

# 不動産の証券化についての 民法学からの検討

松本恒雄

## 目次

- 1 はじめに
- 2 証券と民法
- 3 不動産担保付き債権の証券化
- 4 不動産所有権の小口化・証券化
- 5 特殊な貸付による証券化
- 6 会員権
- 7 むすび

## 1 はじめに

今や世はセキュリタイゼーションの時代であり、金融の証券化、債務の証券化、株式の債券化、不動産の証券化等様々な側面で証券化・債券化が言われている。証券化の先進国であるアメリカでも西ドイツでも、不動産の証券化は金融の証券化の先駆けとしての重要な役割をになってきた。諸外国における証券化の問題は、すでにわが国においても様々に紹介されているが、<sup>(1)</sup>どちらかといえば「証券」の側面からのファイナンス技術的なあるいは税務対策的なものが主であったように見受けられる。しかし、「不動産の証券化」という概念は「不動産」と「証券化」の組合せであり、不動産という最もリアルな財産と証券という最も観念的な財産の結合あるいは転化を意味している。「証券」という観念的制度の側からのアプローチのみでは「不動産」という生身の人間の生活にかかわる諸問題についての検討がおろそかになるきらいがある。とりわけ、不動産という具体的財産の利用や処分、管理の問題を十分に考慮しておく必要が

あろう。そこで、本稿では「不動産の証券化」のもう一方の項である「不動産」という側面から証券化の問題にアプローチを試みることにする。

ところで、「証券」概念の定義は、金融機関の業際問題ともからみ、必ずしもはっきりしていないが、1990年6月の証券取引審議会基本問題研究会第1部会報告『金融の証券化』に対応した法制等の整備について<sup>(2)</sup>においても、また同第2部会報告「国際的な資本市場の構築をめざして」においても、「幅広い有価証券」概念の必要性が強調されている。本稿では、経済学的な意味での「証券」概念にはこだわらないで、「証券化」をかなり広い意味で使用している。持分譲渡型のリゾートクラブ会員権や投資型ワンルームマンション等は、前述の証券取引審議会基本問題研究会の拡大された証券概念にも入っていない<sup>(3)</sup>。しかし、証券に体现された不動産物権の権利者の視点からは、合わせて検討する必要があると思われる。その意味では、本稿で把握する「不動産の証券化」は、むしろ「不動産物権ないしは不動産関連物的利益の分売」と表現する方がより適切であるかもしれない。

以下では、不動産の証券化の諸相を、不動産物権の帰属の側面からの分類である①担保付き債権の証券化、②所有権の小口化、③両者の混合形態としての持分変換権付き貸付、④会員権に分け、管理、使用の側面からの検討もまじえて、民法学の観点から考察する。

- (1) 最近の著書に限っても、松井和夫『セキュリタイゼーション』(1986)、川村雄介=下井雅裕『金融の証券化』(1986)、フランク・J・ファボツィ編『証券化の戦略と実務』(1987訳)、鈴木豊監修・三井不動産販売(株)海外事業部=米国三井不動産販売(株)編『アメリカ不動産投資』(1988)、金子栄作=橋上雅子=松本順一=小野傑=神田秀樹『不動産の証券化』(1988)、森利博『米国モーゲージ証券投資の実務』(1988)、フランク・J・ファボツィ編『続・証券化の戦略と実務』(1989訳)、ジェームズ・A・ローゼンタール&ホアン・M・オカンボ『新しい証券化技術』(1989訳)、C・A・パーベル『ゼミナール セキュリタイゼーション』(1989訳)、G・T・ヘイト&D・A・フォード『新金融商品・不動産投資信託の基礎』(1989訳)、金子栄作『二つの証券化』(1989)、大橋和人

## 不動産の証券化についての民法学からの検討

『金融資産の流動化・証券化』(1989), 日本開発銀行都市開発証券グループ編『都市開発と証券化』(1990), 大澤和人『金融資産の流動化・証券化』(1990)などがある。

- (2) なお, 神田秀樹「金融の証券化と有価証券概念」商事法務1187号2頁(1989)参照。
- (3) 前記報告書に関する「シンポジウム・金融の証券化にかかる法的整備」商事法務1224号22頁(1990)において, 木下公明「金融の証券化にかかる法的整備——実務界からの検討」同34頁は, 預託金融型ゴルフ会員権や管理サービス付きリゾートマンションへの投資は, 利用権が本質であるから, 証券概念から除くべきであると主張する。また, 神田助教授は, 富裕者層への節税商品としての小口所有権は不動産の証券化とは何の関係もないとしながらも(「不動産の証券化を議論する際の留意点」経理情報536号1頁(1988)), 商業不動産で賃借人の募集や賃料の取立が投資家以外の事業者によって行われる場合は, 「仕組み性」ありとして証券化に含まれるとしている(前掲論文・商事法務1187号6頁)。

## 2 証券と民法

### 2-1 証券的債権

民法学上の諸問題の半分は不動産の問題といってもよいが, 本稿のもう1つの軸である証券の問題については民法学はほとんど関心をもっていない。これは, 民法典が証券についての規定を有していないことに大きな原因がある。かろうじて存在する「証券的債権」(民法では「証書」と呼ばれている)の譲渡に関する規定(民法466条以下)も, 譲渡の対抗要件および抗弁についてのみの断片的なものである。物権の証券化については何の規定もおかれていない。

一般に, 証券的債権とは, 債権が証券に化体されて, その成立, 存続, 譲渡, 行使が原則としてすべて証券とともにすることを必要とするもので, 商法上の証券的債権である手形や小切手はその典型である。民法典は, 次の4つのタイプの証券的債権を想定している。

第1は、記名債権である。証券の発行された指名債権であり、指名債権としての扱いを受けるので、民法は特段の規定をおいていない。

第2は、指図債権である。これは、証券上に記載された特定の者またはその者の指図する者に弁済すべき債権である。裏書交付は指図債権の譲渡の対抗要件であるとされており（民法469条）、このことは指図債権自体は意思表示のみで移転することを前提としている。弁済者は、悪意・重過失ある場合を除き、所持人や署名、捺印を調査する権利はあるが、義務は存在しないので（民法470条）、軽過失で真の債権者でない者に弁済したとしても、債務者は免責される。債務者は、証券に記載した事項および証券の性質上当然に生じる結果以外については善意の譲受人に対抗できない（民法472条）。すなわち、債権者に対する抗弁は、善意の譲受人との関係では切断される。民法上の指図債権にあたるものはわが国では存在していない。

他方、商法上の指図債権は、履行について期限の定めがあっても、所持人による呈示があるまで履行遅滞にならない（商法517条）。貨物引換証（商法574条）、倉庫証券（商法603条、627条）、船荷証券（商法776条）、手形（手形法11条、77条）、小切手（小切手法14条）は、指図文言がなくても法律上当然の指図債権である。また、「金銭其他ノ物又ハ有価証券ノ給付ヲ目的トスル有価証券」には、譲渡方法や、裏書の資格授与的効力、善意取得についての手形法の規定が準用される（商法519条）。

第3は、記名式所持人払式債権であり、証券に記載された特定の者または証券の所持人に弁済すべき債権である。弁済者は、悪意・重過失ある場合を除き、所持人や署名、捺印を調査する権利はあるが、義務は存在しないとされる点で、指図債権の規定が準用される（民法471条）。

第4は、無記名債権であり、民法典はこれを動産扱いにしている（民法86条3項）。その結果、民法192条の善意取得の対象となるが、そのためには、平穩・公然・善意・無過失が要件であり、また、盗品・遺失物に関する特則（民法193条、194条）の適用を受ける。

以上見たように、民法上の証券的債権の規定は、手形や小切手あるいは商法

## 不動産の証券化についての民法学からの検討

519条の「有価証券」の場合に比べて、証券との結合が希薄である。このことから、民法上の証券的債権と商法上の証券的債権との関係をどう見るかについて、かつての通説は、両者は同一であって別々の側面から規定しているにすぎず、したがって民法上の証券的債権も商法の有価証券法理に引きつけて解釈すべきであるとしていた。<sup>(1)</sup>しかし、近時では、両者を別のものと解し、流通保護の法技術の点から、民法上の証券的債権を指名債権と有価証券との中間に位置づける見解が有力となっている。<sup>(2)</sup>もっとも、商法上の「有価証券」とは異なった民法上の証券的債権が現実存在しているわけではないので、民法の諸規定は有名無実化している。<sup>(3)</sup>

### 2-2 我妻博士の不動産の「債権化」論

民法学の大家である我妻栄博士は、若き日の大論文「近代法における債権の優越的地位」(1927～9年)において、資本主義の発達にともなって、所有権が本来の物に対する支配から、債権を手段としての人に対する支配へとその作用を変遷させ、最後には貨幣所有権にいたって債権によってその地位を奪われたことを近代法における債権の優越的地位の第一の点として指摘している。そして、近代法における債権の優越的地位の第二の点として、資本主義経済の発展とともに財産がしだいに債権化したことをあげている。

