

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

2023年度 午後

FISCAL YEAR 2023 / 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	倒産隔離と真正譲渡	4
問題 2	不動産証券化の仕組み	12
問題 3	賃貸借契約の承継等	19
問題 4	不動産の信託と債権債務関係	25
問題 5	特定目的会社の法制度	31
問題 6	投資法人の法制度	38
問題 7	金商法の適用	45
問題 8	金商法上の有価証券	52
問題 9	金商法上の特定投資家	59
問題 10	不動産証券化法制の歴史	66
問題 11	投資家保護に関する法令上の適用	72
問題 12	不動産投資商品	78
問題 13	ファンド間利益相反行為	84
問題 14	不動産証券化商品の組成	90
問題 15	金融商品取引業	96
問題 16	不動産特定共同事業	103
問題 17	商品販売に係る届出	109
問題 18	J-REITにおけるインサイダー取引規制	115
問題 19	J-REITの制度上の課題	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	158
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	スキームにおける納税義務	176
問題 29	組合の税務	182
問題 30	信託の税務	188
問題 31	特定目的会社の導管性要件	194
問題 32	投資法人の導管性要件	200
問題 33	税金不一致(REITとTMK比較)	205
問題 34	流通税	211
問題 35	消費税	216

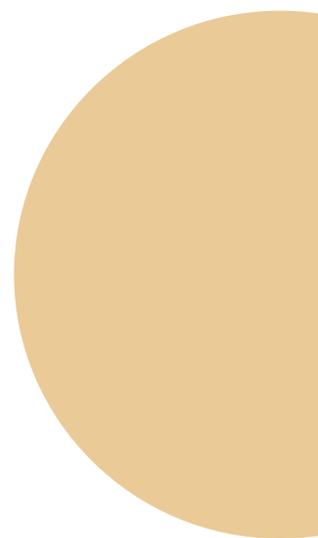
105 不動産ファイナンスの基礎

問題 36	期待効用と確実性等価	223
問題 37	正規分布	229
問題 38	現代ポートフォリオ理論(1)	235
問題 39	現代ポートフォリオ理論(2)	241
問題 40	資本資産評価モデル(CAPM)	247
問題 41	パフォーマンス評価	254
問題 42	スポットレート	261
問題 43	デュレーション	267
問題 44	先物取引と先渡し契約	273
問題 45	オプション取引	278
問題 46	最適資本構成とMM理論	284
問題 47	投資インデックス	290
問題 48	エクイティ投資のリスク	296
問題 49	J-REIT市場分析	302
問題 50	ESG	307

104上

SUBJECT 104上

不動産証券化の法務



問題 1: 倒産隔離と真正譲渡

不動産証券化における「倒産隔離」の2つの側面（オリジネーターからとSPC自体）と、「真正譲渡」の法的・会計的意義の正確な理解

本問題の論点

この問題は、不動産証券化の根幹をなす「倒産隔離」という概念の正確な理解を問うています。

倒産隔離には、

- ①オリジネーター（元の資産保有者）の倒産からSPC（器）を切り離すこと、
- ②SPC自体が倒産しにくい構造にすること、

という2つの重要な側面があります。①を実現する法的要件が「真正譲渡（真正売買）」であり、②はSPCのガバナンス設計に関わります。

これらの概念は、投資家がSPCを通じて得るキャッシュフローが、オリジネーターの信用力から独立し、安定していることを保証するための**制度的基盤**であり、試験で頻出する最重要論点です。

倒産隔離と真正譲渡は、アセットファイナンスの基本原則です。この理解が曖昧だと、SPCを使ったストラクチャーの法的安定性を説明できません。特に、否認権や会計上のオフバランスとの関連性は、法務・会計・税務が交差する実務的な論点であり、応用問題でも問われやすい部分です。各選択肢の誤りを正確に指摘できるレベルの理解が求められます。

重要用語の定義

倒産隔離

- ・**定義:** 証券化の対象となる資産（不動産等）を、その資産のオリジネーター（元の所有者）の倒産リスクから法的に切り離し、独立させること。また、資産を保有するSPC自体が倒産するリスクを極小化するための仕組み全般を指します。
- ・**試験のポイント:** 投資家が受け取る収益を、対象資産が生み出すキャッシュフローのみに依存させる（アセットファイナンスの実現）ために不可欠です。試験では、「**オリジネーターからの倒産隔離**」と「**SPC自体の倒産隔離**」の2つの意味を区別できているかが問われます。

