

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 午後

FISCAL YEAR 2024 / PM SESSION

PRESENTED BY

カブア・イエイツ

目次

102 不動産証券化の概要

問題 1	不動産証券化総論(1)	4
問題 2	不動産証券化の仕組み	11
問題 3	不動産証券化商品	18
問題 4	不動産証券化総論(2)	24
問題 5	不動産取引に係る法令	30
問題 6	宅地建物取引や管理に係る法令	37
問題 7	金融市場と金利	44
問題 8	株式の基礎知識	50
問題 9	債権の利回り	56
問題 10	銀行業務	61
問題 11	プロジェクトファイナンス	68
問題 12	国内機関投資家	73
問題 13	海外機関投資家	79
問題 14	公的年金の不動産投資	85
問題 15	企業年金の不動産投資	90

104上 不動産証券化の法務

問題 16	SPCと倒産隔離	97
問題 17	証券化と資産の売上の事情	104
問題 18	不動産の譲渡と賃貸借の関係	111
問題 19	証券化と信託	118
問題 20	投資法人と特定目的会社の意思決定方法	125
問題 21	投資法人制度	132
問題 22	証券化と組合契約	138
問題 23	金商法等の適用関係	145
問題 24	投資家勧誘と適用法令	152

問題 25	証券化と金商法等の適用関係	159
問題 26	証券化商品と投資家保護法	165
問題 27	不動産証券化商品の販売資格	171
問題 28	投資運用業	177
問題 29	適格機関投資等特例業務	183
問題 30	情報管理と守秘義務	189
問題 31	J-REITの組成	195
問題 32	私募REIT	201
問題 33	J-REITにおける利益相反取引規制	207
問題 34	J-REITにおけるインサイダー取引規制	214

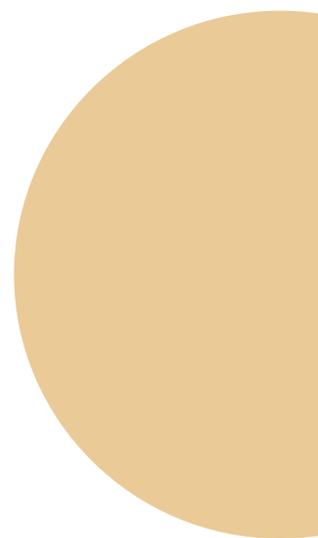
104下 不動産証券化の会計・税務

問題 35	不動産の譲渡に関する会計基準	221
問題 36	不動産流動化実務指針	228
問題 37	連結会計	235
問題 38	連結会計基準と開示対象特別目的会社	240
問題 39	リース会計	247
問題 40	減損会計	253
問題 41	資産除去債務	260
問題 42	不動産関連会計基準	267
問題 43	ヴェークルごとの課税判定	274
問題 44	特定目的会社および投資法人の税務	280
問題 45	TMKの導管性要件	286
問題 46	投資法人の導管性要件	292
問題 47	信託の税務	298
問題 48	匿名組合及び任意組合	304
問題 49	不動産取得税・登録免許税	311
問題 50	消費税	317

102

SUBJECT 102

不動産証券化の概要



問題 1: 不動産証券化総論(1)

不動産証券化の基本用語と市場動向の正確な理解

本問題の論点

この問題は、不動産証券化を学ぶ上で最も基本的な用語（CMBS/RMBS、私募REIT、ESG）の定義と、市場規模の概観を正確に理解しているかを問うています。不動産証券化は、実物不動産だけでなく、それを裏付けとするローン債権も対象とすること、公募（J-REIT）と私募（私募REIT）では流動性が異なること、そして近年の重要トレンドであるESG投資の正しい理解は、本科目の学習の基礎となります。

これらの基本用語は、不動産証券化の仕組み（第II部）、金融商品（第IV部）、投資家の動向（第V部）など、科目全体のあらゆる分野で前提知識として登場します。特に、CMBS/RMBSやJ-REIT/私募REITの特性の違いは頻出論点です。ここで正確に区別しておくことが、応用問題への対応力を高める上で極めて重要です。

重要用語の定義

RMBS (Residential Mortgage Backed Securities)

