

不動産小口化投資における
「投資家の権利」

星野 豊

不動産小口化投資をめぐっては、平成期に入って若干の下級審判決が出されているほか、最判平成八年一月二日民集五〇卷一〇号二六七三頁の中で注目すべき一般論が示されるに到り、学説においても、徐々に検討が行われるようになってきている。しかしながら、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、未だ十分な説明がなされてい

ないように思われる。

本稿では、具体的な裁判例を手掛かりとして、不動産小口化投資に関する法律上の問題点のうち、一 不動産小口化商品の解除の可否、二 投資家相互間ないし投資家と事業者との間の権利関係、三 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。なお、このほか重要な問題点として、投資に関連してなされた融資契約の効力の問題も存在するが、これは不動産小口化投資に特有の問題点でないため、本稿では検討対象から外してある。

一 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、次のような事件である。事業者Yは、対象不動産の約四〇〇〇分の一の共有持分権を投資家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、持分譲渡方式による契約をXと締結した。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間の契約全体が解除できるか否かであった。第一審は、本件契約の実質は「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である、と判示して、Xの請求を棄却した（確定）。

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基本的指針、すなわち、契約全体の経済的目的を重視すべきか、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すべきかについては、わが国の判例学説の中では基本的な合意が成立していない。従って、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、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。

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にとって実効性のある方法が存在しないため、Yからの説明により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ることが、少なくともXの意思に合致するものと思われる。但し、一方当事者（特に事業者）の債務不履行があった場合に他方当事者（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。又、投資家から出捐さ

れた財産が常に解除に基づく返還請求の可能性に晒されるとすると、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。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基づく以上のようなリスクは、投資家が当然に負うべきものであると考えられる。

他方、最判平成八年一月一二日民集五〇巻一〇号二六七三頁は、不動産売買に関する複合的な契約の解除に関し、次のような注目すべき一般論を示した。

「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っても、それらの目的とする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と解するのが相当である。」

ここで問題となるのは、なぜ最高裁がこのような複雑な一般論を敢えて示す必要があったかであるが、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、購入者が投

資目的で不動産を購入したとは認定されたことが重要であると思われる。すなわち、仮に、マンショ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、事業者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、破産管財人から解除を行うことが可能となる。これに対して、最高裁の判示した一般論に従う場合には、購入者の側に何らかの債務不履行がない限り、事業者（及びその破産管財人）の側からマンションの売買契約を解除することはできなくなる。このように、最高裁が敢えて上記の一般論を判示したことは、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。

二 投資家相互間ないし投資家と事業者との権利関係

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、すなわち、不動産小口化商品に係る各契約関係が、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関係を形成した後、事業者との間で一つの契約関係を形成していると考えるか、である。

東京地判平成五年七月八日判時一四八一号一四二頁は、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Xら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り、相互に意思の疎通を図ることは困難であると考えられるから、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ろう。但し、多数の投資家が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、この点に関する解釈が相当微妙となる可能性は否定できない。

又、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、個々の投資家が各々単独で事業者との契約を解除したとしても、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。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」であることに注意すると、そもそも現行民法上、「権利を賃貸借する」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。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、とされているが、仮に、共有持分権が賃貸借の対象となると、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になる（民法第二五条一条参照）。

このように、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」と考えない限り、説明が困難となるように思われる。

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。従って、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、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。しかしながら、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ならぬように思われる。又、そもそも不動産小口化投資の経済的な目的を理解して投資家が投資を行った場合には、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と考えられる。

三 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に関する借地借家法上の紛争や、事業遂行に係る責任の負担を取引当事者が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って大きく異なってくる。

東京地判平成五年五月一三日判時一四七五号九五頁、その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、及び、上告審である最判平成一年三月二五日判時一六七四号

六一頁は、次のような事案である。信託方式による不動産小口化商品の対象建物につき、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。この信託契約締結に伴い、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が倒産したため、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、A、Cら及びYの間では、Xに対する貸主をAのままとするところ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借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。

この事件の各判決が判示した敷金の法律上の性格は、従来の判例理論を忠実に踏襲したものであるが、この議論を不動産小

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、各投資家と賃借人との間の法律関係の構造について考えてみると、前記二で検討した各投資家と事業者との間の法律関係の解釈とは異なり、賃借人と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、全投資家が一個の契約者集団を構成し、賃借人との間に一個の賃貸借契約のみが成立している、と解釈すべきことになるが、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、全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。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ぬ。この場合、賃借人が不動産の所有権の変動に関して自己の利益を反映させることは困難であるから、各投資家が分割された債務のみを負うことはとは妥当でないし、中間的解決の試みも問題状況をかえって複雑にするだけであると思われる。

他方、組合理や信託型の場合には、以上とは逆に、組合財産ないし信託財産のみが第三者に対する責任を負い、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が、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筈であるから、かかる結論は必ずしも不当ではないと言えよう。もっとも、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まで投資家が負担を免れるとするのは、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、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える必要があると思われる。

四 不動産小口化商品における「投資家の権利」

以上のとおり、不動産小口化商品に関する投資家の権利については、様々な問題が山積していることが明らかであるが、本稿で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べきである。これに対して、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、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許されないとすべきである。

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。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。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「不動産の所有権」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関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。又、この観点からすれば、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。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、「投資家は不動産の権利を有しているのだから心配がない」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ない。

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、重要であると考えられる。

なお、ここでいう事業者から投資家に対する「情報開示」の

具体的内容は、いわゆる法律関係の複雑さから生ずる問題点の存在に関する情報、すなわちリーガル・リスクに関する情報であって、証券取引法を中心に従来考えられてきた情報開示と質的にやや異なるものを含んでいるため、既存の情報開示規制との関係をどのように考えていくべきかは、今後の検討課題としたい。さらに、最も根本的な問題として、かかる契約における「投資目的」の判断基準については、前記のとおり投資の形態や問題の発生状況が多種多様である以上、諸般の事情を考慮して「投資家の意思」を総合的に判断していくほかないものと考えられるが、例えば「他人に事業遂行を委託しているか否か」等の、より客観的な判断枠組みが有効であるかについても、今後の重要課題として検討を継続していきたい。

(筑波大学助教授)