

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

**2025年度 午前**

FISCAL YEAR 2025 / AM SESSION

PRESENTED BY

カブア・イエイツ

# 目次

## 101 企業と不動産

問題 1	企業と不動産証券化	4
問題 2	不動産証券化基礎	9
問題 3	不動産ファンドの資本コスト	14

## 103 不動産投資の基礎

問題 4	不動産投資の基礎	18
問題 5	リスク軽減の方法	22
問題 6	アセットマネジャーの役割	26
問題 7	アセットマネジャーの期中運用業務	30
問題 8	アセットマネジャーの売却業務における注意点	34
問題 9	不動産の価格情報の注意点	38
問題 10	オフィス市場の空室率	42
問題 11	地価の公的指標	46
問題 12	商業施設に関する指標等	50
問題 13	法的調査	54
問題 14	不動産のデューデリジェンス	58
問題 15	オペレーショナルアセット	62
問題 16	直接還元法の計算	66
問題 17	DCF法の計算	69
問題 18	建物環境リスク評価	72
問題 19	中・長期修繕更新費用	77
問題 20	現地調査	81
問題 21	プロパティマネジメント	85
問題 22	プロパティマネジメントにおける建物の運営業務の企画	89
問題 23	プロパティマネジメントのテナントの誘致	93
問題 24	プロパティマネジメントの運営業務	97
問題 25	プロパティマネジメントの建物管理業務	101
問題 26	サステナビリティと不動産投資	105

問題 27	サステナビリティと不動産投資	109
-------	----------------	-----

## 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	114
問題 29	証券化市場の概観	119
問題 30	ストラクチャードファイナンス	123
問題 31	証券化商品の償還方法	127
問題 32	デットファイナンスの基礎知識	131
問題 33	エクイティファイナンスの基礎知識	135
問題 34	市場リスクやCAPM	139
問題 35	エクイティのバリュエーション	143
問題 36	J-REITにとってのESG	145
問題 37	株価インデックスと不動産投資インデックスの基礎知識	148
問題 38	格付け及び格付けを踏まえた企業信用に関する議論	152
問題 39	期待効用と確実性等価	156
問題 40	リターンの計算	160
問題 41	IRR	162
問題 42	IRR	165
問題 43	最適ポートフォリオ理論	167
問題 44	正規分布	169
問題 45	システムティックリスクとアン・システムティックリスク	172
問題 46	スポットレートとフォワードレート	174
問題 47	スポットレートとフォワードレート	176

## 106 不動産証券化と倫理行動

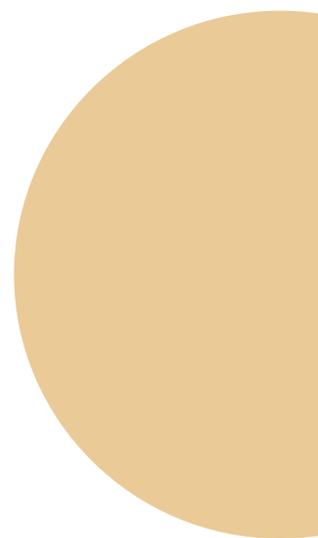
問題 48	不動産証券化商品に携わる個人の行動規範や責任	179
問題 49	善管注意義務、忠実義務、信義誠実義務等	184
問題 50	プロフェッショナルとしての義務と責任等	188

101

SUBJECT 101

# 企業と不動産

---



## 問題 1: 企業と不動産証券化

### 企業価値向上のための原則と、企業戦略としての不動産証券化・ダイベストメントの役割

#### 本問題の論点

企業が不動産を保有（オンバランス）するか、証券化（オフバランス）するかの意味決定基準に関する問題です。特に、「企業価値向上の原則（ $ROIC > WACC$ ）」、オンバランス不動産の財務的特性（低回転・高マージン）、およびダイベストメント（事業売却）の戦略的意義が問われています。

科目101の核心テーマです。現代の企業経営において、不動産は単なる操業基盤ではなく、資本効率（ROIC）の観点から管理すべき経営資源と位置づけられています。この「機能論的」な理解は、後の科目での計算や制度理解の土台となります。

