

# 不動産取引と信託法制に関する研究会報告書

平成18年3月31日

不動産取引と信託法制に関する研究会

## 研究会の発足の背景と目的

近年、不動産の証券化が進展する中で、信託受益権の取引を通じて実質的に不動産が流通するケースが急増するなど、不動産取引（流通）の分野で信託制度の担う役割が重みを増している状況に至っている。流通課税の軽減や信託設定時のデューディリジェンスへの信頼性の観点から、顧客がこうした形態を希望する場合もあり、今後もこの傾向が継続するものと予想される。

また、マンション管理等の不動産管理の分野においても、管理業者の倒産リスクを回避しつつ、信頼関係の下で管理業者の専門的管理能力を活用したいとのニーズが高まっており、このようなニーズへの対応として、今後、信託制度が活用されることが予想される。

しかしながら、このような信託制度の活用については、不動産の流通や管理の実務に即して、法理論的に十分な検討がなされていなければ、契約の安定性や消費者保護の観点から安心して活用することができず、不動産の流通・管理ビジネスの発展のボトルネックになるおそれがある。

以上のことから、今期通常国会へ提出された信託法及び信託業法の改正並びに金融商品取引法の制定後の市場の動向を見極めつつ、不動産取引市場をめぐるこれらの環境変化に的確に対処していくことが大きな課題となる。そこで、それらの課題への対応の一環として、不動産流通・管理の分野において用いられる信託について、想定される取引形態も勘案しながら、法理論に照らしてその特質、問題点、課題等を整理・分析することにより、今後、新たな制度やビジネスモデル等を設計するうえでの理論的な基礎を固めることが喫緊の課題である。そこで、関係各界からの専門家を委員とし、これらの問題を検討することを目的に、財団法人不動産適正取引推進機構を主催者として本研究会を発足した。

## 研究会での検討経緯

平成17年5月の研究会発足以降、計10回にわたる研究会を開催した。

第1回目から第4回目までは、研究準備段階として、近時の信託業法の改正内容や、予定されている信託法改正の方向について、認識を共有するとともに、不動産証券化市場や信託受託分野、及び不動産管理面での現状把握と課題の検討を行った。

第5回目の研究会では、より広い意味での不動産取引における信託活用について課題を抽出するとともに、改正信託法を睨んだ信託活用の方向性の議論を深めていく材料として、「分譲マンションのライフステージ」を、具体的な個別テーマとして取り上げることとした。その4つのライフステージ毎に研究を進めることで、より具体的な議論を行っていくという方向性を確認した。

### 分譲マンションのライフステージ

分譲マンションの用地取得・開発段階

分譲マンションの販売・流通段階

分譲マンションの販売後の管理段階

分譲マンションの建替え段階

なお、「分譲マンションのライフステージ」を具体的テーマに掲げた理由は以下の通りである。

既存の収益不動産の証券化スキームの中で不動産管理処分信託が活用される場面は多いが、一方、開発型の不動産証券化スキームについては、大規模プロジェクトを除いて、信託の活用されている事例は比較的少ない。この原因としては、そもそも不動産開発においてはリスクが多様であることに加え、投資家からの投資という方法以外で資金を調達する必要性があり、これらの問題が、収益不動産に比べ信託を使いにくくしているのではないかと考えられる。そこで、信託スキームのより洗練された利用方法が考案され、さらには信託法の改正によって法規制が変化するのであれば、それらの問題はクリアできる可能性があると考えられるのである。そして、そのことは不動産投資市場全体の更なる活性化に資するのではないかと思われる。

また、流通段階において、不動産の所有や使用を目的とした不動産信託受益権が成立し得るとすれば、マンション管理や建替え時においても、コスト等の定量的なメリット以外に、専門家の活用を効率的・安定的に行うことができ、また、居住者間の合意形成もし易くなる等のメリットが得られる可能性がある。

そこで、第6回目から第9回目までは、上記4つのステージ毎に、信託活用にあたっての課題抽出と展開性について、それぞれの専門家より提案を受け、それに沿った議論を展開してきた。なお、これらのステージ毎に、考えられる(仮説)ビジネスモデルにはどのようなものが想定し得るのか、ビジネスモデルに求められる信託法やその解釈についてどのように整理すべきか、そして、その際の妥当な業法規制等のあり方についてはどうか、といった視点で議論を行った。

最後に、第10回目において、これまでの研究結果を踏まえた論点整理を行ったものであり、本日、その概要について研究会報告書として取りまとめた。

## 不動産投資市場と信託の新たな展開

### (1) 信託制度を活用した不動産投資市場の発展の背景

収益物件を対象とした不動産投資市場は、近年、著しい進展を見せているが、その理由としていくつかの要因を考えることができる。

第1に、投資対象となる不動産・不動産関連資産の市場における増加である。すなわち、長期的なデフレ経済からの脱却や企業収益の回復の過程において、企業は保有資産の効率化や減損会計へ対応すべく資産のオフバランス化を進めてきた。さらには、金融機関等による不良債権処理等が急速に進んだ。このことによって、不動産関連資産が流通市場に大量に放出されてきた。

第2に、そういった経済環境の中で、低金利政策の長期化を背景に、国内外の機関投資家等において、不動産への投資ニーズが急速に高まったものと評価される。

第3に、不動産特定共同事業法、SPC法等の不動産の投資運用に関する法整備、およびJ-REIT等の証券市場の整備によって、不動産の金融商品化が技術的に進展したことと、都心5区を中心にオフィス等の空室率が改善する等、不動産賃貸マーケットに対する投資家の不安感も減少してきたことがある。そこで、比較的高いイールドスプレッドが期待できる不動産証券化マーケットに、多くの機関投資家等が参画してきた。

