約によつて事業者に与えられている、とする方が現行民法との整合性は保たれるかもしれない。もっとも、このように構成した場合には、かかる委任契約は一方当事者が破産した場合には自動的に消滅するとされているから(民法第六五三条参照)、一部の投資家が破産した場合や事業者が破産した場合に契約関係の効力をどう考えるか、かかる場合に第三者と投資家との利害調整をどう図るか、が新たな問題として浮上してくる可能性がある。ちなみに、『商事信託法制』三六七頁(岩原)における「貸借借型」の定義では、「不動産の貸借を一括して受ける」として、この点が問題とならないように説明されている。但し、このように定義する以上、個々の投資家と事業者との間で別個独立の「貸借契約」が成立しているとの構成は不可能となるから、前記東京地判平成五年七月八日との整合をどう図るかがさらに問題となってしまう。なお、同書三七六頁(岩原)参照。

(31) なお、この判示は、一部の共有者につき民法第三八八条本文の事由が生じた場合における共有地全体についての法定地上権の成否が問題となった事案に対して、事案の解決の前提となるべき一般論として述べられたものである。解説として、土井王明・最判解説民事篇昭和九年度一二〇事件(一九五五)。

(32) ちなみに、前記東京地判平成五年七月八日を下した裁判官は、前記東京地判平成四年七月二七日を下した田中俊次裁判官であり、その意味でも両事件を通じて「理論的に一貫した判断」がなされているものといえることができる。

(33) 組合方式や信託方式の場合には、投資家が投資を行うか行わないかの判断は、要するに、かかる投資活動を目的とし

た組合関係ないし信託関係に参入するかしないかという判断に外ならない。従つて、かかる関係に参入することを合意する以上、原則として全ての投資家が組合関係ないし信託関係において定められた共通の目的ないし指針に関して協動的な行動をとることが要請されることになると考えられるわけである。もつとも、いかなる事由があつても脱退を認めないような約定については、その有効性が否定されることとなるであらう。最判平成一一年二月二三日民集五三卷二号一九三頁参照。

(34) 近時の事例として、大阪地判平成九年五月二九日判タ九六〇号一六六頁では、匿名組合関係における共同投資事業に参加した投資家が、当該共同事業の法律関係の有する法的意味を理解できなかったことを理由に錯誤無効等を主張したのに対し、当該投資家は、当該投資の基本的な枠組みを理解しており、かつ、当該投資により節税対策が可能であることを認識していた、との判示がなされ、投資家の主張が排斥されている。

3 投資家と第三者との利害調整

投資家相互間若しくは投資家と事業者との関係以上に問題となるのは、不動産小口化商品に関する事業遂行の過程で登場する第三者と投資家との利害調整についてである。例えば、不動産小口化商品において投資対象となった土地ないし建物を賃借した賃借人と、かかる土地ないし建物に関して小口化された権利ないし利益を有する投資家との間で、借地借家法上の紛争が発生する可能性は常に存在する⁽³⁵⁾。又、事業者が不動産小口化商品に関して行った取引の相手方が、事業者に対して責任追及を行えなくなった場合に、事業遂行に係る責任の負担を個々の投資家に対して直接求めることができるか否かは、当該不動産小口化商品の法律構成をどのように考えるかによつて大きく異なってくる。しかしながら、このような投資家と第三者との利害調整に関しては、現在のところ、解釈においても立法におい

ても、未だ明確な基準が定立されていないのが実情である。

東京地判平成五年五月一三日判時一四七五号九五頁、及び控訴審である東京高判平成七年四月二七日金法一四三四号四三頁は、次のような事案である。³⁶⁾

信託方式による不動産小口化商品の対象となった建物につき、建物所有権がA↓B↓A↓小口投資家Cら↓Y信託銀行、と移転した。なお、信託契約はCらとYとの間で締結され、かつ、同時にこの建物はAが管理すること、建物の賃借人との関係ではAが引き続き賃借人となること、A、Cら、及びYの間で合意された。一方、建物賃借人Xは、CらとYとの信託契約が締結される以前から、Aとの間で賃貸借契約を締結し、約定された保証金を差し入れていた。その後、Aが倒産し、XはYに対して、AとXとの間で成立した建物賃貸借契約に関して預託していた保証金の返還債務は建物所有権の移転に伴い当然にYに移転した、と主張し、保証金の返還を求めた。Yはこれに対して、A、Cら及びYの間では、Xに対する貸主をAのままとすることが合意されているから、不動産の名義がYに移転しても保証金返還債務はYに承継されない、と反論した。