#### 重要用語の定義

##### 資金調達 (Funding)

- ・ **定義:** 企業がその金融資産（株式や社債など、キャッシュフローに対する請求権）を売り出し、投資家から現金を得ること。
- ・ **試験のポイント:** 単にお金を借りるだけでなく、「将来のキャッシュフローを裏付けとした金融資産の販売」と捉える点が重要です。証券化もこの一種です。

##### ダイベストメント (Divestment)

- ・ **定義:** 投資（インベストメント）の対義語であり、資産売却、事業分離（スピンオフ）、清算などを指す「縮小型」の企業戦略。
- ・ **試験のポイント:** ネガティブな撤退だけでなく、中核事業への集中や資本効率向上のための「戦略的手段」として位置づけられています。

##### オンバランス不動産の特性

- ・ **定義:** 事業会社が貸借対照表（バランスシート）に保有する不動産のこと。一般に「低回転率（資産効率が低い）」かつ「高マージン（利益率は高い）」という財務的特徴を持つ。
- ・ **試験のポイント:** この「低回転率」が全社のROIC（投下資本収益率）を押し下げる要因となりやすいため、証券化によるオフバランス化が検討されます。

## 関連法令

### 企業価値向上の原則 ファイナンス理論

企業が行う投資は、投資家が市場で得られる代替的な収益率（資本コスト、WACC）を上回るリターン（ROIC）を生み出さなければならない。

本問題への適用: 選択肢口の根拠。株主が企業の外に持つ投資機会（＝資本コスト）が、企業内部の投資基準となる。

## 関連情報のマトリックス

### 構造分析：企業戦略としての「インベストメント」と「ダイベストメント」

戦略類型	インベストメント (Investment)	ダイベストメント (Divestment)
方向性	拡大型企業戦略	縮小型企業戦略
主な手法	設備投資、M&A（買収）、新規事業開発	資産売却、スピノフ（事業分離）、清算
目的	事業規模の拡大、新規収益源の獲得	戦略的焦点の絞り込み、資本効率(ROIC)の向上、資金調達
証券化の位置づけ	不動産を取得・開発する場合	保有不動産をオフバランス化（売却）する場合

### 構造分析：オンバランス不動産の財務特性（A社の例）

指標	オンバランス不動産	コア事業（本業）	財務的評価
回転率 (売上高÷資産)	非常に低い (資産が重い)	高い	資産効率が悪く、全社の足を引っ張る要因になりやすい。
マージン (利益÷売上高)	非常に高い (利益率は良い)	相対的に低い	利益額への貢献は大きいですが、資産規模に見合っているかが課題。
ROIC (回転率×マージン)	低くなりがち	高いことが多い	WACC（資本コスト）を下回る場合、企業価値を毀損していると判断される。

## 解答と論理

正解: 3

誤っている記述は「ハ」「ニ」「ホ」の3つです。ハ：オンバランス不動産は「回転率が低く、マージンが高い」が正解。選択肢は逆。ニ：現在は資金調達だけでなく、「企業価値向上のための戦略的手法」としても行われる。ホ：ダイベストメントは「縮小型」戦略であり、拡大型ではない。

## 選択肢ごとの詳細解説

### 選択肢 イ：資金調達の本質的定義

正しい

**結論:** この記述は正しいです。

**解説:** コーポレートファイナンスにおいて、企業の資金調達（負債や株式の発行）は、企業の将来キャッシュフローに対する請求権という「金融資産」を投資家に売り出す行為と定義されます。銀行借入も、銀行に対して「貸付債権」という金融資産を売り出していると解釈できます。

**具体例:** A社が社債を発行して100億円調達する場合、A社は「利息と元本を受け取る権利（社債）」という商品を市場で売り、対価として現金を得ています。

**実務上の留意点:** 証券化も同様に、不動産が生むキャッシュフローへの請求権を証券化商品として売り出す「資金調達」の一種です。

**学習のポイント:** 「資金調達＝借金」という狭いイメージに囚われず、「金融資産の販売」という視点を持つことが重要です。

### 選択肢 ロ：企業価値向上のための投資基準（機会費用）

正しい

**結論:** この記述は正しいです。

**解説:** 企業が内部で投資を行う際のハードルレート（最低限必要な利回り）は、株主がその資金を企業の外（株式市場など）で同等のリスクの資産に投資した場合に得られる期待収益率によって決まります。これを「機会費用」または「資本コスト」と呼びます。

