

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

2021年度 午後

FISCAL YEAR 2021 / 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	媒体の比較	4
問題 2	倒産隔離の考え方	12
問題 3	売買と賃貸借契約の関係	19
問題 4	信託の設定とその効果	26
問題 5	投資法人の仕組み	32
問題 6	上場リートと私募リート	39
問題 7	特定目的会社の制度	46
問題 8	不動産証券化法制の歴史等	53
問題 9	不動産特定共同事業と投資家保護	59
問題 10	宅建業と第二種金融商品取引業	66
問題 11	契約締結前交付書面	72
問題 12	投資家保護法	78
問題 13	投資家保護法の適用	84
問題 14	金融商品取引業	91
問題 15	金融商品仲介業及び外務員	97
問題 16	信託業	103
問題 17	犯罪収益移転防止	109
問題 18	情報管理と守秘義務	115
問題 19	J-REITの組成	121

104下 不動産証券化の会計・税務

問題 20	不動産流動化実務指針	128
問題 21	連結会計	135
問題 22	開示対象特別目的会社	141
問題 23	リース会計	146
問題 24	減損会計	152

問題 25	有価証券の評価	159
問題 26	資産除去債務	164
問題 27	不動産に関する会計基準	170
問題 28	投資法人の導管性要件	176
問題 29	特定目的会社の導管性要件	183
問題 30	特定目的会社の税務	189
問題 31	信託の税務	195
問題 32	消費税の取扱い	201
問題 33	匿名組合の税務	208
問題 34	ヴィークルの法人税課税	215
問題 35	流通税に関する税務	220

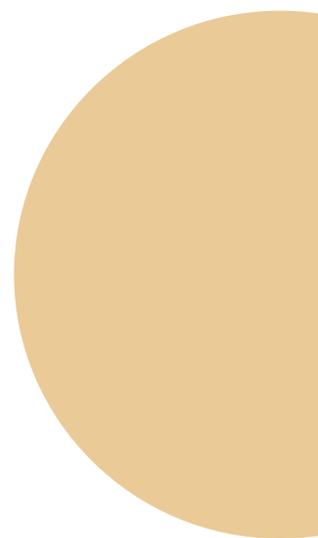
105 不動産ファイナンスの基礎

問題 36	期待効用と確実性等価	227
問題 37	正規分布	232
問題 38	現代ポートフォリオ理論 (1)	238
問題 39	現代ポートフォリオ理論 (2)	244
問題 40	資本資産評価モデル (CAPM)	250
問題 41	パフォーマンス評価	255
問題 42	債券	261
問題 43	デューレーション	267
問題 44	先物取引と先渡し契約	272
問題 45	オプション取引	277
問題 46	企業信用リスクの評価	282
問題 47	株価インデックス及び不動産投資インデックス	288
問題 48	個別銘柄リスクと市場リスク	294
問題 49	定率成長配当割引モデルの計算	300
問題 50	J-REITのNAV倍率	304

104上

SUBJECT 104上

不動産証券化の法務



問題 1: 媒体の比較

不動産証券化に用いられる主要な媒体（ビークル）である合同会社（GK）、特定目的会社（TMK）、投資法人の法的特徴と、関連法規（不特法、宅建業法）との関係性の理解度

本問題の論点

この問題は、不動産証券化で利用される代表的なビークル（GK、TMK、投資法人）の法的な違いを横断的に理解しているかを問うています。特に、**機関設計の柔軟性、投資判断の主体、他業法の適用関係（不特法、宅建業法）**といった、各ビークルの根幹をなす制度設計の違いが論点です。単一のビークルだけでなく、それぞれの長所・短所を比較しながら体系的に整理することが合格への鍵となります。

不動産証券化のストラクチャーを設計する上で、どのビークルを選択するかは最初の重要な意思決定です。試験では、各ビークルの法的制約や特徴を比較する問題が頻出します。特に、GK-TKスキームがなぜ不特法の適用を回避できるのか、TMKや投資法人がなぜ宅建業法の適用を受ける（あるいは受けない）のかといった、法律間の関係性を問う問題は応用力が試されるため、深く理解しておく必要があります。

重要用語の定義

合同会社 (GK)

- ・ **定義:** 会社法に基づく持分会社の一種。出資者である社員全員が、その出資額を限度として責任を負う有限責任社員で構成される法人です。
- ・ **試験のポイント:** 私募ファンド（特にGK-TKスキーム）で多用されます。その理由は、**設立・運営コストが低いこと、機関設計がシンプルであること、決算公告義務がないこと、会社更生法の適用対象外であること**など、SPCとしての使い勝手が良いためです。試験では、株式会社(KK)や特定目的会社(TMK)との違いが問われます。