我妻博士は、まず、債権の譲渡性が認められ、種々の瑕疵から債権譲受人が保護されるようになって債権の流通性が確保されると、債権は次第に非人格化し、さらに、債権の弁済を確保するために、債務者の特定の財産に担保権が設定されると、あらゆる財産の担保化を促し、その結果、債権と財産の担保価値とが融合して各種財産の債権化という現象が生じる、とのテーゼをたてている。

このテーゼの下で、不動産、動産、売掛代金債権、企業施設の債権化の諸相がドイツ法をモデルに検討される。そのうち、不動産については、まず、部分的な証券化の例として、流通抵当と土地債務(我妻博士の用語では土地負担)が検討され、ついで、より完全な不動産と証券との結合として、土地金融組合による無記名の抵当証券(組合自身が第一次的責任、証券債権者は組合の有する抵当権

にある程度の優先弁済権を有する), 抵当銀行による無記名の抵当証券(証券所持人は抵当帳簿に記載した抵当銀行の財産上に完全な物権的権利を有する), 担保付き債務証券(担保は保全抵当であるが, 債務証券の流通性は高度に保障されている), そして, 最後に不動産の債権化の極めて顕著な事例として, レンテンマルク(ドイツの農業, 林業, 工業, 商業用地の上に土地負担を設定し, これを基礎として土地負担証券を発行し, これを保証準備として紙幣を発行する)が検討される。

以上のような現象については, それぞれの観点から, 不動産の動化, 土地の資本化, 土地の証券化, 土地の商品化と称せられているが, 我妻博士は, 本体が何かに着目して「債権化」と呼んでいる。「抵当権がその法律的構成において独立性と流通性を取得したことは, その不動産の一定の金銭的請求権の保証たる作用が独立性と流通性を得たこと, 換言すれば, その不動産の有する金銭価値の請求権を独立に流通せしめたるに至ったことを意味するの他にないのであり, 「債権それ自身が法律生活の目的となり, 不動産はその基礎とな<sup>(4)</sup>ってしまっている」と結ばれている。

ちなみに, この論文の発表直後の1931年(昭和6年)にわが国においても抵当証券法が制定されたのが注目される。

(1) たとえば, 我妻栄『新訂債権総論』559頁(1964)。

(2) 星野英一『民法概論Ⅲ(債権総論)』216頁(1978), 平井宜雄『債権総論』107頁(1985)。

(3) 奥田昌道『債権総論下』462頁(1987)。奥田教授は, 「証券債権」と呼ぶ。

(4) 我妻栄『近代法における債権の優越的地位』所収109頁。(1953)。

### 3 不動産担保付き債権の証券化

#### 3-1 抵当証券

##### 3-1-1 抵当証券制度の展開

###### (1) 抵当証券法

## 不動産の証券化についての民法学からの検討

1896（明治29）年の制定になる民法上の 抵当権は、①流通抵当は存在せず、保全抵当のみである、②抵当権の登記のみならず、不動産登記一般に公信力がなく、したがって、実際は所有者でないのに所有権の登記名義人である者から善意で抵当権の設定を受けても抵当権を取得できないし、存在しない抵当権の存在を善意で信じても抵当権を取得できない、といった点でドイツ法上の抵当権が流通抵当を中心としているのと大きく異なっている。<sup>(1)</sup> もっとも、抵当権に流通性があることと、実際に抵当権が流通していることとは別問題であり、ドイツでも実際に流通しているのは、抵当貸付をした、または所有者抵当を買い取った抵当銀行が発行する抵当債券（Pfandbrief）である点には、留意しなければならない。

わが国の 抵当証券法は、1927（昭和2）年の金融恐慌によって不動産担保による貸出比率の高かった地方銀行がこうむった打撃を緩和するために、ドイツの流通抵当制度をモデルに制定された。<sup>(2)</sup> 抵当証券法によれば、抵当証券は、市および東京都23区内に所在する土地・建物または地上権を目的とする抵当権に限り発行することができる（法1条1項、付則2、勅令「抵当証券法ノ施行期日及施行地域ニ関スル件」）。根抵当権については発行できない（法2条1号）。抵当権設定契約の当事者間で抵当証券発行の特約がなされている場合に限って、抵当権者は登記所に抵当証券の発行を申請することができる（同条5号）。抵当権の内容の変更は、変更登記をするとともに、証券の記載をも変更しなければ第三者に対抗できない（法18条）。

抵当証券は抵当権と被担保債権とが合体して証券に化体された有価証券であり、抵当証券が発行されると抵当権と被担保債権とは別々に処分することができなくなる（法14条）。抵当証券の譲渡は裏書によってなされ（法15条）、善意取得や人的抗弁の制限など手形の流通と同様の保護が取得者に与えられている（法40条）。また、一定の限度で公信力が認められており、抵当証券発行に際して、抵当権設定者、抵当不動産の第三取得者、債務者等の利害関係人に異議申立の催告がなされ、一定期間内に異議申立がなされないときは、実際に異議事由があっても善意の第三者には対抗できない（法10条1項）。しかし、ここでの

異議事由は限定されており、抵当権設定の瑕疵、債権の不存在や消滅（相殺を除く）については、抵当証券の譲受人は保護されない。

抵当証券制度の導入のねらいは、抵当権と被担保債権とを一体として証券化し、流通させることによって、不動産融資の流動化をはかることにあったが、<sup>(3)</sup> 手続の煩雑さのためにほとんど利用されることはなかった。戦後の1953年から54年にかけて、不動産価格の急上昇に目をつけた悪質金融業者が、抵当不動産を不当に高く評価し、かつ高利率を設定して、一般大衆から資金を集めようとした事件がおこった。これは、1980年代に生じた抵当証券詐欺事件の先駆けのような事件であるが、このような不当な担保評価をなくすために、1954年に、抵当証券法施行細則に22条ノ1が追加され、抵当証券発行の申請書には抵当権が債権全部の弁済を担保するに足りることを証明する書類を添付しなければならなくなり、1963年には「不動産の鑑定評価に関する法律」が制定されて、不動産鑑定士の鑑定評価書が上述の添付書類とされた。したがって、現在では、不動産鑑定士が共謀しない限り、担保価値のない不動産に抵当証券が発行されることはほとんど不可能になっている。

その後、1970年代には住宅金融の手段として一時的に注目されたが、事務手続が煩雑なこと、貸付が小口でコストがかかりすぎること等から利用されるに至らず、中小企業向けの事業資金の調達手段として利用されるにとどまっているのが現状である。そして、1980年代の低金利の時期においては、その高金利性が投資家の注目を集め、抵当証券の発行による資金調達を媒介する抵当証券会社があいついで設立されるにいたっている。

## (2) 抵当証券業規制法

ところで、抵当証券法によって定められた方法による抵当証券の譲渡は、一部の抵当証券会社間の取引以外では行われず、実際に抵当証券会社から投資家に販売されるものは、抵当証券の持分権を証する預かり証（モーゲージ証書）である。モーゲージ証書によれば、抵当証券の小口化が容易であることや、抵当証券会社が元本や利息の受領事務を代行するたびに投資家から抵当証券を回収しなくてよいこと等の理由から、抵当証券自体は抵当証券会社が保護預かりし、

## 不動産の証券化についての民法学からの検討

投資家には抵当証券に代えてモーゲージ証書を引き渡すことには合理性がある。しかし、悪質な抵当証券会社は、抵当証券とモーゲージ証書の分離を悪用して、すでに消滅した抵当証券に基づいて預かり証を発行したり（から売り）、預かり証を二重に発行したり（二重売り）して、消費者に多数の被害をもたらした。

そこで、抵当証券会社に対する規制を強化するために、1988年から「抵当証券業の規制等に関する法律（抵当証券業規制法）」が施行され、保護預かりした抵当証券の抵当証券会社による自社保管は禁止され、(財)抵当証券保管機構に保管を委ねなければならないこととなった。抵当証券保管機構は保管証を発行し、抵当証券会社はこの保管証を遅滞なく抵当証券の購入者に引き渡さなければならないとされている（抵当証券業規制法18条2項）。実際には、従来のモーゲージ証書に、抵当証券保管機構の保有を証明する証明印の押されたものが、投資家に交付される。

### 3-1-2 抵当証券会社の法的地位

抵当証券会社は、抵当証券の裏書人としての地位と事務処理の受任者としての地位と元本利息の支払保証人としての地位の3つを兼ねている。

#### (1) 抵当証券の裏書人

抵当証券会社は自己が発行を受けた抵当証券を投資家に販売するにあたって抵当証券の譲渡は裏書によってしなければならない(抵当証券法15条1項)。裏書には、裏書文句を記載し、裏書人が署名するとともに、被裏書人の氏名または商号、裏書人の住所、裏書の年月日を記載しなければならない(同条2項、手形法13条1項)。1個の抵当証券を持分化して複数の者に譲渡する場合でも、持分権者となる各譲受人全員を被裏書人とする裏書譲渡が必要である。ところが、実際には、抵当証券会社が抵当証券を預かって元本や利息の弁済の受領手続を代行するわけであるから、抵当証券の購入者への裏書をしてしまうと債務者から弁済を受ける際に購入者からいちいち取立委任裏書(手形法18条)をしてもらわなければならない、事務手続が煩雑になる。また、多数の持分権者を被裏書人とする裏書もめんどろである。そのため、実際には、抵当証券の販売・譲渡に