裁判所は、第一審、控訴審とも、敷金の性格を有する保証金の返還債務は、建物所有権の移転に伴い当然に新所有者に移転するものであり、このことは不動産小口化商品の場合であっても異ならない、と判示して、Xの請求を認容した。又、最高裁も、賃貸建物の新旧所有者が賃借人の地位を旧所有者に留保する旨を合意したとしても、これを以て直ちに賃貸人の地位の新所有者への移転を妨げるべき特段の事情があるとはいえない、として、Yの上告を棄却した。³⁷⁾

敷金の法律上の性格が、賃貸借契約終了時において賃貸借契約に関して生じた賃借人の債務の履行を担保するもの

である以上、建物の譲受人がどのような者であるかによって所有権移転に伴い承継される負担に差異を設ける理由はないから、この事件の各判決の議論は一応一貫したものであると考えられる。しかしながら、建物所有権の移転に伴い敷金返還債務が新所有者に当然承継される、との判例理論を、³⁸ 不動産小口化商品に対して単純に適用すると、以下に述べるとおり相当複雑な問題が生ずることになる。

例えば、建物所有権が小口化されて投資家に譲渡された結果として、投資家と賃借人との間に既存の賃貸借契約関係が当然に移転したとする。この場合に問題となるのは、前記2で検討した点と一見類似した問題、すなわち、建物の賃借人は各投資家と各々別個の賃貸借契約関係を形成していると考えるべきか、それとも、多数の投資家がいわゆる一個の「契約者集団」を形成して建物賃借人との間で一個の賃貸借契約を締結していると考えるべきか、である。

ところが、前記2で検討した各投資家と事業者との間で締結されている賃貸借契約の解釈とは異なり、建物賃借人と建物の小口所有者である投資家との間で成立した賃貸借契約を、「投資契約の一部」とみる余地がないことは明らかである。従って、前述した最判昭和二十九年一月二三日の趣旨からすると、各投資家が全体として一個の契約者集団を構成したうえで、全投資家と建物賃借人との間に一個の賃貸借契約のみが成立している、と考えることになる。

そうすると、かかる賃貸借契約における敷金の返還債務は、原則として全ての持分権者、すなわち全ての投資家が連帯して負担することになるから、わずかな持分を有するにすぎない投資家であっても、一時的にせよ敷金全額の履行を強制される、という事態が生じうる。しかも前述のとおり、不動産小口化商品に関する紛争の解決が必要な局面において、投資家相互間の意思の疎通が円滑に行われることは通常は期待できないから、かかる債務の負担について投資家相互間で求償を行うことは著しく困難であると予測できる。従って、敷金返還債務の履行を目的とした特別財

産を事業者に設定させる等の規制を行わない限り、敷金返還債務の履行を建物賃借人から強制された投資家の利益が実質的に害される恐れは、極めて高いものと考えなければならない。

しかしながら、前記のような一部の投資家が損害を被る危険を回避するために、不動産小口化商品については個々の投資家は持分に相応した債務ないし責任しか負わない、と解釈することはできない。なぜなら、不動産小口化商品において投資対象となる権利の内容をどのように設定するかは、基本的には投資家と事業者との間で締結される投資契約において決定されるものであり、建物賃借人等の第三者がこれに介入する余地はないからである。投資契約の当事者でない第三者に対して、投資契約の目的やかかる契約締結に際しての事情を考慮することを要求するのは、第三者の予測可能性を著しく害するものであり、投資家と第三者との衡平に反することは明らかであろう。そうであるとすれば、前記のとおり、一部の投資家が実質的に損害を被る恐れがあるとしても、第三者と投資家との間で紛争が発生した場合において、形成された法律関係に従った解決を第三者が主張した場合には、第三者の権利ないし利益を投資家の権利ないし利益に対して優先させるべきである。そのために一部の投資家が損害を被った場合において、仮に投資契約の締結に際してかかるリスクが事業者から説明されていなかったときは、事業者の投資家に対する説明義務違反の問題として、投資家と事業者との間で損害の調整を図るほかない。³⁰⁾

もつとも、前記の事件を題材とした議論は、あくまで第三者の方が先に賃借権を有している不動産が不動産小口化商品の投資対象とされ、多数の投資家に所有権が移転した場合を想定しているものである。すなわち、以上とは逆に、既に不動産小口化商品の対象とされて共有関係が成立している不動産については、新たに賃借しようとする第三者が目的不動産の権利関係を契約締結時に認識することは、通常は可能である筈である。そうすると、前記の最判昭和二

九年との関係上、同じく投資家と第三者との間で全体として一個の賃貸借関係が成立していると考えらるべきであったとしても、各投資家が連帯して敷金返還債務を負うべきであると前記のように留保なくいえるか否かは、何とも言えなくなってくる。

