

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

2022年度 午後

FISCAL YEAR 2022 / 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	不動産証券化の基本的論点	4
問題 2	不動産の所有権移転と賃貸借契約の承継	11
問題 3	不動産の信託の意味	17
問題 4	特定目的会社と投資法人との対比	23
問題 5	投資法人の特徴	29
問題 6	組合の利用	36
問題 7	不特法と金商法の重畳的適用	43
問題 8	不動産信託受益権の有価証券化	49
問題 9	不動産証券化と投資家保護、自己運用業	55
問題 10	アセットマネジメント会社と投資判断	61
問題 11	投資家保護法	67
問題 12	不動産証券化商品と投資家の属性	73
問題 13	投資家に対する説明義務	79
問題 14	金融商品取引業	85
問題 15	法令規則	91
問題 16	金融商品の新規発行における開示規制	97
問題 17	投資勧誘に係る規制	103
問題 18	説明責任	108
問題 19	J-REITのコンプライアンス態勢整備とエクイティ・ストーリーの構築	113

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	120
問題 21	特別目的会社	127
問題 22	証券化ヴィークルの連結	134
問題 23	資産流動化に関する連結範囲	141

問題 24	リース会計基準	147
問題 25	固定資産の減損会計基準	153
問題 26	資産除去債務に係る会計基準	159
問題 27	証券化ヴィークルに関する会計基準	165
問題 28	課税対象となるヴィークルの判定	171
問題 29	組合に関する税務上の取扱い	177
問題 30	信託の税務	183
問題 31	特定目的会社の導管性要件	189
問題 32	投資法人の導管性要件	195
問題 33	投資法人の税務	201
問題 34	消費税	208
問題 35	流通税に関する税務	215

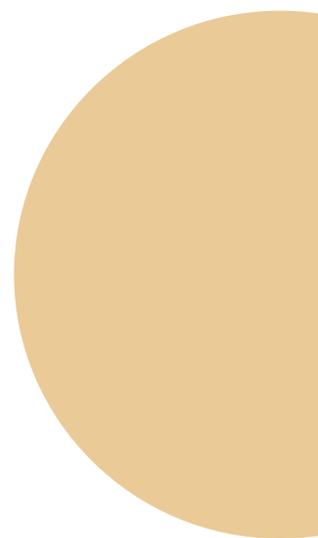
105 不動産ファイナンスの基礎

問題 36	期待効用と確実性等価	222
問題 37	正規分布	228
問題 38	現代ポートフォリオ理論	234
問題 39	現代ポートフォリオ理論	240
問題 40	資本資産評価モデル (CAPM)	246
問題 41	パフォーマンス評価	251
問題 42	スポットレート	256
問題 43	デュレーション	261
問題 44	先物取引と先渡し契約	267
問題 45	オプション取引	273
問題 46	企業信用リスク	279
問題 47	投資インデックス	285
問題 48	個別銘柄リスクと市場リスク	291
問題 49	CAPMを用いた計算	297
問題 50	ESG	302

104上

SUBJECT 104上

不動産証券化の法務



問題 1: 不動産証券化の基本的論点

不動産証券化の組成における基本的な法的課題（資金調達、倒産隔離、ビークル毎の規制）の理解度

本問題の論点

この問題は、不動産証券化を組成する上で避けては通れない3つの大きな法的テーマ、(1) 資金調達アレンジと法規制、(2) 倒産隔離の実現方法、(3) オリジネーター倒産時のリスク、そして(4) ビークルごとの法的な枠組みの違いについて、横断的な知識を問うています。単一の法律知識だけでなく、金商法、会社法、資産流動化法、投信法といった複数の法律がどのように絡み合っているかを理解することが重要です。

不動産証券化の法的構造を理解する上で、本問で問われている「倒産隔離」「真正売買」「ビークルごとの規制」は最も基本的な概念です。これらの理解が曖昧だと、他の多くの法務論点（例：契約条項の意義、各当事者の責任範囲）を正確に把握することが困難になります。試験全体を通じて応用される基礎知識として、確実に押さえておく必要があります。

重要用語の定義

倒産隔離 (Bankruptcy Remoteness)