あたって、裏書をいっさいしないまま保管し、権利者名は別途コンピュータにより管理するという方法がとられるのが普通であった。<sup>(4)</sup>そして、<sup>(4)</sup> 抵当証券の購入者から要求があった場合にだけ裏書をしたが、その場合でも、被裏書人の名前を記載しない白地式裏書がなされた。これは、<sup>(4)</sup> 抵当証券の元金の弁済は、実際には、<sup>(4)</sup> 抵当証券会社が購入者から買い戻すという形で行われるので、<sup>(4)</sup> 買戻の際の購入者からの裏書の手間を省くためと、<sup>(4)</sup> 購入者の裏書による償還義務（<sup>(4)</sup> 抵当証券法31条）を発生させないためであるとされている。

白地式裏書の効力については争いがあるが、<sup>(5)</sup> 抵当証券法における裏書には、<sup>(5)</sup> 白地式裏書に関する手形法13条2項が準用されていないので（<sup>(5)</sup> 抵当証券法40条）、<sup>(5)</sup> 無効であるとするのが通説である。まったく裏書がなされていない状態や、あるいは、<sup>(5)</sup> 白地式裏書の状態で<sup>(5)</sup> 抵当証券会社が倒産したり、<sup>(5)</sup> 第三者に差押を受けたりしたときに、<sup>(5)</sup> 購入者である持分権者は自己の持分を債権者に対抗できるかどうかという深刻な問題が生じる。この点は、<sup>(5)</sup> 抵当証券の空売り、<sup>(5)</sup> 二重売りによる被害が多数発生した後に大蔵・法務両省により設置された<sup>(5)</sup> 抵当証券研究会の報告書においても指摘された。<sup>(6)</sup>

抵当証券業規制法施行以後は、<sup>(6)</sup> 上述の<sup>(6)</sup> 抵当証券保管機構の規則により、<sup>(6)</sup> 保管機構あてに記名式裏書がなされている。そして、次に述べるように、<sup>(6)</sup> 抵当証券保管機構に保管されている<sup>(6)</sup> 抵当証券については、<sup>(6)</sup> そこに記載された債権の元本および利息の弁済の受領の事務は<sup>(6)</sup> 抵当証券保管機構が行う（<sup>(6)</sup> 抵当証券業規制法28条1項2号）。したがって、<sup>(6)</sup> 抵当証券会社が倒産しても、<sup>(6)</sup> 抵当証券が破産財団に組み込まれるおそれはなくなった。

## (2) 事務処理の受任者

抵当証券会社は、<sup>(7)</sup> 事務処理の受任者として、<sup>(7)</sup> 債権管理、<sup>(7)</sup> 取り立て、<sup>(7)</sup> 証券管理、<sup>(7)</sup> 担保物件の管理等を行っている。これらの<sup>(7)</sup> 事務処理にあたって、<sup>(7)</sup> 受任者たる<sup>(7)</sup> 抵当証券会社には、<sup>(7)</sup> 善管注意義務（<sup>(7)</sup> 民法644条）が課される。<sup>(7)</sup> 抵当証券会社が<sup>(7)</sup> 投資家の代理人としてこれらの<sup>(7)</sup> 事務を行う場合、<sup>(7)</sup> 代理の<sup>(7)</sup> 顕名主義の原則からは、<sup>(7)</sup> 投資家から<sup>(7)</sup> 取立委任裏書を受けるのが本来であるが、<sup>(7)</sup> 事務の<sup>(7)</sup> 煩雑さを避けるために、<sup>(7)</sup> 当初から<sup>(7)</sup> 裏書をしないか、あるいは<sup>(7)</sup> 白地式裏書が<sup>(7)</sup> 用いられていたことはす

## 不動産の証券化についての民法学からの検討

でに見た。もっとも、実際には、債務者からの弁済を受けるにあたって所持人による抵当証券の呈示（抵当証券法40条、商法517条）は省略され、銀行振込または振替の方法により行われるのが普通である。ここには、債権と証券の結合による債権の「物権化」を前提した債権と証券の分離という興味ある現象があら<sup>(7)</sup>われている。

なお、前述のように、抵当証券保管機構に保管されている抵当証券については、そこに記載された債権の元本および利息の弁済の受領の事務は抵当証券保管機構によって行われる。現実の事務は、抵当証券保管機構の委託（抵当証券業規制法28条2項）を受けて、抵当証券会社が行っている。

### (3) 元本と利息の支払の保証人

抵当証券の債務の不履行の場合でも、資金を回収するために抵当証券の購入者が自ら抵当権を実行する必要はない。第一には、抵当証券会社が、抵当証券の元利金支払の保証人になっているのが普通であるからである。

また、第二には、抵当証券法では、抵当債務の不履行の場合、抵当証券の所持人からの通告を受けて、裏書人は抵当証券と引換えに債務の支払をなすことができる<sup>(7)</sup>とされているだけであるが（法29条2項）、実際の抵当証券取引約款では、抵当証券会社が、投資家から抵当証券を買い戻す旨の条項が含まれているのが通常である。すなわち、投資家としては、自己の権利として抵当証券会社へ買戻を請求することができ、以後は抵当証券会社が自ら抵当権者となって抵当権を実行することになる。これは、抵当証券の裏書人としての抵当証券会社の償還義務とは別個のものであり、償還請求権は抵当権を実行してなお不足分がある場合、抵当権の不存在または目的物の滅失の場合にのみ行使することができる（抵当証券法31条、32条）。

### 3-1-3 モーゲージ証書の購入者の権利

抵当証券の購入者が入手するのは、前述のように、抵当証券そのものではなく、モーゲージ証書である。このモーゲージ証書は、抵当証券の持分権の売渡証書と保護預り証書を兼ねた証拠証券である。現在では、抵当証券保管機構が

抵当証券を保管して保管証を発行し、これが購入者に渡される。抵当証券は、抵当権と被担保債権を一体化した証券であるから、その所持人が物権たる抵当権の権利者となるが、今まで見てきたように、物権の帰属者としての意味は希薄であり、実質的にはかなり高利率の支払の保証された債権者にすぎない。

抵当証券は証券の形による流動化にその特徴の一つがあったはずであるが、現実の抵当証券取引約款では、購入者は、抵当証券、その持分、モーゲージ証書のいずれについても、譲渡・質入を禁止されている。すなわち、流動性は否定されている。もちろん、当事者の合意で、譲渡が禁止されても、抵当証券は指図債権であり、裏書禁止裏書は認められないとされているので、裏書譲渡<sup>(8)</sup>を受けた被裏書人の権利取得を否定することはできない。しかし、抵当証券が抵当証券会社または抵当証券保管機構に保管されている以上、裏書譲渡はできない。モーゲージ証書上の権利は、指名債権であり、善意の第三者を除いて、譲渡禁止特約を対抗することができる（民法466条2項）。

かわりに、元本償還日以前でも、投資家が抵当証券会社に対して中途解約を申し出ると、抵当証券会社は手数料を課して買い取るとの定めになっている。この点からも、抵当証券は定期預金に近い。

#### 3-1-4 不分割および不引渡特約

抵当証券会社と投資家との間では、抵当証券の引渡および分割請求をしない旨の特約がなされる。このうち、一般に、準共有財産（民法264条）の不分割の特約は、民法256条1項により5年以内であれば有効とされる。したがって、抵当証券は5年もの以上を発行するのが事実上困難である。また、5年以上の期間の抵当証券が発行される場合でも、5年以内の買戻の特約が付されているのが普通である。

他方、不引渡の特約については、民法は特にその期間制限の規定をおいていないので、何年の特約でも有効であると解される。

## 不動産の証券化についての民法学からの検討

### 3-2 住宅ローン債権の証券化

一般に住宅ローン債権はもともと小口であり、そのままでは均一の金融商品化しにくいので、抵当証券あるいはモーゲージ証券では、住宅ローン債権の流動化手段として適していない。また、住宅ローンが元利均等分割弁済方式をとっており、元本についてもたえず繰り上げ償還が行われることも、抵当証券にとっては手続を複雑にする。この点では、住宅ローン債権をマスの形で流動化させる手段として、住宅抵当証券と住宅ローン債権信託制度が現在利用されており、また、抵当証券信託の構想がある。

#### 3-2-1 住宅抵当証券

住宅抵当証券は、1974年に導入されたものであり、抵当という名がついているものの、銀行等が保有する条件を同じくする抵当権付き住宅ローン債権をまとめて投資家に譲渡するにあたって、証拠として交付されるものである。発行機関、譲受機関ともに金融機関（銀行、保険等）に限定され、譲渡される債権の債務者からの承諾があらかじめ取得されている。もちろん、担保物権の付従性の原則に従い、抵当権も譲渡される。結局、これは指名債権の一括譲渡であるにすぎない。

弁済金の取立・受領は発行金融機関が譲受金融機関の代理人として行い、同時に発行金融機関が支払保証をする。譲受金融機関は住宅抵当証券で譲り受けた住宅ローン債権の転売をすることができず、5年経過した後に発行金融機関に買戻請求ができるにとどまる。流動性が限定されているためにあまり普及していないといわれている。

