

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

2024年度 午前

FISCAL YEAR 2024 / AM SESSION

PRESENTED BY

カブア・イエイツ

目次

101 企業と不動産

問題 1	不動産証券化の基礎	4
問題 2	企業と不動産証券化	9
問題 3	不動産ファンドの利益	14

103 不動産投資の基礎

問題 4	不動産投資の基礎(1)	18
問題 5	不動産投資の基礎(2)	23
問題 6	アセットマネジャーの業務	28
問題 7	ファイナンスアレンジ	34
問題 8	アセットマネジャーの期中運用業務	39
問題 9	各種アセットの需要動向	44
問題 10	オフィス市場の指標	49
問題 11	公的な地価	54
問題 12	不動産に関する指標等	59
問題 13	不動産のデューデリジェンス(1)	64
問題 14	不動産のデューデリジェンス(2)	69
問題 15	収益還元法	74
問題 16	直接還元法の計算	79
問題 17	DCF法の計算	83
問題 18	再調達価格	87
問題 19	土壌汚染リスク評価	91
問題 20	エンジニアリングレポートの目的	97
問題 21	プロパティマネジメントとは	102
問題 22	建物の管理運営の企画	107
問題 23	テナントの誘致・運営	112
問題 24	建物管理業務	117
問題 25	建物の管理運営上の関連法規	122

問題 26	ESGフレームワーク	127
-------	------------	-----

問題 27	グリーンビルディング認証	132
-------	--------------	-----

105 不動産ファイナンスの基礎

問題 28	不動産ファイナンス等	138
問題 29	証券化のストラクチャーの基本的事項	143
問題 30	対抗要件	148
問題 31	不動産の適正価額での処分	149
問題 32	デットファイナンスの基礎知識	153
問題 33	エクイティファイナンスの基礎知識	158
問題 34	個別銘柄リスクと市場リスク	163
問題 35	エクイティのバリュエーション	168
問題 36	ESG	172
問題 37	トレードオフ理論	176
問題 38	投資インデックス	181
問題 39	期待効用と確実性等価	186
問題 40	リターンの計算	190
問題 41	IRR	194
問題 42	正規分布	198
問題 43	最適ポートフォリオ理論	201
問題 44	効率的フロンティア	206
問題 45	CAPM	211
問題 46	フォワードレート	216
問題 47	デュレーション	220

106 不動産証券化と倫理行動

問題 48	個人と法人の不法行為責任	226
-------	--------------	-----

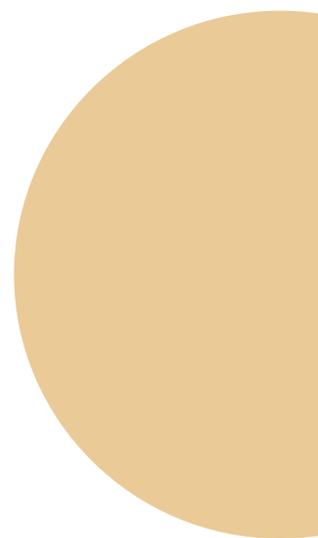
問題 49	忠実義務	232
-------	------	-----

問題 50	プロフェッショナルとしての義務と責任等	239
-------	---------------------	-----

101

SUBJECT 101

企業と不動産



問題 1: 不動産証券化の基礎

不動産証券化の機能論的定義と関連する重要キーワードの正確な理解

本問題の論点

本問は、不動産証券化を「機能論的」に理解するための基礎概念を問うています。特に、「有価証券」の法的定義の厳密さ、「化体」という概念の方向性（不動産→証券）、そして証券化のプレイヤーである「特別法人（SPV）」や「不動産ファンド」の役割について、正確な定義を押さえているかが鍵となります。

これらの用語は科目101だけでなく、法務（104）やファイナンス（105）の基礎となる共通言語です。特に「化体」の概念やSPVの役割は、証券化の仕組みそのものを表しており、実務上のスキーム組成においても必須の知識です。

重要用語の定義

有価証券に化体された不動産

- ・ **定義:** 不動産から生じるキャッシュフローを受け取る権利（財産的価値）を、譲渡可能な「証券」という形に変えること。
- ・ **試験のポイント:** 不動産証券化の本質的定義の一つです。「不動産」という流動性の低い資産を、「証券」という流動性の高い形に変換（化体）することで、投資家への販売を可能にします。

特別法人 (Vehicle)

- ・ **定義:** 証券化のために設立される、資産を保有し証券を発行することのみを目的とした法人。SPV (Special Purpose Vehicle) やSPC (Special Purpose Company) とも呼ばれる。
- ・ **試験のポイント:** オリジネーターから資産を切り離し（倒産隔離）、投資家と資産をつなぐ「器（ビークル）」としての役割を果たします。

有価証券 (金商法上の定義)

- ・ **定義:** 金融商品取引法第2条等で定義される、国債証券、社債券、株券などのこと。

- ・**試験のポイント:** 法律上は「株式」という抽象的な権利ではなく、その権利を表章する「株券」等の券面（または振替口座上の記録）を有価証券として扱います。この厳密な区別は試験で頻出のひっかけポイントです。