真正譲渡（真正売買）

- ・ **定義:** 資産の移転が、実質的にも形式的にも完全な所有権の売買であり、譲渡担保などの金融取引ではないと法的に認められること。これにより、万一オリジネーターが倒産しても、その管財人が資産を取り戻す（否認する）ことを防ぎます。
- ・ **試験のポイント:** オリジネーターからの倒産隔離を法的に担保する核心的要件です。真正売買と認定されない場合、取引は「担保目的の譲渡」とみなされ、SPCは所有者ではなく単なる担保権者として扱われるリスクがあります。会計上のオフバランス（資産の貸借対照表からの切り離し）と密接に関連しており、試験ではこの関連性が問われます。

否認権

- ・ **定義:** 倒産手続（破産、民事再生、会社更生）において、倒産者の管財人等が、倒産前に行われた債権者を害する行為の効力を否定し、流出した財産を取り戻す権利のこと。破産法等に規定されています。
- ・ **試験のポイント:** たとえ真正売買であっても、不当に安い価格での売却など、一定の要件を満たすと否認権の対象となる可能性があります。ただし、適正価格での不動産売却は、単に資産が現金に変わっただけでは、原則として否認の対象になりにくいという特則がある点を理解しておく必要があります。

会計上の5%ルール

- ・ **定義:** 「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」に示された基準。オリジネーターがSPCへの資産譲渡後も負うリスクが、譲渡資産の時価の概ね5%以内であれば、会計上、資産が譲渡された（オフバランス）と認められるというルールです。
- ・ **試験のポイント:** 純粋な会計ルールですが、この基準を満たさない（＝会計上オフバランスできない）取引について、法律専門家が「法的に真正譲渡である」との意見を出すことは実務上困難です。そのため、法的な真正譲渡性の判断において、事実上の重要な判断基準として機能しており、両者は密接に関連しています。

関連法令

破産法・民事再生法・会社更生法 否認権に関する各規定（例：破産法第160条等）

倒産者の財産を保全するため、倒産前に行われた不当な財産減少行為や偏頗な弁済等の効力を否定する制度。

本問題への適用: 選択肢ハで問われている。適正価格での不動産売却の場合、否認権行使には一定の制約がある点を理解する必要がある。

民法 第424条（詐害行為取消権）

債務者が債権者を害することを知ってした財産減少行為を、債権者が裁判所に請求して取り消すことができる制度。否認権と類似するが、倒産手続外で行使される。

本問題への適用: 否認権と同様、真正譲渡と並んでオリジネーターからの倒産隔離で考慮すべきリスクの一つ。

関連情報のマトリックス

制度比較：【図表整理】倒産隔離の2つの側面

種類	目的	主な手法	関連する法的論点
オリジネーターからの倒産隔離	オリジネーターの倒産からSPCが保有する資産を守る	<ul style="list-style-type: none"> 資産の真正譲渡（真正売買） 法人格否認の法理の回避 	<ul style="list-style-type: none"> 真正売買 vs 譲渡担保 否認権・詐害行為取消権
SPC自体の倒産隔離	SPC自体が倒産するリスクを極小化する	<ul style="list-style-type: none"> 事業目的を限定 独立した第三者（一般社団法人等）によるSPCの所有 倒産申立権の放棄特約 	<ul style="list-style-type: none"> 倒産申立権放棄の有効性 機関設計の独立性

制度比較：【図表整理】真正売買と会計オフバランス（5%ルール）の関係

項目	法律上の真正売買	会計上のオフバランス（5%ルール）
目的	倒産時における資産の法的帰属の確定（所有権の完全移転）	企業の財政状態の適正な表示（資産・負債の認識中止）

項目	法律上の真正売買	会計上のオフバランス（5%ルール）
判断基準	<ul style="list-style-type: none"> ・当事者の売買意思 ・適正な対価の支払い ・対抗要件の具備 ・オリジネーターの継続的関与の程度（総合的判断） 	オリジネーターが負うリスク負担割合が概ね5%以内か否か（定量的基準）
関係性	<p style="text-align: center;">実務上、密接に連動。</p> <p>会計上オフバランスできない取引について、法的に真正売買であるとの意見書を取得することは極めて困難。5%ルールは、法的な真正売買性を判断する上での重要な指標となっている。</p>	