**具体例:** 株主が市場で5%で運用できるなら、企業は内部投資で少なくとも5%以上を稼がないと、株主にとって価値を破壊していることとなります。

**実務上の留意点:** これが「 $ROIC > WACC$ 」という原則の理論的根拠です。

**学習のポイント:** 「企業内部の事情」で基準が決まるのではなく、「外部市場の投資機会」が基準になる点に注意してください。

#### 選択肢 ハ：オンバランス不動産の財務的特性（回転率とマージン）

誤り

**結論:** この記述は誤りです。

**解説:** オンバランス不動産（特に賃貸用）は、巨額の資産計上が必要になるため、売上高に対する資産の比率が大きくなり、資産の効率性を示す「回転率（売上高÷資産）」は他の事業資産に比べて【非常に低い】傾向があります。一方で、減価償却費以外の変動費が少ないため、「マージン（利益率）」は【非常に高い】傾向があります。

**具体例:** 100億円のビルを持っていても年間賃料売上は5億円程度（回転率0.05回）ですが、営業利益は2億円残る（利益率40%）といったイメージです。小売業などは回転率が高く利益率が低い逆の構造です。

**実務上の留意点:** 「利益率は高いから良い事業だ」と誤解しがちですが、資産効率（回転率）が悪いため、ROIC（資本効率）で見ると低くなるのが、オンバランス保有の課題です。

**学習のポイント:** 「効率性が高い＝回転率が高い」という用語の定義と、不動産の特性（重たい資産）を結びつけて理解しましょう。選択肢は「回転率が高く、マージンが低い」と真逆のことを言っています。

#### 選択肢 ニ：不動産証券化の目的の変遷

誤り

**結論:** この記述は誤りです。

**解説:** 証券化は当初、資金調達（Funding）の手段として登場しましたが、現在ではそれだけでなく、「企業価値向上のための戦略的経営手法」として広く採用されています。具体的には、低収益資産のオフバランス化によるROIC向上や、不動産リスクの移転などが目的となります。

**具体例:** 鉄道会社が保有不動産をREITに売却し、調達した資金で本業の鉄道インフラを強化する場合、これは単なる資金調達ではなく「資産ポートフォリオの入替による企業価値向上」です。

**実務上の留意点:** 「資金調達のみ」とする限定的な記述は、現代のCRE戦略の実態に即していません。

**学習のポイント:** 「現在日本では」という前置きがあっても、目的が限定されるわけではありません。多目的化しています。

## 選択肢 ホ：ダイベストメントの定義と位置づけ

誤り

**結論:** この記述は誤りです。

**解説:** ダイベストメント (Divestment) は、インベストメント (Investment: 投資・拡大) の対義語であり、資産売却や事業撤退などの【縮小型】企業戦略です。「投資と同じく拡大型」とする記述は定義上誤りです。

**具体例:** 不採算部門の売却や、ノンコア資産 (本業に関係ない不動産) のオフバランス化はダイベストメントの代表例です。

**実務上の留意点:** 「縮小」という言葉にはネガティブな響きがありますが、戦略的焦点を絞り込み、企業価値を高めるための「積極的な」縮小戦略として評価されています。

**学習のポイント:** 英語の綴りが似ているため混同しないようにしましょう。Di- (分離・除去) + Vestment (着せる/投資) です。

## 周辺知識・学習のヒント

### CRE戦略：東証の要請とROIC経営

2023年、東京証券取引所は上場企業に対し「資本コストや株価を意識した経営」を要請しました。これにより、多くの日本企業がPBR (株価純資産倍率) 1倍割れの解消を目指し、ROIC (投下資本収益率) をKPIに設定して、低効率なオンバランス不動産の売却 (ダイベストメント) や証券化を加速させています。

### 計算テクニック：ROICの分解式 (デュボン分解)

$ROIC = \text{売上高営業利益率 (マージン)} \times \text{投下資本回転率 (回転率)}$ 。不動産事業はマージンが高くても回転率が極端に低いため、結果としてROICがWACCを下回り、企業価値を破壊する「金食い虫」になりやすい構造にあります。