以上のような市場の活性化の中、他方で、収益不動産の評価手法として、キャッシュフローとディスカウントレート等を基礎とするDCF法(ディスカウントキャッシュフロー法)が主流となり、かつ、現物不動産の高付加価値化ビジネス(バリューアップ事業)や、商品価値を精査するビジネス(デューディリジェンス事業)等が登場するとともに、AM(アセットマネージャー)、PM(プロパティマネージャー)等、不動産を扱う専門家の役割分化が進むことで、現物不動産又は不動産信託財産を裏付けとした不動産証券化商品が金融商品のひとつとして確立した。

このような不動産証券化市場をとりまく環境の中で、不動産投資商品としての流通性確保や取引・管理コスト面において、より負担の少ない信託の活用、すなわち金融商品としての不動産信託受益権の活用が急速に拡大してきた。

## ( 2 ) 金融商品取引法の制定に向けた動き

さて、我が国の資本市場における投資家保護制度は、投資商品のカテゴリーごとに個別業法や取引法がそれぞれカバーするという枠組みを前提としている。このような中で、不動産を原資産とする投資商品についても、商品組成の仕組みや販売される商品の法的性格に応じて極めて複雑な法規制が重疊的に適用されてきた。

例えば、証券取引所に上場されるJリート（不動産投資信託）については、当該投資証券の発行主体である投資法人に対する仕組み規制と当該法人の保有資産の運用を担う投資信託委託業者に関する業規制を投資信託法が担う一方、投資証券自体の公募の取り扱いと情報の開示については証券取引法が、また、投資法人の運用資産に組み込まれる不動産信託受益権の取引と信託の引き受けに関する業規制を信託業法が担うこととされている。

このように、個別商品に個別業規制や個別取引規制が対応する枠組みの下では、個別法規制のない隙間分野に投資商品が供給される可能性があり、商品の販売態様如何によっては、投資家保護の観点から懸念がある。加えて、商品を供給する側からみても、個別規制法体系に準拠した商品開発を強いられ、自由な商品開発が妨げられる結果、投資市場の安定的かつ健全な成長と発展が阻害されるという心配もある。

今国会に提出されている信託法・信託業法の改正案や証券取引法の改正案（金融商品取引法案）は、現行資本市場における投資商品への法規制をめぐるこのような諸課題に対応し、投資性の強い金融商品やサービスに対して業規制・行為規制の面で隙間なく同等の規制を横断的に適用しつつ、規制を付加・軽減すべきと考えられる点については思い切っで見直そうとしている点で評価できるものと考えられる。

### (3) 不動産投資市場における「信託」の役割の二面性

このような認識を前提とした上で、上記三法改正後の不動産投資市場において「信託」が果たす役割は、『金融商品』『不動産投資のビークル』という2つの面から評価することができる。

#### 『金融商品』としての信託

信託受益権を金融商品取引法の対象商品に追加

第一に金融商品として「信託」をながめた場合、今回の証券取引法改正によって、信託受益権が新たに「有価証券」とみなされ(第2条第2項)、不動産を原資産とする不動産信託受益権についても、他の投資商品と同様、その取引(売買・代理・媒介)や不動産ファンドの組成・運用行為が第二種金融商品取引業・投資運用業の対象とされたことが注目される。

具体的には、不動産以外を原資産とする信託受益権を含め、流動性の限られた金融商品の分野が幅広く第二種金融商品取引業・投資運用業の対象とされたことから、中期的には、不動産と不動産以外の資産を投資家のニーズに応じて様々なリスクリターン特性を持った商品に作り上げることが可能となった。この新たな業規制は、とりわけ「機関投資家」や「不動産投資のプロ」の投資ニーズを幅広く満たすものになり得ると考えられる。

一方で、収益物件を対象とした不動産投資市場の安定的な拡大を図るためには、金融商品たる不動産信託受益権の投資価値を投資家が正しく把握できる仕組みを市場ルールとして確立することが欠かせない。この点、不動産信託受益権の価値は、原資産たる個々の不動産自体の瑕疵の有無や日常的な運用・管理の良否に大きく左右されるが、これらの情報は各不動産ごとに個別化された情報であるため、情報入手すること自体が困難な上にその内容の正確性をどのように担保するかが難しい。投資家としても、投資判断時に想定していなかった潜在的なリスクを抱えたままで安定的に投資することはできない。

宅地建物取引業法の改正による原資産の情報の開示

このため、今回の証券取引法の改正に関連して宅地建物取引業法が改正され、不動産信託受益権や当該不動産ファンドの持分が取引される際には、原資産である不動産そのものの情報が取引関係当事者に開示されることとなる。具体的には、宅地建物取引業者たる第二種金融商品取引業者が不動産信託受益権や当該不動産ファンドの組合持分を自ら売買又は代理・媒介する際には、信託財産である不動産に関して登記された権利の種類・内容・登記名義人、更には建築基準法等の法令に基づく制限の内容などを一般の重要事項説明にならって宅地建物取引主任者から取引の相手方に対して説明するよう義務付けるというものである。この新制度は、改正後の金融商品取引法が施行される時期と同時期に施行されることとなる。

信託受益権販売業者の太宗(412業者中380業者(平成18年2月10日現在))を不動産業者が占めており、不動産投資関連商品については、不動産のプロである宅建業者を投資家が信頼しているという実態に鑑みれば、原資産に関する情報開示を促すルールが新たに設けられることは、収益物件を対象とした不動産投資市場の健全な発展という観点からみて重要であり、不動産取引のプロである宅建業者としては、むしろこの新たなルールに適応し、積極的に使いこなしていくことが求めら

れる。

なお、「原資産の重要事項説明」時に提供される情報の正確性を客観的に担保するための枠組みについて、引き続き検討することが必要であるが、その際、収益物件を対象とした不動産投資市場の担い手として金融商品取引と実物不動産取引の両分野に精通した人材を育成・確保することがまずもって重要となることはいうまでもない。

## 『不動産投資のピークル』としての信託

### ピークルとしての信託制度が持つ弾力性

実物不動産の信託を考えた場合、委託者であるオリジネーターが倒産したとしても、信託財産の受託者である信託会社による権利の行使は、基本的にオリジネーターの債権者や管財人から妨げられることはない。その点、信託制度は、不動産投資のピークルに必要な倒産隔離が確保されており、信託をピークルとしてその受益権を小口化し、プロ投資家・一般投資家向けに幅広く販売するという枠組みを容易に創出し得る。また、個別の信託設定の際に受益権の内容についても弾力的な設定が可能となる。