特定目的会社 (TMK)

- ・ **定義:** 資産流動化法に基づき、資産の流動化（証券化）のみを目的として設立される株式会社です。業務範囲は資産流動化計画（ALP）によって厳格に定められています。
- ・ **試験のポイント:** TMKは法律で証券化のために設計されたビークルであり、**税務上の導管性要件や登録免許税等の軽減措置**といったメリットがあります。一方で、業務開始届出やALP

の変更手続きなど、行政への手続きが厳格です。試験では、その資金調達方法の限定性（特定社債、特定借入れ等）や機関設計（特定社員と優先出資社員）の特徴が問われます。

投資法人 (J-REIT)

- ・ **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、資産を主として特定資産への投資として運用することを目的として設立される社団法人です。
- ・ **試験のポイント:** J-REITのビークルとして利用されます。最大の特徴は、**資産の運用を外部の資産運用会社に必ず委託しなければならない「外部運用型」**である点です。投資法人の役員会は直接的な投資判断を行わず、資産運用会社の業務執行を監督する役割を担います。この点がTMKとの大きな違いであり、試験でも頻出の論点です。

不動産特定共同事業法 (不特法)

- ・ **定義:** 複数の投資家から出資等を募り、不動産取引を行い、その収益を分配する事業（不動産特定共同事業）を規制する法律です。投資家保護を目的としています。
- ・ **試験のポイント:** GK-TKスキームが不動産現物ではなく**不動産信託受益権**を対象とするのは、この不特法の適用を回避するためです。しかし、法改正により、一定の要件（倒産隔離、第三号事業者への業務委託等）を満たす「特例事業」として、不動産現物を対象とするGK-TKスキームも可能になりました。この適用関係の変遷は重要です。

関連法令

会社法 第590条, 第591条

合同会社の業務執行について定めています。原則として全社員が業務を執行しますが、定款で特定の社員を業務執行社員と定めることができます。法人が社員の場合、その職務を行う「職務執行者」を選任します。

本問題への適用: 選択肢イの「職務執行者」に関する論点に関連します。

資産流動化法 第204条

業務開始届出を行った特定目的会社には、宅地建物取引業法を適用しないとする規定です。

本問題への適用: 選択肢二のTMKにおける宅建業法の適用除外の根拠となります。

投信法 第198条

投資法人は資産の運用に係る業務を資産運用会社に委託しなければならないと定めています。これにより、J-REITが「外部運用型」であることが法的に義務付けられています。

本問題への適用: 選択肢口の投資法人の投資判断の主体に関する論点の根拠となります。

不動産特定共同事業法 第2条第8項

「特例事業」の定義を定めています。特例事業者（SPC等）が不動産取引業務を第三号事業者に委託するスキームを規定しており、倒産隔離型の事業を可能にしています。

本問題への適用: 選択肢ハの倒産隔離型GK-TKスキームの法的根拠となります。

関連情報のマトリックス

制度比較：主要ビークルの法的特徴比較

項目	合同会社 (GK)	特定目的会社 (TMK)	投資法人 (J-REIT)
根拠法	会社法	資産流動化法	投信法
機関設計	柔軟（原則として社員＝業務執行者）	厳格（取締役、監査役、社員総会が必須）	厳格（執行役員、監督役員、役員会、投資主総会が必須）
投資判断の主体	業務執行社員（実質的にAM会社）	取締役（社員総会の決議に付託可能）	資産運用会社（外部委託が必須）
決算公告義務	なし	あり（会社法準用）	あり（投信法）
宅建業法適用	個別に判断	適用除外（資産流動化法第204条）	みなし宅建業者（宅建業法第77条の2）
不特法適用	現物不動産を対象とすると原則適用あり（特例事業を除く）	現物不動産を対象としても適用なし	現物不動産を対象としても適用なし

要件・効果整理：不動産特定共同事業法（不特法）の適用関係整理

スキーム	対象資産	不特法の適用	備考
GK-TKスキーム (伝統的)	不動産信託受益権	適用なし	事業者が行うのは「有価証券投資」であり、「不動産取引」ではないため。
GK-TKスキーム (現物出資)	不動産現物	原則適用あり	不動産取引を行い、収益を分配するため第一号事業に該当する。
不特法上の特例事業 (倒産隔離型)	不動産現物	適用あり (特例として)	GKを特例事業者とし、第三号事業者に業務を委託することで、倒産隔離されたGK-TK型の現物不動産事業が可能。