- ・ **定義:** 住宅ローン担保証券。金融機関が保有する多数の住宅ローン債権をプール（束ねて）し、それを裏付けとして発行される証券です。
- ・ **試験のポイント:** 【試験対策】 **CMBS（商業用不動産担保証券）との混同を狙った問題が頻出**します。**RはResidential（住宅用）、CはCommercial（商業用）**と覚えましょう。不動産証券化が実物不動産だけでなく、不動産関連『債権』も対象とすることを示す代表例です。

私募REIT (Real Estate Investment Trust)

- ・ **定義:** 非上場の不動産投資信託。投資家を特定の機関投資家などに限定（私募）して資金を集め、不動産に投資します。J-REITと同じく投資法人スキームが用いられますが、証券取引所には上場していません。
- ・ **試験のポイント:** 【試験対策】 **J-REITとの比較が最重要ポイント**です。非上場であるため**流動性は低い（劣後する）**一方、日々の市場価格の変動に晒されないため、不動産鑑定評価額に基づく基準価額で評価され、**価格の安定性が高い**とされます。この特性から、安定運用を志向する年金基金や金融機関に好まれます。「流動性が高い」という引っかけに注意が必要です。

ESG投資

- ・**定義:** 企業の財務情報だけでなく、**環境 (Environment)**、**社会 (Social)**、**ガバナンス (Governance)** の3つの非財務情報を考慮して行う投資のことです。
- ・**試験のポイント:** 【試験対策】 ESGの頭文字の意味を正確に覚えることが必須です。特に**Eが Environment (環境)** であり、**Economy (経済性) ではない**点が頻出の引っかけポイントです。不動産分野では、省エネ性能の高いグリーンビルディングへの投資や、地域社会への貢献などが評価対象となり、不動産証券化市場の持続的成長に不可欠な要素とされています。

関連法令

投資信託及び投資法人に関する法律 (投信法) 一般原則

J-REITや私募REITといった「投資法人」の設立、運営、資産運用、情報開示などに関するルールを定めています。

本問題への適用: 本問のJ-REITや私募REITは、この投信法を根拠法として組成・運用されています。

金融商品取引法 (金商法) 開示規制等

投資家保護を目的とし、有価証券の発行・流通に関する包括的なルールを定めています。近年、ESG関連情報の開示拡充が進められています。

本問題への適用: 本問のESG投資の重要性の高まりは、金商法における非財務情報の開示要請の強化という世界的な潮流と連動しています。

関連情報のマトリックス

制度比較：CMBSとRMBSの比較

制度比較：J-REITと私募REITの特性比較

項目	CMBS (商業用不動産担保証券)	RMBS (住宅ローン担保証券)
正式名称	Commercial Mortgage Backed Securities	Residential Mortgage Backed Securities
裏付資産	オフィスビル、商業施設、ホテル等の 商業用不動産 に対するローン債権	個人向けの 住宅ローン 債権

項目	CMBS (商業用不動産担保証券)	RMBS (住宅ローン担保証券)
特徴	個々の不動産のキャッシュフロー分析が重要。比較的少数の大規模ローンを裏付けとすることが多い。	多数の小口ローンを統計的にプールし、大数の法則に基づきキャッシュフローを予測。
設問でのポイント	C=Commercial	R=Residential

項目	J-REIT (上場REIT)	私募REIT (非上場REIT)
上場	する (金融商品取引所)	しない
流動性	高い (市場でいつでも売買可能)	低い (劣後する) (解約制限等あり)
価格変動リスク	高い (株式市況等の影響を受ける)	低い (鑑定評価額に基づく基準価額)
主な投資家	機関投資家、個人投資家	主に機関投資家 (年金、金融機関等)
情報開示	高い透明性 (法定・適時開示)	限定的 (投資家向け)

解答と論理

正解: 1

各選択肢の正誤を判定します。

イ：住宅ローン証券化はRMBSであり、CMBSではないため誤りです。

ロ：市場規模の数値は概ねテキストの記述と整合しており、正しいです。（※注：本解説作成時点のテキストp.20記載の2024年12月時点の数値（J-REIT 23.4兆円、私募ファンド 40.8兆円）とは異なりますが、試験問題作成時点のデータに基づいているため、ここでは正しいと判断します。市場規模は常に成長・変動することを念頭に置いてください。）