関連法令

金融商品取引法 第2条第1項

有価証券の定義として、国債証券、社債券、株券などを限定列挙している。

本問題への適用: 選択肢イにおいて、「株式」ではなく「株券」が有価証券であるという判断根拠となる。

関連情報のマトリックス

構造分析：不動産証券化の定義とキーワード

キーワード	概要	機能・役割
有価証券	財産的価値を表す証券	資金調達的手段（株券、社債券など）
プール	複数の不動産を集める	リスク分散、大規模資金の受け皿
化体（かたい）	権利を証券の形に変える	不動産CFへの請求権 → 証券への変換
オリジネータ	原資産の保有者	資産を譲渡し、資金を調達する
特別法人 (SPV)	器・ビークル	資産保有、証券発行、倒産隔離
不動産ファンド	集団投資の仕組み	投資家から資金を集め、不動産運用益を分配

制度比較：投資ファンドと特別法人の関係

概念	投資ファンド	証券化の特別法人
主目的	投資家から資金を集め、専門家が運用する（集団投資）	資産をオリジネータから切り離し、構造化する（証券化）
重なり	不動産証券化における特別法人は「不動産ファンド」の一種として扱われる。すべての不動産証券化商品は金商法の「集団投資スキーム」規制を受ける。	

解答と論理

正解: 1

誤っている記述は「イ」と「ロ」の2つであるため、正解は1となる。

イ：金商法上、有価証券は「株券」であり「株式」ではない。

ロ：「有価証券に化体された不動産」の説明が主客転倒している（不動産→有価証券が正しい）。

選択肢ごとの詳細解説

選択肢 イ：金融商品取引法における「有価証券」の定義（株式 vs 株券）

誤り

結論： この選択肢は誤りです。金融商品取引法で定める有価証券は「株式」ではなく「株券」です。

解説： 金融商品取引法第2条第1項では、有価証券として「国債証券」「社債券」「株券」などを列挙しています。「株式」は株主としての地位（権利）そのものを指す用語であり、金商法上の有価証券としては、その権利を表章する「株券（または振替株式）」という用語が用いられます。非常に細かい法的定義ですが、法律用語の正確性が問われています。

具体例： 「私はA社の株式を持っている」と言いますが、金商法の規制対象となる有価証券リストには「株券」と書かれています。

実務上の留意点： 実務上は株券不発行（振替制度）が一般的ですが、法文上の定義としては「券面」を前提とした用語が残っています。

選択肢 ロ：「有価証券に化体された不動産」の意味と方向性

誤り

結論： この選択肢は誤りです。説明の「主語」と「目的語」が逆転しています。

解説： 「有価証券に化体された不動産」とは、不動産そのものや不動産から生じるキャッシュフローに対する請求権（財産的価値）を、「有価証券」という形に変えた（化体した）ものを指します。選択肢の説明は「有価証券のキャッシュフロー...を不動産の形に変えた」となっており、因果関係が逆です。不動産の価値を証券に変えるのが証券化です。

具体例： 「みかん（不動産）」を絞って「ジュース（キャッシュフロー）」にし、それを飲む権利を「チケット（証券）」にするのが証券化です。「チケット」を「みかん」に変えるわけではありません。

実務上の留意点: この概念は、不動産の流動性を高める（＝証券化する）という証券化の根本目的を表しています。

選択肢 ハ：特別法人（SPV）の別称

正しい

結論: この選択肢は正しいです。

解説: 特別法人（Special Purpose Vehicle/Company）は、オリジネータと投資家の間で資金と資産の移動を媒介する役割を担うため、単に「vehicle（媒体、器、ビークル）」と呼ばれることが一般的です。

具体例: 実務では「今回のビークルはTMKを使いますか？それともGK-TKですか？」のように頻繁に使われます。

実務上の留意点: Vehicleには、法人格を持つSPCだけでなく、信託のような法人格を持たない仕組みも含まれる広い概念です。

選択肢 ニ：不動産証券化の機能論的定義

正しい

結論: この選択肢は正しいです。

解説: 公式テキストにおける定義の一つとして、「不動産証券化とは、特別法人が不動産証券化商品を発行し、それを投資家に販売すること」と説明されています。これは、誰が（特別法人）、何を（証券化商品）、誰に（投資家）販売するかというプロセスに着目した定義です。

具体例: J-REIT（投資法人）が投資口（証券化商品）を発行し、市場で投資家がそれを購入する流れそのものです。

実務上の留意点: この定義は、証券化を「資金調達活動」としてだけでなく、「投資商品の販売活動」として捉える視点を提供します。

選択肢 ホ：集団投資スキームとしての分類

正しい

結論: この選択肢は正しいです。

解説: 「ファンド」とは「集団投資の仕組み（Collective Investment Scheme）」のことです。これには、不動産ファンドだけでなく、伝統的な「証券投資信託」や「商品ファンド」

なども含まれます。これらは全て、多数の投資家から資金を集め、専門家が運用し、成果を分配するという共通の構造を持っています。

具体例: 株式に投資する投資信託も、不動産に投資するREITも、どちらも「ファンド（集団投資スキーム）」の仲間です。

実務上の留意点: 金商法ではこれらを横断的に規制する「集団投資スキーム」という概念が導入されています。

周辺知識・学習のヒント

周辺知識：「化体（かたい）」という法律用語

「化体」とは、権利（目に見えないもの）を証券（目に見える紙やデータ）と一体化させることを指す法律用語です。これにより、証券を渡すだけで権利を移転できるようになり（流通性の向上）、証券化の基礎となります。

実務上の留意点：Vehicleの多様性

本問で触れられた「Vehicle」には、TMK（特定目的会社）、投資法人、合同会社（GK）、信託など様々な形態があります。これらは税務上のメリット（導管性）やコスト、法規制などを考慮して使い分けられます。