しかしながら、第三者が共有建物を賃借した後、さらに共有持分権が細分化された場合や、第三者が不動産を賃借した後持分権が一旦合体され、その後さらに以前とは別の形態で持分権が再度分割されたりする場合等を考えると、第三者が不動産を賃借する時に敷金返還債務の帰属についての程度の予測をなすべきであるかは、一概には判断できなくなってしまう。このように、賃貸借関係の成立と不動産小口化商品の設定との時間的な先後関係によつて解釈を分けることは、一見合理的なように思えるが、具体的な事案の解決に対してどこまで明快な結論を導けるかが定かでない。さらに、例えば投資家と事業者との間において合意されている利益配分等の事情に関する第三者の善意悪意等を考慮して個別の事案における中間的解決を導くことも、必ずしも不可能ではないかもしれない。しかしながら、そのような利害調整を行うべき理論的根拠をどのように説明するかはやや困難な問題であるほか、第三者の善意悪意を具体的に立証することは、現実の事件の解決において当事者や裁判所に相当な負担を生じさせる可能性がある。

他方、組合型や信託型の不動産小口化商品においては、持分譲渡方式の場合とは逆に、むしろ、組合員ないし受益者が第三者に対して個人的な責任を負わないことが原則となるから、第三者が事業者との取引において引当とできるのは、組合財産ないし信託財産と事業者個人の財産に限られることとなる。従つて、事業者が倒産するなどして第三者に対する債務の履行が不可能となり、かつ組合財産ないし信託財産を以てしても債務が履行できない事態が生じた場合には、組合員ないし受益者である個々の投資家が第三者に対して直接事業活動に基づく債務や責任を負うべきで

あるか否かが問題となる。

しかしながら、個々の投資家が具体的な法律関係において有する権利の内容と異なり、不動産小口化商品において採用されている法律関係の外形それ自体は、取引の相手方である第三者にとっても、比較的容易に判明するものと考えられる。従って、法律関係の外形から個々の投資家に対して直接責任追及を行うことができないとされている場合には、第三者は当然その点を考慮して取引を行うべきであると言えるから、個々の投資家が投資家であることのみを理由に第三者に対して直接債務や責任を負うことは、原則としてないものと考えべきであろう。もともと、投資家が自らの判断によって具体的な投資活動を行ったような場合に、かかる具体的な行為によって生じた債務や責任さえも免れることは、投資活動における投資家と第三者との衡平を害するものと言えるから、法律関係の外形上投資家が個人的な責任を負うことがない場合でも、例えば代理法理を類推適用するなどして組合員ないし受益者である投資家の責任を認める余地を考へる必要があると思われる。⁴⁰⁾

注

(35) 『商事信託法制』三七六頁（岩原）。

(36) 第一審に対する評釈として、松本崇・金商九三七号三七頁（一九九四）、星野豊・ジュリ一〇八七号一五一頁（一九九六）。又、控訴審に対する評釈として、松本崇・判タ九〇〇号五七頁（一九九六）。

(37) 最判平成二一年三月二五日判時一六七四号六一頁。但し、借主にとつて建物譲受人が常に保証金返還債務者として優良であるとは限らないことを理由に、かかる合意の効力を認めるべきであるとの藤井裁判官の反対意見がある。評釈として、磯村保・判例評論四九一号一九六頁（二〇〇〇）。

(38) 最判昭和三九年八月二八日民集一八卷七号一三五四頁、最判昭和四八年二月二日民集二七卷一号八〇頁ほか。

(39) 以上につき、星野・前掲注三六評釈一五三頁。

(40) 投資活動を目的とした信託関係における受益者の責任に関して、星野豊「信託関係」における「受益者」の責任(二) (三・完) NB L六七三号一〇頁、同六七四号四七頁、同六七五号五二頁(一九九九)参照。

四 不動産小口化商品における「投資家の権利」

以上検討したとおり、不動産小口化商品に関する投資家の権利については、様々な法律上実務上の問題が山積していることが明らかであるが、本稿において主張してきた紛争解決の基本的な指針を確認すると、概ね次のとおりとなる。

まず、投資家と事業者との間の紛争については、事業者から投資家に対して適正に情報が開示されることを前提として、投資に係る基本的な判断を投資家に委ね、その結果を原則として投資家に帰属させることとすべきである。

又、第三者と投資家との利害調整においては、形成された契約関係に従った解決を第三者が主張した場合には、投資家が自己の実質上の利益を第三者に対して主張することは原則としてできないというべきであり、事業者の投資家に対する説明義務違反の有無の問題として、事業者と投資家との間で最終的な損害の調整を図るものとすべきであるが、果たしてそのように常に考えることができるか否かについて、なお検討が必要である。

