

ARES CERTIFIED MASTER

不動産証券化協会 認定マスター

Course 1 オリジナル過去問解説

Original Past Exam Analysis / Course 1

2019年度 午後

FISCAL YEAR 2019 / PM SESSION
PRESENTED BY

カブア・イエイツ

目次

104上 不動産証券化の法務

問題 1	不動産証券化のヴィークル	4
問題 2	倒産隔離	9
問題 3	不動産賃貸借	14
問題 4	不動産の信託	18
問題 5	特定目的会社の法制度	23
問題 6	投資法人の資産運用行為	27
問題 7	投資法人の法制度	30
問題 8	不動産特定共同事業法	34
問題 9	資産流動化法、不動産特定共同事業法、金融商品取引法	38
問題 10	不動産特定共同事業法と金融商品取引法	42
問題 11	金融商品取引法	47
問題 12	投資家保護	52
問題 13	投資勧誘の原則	57
問題 14	遵守すべき法令等	62
問題 15	金融商品取引業	66
問題 16	投資勧誘規制	70
問題 17	情報提供に係る規制	74
問題 18	インサイダー取引規制	78
問題 19	J-REITの運営に関する留意事項-コンプライアンス	82

104下 不動産証券化の会計・税務

問題 20	不動産の譲渡に関する会計基準	87
問題 21	収益認識に関する会計基準	94
問題 22	不動産流動化実務指針	100
問題 23	SPCの連結	106
問題 24	開示対象特別目的会社	112

問題 25	リース会計	116
問題 26	固定資産の減損	122
問題 27	その他の会計基準	128
問題 28	課税主体となるヴィークルの判定	134
問題 29	匿名組合に関する税務上の取扱い	140
問題 30	信託の税務	146
問題 31	特定目的会社の導管性要件	152
問題 32	特定目的会社の税務	158
問題 33	投資法人の導管性要件	164
問題 34	流通税の軽減制度	169
問題 35	消費税に関する知識	175

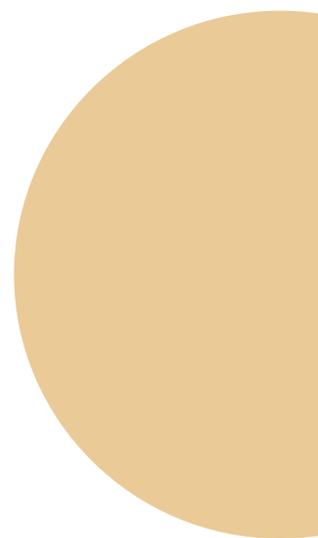
105 不動産ファイナンスの基礎

問題 36	期待効用と確実性等価	182
問題 37	正規分布	186
問題 38	期待リターンとリスク	190
問題 39	ポートフォリオ理論の基礎	194
問題 40	資本資産評価モデル (CAPM)	198
問題 41	パフォーマンス評価	202
問題 42	債券価格と利回り	206
問題 43	デューレーション	210
問題 44	先物取引と先渡し契約	214
問題 45	オプション取引	218
問題 46	法人税と倒産コストが存在する場合のMM理論 (トレードオフ理論)	222
問題 47	投資インデックス	227
問題 48	CAPMを用いたリスクフリーレート、期待リターン、及びベータの計	231
問題 49	定率成長配当割引モデルの計算	235
問題 50	エクイティ投資の実行にあたっての考え方	239

104上

SUBJECT 104上

不動産証券化の法務



問題 1: 不動産証券化のヴィークル

各証券化ヴィークル（投資法人・TMK・不特法・GK-TK）の法的要件と資産運用主体の規制

本問題の論点

不動産証券化において利用される主要なヴィークル（投資法人、特定目的会社、不動産特定共同事業、合同会社）について、それぞれの法的根拠、資産保有の仕組み、運用主体の要件、および金商法等の業法規制の違いを正確に理解しているかを問う問題です。

実務において最適なスキームを選択するためには、各ヴィークルのメリット・デメリットだけでなく、許認可要件や法的制約を正確に把握しておく必要があります。特に「誰が資産を保有し、誰が運用判断を行うか」「どのような登録・許可が必要か」は頻出論点です。