#### 3-2-2 住宅ローン債権信託

住宅ローン債権信託は、1973年に住宅金融会社の資金調達手段として導入され、1988年には銀行、1989年には保険会社も利用できるようになった。

住宅ローン債権信託は、貸出期間、利率等の条件を同じくする住宅ローン債権を一定額にまとめて一定期間（7年が普通）信託銀行に信託に付し、信託を受

けた信託銀行の発行する受益権証書（1億円単位で小口化）を投資家に販売する。受益権の譲受人は機関投資家に限られる。これは、信託銀行の金銭債権信託の利用であり、抵当権や所有権の信託ではないが、ここでも抵当権の付従性の原則から住宅ローン債権を担保する抵当権にも信託の効力が及ぶ。信託銀行は、債権の回収等の管理事務を信託の委託者、すなわち当初に住宅ローンを提供した住宅金融会社または銀行に委任する。

この信託は、一つの信託受益権が観念的に二つに分割されている点に特徴がある。すなわち、信託期間中に償還される元本とその利息については、第一受益権として、委託者である住宅金融会社や銀行が保有し、信託期間内は償還されない元本とその利息についてのみ、第二受益権として、投資家に売却される<sup>(9)</sup>。このような仕組みによって、投資家は、元本が減少しないので、一定の利息を一定期間收受することが可能になる。受益権の譲渡には、買戻方式と売切り方式がある。買戻方式の場合は、信託期間終了時に、元本を時価で換算して委託者が買い戻す。売切り方式の場合には、住宅ローン債務の債務不履行の場合に備えて、信託受益権に信用保証会社による保証または保険会社の信用保険が付される。

住宅ローン債権の信託銀行への信託譲渡は指名債権譲渡の方法で行われる。指名債権譲渡の対抗要件は、債務者への通知または債務者の承諾であるが（民法467条1項）、住宅ローン契約中に、債権譲渡の事前承諾文言が入っているので、債務者自身への対抗力は問題なく認められる。また、信託受益権証書は、民商法上の指図証券ではなく、証拠証券にすぎないため、信託受益権債権の投資家への譲渡も指名債権譲渡となる。したがって、対抗要件として受託者の承諾または受託者への通知が必要となる。

### 3-2-3 アメリカのパススルー証券

アメリカでは、不動産の証券化はモーゲージ（わが国の抵当権および譲渡担保権に類似）に基づく種々の証券の発行によって極めて発達している<sup>(10)</sup>。そのうち、パススルー（pass-through）証書と呼ばれているものは、原理的には、一定の資

## 不動産の証券化についての民法学からの検討

産を信託財産として保有する受託者により発行された受益権証券であり、これが投資家に販売される。信託財産のプールに組み込まれているモーゲージの権利はモーゲージの貸し手（オリジネーターと呼ばれる）からパススルー証券の保有者（投資家）に移る。モーゲージの持分権の証券による譲渡（すなわち、パススルー）であり、この点で、わが国の住宅ローン債権信託は、アメリカにおけるパススルー証券に類似しているといえる。ただし、証券の発行者に対しては債務者の不履行にあたって保証責任を追及したり、買戻を請求したりすることができない（ノンリコース）のが原則である。<sup>(11)</sup>

### 3-2-4 抵当証券信託構想

住宅ローン債権信託では住宅ローン債権が信託財産とされたが、住宅ローンを抵当証券の形で行い、この抵当証券を信託財産として受益証券化することが構想されている。<sup>(12)</sup>証券取引法上の有価証券の信託として扱う趣旨である。これによって、抵当証券取引において問題となる小口化に伴う債権分割や裏書の問題が回避され、さらに投資家への利金支払事務等の負担が軽減されるとされる。

これは、信託であるから不動産に関する権利は間接的ながら受益権証券保有者も有しており、次に見るようなモーゲージ担保证券とは異なる。

### 3-3 モーゲージ担保证券

アメリカでモーゲージ担保证券と呼ばれているものは、基本的には多数のモーゲージのプールを担保として発行される担保付き債券（ボンド）であり、モーゲージの権利自体は証券の発行者が保有している。そのうち、ペイスルー（pay-through）証券と呼ばれているものは、支払時期、金額、金利等の条件が担保となっているモーゲージと密接に関連しており、モーゲージプールから生じる元利金等のキャッシュフローはペイスルー証券の元利支払にあてられる（すなわち、証券発行者を通じてペイスルーする）。モーゲージからの弁済が滞った場合において発行者に対して支払請求（リコース）可能であるが、発行者はモーゲージ資産を譲り受けた特別目的会社やトラストの形態で設立されており、モーゲ

ージ以外のめばしい担保を持たないのが普通であるから、実質上はノンリコースに近いものである。<sup>(13)</sup>

また、西ドイツの抵当銀行が発行する債券では、抵当銀行が自己が融資した抵当証券および他から買い取った抵当証券を担保に、抵当証券の額を限度とする額の抵当債権（金融債）を発行している。

これらは、わが国の長信銀の発行する金融債に近い性質をもっており、証券所持人と不動産との物権的結合はきわめて希薄である。わが国に導入するとしても、一般投資家向けの販売を考えるならば、一定の金融機関にのみ発行を限定するか、あるいは信頼ある金融機関の保証付きでのみの販売に限定されるべきであろう。

### 3-4 一般貸出債権の譲渡

1990年からは、大蔵省によって、銀行が保有する企業向け貸出債権を小口に分割して、機関投資家等に譲渡する「一般貸出債権の流動化」が解禁された。譲受人は金融機関に限定されており、転売は認められていない。これは、住宅ローン債権信託による住宅ローン債権の流動化の場合のように、信託を介在させることのない債権の直接の流動化であり、証券との結合もない。

- (1) 鈴木禄弥『抵当制度の研究』（1968）等参照。
- (2) その歴史について、今村与一「抵当証券法の史的考察(1)(2)」都立大学法学会雑誌23巻2号193頁（1982）、24巻1号311頁（1983）参照。
- (3) 法務省の資料によると、昭和6年で85件、昭和7年で43件、以後昭和13年までで計155件にすぎない（藤原勇喜『抵当証券の理論と実務』287頁（1984））。
- (4) 丸山英気=鶴野和夫編著『空中権・土地信託・抵当証券』196頁（上原発言）（1986）。
- (5) 柚木馨=小脇一海『注釈民法(9)』293頁（1965）。
- (6) 報告書は、安井礼二『実践不動産金融の証券化』260頁以下（1988）に収録されている。
- (7) 木南敦「債権の移転における証券との結合と証券との分離について」民事研

## 不動産の証券化についての民法学からの検討

修399号15頁（1990）参照。

- (8) 藤原・前掲書27頁。これは、抵当証券法40条で、手形法11条が準用されていないことからの解釈である。
- (9) 現在では、第一受益権自体も譲渡の対象となっているとのことである（天野佳洋「セキュリティゼーションと信託」信託法研究13号101頁（1989））。
- (10) アメリカの不動産金融にかかわるモーゲージ証券については、日本長期信用銀行調査部著『世界の住宅金融』（1968）、伊豆宏編著『アメリカとの比較における住宅金融と政策』（1976）等参照。
- (11) 特殊なパススルー証券として、GNMA パススルー証書がある。これは、モーゲージのオリジネーターが、同種で同一金利、かつ政府保険または保証付きのモーゲージを100万ドル以上集めてモーゲージプールをつくり、このモーゲージプールを背景に証券を発行する。この証券について、政府系の不動産金融機関である政府抵当金庫（GNMA）が元利金の期限通りの支払を保証する。その代わりに、モーゲージプールに関する一切の権利はGNMAに譲渡され、証券保有者はモーゲージに対して直接的な権利をもたない。信託の受益権という形を取らないが信託勘定で処理され、税法上は証券保有者がモーゲージプールの所有者として処理される。
- (12) 安井・前掲書200頁。
- (13) 小野傑「わが国におけるセキュリティゼーションの現状と展望」商事法務1172号19頁（1989）。

## 4 不動産所有権の小口化・証券化

### 4-1 不動産の小口化・証券化への流れ

不動産所有権の小口化・証券化は、公共用地や旧国鉄の保有土地の処分の際に地価を顕在化させない方法の一つとしての土地信託の流れ、節税目的あるいは投資対象としての事業用不動産の小口化の流れ、さらには、プロジェクト・ファイナンスや都市開発における資金調達のための証券化の流れ等の様々な異なった動向からなりたっている点に注意が必要である。

ところで、単なる小口化（すなわち分筆や、共有持分化、区分所有化）だけでは、不動産の一体的利用や管理が妨げられ、全体としての資産価値が小さくなるお

それがある。そのためには、不動産と小口所有権をつなぐ仕組みが必要であり、信託や組合、不動産投資信託などが考えられる。ちなみに、わが国では、信託が両者の媒介となるケースが多いようであるが、この場合でも、小口化したのちに信託銀行が受託する場合と受託した後に受益権証書の形で小口化する場合とがある。なお、受益者が多数で流動的である場合には、受益者集団の代理人としての信託管理人の選任が必要であろう（信託法8条）。