- ・ **定義:** 証券化の対象となる不動産等を、その元の所有者（オリジネーター）やその他の関係者の倒産リスクから法的に切り離し、独立させる仕組みのことです。
- ・ **試験のポイント:** 倒産隔離は、投資家が安心して投資できるための根幹をなす仕組みです。主に① **オリジネーターからの倒産隔離**（オリジネーターが倒産してもSPCが保有する不動産等がその責任財産に組み込まれないようにすること）と、② **SPC自体の倒産隔離**（SPCが他の事業を行わず、利害関係者から独立することで、SPC自身の倒産リスクを極小化すること）の2つの側面があります。本問の選択肢は②の具体的手法を、選択肢ハは①のリスクを問うています。

真正売買 (True Sale)

- ・ **定義:** オリジネーターからSPCへの不動産等の資産移転が、法的に「売買」であり、実質的な「担保提供（譲渡担保）」ではないと認められることを指します。
- ・ **試験のポイント:** もし資産移転が譲渡担保と認定されると、オリジネーターが会社更生手続を開始した場合、SPCは所有者ではなく単なる担保権者（更生担保権者）として扱われ、不

動産等を自由に処分できなくなるリスクが生じます。これは「オリジネーターからの倒産隔離」が破綻することを意味し、証券化スキームの前提が崩れます。したがって、組成時には真正売買と認められるための要件（当事者の意思、適正価格、継続的関与の程度など）を慎重に検討する必要があります。選択肢ハはこの論点を問うています。

投資助言業 (Investment Advisory Business)

- ・ **定義:** 金商法に定められる金融商品取引業の一つで、顧客との間で投資顧問契約を締結し、有価証券の価値や投資判断（銘柄、数量、価格、売買タイミング等）について助言を行う業務を指します。
- ・ **試験のポイント:** 資金調達スキーム全体の構築に関する一般的な助言（ファイナンシャル・アドバイザー業務）は、特定の有価証券の価値分析や投資判断に関する助言ではないため、原則として金商法上の「投資助言業」には該当しません。したがって、金商法上の登録は不要です。この区別は、アレンジャーやコンサルタントの業務範囲を法的に画定する上で重要となります。選択肢イはこの点を問うています。

関連法令

金融商品取引法 第2条第8項第11号

投資助言業の定義。有価証券の価値等に関する助言を行う業務を指す。

本問題への適用: 選択肢イで問われている資金調達に関する助言は、特定の有価証券の価値判断を伴わないため、本条の投資助言業に該当せず、金商法の登録は不要と判断される根拠となります。

資産流動化法 / 投信法 / 会社法 各法の機関設計・業務委託規定

各ビークルの根拠法は、誰が業務を執行し、どの業務を外部に委託できるか（または、しなければならないか）を定めています。

本問題への適用: 選択肢二の正誤判断の根拠となります。投信法は資産運用会社への委託を義務付けていますが、資産流動化法や会社法にはそのような一律の義務規定はなく、ビークルごとに規律が異なることが分かります。

民法・会社更生法等 否認権、譲渡担保に関する判例法理

倒産法上の否認権や、売買が実質的に譲渡担保と認定されるリスクは、オリジネーターの倒産時にSPCが資産を失う主要な法的リスクです。

本問題への適用: 選択肢ハで問われている「否認権」以外にも、「真正売買の否認」という重大なリスクが存在することを示しており、同選択肢が誤りである根拠となります。

関連情報のマトリックス

制度比較：オリジネーター倒産時の2大リスク：真正売買の否認と否認権行使の比較

リスクの種類	法的性質	問題となる行為	管財人の主張	効果
真正売買の否認	取引の性質決定の問題	オリジネーターからSPCへの資産移転行為そのもの	「これは売買ではなく、実質的には融資のための譲渡担保である」	SPCは所有者ではなく 更生担保権者 となり、資産を自由に処分できなくなる。
否認権の行使	取引の効力否定の問題	オリジネーターの財産を不当に減少させる行為（詐害行為など）	「この売買は他の債権者を害する行為なので、 取引自体を取り消す 」	売買契約が遡って 無効 となり、SPCは資産の所有権を失う。

制度比較：主要ビークルにおける投資判断の外部委託義務の比較

ビークル種類	根拠法	投資判断の外部委託義務	解説
合同会社 (GK-TK)	会社法 / 金商法	なし	原則として業務執行社員 (GK) が投資判断を行う。ただし、金商法上の「自己運用業」に該当するため、適格機関投資家等特例業務の届出を行うか、投資運用業者に全部一任する必要がある。委託は義務ではない。
特定目的会社 (TMK)	資産流動化法	なし	特定資産が不動産の場合、管理処分業務を第三者に委託する義務はあるが、「投資判断の一任」までは法律上要求されていない。取締役が意思決定を行うことが可能。
投資法人 (J-REIT)	投信法	あり	資産の運用に係る業務を、登録を受けた資産運用会社に委託することが 義務付けられている (投信法第198条)。投資法人の役員が直接投資判断を行うことは想定されていない。