### 自己信託の解禁と残された課題

今般の信託法改正案では、信託宣言の方法により委託者自らが受託者となって信託を設定することが新たに認められた（信託法案第3条第3号）。

具体的に、どのような場合に自己信託が認められるかについては、なお不確定なところが残っているが、事業提携や資産流動化における活用可能性、あるいは企業等において、新規事業部門や自社独自の技術・知的財産等に自己信託を活用することによって本業との倒産隔離がなされ、新たなビジネスモデルを展開し易くするといった有用性について高い関心が寄せられている。

一方、この新たな枠組みの中では、一般の事業会社が幅広く自己信託業務に参入できること、そして、業登録を要しない自己信託については事後的行為規制を中心とする信託法の規律にゆだねられることになるので、自己信託が解禁される際には、不動産取引における取引者保護の観点からいかなる対応が求められるか等、今後の議論をふまえ引き続き検討する必要がある。

### 信託設定時における消極財産の引き受けと事業の信託

さらに、今般の信託法改正案においては、設定時から消極財産が積極財産を上回るような信託の設定や事業の信託も可能であることが明記された。例えば、ホテル運営やゴルフ場経営のような不動産事業の経営を目的とする信託も可能であり、加えて、事業に必要な資金の借入れを行うことも可能である。したがって、形態的には信託受益権の販売であっても、その収益や配当には借入金によるレバレッジ効果が潜在するようなハイリスクな商品の供給も可能となる。これらについて、網羅的に問題点や論点を整理する段階にはまだ至っていないが、今後このような形態による信託設定や事業運営が極めて安易に行われ、予期し得ないような投資家への被害が発生することを回避する必要がある。したがって、このために必要となる契約上の措置や留意点、不動産に関連する法制度上必要となる改善措置について、今後引き続き検討を継続することが求められる。

## 分譲マンションのライフステージに即した信託の活用検討

### (1) 信託受益権分譲マンションの用地取得・開発段階

デベロッパーによる典型的な事業方式である「単純売買方式」と「等価交換方式」において信託を活用するスキームについて考える。

#### 想定スキーム概要

「等価交換方式」の場合は、土地所有者が開発用地を拠出し、デベロッパーが建設資金を拠出して、双方が委託者となって信託設定を行い、その拠出割合に応じて信託受益権を取得する。「単純売買方式」の場合には、土地所有者が信託設定直後にデベロッパーに信託受益権を譲渡する。そして、建物が確定した段階で、当該受益権の内容変更（「信託の変更」）を行うことにより、マンションの土地建物に対する信託受益権を小口化し販売（各住戸に関する利用権と信託終了時における各住戸の区分所有権の受領権）する。

また、細切れ土地の再開発の場合にも、土地所有者に徐々に信託を設定してもらい、開発区域全員の同意が取れた段階で、設定されたいくつかの信託について「信託の併合」を行うことにより、等価交換方式と同様のスキームを採用することができる。

#### 想定スキームの主な課題等

区分所有権の代替商品としての不動産信託受益権の流通市場が整備されることが商品化に向けた大前提となるが、現時点においては、不動産証券化商品（不動産信託受益権）は特定の精通した投資家間によって流通しているのみであり、広く一般に認知されるまでには相応の時間を要する。従って、流通市場の整備が大きな課題となる。

受益権の内容としての「利用権」の法的性質については、わが国では議論が乏しく検討が必要である。利用権の範囲やその対象となる住戸を賃貸借する場合の取扱い等についても、改めて議論が必要である。

不動産分譲を前提とした各種の法規制（宅建業法、マンション管理適正化法等）や住宅関連税制（住宅ローン控除等）が、不動産信託受益権の形で販売されることにより適用除外となる可能性があるが、そうすると、消費者保護や消費者が得られるメリットに差異が生じ法制面での整合性に問題が生じる。

信託を使う最大のメリット、すなわち、地権者の死亡やデベロッパーの倒産を想定した場合に開発期間中の権利を安定化させる、という意味で非常に効果があるため、細切れ土地等の再開発における権利を束ねる方法として信託は有力と考えられる。諸条件が整備され、信託内借入（限定責任信託）が可能となれば、流動化取引がシンプルに行えることとなりコスト低減にメリットがある。例えば、タイムシェア型の施設やリゾートマンションを開発・運営のケースにおいて活用の可能性がある。

## (2) 信託受益権分譲マンションの販売・流通段階

デベロッパーが、いったん信託受益権の形で販売し、販売後、受益者に受益内容として区分所有権を移転することも考えられるが、ここでは、各受益者がある程度の長期間にわたり信託受益権のままが保有し続けることが予定されるスキームについて考える。

なお、自己居住用の分譲マンション（受益権の主な内容が「住戸の自己利用」）と、投資用の分譲マンション（受益権の主な内容が「賃貸収益の受領」）、それぞれのケースにおいて生ずる課題等について整理する。

### 自己居住用分譲マンションの販売・流通について

#### 分譲時の不動産信託受益権販売の主な課題等

##### 関係当事者

デベロッパーが信託受益権の譲渡者（当初受益者兼委託者）となることが販売のための大前提となるが、信託銀行（信託会社）が受託者となるケース以外にもマンション管理業者自身が信託会社となることが考えられる。