#### 4-2 土地信託

従来の不動産信託が不動産の管理を中心とした管理型信託であったのとは異なり、土地信託は、1983年から民間活力の導入の一形態として活用された収益型信託であり、受託者である信託銀行による受託不動産を利用しての事業執行による収益を土地所有者が受益者として収受できる。信託銀行が資金の調達から、建物の発注、建築された賃貸ビルやマンションの管理までを行い、受益者は、事業からあがった収益から経費や手数料を引いた額の信託配当を受け、信託期間（10年ないし20年で借入金の返済期間と一致）終了の際には、土地と地上建物の所有権の引渡を受ける。

土地信託を通じての不動産の証券化は、受益者の取得する土地付き建物の信託受益権を小口化して投資家に売却しようとするもので、国鉄清算事業団の保有財産についての資産処分審議会の答申「地価を顕在化させない土地の処分方法」<sup>(1)</sup>（1988年5月）において有力な方法として提案され、その後実行に移されている。事業団としては、投資家への信託受益権の売却代金を自己の債務の弁済にあてることができる。投資家は信託期間中は信託銀行からビル賃貸料などの配当を受け、信託期間終了後に土地建物を売却して売却益も得ることができる。受益権をあらわす受益権証書は有価証券ではなく、証拠証券にすぎない。実務では、受益権の譲渡は禁止されている。

土地信託において、信託受益権の分割（小口化）の性質は不動産に関する権利（すなわち物権）<sup>(2)</sup>の分割なのか、それとも債権の分割なのかという疑問が提起されている。一般論としては、「受益者は信託財産に対する給付請求権すなわ

## 不動産の証券化についての民法学からの検討

ち債権を有するが、そのほか信託財産（構成物）に対する物的権利をも有する」とするのが信託法の通説であり、「信託財産の受けた変動が函数的に受益権の内容に反映することによって、信託財産が実質的には受益者の『財産』に属することが確保される」との信託財産に対する物的相関関係が存在し、この関係は第三者にも対抗しうるものとされる<sup>(3)</sup>。受益者の権利は、本来債権と物権の複合的なものであり、どちらかに割り切るのは不可能である。

### 4-3 共有持分権信託

不動産の小口化は、アメリカの業務用不動産の共有持分権の小口分売<sup>(4)</sup>からはじまり、わが国での業務用不動産の小口化取引へと進んできている。

たとえば、ある例では、不動産業者の所有する業務用不動産の1億円単位の共有持分権を信託銀行と提携して販売する。共有持分権の各購入者はそれぞれ自己の共有持分権を信託銀行に共同信託する（この場合は、管理型信託）。信託銀行は当該業務用不動産を販売した不動産業者に一括して賃貸したうえで、不動産業者がテナントに転貸するという形式をとる。そして、賃料収入が信託受益者である持分権購入者に配当されるが、購入額と比べると賃料収入の年間利回りは2%程度で低いが、不動産の相続税評価額が時価に比べてかなり低いので相続税の節税効果があるとして資産家に活用されている。また、信託期間終了後には土地建物を一括して売却して、売却益を受益者に分配することになるが、地価上昇によるキャピタルゲインも期待される。投資家として、共有持分権を処分したいときは、信託銀行に信託的譲渡したことによって持分権の処分権は奪われているので、信託受益権の処分によることになるが、税務当局の通達<sup>(5)</sup>によって第三者への譲渡は原則的に禁止されている。

このような形式の不動産の小口化、すなわち、「小口化した共有持分権を信託銀行による不動産管理信託に委託し代わりに受益権証書を取得する形式の商品は、共有権のもつ法的な不便さを信託受益権の形に置き換えた日本型パスルー証券」に該当すると評されている<sup>(6)</sup>。

投資家が不動産についての信託受益権を取得するという点では土地信託と同

一であるが、土地信託では受益権の段階で小口化されるのに対して、不動産の小口化ではまず所有権の小口化があって、それが受益権に変形している点異なる。

#### 4-4 組合による共有（合有）

上述の共有持分権信託の変形として、各共有持分権者が信託銀行に直接信託するのではなく、共有持分を出資して組合を結成し、組合が信託銀行に管理を委託するという形式もある。この形式は、とくに、アメリカの物件（利回りが高く、建物について多額の減価償却を計上できる）と日本の物件（値上がり期待でき、相続税評価が低い）<sup>(7)</sup>を組み合わせる販売の場合に利用されている。投資家は、組合を通じて共有（合有）していることになる。

組合による共有の場合、組合の清算前には組合財産の分割請求はできないし（民法676条2項）、持分を処分しても組合および組合と取引をした第三者に対抗することができない（同条1項）。組合の存続期間が定めてある場合は、組合員は、やむことをえざる事由がある場合のみ脱退可能であり（民法678条2項）、持分の払戻しは金銭でなされる（民法681条2項）。組合の債務は組合財産の責任であるとともに、各組合員が損益分担割合（通常は出資割合）に応じて履行責任を負う（民法675条）。すなわち、組合の債務について、組合員は無限責任を負うことになる。一般投資家の責任を限定する方法として、アメリカでは、MLP（マスター・リミテッド・パートナーシップ）なる制度が認められており、有限責任パートナーの資格で事業に投資できる。わが国では、合資会社の形をとることによって、同一の目的を達成することができる。

#### 4-5 リースマンション

賃貸用マンションの区分所有権を投資家に販売し、販売会社が建物自体の管理を受託して、賃貸人の募集から賃料徴収、賃料収益の分配までを行うという形の不動産の小口化（区分所有による小口化）も増えている。共有持分権の形で小口化よりも所有権の客体としての独立性が高いため、処分もしやすく、ま

## 不動産の証券化についての民法学からの検討

た、自己使用への切り替えも可能で、好都合のように見える。しかし、この形式の小口化の場合は、信託銀行が介在しないのが普通であるので(信託なき共有持分化)、区分所有者による管理組合が十分機能して、不動産会社の受託不動産の賃貸経営をきちんと監視する必要がある。現実には、管理組合が存在しても実際に居住していない区分所有者であるから有名無実なのが通常であろう。また、自己使用に切り替え可能とはいっても、投資物件としてはワンルームマンションが主流であるから、投資家として快適な自己使用にはほど遠いであろう。

そもそも、「建物の区分所有等に関する法律(区分所有法)」の予定する管理組合による管理は、居住者の高齢化や区分所有者による分譲賃貸化、あるいは値上がり期待による空室のままの放置が増えるにつれて困難になってきている。最初から区分所有者が居住しないのが前提であるリースマンションでは、区分所有者による所有者意識をもつての管理はいっそう期待できない。形式上は、所有権であるが、実質的には、不動産業者に対する配当請求権に近くなっている。マンションの考朽化による建替えが必要となってきたときに、不動産会社が管理分野から撤退していたり、倒産等によって存在しなくなっていた場合、收拾のつかない自体を引き起こす可能性があることは、後に検討する共有会員制の場合と同様である。

### 4-6 不動産投資信託

アメリカにおける不動産投資信託(Real Estate Investment Trust)<sup>(8)</sup>の成功を背景に、わが国でも不動産投資信託が提唱されている。わが国でも、すでに、証券の投資信託は順調に発展しているし、最近では、商品先物取引を対象とする商品ファンドも開始されようとしている。物価水準や賃上水準をはるかに超えた不動産の価格騰貴が続いている現状では、不動産投資信託も多額の大衆の資金を集めることができるであろう。この場合の信託は、金銭信託であり、不動産の信託ではない。集められた資金が建物の建設や土地を利用しての事業の運営のために投資されるのでなければ、いたずらに土地投機資金を増やすだけになり、好ましいことではない。

さらに、消費者保護の観点からは、不動産投資信託を野放しにすると、投資信託証書だけを消費者に渡して資金を集め倒産するという、かつての抵当証券を利用した詐欺商法の二の舞になるおそれ大きい。

#### 4-7 土地代金の証券化

上述の不動産投資信託導入のねらいの一つとして、地主が土地を売却して得た代金を不動産投資信託に投資させることによって土地を所有し続けるのと同様の値上がり益を確保できるから、将来の値上りを期待した地主の土地売りおしみが減少するであろうとの効果が主張されている<sup>(9)</sup>。

同様のねらいのもとに、土地購入主体が、国の特別会計から購入した地価インデックス債を引き渡すことにより代金の支払いに代える方法が提案されている<sup>(10)</sup>。地価インデックス債の償還金額は地価に応じて変化するので、債券保有者は土地を所有しているのと同様の値上がり益を享受でき、また債券のまま第三者に譲渡することもできるとされる。

