



2025 年 9 月 11 日 森本紀行はこう見る

不動産投資法人とスポンサーの一体化は利益相反なのか

不動産投資法人と、そのスポンサーを一体とみなせば、スポンサーの株式は成長という属性をもち、投資法人の投資口は、安定配当という属性をもつ種類株式になります。

投資とは、事業性所得、即ち、事業活動が創造する現金を得ることです。株式への投資が成立するのは、発行体企業が事業活動によって現金を創造するからで、株式とは、企業が創造した現金を配分するときの経路の一つの名称なのです。企業が現金を配分するのは、事業活動に必要な資金を外部から調達しているからです。株式は資金調達的手段として発行されるもので、企業は、資金提供の対価として、株式という調達手段の特性に応じた方法で、そこに現金を配分するわけです。

企業の資金調達手段には、株式のほかにも多様なものがあり得るのであって、企業は、調達手段の相違に応じて、それぞれに固有の異なる方法で、資金提供の対価としての現金を配分するのです。逆に、投資の側からいえば、株式や社債などの投資対象の性格を規定するのは、企業が創造する現金への参画方法の相違だということです。

では、どうして不動産が投資対象になるのでしょうか。

不動産投資とは、不動産を取得し、それを賃貸に供して、賃料という現金を創造することです。賃料は、資産性所得、即ち、不動産という資産が発生させる現金ですから、不動産投資とは、不動産の賃貸契約が創造する資産性所得を得ることになります。しかし、賃料の源泉は、賃借している企業が事業活動によって創造する事業性所得なのです。

つまり、不動産投資とは、企業が創造する現金について、賃貸契約を経由して、賃料という形態において、配分を受ける仕組みなのです。故に、厳密に言えば、不動産投資における投資対象は、不動産そのものではなくて、不動産の賃貸契約なのです。表現を変えていえば、不動産投資とは、賃貸契約によって、事業性所得を資産性所得に変換する仕組みといえます。

投資対象とは、企業の資金調達手段だったのではないのでしょうか。

理論的には、不動産を取得して利用するのに要する費用は、同じ物件を賃借するのに

要する費用と一致します。現実には、両者は一致しないでしょうが、理論的に一致するとは、期待値においては、不動産取得のための資金調達に要する費用、および維持管理に要する費用の合計は、賃料に一致するということです。つまり、例えば、物価の上昇に伴って、金利が上昇すれば、資金調達費用も、賃料も上昇するように、経済の動態は、一定の秩序連関を保って、推移すると期待されるわけです。

企業にとって、不動産を賃借すれば、不動産を取得するための資金調達が不要になります。つまり、不動産の賃借契約は、消極的な意味における企業の資金調達手段なのです。別の表現をすれば、不動産の所有者は、賃借する企業に替わって、資金調達をして、不動産を取得しているのです。故に、賃料は、資金調達の対価として、企業が配分する現金としての意味をもつわけです。

不動産投資は、不動産事業への投資とは異なるのでしょうか。

不動産事業とは、調達資金を用いて、不動産の新規物件を開発し、あるいは既存の物件を取得後に改修して、付加価値を創出し、それらの物件を売却して、付加価値を現金化することです。不動産投資は、資産性所得、即ち、開発済みの物件が創造する現金への参画ですが、不動産事業への投資、具体的には、不動産事業を営む企業の発行する株式への投資は、事業性所得、即ち、現金を生み得る物件の創出と、その売却から生じる現金への参画になります。

故に、不動産投資と不動産事業への投資とは、本質的に異なるのです。不動産には価値が内包されていて、時間の経過とともに、その価値が賃料として実現していくわけですが、不動産投資は、それを受動的に享受するのに対して、不動産事業への投資においては、能動的に価値を創造して、それを不動産に内包させることで、売却益を得ているのです。