なお、このときは、維持・管理上でのメリットがある（その他の論点 参照）。

##### 信託受益権の権利内容

###### a) 自己居住の権利

対象住戸部分に居住する基本的な権利（「利用権」）。

###### b) 信託契約終了後に、共有持分又は個別区分所有権を受領する権利

###### c) 自己の専有部分を修繕、リフォーム、改造等する権利

信託契約等において受託者の権限範囲を明確にルール付けする必要がある。

###### d) 自己の専有部分を第三者に賃貸する権利

受託者が貸主となる場合、受託者が賃貸借契約の事務負担を負うこととなり現実的ではないが、受益者が貸主となる場合には借地借家法が適用されるか等が問題となる。

###### e) 信託受益権の放棄、分割請求権

権利付与を避ける場合には信託契約に盛り込む必要がある。

###### f) その他改正信託法上の受益者の権利

受益者の権利はかなり広範囲に及んでいる（裁判所に対する請求権、信託に関する情報入手権、信託違反行為の是正権等）ため、販売の前提としてそれらの権利関係を明確に整理しておく必要がある。

###### g) 管理費・修繕積立金の支払い義務など

これらの金銭債務を受益者の債務として規定することが可能かどうか問題になる。

##### 信託受益権の権利形態

###### a) 準共有又は受益権分割方式（建物全体を一つの信託の信託財産とする方式）

建物及びその敷地全体を信託財産とした一の受益権について、受益者たる各居住者が準共有する。又は、一の受益権を一定の権利割合に応じて分割することで、各居住者が個々に受益権を保有する。

###### b) 個別区分所有権方式（各区分所有権毎に個別に信託を設定する方式）

信託会社は、個別の契約毎に各受益者に対し個別の管理責任を負うこと

になるが、必ずしも多数決ルール（受益者集会等はない）は必要ない。  
信託受益権の販売

区分所有権（宅建業法）と信託受益権（信託業法）での販売時の規制や取扱いに差異が生ずるため、それらの内容を整理する必要がある。なお、具体例として、青田売り規制、瑕疵担保責任、住宅ローンの担保、住宅ローンの税額控除、固定資産税の支払い義務者等がある。

#### 分譲後の不動産信託受益権流通の主な課題等

##### 信託受益権の譲渡性

確定日付のある証書による受託者への通知又は受託者の承諾が要件となる。

##### 実物不動産と不動産信託受益権の売買媒介業務の対比

以下の業務フロー毎に、各適用法令及び商慣習上、必要有るものは、必要無いものは×として表現した。

- a) 勧誘方針の策定・公表（実物×、信託 ）
- b) 売却依頼の受付、物件調査（実物 、信託 ）
- c) 価格査定（実物 、信託 ）
- d) 書面による売却媒介契約の締結（実物 、信託×）
- e) 指定流通機構への登録（実物 、信託×）
- f) 広告の実施（実物 、信託 ）
- g) 購入依頼者との書面による媒介契約の締結（実物 、信託×）
- h) 物件紹介（実物 、信託 ）
- i) 現地案内（実物 、信託 ）
- j) 資金計画（実物 、信託 ）
- k) 条件交渉、条件の一致（実物 、信託 ）
- l) 売買契約書の案文作成（売主：実物 、信託 / 買主：実物 、信託×）
- m) 重要事項説明書の作成、説明の実施（売主：実物 、信託 / 買主：実物 、信託×）
- n) 売買契約の締結、書面交付（売主：実物 、信託 / 買主：実物 、信託×）
- o) 決済、引渡し（売主：実物 、信託 / 買主：実物 、信託×）

##### その他の論点

不動産流通税の軽減メリットよりも、マイホームを取得する場合の税制上の優遇策のメリットが享受できない点が問題となり、税法上の要件を整理する必要がある。

信頼性の高い信託会社が不動産の管理にあたることによってスムーズな管理が行われ、物件価値の維持向上に資すると考えられる。

信託受益権売買を行う際に、原資産となる不動産に対して通常の不動産取引における瑕疵担保規定を盛り込む場合、受益権が予定した内容を有しないことと、不動産が予定した性質を持っていなかったということに同様の解釈が成り立つことから、その場合には、信託受益権を売却する者が瑕疵担保責任を負うという形で規定しても良い。

## 投資用分譲マンションの販売・流通について

### 分譲時の不動産信託受益権販売の主な課題等

#### 関係当事者

デベロッパーが信託受益権の譲渡者（当初受益者兼委託者）となることを前提として、信託銀行（信託会社）が受託者となるケース以外にも、いわゆる投資用マンション分譲業者やPM会社自身が信託会社となることが考えられる。

#### 信託受益権の権利内容

- a) 信託財産からの収益を受領する権利  
信託契約等において受託者の権限範囲を明確にルール付けする必要がある。なお、準共有方式を採用する場合、収益受領権の対象となる住戸を、特定する場合と特定しない場合とがあり得る。
- b) 信託契約終了後に、共有持分又は個別区分所有権を受領する権利
- c) 信託受益権の放棄、分割請求権  
権利付与を避ける場合には信託契約に盛り込む必要がある。
- d) その他改正信託法上の受益者の権利  
受益者の権利はかなり広範囲に及んでいる（裁判所に対する請求権、信託に関する情報入手権、信託違反行為の是正権等）ため、販売の前提としてそれらの権利関係を明確に整理しておく必要がある。
- e) 管理費・修繕積立金の支払い義務など  
これらの金銭債務を受益者の債務として規定することが可能かどうか問題になる。

#### 信託受益権の権利形態

- a) 準共有又は受益権分割方式（建物全体が一つの信託の信託財産となる）  
改正信託法による多数決ルールが適用されるが、分譲マンションの相互管理・利用に適合するかの検証は必要ない。
- b) 個別区分所有権方式（各区分所有権毎に個別に信託を設定する）  
信託会社は、個別の契約毎に各受益者に対し個別の管理責任を負うことになるが、必ずしも多数決ルール（受益者集会等はない）は必要ない。この場合、建物管理の観点から受託者1者を想定する必要がある。

#### 信託受益権の販売

区分所有権（宅建業法）と信託受益権（信託業法）での販売時の規制や取扱いに差異が生ずるため、それらの内容を整理する必要がある。なお、具体例として、青田売り規制、瑕疵担保責任、ローンの担保、固定資産税の支払い義務者等がある。