- (1) その概要について、柳原英「旧国鉄跡地の金融資産化(上)(下)」NBL408号19頁、409号40頁(1988)参照。
- (2) 柳原・同論文・NBL409号43頁。
- (3) 四宮和夫『信託法』28頁(1958)。
- (4) アメリカにおける不動産小口化証券の諸相については、鈴木豊監修・三井不動産販売(株)海外事業部=米国三井不動産販売(株)編『アメリカ不動産投資』(1988)参照。
- (5) 日本開発銀行都市開発証券グループ編『都市開発と証券化』133頁。
- (6) 小野傑「わが国におけるセキュリタイゼーションの現状と展望」商事法務1172号17頁。
- (7) 日本開発銀行都市開発証券グループ編・前掲書131頁。
- (8) 詳しくは、松本順一「不動産投資信託(REIT)」金子ほか『不動産の証券化』85頁以下参照。
- (9) 日本開発銀行都市開発証券グループ編・前掲書139頁。

## 不動産の証券化についての民法学からの検討

- (10) 野口悠紀雄『財政危機の構造』(1980)参照。関西経済同友会は、1990年3月、このような公共債による代金支払いの義務づけを提案している(日経新聞1990年3月14日朝刊)。

### 5 特殊な貸付による証券化

#### 5-1 デット、エクィティ、ハイブリッド

不動産の証券化の手法は、証券に化体される権利の内容によって、デット形態、エクィティ形態、ハイブリッド形態の3種に分けられる。<sup>(1)</sup>デット形態とは、本稿の3の不動産担保付き債権の証券化で検討したタイプの基本的には債権を取得する形態であり、エクィティ形態とは、4の不動産所有権の小口化・証券化で検討したタイプの基本的には所有権を持分権、受益権、あるいは株券で取得する形態である。ハイブリッド形態とは、両者の中間的な形態で、当初は、デット形態で発行され、時期を見て証券保有者の選択によりエクィティ形態に転換できたり、デット形態ではあるが、収益に応じて配当をうけることができたりするものである。既存のハイブリッド形態の投資商品としては、株式会社への投資における転換社債やワラント債がある。

#### 5-2 持分変換権付き貸付

旧国鉄の所有地の地価を顕在化させないで処分する方法として、前述の土地信託のほかに、①国鉄清算事業団が土地信託の信託受益権を事業団の出資会社に譲渡し、出資会社は買取資金調達のために信託終了時に不動産の共有持分権への変換予約権付きで長期低利の借入れを投資家から行う方法、②事業団が出資会社に土地を賃貸または現物出資し、出資会社の株式売却により資本市場より調達するが、とりあえずはこのような将来事業団が保有することになる出資会社の株式への変換予約権付きの低利事業団債を発行する方法、③事業団がみずから建物を建築し、建物付き土地の共有持分権への変換予約権付きの長期借入れを行なう方法が提案された。<sup>(2)</sup>これらは、アメリカにおける転換モーゲージ

(convertible mortgage)を念頭においた方式とすることができる。これにより、転換社債の場合と同様、事業者は低利で貸付を受けることができ、投資家は不動産の値上がりによるキャピタルゲインを期待することができる。

このような持分変換権付き貸付は、わが国の現行法上は、消費貸借と不動産売買予約完結権を組み合わせたものと評価することができる。このような構成の場合、売買予約が「仮登記担保契約に関する法律(仮登記担保法)」に定める仮登記担保に該当するかどうかの問題となる。というのは、仮登記担保に該当すると、債権者は清算義務を負い(同法3条)、不動産の価格の値上がりによるキャピタルゲインを取得できないので、うま味がなくなるからである。この点、当事者の意思が担保目的ではなく、別の経済的合理性に基づくものである以上、別のものとの構成が可能であるとする見解もある<sup>(3)</sup>。しかし、通常、無担保では貸付は行なわれないから、予約完結権が担保の役割を果たしていることは否定できない。元利返済がとどこおれば、少なくとも不動産持分権の予約完結権を行使して債権回収をはかることになる。結局は、特定の場合には、清算不要との特則を仮登記担保法に挿入して、債務不履行の有無に関係なく持分売買の予約完結権が存在する場合は、通常の仮登記担保とは別個の「売買予約」として認めるのがよいであろう。かつての代物弁済予約には、投機目的の丸どりによる「うまみ」といわれるものが存在した。投資目的と担保目的が併存し、投資目的のものとして商品設計されるのであるから、このような「うまみ」を復活させても問題はなからう。

ところで、貸付債権として有している場合は、個人投資家でも問題ないが、変換権を行使して持分権になった段階で、この持分権の処分による現金化が可能でなければ個人投資家には対応しきれないであろう。ここで、前述の共有持分権信託の場合と同様、間に信託銀行が介在してキャピタルゲインをしかるべく分配する必要があるだろう。この場合、最初の段階から、貸付債権と売買予約完結権を信託銀行に信託させ、信託期間の終了の際に持分権に変換したうえで、当該不動産を第三者に処分し、売買益を分配することになる。こうなると、不動産投資信託にやや近くなる。

## 不動産の証券化についての民法学からの検討

### 5-3 住宅ワラント債

建設省住宅局は、「住宅ワラント債」(買取予約権付き債券)なるものを考えていると報道されている<sup>(4)</sup>。これは、住宅開発業者が資金を集めるにあたって、ワラント(住宅を定められた価格で将来買い取ることのできる権利)付きの債券を発行し、ワラント部分と債券部分を分離して、住宅購入希望者にワラントを安い価格で売却し、債券は金融機関に販売する。開発業者は、住宅建設後、一定期間は賃貸によって運営し、その後あらかじめ定められた価格でワラント購入者に売却するというものである。

これまた、一種の売買予約完結権の活用であり、ワラント購入者との関係では、ワラント購入代金は、消費貸借というより、むしろ売買代金の手付に近くなる。ただし、ワラント購入の段階では、将来の購入することになるかもしれない住宅は特定していないので、将来建設されるであろう不特定の住宅の売買予約という特殊な性質のものとなる。

### 5-4 収益参加権付き貸付

貸付ではあるが、利息のほかに、賃貸収入等の事業対象となった不動産から得られる収益の配当が受けられたり、あるいは、利息自体が不動産からの収益<sup>(5)</sup>に応じて変動するものである場合も構想されている。

- (1) 関川紳一郎=石見健「都市開発の推進と不動産の証券化」NBL442号15頁(1990)。
- (2) 柳原英「旧国鉄跡地の金融資産化(下)」NBL409号43頁。
- (3) 小野傑「わが国におけるセキュリタイゼーションの現状と展望」商事法務1172号23頁。
- (4) 日経新聞1990年3月24日朝刊。
- (5) 建設省・都市開発における不動産の証券化に関する研究会中間報告(案)「都市開発の推進と不動産の証券化——プロジェクト推進のための新たなファイナンス・システムとその可能性」(1990年11月27日)。

## 6 会員権

### 6-1 ゴルフクラブ会員権

#### 6-1-1 会員権の法的形態

ゴルフクラブの法的形態には、社団法人制、株主会員制、預託会員制、共有<sup>(1)</sup>会員制がある。このうち、社団法人制は、現在では公益法人としてゴルフクラブが認可されることはほぼ不可能であるので、古くからの少数の名門クラブに限られている。株主会員制では、会社の株主となるとともに、クラブの会員になって施設を利用することになる。もっとも、会員を株主にはするが、企業の経営権には影響がないように、たとえば劣後株とされた。この場合、権利の譲渡が株式の譲渡の形で行なわれることから、株式の名義書換の拒絶などの問題が生じた。現在では、株主会員制はあまりとられていない。

ゴルフクラブでもっとも多いのは、預託会員制である。この場合、入会金は長期にわたり無利息の預託金となる。会員にはゴルフ場の経営権はなく、施設利用権のみを有する。もちろん、不動産や施設に対する会員の持分権はない。会員は預託金返還請求権という債権を有しているが、通常、この債権は無担保である。むしろ、ゴルフ場経営企業の資金調達のために敷地にはすでに抵当権が設定されているのが普通であろう。会員には、何らかの先取特権も存在しないから、経営企業の倒産の場合には事業者に対する一般債権者としての地位しか持たず、また、ゴルフ場資産が第三者に売却された場合には、当該第三者に対して会員権を主張することもできない。

最近では、共有持分制のゴルフクラブもあらわれてきたとのことであるが、一般には、勝手に会員を増やして資金集めをすることができないから経営企業として採用したがるまいであろう。かつて預託会員制ゴルフクラブの会員に対して経営企業が開発する別荘の所有権を取得させるという形式がはやったことがあったが、石油ショックにより衰退したといわれている。<sup>(2)</sup>

## 6-1-2 預託金債権の性質

預託金債権は、無利息の消費寄託による金銭債権というより、むしろ事業への出資的な性格が強い。建設予定のオフィスビルにテナントとして入居する入居予定者が、賃貸借契約の締結の際に支払うことの多い「建設協力金」に似た性質を有しているといえる。

預託金の返還据置期間の延長をクラブ理事会が決定できるかについて争われた事件で、最高裁は、「会則に定める据置期間を延長することは、会員の契約上の権利を変更することにほかならないから、会員の個別的な承諾を得ることが必要であり、個別的な承諾を得ていない会員に対しては据置期間の延長の効力を主張することはできない」、会則30条には、理事会の決議によって会則の改正ができる旨が定められているが、「会員の契約上の基本的な権利に対する重大な変更を伴う会則の改正は、既に入会した会員に対する関係においては、会則30条の予定するところではない」として認めなかつた<sup>(3)</sup>。そもそも、預託金返還債務の債務者はクラブではなく、経営企業であるはずだから、預託金について何の権利義務関係ももたないクラブの理事会でなんらかの拘束力ある決定ができないのは当然であろう。