解答と論理

正解: 1

各選択肢の正誤を判断します。

- ・イ：誤り。倒産申立権の放棄は、SPCが万一債務超過に陥ったとしても、倒産手続を開始させないための措置であり、債務超過を「防ぐ」ための措置ではない。
- ・ロ：誤り。オリジネーターからの倒産隔離とは、SPCがオリジネーターの倒産の影響を「受けない」ようにする措置であり、SPCがオリジネーターの倒産を「防ぐ」措置ではない。
- ・ハ：誤り。適正価格での不動産売却は、単に資産を現金に換価するだけであり、それ自体が否認権行使のリスクが高い行為とは言えない。むしろ、否認権行使の対象とならないための重要な要素である。
- ・ニ：正しい。記述の通り、会計上のオフバランスの可否と法律上の真正譲渡性の判断は、実務上、密接に関連しており、切り離して考えることはできない。

以上より、正しい記述は二の1つのみ。したがって、正解は「1つ」となる。

選択肢ごとの詳細解説

選択肢 イ：SPC自体の倒産隔離における「倒産申立権放棄」の目的

誤り

結論: この選択肢は誤りです。

解説: 倒産申立権の放棄とは、SPCの役員やレンダー（貸手）が、SPCが仮に債務超過などの倒産原因を生じさせたとしても、裁判所に破産等の申立てを行わないことをあらかじめ誓

約・合意することです。

これは、SPCが債務超過になることを「防ぐ」ための措置ではなく、債務超過という事態が発生した後に、法的な倒産手続に移行させず、契約に基づいた処理（例：ノンリコースローン契約に基づく担保不動産の処分）を可能にするための措置です。

したがって、「債務超過とならないようにするための具体的手法」として倒産申立権放棄を挙げている点が、目的と手段を取り違えており、誤りとなります。

具体例：SPCが保有する不動産の価値が暴落し、一時的に債務超過になったとします。この時、倒産申立権放棄の誓約がなければ、SPCの役員は会社法上の責任を問われることを恐れて破産を申し立てるかもしれません。そうすると、投資家やレンダーは倒産法の手続に巻き込まれます。しかし、誓約があれば、役員は申立てをせず、レンダーは契約通りに不動産を売却して資金を回収し、残りを投資家に分配するという、予測可能なプロセスを進めることができます。

実務上の留意点：ノンリコースローンの融資契約では、SPC役員からの「倒産申立権放棄の誓約書」の提出が、融資実行の前提条件（CP: Condition Precedent）とされるのが一般的です。これは、レンダーが倒産法という強行法規の介入を排し、契約に基づく債権回収の確実性を高めたいからです。

学習のポイント：「倒産隔離」という言葉から、「倒産しないようにする」ことだけをイメージしがちですが、「倒産手続に入らないようにする」という、事後的な措置も含まれる点を理解することが重要です。目的（倒産手続の回避）と手段（申立権の放棄）を混同しないようにしましょう。

選択肢 口：オリジネーターからの倒産隔離の定義

誤り

結論：この選択肢は誤りです。

解説：オリジネーターからの倒産隔離とは、オリジネーター（売主）が倒産した場合に、SPC（買主）が取得した資産がオリジネーターの倒産財産に引き戻されることを防ぐための措置です。

つまり、SPCがオリジネーターの倒産という外部要因の「影響を受けない」ようにすることが目的です。

選択肢にある「売主が債務超過にならないようにする措置」や「SPCが売主に対して倒産手続開始の申立てをしない」ことは、オリジネーターの倒産隔離の概念には含まれません。

SPCがオリジネーターの経営に介入するわけではないため、論理的に誤りです。

具体例：オリジネーターA社がSPC B社にビルを真正売買で売却したとします。その後、A社が別の事業で失敗し倒産しました。オリジネーターからの倒産隔離が確保されていれば、A

社の管財人は「あのビルはA社のものだ」と主張できず、B社はビルの所有権を維持し、投資家への分配を続けることができます。

実務上の留意点: オリジネーターからの倒産隔離が不十分だと、格付機関は高い格付を付与しませんし、レンダーも融資を行いません。そのため、組成段階で弁護士による「真正売買意見書」を取得することが極めて重要になります。

学習のポイント: 「オリジネーターからの」という言葉の方向性を誤解しないことが重要です。SPCを守るための「防波堤」を築くイメージであり、オリジネーター自身を救済したり、その経営を管理したりするものではありません。

選択肢 ハ：適正価格による不動産売却と否認権行使のリスク

誤り

結論: この選択肢は誤りです。

解説: 破産法等の否認権は、債権者を害する行為を対象とします。しかし、**適正な対価を得てした財産の処分行為**（例：時価での不動産売却）は、原則として債務者の総財産を減少させるものではない（不動産という資産が現金に変わっただけ）ため、それ自体が直ちに否認の対象となるわけではありません。