### 分譲後の不動産信託受益権流通の主な課題等

自己居住用分譲マンションと同様。

### その他の論点

自己居住用分譲マンションと同様。

### (3) 信託受益権分譲マンションの管理

自己居住用の分譲マンション（受益権の主な内容が「住戸の自己利用」）と、投資用の分譲マンション（受益権の主な内容が「賃貸収益の受領」）それぞれのケースにおいて生ずる課題等について、信託受益権の権利形態別に整理する。

また、狭義の信託活用案として、管理組合が有する資金に対し信託設定するスキーム（信託口座資金管理スキーム）について後述する。

#### 自己居住用分譲マンションの管理について

準共有又は受益権分割方式（建物全体を一つの信託の信託財産とする方式）

権利内容・関係当事者

信託の基本的な内容は、建物（対象住戸と共用部分）及びその敷地の利用権、信託契約終了後の建物及びその敷地の共有持分又は個別区分所有権の受領権。

信託受託者となる信託銀行（信託会社）が、マンション管理業者等に対し建物の共用部分等について管理委託するケース以外に、マンション管理業者自らが信託受託者となり土地・建物全体を管理することが考えられる。

管理運営計画等

土地・建物全体の管理運営計画と収支計画（通常、管理組合が担っているマンション全体の管理と同一）案については、受託者又は受託者から委託を受けたマンション管理業者等が作成し、受益者集会で決議（制定・変更）する。

管理費・修繕積立金の支払い義務など

各受益者は、信託報酬、土地・建物の維持管理に要する費用（管理費、修繕積立金）に加えて、土地・建物全体に賦課される固定資産税・都市計画税を一定の割合により、信託受託者に支払う。

受益権者の意思決定等

改正信託法による多数決ルールが適用される。一方、受益者集会での多数決による意思決定は信託行為の定めがある場合に限られること、役員制度がない等、相互管理や団体性の観点は想定していない。

その他の主要論点

- a) 当初受益者たるデベロッパー側から提示された土地・建物全体の管理運営契約と収支計画の案の成立要件として、受益権購入者全員の承諾が必要となるか。
- b) 瑕疵担保に係る請求権は、原則的には信託受託者に帰属するものと考えられる。
- c) 各受益者が対象住戸（マンションの専有部分に該当する部分）をリフォームしたい、対象住戸を第三者に賃貸したいといった受益者のニーズが想定される。また、信託契約更新に際しての意思決定方法等、あらかじめ規定しておくべきルール（受益者の裁量によるか、信託受託者の同意が必要か、受益者の多数決となるか等）については、必要に応じて信託契約に盛り込んでおく必要がある。なお、リフォーム部分の所有権を、受益者に移転しておく方式も考えられる。
- d) 受益者が管理費等の負担をするといった契約を結ぶのは自由であるが、一部の受益者が、建物維持管理に要する費用等を滞納した場合等に発生する債権債務関係の考え方として、信託とは別個の債権契約関係として構成

する方法と、信託受益権の利用権の内容として組み込んでおく方法が考えられる。なお、各種の金銭債務（管理費、修繕積立金、公租公課等）を受託者の債務として信託契約に規定することが可能かどうか問題となる。

- e) 管理・利用等の秩序維持のためのルールに関して、各受益者が自らの意見を反映できる仕組みを望む場合には、信託行為における受益者集会の制度のみでは不十分であることから、きめ細やかな規定の措置並びに受託者の権限の範囲を販売段階で明確に示す必要がある。

## 個別区分所有権方式（各区分所有権毎に個別に信託を設定する方式）

### 権利内容・関係当事者

各区分所有者は、その財産（区分所有権・敷地利用権）について個別に信託設定することで信託委託者兼受益者となる。なお、管理運営上の便宜を図るため、全員が一の信託会社（マンション管理業者等）と信託契約を締結することが必要となる。

信託受益権の基本的な内容は、信託財産（区分所有権・敷地利用権）の利用権、信託契約終了後の区分所有権・敷地利用権の受領権。

信託受託者となる信託銀行（信託会社）が、マンション管理業者に対しマンションの共用部分について管理委託するケース以外に、マンション管理業者自らが信託受託者となりマンション全体を管理することが考えられる。

### 管理運営計画等

各受益者は、受託者又は受託者から委託を受けたマンション管理業者等からあらかじめ提示されたマンション（専有部分を除く）の管理運営計画・収支計画を承諾し、マンション管理業者はこれに基づいて全体の管理を行う。

### 管理費・修繕積立金の支払い義務など

各受益者は、信託報酬、マンションの維持管理に要する費用（管理費、修繕積立金）に加えて、マンション全体に賦課される固定資産税・都市計画税を一定の割合により、信託受託者に支払う。

### 受益権者の意思決定等

信託会社は、個別の契約毎に各受益者に対し個別の管理責任を負うことになるが、必ずしも多数決ルール（受益者集会等はない）は必要ない。この場合、建物管理の観点から受託者1者を想定する必要がある。

### その他の主要論点

- a) 全専有部分が信託財産となるが、一の事業者が信託受託すると区分所有関係は解消されているという解釈もできるが、信託財産の集合体であるマンションに、区分所有法、マンション管理適正化法が適用されるかどうか問題となる。
- b) マンション全体の維持管理に関するルールの制定・変更、および管理運営計画・収支計画の決定は、受託者であるマンション管理業者の裁量だけで可能か。また、受益者全員の同意が不可欠となるか。
- c) 土地の工作物等の責任（民法第717条）の帰属先は信託受託者に帰属するものと考えられる。
- d) 受益者が専有部分内をリフォームしたい、専有部分を第三者に賃貸したいといった受益者のニーズが想定される。また、個別の信託契約更新に際しての他受益者との調整方法等、あらかじめ規定しておくべきルール（受益者の裁量によるか、信託受託者の同意が必要か、全受益者の同意が前提