日本の会員制ゴルフクラブはクラブとしての体裁をとっているが、クラブとしての団体法理よりも、むしろ会員と経営企業との契約関係が前面に出ている。クラブの意思決定によって会員の基本的権利も変更できるようにするためには、クラブがたとえば民法上の組合のような出資主体としての地位をもてるようにする必要があろう。

## 6-2 共有制リゾート施設

### 6-2-1 共有会員制のシステム

リゾートブームによって、リゾート会員権の販売が盛んである。リゾート会員権には、大きく分けて、預託会員制と共有制がある。預託会員制は、前述の大多数のゴルフクラブの会員権と同じ法的性質のものであるが、財産的価値という点では、会員権市場がほとんど存在しないに等しいために換金性がない。

また事業者倒産の場合には、大金を預託している会員も単なる1債権者にすぎず、その地位はきわめて不安定である<sup>(4)</sup>。他方、共有制は、少なくとも不動産の共有持分を自己名義で所有できるのであるから、事業者の倒産に際しても投資資金は保全され、また不動産の値上がり益も享受できるので、預託会員制に比べて会員には有利であるように見える。しかし、この利点も、会員権の流通市場があり現実に処分可能である場合にはじめて実現するものである点に注意が必要であろう。

ここでは、たまたま筆者の手元にあるパンフレット類から共有制リゾート施設のシステムを検討する。

(1) A社の例

鳥羽にある敷地16,033㎡、17階建て延床面積19,320.84㎡、総室数200からなるリゾートホテルである。このうち、150室について1室を14人が共有する形で、2,100口が分譲される。募集価格は、部屋の広さによって540万円から1,690万円まで段階がある。募集価格540万円のケースでは、登録料180万円、保証金130万円、不動産代金230万という内訳になっている。分譲後、各オーナーは、敷地および建物の共有部分については専有床面積の割合により共有し、建物の専有部分については14分の1を共有する。オーナーは年間26日の利用が保証され、毎月必ず利用できるようにあらかじめ「タイムシェア・カレンダー」が設定されている。オーナーは自分の専有日を他の会員の専有日と交換することにより、自分のカレンダー日以外でも利用が可能になる。同様の交換システムを採用する施設が世界51カ国に1,595あり、リゾートライフがワールドワイドに広がるとうたわれている。

(2) B社の例

山城温泉にある敷地面積805.33㎡、6階建て延床面積3,628.77㎡のホテルである。建物の3階から6階までの1,595.22㎡を465人で共有する。総部屋数は31であるから平均15人につき1室の割合になるが、特定の部屋の共有ではなく、対象となった部屋全部を465分の1の持分で共有する形になっている。敷地については、1万分の15の敷地権と記載されているだけで、敷地権の意味が所有

## 不動産の証券化についての民法学からの検討

権なのか、賃借権あるいは地上権という敷地利用権のことなのかは明らかでない。1口あたり代金は380万円で、そのうち不動産売買代金が260万円、入会金が70万円、施設利用料保証金が50万円の内訳となっている。年間45泊分の宿泊利用権が与えられ、この権利は所有者の友人など所有者以外の者が行使することもできる。売買契約締結後、施設の利用規定および管理規約を承認しなければならない。さらに「施設相互利用契約」を締結すればB社が運営する同じシステムの31の他の宿泊施設を、割当の年45泊の範囲内であればオーナー料金で使用することができる。

### (3) C社の例

これは、リゾートホテルではなく、出張者を対象とした東京のビジネスホテルである。敷地面積1,915.80㎡、15階建て延床面積1,3791.18㎡で総戸数476戸のうち172戸が区分所有されており、4階から12階までの304戸が共同所有の対象とされている。この共同所有部分が総口数1,560口に小口化され、購入者は共同所有部分について1,560分の1の持分と土地については2,460分の1の持分を取得する。

### 6-2-2 所有権の構造

以上の3つの簡単な実例からも見られるように、共有制リゾート施設の持分権分譲には、区分所有された各室ごとの共有持分権が分譲される場合と複数の部屋をまとめて一つの不動産としてその共有持分権が分譲される場合とがある。区分所有法1条によれば、「1棟の建物に構造上区分された数個の部分で独立して住居、店舗、事務所又は倉庫その他建物としての用途に供することができるものがあるときは、その各部分は、……それぞれ所有権の目的とすることができる」とされ、区分所有権自体の共有が可能である。前述の例では、B社のケースでは複数の部屋が区分所有化されずに、全体として一戸の不動産として共有される形になっているが、A社のケースでは区分所有不動産の共有持分化という二重の小口化がなされている。

区分所有権の共有の場合、事業者によっては、タイムシェア形式がとられる

ケースもある。これは、アメリカで普及している方式であると宣伝されており、時間によって区切られた分割所有形態（1年間の特定の期間が指定される）という意味であろうか。しかし、わが国では、このような時間的分割所有権は法的に認められない。かといって、一定期間ごとに所有権が移転するという趣旨でもなさそうである。もし、タイムシェア期間中は、単独の排他的所有権を有しているということになると、その権利者の債権者による差押の対象となってしまう、他の権利者を害することになる。したがって、タイムシェアとは、通常の共有者間における共有物の使用方法の特約と見るのが妥当であろう（民法249条）。

タイムシェアには、同一の販売業者が販売、管理している他のリゾート施設の購入者のタイムシェアの権利と交換できるとの条項があることがある。しかし、リゾートとしての条件に差がある場合は、現実に交換が実現しないことが多いとアメリカでもいわれており、他の施設利用の有利性を主として強調して勧誘することは、一種の詐欺商法というべきであろう。

### 6-2-3 共有法理の適用

共有会員制の場合、1個の不動産の共有であるので、民法249条以下の通常の共有法理で処理される。まず、使用は持分の割合に応じてなすことができる（民法249条）。共有物の管理は持分の過半数で決定して行われる（民法252条）。実際には、A社の例のように、管理を販売＝経営会社に委託することになっている。一定期間ごとに管理について報告をし、承諾を得るか、あるいは委任状を集めて共有者集会を開いたことにするのであろうか。

共有物の変更・処分は全員の同意が必要とされている（民法251条）。リゾート施設を構成する土地ないし建物に抵当権を設定するような場合、共有者全員の同意と必要な書類を集めなければならない。一人でも非協力的な会員がいると、変更や処分ができないわけで、共有制会員が多数にのぼればのぼるほど、共有物の変更・処分は困難になる。この意味で、施設全体の共有持分権が分譲される場合は、共有持分権者の数も膨大になり、持分権の登記がなされるとはいえ、区分所有権の共有の場合よりも所有権の意味は希薄化しており、販売＝

経営会社に対する債権的性質が強くなっている。

各共有者は、いつでも共有物分割請求をすることが可能であるが、5年以内であれば不分割の合意をすることができるから（民法256条）、最初の会員権販売の時に不分割特約をつけておけば、5年間は分割を阻止することができる。しかし、特約から5年が経過すると、不分割特約の効力が消滅するので、共有の原則に戻り、共有持分権者からの分割請求を阻止することはできない。この場合、分割はまず共有者間の協議で行うことになっているが（民法258条1項）、共有者である会員相互間には全く連絡がないのが通常であるから、協議は不可能であろう。現物分割も不可能である。かといって裁判所が競売を命じて価額分割にすること（同条2項）は他の共有持分権者の当該施設使用の期待利益を奪うことになる。結局、販売＝経営会社に共有物の分割請求をしている持分権者の持分を買い取ってもらうことにするしかないが、現在のところでは、このような買取保証はなされていない。実際に、持分権者が破産をした例で、破産管財人として持分権が処分できなくてこまっている例がある。

販売＝経営会社が倒産したような場合は、買取請求をする相手方が存在しなくなるから、收拾がつかなくなる。リゾート施設自体は破産財団には含まれず、無傷で残るが、共有持分権者が全員集まって、共有不動産の新たな使用、管理、処分の方針を決めることはきわめて困難であろう。なんらかの法的手当が必要と思われる。

#### 6-2-4 「合有会員制」

なお、販売業者によっては、「合有会員制」と称して、共有とは異なるかのような宣伝をしている例も見られる。すなわち、リゾートクラブがリゾート施設を所有し、会員はリゾートクラブに加入することによって施設を利用できるとされている。民法上、持分の処分権の制限された「合有」とされているのは、いろいろ議論はあるにせよ、相続財産と組合財産に限られている。とすると、この販売業者のいう合有の意味は、リゾート会員がリゾートクラブという組合に加入し、組合を通して合有しているということであろうか。この場合、組合

には法人格はないから、組合名義で不動産の所有の登記をすることはできないので、全会員の共有登記かあるいは会員の代表者による登記をすることになる。代表者名義の登記の場合は、代表者個人の債権者による差押の対象となりうるもので、好ましくない。会員の共有登記にするならば、共有会員制と変わらず、「合有」と称することによって、会員権（持分権）の譲渡や払戻しを制限する意図があるのであろうか。共有会員制でも持分の譲渡が現実には困難であるのは、すでに指摘した。