重要用語の定義

投資法人

- ・ **定義:** 投資信託及び投資法人に関する法律（投信法）に基づき設立される、資産運用を主たる目的とする社団法人。J-REITの形態。
- ・ **試験のポイント:** 資産運用の実質的な判断は、外部の「資産運用会社」に委託しなければなりません（外部運用義務）。資産運用会社には高度な要件（投資運用業登録、宅建業免許、一任認可）が求められます。

特定目的会社 (TMK)

- ・ **定義:** 資産の流動化に関する法律（資産流動化法）に基づき設立される、資産流動化計画（ALP）に従って資産の流動化業務を行う社団法人。
- ・ **試験のポイント:** 資産の管理・処分は、特定資産管理処分受託者（信託会社や宅建業者）に委託するか、信託受託者に信託する必要がありますが、実質的な投資判断（運用指図）は取締役やアセットマネジャー（AM）が行う構造となります。

特例事業者 (不特法)

- ・ **定義:** 不動産特定共同事業法（不特法）の改正により導入された、倒産隔離型のスキームにおける資産保有主体（SPC）。

- ・**試験のポイント:** 自らは不動産特定共同事業の許可を取得する必要はなく、届出のみで足りませんが、不動産取引業務を許可業者（第三号事業者）に委託する必要があります。

関連法令

投資信託及び投資法人に関する法律 第198条、第199条、第223条の3

投資法人は資産運用業務を「資産運用会社」に委託しなければならない。資産運用会社は「金融商品取引業者（投資運用業）」であり、不動産を扱う場合は「宅地建物取引業免許」および「取引一任代理等の認可」が必要。

本問題への適用: 選択肢1の誤りの根拠（二種業ではなく投資運用業が必要）。

不動産特定共同事業法 第2条第8項、第40条の2

特例事業（倒産隔離型）において、特例事業者は許可不要（届出制）。ただし、不動産取引業務を第三号事業者（許可業者）に委託しなければならない。

本問題への適用: 選択肢3（保有主体は許可業者でなければならない）の誤りの根拠、選択肢4の正しい根拠。

関連情報のマトリックス

制度比較：主要ヴィークルの資産保有と運用の法的枠組み比較

ヴィークル	根拠法	資産保有主体	運用・管理の主体（要件）	主な特徴
投資法人 (J-REIT)	投信法	投資法人	資産運用会社（委託必須） ・金商法：投資運用業 ・宅建業法：宅建業免許＋一任認可	外部運用型。 導管性要件あり。 上場が可能。
特定目的会社 (TMK)	資産流動化法	TMK	TMK（取締役） ※管理処分は信託会社/ 宅建業者へ委託 ※実質判断はAMが行うことが多い	資産流動化計画（ALP）に基づく業務。 信託受益権だけでなく 現物不動産 も保有可能。

ヴィークル	根拠法	資産保有主体	運用・管理の主体（要件）	主な特徴
GK-TKスキーム	会社法 商法	合同会社 (GK) (営業者)	合同会社（職務執行者） ※実質判断はAM（投資 助言/運用業者）	不動産信託受益権が主対象。 現物は不特法回避のため原則 扱わない。
不特法 特例事業	不特法	特例事業者 (SPC)	第三号事業者（委託必須） ・不特法許可業者（宅建 業免許含む）	倒産隔離型。 現物不動産をSPCで保有し証 券化可能。

解答と論理

正解: 4

選択肢4は不特法上の特例事業（倒産隔離型）の正確な記述です。選択肢1はAMに「二種業」を求めている点が誤り（正しくは投資運用業）。選択肢2は受託者が「投資判断」を行うとする点が誤り。選択肢3は特例事業者を無視して「必ず許可業者」としている点が誤りです。

選択肢ごとの詳細解説

選択肢 1：投資法人の資産運用会社に求められる法的要件

誤り

結論: 資産運用会社に必要なのは「第二種金融商品取引業」ではなく、「投資運用業」の登録です。

解説: 投資法人の資産運用会社は、投資法人の資産を運用する権限を持つため、金商法上の「投資運用業」の登録が必要です。また、不動産を運用対象とする場合、宅建業法上の「宅建業免許」および「取引一任代理等の認可」も必要です。「第二種金融商品取引業」は、信託受益権やファンド持分の「販売（募集の取扱い等）」を行うための登録であり、運用のための登録ではありません。