となるか等)については、必要に応じて信託契約に盛り込んでおく必要がある。なお、内装部分は信託せずに所有権を残すというスキームもあり得ると考えられる。

- e) 受益者が負担するマンションの維持管理に要する費用等は不可分債権か。なお、各種の金銭債務(管理費、修繕積立金、公租公課等)を受益者の債務として信託契約に規定することが可能かどうか問題となる。
- f) 受益者のうち1者でも信託契約を更新せず、他の受託者と信託契約する、あるいは信託契約終了し現物交付を受ける場合には、全受託者との信託関係が解消され当該スキームが機能しないことが最大のネックとなる。

## 投資用分譲マンションの管理について

準共有又は受益権分割方式(建物全体を一つの信託の信託財産とする方式)

権利内容・関係当事者

信託の基本的な内容は、土地・建物の賃貸収益から得られる収益受領権(個別住戸毎に受益者特定する方式もあり)、信託契約終了後の建物及びその敷地の共有持分又は個別区分所有権の受領権。

信託受託者となる信託銀行(信託会社)が、マンション管理業者に対し建物の共用部分等についての管理業務、投資用マンション分譲業者あるいはPM会社に対し賃貸管理業務をそれぞれ管理委託するケース以外に、各専門業者自身が信託会社となって土地・建物全体を直接管理することが考えられる。

管理運営計画等

自己居住用分譲マンションと同様。

管理費・修繕積立金の支払い義務など

原則、自己居住用分譲マンションと同様だが、受益権の内容として各種費用と賃貸収益との差額を配当とする清算方式を採用することが考えられる。

受益権者の意思決定等

自己居住用分譲マンションと同様。

その他の主要論点(投資用分譲マンション固有のもの)

収益受領権として、個別住戸毎に受益者を特定する方式を採用する場合、各受益者が対象住戸(マンションの専有部分に該当する部分)をリフォームしたい、対象住戸に自己居住したいといった受益者のニーズを満たす必要がある場合には、必要に応じて信託契約に盛り込んでおく必要がある。

個別区分所有権方式(各区分所有権毎に個別に信託を設定する方式)

権利内容・関係当事者

各区分所有者は、その財産(区分所有権・敷地利用権)について個別に信託設定することで信託委託者兼受益者となる。なお、管理運営上の便宜を図るため、全員が一の信託会社(マンション管理業者、投資用マンション分譲業者、PM会社等)と信託契約を締結することが必要となる。

信託受益権の基本的な内容は、信託財産(区分所有権・敷地利用権)から生じる収益受領権、信託契約終了後の区分所有権・敷地利用権の受領権。

信託受託者となる信託銀行(信託会社)が、マンション管理業者に対し建物の共用部分等についての管理業務、投資用マンション分譲業者あるいはPM会社に対し賃貸管理業務をそれぞれ管理委託するケース以外に、各専門業者自身が

信託会社となってマンション全体を直接管理することが考えられる。

管理運営計画等

自己居住用分譲マンションと同様。

管理費・修繕積立金の支払い義務など

原則、自己居住用分譲マンションと同様だが、受益権の内容として各種費用と賃貸収益との差額を配当とする清算方式を採用することが考えられる。

受益権者の意思決定等

自己居住用分譲マンションと同様。

その他の主要論点（投資用分譲マンションの固有のもの）

受益者が専有部分内をリフォームしたい、専有部分に自己居住したいといった受益者のニーズを満たす必要がある場合には、必要に応じて信託契約に盛り込んでおく必要がある。

## 狭義の信託活用案について

信託口座資金管理スキーム（管理組合が有する資金を信託するスキーム）

想定スキーム概要

管理組合資金管理のための「収納口座」に信託を活用（以下、「信託口座」）することを前提に、信託口座及び電子取引を併用したスキームを採用することによって、管理業者の経営破綻による資金毀損や管理組合役員の横領・使い込みによる資金毀損を回避する。

信託口座の委託者兼指図権者は管理組合であるが、とりまとめはマンション管理業者が行ったほうが手続き上スムーズにいく。受益者は管理組合となる。

日常の資金決済（マンション管理業者と管理組合による双方認証）は、マンション管理業者及び管理組合がそれぞれ金融機関からID・パスワードの交付を受け、これを使用して管理にあたる。

想定スキームの主な課題等

マンション管理組合のほとんどが法人化されていないため、信託口座を開設するにあたり契約上の安定性に欠けること及び事務コストの観点から、一のマンション管理業者名義の預貯金を信託財産とした信託契約を締結することが想定される。なお、支払指図をマンション管理業者に一任することも考えられるが、マンション管理業者と管理組合代表者との相互チェックが必要な場合には、併用する電子取引において相互チェック機能を具備しておくことが必要となる。

一方、マンション管理適正化法の分別管理規定には「預貯金」で資金管理することが規定されているが、預貯金を信託した場合に、管理組合の財産は「預貯金」から「信託受益権」に変わることとなり、これが適正化法の解釈上適法と認められるかどうかの問題となる。

#### (4) 信託受益権分譲マンションの建替え

##### 想定スキーム概要とねらい

##### 建替え組合と等価交換を活用するスキーム

区分所有者が多数であり全員の建替え合意が困難である場合(事業期間中に建替え参加者につき相続等の事態が発生する可能性がある場合を含む)あるいは、容積緩和等により保留床が確保できる場合等において、想定されるスキームであり、建替え参加者全員が信託手法活用に合意すること、十分な保留床の確保が必要となることが前提条件となる。

なお、本スキームは、建替えの既存手法である「等価交換方式」の類似形であり、信託受益者=建替え合意者、委託者兼受益者=事業者、受託者=建替え組合法人、といった構成に基づいて事業を行い、最終的には、保留床を含めて新区分所有者に分譲することとなる。

円滑化法に信託手法を導入し、ノウハウのある事業者を参画させることにより、より安定した事業化が図れることがメリットとなる。

建替え決議には合意するが、信託行為には合意しない参加者(信託非合意者)を包含するスキーム

建替え合意者のうち、信託手法の活用に合意しない者が存在する場合、あるいは、信託を活用することにより従後資産を一体的に管理運用(賃貸・処分)したい地権者(空屋オーナー、賃貸床オーナー等)が存在する場合等において、想定されるスキームであり、建替え組合法人には信託非合意者を包含することが前提条件となる。