解答と論理

正解: 2

各選択肢の正誤を判断します。

イ：誤り。 合同会社に決算公告義務はありません。また、職務執行者の選任は「法人が社員の場合」に限定されます。

ロ：正しい。 TMKは定款で投資判断を社員総会に付託できますが、投資法人は外部の資産運用会社への運用委託が必須であり、役員会が直接の投資判断を行う制度設計とはなっていません。

ハ：正しい。 伝統的なGK-TKは不特法回避のため信託受益権を対象としますが、2013年不特法改正で導入された「特例事業」の枠組みを使えば、不動産現物を対象とする倒産隔離型GK-TKスキームを組成できます。

ニ：誤り。 投資法人がみなし宅建業者となる点は正しいですが、TMKが不動産現物の売買を反復継続することが「禁止されている」わけではありません。追加取得には一定の制約（密接関連性）がありますが、全面的に禁止されているわけではありません。

したがって、正しい記述はロとハの2つです。

選択肢ごとの詳細解説

選択肢 イ：合同会社（GK）の法的な機関設計と義務（決算公告、役員選任）に関する正確な理解を問う問題です。

誤り

結論： この選択肢は**誤り**です。

解説： 合同会社（GK）は、株式会社（KK）と比較して、より簡素で柔軟な組織運営が可能です。重要なポイントは2つあります。

1. **決算公告義務の不存在：** 株式会社には決算公告義務がありますが、合同会社にはこの義務がありません。これはSPCの運営コストを低減させる大きなメリットの一つです。
2. **職務執行者の選任要件：** 職務執行者の選任は、「社員が法人である場合」に、その法人の職務を代行する自然人として選任が義務付けられるものです（会社法第591条第3項）。社員がすべて個人の場合は選任不要です。したがって、「必ず1名は選任しなければならない」という記述は不正確です。

具体例： 私募の不動産ファンドでGKをSPCとして設立する際、出資者（社員）がA法人と個人Bの2名だったとします。この場合、A法人は職務執行者としてC氏を選任・登記する必要がありますが、個人Bにはその必要はありません。

実務上の留意点： GKが私募ファンドのピークルとして好まれるのは、この「スリム」な組織運営が可能だからです。決算公告が不要な点は、非公開案件としての機密性維持にも繋がります。監査役の設置も任意であり、会社法上の大会社規制（負債総額200億円以上等）も受けないため、大規模な証券化案件でも機動的に活用できます。

学習のポイント： 「会社」という言葉から、株式会社のルール（決算公告義務など）を無意識に合同会社にも当てはめてしまうことがよくある誤りです。会社法上の「持分会社」である合同会社は、株式会社とは根本的に異なるルールで規律されている点を明確に区別しましょう。

選択肢 口：特定目的会社（TMK）と投資法人の投資判断プロセスにおける機関（社員総会、役員会）の権限の違いを問う問題です。

正しい

結論： この選択肢は**正しい**です。

解説： TMKと投資法人は、投資判断の主体において決定的な違いがあります。

- ・ **TMK：** 資産流動化法上、業務執行は取締役が行いますが、不動産の売却等の重要な投資判断について、定款で**社員総会（特に優先出資社員の議決権）の決議事項と定めることが可**

能です。これにより、エクイティ投資家の意思を直接反映させるガバナンス設計ができません。

・投資法人：投信法上、資産の運用に係る業務は必ず外部の資産運用会社に委託しなければなりません（投信法第198条第1項）。投資法人の役員会は、資産運用会社の業務執行を監督する立場にあり、自らが個別の投資判断を行う機関ではありません。したがって、役員会に投資判断を「委任」するような制度設計は、投信法の外部運用型の趣旨に反するためできません。

具体例：TMKスキームでは、「本物件の売却には、優先出資社員総会の特別決議を要する」といった条項を定款に盛り込むことができます。一方、J-REITでは、資産運用会社が投資委員会で物件売却を決定し、それを投資法人の役員会に報告・（利益相反取引等の場合に）承認を求める、というプロセスになります。

実務上の留意点：この違いは、投資家のガバナンスへの関与度に直結します。TMKは、特定の投資家（優先出資社員）がディールコントロールをしたい場合に適した仕組みと言えます。一方、J-REITは、独立した専門家である資産運用会社に運用を託すことで、多数の一般投資家からの資金調達を可能にする仕組みです。