具体例: 証券会社が投資口の販売を行う場合は「第一種金融商品取引業」が必要ですが、AMが運用を行う場合は「投資運用業」が必要です。

実務上の留意点: AMが自ら私募の取扱い（投資口の販売勧誘）を行う場合には別途「第二種（投資口は一項有価証券なので正しくは第一種）」等の登録が必要になる可能性があります。

すが、本問は「資産運用会社」としての要件を問うているため、必須要件としては投資運用業が正解です。

学習のポイント: 「金商法上の登録が必要」という点だけで思考停止せず、どの種別（一種、二種、助言、運用）が必要かを正確に区別する必要があります。

選択肢 2：特定目的会社（TMK）における投資判断の主体

誤り

結論: 特定資産管理処分受託者（信託会社等）は「管理・処分」を行う主体であり、「投資判断」を行う主体ではありません。

解説: 資産流動化法上、TMKは特定資産の管理・処分を信託会社や宅建業者（特定資産管理処分受託者）に委託しなければなりません。これは実務的な管理業務の委託を指します。資産の取得や売却といった「投資判断」は、法的にはTMKの取締役（および社員総会）の権限であり、実務上はアセットマネジャー（AM）の助言や指図に基づいて行われます。受託者が自らの裁量で投資判断を行うわけではありません。

実務上の留意点: 信託銀行などの受託者は、あくまで委託者（TMK）の指図に従って事務を遂行する立場（パッシブな受託者）であることが一般的です。

学習のポイント: 「管理処分を委託する」＝「判断も丸投げする」と誤解しがちですが、意思決定の主体と事務執行の主体は区別されます。

選択肢 3：不動産特定共同事業における資産保有主体の許可要件

誤り

結論: 倒産隔離型の「特例事業」においては、資産保有主体（特例事業者）は許可を受ける必要はなく、届出で足りる。

解説: 2013年の不特法改正により導入された「特例事業」では、SPC（特例事業者）が対象不動産を保有し、投資家と不特契約を締結することが可能になりました。この特例事業者は、不動産取引業務を許可業者（第三号事業者）に委託することを条件に、自らは許可不要（届出制）とされています。したがって、「必ず許可を受けた事業者でなければならない」という記述は誤りです。

具体例: GKなどのSPCが特例事業者として届出を行い、大手不動産会社（許可業者）に業務委託をして、現物不動産のアパート経営を行うスキームが可能です。

実務上の留意点: この改正により、現物不動産を用いた倒産隔離スキーム（GK-TKの不特法版）が実務的に利用しやすくなりました。

学習のポイント: 「不動産特定共同事業＝許可が必要」という原則論に引きずられ、例外（特例事業の届出制）を忘れないようにしましょう。

選択肢 4：不特法上の特例事業（倒産隔離型スキーム）の仕組み

正しい

結論： この記述は正しいです。不特法の特例事業を利用すれば、現物不動産を対象とした倒産隔離型スキーム（GK-TK類似）が可能です。

解説： 通常のGK-TKスキームでは、GKが現物不動産を保有して投資家から資金を集めると不特法の許可が必要になる（事実上困難）ため、不動産信託受益権化して不特法の適用を回避します。しかし、不特法の「特例事業」の要件（SPCが特例事業者となり、許可業者に業務委託するなど）を満たせば、SPCが現物不動産を保有したまま、投資家（匿名組合員）から資金調達し、利益分配を行うことが可能です。

実務上の留意点： 信託コストを削減したい場合や、信託になじまない物件（更地開発など）を証券化する場合に、この不特法特例事業スキームが検討されます。

学習のポイント： 「GK-TK＝信託受益権」という固定観念が強いと、現物不動産でもGK-TK（的なスキーム）が可能である点を見落としがちです。

周辺知識・学習のヒント

実務上の留意点：GK-TKスキームと不特法の棲み分け

実務上、GK-TKスキームで「不動産信託受益権」を用いる最大の理由は、現物不動産を扱うと不特法（原則許可制）の網にかかるためです。しかし、不特法改正により「特例事業」などの柔軟なスキームが可能となり、小規模不動産特定共同事業の創設やクラウドファンディング対応など、現物不動産を対象とした証券化・小口化の選択肢も広がっています。試験では「なぜ信託受益権にするのか（不特法回避）」と「現物でやるならどうするか（不特法特例事業）」の対比が頻出です。