ハ：私募REITは非上場のため、J-REITより流動性は劣後するため誤りです。

ニ：ESGの「E」は環境（Environment）であり、経済性（Economy）ではないため誤りです。

したがって、正しい記述は「ロ」の1つのみです。よって、正解は「1」となります。

選択肢ごとの詳細解説

選択肢 イ：不動産担保付ローンの証券化商品の名称

誤り

結論: この選択肢は誤りです。住宅ローンの証券化商品は「RMBS」と呼ばれます。

解説: 不動産証券化の対象は、実物の不動産だけでなく、不動産を担保とするローン債権も含まれます。ローン債権を証券化する場合、その裏付けとなる不動産の種類によって名称が異なります。

- **CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities): 商業用 (Commercial) 不動産**（オフィス、店舗等）を担保とするローンを裏付けとします。
- **RMBS (Residential Mortgage Backed Securities): 住宅 (Residential) ローン**を裏付けとします。

本選択肢は、住宅ローン証券化商品をCMBSと記述しているため、明確な誤りです。これは基本用語の理解を問う典型的な問題です。

- **具体例:** ある銀行が、1,000人分の住宅ローン債権（総額300億円）を保有しているとします。このままではすぐに現金化できません。そこで、この債権群をSPVに売却し、SPVがそれを裏付けとして「RMBS」を発行します。投資家はRMBSを購入し、住宅ローン返済による元利金を原資とした分配を受け取ります。
- **実務上の留意点:** 実務では、投資対象のデューデリジェンスにおいて、裏付資産が商業用不動産か住宅かによってリスク分析のアプローチが全く異なります。RMBSは多数の個人の信用力を統計的に評価する一方、CMBSは少数の商業用不動産の事業性やテナント構成を個別に評価する必要があります。
- **学習のポイント:** アルファベットの略語の意味を曖昧に覚えていると、この種のひっかけ問題に陥りやすくなります。「C=Commercial」「R=Residential」という対応を明確に記憶することが重要です。

選択肢 ロ：不動産証券化市場の規模

正しい

結論: この選択肢は、問題作成時点のデータに基づいており、正しいです。

解説: 日本の不動産証券化市場は、1998年のSPC法（現：資産流動化法）制定や2001年のJ-REIT市場創設を契機に急速に成長しました。特に2010年代以降、金融緩和環境を背景にJ-REIT、私募ファンドともに運用資産額（AUM: Assets Under Management）を拡大させています。

問題文に示された2023年6月時点の数値は、この成長トレンドを反映したものであり、市場規模の概観として正しい記述です。試験対策上は、最新の正確な数値を暗記するよりも、「J-REIT市場が約20兆円台、私募ファンド市場が約40兆円台に達し、私募ファンドの方が規模が大きい」という大まかなスケール感と成長傾向を把握しておくことが重要です。

具体例: 例えば、ある年金基金が不動産への投資を検討する際、市場規模は投資戦略を立てる上で重要な要素となります。流動性を重視するなら約20兆円規模のJ-REIT市場、長期安定運用を目指すなら約40兆円規模の私募ファンド市場から投資先を探す、といった判断につながります。

実務上の留意点: 市場規模の拡大は、アセットマネージャー、プロパティマネージャー、鑑定士、弁護士など、不動産証券化に関わる多様な専門家にとってのビジネス機会の増大を意味します。また、新たな投資家層の参入を促し、市場のさらなる発展につながる好循環を生み出します。

学習のポイント: 市場規模のデータは調査時点によって数値が変動するため、「テキストの数値と一字一句違うから誤り」と即断しないことが重要です。数値を比較し、桁が大きく違ったり、大小関係が逆転していない限り、市場の概況を示す記述として正しいと判断する柔軟性が求められます。

選択肢 八：私募REITの流動性

誤り

結論: この選択肢は誤りです。私募REITの流動性は、J-REITと比較して劣後します（低い）。

解説: J-REITは金融商品取引所に上場しているため、投資家は株式と同様に市場でいつでも投資口を売買でき、非常に高い流動性を持ちます。一方、私募REITは非上場であり、投資家が限定されています。換金するには、原則として発行体（投資法人）に対して解約を申し出る必要がありますが、これには通常、時期的な制約（例：半年に一度）や金額的な上限が設けられています。したがって、J-REITに比べて流動性は著しく低くなります。選択肢はこの関係を逆にしており、明確な誤りです。