共有登記で合有を公示する場合、会員の増加・変動のつど、共有持分の変更登記をしなければならぬから現実的でない。クラブの所有と称しているだけで、所有権の登記名義は販売＝経営会社のみであるとすれば、預託会員制と同じであり、「合有」と称する分だけ詐欺ということになる。

#### 6-2-5 区分所有法理の適用

区分所有権の共有の場合は、共有一般の法理に加えて、区分所有の法理が加わる。この場合、土地は全会員の共有であり、建物が区分所有され、それぞれ特定の複数の会員によって共有される。区分所有法では、区分所有者は当然に管理組合を構成するものとされ（法3条）、集会を開いて決議を行い（法34条以下）、建物の管理や使用に関して規約を定めることができるものとされる（法30条）など、団体性を意識した規定を有している。しかし、区分所有法も、すべての区分所有権が多数の者に共有されているような形態は予定しておらず、集会の決議にあたって、区分所有権の共有者間で意見が分かれた場合の採決方法についての規定はない。それぞれの区分所有権ごとに共有者間でまず採決し、多数意見が区分所有者集会で当該区分所有権を代表して投じられることになるのであろうか。

そもそも、区分所有法が個人の所有権よりも団体法理を優先させるために特別に制定されたように、会員制共同所有法のような特別法をつくって区分所有権の共有の場合のみならず、建物全体の共有の場合も含めて対処する必要があると思われる。

## 不動産の証券化についての民法学からの検討

### 6-2-6 利用権付き収益型持分権

共有会員制リゾートクラブの場合は、勧誘の際にしばしば強調される会員権の価格上昇による将来の転売益への期待を現実には否定できないであろうが、とりあえずは自己利用目的が優先している。

ところが、最近では、前述の不動産の小口化と会員権を融合させたような事例もあらわれている。すなわち、D社の例では、沖縄に敷地7,069㎡、14階建て延床面積24,449㎡、客室数301のリゾートホテルを建設し、レストラン、プールなどを除いた客室部分を1,505口の共有持分権に小口化し、1口1,091万8千円で分譲する。持分購入者は、ホテルの年間宿泊料の40%の1,505分の1の賃貸収入を得られるほか、年間14枚の無料宿泊券を受け取ることができる。支払われる賃貸収入が年間管理費の15万円に満たない場合は、管理費は免除される。

場所が沖縄でもあり、14枚の無料宿泊券を持分購入者の希望する時期に使用できるのでなければ、現実にはまったく自己使用はなされないことになり、不動産の小口化商品の実質の方が大きい。その場合、間に信託が介在しているわけではなく、個別共有持分権者がホテル経営会社に管理を委託している形になっているので、いつまでたってもホテル施設の第三者への売却による持分権の金銭化のできない可能性が大きい。持分権市場が確立するか、あるいは販売業者による買戻（中途解約ということになる）が制度化されていない限り、購入者は、元本償還のない低利の金銭債権に投資をしたにすぎないことになる。

### 6-3 会員権業者の規制

会員制ゴルフクラブを規制するために、かつて「ゴルフ事業規制法案(要綱)」が衆議院商工委員会に付託されたが、審議未了で廃案となっている。事業内容の届出制、会員募集行為の届出制または認可制を含む会員制事業規制法案として考えてみる<sup>(5)</sup>ことの提案もなされている。その一部は、1988年の訪問販売法改正により、会員権販売行為の規制については、会員権が「指定権利」とされたことによって実現した。これにより、ゴルフクラブ会員権やリゾート会員権の

販売も、不実告知の禁止、書面交付義務やクーリングオフの権利を含む訪問販売法の適用を受けることとなった。もっとも、共有制のうち、C社の都市型ビジネスホテルの例では、訪問販売法施行令の別表に掲げられた「保養のための施設を利用する権利」にあたるかどうかの点で争いがある。

さらに、共有会員制のリゾート施設の会員権の販売は、不動産の持分の販売であるから、宅地建物取引業法の適用を受ける。したがって、販売にあたって業者は重要事項を告知しなければならず(法35条)、また事務所外での取引についてはクーリングオフも認められる(法37条の2)。1989年9月に、建設省建設経済局不動産課長から、各都道府県宅地建物取引業法所管担当部長および不動産業界8団体あてに「リゾートクラブ会員権の取引に対する指導監督について」(建設省経動発第54号)と題する通達が出され、宅地建物取引業法35条に定める取引主任者による重要事項説明義務の対象として、法定事項のほかに、①いわゆる1室あたりに換算した口数、②宿泊施設以外の付帯施設の概要、③当該施設以外に利用可能な宿泊施設の概要、④利用料金、⑤予約調整の方法、⑥会員権の買取り制度の概要、⑦会員権の譲渡についての条件、⑧利用条件の変更<sup>(6)</sup>手続についても、重要事項説明書に記載して説明するよう指導がなされている。

また、日本弁護士連合会は、1990年5月に「会員制リゾートクラブの実態と法的規制についての意見書」を公表し、「会員制リゾートクラブ業規制法」の提言を行った。そこでは、「共有会員制のリゾートクラブ業者が倒産したときは、会員の2分の1以上の賛成で、全部のリゾート施設の処分(他の会員権業者への引き継ぎも含む)の為の財産管理人を選任できるものとし、これについて、契約書に予め明記するものとする」というような重要な提言が行われている。

さらに、1990年11月28日付けで、通産省大臣官房商務流通審議官から、会員権関係諸団体あてに「会員権取引に係る訪問販売の適正化について」と題する通達が出され、訪問販売法により契約申込時および締結時に交付を義務づけられている書面に、施設利用にあたっての予約調整方法、権利の譲渡の可否、譲渡あっせん制度及び買取り制度の有無・概要、中途退会の条件等の記載が必要であり、虚偽の場合は同法5条の2の不実告知として刑罰を課されることがあ

る旨の行政指導がなされた。

- (1) 各形態について詳しくは、今中利昭『現代会員契約法』3頁以下(1988)参照。
- (2) 同書7頁。
- (3) 最判昭和61年9月11日判時1214号68頁。
- (4) 昭和40年代には預託会員制方式による別荘利用がかなり行われていたが、オイルショック以降、事業会社の倒産による会員権の無価値化などを経て、現在では共有会員制方式が主流になってきている(丸山英気「リゾート会員権の性格」同『現代不動産法論』309頁以下参照(1989))。
- (5) 藤井英男=古賀猛敏『ゴルフクラブ会員権の法律知識』35頁(1987)。
- (6) 通達の詳細については、谷川通夫「リゾートクラブ会員権取引に対する指導監督の概要」NBL436号26頁(1989)参照。

## 7 むすび

不動産には所有、利用、管理という側面がある。このうち、所有の面では、もともと所有権は観念的なものであるので、持分化や区分所有化などの証券化になじみやすかった。他方、管理は具体的なものであり、たとえ証券化されても不可欠である。最後に、利用の面では、交換価値の利用と使用価値の利用とで様相が異なる。すなわち、交換価値の利用(担保としての利用)という点では、観念的なものであるから証券化になじむが、使用価値の利用という点は具体的である。結局、証券化は主として投資として、観念的所有および観念的担保に着目して進められてきた。これらの場合、証券保有者の有する利益の法的性質は物権とはいっても、実際は債権的な色彩が強い。抵当権のような担保物権の場合はしよせん優先弁済権であるし、所有権の持分権といっても最終的には不履行の際に担保としての役割を期待されているにすぎない。このような面での証券化の進展に対しては、証券取引審議会基本問題研究会部会報告で提起されているような「幅広い有価証券概念」に基づく証券取引法の適用対象の拡大による投資家保護の強化が必要である。

これに対して、リゾートクラブ会員権では、投資目的と利用目的が混在しており、具体的不動産に着目した利用者保護の観点からの法的対応が必要である。小口化や区分所有化により関係者が多数となり、かつ各所有者が具体的管理に無関心になると、建物のスラム化という事態すらおこりかねない。これでは、不動産の小口化商品の場合も含めて、資産価値を低下させることになる。管理面抜きの所有権の小口化・区分所有権化は好ましいことではない。そこで、だれかに管理を委託することになるが、その場合、管理会社が個々の所有者から管理だけを受任する場合は、小口所有者多数のため管理や処分の方法についての意思形成が困難になる。ここでは、共有持分権・小口所有権の行使を一方でどう保障し、また阻止するかが重要な課題となる。この点で、信託を介在させる方法は、所有権の受託者としての意思決定が容易になる。

本稿のいくつかの個所で見たとおり、不動産の証券化には、信託の果たす役割が大きい。一般には、信託を不動産の証券化のための手段（導管）と見る向きが多いが、不動産の一体的管理の面での役割も強調されるべきであろう。

（付記）

本稿は、1984年度信託研究奨励金による研究成果の一部であり、また、1989年5月の信託法学会における研究報告に基づくものである。筆者の個人的事情で発表が遅れたことを、信託協会ならびに信託法学会当局におわびする。

（大阪市立大学法学部助教授）