なお、本スキームは、まず、信託合意者が、それらの者の出資による法人を設立し、その法人が受託者となり、信託合意者が委託者となって、信託合意者が所有していた土地建物につき信託を設定する。この信託合意者出資法人が、信託非合意者とともに、土地建物の所有者として建替え組合法人のメンバーとなる。デベロッパーは組合参加するものの、事業の主体は建替え組合法人(信託非合意者を包含する)である。

建替え工事は、建替え組合法人により発注され、建物の引渡しを受けることとなる。

円滑化法に信託手法を導入することで、その後の管理の円滑化というメリットを享受させ、建替えに消極的な地権者に対し事業への参加を促すことが可能となる。

##### 任意の建替えに信託手法を活用するスキーム

区分所有者が少数であり全員の建替え合意が容易である場合、あるいは、保留床が確保できずに等価交換方式は利用できないが、短期間で事業を終了させた場合等において、想定されるスキームであり、建替え参加者全員が信託手法活用に合意することが前提条件となる。

なお、本スキームの特徴は、地権者とデベロッパーが出資し設立する地権者法人が事業主体かつ受託者となることにある。

この場合、委託者兼受益者=建替え参加者、受託者=地権者法人、といった構成に基づいて地権者法人が直接工事発注し、建物の引渡しを受けることとなる。

任意の建替えに信託手法を導入することで、信託財産の保全により事業の安定化に資するとともに、法的手続きに関わる制約がないため事業期間の短縮化を図ることができる。

## スキーム活用促進に向けて

一般に、建替え事業の主な課題として、参加者の合意形成および資金調達（既存担保権の抹消を含む）が挙げられるが、信託活用スキームを促進するためには、資金調達面における公的支援措置等の一層の充実が必要となる。

具体的には、信託財産を担保とした資金調達と公的支援措置の活用、金融機関の融資窓口の拡大、高齢者・低資力者の資金調達や転出費用にかかる公的支援措置等が想定され、例えばリバースモーゲージ（住宅担保年金）を組み合わせることができれば建替えがスムーズとなる可能性がある。

また、建替え事業には高いノウハウが求められるため、事業の専門家（再開発プランナー・コーディネーター、建設・建築コンサルタント、マンション管理士、区分所有管理士、デベロッパー等）や信託の専門家を派遣する仕組みづくりが求められる。加えて、民間事業者の参入を促す環境づくりが必要となる。

## 総 括

### ( 1 ) 信託の新たな展開と課題

今後、信託法及び信託業法の改正案、金融商品取引法の制定案が施行されると、金融取引や不動産投資商品の分野に限らず、企業活動における新規事業や業務提携等の新たな分野においても、信託制度を活用した新たな展開が期待される。

現在、集合債権や不動産を証券化する際に信託制度が活用されている。具体的には、金融資産や収益不動産を信託し、その信託財産から得られる果実を享受する権利としての信託受益権を金融商品化するために信託の仕組みが活用されてきたといえる。

信託法改正後は、自己信託や限定責任信託等の新たな信託制度が認められることによって、ビークルの役割を兼ねた信託の登場等、様々な展開が予想される。また、改正案では、受益者保護を目的とした事後的行為規制を中心とした一定の歯止めが規定されている一方で、信託行為そのものに過剰な規制は課されていないため、フレキシビリティのある信託行為が行えることとなり、今後一層、信託を活用したビジネスフィールドは拡大するものと考えられる。

とりわけ、不動産取引の分野における信託の有用性は高い。例えば、主に投資目的で分譲されているワンルームマンションやリゾートマンションについては、賃貸収益あるいはキャピタルゲインの享受を目的とする場合が多いため、消費者が真に求める目的、建物の維持・管理ルール、管理責任と権限等を信託行為で明らかにし、その権利保有形態として信託受益権を活用することに合理性がある。

また、本研究会の議論の中心となった「自己居住用の分譲マンション」における信託活用については、『住戸を利用する権利としての信託受益権』が受益権の一つのバリエーションとして成り立つのではないかと考える。これは「コモンロー上の権利のすべての形態に対応するエクイティ上の権利がつけられる」という英米法の信託本来の考え方に合致するものであり、これを信託法改正案であえて否定するものではないと考える。

一方、信託受益権（住戸利用権と信託終了時における区分所有権等の受領権）が、区分所有権という現行税制上の優遇も備えた法的に確立した権利の代替えとして理解され、かつ、区分所有権と差別化された利点が見いだせるかという問題がある。すなわち、消費者ニーズを引き出せる商品と成り得るかという課題がある。

しかしながら、冒頭で述べた通り、信託行為のフレキシビリティを利用して受益権の内容にいかにか消費者ニーズを盛り込むことができるかというビジネス戦略上の課題である。その一つのヒントとして、マンションの維持・管理そして建替えに纏わる管理組合運営上の課題がある。

居住者高齢化や賃貸化が進んだマンション等、自律的な運営が難しい状況にある管理組合の場合には、信頼できる専門業者に管理組合の持つ一定の権限と責任を委譲した上で管理運営等全般を委託したいというニーズがあるが、現行の区分所有法やマンション管理適正化法は管理組合の自律的な運営を前提に成り立っているため、管理組合そのものが形骸化し適切な維持・管理あるいは建替え合意が進まないケースもある。そういったケースにおいて信託機能を用いることが一つの解決策になるのではないかと考える。

上記の例は、居住用分譲マンションに信託を活用する一例として挙げたものだが、信託受益権の内容には様々なバリエーションを持たせることが可能であり、視点を変えることで様々な消費者ニーズに対応できるようになるのではないかと期待している。

最後に、法律等による規制は当然のこととして、委託者や受託者そして受益権販売業者等の不動産信託に関わるプレーヤーが、それぞれに課された責任及び市場原理に基づいて、見識と自己規律をもって市場が拡大してきたと言える。今後、信託のフレキシビリティがビジネスチャンスに繋がっていくことは大いに歓迎すべきことであるが、ビジネス拡大の前提として信託受益権流通市場等の環境整備は非常に重要な問題である。