具体例: 急に現金が必要になった個人投資家がJ-REITの投資口を売却したい場合、証券会社を通じて数分で売却注文を出すことができます。しかし、私募REITに投資する年金基金が換金を望む場合、次の解約可能期間まで数ヶ月待つ必要があったり、他の投資家の解約希望額が多い場合は全額換金できない可能性もあります。

実務上の留意点: 投資家は、自身が求める流動性の水準に応じてJ-REITと私募REITを使い分けます。短期的な資金流入の可能性がある投資家はJ-REITを、長期的な安定運用を目的とし、低い流動性を受け入れられる年金基金などは私募REITを嗜好する傾向があります。

学習のポイント: 「価格変動リスクが少ない＝安定している＝良い商品」というイメージから、「流動性も高いだろう」と誤解する認知トラップがあります。「価格の安定性」と「流動性」はトレードオフの関係にあることが多いと理解しておくことが重要です。

選択肢 二：ESG投資の定義

誤り

結論: この選択肢は誤りです。ESGの「E」は**環境 (Environment)** を指します。

解説: ESG投資は、企業の持続可能性を評価する上での重要な3つの要素の頭文字をとったものです。

- **E: Environment (環境)** - 気候変動対策、省エネルギー、再生可能エネルギー利用など
- **S: Social (社会)** - 労働環境、人権、地域社会への貢献など
- **G: Governance (企業統治)** - 経営の透明性、コンプライアンス、株主利益の保護など
選択肢では「E」を「経済性 (Economy)」としており、これは典型的な誤りです。企業の経済性（収益性など）は伝統的な投資判断の根幹であり、ESGはそれに加えるべき新たな評価軸として登場した概念です。
- **具体例:** あるJ-REITが、保有するオフィスビルに最新の省エネ設備を導入し、環境認証を取得したとします。これは「E (環境)」の評価を高める活動です。このJ-REITはESG投資家からの資金流入が期待でき、資金調達コストの低下や投資口価格の安定につながる可能性があります。
- **実務上の留意点:** 現代の不動産開発や運用において、ESGへの配慮は企業価値や物件価値を左右する重要な要素となっています。特に機関投資家は投資判断プロセスにESG評価を組み込んでおり、アセットマネージャーはESGへの取り組みを積極的にアピールする必要があります。
- **学習のポイント:** 「E」と言われると「Economy」を連想しがちですが、ESGは「非財務情報」を重視する考え方であると理解していれば、「財務情報」に近い経済性ではないと判断できます。ESGという言葉の背景を理解することが、単純な暗記ミスを防ぎます。

周辺知識・学習のヒント

歴史的背景：不動産証券化市場の発展の歴史

日本の不動産証券化市場は、1990年代のバブル経済崩壊が大きな契機となりました。企業や銀行が抱えた不良債権や含み損のある不動産をバランスシートから切り離す（オフバランス化する）必要性が高まり、その受け皿として証券化スキームが活用され始めたのです。

1998年のSPC法（現：資産流動化法）制定が「資産流動化型」の証券化を、2001年のJ-REIT市場創設が「資産運用型」の証券化を本格化させ、市場は大きく成長しました。このように、経済環境の変化に対応する形で市場が発展してきた歴史を理解しておく、各制度の目的がより明確になります。

周辺知識： ESG投資の潮流と不動産セクターへのインパクト

近年、気候変動問題への意識の高まりから、ESGの中でも特に「E（環境）」への注目が世界的に高まっています。不動産セクターは、世界のエネルギー消費量やCO2排出量のかなりの部分を占めると言われており、環境負荷低減への取り組みが強く求められています。具体的には、省エネ性能の高い「グリーンビルディング」の建設・改修や、再生可能エネルギーの導入などが進められています。これらの物件は、テナントからの需要が高く賃料を高く設定できる、あるいは光熱費が安く運営コストを抑えられるといった経済的メリットもあり、投資価値の向上に直結します。GRESB（グローバル不動産サステナビリティ・ベンチマーク）などの評価機関も登場し、不動産ファンドのESGパフォーマンスを「見える化」する動きが加速しています。