

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 午後

FISCAL YEAR 2025 / 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	不動産証券化に関連する基礎知識	4
問題 2	不動産証券化の仕組み	8
問題 3	不動産証券化商品	12
問題 4	不動産証券化	16
問題 5	不動産取引と法	20
問題 6	不動産と業規制	24
問題 7	金融市場と金利	28
問題 8	証券市場と証券業務	32
問題 9	利回りの計算	36
問題 10	銀行業務	38
問題 11	プロジェクトファイナンスとノンリコースローン、PFI事業へのファナンス	42
問題 12	国内機関投資家	46
問題 13	海外機関投資家	50
問題 14	年金制度に関する基礎知識	53
問題 15	企業年金の受託者責任	57

104上 不動産証券化の法務

問題 16	不動産保有媒体	62
問題 17	倒産隔離等	66
問題 18	不動産証券化商品の組成とテナント	71
問題 19	信託関連	76
問題 20	投資法人と特定目的会社	81
問題 21	不動産証券化と組合契約上の権利	85
問題 22	不動産証券化商品の勧誘規制	90
問題 23	セキュリティー・トークン	95
問題 24	投資家への説明義務	99

問題 25	不動産証券化の組成における関係法令	104
問題 26	不動産証券化のスキーム	108
問題 27	金融商品取引業	113
問題 28	商品販売に係る届出一金商法による開示	117
問題 29	書面交付義務	121
問題 30	虚偽、誤導情報提供の禁止	125
問題 31	利益相反	129
問題 32	J-REITのインサイダー取引規制	133
問題 33	J-REITの利益相反取引及びインサイダー取引の諸規制	137
問題 34	J-REITの利益相反取引及びインサイダー取引の諸規制	141

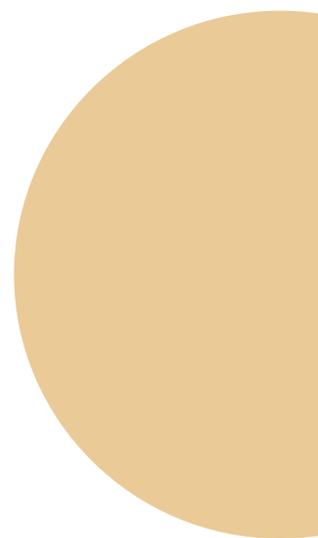
104下 不動産証券化の会計・税務

問題 35	不動産流動化実務指針	146
問題 36	連結会計	151
問題 37	連結会計	155
問題 38	減損会計	159
問題 39	有価証券の評価	163
問題 40	資産除去債務	166
問題 41	不動産に関連する会計基準	170
問題 42	不動産証券化ヴィークルの会計と開示	174
問題 43	ヴィークル選択	178
問題 44	信託の税務	182
問題 45	匿名組合の税務	186
問題 46	特定目的会社の税務	190
問題 47	特定目的会社の導管性要件	194
問題 48	投資法人の導管性要件	197
問題 49	リース	201
問題 50	消費税	204

102

SUBJECT 102

不動産証券化の概要



問題 1: 不動産証券化に関連する基礎知識

不動産証券化の基本概念（アセットファイナンス）、市場規模、金融システムにおける位置付け、および私募REITの市場動向

本問題の論点

本問は、不動産証券化を学ぶ上で最も基礎となる「コーポレートファイナンスとアセットファイナンスの違い」、「市場型間接金融の意義」、「不動産証券化市場の現状（特に私募REITの拡大）」について、正確な理解を問うています。特に、伝統的な企業金融との対比や、近年の市場トレンドである私募REITの急成長に関する数値感覚が重要です。

102科目では、単に仕組みを覚えるだけでなく、「なぜ証券化が必要なのか（機能）」や「現在の市場規模はどの程度か」というマクロな視点が頻出です。特にアセットファイナンスの概念は全ての証券化商品の基礎となります。

重要用語の定義

アセットファイナンス (Asset Finance)

- ・ **定義:** 企業の信用力ではなく、特定の資産（不動産等）が生み出すキャッシュフローや資産価値を裏付けとして資金調達を行う手法。
- ・ **試験のポイント:** 不動産証券化の本質です。対義語である「コーポレートファイナンス」との違い（返済原資、遡及権の範囲など）は試験の最重要ポイントです。

市場型間接金融

- ・ **定義:** 投資信託や証券化などの集団投資スキームを通じて、資金供給者（投資家）の資金が金融市場を經由して資金需要者に供給される仕組み。
- ・ **試験のポイント:** 銀行預金による「間接金融」と、株式・社債による「直接金融」の中間に位置し、リスク分散や多様な商品提供を可能にする現代金融の重要な柱です。

私募REIT

- ・ **定義:** 非上場のオープンエンド型不動産投資信託。長期安定運用を志向する年金基金や地域金融機関を主な投資家とする。

- ・試験のポイント: J-REIT（上場）や私募ファンド（有期限）とは異なる「第3の商品」として急成長しており、その市場規模や特性（低ボラティリティ、長期運用）は近年の頻出論点です。