不動産事業を営む企業は、開発済みの物件を継続保有することも多いようですが。

不動産事業を営む企業は、少なくとも上場企業である限りは、原則として、開発済みの物件の継続保有、即ち、不動産投資をすべきではないと考えられます。なぜなら、第一に、上場企業の責務は、常に新たな価値を創造し続けることによって、絶えず成長することなのであって、不動産事業を営む企業は、開発、もしくは改修による新規の価値創造に特化

すべきだと考えられるからです。

また、第二に、東京証券取引所には、不動産投資のために、J-REIT、即ち、不動産投資法人が上場されていて、そこでは税制の特例が認められているからです。つまり、不動産投資法人の場合、配当可能利益の90%を超えて配当する等の要件を充足すれば、支払配当の損金算入が認められて、事実上、法人税が課されないのので、投資家に有利になるのです。故に、投資家の真の利益を考えると、不動産事業を営む企業は、原則として、開発済みの物件を不動産投資法人に売却すべきなのです。

売却先は、傘下の運用会社が運用する不動産投資法人になるのでしょうか。

不動産事業を行う大手の上場企業の多くは、傘下の運用会社を通じて、不動産投資法人の運用を行っていて、そうした不動産投資法人にとって、スポンサーとして機能しています。スポンサーとは、要は、優良物件の供給元ということです。しかし、この構図については、不動産投資法人の発足当初から、利益相反の可能性が指摘されてきました。

なぜなら、どの物件を不動産投資法人に売却するかは、スポンサー企業の経営判断に任されるので、選り好みができ得るからです。しかし、原則として、全ての物件が不動産投資法人に売却されるのならば、選り好みは起き得ず、利益相反の疑いは一掃されるわけです。故に、不動産事業を行う企業は、傘下に不動産投資法人の運用会社をもつときは、開発物件の継続保有、即ち、自分自身の不動産投資をすべきではないのです。

不動産事業を行う企業にとって、不動産投資法人の運用会社を傘下にもつことは、資金調達手段になるわけですか。

不動産投資法人の立場からすれば、スポンサー企業は物件の供給元であり、スポンサー企業の立場からすれば、不動産投資法人への物件の売却は、次の開発のための重要な資金調達になるわけです。つまり、スポンサー企業にとって、不動産投資法人は、資金調達の手段なのです。

しかし、こうしたスポンサー企業と不動産投資法人の一体化は、外貌上は、利益相反そのもののものですから、それが許容されるためには、厳格な要件が充足されなければなりません。その要件の第一は、既に述べたように、スポンサー企業は、原則として、開発の終わった物件を継続保有せずに、不動産投資法人に売却することであり、第二は、上場企業としてのスポンサー企業の高度な内部統制です。

不動産投資法人の投資口は、事実上、スポンサー企業の種類株式になるわけですか。

不動産の開発事業は、価値を新規に創造する事業、即ち、成長する事業であるのに対して、事業としての不動産投資、即ち、不動産の保有事業は、創造された価値を賃料として取り崩していく事業、即ち、成長しない事業なのであって、その性格は正反対です。この正反対のものの併営は、古い考え方からすれば、美しい均衡の実現ですが、新しい見方からすれば、成長事業の価値を非成長事業が棄損することです。

しかし、成長しない事業にも価値があります。価値があるからこそ、不動産投資が成立するのです。投資家の求めるものは多様であって、事業の成長による株価の上昇を期待する投資家もいれば、安定的な利息配当金を求める投資家もいます。東京証券取引所の責務は、多様な投資家の需要に対して、多様な投資対象を提供することですから、不動産投資法人が上場されているのです。

不動産事業を営む上場企業は、開発に特化することで、成長に対する株主の期待に応え、不動産投資法人に物件を売却することで、安定配当に対する投資口の保有者の期待に応えることができます。スポンサー企業と不動産投資法人とを一体とみなせば、スポンサー企業の株式は、成長という属性をもち、不動産投資法人の投資口は、安定配当という属性をもつ種類株式になるわけです。