解答と論理

正解: 1

各選択肢の正誤を判断します。

イ：正しい。 資金調達全般に関する助言は、金商法上の「投資助言業」に該当しないため、登録は不要です。

ロ：正しい。 SPC自体の倒産隔離を図るための代表的な手法が記述されています。

ハ：誤り。 否認権のリスクだけでなく、譲渡が「真正売買」と認められず「譲渡担保」と認定されるリスクも存在します。

ニ：誤り。 投資判断の外部委託が法律で義務付けられているのは投資法人のみです。TMKや合同会社では義務ではありません。

したがって、正しいものはイとロの組合せであり、正解は1となります。

選択肢ごとの詳細解説

選択肢 イ：資金調達に関する助言行為が金商法上の規制対象（投資助言業）となるか否か

正しい

結論： この選択肢は正しいです。

解説： 金商法上の「投資助言業」とは、有価証券の価値や投資判断（どの銘柄を、いつ、いくらで売買するか等）について助言を行う業務を指します。一方、選択肢にあるような「どのような金融機関からデットを調達し、どのような投資家からエクイティを調達するか」といった**資金調達スキーム全体の構築に関する助言（ファイナンシャル・アドバイザー）**は、特定の有価証券の価値分析や投資判断を直接伴うものではないため、「投資助言業」には該当しません。したがって、これらの助言業務を行うために金商法上の金融商品取引業者の登録は不要です。

具体例： 例えば、アレンジャーがSPC設立準備会社に対し、「今回の不動産取得資金は、A銀行からノンリコースローンで70%を調達し、残りの30%は年金基金や保険会社などの機関投資家から匿名組合出資で集めるのが最適でしょう」と助言する行為は、投資助言業には当たりません。

実務上の留意点： 実務上、アレンジャーやコンサルタントが担う役割の多くは、このファイナンシャル・アドバイザー業務です。ただし、助言内容が具体的な金融商品（例：「このTMKが発行する特定社債は買いです」）の推奨にまで踏み込むと、投資助言業や、場合によっては第二種金融商品取引業（私募の取扱い）に該当する可能性が出てくるため、業務範囲の線引きには注意が必要です。

学習のポイント: 「助言」という言葉から、すぐに「投資助言葉」を連想しがちですが、金商法上の「投資助言」は対象が厳密に定義されています。資金調達の「方法」に関する助言と、金融商品の「価値」に関する助言は明確に区別して考える必要があります。

選択肢 口：SPC自体の倒産隔離を確保するための具体的な手法の妥当性

正しい

結論: この選択肢は**正しい**です。

解説: **SPC自体の倒産隔離**とは、SPCがオリジネーター等の利害関係者の影響を受けず、また、証券化対象外の事業に関与しないことで、SPC自身の倒産リスクを極限まで低減させることを目的とします。そのための具体的な手法として、記述の通り、①**人的隔離**（SPCの役員や議決権保有者（社員）を、会計士など利害関係のない中立的な第三者で構成する）と、②**契約的隔離**（レンダー等の債権者から、SPCに対して破産申立て等を行わない旨の倒産申立権放棄の誓約書を取得する）が一般的に用いられます。

具体例: GK-TKスキームでは、GK（合同会社）の社員として一般社団法人を設立し、その一般社団法人の社員や理事に会計士などが就任します。これにより、スポンサーやオリジネーターが直接GKの経営判断に関与できなくなり、人的な倒産隔離が図られます。

実務上の留意点: これらの倒産隔離措置は、格付機関が証券化商品を格付けする際や、金融機関がノンリコースローンを融資する際の重要な審査項目となります。契約書上だけでなく、実態としても独立性が確保されていることが求められます。

学習のポイント: 「倒産隔離」をオリジネーターからの隔離（真正売買など）とのみ捉えてしまうと、SPC自体の倒産リスクを低減させるための、このような制度設計の重要性を見過ごしがちです。倒産隔離には二つの側面があることを常に意識してください。