関連法令

資産の流動化に関する法律等 概念的定義

特定の資産を裏付けとした資金調達の枠組み。

本問題への適用: 選択肢イのアセットファイナンスの定義に関連。

関連情報のマトリックス

制度比較：コーポレートファイナンス vs アセットファイナンス

比較項目	コーポレートファイナンス	アセットファイナンス（証券化）
信用力の依拠	企業の全資産・収益力（会社の信用）	特定資産のキャッシュフロー・価値
資金調達主体	企業自身	SPV（特別目的事業体）
返済原資	企業の事業収益全体	特定資産が生む収益のみ
バランスシート	負債として計上（オンバランス）	資産の売却（オフバランス化が可能）

制度比較：J-REIT・私募REIT・私募ファンドの市場規模比較（目安）

商品	J-REIT	私募REIT	私募ファンド
流動性	高（上場）	中（払戻し制限あり）	低（原則解約不可）
運用期間	無期限（永続）	無期限（永続）	有期限（5年程度等）
市場規模(資産額)	約23兆円	約6.8兆円（急成長中）	約40兆円超
主な投資家	個人・機関投資家・日銀	年金・地銀等の長期投資家	機関投資家・富裕層

解答と論理

正解: 2

イはコーポレートファイナンスの説明であり誤り。ニは私募REITの市場規模（銘柄数・資産額）が過小であり誤り（実際はもっと大きい）。ロとハは正しい記述。したがって、正しいものは2つ。

選択肢ごとの詳細解説

選択肢 イ：アセットファイナンスとコーポレートファイナンスの定義の混同

誤り

結論: この記述は誤りです。記述内容は『コーポレートファイナンス』の定義です。

解説: 『企業の信用力を背景に』資金調達を行うのは、伝統的な『コーポレートファイナンス』です。対して『アセットファイナンス』は、企業自身の信用力から切り離された『特定の資産（不動産等）』の信用力（収益性・資産価値）に依存して資金調達を行う手法です。証券化はアセットファイナンスの代表例です。

具体例: A社が銀行からお金を借りる際、A社全体の業績を見て貸すのがコーポレートファイナンス。A社が持つビル単体の家賃収入だけを見て貸すのがアセットファイナンスです。

実務上の留意点: 実務では、企業の格付けが低くても、保有する優良物件を切り出してアセットファイナンス（証券化）を行うことで、低コストで資金調達が可能になります。

選択肢 ロ：企業の資産構成における不動産の重要性（法人企業統計）

正しい

結論: この記述は正しいです。

解説: 法人企業統計などのマクロデータによれば、日本企業の総資産に占める不動産（土地・建物等）の割合は依然として高く、有形固定資産が約25%、土地が約10%程度を占めています。これらを有効活用したり、証券化してオフバランス化することは、ROA（総資産利益率）の向上など経営効率化に直結するため、経営戦略上極めて重要です。

具体例: 資産100億円のうち25億円が不動産で、それが利益を生んでいなければ、ROAは低下します。これを売却（証券化）して成長事業に投資すれば、企業価値は向上します。

実務上の留意点: CRE（企業不動産）戦略の根拠となるデータです。

選択肢 ハ：市場型間接金融の機能と意義

正しい

結論: この記述は正しいです。

解説: 市場型間接金融（投資信託や証券化など）は、伝統的な銀行融資（間接金融）と異なり、多様なリスク・リターン特性を持つ商品を提供します。これにより、投資家の選択肢が増えるとともに、銀行システムにリスクが集中することを防ぎ、金融システム全体のリスク分散（安定化）に寄与します。

具体例: 預金しか選択肢がない世界では、銀行がすべての貸倒れリスクを負います。証券化商品があれば、リスクを取れる投資家がリスクを分担し、銀行の負担が減ります。

実務上の留意点: 「貯蓄から投資へ」という金融政策の背景にある理論です。

選択肢二：私募REITの市場規模と成長

誤り

結論: この記述は誤りです。提示されている数値（11銘柄、1.2兆円）は過小であり、実際の市場規模はもっと大きいです。

解説: 私募REITは2010年の運用開始以降、地銀や年金基金などの安定運用ニーズを受けて急成長しました。2024年末時点では、運用投資法人は『50銘柄以上』、運用資産額は『6兆円超』に達しています。選択肢の数値は初期段階のものであり、現状を反映していません。

具体例: J-REITが約23兆円、私募ファンドが約40兆円超に対し、私募REITも6兆円規模に成長し、「第3の市場」として確立しています。

実務上の留意点: 私募REITは、金融機関や年金にとって「債券代替」の投資先として定着しています。

周辺知識・学習のヒント

歴史的背景：バブル崩壊と証券化の進展

1990年代のバブル崩壊後、金融機関は不良債権処理に追われ、企業は保有不動産の価格下落リスクに晒されました。この際、不動産をバランスシートから切り離して資金調達する「証券化（アセットファイナンス）」は、企業の財務体質改善（オフバランス）と金融機関のリスク分散の双方に資する切り札として導入・発展してきました。

周辺知識：J-REITと私募REITの使い分け

投資家にとって、J-REITは「換金性（流動性）」が高い反面、株式市場の影響を受け価格変動（ボラティリティ）が大きくなります。一方、私募REITは「価格の安定性（鑑定評価額ベース）」が高いため、長期保有で安定配当を求める年金や地銀に好まれます。この特性の違いが、近年の私募REIT市場拡大の要因です。