したがって、信託市場参加者によるコンプライアンスや自己規律の遵守がより強く求められると考える。

## (2) ビジネスモデル考察～信託を活用した居住用マンション～

現在、共同住宅の主な形態として、賃貸マンション（居住者の権利は賃借権）と分譲マンション（購入者の権利は区分所有権）、定期借地権付分譲マンション（購入者の権利は建物の区分所有権と土地の定期借地権）がある。すなわち、共同住宅に居住するための権利は、一般的には所有権か賃借権かのいずれかとなる。

そして、所有権と賃借権についてリスクと居住者のニーズ、この2つの観点からは次の通り分類できる。

- ・ 所有権は資産性を有するため、流通市場を背景に資産価値変動リスクを伴うとともに、資産(経年)劣化による資産価値下落リスクが内在している。一方、賃借権の場合は資産性のリスクはないが賃貸借契約に基づく居住期間のリスクがある。
- ・ 居住(内装部分に対する居住者裁量有り)及び資産形成を目的とする場合には所有権、居住(内装部分に対する居住者の裁量無し)のみを目的とする場合には賃借権。

したがって、共同住宅に居住しようとする消費者は、これらのリスクとニーズに応じて、そして管理面、建替え時等の将来的なメリット・デメリットを良く比較検討した上で、賃貸マンションに入居するのか、分譲マンションを購入するかを選択することとなる。

ここで、分譲マンションを購入できる程度の資産背景や信用力のある消費者が、マンションの一室を長期間専有しかつ自由にリフォームもしたい、資産保有することによるリスクを極力回避したい、そして、建物管理や建替え時における管理組合員としての責務(煩わしさ)を負いたくない。といったニーズを持っていたときに、賃貸、分譲のどちらを選択するだろうか。こういった長期的な空間利用を目的としたニーズが仮に存在した場合、現状であれば、定期借地権付分譲マンションを選択するかもしれないが、こういった個々のニーズの多様化は進んでいくと思われる。

このニーズに対応したマンションの信託活用例を以下に示す。

### 土地建物を信託財産とした、利用権を内容とする信託受益権の一例

地主が信託委託者となり当該土地(更地)上にマンションを建築し土地建物全体を信託会社に信託する。そして、当該信託受益権を、専有部分を利用・リフォームする権利と敷地利用権(信託契約期間 年)。 年後の信託契約終了時、当該土地建物を受領する権利。この2種類の内容に分割して を消費者に販売、 を地主に譲渡することで、長期的な空間利用ニーズのある消費者にとっては、通常に分譲マンションを購入するコストよりも安価で満たすことが出来る。かつ、地主にとっては、初期コストを早期に回収出来るとともに、信託終了後には土地建物(経年劣化後)を受領でき長期運用(建物受領が果実)に資する。

そして、次の例の通り、いくつかの付随的な効果もある。 信託財産の管理責任が明

確となり、かつ信託終了時の現物受領者（兼委託者）のチェック機能が働くことで適切な建物維持・管理がなされるインセンティブが働く。管理組合運営は不要であり、受益権者としての管理面での権限を信託契約で措置することによってフレキシブルな対応が可能となる。天災等によって建替えする場合を除き、老朽化に伴う建替え時の追加負担を想定しない範囲で信託契約期間を定めることも可能となる。

上記の事例は、消費者のニーズに柔軟に対応していくために信託の持つフレキシビリティを活用できないかといった視点で、あくまで理論上検討しうるスキームとして挙げたものであり、実際のビジネスとして成立するかどうかが大前提であり、そのためには、信託受益権の流通市場の整備や消費者の商品知識や安心感の醸成といったソフト面でのインフラ整備も必要となろう。

## ヒアリング資料

- 第1回研究会資料・・・検討テーマと論点（たたき台）  
（不動産取引と信託法制に関する研究会事務局）
- 第2回研究会資料・・・不動産証券化における不動産管理処分信託の活用について  
（興和不動産㈱ 不動産ファンド準備室長 田辺信之氏）
- 第3回研究会資料・・・ 信託業法改正に伴う不動産信託の実務上の問題点について  
（住友信託銀行㈱ 不動産業務部長 千田正氏）  
マンション管理業の実態と信託制度の活用可能性について  
（(社)高層住宅管理業協会 副理事長 黒住昌昭氏）
- 第6回研究会資料・・・信託利用の分譲マンションの想定スキームと分譲用地取得  
開発段階における問題点  
（(社)不動産協会）
- 第7回研究会資料・・・信託受益権分譲マンションの販売・流通段階における問題点  
（(社)不動産流通経営協会）
- 第8回研究会資料・・・マンション管理における信託制度の活用について  
（(社)高層住宅管理業協会）
- 第9回研究会資料・・・分譲マンション建替えにおける信託の活用  
（㈱住信基礎研究所）

## 不動産取引と信託法制に関する研究会委員

座長	道垣内 弘人	東京大学大学院法学政治学研究科	教授
	山野目 章夫	早稲田大学大学院法務研究科	教授
	田村 幸太郎	牛島総合法律事務所	弁護士
	熊谷 則一	濱田法律事務所	弁護士
	石橋 博	株式会社住信基礎研究所	取締役
	黒住 昌昭	社団法人高層住宅管理業協会 [大京管理株式会社 取締役会長]	副理事長
	平川 勇夫	財団法人土地総合研究所	専務理事
	巻島 一郎	社団法人不動産証券化協会	専務理事
	松脇 達朗	国土交通省総合政策局不動産課	課長
	桑田 俊一	国土交通省総合政策局不動産課 (平成17年7月まで)	前課長
	吉永 昌幸	財団法人不動産適正取引推進機構	専務理事

## 不動産取引と信託法制に関する研究会事務局

国土交通省総合政策局不動産課  
財団法人不動産適正取引推進機構