次に、本稿で検討してきたような問題点が生ずる原因について考えてみると、以下に述べるとおり、不動産小口化

不動産小口化投資における「投資家の権利」(星野)

商品における、「投資家の権利」の性質それ自体に、問題の根源があるものと考えられることができる。

すなわち、不動産小口化商品に関する権利関係の構造からすれば、投資家は不動産に関する権利のうち、事業から生じた収益の一部を受領する権利を有しているにすぎない。実際、投資家は、具体的な法律関係においてどのような権利を有していた場合でも、不動産小口化商品に関する事業の遂行に関する意思決定からは、「投資家が自ら事業を行う必要なく収益が可能」との宣伝の下に、事実上排除されているのが実情である。まして、事業の失敗により投資に損害が生じた場合には、投資家にとって選択可能な手段は契約を解除するなどして投下資本を回収することのみであり、投資の失敗を回復する手段は与えられていない。

要するに、不動産小口化投資における「投資家の権利」は、それが契約の外形上「不動産の共有持分権」であろうと、「不動産の賃借権」であろうと、あるいは「組合員としての権利」であろうと関わりなく、実質上は事業執行に關する権限を一切持たない「信託関係上の受益権」と同様の性格しか有していないと言わざるを得ない。従って、不動産小口化商品において投資家と事業者との間で紛争が生じた場合に、投資家の利益を実質的に保護するためには、事業者を信託法上の受託者ないし「受託者 (fiduciary)」⁴²であると考へ、信託法理が受益者の利益を擁護するために駆使する様々な法的手段、例えば忠実義務、善管注意義務、情報開示義務等を事業者に課すことが必要不可欠であると考えられる。

又、個々の投資家の有する小口化された権利が、不動産小口化投資全体から生ずる利益を受領する権利を数量的に分割した価値を有している、と考えることにも問題がある。すなわち、事業から生じた収益を受領する権利を投資家が有しているとしても、かかる権利は、あくまで投資の対象とする不動産全体について、契約で予定する事業が行わ

れることが前提とされていることに注意しなければならない。なぜなら、前記のとおり、現在の不動産小口化商品においては、個々の投資家の有する収益を受領する権利に、当該権利に相応した不動産を使用する権利が事実上含まれておらず、投資家が自己の有する権利に相応した使用収益を行うことが不可能ないし著しく困難な仕組みとなっているからである。

以上を要するに、冒頭で述べた不動産小口化商品に関する宣伝の中における、「投資家は不動産に関する権利を有しているのだから大丈夫」という部分には、投資家の取得する権利の経済的価値の確保の手段において、致命的な欠陥が存在するものと考えなければならぬ。実際、投資活動に支障が生じたり、関係者間で紛争が発生した場合には、事実上この宣伝文句と逆の結果がもたらされることとなるのは、既に見てきたとおりである。ところが、従来はこの点が明らかにされることなく投資の勧誘が行われ、これに対する規制が平成六年に不動産特定共同事業法が成立するまで存在しなかったわけである。そして、この不動産特定共同事業法においても、第二四条で契約締結時における説明義務が事業者に課されていることのほかは、本稿で指摘した問題点につき、特に何かの解決が図られているわけではない。そうであるとすれば、不動産小口化商品に関して紛争が発生した場合に、投資家の権利が害される結果となる恐れは、今後においても極めて高いと予測しなければならぬ。

従って、今後における不動産小口化商品、さらに不動産投資一般に関する規制、立法を行う際には、「投資家の権利」の性格づけ自体を充分検討することが、何よりもまず必要である。そのうえで、事業者、第三者を含めた利害関係者相互間の権利関係の明確化を図り、事業者の投資家に対する情報開示の法理ないし制度を整備することが、極めて重要であると考えられる。⁴³⁾

注

(41) 実際、これすらも場合によっては認められない可能性があることは、前記三一において検討してきたとおりである。

(42) 「受託者 (Fiduciary)」の概念については、RESTATEMENT (2d) OF TRUSTS, s.2 (1959); SCOTT ON TRUSTS, s.2.5 (4th ed.1987) 参照。近時の邦語文献としては、樋口範雄『フイデュシヤリー「信託」の時代』(一九九九) 参照。

(43) 不動産特定共同事業法では、第七条により事業者が約款の認可を受け、第二三条でかかる約款を使用することが強制されることにより、事業者が自己に一方的に有利な契約関係を締結することが一応防止されようとしている。しかし、監督官庁が作成しているモデル約款について多くの問題点が指摘されていること(『商事信託法制』三六六頁以下(岩原))を考えると、投資家の利益保護にとって問題となる状況は、同法の規定のみでは未解決であると考えなければならぬであろう。

(完)