破産法では、適正価格での売却が否認されるのは、**①債務者に財産隠匿等の意図があり、かつ②相手方（買主）もその意図を知っていた**、といった極めて例外的な場合に限定されています（破産法第161条）。したがって、「適正な対価であっても...否認権を行使されるリスクが高い」という記述は誤りです。

具体例: 経営不振のA社が、資金繰りのために所有ビルを時価である10億円でSPCに売却した場合、A社の財産は「ビル」から「現金10億円」に変わっただけで、総財産額は変わっていません。このため、原則としてA社の債権者を害する行為とはならず、否認の対象にはなりにくいのです。もしA社がこの10億円を隠したり、一部の債権者にだけ返済したりすると、その行為が問題となります。

実務上の留意点: 不動産証券化の組成時には、売買価格の妥当性を担保するために、第三者である不動産鑑定士による鑑定評価書を取得することが一般的です。これは、後の否認権行使リスクを低減させるための重要な手続きです。

学習のポイント: 「倒産直前の資産売却＝怪しい」という直感に惑わされないようにしましょう。法的には、「総財産が減少したか」が重要な判断基準です。適正価格での売却は、資産の形態が変わるだけであり、原則として総財産を減らさないため、否認のリスクは高くありません。

選択肢二：法律上の真正譲渡と会計上のオフバランス（5%ルール）の関係性

正しい

結論：この選択肢は正しいです。

解説：法律上の**真正譲渡**と、会計上の**オフバランス**（資産の簿外化）は、それぞれ異なる目的（法的安定性の確保 vs 財政状態の適正表示）を持つ概念ですが、実務上は**極めて密接に関連しています**。

特に、会計上の「5%ルール」は、オリジネーターが譲渡後も負うリスクが時価の5%を超えている場合、会計上は資産の売却とは認められず、オフバランスできません。このような、会計上「売却ではない」と判断される取引について、法律専門家が「法的には完全な売却（真正譲渡）である」という意見書（リーガル・オピニオン）を出すことは、実務上ほぼ不可能です。

したがって、会計上のルールが、法律上の真正譲渡性の判断に事実上の強い影響を与えており、両者は密接に関連していると言えます。

具体例：オリジネーターがSPCに不動産を売却後、SPCに対して時価の10%に相当する優先出資を行った場合、5%ルールを超えるリスクを負っているため、会計上オフバランスできません。この場合、レンダーは「この取引は実質的に担保付借入ではないか？」と疑い、弁護士も真正売買意見書を発行しないため、証券化スキームが成立しません。

実務上の留意点：証券化案件のストラクチャリングにおいては、弁護士と公認会計士が連携し、法的に真正売買であり、かつ会計上もオフバランスできるスキームを設計することが不可欠です。どちらか一方の要件を満たさないだけで、案件全体が頓挫する可能性があります。

学習のポイント：「法律」と「会計」は別物だと機械的に考えがちですが、証券化という複合的な取引においては、両者の判断が相互に影響し合うことを理解する必要があります。特に真正譲渡性については、実務上、会計の判断が法的な評価の前提となることが多いです。

周辺知識・学習のヒント

実務上の留意点：●リーガル・オピニオン（法律意見書）の重要性

不動産証券化における資金調達（特にノンリコースローン）では、レンダーは融資実行の前提条件として、弁護士が作成するリーガル・オピニオンの提出を求めます。この意見書には、①SPCが適法に設立され存在していること、②関連契約が有効に成立していること、そして最も重要な点として、③オリジネーターからSPCへの資産移転が「真正売買」に該当し、倒産隔離が確保されていること、などが記載されます。本問で問われている論点は、このリーガル・オピニオンの中心的な記載事項であり、実務における最重要確認項目です。

歴史的背景： ●なぜ倒産隔離が重要視されるようになったのか

日本の不動産証券化は、1990年代後半の金融危機を背景に、多くの企業が財務内容の改善（バランスシートのスリム化）や不良債権処理を目的として発展しました。当時はオリジネーター自身の信用力が低いケースも少なくなかったため、オリジネーターの倒産リスクから完全に切り離された「資産の信用力」だけで資金調達できる仕組み、すなわち倒産隔離の確立が不可欠でした。この歴史的経緯から、倒産隔離、特にオリジネーターからの倒産隔離と真正売買の論点は、日本の不動産証券化法務において常に中核的な位置を占めています。