学習のポイント：どちらも証券化ビークルであるため、機関設計が似ていると誤解しがちです。特に「役員会」という名称から、株式会社の取締役会のように万能の意思決定機関だと考えてしまうと間違いやすいです。投資法人の「外部運用型」という本質をしっかりと押さえることが重要です。

選択肢 八：GK-TKスキームと不動産特定共同事業法（不特法）の適用関係、特に法改正による「特例事業」の理解を問う問題です。

正しい

結論：この選択肢は正しいです。

解説：本選択肢は2つの論点を含みます。

1. **伝統的なGK-TKと不特法：**GK-TKスキームが対象資産を不動産信託受益権とするのは、不特法の適用を回避するためです。不特法は「不動産取引」から生じる収益の分配を規制しますが、信託受益権の売買は金商法上の「有価証券取引」であり、不特法上の「不動産取引」には該当しません。これは歴史的に重要なポイントです。

2. **不特法上の倒産隔離型スキーム（特例事業）：**2013年の不特法改正により、「特例事業」という制度が創設されました。これは、**SPC（合同会社など）を「特例事業者」として不動産現物を保有させ、実際の不動産取引業務を許可業者（第三号事業者）に全て委託**することを条件に、倒産隔離されたスキームを組むことを認めるものです。これにより、不動産現物を対象としながら、GK-TKの枠組み（GKが資産保有、投資家がTK出資）を利用することが可能になりました。

具体例: 地方の空き家再生プロジェクトで、現物不動産を対象にクラウドファンディングで資金を集めたい場合、合同会社を設立して特例事業者として届出を行い、地元の不特法第三号事業者に管理運営を委託する、といったスキームが考えられます。

実務上の留意点: 特例事業の創設により、不動産現物を扱う証券化の選択肢が広がりました。信託設定コストをかけずに小規模な案件を組成したり、不動産を保有したい投資家のニーズに応えたりすることが可能になり、特に地方創生やクラウドファンディングの分野で活用が進んでいます。

学習のポイント: 「GK-TKスキーム=信託受益権」という初期の理解に固執すると、法改正後の「特例事業」の存在を見落としてしまいます。法律は時代とともに変化するという視点を持ち、特に不特法のような改正が多い法律については、最新の制度を把握しておくことが重要です。

選択肢二：投資法人と特定目的会社（TMK）における宅地建物取引業法の適用関係の違いを問う問題です。

誤り

結論: この選択肢は誤りです。

解説: 投資法人とTMKでは、宅建業法の適用について明確な違いがあります。

・ **投資法人:** 資産運用会社が認可宅建業者である場合、投資法人自身も「みなし宅建業者」として扱われ、宅建業法の適用を受けます（宅建業法第77条の2）。これは、投資法人がポートフォリオの入れ替え等で不動産売買を反復継続することが想定されているためです。

・ **TMK:** 資産流動化法第204条の規定により、業務開始届出を行ったTMKには**宅建業法が適用されません**。これは、TMKが特定の資産を流動化するための臨時的な器であり、宅建業を営むことを目的としていないという考え方にに基づきます。

したがって、「不動産現物の売買を反復継続することは禁止されている」という記述が誤りです。TMKは、資産流動化計画の変更により特定資産を追加取得することは可能です。ただし、不動産現物の場合、実務上は無制限の追加取得は認められず、既存資産との「密接関連性」が求められるなど一定の制約はあります。

具体例: あるTMKが東京のオフィスビルを保有している場合、隣接する土地を追加取得して一体開発する、といったケースは「密接関連性」が認められやすいですが、全く別のエリアにあるレジデンスを追加取得することは、反復継続的な宅地建物取引とみなされ、宅建業法適用の趣旨に反するとして認められない可能性が高いです。

実務上の留意点: この宅建業法適用の違いは、ビークル選択の重要な判断材料となります。ポートフォリオを積極的に入れ替える「資産運用型」のスキームであれば投資法人が、特定の不動産を証券化する「資産流動化型」のスキームであればTMKが、法制度上なじみやすいと言えます。

学習のポイント: 「不動産を扱う法人はすべて宅建業法の適用を受けるはずだ」という思い込みが誤りの原因です。資産流動化法や投信法といった特別法が、一般法である宅建業法の適用関係をどのように修正しているかを正確に理解することが求められます。