選択肢 ハ：オリジネーターが会社更生手続に入った場合のSPCのリスク範囲

誤り

結論: この選択肢は**誤り**です。

解説: オリジネーターが倒産した場合のリスクは、①**否認権の行使**（オリジネーターの財産を不当に減少させる取引として売買自体が取り消されるリスク）だけではありません。もう一つの重大なリスクとして、②**真正売買性の否認**があります。これは、オリジネーターからSPCへの資産移転が形式的には「売買」でも、実質は「担保提供（譲渡担保）」であると更生管財人等に主張され、裁判所に認定されるリスクです。もし譲渡担保と認定されると、SPCは不動産の所有者ではなく、単なる担保権者（更生担保権者）とされ、会社更生手続の枠内でしか権利行使ができなくなり、資産を自由に処分できなくなります。したがって、「否認されない限り問題ない」という記述は不十分であり、誤りです。

具体例: オリジネーターがSPCに不動産を売却した後も、買戻しオプションを保持していたり、賃料保証を行うなど、実質的に不動産のリスクと経済価値を負担し続けている場合、真正売買性が否定されやすくなります。

実務上の留意点: 証券化の組成時には、弁護士が作成する法律意見書において、この「真正売買」が成立している旨の意見表明がレンダー等から求められます。会計上のオフバランス要件（5%ルールなど）とも密接に関連しており、極めて重要な論点です。

学習のポイント: 倒産時のリスクとして「否認権」は比較的イメージしやすいですが、より証券化に特有で深刻なリスクが「真正売買の否認」です。この二つのリスクは法的性質が全く異なるため、明確に区別して理解することが重要です。

選択肢二：各ビークル（SPC）における投資判断の外部委託義務の有無

誤り

結論: この選択肢は誤りです。

解説: 不動産等の投資判断をライセンスを持つ第三者に委託することが法律上義務付けられているのは、登録投資法人のみです。投信法第198条により、投資法人は資産運用会社に資産の運用に係る業務を委託しなければなりません。

一方、特定目的会社（TMK）の場合、資産流動化法上、特定資産の「管理及び処分」を第三者に委託する義務はありますが（法第200条）、投資判断の一任までは要求されていません。合同会社（GK-TKスキーム）の場合も、会社法上、外部委託の義務はなく、業務執行社員が投資判断を行うのが原則です（ただし、金商法上の自己運用業規制への対応は別途必要）。したがって、「いずれを利用する場合でも...委託する必要がある」という記述は誤りです。

具体例: J-REITの資産運用会社は、投資法人から資産運用を一任されているため、投資運用業の登録が必要です。一方、TMKスキームで現物不動産を対象とする場合のアセットマネジャーは、必ずしも投資判断の一任を受けているわけではなく、投資助言葉の登録で足りるケースもあります。

実務上の留意点: どのビークルを選択するかによって、アセットマネジャーに求められるライセンスの種類（投資運用業か投資助言葉か）や、投資家の関与のさせ方（TMKでは優先出資社員に議決権を付与しやすい等）が変わってきます。これはスキーム組成上の重要な判断事項です。

学習のポイント: 「不動産証券化＝専門家（AM）への委託」というイメージが強いため、全てのビークルで外部委託が法律上の義務であると誤解しがちです。投信法上の投資法人だけが、その制度設計として外部委託を義務付けている、という点を正確に覚えましょう。

周辺知識・学習のヒント

実務上の留意点：倒産申立権放棄特約の有効性について

選択肢口にある「倒産申立権放棄」の合意は、実務上広く用いられていますが、その法的な有効性については議論があります。特に、債務者自身（SPCの役員）による自己破産申立権の放棄は、全債権者の利益を保護するという破産法の公益的な趣旨に反するとして、無効と判断される可能性がゼロではありません。しかし、SPCのように債権者が限定されており、その主要な債権者（レンダー等）が合意の上で特約を結んでいる証券化取引の文脈では、公序良俗に反して無効とまでは言えない、というのが一般的な考え方です。ただし、絶対的に有効なわけではない、という点は理解しておくべきです。

法改正の動向：GK-TKスキームと金商法改正の歴史

選択肢二で触れられているGK-TKスキームにおける自己運用規制は、2007年の金商法施行によって導入されました。それ以前は、SPC自体は規制対象外でした。この法改正により、GK（営業者）が匿名組合員から集めた資金で有価証券（不動産信託受益権を含む）に投資する行為が「自己運用業」として投資運用業の一類型とされ、原則として登録が必要になりました。この規制を回避するために「適格機関投資家等特例業務」や「全部一任方式」といった手法が実務上定着したという経緯があります。法改正が実務に与える影響を理解する好例と言えます。